

FSB（金融安定理事会）のレポート紹介
～新型コロナウイルス感染症対応の支援措置－延長、修正、終了

2021年5月25日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

FSB（金融安定理事会）のレポート紹介

～新型コロナウイルス感染症対応の支援措置－延長、修正、終了 要約

本稿では、新型コロナ対応として実施された支援措置の今後の修正や終了について、金融安定と金融システムの能力の観点から検討した FSB のレポートを紹介する。

パンデミック発生と対応の第 1 段階では不確実性が急上昇して流動性需要が急増、第 2 段階ではパンデミックと封じ込め措置により経済活動が縮小、第 3 段階ではパンデミックと経済動向の不確実性（回復と後退）が高まり、第 4 段階で状況の改善が進み、経済活動も持続的な回復に向かう。本レポートでは、主に第 3、4 段階の政策対応を検討している。

新型コロナ対応の政策・支援措置は相互に補完的である。家計や企業への直接的な支援や信用供与の維持が経済活動を支えて金融安定を維持し、金融政策は金融情勢を保ち、健全性当局は貸出維持のため監督上の免除措置などを実施した。支援措置の解除・縮小を進める際には、政策手段の補完的な相互作用に注意すべきであり各国内で協調すべきである。

マクロ経済見通しが安定する前に、財政・金融政策などの支援措置を終了すると、家計や企業の状況がスパイラル的に悪化し、不良債権増加や資産価格の急な調整など、金融安定への大きなリスクに結びつく可能性がある。一方で、支援措置の期間が長すぎると、資源配分や資産価格を歪めかねない。需要の構造的変化への調整が先延ばしされれば、潜在成長力の低下を招く。信用の質の低下による脆弱性の広がりや過剰債務への懸念など、金融安定上のリスクが徐々に高まる可能性もある。当局はこうしたトレードオフを管理する必要がある。

段階的なアプローチをとることで、支援措置解消による実体経済と金融システムへのリスクを軽減できる。例えば、支援措置の範囲を狭めることや受益者にオプトイン（申請）を求めること、支援措置提供の条件の厳格化、時間をかけて徐々に支援を解消、などである。

支援措置の解除では部門間及びクロスボーダーな影響の波及がある。FSB は支援措置の延長、調整、解除の情報共有を促す。中期的には、有害な市場分断のリスクを避けるために基準設定主体と協調し、国際基準の順守への復帰を各国が確実にすることを支援する。

先進諸国でも新興市場諸国でも、市場は新型コロナ対応策の公表に反応していたとみられる。支援措置の解消の発表でも同様な影響がありうる。首尾一貫したタイムリーなコミュニケーションが行動に影響し、支援解消に伴うコストの軽減に役立つと考えられる。

FSB（金融安定理事会）のレポート紹介

～新型コロナウイルス感染症対応の支援措置－延長、修正、終了

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

1. FSB（金融安定理事会）からのレポートとクオールズ議長の G20 向けレター

FSB は、新型コロナ対応の政策協調とグローバルな金融システムの安定、規制改革の完了を今年の主な課題とし、4月の G20 蔵相中銀総裁会議に向けて 2つのレポート「新型コロナウイルス感染症対応の支援措置－延長、修正、終了」、「『大きすぎて潰せない問題 (TBTF)』に対する改革の影響評価」を公表した⁽¹⁾。これらを 2回に分けて紹介したい。

クオールズ FSB 議長は G20 蔵相中銀総裁会議向けレター⁽²⁾で“ワクチン接種が各国で始まり新型コロナの影響からの回復が期待される。FSB は新型コロナへの政策対応の効果と今後の政策への影響に注目する”とし、各レポートについて以下のように説明している。

・新型コロナへの政策対応措置でのトレードオフを管理

新型コロナの影響への支援措置の多くが継続され、多くの場合その解除は時期尚早である。だが、政策当局者は支援措置の延長、修正、終了をするべきか、いつ、どう行うかについての考えをまとめる必要があり、FSB のレポートはその支援を目指している。

レポートは、①当局者は概ね、現状では支援措置の早期撤回による金融安定へのリスクが撤回の遅れによるリスクより大きいと考えている。②解消の時期でのトレードオフ管理には、支援措置の対象を絞る、支援条件を徐々に厳格化する、措置の解消は段階的に行う、などの選択肢がある。全体的に柔軟で状況に応じたアプローチが、長期的な金融安定リスクの最小化に役立つ。政策の意図のコミュニケーションが有益である。としている。

そして、③今後とも国際協調が重要である。FSB の新型コロナ対応諸原則には、将来の適時な支援措置の解消、円滑かつ首尾一貫したやり方での正常化、長期的な金融安定維持のため協調することが含まれる。本レポートも緊密な協力と協調の成果であるとしている。

1 FSB のレポートは、FSB：“Evaluation of the effects of too-big-to-fail reforms: Final Report” March 2021 と“COVID-19 support measures: Extending, amending and ending” April 2021。作業計画は“FSB Work Programme for 2021” January 2021、拙稿：“FSB、IOSCO の 2020 年の活動と 2021 年作業計画”、当研究所トピックス 2021 年 2 月を参照。

2 FSB：“FSB Chair’s letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors: April 2021” April 2021。

・銀行の「大きすぎて潰せない (TBTF) 問題」の改革で重要な進展を達成

新型コロナ事象から金融安定への教訓を導くことは、金融危機後の改革が意図したように働いているかを検討することと等しい。FSB は金融危機後の改革の評価を主導してきたが、TBTF 改革の評価は規制改革の評価としては最大のものである。

FSB の TBTF 改革の評価レポートによれば、改革はシステムリスクを削減し破綻処理の信頼性を高め、社会にネットの便益を生みだした。だが、TBTF 改革は、残る破綻処理への障壁の除去 (総損失吸収力 (TLAC) の実施や破綻処理財源の透明性) など発展の余地がある。グローバルな金融部門は、新型コロナ事象の影響の回避に努めているが、TBTF 改革は最も大きく複雑な銀行によるシステムリスクを避けるために不可欠な要素である。

