

2020年5月19日

緊急提言第3弾、 アベノミクスの新3本の矢、 政府日銀共同基金で永久劣後ローン買い取りを

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■かつてない国難のなかで
現政権が改めて力を発揮
すべき局面

■日銀に求められるのは
異次元緩和のクレジット
市場への拡大

アベノミクスはどこに行ったか

今日、安倍政権は歴代最長の安定政権になっている。現段階で政治的にその座が脅かされる状況にはないが、一時期ほどの支持率はなく、コロナショックへの対応についても様々な課題が生じている。少なくとも言えるのは、2012年末にアベノミクスとして「3本の矢」を掲げて登場したころと比べて精彩に欠けることだ。一方、客観的状況として、今日の日本の置かれた環境はかつてない国難である。そうしたなか、現政権が歴史的にも稀な安定政権であり、これまでアベノミクスで日本を変えてきた成果をここで改めて発揮すべきではないかとの問題意識がある。

黒田日銀の異次元緩和はどこに行ったか

一方、アベノミクスで最も先端的な動きが「3本の矢」の第一の金融政策であり、それを担ったのが黒田日銀総裁率いる異次元緩和だった。2013年の日銀総裁就任早々、異次元緩和を掲げ「2倍」のシグナリング効果を存分に発揮して市場の期待を大きく変えることに成功した。そうした観点からみて、国難とされる今こそ、異次元緩和を行う日銀の役割が期待される。

ただし、アベノミクスとの関連で異次元緩和もその存在が影を潜めているように見える。それは、異次元緩和によるマネーの「量」の拡大で「期待」に働きかける動きが節目にさしかかったからだ。今日、コロナショックで必要とされるのは、マネーの「量」ではなく、「質」、すなわち、日銀が黒田総裁前の2000年代以降に行ってきた非伝統的政策やリーマンショック後の包括緩和と政策の延長線上のものである。非伝統的政策、包括緩和はクレジット市場に働きかける側面をもっており、今日、日銀に求められるのは異次元緩和で示された大胆な動きをクレジット市場にも拡大することにある。

緊急提言第3弾は、 新たな3本の矢、資産デフレを食い止め 資本充実の基金設定に

■新たな3本の矢の対応を
考える必要があろう

これまで当TODAYではコロナショックに対応した緊急提言を行ってきた。その柱は、再び資産デフレに戻ることを回避する政府・当局の強いメッセージ。次いで、今次危機は資本毀損に至ることを踏まえ、資本対策に向けた政府支援の仕組みだ。具体的な額として中小企業の資本サポートを視野に10兆円程度のファンドの必要があるとしてきた。今回は、以上の趣旨に沿って、以下の図表に示した新たなアベノミクスの3本の矢の対応を改めて考えることにした。その中心は、アベノミクスの第1・第2の矢である金融政策・財政政策の連携と、新たな成長戦略にある。

緊急提言第3弾の新たな3本の矢、政府と日銀の連携強化

1. 第1の矢：資産デフレ回避に向けたマクロ政策で政府・日銀の連携
2. 第2の矢：政府・日銀の10兆円の共同基金での資本充実策
(中小企業向けの金融機関の永久劣後ローンの買い取り)
3. 第3の矢：成長戦略として感染症対策とデジタル対応でコロナ後の産業構造構築

第1の矢、 資産デフレ回避の政策に必要な 政府・日銀の連携

■日銀の金融政策だけでなく
政府の財政政策や構造対策
などの政策総動員が必要

資産デフレ回避への対応は金融政策だけでは実現できず、財政政策や構造対策も含め政府との一体となった政策総動員での取り組みにある。これまでも、アベノミクスの三本の矢は政策総動員の性格を色濃く帯びている。マクロ政策としてクレジット市場のリスクプレミアム縮小の観点から、ETF、REITの買い切りの強化が重要になる。また、マクロ的な財政政策へのサポートの観点から国債の買い入れ強化の姿勢を示すことも重要だ。すでに、4月の金融政策決定会合では80兆円の国債購入枠がなくなったのもその一環だ。

また、日銀は4月の金融政策決定会合でCP・社債の買い取り拡大、「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の拡充を中心とした対応を行っており、そうした動きを一層強めることが重要である。

