

第4章 金融危機と政策金融^{*1}

金融危機対応業務のあり方に関する論点整理

中 里 透

本稿では、リーマン・ショック後に生じた金融市場の混乱とそれに伴う資金需給の逼迫に対してとられた政策金融における対応（危機対応業務の発動）が、企業金融の円滑化にどのような役割を果たしたのかについて、金融政策においてとられた措置との関連に留意しながら検討を行う。日本政策金融公庫と日本政策投資銀行・商工組合中央金庫を通じて実施された危機対応融資（危機対応円滑化業務・危機対応業務）は、日本銀行の金融調節における措置（CP・社債等の買入れ、企業金融支援特別オペなど）と相まって、大企業・中堅企業の資金調達円滑化に一定の役割を果たしたものと評価できる。

クレジット市場の混乱が生じた際の対応において、政策金融を通じた措置は信用リスクの顕現化の問題についてより柔軟な対応をとることができる反面、機動的な対応が必ずしも十分に確保できない可能性があること、金融政策における措置は臨機応変な対応が可能である一方、信用リスクの問題についてはより慎重な判断が必要となる可能性があることを踏まえると、実際の政策対応においては、両者のこのような特性に留意しながら局面に応じて適切な措置を講じていくことが重要と考えられる。金融危機への対応において政策金融を活用することには一定の意義が認められるが、政策金融全般のあり方については、貸付残高の縮減を図るなどこれまでの改革の経緯を踏まえた対応が必要であり、危機対応融資についても今後の対応のあり方について引き続き検討を進めていくことが必要である。

*1 本稿の作成にあたっては、2012年度金融調査研究会第2研究グループの参加者各位から有益なコメントをいただいた。ここに記して謝意を表したい。もちろん、本稿にあり得べき誤りはすべて筆者の責に帰するものである。

1. はじめに

リーマン・ショックに際してはさまざまな臨時異例の措置がとられたが、政策金融を通じた危機対応融資もそのひとつであろう。金融市場の混乱が懸念され、企業の資金調達環境が厳しくなる中、日本政策金融公庫と日本政策投資銀行・商工組合中央金庫を通じた危機対応融資は経済の安定化に一定の役割を果たしたと評価できる¹。本稿では危機対応融資のうち大企業・中堅企業向けのものに焦点を当てて、これまでの経過と今後の課題について検討することとした²。

本稿の次節以降の構成は以下の通りである。まず第2節では、リーマン・ショック後の金融環境と政策金融による対応について説明する。この間の企業の資金調達の円滑化については金融政策においても対応がなされたが、第3節ではこの点について説明を行う。続いて第4節では、リーマン・ショック後の企業金融の円滑化に対する対応の評価を行うとともに、今後の金融危機対応のあり方について整理する。最後に第5節で本稿の結論をまとめる。

2. 政策金融による対応

2.1 リーマン・ショック後の金融環境

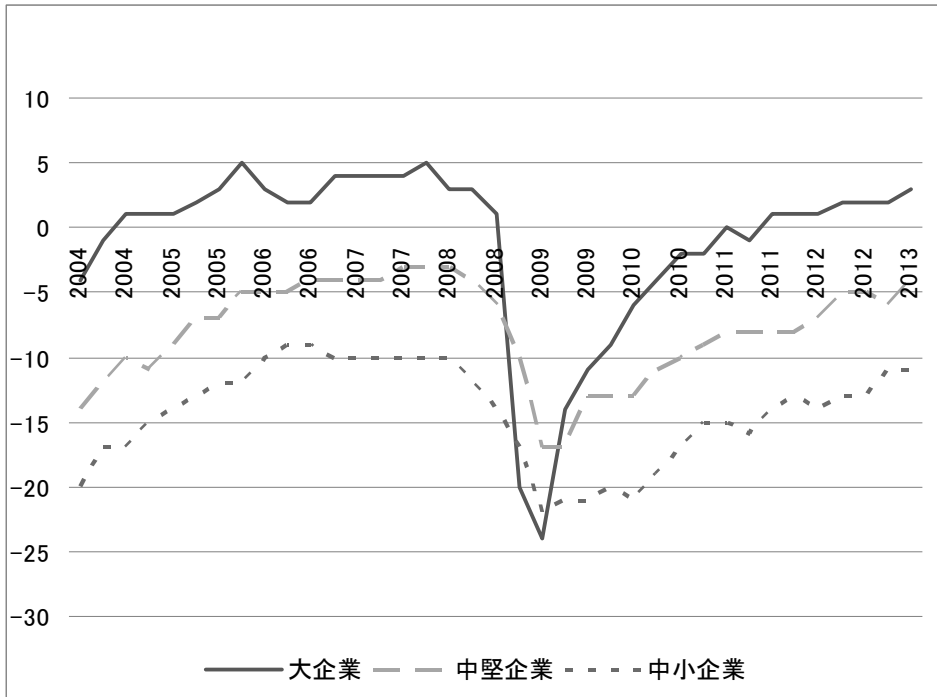
リーマン・ショック後にこのような対応がとられるようになった背景には、クレジット市場の混乱によって社債やCPの発行環境が著しく悪化する中で（図表1参照）、企業が資金をとり急ぐ動きが顕在化し、資金需給が逼迫したことがあげられる。このような資金需要の増加に対しては民間金融機関も貸出を増加させる形で対応したが、そのもとでも企業の資金繰りには厳しい状況が続いたため（図表2参照）、政策金融による対応が必要となった。このため「生活対策」（2008年10月30日新たな経済対策に関する政府・与党会議・経済対策閣僚会議合同会議決定）において「日本政策金融公庫によるセーフティネット貸付の金利や貸付条件の見直しを含めた拡充」とともに「商工中金、政策投資銀行による金融危機対応業務の発動」が中小・小規模企業等支援対策としてもりこまれることとなった³。