昨年の経験によれば、破綻処理計画と監督の強化には、銀行と監督当局が利用できる情報の正確さと詳細さを改善し、運営能力を向上させるという、もう一つの重要だが見えづらい恩恵があった。これは、経済・金融状況が急速に変化する時期に重要な利点だった。

TBTF 改革の評価により、規制改革の金融安定への影響を評価するにはシステム全体の視点が必要なことが確認できた。ノンバンク金融機関が市場シェアを高めており、リスクの一部は銀行部門の外に移っている。資金調達源の多様化は金融システムの安定を強化するが、一方で、昨年 3 月の混乱が示すように⁽³⁾、NBFI の脆弱性がますます重要になっている。FSB は検証作業を行い、7 月に MMF の強靭性を高める政策提言を行う予定である。

なお、クォールズ議長は、気候関連の金融リスクの理解と対応のロードマップにも言及している。FSB は、昨年公表した「気候変動の金融安定に対するインプリケーション」レポートを基にして、データ、ディスクロージャー、規制・監督実務の 3 つの活動を行い、基準設定主体や国際機関の活動をまとめることを計画。気候関連開示及び金融安定リスク評価に必要なデータとデータギャップのレポートを 7 月に公表する予定である。

気候変動の問題には、様々な (国際的) 組織が取り組むようになったため、戦略的な構想と協調、明確なコミュニケーションが重要である。FSB は気候関連の金融リスクのロードマップを提供し、協調を促すため NGFS (気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク) を招聘、NGFS にオブザーバーとして参加する。ロードマップは今後数年間に必要な行動を含み、国際的な基準設定主体と国際機関の活動の強みや達成された進展を生かしていく。

3 FSB : “Holistic Review of the March Market Turmoil” 17 November 2020 を参照。拙稿 : “FSB レポート「2020 年 3 月の市場の混乱についての包括的レビュー」の紹介” 当研究所「トピックス」2020 年 12 月で概要を紹介。

2. 「新型コロナウイルス感染症対応の支援措置」レポートの構成

レポートの構成をみると（図表 1）、支援措置が新型コロナの影響のどの段階で導入されるか、様々な支援措置の効果と相互作用、支援措置の終了の検討、支援措置終了の波及効果、政策に関するコミュニケーションの重要性などを分析している。

図表1：FSB「新型コロナウイルス感染症対応の支援措置」レポートの構成
要旨
1. はじめに
2. 経済及び政策の状況
3. 各種の支援措置とその働き
3.1 波及経路
3.2 様々な手段の相互作用
4. 政策面での検討事項
4.1 各措置の期間と解消のタイミング
4.2 トレードオフを管理する
4.3 支援措置の解消のアプローチ
5. 部門間およびクロスボーダーでの問題
5.1 部門間の問題
5.2 クロスボーダーの影響波及
6. コミュニケーション
付属文書1：FSB諸国での政策の延長と解除の検討
付属文書2：各政策手段の仕組み
付属文書3：文献リスト
出所：FSB「新型コロナウイルス感染症対応の支援措置」レポートより

主なポイントをエグゼクティブ・サマリー（金融庁（仮訳⁴））から部分引用すると以下の通りで、支援措置の実施と同様に解消でも協調が重要なことが指摘されている。

“現状を踏まえて新型コロナ対応の支援措置の大半は継続されており、措置の終了は多くの場合において、差し迫っていない”

“マクロ経済の見通しが安定する前に支援措置を終了することは、金融安定に対する重大かつ即時のリスクに結びつく可能性がある”

“同時に、金融安定上のリスクは、支援措置が長すぎる期間にわたって継続された場合、徐々に高まる可能性がある”

“当局には、これらのトレードオフへ対応するための、いくつかの選択肢がある。柔軟かつ状況に応じたアプローチを取り、支援措置を漸進的に調整、終了することができる”

“今後生じ得るフィードバック・ループを含む、クロスボーダー及びクロスセクターの有害なスピルオーバーのリスクと、そのリスクを軽減するための選択肢を理解するには、さらなる作業が必要である”

“FSB メンバーは、新型コロナ対応の支援措置の終了について協調することにコミットしており、FSB は引き続き国際協調を支援する”

4 金融庁 HP <https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20210409/covidreport.html> を参照。

3. レポートの目的～新型コロナの影響に対する支援措置と国際協調

FSB のレポートは、新型コロナパンデミックとその経済的な影響は変化し続けるため、金融の強靭性を支え実体経済への持続的な資金供給を確保するには継続的な支援が必要だと指摘している。また、経済の不確実性と金融安定のリスクに対処するためには、国際的協調が求められ、支援措置の調整は注意深く評価すべきで、国内及びクロスボーダーのクリフ効果を避けるため、支援措置の解消は徐々に行うべきだとしている。

G20 諸国は、FSB による新型コロナ対応の 5 原則、①金融安定リスクのタイムリーな監視と情報共有など各国間の協力を促進、②基準の柔軟性を利用して金融部門の安定と実体経済への寄与を確保する、③金融機関と当局のオペレーショナルな負担を軽減、④強靭性を提供し競争条件の均衡を保つ国際的基準の維持と整合的に行動する、⑤金融情勢と金融機関の正常な状態への円滑な復帰を支え、支援措置解除で協調する、にコミットしている⁵⁾。

本レポートは、G20 蔵相・中銀総裁からの要請を踏まえて、FSB が金融安定と金融システムの能力の観点から支援措置の延長、修正、終了を検討したもので、政策対応のベンチマークを提供し、各国の実務を紹介することによる政策当局者の支援を目的としている。

II. 経済と政策手段の状況～パンデミックの影響と対応措置の各段階

迅速で大規模かつ広範な政策対応によって、新型コロナショックによる経済の落ち込みを限定できた。グローバル経済への前例のないショックに対して、財政、金融政策による大規模な刺激が実施され、家計と企業を支援した。