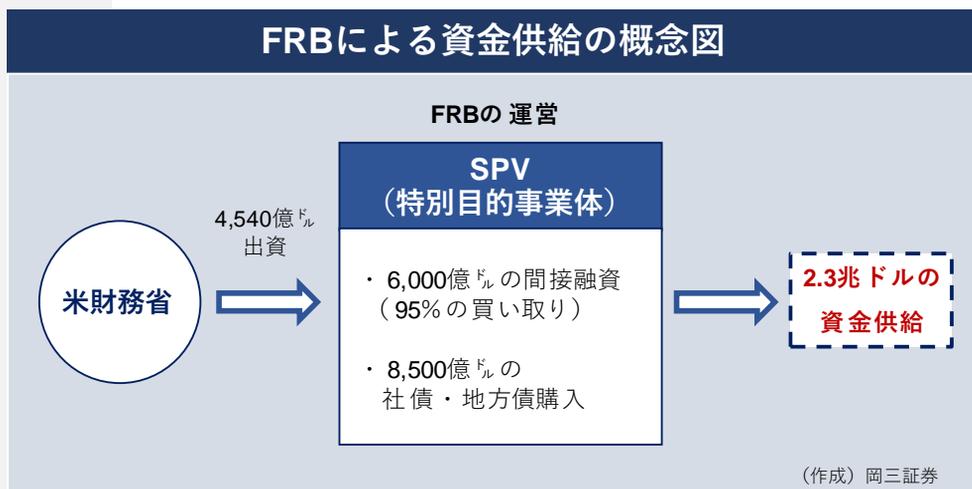
第1の矢：資産デフレ回避に向けたマクロ政策の政府・日銀の連携

1. 日銀のETF・REITの一層の買い切り拡大
2. 日銀の国債買い入れ強化で政府との連携強化
3. 新型コロナ対応金融支援オペの拡充、コロナ版成長基盤強化支援融資枠の設定
4. 社債・CP買取枠の拡大

**ファンドの観点から参考になる
米国の対応**

第2の論点は資本支援であるが、その基金となるファンドに関しては、米国の対応が参考になる。以下の図表は、米国のFRBが管理するファンドの概念図である。今年3月に成立した過去最大の経済対策に基づいて、FRBが政府の出資金で設立した特別目的事業体（SPV）を運営し2.3兆ドル規模の企業への資金供給を行う仕組みである。具体的には、中小企業向けに6,000億ドルを融資する。ここでは民間銀行が融資するが、このSPVが融資の95%を銀行から買い取ることで、間接融資を行う形になる。また、大企業向けには、社債購入等に7,500億ドルが用意され、その対象には低格付け債も含まれる。ここでは、政府からの4,540億ドルの出資金があり、損失が生じた場合のクッションとなる。

■ SPVが融資の95%を銀行から買い取る仕組み

FRBによる資金供給の概念図

**第2の矢、
政府・日銀の共同基金での資本供給**

日銀の過去行われた信用緩和における出発点は、2000年代初の2つの非伝統的政策措置、①2002年開始の金融機関保

有株式買い取り、②2003年開始の資産担保証券や資産担保コマーシャルペーパーの買い入れだった。さらに、リーマンショック後、2010年の白川総裁の下で行われた「包括緩和政策」のなかで「資産買入等の基金」の創設が行われ、CPや社債の買い取り、ETF・REITの買い入れにつながった。この基金の構想は2009年に英国のイングランド銀行が100%子会社を設立し、国債と社債の買い入れを行った対応が参考にされている。この資金調達にはイングランド銀行によるが、損益の負担はすべて政府の形でスタートしている。

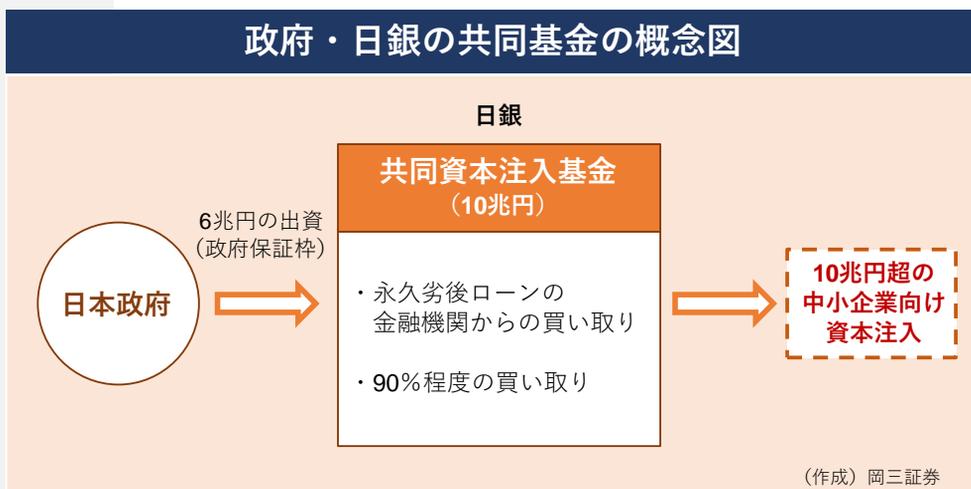
日銀が新たな基金を設定し、そこで中小企業向けの間接融資や資本性資金の供給を行うことが今回の提言の柱だ。そこで生じうる損失対応については、イングランド銀行のように政府の負担とする設計もあり、米国のように政府が出資する基金を組み込むことも考えられる。以下のスキームでは政府が基金に6兆円の出資を行うこととしている。その資金は出資国債での調達や、政府保証枠とすることも考えられる。いずれにしても政府のサポートをもって一定の金額を示して資本対策を行うとの姿勢が重要になる。