1 以下では日本政策金融公庫を「政策公庫」、日本政策投資銀行を「政投銀」、商工組合中央金庫を「商工中金」と表記する場合がある。

2 リーマン・ショック後に日本政策金融公庫と商工組合中央金庫を通じて行われた中小企業金融の円滑化のための措置（セーフティネット貸付）については家森・近藤（2011）において詳細な分析がなされている。また、財政投融資制度を活用した経済危機対応全般については財務省（2011）が詳細な分析を行なっている。

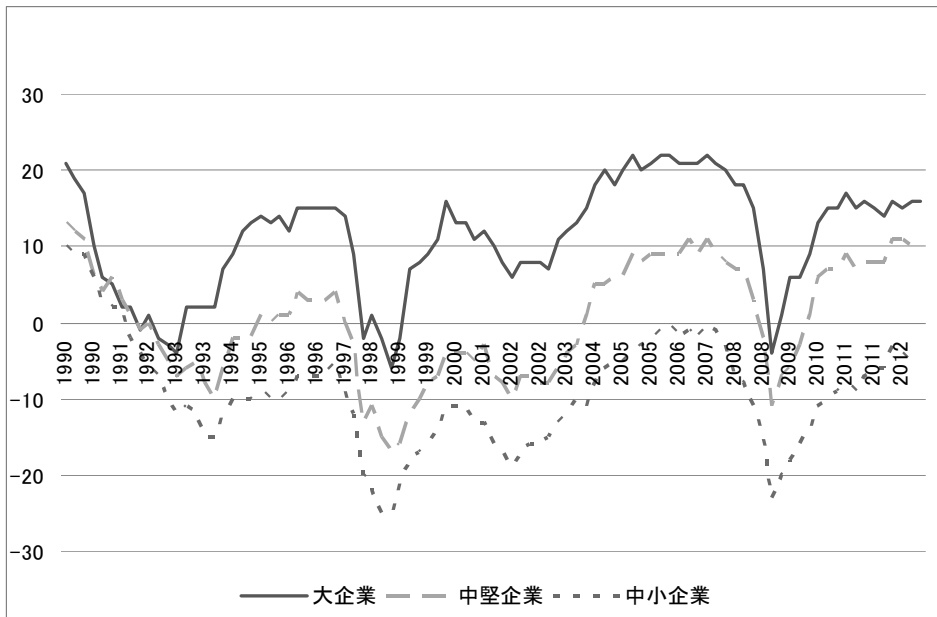
3 セーフティネット貸付は日本政策金融公庫と沖縄振興開発金融公庫を通じて行われる中小・小規模事業者向け融資である。