グローバルな金融システムの中核部分は強靭性が保たれ、金融危機後の改革による利点が示された。ただし、主要な資金調達市場で緊張が生じたため、大規模な介入が余儀なくされた。レポートは、パンデミック発生と影響を 4 段階で区分し対応措置の変化を分析し検討している（図表 2）。

第 1 段階ではパンデミックの発生で不確実性が急上昇して流動性需要が急増、第 2 段階ではパンデミックと封じ込め措置により経済活動が縮小、第 3 段階にはパンデミックと経済動向の不確実性が高まり（回復、後退の期間が含まれる）、第 4 段階はパンデミックの状況が改善して経済活動も持続的な回復に向かう。各段階の政策対応を見ていきたい。

5 FSB 原則など新型コロナ関連での FSB の活動・レポートは FSB: “COVID-19 pandemic: Financial stability implications and policy measures taken” April 2020 及び “COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken” July 2020 を参照。なお、拙稿：“新型コロナウイルスの経済・金融への影響と政策対応～FSB の G20 向けレポート紹介” 当研究所トピックス、2020 年 8 月で FSB の 7 月のレポートを紹介した。

各段階	特質	目的	実体経済への措置	金融システムを対象とした措置
第1段階	期待への強いマイナスのショック、“現金への殺到”	金融市場を安定させ、信頼を回復	(コミュニケーション) 自動安定装置	金融システムに十分な流動性を供給
第2段階	パンデミックと感染防止措置による初期の経済活動の減少	実体経済を安定させパンデミックと感染防止措置による損失を軽減する	広範な流動性及び支払い能力支援措置	実体経済への流動性と資金供給促進 一時的な支払い困難の影響を軽減する健全な柔軟性
第3段階	パンデミックの影響は当初の予想より長期化、パンデミックの変化は高度の不確実性がある		対象を絞った支援、様々な措置を微調整する	実体経済への流動性と資金供給を促し、過剰債務を避けて、積極的な信用リスクモニタリングを促す
第4段階	経済活動が回復 パンデミック後の経済に移行	実体経済の平衡を回復させる	支援措置を段階的に停止し移行を支援。 債務の整理／再編及び秩序立った市場からの退出メカニズム	信用収縮を回避し、不良債権を管理する（金融機関への二次的な影響を管理する）

出所：FSB「新型コロナウイルス感染症対応の支援措置」レポート、Table1より作成

第1段階では流動性支援で金融市場の活動を維持し、企業や家計には自動安定装置の利用を促して流動性ギャップに対応する。各中央銀行は流動性供給ファシリティを新設。FRBはドルスワップとレポ・アレンジメントを、ECBはユーロ・スワップファシリティを設定した。規制・監督当局は金融機関がリモートでの統治・管理ができるように業務運営の制約を除去し、市場機能維持のため空売り禁止やポジション報告強化し取引制限を実施した。

第2段階で各国当局は、産出高の下落を抑えることに焦点を当て、失業保険などの自動安定装置の作動に加えて、家計と企業への広範な支援措置を実施した。銀行貸出を維持するための支援手段が中心的なものであった。大半のFSBメンバーが貸出への国による保証や返済猶予を導入し、国際規制基準の柔軟性を生かした健全性や会計上の免除措置も実施した。なお、銀行や保険会社に対して配当やボーナスの制限を勧告した国もあった。

第3段階では、各国当局が支援措置の微調整をし始め、借り手の過剰債務の回避をより強調し、被害が最大だった部門に支援対象を絞り始めている。多くの国が補助金や給与補助を継続しているが、公衆衛生上の制限が改善したら解除するとの計画を示唆する国もあった。なお、貸出支援は維持される場合が多く、配当などの制限は修正が行われ始めた。

最終段階での政策措置は、パンデミック後の経済への移行の支援、債務再編と存続不能な企業の秩序立った退出の促進を目指そうとする。信用収縮を回避し信用リスクの劣化を抑

えるため、金融機関からの二次的な影響を管理する政策がこれを補完する。

レポートは各段階を以上のように整理した上で、第 3 段階と第 4 段階の政策に焦点を当てている。この段階での目的は、産出と雇用の大幅な減少や潜在的な信用収縮とクリフ効果、傷痕（中・長期的な影響）の回避である。なお、需要の変化には恒久的なものがあり、調整は進めるべきである。リスク要因には高水準の債務、パンデミックの変化、経済パフォーマンスの格差、クロスボーダーでの波及がある。各国で状況は大きく異なるため、適切なポリシーミックスも異なり、新興市場開発経済諸国は、政策遂行の余地が限られることもある。

III. 支援措置とその働き

1. 様々な政策の波及経路と効果、解除の影響

レポートでは、中央銀行の金融市場への流動性支援や、財政当局による直接的な実体経済への支援、健全性当局による実体経済へのサービス供給確保と金融安定維持を目的とした銀行・保険会社への健全性政策の効果を分析し、解除によって生じる影響を検討している。