今日、必要な対応は企業の資金繰りに止まらず、資本の毀損への対応が必要になるだけに、全国の金融機関を対象に、資本性資金、例えば、永久劣後ローン（返済期間なしで資本に算入可能）の供給を基金が買い取ることが考えられる。また、全額でなく米国を参考に90%程度として一定の部分を金融機関が保有することによって各金融機関のガバナンスを効かせることも考えられる。また、モラルハザードを回避する観点から自己資本比率がプラスであり、かつ前年度黒字企業を対象とすることも選択肢となる。政策的観点から一定の雇用の維持を条件に付けることも一案だ。

ここでの10兆円の規模は緊急提言第2弾として当TODAY（4/21）で示したものだ。但し、その前提は売上げの3割減であることから、それ以上の売上げ減の場合、10兆円を超える水準も必要になる。

■政府サポートを背景とした資本対策の姿勢を示すことが重要に

政府・日銀の共同基金の概念図



■企業支援の対応には全国の金融機関の目利き機能を活用

■政府と日銀が金融政策と財政政策の連携策を打ち出すことが重要

全国の金融機関の情報機能を活用

すでに新聞等の報道では、政府系金融機関を活用した劣後ローン・優先株による資本注入が議論されている。今日、政府系金融機関だけでは企業支援の対応が困難であり、全国の金融機関の一定の目利き機能を活かし、それらが保有する情報機能を活かし審査コストを下げることによる機動的対応を行うことが重要である。政府系金融機関の活用も重要であるが、むしろ各金融機関が政府系金融機関を通じた代理貸しや代理出資を活用した方がいいだろう。また、信用金庫や信用組合については、系統上部機関、信金中金や全信組連を通じた対応も選択肢になる。実務的にもすべての企業に政府が出資を行うのは困難ななか、すでに金融機関に口座があって一定の選別機能が働くことも重要な要件となる。これまでの多様な資金繰り支援策もあり、短期的倒産リスクは回避されやすい。但し、その次のつなぎとして下期・来年度を展望した持続性のあるファイナンスを確立するためには資本の充実策が不可欠となる。こうした支援が不足する場合、下期以降に倒産が急速に拡大する不安があることを認識する必要がある。

大手企業への資本支援を行う観点については、2000年代初に設置された産業再生機構の復活も含め官民ファンドを活用し、そこに政府資金を拠出する。ここでは、再建された場合にその果実を政府が確保すべく、ワラント（株式引受権）の購入も付することにする。

ここで重要な点は、政府と一体での対応を行い、アベノミクスであった第一の矢の金融政策と、第二の矢である財政政策との連携を打ち出すことにある。そこで、政府が負担を抱え込む姿勢を強めることが重要になる。ここでは2013年1月に政府と日銀が結んだ共同声明を新たな形で結ぶことも考えられる。そこで広い意味での脱デフレに向けた姿勢を示すことも重要だ。

第2の矢：政府・日銀による質的な資本充実策

1. 政府・日銀による中小企業向け資本供給の共同基金設置（10兆円超）
2. 全国の金融機関が供給する中小企業向け永久劣後ローンの基金での買い取り（90%程度）
3. 政府による基金への出資（最低6兆円の出資、出資国債で対応も、もしくは政府保証枠）
4. 産業再生機構の復活（ワラントの購入）