【図表1】 CP発行環境DI



(資料出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査 (短観)」

【図表2】 資金繰り判断DIの推移

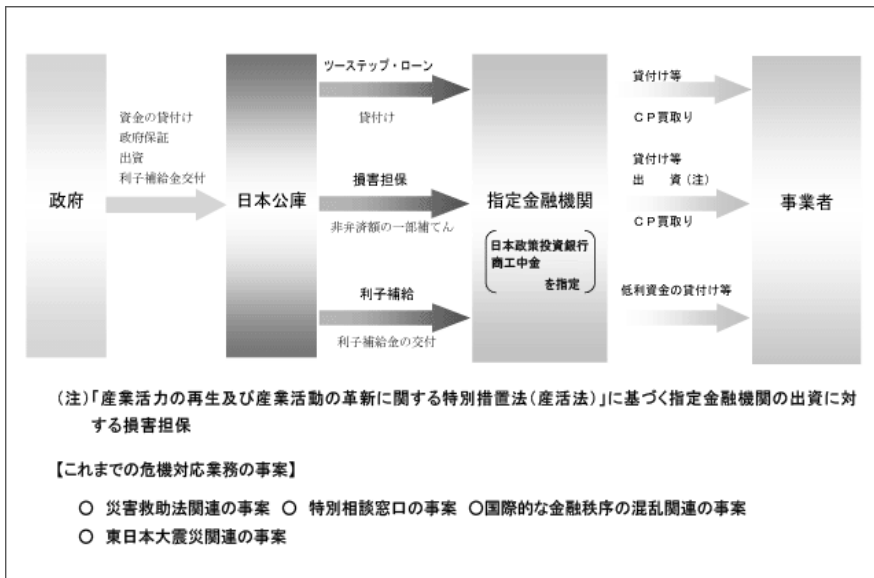


(資料出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査 (短観)」

2.2 危機対応融資の概要

危機対応融資は、内外の金融秩序の混乱や大規模災害等の発生時に、日本政策金融公庫が指定金融機関（日本政策投資銀行と商工組合中央金庫）を通じて貸付等を実施する政策金融の枠組みである^{4,5}。内外の金融秩序の混乱や大規模災害等の発生などの事案が生じた場合、主務大臣は当該事案について危機認定を行い、対象とすべき事案、実施期間などを定めることで危機対応融資（危機対応円滑化業務・危機対応業務）が開始される。危機対応融資の具体的な内容としては、ツーステップ・ローン（日本政策金融公庫が財政投融資資金等をもとに指定金融機関に貸付を行い、それをもとに指定金融機関が企業からの融資の申し込みに応じて危機対応融資を実施）、損害担保（日本政策金融公庫が指定金融機関との間で補償契約を結び、補償料を徴収するかわりに、指定金融機関が行う貸付等に毀損が生じた場合に損害の一定割合を補てん）、利子補給（日本政策金融公庫からの資金の貸付やリスク補完を受けて指定金融機関が行なった貸付等について、日本政策金融公庫が利子補給金を支給）がある（図表3参照）。

【図表3】危機対応円滑化業務・危機対応業務



(資料出所) 日本政策金融公庫

- 4 制度上は民間金融機関も申請により指定金融機関になることができるが、現在、指定金融機関となっているのは日本政策投資銀行と商工組合中央金庫の2機関のみである。
- 5 危機対応融資に係る業務は、日本政策金融公庫が指定金融機関（日本政策投資銀行・商工組合中央金庫）に対して一定の信用の供与を行うもの（危機対応円滑化業務）と指定金融機関が日本政策金融公庫からの信用の供与を受けて、危機に対処するために必要な資金供給を実施するもの（危機対応業務）の2段階に区分される。

2.3 金融危機対応融資

リーマン・ショックの影響により年末にかけて資金需給が逼迫する中、2008年12月11日に「国際的な金融秩序の混乱に関する事案」が危機認定され、金融市場の混乱に対応するための危機対応融資が開始された^{6,7}。金融危機に対応する形で日本政策投資銀行と商工組合中央金庫によって行われた措置（金融危機対応業務）は、CP買取を通じた短期の資金繰り対策（日本政策投資銀行のみ）と、ツーステップ・ローン（日本政策投資銀行・商工組合中央金庫）及び損害担保付貸出（商工組合中央金庫のみ）を通じた中長期の資金供給（運転資金と設備投資資金の融資）である⁸。日本政策投資銀行と商工組合中央金庫によるこれらの貸付等のための資金調達、日本政策金融公庫による短期資金・長期資金の貸付によって行われ、これらの貸付に係る日本政策金融公庫の資金調達は、政府保証債の発行と財投貸付によってなされる。金融危機対応融資の対象は「国際的な金融秩序の混乱」により資金繰りに影響を受けている企業であり、貸付金利は当該企業の信用力と貸付期間に応じて設定することとされた。金融危機対応業務による中堅・大企業向け資金繰り支援の実施状況（貸付額・CP買取額）は図表4の通りである。