支援措置の非金融法人と家計への伝達経路と解除で予想される影響を整理すると、

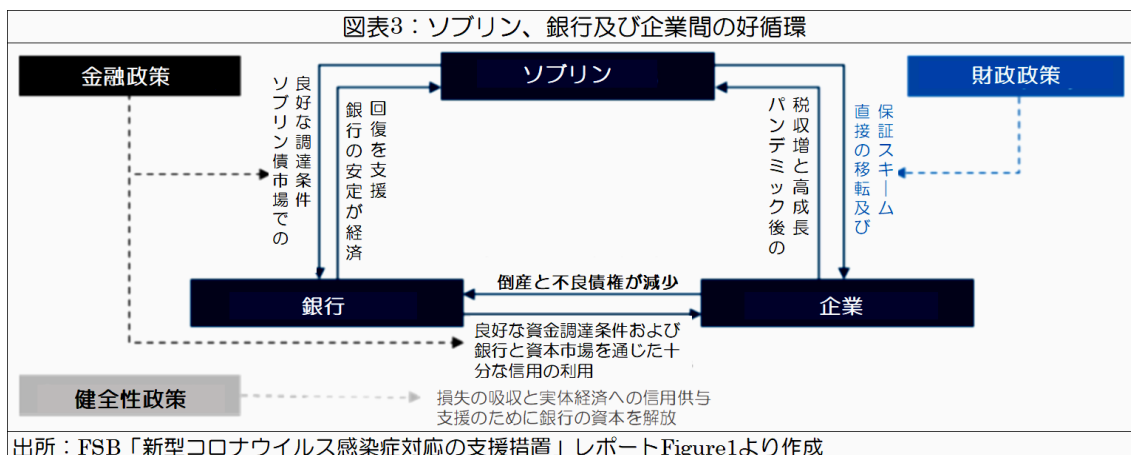
- ・債務支払い猶予と納税延期による流動性支援⇒返済再開で不良債権が増加する懸念
- ・公的保証スキーム（中小企業などを支援）⇒支援解除で借入のコスト増や困難化が発生
- ・貿易信用保険への公的保証（輸出企業支援）⇒支援解除は輸出企業と輸入国側とに影響
- ・短期就労支援⇒支援解除でレイオフや失業が増加し、家計の収入が減少する懸念
- ・直接の補助、納税免除、株式資本注入⇒早すぎる解除では流動性減少や支払い不能が増加
- ・資本市場の継続的で秩序立った運営促進⇒企業の資金調達を支援（解除・縮小の方向）

健全性政策では、銀行の自己資本による制約を抑えて実体経済への信用供与を支えようとした。カウンターシクリカル・バッファの解除や他の資本バッファ（システムリスクバッファや資本保全バッファ）の一時的な軽減も実施され、銀行のオペレーショナルな負担の軽減も行われた。なお、多くの国で配当や変動報酬の制限が導入されている。

健全性政策は、新型コロナの当初のショックを吸収する助けになった。これが解除されると所要資本が増加することになり、かなり厳しいシナリオを想定した場合には、支援措置解除が銀行にレバレッジ削減を促すことにより信用収縮が生じかねない。

2. 様々な政策手段の相互作用を検討する

レポートは支援措置の相互補完関係を指摘している（図表 3）。家計や企業の支援手段は、継続的な信用供与を確保して経済活動を支え、金融安定を保護し、金融政策は金融情勢を維持してこれらの手段を補完、健全性当局は貸出維持のため監督上の免除措置を実施した。



支援措置の段階的な縮小では政策手段の相互作用に注意すべきであり、解消を進める過程では各国内で政策当局が協調すべきである。各手段の主な相互作用は以下の通りである。

- ・金融政策は金融システム内の流動性とボラティリティの急変を軽減し、金融市場の円滑な機能と資金調達を確保する。実体経済への資金供給が保たれ、財政当局の努力を補完する。
- ・財政当局は家計や企業への直接的支援や納税期限の延期、国家保証、短期就労支援や返済猶予、流動性の支援を実施。また、健全性当局は技術的な要点を明確化し、新型コロナ対応措置によるリスク軽減効果を（金融機関が）適切に考慮することを確実にした。
- ・規制・監督当局は、カウンターシクリカル・バッファの軽減や資本と流動性の解放などで銀行の実体経済への貸出継続の確保を目指した。配当制限も資本を保持させて貸出能力を支えた。これらが財政・金融当局による需要維持政策を補完している。
- ・金融政策の補完を目的とした健全性政策には、レバレッジ比率での中央銀行準備金の除外があった。また、健全性監督基準は維持しつつ循環増幅的な貸倒引当金規則の適用は抑えた。
- ・健全性、財政、金融政策の様々な手段が、投資家心理を改善し、市場及び信用リスクへの懸念を軽減、資本市場を通じた企業の資金調達を支えた。

IV. 政策措置での検討事項～支援解消のタイミング、トレードオフ管理、解消の手順

1. 政策の実施期間と解消のタイミング～早すぎる解消のリスクと遅すぎる解消のコスト

(1) 解消の時期の判断で考慮すべき要素

レポートによれば、多くの当局が現状では早すぎる解消をより警戒している。だが、支援措置の目的が達成されるか、コストが利益を上回るようになるか、より効果的な政策があれば、措置の解消へ向かう。個々の措置の扱いをみると、債務の返済猶予は延長されることが多いが、オペレーショナルな負担の軽減策は廃止されてきた。

当局は、前例のない不確実性の下で解消を判断せねばならず、新型コロナの影響の特性により、定量的なリスク管理手法の利用には制約があるものの、多くの国がストレステストな

どを用いている。解消の判断では、以下の要因を考慮すべきだろう。

・支援措置の効率性：支援の延長は非効率性を長引かせかねない。支援措置は急速に計画・実施されたため、支援が必要ない企業や存続が困難な企業にも実施されたと思われる。

・履歴効果：経済見通し安定化前の解除はコストが大きくなりかねず、信頼感に恒久的な影響を及ぼし、将来の経済的成果にも影響する。セーフティーネットの早すぎる除去は、本来的には健全な企業を非効率に倒産させることになりかねず、潜在的な成長力を損なう。ただし、遅すぎる解除も不可逆的なコストを高める。長すぎる返済猶予や信用保証はゾンビ化のリスクを伴い構造変化を妨げる。短期就労支援の長期化は資源配分の効率性を低下させる。

・信頼感と市場の変動性への影響：追加的なパンデミック発生のリスクは、支援措置を維持することの保険価値を高める。だが、過大な資産評価など脆弱性の高い部分が増えている。支援措置の急な解消は、市場変動や急激な資産価格調整を引き起こしかねない。特定の支援措置の解消を一般化した推測がなされることで、誤ったシグナルが送られる危険がある。

・支援措置再発動のコスト：支援措置の再発動プロセスには、法的な手続きなど手間や時間がかかるものがある。国の貸出保証や直接的な移転など財政政策手は再発動のコストが相対的に高い。返済猶予の解除・再導入では、その間に生じた倒産コストの取り返しがつかない。一方、資本市場の支援措置や規制上の指針は、必要ならより速やかに復活できる。