第3の矢、 コロナ後の新たな成長戦略を

第3の矢は、コロナ後の経済構造に対応すべく、デジタル化や感染症を中心とした医療技術の発展のための構造改革を

■ コロナ後を見据えた成長戦略の推進も必要

行う。ここでは、マイナンバーの国民への完備を目標に、学生を含めすべての国民のデジタル化への包摂が可能となる新たな社会インフラ基盤を設置することを目標にする。

第3の矢：コロナ後の新たな成長戦略

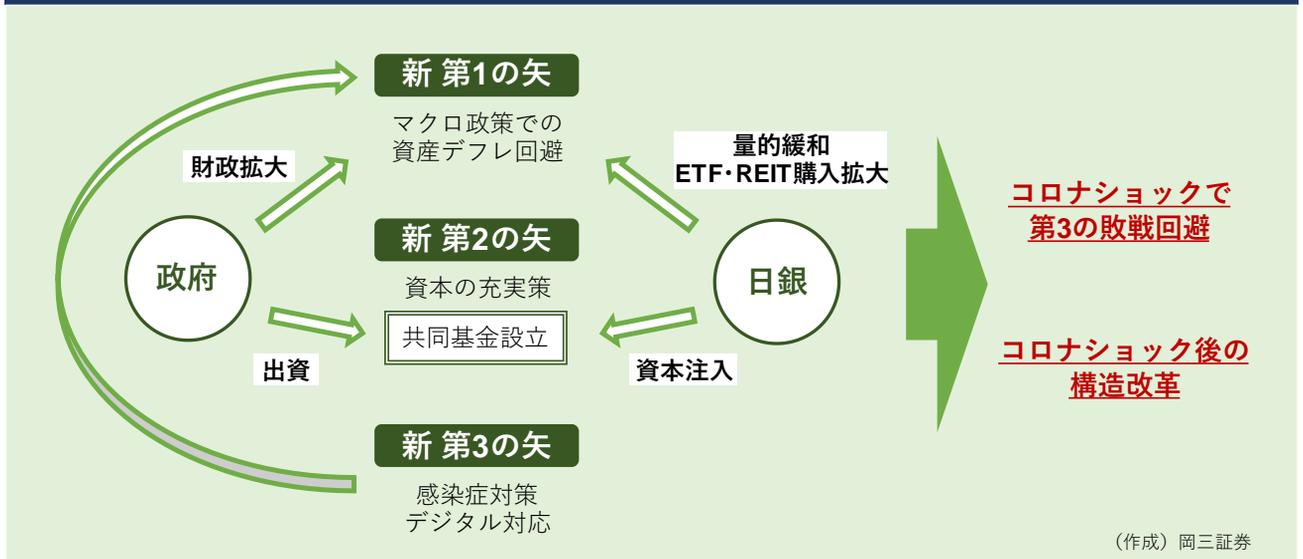
- 1. 感染医療対応の充実
- 2. マイナンバーを活用しすべての国民へのデジタル化包摂の新たな経済構造に

マネーを「量」で供給するスタンスから「質」での「信用緩和」を「異次元の規模」で

これまでの政府の対応は、国難とも言える危機であったにもかかわらず、戦力の小出し、逐次対応であったことが評価されにくかった点にある。アベノミクスのスタートにおいては、第一の矢であった金融政策を先頭に、市場の期待を上回る対応が相応の成果を挙げた。一方、今回のコロナショックでは、「ナイトの不確実性」とされる損失に関する確率分布もわからない恐怖が生じており、常に期待を上回る対応が重要になる。以上で議論した、新たな3本の矢の対応、すなわち、①資産デフレを回避して、②資本支援を行う姿勢を政府と中央銀行が示し、③コロナ後の産業構造を明示することによって先行き期待が大きく改善する可能性がある。

■ 不透明感が強いなか、新3本の矢の対応で先行き期待の大幅改善へ

新たな3本の矢の概念図



■新たな「異次元の規模」が
求められる局面

今日必要な日銀の対応は、これまでの異次元緩和のマネーの「量」の拡大ではなく、むしろ黒田総裁の前の白川総裁の段階ですでに議論されていた「質」、「信用緩和」の側面が強い。そこに政府との一体で「質」の側面を規模の面からも支援する新たな「異次元の規模」が求められる局面だ。2013年のアベノミクス、黒田日銀体制の原点に戻って、国難に対応することが重要である。同様に、政府としても国債の発行による財政の拡大でマクロ政策の「量」の拡大よりも、従来の有効需要拡大が困難となるなかで国債を活用して資本の補填を行う「質」への転換が重要になる。

コロナショックに伴い大規模に拡大した損失を、政府が国債の機能を活用して長期に幅広く負担を分担させることがマクロ経済にプラスになる。ここでも国債を負担を肩代わった「身代わり地蔵」として活用することが重要である。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)