【図表4】中堅・大企業向け危機対応業務の実施状況（各時点までの累計額）

	(単位:億円)				
	09年3月末	09年9月末	10年3月末	10年9月末	11年3月末
貸付額					
商工中金	700	3,537	4,449	5,049	5,673
政投銀	10,603	26,254	31,078	32,653	33,303
合計	11,303	29,791	35,527	37,702	38,976
貸付額のうち 損害担保契約の 付されているもの					
商工中金		902	1,141	1,394	1,883
政投銀		2,119	2,297	2,307	2,310
合計	297	3,021	3,438	3,701	4,193
CP買取額					
商工中金					
政投銀	2,150	3,610	3,610	3,610	3,610
合計	2,150	3,610	3,610	3,610	3,610

(資料出所)財務省「中堅・大企業向け危機対応業務の実施状況」より作成

6 以下ではこの事案に基づく危機対応融資を「金融危機対応融資」と表記する。

7 金融危機対応業務の実施期間は2010年3月末までとされていたが、「明日の安心と成長のための緊急経済対策」(2009年12月8日閣議決定)において実施期間が2011年3月まで延長された。

8 日本政策投資銀行は金融危機対応業務として債務保証を行うこともできるが、金融危機対応業務における債務保証の実績はない。

3. 金融政策による対応

リーマン・ショック後の資金需給の逼迫に対しては、企業の円滑な資金調達を支援するという観点から、金融政策による対応もなされた。日本銀行は2008年10月14日の金融政策決定会合において、CP現先オペの積極的活用を図るとともに、2009年4月末までの時限措置として日本銀行取引先の保証する資産担保CP（ABCP）を適格担保とすることなどを決定した⁹。また、同年12月2日の金融政策決定会合では、民間企業債務（社債及び企業向け証書貸付債権）の適格担保範囲の拡大（格付に係る要件を従来の「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和）がなされ、12月19日の金融政策決定会合では企業金融支援特別オペ（共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利により、公開市場操作を通じて金融機関に貸付を行うもの）の導入が決定された¹⁰。さらに、2009年1月22日の金融政策決定会合ではCPおよびABCPの買入れが決定され、2月19日の同会合ではA格相当以上の適格担保社債の買入れと企業金融支援特別オペの強化・延長が決定された^{11,12}。

このように、ABCP・社債等の適格担保要件の緩和やCP・社債等買入れと企業金融支援特別オペの創設・拡充などにより、日本銀行の金融調節における企業金融円滑化のための措置が次第に整備されていった。このうちCP・社債等の買入れの実施状況は図表5の通りである。

【図表5】CP等買入れの実施状況

	(単位:億円)				
	09年3月末	09年9月末	10年3月末	10年9月末	11年3月末
日本銀行 (各時点の残高)					
CP・ABCP等	15,569	975	0	0	2,743
社債	435	2,531	1,722	153	2,032
(参考)					
政投銀 (各時点までの累計)					
CP	2,150	3,610	3,610	3,610	3,610

(資料出所) 日本銀行「営業毎旬報告」より作成

9 ABCPの適格要件の緩和は2009年4月末までの時限措置とされたが、延長・再延長がなされ2010年12月末まで実施された。

10 民間企業債務の適格担保範囲の拡大は2009年4月末までの時限措置とされたが、延長・再延長がなされ2010年12月末まで実施された。また、企業金融支援特別オペは2009年4月末までの時限措置とされたが、延長・再延長がなされ10年3月末まで実施された。

11 買入れ対象となるCP・ABCPはa-1格相当の既発行のもので残存期間3か月以内のものとなされ、発行体別の買入残高上限は1,000億円、買入総額の残高上限は3兆円とされた。この買入れは2009年3月末までの時限措置とされたが、延長・再延長がなされ2009年12月末まで実施された。

12 買入れ対象となる社債は残存期間が1年以内のもので、発行体別の買入残高上限は500億円、買入総額の残高上限は1兆円とされた。この買入れは2009年9月末までの時限措置とされたが、2009年12月まで延長された。

4. 金融危機対応のあり方

4.1 政策対応の必要性和政策効果についての評価¹³

政策金融については「政策金融改革に係る制度設計」（2006年6月27日政策金融改革推進本部・行政改革推進本部決定）において、「官から民へ」という基本方針を踏まえて民業補完に徹し、貸付残高の縮減を図るとの基本的考え方が示され、危機対応融資（危機対応円滑化業務・危機対応業務）については「その発動の要件や危機の状況に応じた措置の内容の政策金融改革に係る制度設計明確化を図るとともに、政策コストの最小化等に配慮する」こととされた。また、簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律（平成18年法律第47号）においては、日本政策金融公庫と沖縄振興開発金融公庫の貸付残高の2008年度末における合計額の対GDP比を2004年度末対比でみて半減させることとされた。