(2) 早すぎる支援措置解除のリスク

早すぎる解消のリスクは顕在化したら比較的早く観察できるだろう。リスクには、

- ①有害な市場の反応：流動性の喪失と急激な資産価格の調整が金融機関に損失をもたらす。
- ②経済回復を阻害して金融部門の損失を増加させる。の2つがある。

流動性と支配能力維持の支援の早すぎる解消には循環増幅的な効果があり、広範な信用制約や倒産、失業の大幅増加につながる負のスパイラル（崖：クリフ効果）が起こりうる。存続可能だが流動性制約がある企業の比率が高いほど、コストは高い。物理的、人的資本の損失が恒久化して影響が長期化すると、円滑な調整と比べてコストを増加させる。

レポートは、多くの支援措置は直接・間接的な家計や企業の支援を意図しており、性急な解消や不適切な絞り込みは企業の業況悪化や倒産増加を招くとしている。需給変化が一時的か恒久的か不明なことが、貸し手による借り手の存続可能性のモニタリングを困難にしている。資金的支援の主な対象は中小企業であり国際的な需要回復などの恩恵は少ない。経済の平均的状況に基づく判断は、支援が最も必要な企業に過度に性急なものになりうる。

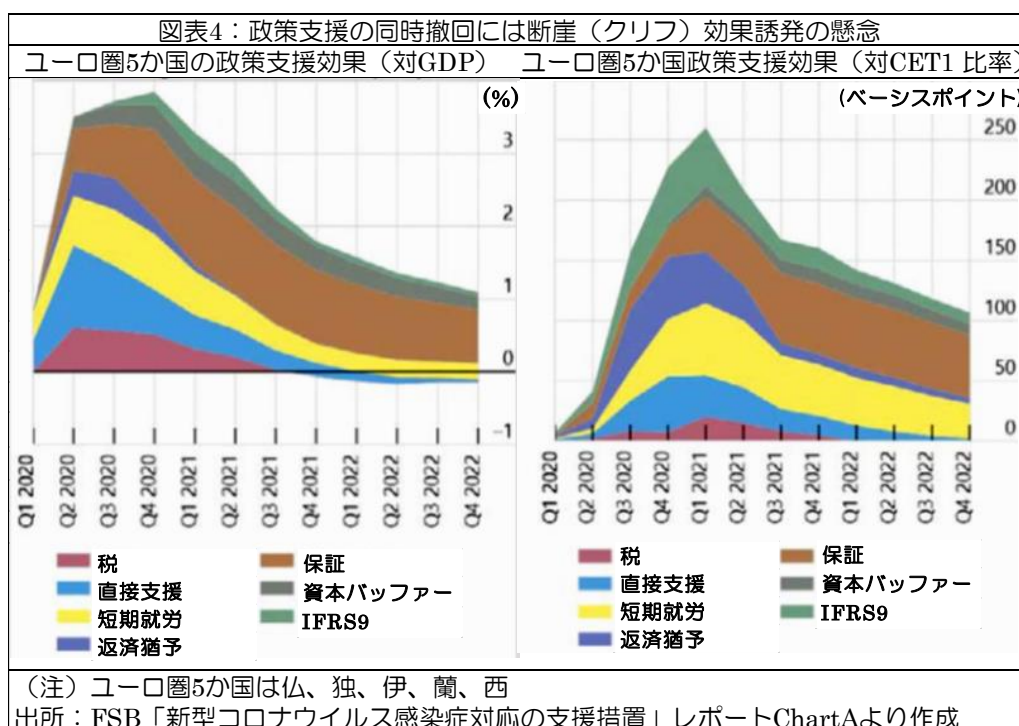
性急な市場流動性支援の解消は、信頼感を不安定化させかねない。支援枠組み維持はさら

なるショック発生の際に市場参加者への保証になる。支援の解消は金融不安定化の確率を高め、流動性や資産価格を急変させて銀行、保険、ノンバンクに影響するかもしれない。オーストラリアやユーロ圏、インド、シンガポールなどの国では流動性支援メカニズムを維持している。ただし、米国FRBは利用度が低下したファシリティの停止を始めている。

様々な措置には金融システムへの短期、長期のフィードバック効果がある。時期尚早な解消は資産の質を低下させて不良債権を増やし、銀行の資本を損なう。中心的なシナリオでは多くの国の金融システムは強靱性を保つが、悪化シナリオでは資本がさらに損なわれ、信用逼迫や信用収縮につながり、多くの部門やクロスボーダーの波及が生じかねない。支援措置が段階的に解除される状況では、強靱な金融システムが円滑な調整のために不可欠である。

銀行貸出への一時的支援措置の早すぎる解消は、貸出条件を意図せずにタイト化する。借り手のデフォルトリスクは上昇しており、銀行による貸出基準タイト化の兆候がある。個々の銀行にはタイト化の利点があっても、全銀行がタイト化するとスパイラル的に経済を圧迫しデフォルト率を高める。このため公的当局は、銀行に資本バッファーを用いた貸出の維持を促し、バッファーの再構築には諸条件を考慮して十分な時間を与えると表明している。

支援措置解消の定量的な評価は限られるが、支援の効果のシミュレーションが解消の影響の推定に利用できる。例えば、ユーロ圏で当初の予定通り（2020年末～2021年初）に支援措置解を解除した場合をみると（図表4）、支援措置の同時終了では家計と企業の所得にクリフ効果が生じ経済活動への連鎖反応が起きる（左図）。



ユーロ圏上位 5 か国では平均で GDP 対比 2%の影響があり、短期就労支援と直接支援、税負担支援が主な要因である。ただし、国によって各要因の重要性は異なる。銀行のバランスシートと資本への影響も大きい（図表 4 右図）。CET1（コモンエクイティ Tier1）比率の低下要因としては、直接支援、税負担支援と返済猶予の終了、IFRS9 移行措置対象でのデフォルト発生の影響が大きい。