これらの点からすると、リーマン・ショック後の金融危機対応のためにとられた措置は異例のものであり、

(1) 「国際的な金融秩序の混乱に関する事案」を危機認定し、危機対応融資を実施したことは妥当な政策判断であったといえるか、

(2) このような対応によって所期の目的を達成することはできたのか、

について点検しておく必要がある。

2.1でみたように、リーマン・ショックの影響により社債やCPの発行環境が著しく悪化する中で（前掲図表1参照）、企業が資金をとり急ぐ動きが顕在化し、2008年秋から2009年夏にかけて資金需給が逼迫した（前掲図表2参照）。この間の資金繰りの厳しさは1997年秋から1998年にかけて金融システムの不安定化が生じた局面の状況に匹敵するものであり、今回の局面ではとりわけ大企業において資金調達環境に大きな変化がみられた。実体経済についても2008年10-12月期、2009年1-3月期と2四半期連続で対前期比（年率換算）でみた実質GDP成長率が2ケタのマイナスを記録するなど、景気の急速な落ち込みが生じた。

このような中で「国際的な金融秩序の混乱に関する事案」が危機認定され、危機対応業務が実施されたことは妥当な対応であったと評価することができるだろう。企業の資金繰りは2009年春を底として改善に向かい、大企業・中堅企業については同年夏にはほぼ落ち着いた状況となった。このような資金調達環境の改善にはクレジット市場自体の正常化や金融政策における企業金融円滑化のための措置の拡充なども寄与しているため、政策金融の効果のみを取り出して評価することは難しいが、金融危機対応融資も一定の役割を果たしたことがうかがわれる。

¹³ 政府が金融仲介活動に関与することの意義と関与のあり方については、岩本（2001）、岩本（2005）が理論的な側面も含めて興味深い論点整理を行なっている。

4.2 政策金融と金融政策の役割分担

企業金融の円滑化に政策金融が一定の役割を果たすことができるとしても、それが他の代替的手段によって実行可能であれば、政策金融による危機対応についてはより限定的なものとするという考え方もあり得よう。すなわち、企業金融の支援については日本銀行を通じた金融調節の枠組みによって行うことも可能であり、このチャンネルによる対応が効率的に実施できるのであれば金融政策による対応に委ねることも可能ということになる。

もっとも、金融政策においてリスク資産の買入れを行うことがどの程度許容されるのかについては別途検討が必要になる。国債の買入れ等を通じてマネタリーベースを増加させることに焦点を当てた金融調節の枠組み（量的緩和政策）は伝統的な金融政策の枠組みの延長線上でとらえることができるが、CPや社債、REITなどの買入れを通じてクレジット市場に影響を与えることを目的とした金融調節の枠組み（質的緩和政策・信用緩和政策）については、中央銀行の財務の健全性を重視する立場からこのような対応に慎重な見方もある¹⁴。

このように信用リスクのあるクレジット商品を買入れることについては、金融政策が個別セクターの資源配分に影響を与えることのコストと資金仲介機能の機能不全を解消することのベネフィットを考慮して慎重に判断がなされるべきであるが、クレジットリスクの顕現化によって中央銀行のバランスシートが毀損することのリスクについては一定の柔軟性をもって考えることができるかもしれない。というのは、もし仮に買入れたクレジット商品についてデフォルトが発生して損失が生じた場合にも、日本銀行の国庫納付金（日銀納付金）の納付額の調整を通じて実質的に国（政府）がその損失を補てんすることが可能なためである。

これらの点を考慮すると、政府が財政投融资制度を活用して政策金融の枠組みによって金融危機対応を行うことと、日本銀行がCPや社債の買入れなどを通じて金融調節の枠組みの中で金融危機対応を行うことについては、局面に応じて両者をともに活用するということが現実的な対応と考えられる。政策金融を通じた対応は、信用リスクの顕現化の問題についてより柔軟な対応をとることができる一方、国会における予算案の議決などの手続きが必要なため、機動的な対応が必ずしも十分に確保できない可能性がある。これに対し、金融政策を通じた対応は、臨機応変な対応が可能である一方、信用リスクの問題についてはより慎重な判断が必要になる可能性がある。したがって、このような点を総合的に勘案したうえで、政府と日本銀行が緊密な連携のもとで金融危機対応を行なっていくことが必要になる。