レポートは、日本の分析事例を参照し、個別企業レベルのシミュレーションから、中小企業と最も影響を受けた業種では、支援措置の解除は資金繰りにかなり影響があると推測している（図表 5）。米国でも中小企業は新型コロナから大きな影響を受けたとみられる。

図表5：業種別に見た短期資金不足先割合

（％）

	大企業	中小企業
全産業	0.5	20.5
素材型製造	0.8	22.1
加工型製造	0.4	16.4
建設	0.8	15.3
不動産	0.0	8.2
卸売	0.0	16.3
小売	1.7	19.5
運輸・情報通信	0.6	12.7
飲食・宿泊・対個人サービス	0.8	53.6
その他非製造	0.0	23.5

（注）2020 年度の値（試算結果）

出所：日本銀行金融システムレポート（2020年10月）

OECD における EU 諸国についての推定でも、コロナの感染抑制措置が実施された最初の数か月に支援措置がなかったら、欧州企業のかなり多くが資金不足に陥っていた。イタリアでは支援措置が 2020 年 7 月～12 月に特に中小企業の流動性不足を補ったとみられる。

（3）遅すぎる支援措置解消のコスト

レポートは支援措置解除の遅れの問題点も指摘しており、今後はより注意が必要だろう。支援措置を長く維持しすぎることのコストは見えづらく、政策当局者は政治的圧力にさらされやすい。だが、支援措置には副作用があり、民間部門の過剰債務、信用リスク評価能力の劣化による金融機関での信用リスク発生、モラルハザードと過度のリスクテイク、財政ポジション悪化などの問題が生じ、やがては金融システムに大きな損失を与えうる。

支援措置は必要な経済調整を妨げかねない。対人接触サービスや観光業などへの影響が大きい、需要変化の一部は恒久的だとみられる。また、パンデミックはデジタル化を加速すると考えられる。就業維持政策は短期的には雇用へのショックを軽減し、企業への支援は倒産を抑制するが、支援措置が長期化すると労働力の産業部門間の再配分を妨げる。支援措

置は、信用リスク管理と信用配分に以下のような悪影響を及ぼす可能性がある。

- ・国の信用保証により、銀行では貸出の選別と監視のインセンティブが低下する。
- ・債務返済猶予は借り手の状態の評価を困難にし、債務超過だが存続可能な企業と債務超過で存続不能な企業が峻別しづらくなる。支援が長引くほど解除の影響が高まりかねない。
- ・債権分類と貸倒れ引当でも同様である。債権分類の抑制措置は与信の制約を防ぐため必要だったが、長期化すれば認識されない信用リスクが増える。銀行のバランスシートが貸出の質を正しく反映しているかが不確かでは、信頼が揺らぎかねない。多くの監督当局が貸付金の減損に速やかな引当てを行うため、信用リスク評価を緩和しないように促している。

信用支援は過大なレバレッジや過剰債務につながりうる。新型コロナ発生前でも高水準の企業債務は懸念されていた。キャッシュフローへの支援は債務水準を高めるが、ショックへの対応では必要だろう。だが、存続不能な企業が人工的に活動し続け、ゾンビ企業が増えている。ゾンビ企業は競争を歪め、投資、生産性の伸び、成長を抑制し、過度なリスクテイクを行う懸念もある。FSBは過剰債務に関連する金融安定上の問題を分析している。

支援措置の維持はモラルハザードを誘発し、投資家に市場リスクを過小評価させかねない。ストレス時の流動性支援は、支援がいつでも提供されるものだと市場参加者に思わせて市場流動性リスクを過小評価させかねず、金融の脆弱性の累積が避けがたい。多くの当局が支援措置による資産価格の歪みを懸念している。

財政措置は、財政ポジションを悪化させる要因となる。とりわけ新興市場諸国は、弱い財政状態で新型コロナ危機に遭遇し、財政政策を実施する余地が乏しい。加えて、新興市場諸国の債券の買い手の大半は国内の銀行であり、銀行と国家の連鎖関係を悪化させうる。

2. トレードオフを管理するための諸手段

支援措置の解消から生じる実体経済と金融システムへのリスクは、段階的なアプローチで軽減できる。例えば、支援措置の範囲を狭めることや受益者にオプトイン（申請）を求め、支援措置提供の条件の厳格化、時間をかけた段階的解消、などである。

- ・支援措置の範囲を狭める：最も必要な人に対象を絞るため、支援範囲を徐々に狭めることができる。対象を絞って効率性を改善し、経済の調整を促し、公的当局のコストを抑制できる。1年前はパンデミックの影響は極めて不確かだったが、より知見が得られ最も影響を受けた産業の存続可能な企業に支援対象を絞ることもできる。例えば、イタリアでは債務返済猶予の対象が観光業に絞られてきている。今後は、存続可能な企業へ移していくべきだろう。
- ・受益者にオプトイン（申請）を求める：オプトイン要請で対象を絞り、支援申請が情報を

伝える。スペインでは中小企業と個人事業者向け貸出の公的保証スキームの期限や保証、猶予期間は受益者の申請で延長可能で、流動性が必要な企業が選択できる。支援措置要請が受益者の情報を示すような設計も可能で、受益者の情報収集を目的とした調整は政策判断に役立つ。シンガポール金融管理局は、返済猶予中の貸出の部分的な元本返済再開のため銀行と協力している。元本返済は債務増を抑え、銀行に借り手の存続可能性の情報を提供する。

・支援措置提供の条件を厳格化：支援の条件を徐々に厳しくすれば、利用する家計や企業が少なくなる。貸出保証では、保証料引き上げや保証割合引き下げで対象を絞れる。特定の産業に絞るのは政治的に難しいかもしれないが、透明性があり定量的な基準で困難を軽減できるだろう。支援対象を観光業や空運、対人接触型サービスなどに絞り始めた国もある。また、賃金補助スキームも、労働者の部門間移動を促すために、徐々に解除できるだろう。

・時間をかけた段階的な解消：当初は流動性支援が必要だったが、企業債務が増加して支払い能力支援が重要になった。金融機関の損失が大きくなれば、資本の活用をさらに促すことや資本増強が必要かもしれない。流動性支援から支払い能力支援、企業再編、市場の正常化、企業の存続可能性の不確実性解消に応じた退出促進へと、ポリシーミックスの変化が必要である。効率性のある倒産処理枠組みは、パンデミック後の経済への移行を導く。一方、失業支援とセーフティネットは、企業への支援措置が解消された後まで、延長が必要だろう。

3. 政策手段の解消に関するアプローチ方法

支援措置解消のアプローチには、①終了の時期を確定する、②一定の時期より前には終了しないと確約し延長の選択肢を留保する、③終了の決定要因として時期ではなく公衆衛生や経済の状態を検討する、の3つがある。

第一と第二の方法は延長を繰り返すリスクがあるが、第二のアプローチでは当初からその可能性が予想できるため、政策の信頼性は保ちやすい。第一のアプローチの事例には返済猶予と短期就労支援があり、期間を限定してV字型回復を期待したが2021年まで延長された。第二のアプローチの例にはECBによる資本バッファの活用促進があり、第2の柱の指針とバッファは2022年末までは適用を求めないとしている。

第三のアプローチは「状態依存」であり、予測困難なパンデミック危機の性質を反映している。タイミング判断の主要因はパンデミックの変化、経済活動と移動の制約の厳しさ、経済活動自体である。スペインの貸出保証スキームは経済動向と企業の流動性ニーズに応じて調整される。EUでは、銀行の配当制約が各銀行の資本の強度に応じて部分的に解除された。政策当局は状況監視の指標を選び判断の閾値は決定しないことで、裁量性を保持できる。または、政治的圧力を避けるために政策変更の閾値を設定し、事前に確約することもできる。

第三のアプローチにはタイムリーなデータが必要であり、支援措置の調整や解消の決定は状況に依存する。危機の転換点に達したかを評価するには高頻度データが必要である。

V. 部門間及びクロスボーダーでの問題

1. 部門間の問題

金融システムの各部分への影響や部門間の波及で、部門を跨ぐ影響が生じる。銀行、保険会社及びノンバンク金融仲介機関は、様々な経路でパンデミックや行動制限、政策的支援措置の影響を受けた。また、金融機関は2020年3月の市場混乱による短期的変動の影響を被った。保険会社では負債サイドからの損失も生じたが強靱性は保たれ、オペレーショナルな問題も生じたが、保険監督当局が負担の軽減策で対応し、実地検査延期やデータ収集の留保などを行った。

銀行と保険との間には伝播経路があるが、影響は限定的だったようだ。ただし、部門間で信用リスクが移転し、資産や貸出ポートフォリオの質が低下すると、金融システムの至る所で損失が発生する。別の伝播経路には、金融コングロマリットのグループ内移転がある。支援措置は隣接する各金融部門に利点があり、例えば、市場の流動性とボラティリティを安定化させる措置は、全ての市場参加者に有効である。こうした措置が一部門だけに利用可能だと（貸出のみ返済猶予し市場型金融は適用しないなど）、部門間の歪みを生じさせかねない。

同様に、支援措置解消もそれがクリフ効果を引き起こしたり金融市場に不確実性をもたらしたりすれば、波及効果が生じる。例えば、主要な資金調達市場での流動性支援の解消は、流動性リスクの価格付けや流動性不足を通じて金融システムの他の部分にも影響しうる。

2. クロスボーダーの波及

パンデミックは、ほぼ同時的なショックを生じさせたが経済的影響は同時性がより低く、当初の経済条件や公衆衛生上の制限の厳しさによって各国で違いがみられた。支援措置の解消は、経済的に結びついた他の国に影響するかもしれない。クロスボーダーな影響の経路には以下のようなものがある。

- ・実体経済に関連する経路（貿易、サプライチェーン、部門のエクスポート、海外労働者の送金）
- ・クロスボーダーの貸出や投資を通じた金融面の結びつき
- ・外貨や債券、商品、株式やデリバティブ市場での流動性に関連する影響（利回り追求など）

クロスボーダーな波及のリスクは国毎に異なり、オープンエコノミーの場合は需要経路による影響が大きい。新興市場諸国の場合は産業部門が集中（貿易、観光旅行、送金、商品（一次産品））しがちで、こうした産業への需要に影響されやすい。また、海外からの投資

や海外資金、外国の銀行や投資家への依存からも影響が及ぶ。

金融機関や企業への支援措置は、相互に結び付いた国々への短期的な効果があり、その解消も影響が波及する。クロスボーダーな需要の影響に加え、金融システムの流動性や資本の増加がクロスボーダーな貸出や投資の維持を支える。ESRB は、海外での支援は、海外貸出・債券の信用リスクを引き下げ、カウンターパーティを支援する効果があるとしている。

新興市場諸国は、政策の波及効果に影響されやすく、先進諸国の金融政策や流動性支援による影響が最大だったとみられる。ただし、FSB メンバーの先進諸国による支援措置は、新興市場諸国にプラス効果があったと考えられる。また、多くの先進諸国では、ショックと行動制限の抑制的效果に財政政策で対応する余地があった。だが、政策には負の外部効果もあり、支援措置の解消が金融機関の資本を制約すれば、ホームバイアスのリスクが生じる。

回復の度合いにより金利サイクルは異なる。景気回復が早い先進諸国で金利上昇が起きれば、新興市場諸国に金融タイト化や資本フロー変動と外貨債務返済の負担増を引き起こす。一部の新興市場諸国は政策の余地が乏しく、資本フローに影響されやすい国でかなりの波及効果が生じかねない。支援措置の解消がクリフ効果など各国内に影響するなら、信用供与削減などクロスボーダーの影響も生じやすい。ただし、多くの国が支援措置の解消は徐々に実施すると予想され、重大なクロスボーダーでの波及のリスクは抑制できるだろう。