14 中央銀行の財務の健全性が金融政策の運営に与える影響については植田（2003）において興味深い論点整理がなされている。また、Goodfriend（2011）は、中央銀行が国債以外の資産の購入を行う措置（credit policy）の財政政策としての側面について興味深い議論を展開している。

4.3 政策金融改革との整合性

政策金融改革においては貸付残高対GDP比の半減目標が掲げられていたが、最近時点における実際の融資残高はむしろ増加傾向にある。改革後の新たな政策金融機関として日本政策金融公庫が発足する直前にリーマン・ショックが起これ、また、金融危機対応業務の実施期限である2011年3月に東日本大震災が発災して政策金融における新たな危機対応が必要となるなど、政策金融改革の議論がなされていた時点では想定し得なかったイベントが立て続けに起きたためやむを得ないところはあるものの、今後の対応においては政策金融改革をめぐるこれまでの経緯との整合性について十分に留意していく必要がある。

この点からすると、危機対応融資の貸付期間についてはあらためて検討が必要である。今回の金融危機対応における大企業・中堅企業向け融資の貸付期間は、日本政策投資銀行にあっては設備資金20年以内、運転資金10年以内、商工組合中央金庫にあっては設備資金15年以内、運転資金10年以内とされていたが、やや長めに見積もってもリーマン・ショックから2年後の2010年秋には大企業・中堅企業の資金調達環境はリーマン・ショック以前の状態に戻っており、金融危機後の異例の資金需要に応えるという観点からすると、2年ないし3年程度の貸付期間の融資でも十分に対応が可能であったと判断される¹⁵。こうした中において、5年を超えるような長期の資金供給を行うことが、貸付残高の縮減を図るという政策金融改革のスタンスとの間で十分な整合性にとれたものとなっているか、今後の政策対応においては慎重に検討を行う必要がある。

5. まとめ

本稿では、リーマン・ショック後に生じた金融市場の混乱とそれに伴う資金需給の逼迫に対してとられた政策金融における対応（危機対応業務の発動）が、企業金融の円滑化にどのような役割を果たしたのかについて、金融政策においてとられた措置との関連に留意しながら検討を行なった。日本政策金融公庫と日本政策投資銀行・商工組合中央金庫を通じて実施された危機対応融資（危機対応円滑化業務・危機対応業務）は、日本銀行の金融調節における措置（CP・社債等の買入れ、企業金融支援特別オペなど）と相まって、大企業・中堅企業の資金調達の円滑化に一定の役割を果たしたものと評価できる。

クレジット市場の混乱が生じた際の対応において、政策金融を通じた措置は信用リスクの顕現化の問題についてより柔軟な対応をとることができる反面、機動的な対応が必ずしも十分に確保できない可能性があること、金融政策における措置は臨機応変な対応が可能である一方、

¹⁵ 危機対応が必要な状況がいつまで続くかをあらかじめ見通すことは困難であるが、当初の想定以上に危機が継続している場合には借り換えの措置を講じることで対応が可能であろう。

信用リスクの問題についてはより慎重な判断が必要となる可能性があることを踏まえると、実際の政策対応においては、両者のこのような特性に留意しながら局面に応じて適切な措置を講じていくことが重要と考えられる。

金融危機への対応において政策金融を活用することには一定の意義が認められるが、政策金融全般のあり方については、貸付残高の縮減を図るなどこれまでの改革の経緯を踏まえた対応が必要であり、危機対応融資についても今後の対応のあり方について引き続き検討を進めていくことが必要である。

参考文献

- 岩本康志（2001）「日本の財政投融资」『経済研究』第52巻第1号，一橋大学経済研究所。
- 岩本康志（2005）「公的金融機関の企業統治と組織形態」『政策金融改革のあり方について（金融調査研究会第2研究グループ報告書）』，全国銀行協会。
- 植田和男（2003）「自己資本と中央銀行（2003年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨）」，日本銀行。
- 財務省（2011）「リーマン・ショック後の経済金融危機における財政投融资の対応」，財務省理財局。
- 家森信善・近藤万峰（2011）「グローバル金融危機に対する日本政府および日本銀行の政策対応とその効果の検証」『会計検査研究』第43号，会計検査院。
- Goodfriend, Marvin（2011）“Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice”，*Journal of Monetary Economics* 58（1）pp1-12.