3. 国際協調への示唆

実施されてきた支援措置の規模と範囲及び国際的な波及効果の可能性は、国際的な協調の重要性を示唆する。協調には支援措置に関する情報共有や経験の共有、効果的な実務の諸要素の特定などがある。FSB の新型コロナ対応諸原則を支持した際にメンバー諸国は、対応措置の解除でも協調することを約束している。

FSB は引き続き支援措置の延長、調整、解除について情報共有を促し、FSB メンバーは情報共有と対処が必要な市場分断を識別するために、定期的に議論している。中期的には、有害な市場分断のリスクを避けるため、FSB は基準設定主体と協調して各国が国際基準の順守への復帰を確実にするように支援する。

支援措置が解消され不良債権が増加する状況では、監督当局者の対話と協力が不可欠である。監督カレッジと危機管理グループは、金融機関に固有の問題と緊急時対応計画を協議する場を提供しており、これを最も緊密に結び付いた国々の対話が補完している。

VI. コミュニケーション

レポートは、支援措置の変更・解消についてのコミュニケーションの重要性を強調している。市場参加者は、金融当局がどう行動するか理解するため、当局のコミュニケーションに非常に注目している。先進諸国、新興市場諸国ともに、市場は新型コロナ対応策の公表に反応していたとみられる。支援措置の解消の発表でも同様な影響がありうる。首尾一貫したタイムリーなコミュニケーションが行動に影響し、支援解消に伴うコストの軽減に役立つ。例えば、サンセット条項は、予期されないことによる悪影響のリスクを軽減できるだろう。

パンデミックと行動制限措置は変化が不確実で多くの公的当局が関与するため、誤解が生じるリスクが高い。政策当局者は支援解消の戦略を柔軟なものにしようとしがちだが、家計や企業には計画が必要である。コミュニケーションが曖昧でタイムリーではないと、家計や企業が過剰反応や予想外の反応をしかねず、不確実性が確信を損ない投資を減殺する。一方で、家計や企業が政策措置は恒久的だと思いと、対処が弱まり必要な経済調整が遅れる。

首尾一貫したメッセージが重要である。支援措置は同一のショックに対して同時に実施されたため、家計や企業はある措置の解消で他の措置も解消されると推測しがちである。また、新型コロナの支援措置は公衆衛生上の措置と結びつくため、家計や企業は公衆衛生上の措置に関する伝達から経済的な支援措置のことも推測しがちである。関連する各当局者は、将来の支援政策の主要なハイレベルのメッセージについて協調すべきである。

的を絞ったメッセージが必要だと考えられる。金融機関は保証付き貸出や返済猶予など対応策の要で、行動は支援措置の期間などの予想に影響される。また、支援措置解除プロセスを円滑にするには、政策当局間のコミュニケーションが必要である。公衆へのコミュニケーションは、支援措置は拙速な解除はないが恒久的ではないことの理解ために重要である。

過去の危機でのコミュニケーションが参考になる。預金など金融機関の債務への公的保証の有効性は、政府への信頼と保証に関するコミュニケーションに依存する。80年代以降の34の事例では、公的保証の解除は危機が終わったかなり後だった。日本では保証を10年間実施し、終了の時期をかなり先に設定してコミュニケーションも1年前から行われた。

不確実性を考えると、現行の危機では解消の時期の確約は難しい。だが、当局者はフォワードガイダンスの提供などは検討できる。解消の時期を決定するのはリスクが高すぎるなら、判断を下す時期の公表や一定の期間は解消しないとの確約はできるだろう。

パンデミックや経済条件などの状況に応じデータに基づく意思決定が、期待を安定化させる。将来の政策手順の指針もメッセージの首尾一貫性に役立つ。支援措置を継続するならそれを伝えることで信頼感を改善できる。また、政策措置の目的、延長や修正、解消検討の

諸条件も伝達できる。例えば ECB は、配当制限の勧告を延長するかに関し、経済状況や金融システムの安定、各銀行の資本計画の信頼性を考慮することを発表している。

VII. 結びに代えて

4月のFSBレポートの公表以降の動きをみると、IMFなど国際機関の経済見通しは、不確実性の大きさに留意しつつも上方修正されている⁽⁶⁾。特に米国や英国ではワクチン接種が進展すると共に行動制限が緩和され、経済活動も回復しつつある。FSBのレポートが作成された時点と比べると、これらの国では、支援措置の早すぎる解消と並んで、支援措置が長すぎるリスクに注意を払うべき状況になってきたのかもしれない。

米国では雇用の改善などを目指し、金融・財政政策面からは引き続き支援策・景気刺激策が実施されている。一方で、レポートが紹介しているように、FRBは各種の流動性支援ファシリティを徐々に終了してきた。また、健全性政策では、補完的レバレッジ比率の例外措置を停止するなど、金融市場の状況に注意しながら徐々に「正常化」を進めつつある。

最近では、金融安定を担当するブレイナードFRB理事がリスクアペタイトの上昇に伴う脆弱性の高まり、資産の継続的な上昇に懸念を示し、金融政策が雇用最大化と平均的インフレ目標に専念できるように、カウンターシクリカル・バッファーなどのマクロプルデンシャル政策を活用することも示唆している⁽⁷⁾。こうした政策が採用される場合は、市場心理への影響やクロスボーダーな波及効果がどの程度のあるかにも注意が必要だろう。

G20諸国の中でも米、英と欧州諸国、そしてインドやブラジルなど間では、新型コロナウイルスの感染状況やワクチン接種の進展度合い、そして経済の回復状況にかなりの差がある。このため、FSBのレポートが指摘する国際的な協調とコミュニケーションの重要性が、いっそう増しているといえるだろう。

以上

6 IMF: “World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries” April, 2021 を参照。なお、IMF: “Global Financial Stability Report”, April 2021 は “パンデミックの中でとられた政策が、資産価格の過大評価や金融面の脆弱性増大など、意図せざる副作用をもたらしている可能性もある” としている。

7 FRB: Financial Stability Report の公表に際してのブレイナード理事の声明 “Statement by Governor Lael Brainard” May, 2021 を参照。