

ECBの量的緩和は貸出増加に繋がるか

＜要旨＞

ユーロ圏の銀行貸出残高は全体で見れば減少トレンドを脱していない。ただし、銀行の預貸率(預金に占める貸出残高の割合)は、貸出減に伴いピークの120%から100%へとデレバレッジが進行し、貸出態度も緩和傾向であることから、資金供給面では貸出増加に転じ得る環境に移りつつある。こうしたなかで導入されたECBによる量的緩和の効果について考察すると、銀行の国債保有比率が高く、ECBによる量的緩和によって国債から貸出へのシフトが期待しやすいイタリアやスペインでは、資金需要や貸出態度が改善途上にあり貸出増への制約となっている。またドイツやフランスでは、かかる制約はないものの銀行の国債保有割合が相対的に低く、国債から貸出へのシフトは期待できない。このように、量的緩和の効果は各国状況に応じて異なり限界もあるため、ユーロ圏全体の貸出増にはやはり、各国景気そのものの改善が必要であろう。

1. ユーロ圏も量的緩和へ

今年1月のユーロ圏全体の消費者物価指数(HICP)が前年同月比▲0.6%に下落する中、欧州中央銀行(ECB)は1月22日、ユーロ圏各国の国債購入にまで踏み込んだ量的緩和(追加的資産購入プログラム)の導入を決定した。ECBのドラギ総裁の会見によれば、「2%以下だがそれに近い」目標インフレ率実現への経路として、『ポートフォリオ・リバランス効果』と『インフレ期待への働きかけ』の2つをあげた。このうち、ポートフォリオ・リバランス効果とは、中央銀行が銀行などから国債を購入することで、銀行の資産構成を国債から貸出へとシフトを促し、家計や企業など民間向けの貸出増を通じて実体経済にプラスの影響をもたらそうと企図したものである。

ユーロ圏に先んじてデフレに直面した日本の量的緩和についての経験では、銀行は日銀が長期国債購入を増やすと、国債保有を減らし貸出を増加させる傾向がみられた一方で、貸出行動は銀行の直面する資金需要やバランスシートの状況にも左右されることが知られている。

企業金融において、ユーロ圏は日本以上に間接金融優位である。日銀の「資金循環の日米欧比較」によれば、民間非金融法人企業の負債に占める借入比率は日本の25%に対してユーロ圏は32%と高く、銀行貸出動向が実体経済に及ぼす影響は日本よりも大きい。そこで本稿では、ユーロ圏全体及び名目GDP上位4ヶ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン)を対象として、各国銀行のバランスシート状況や金融環境からみて、今般のECBによる量的緩和が実際の貸出増加にどの程度効果があるのかを考察してみたい。

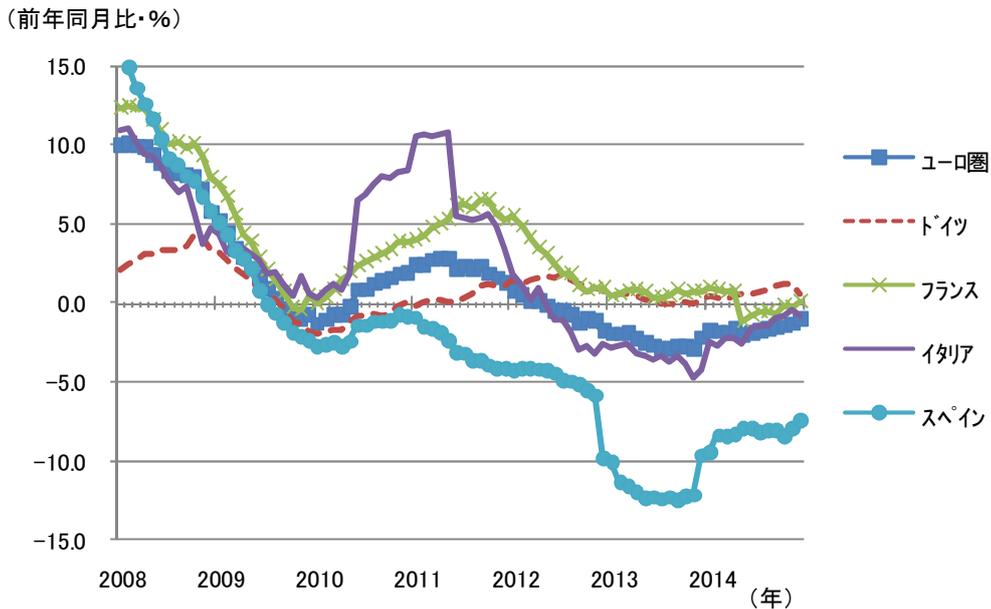
2. 各国銀行で異なるバランスシートや資金需要の状況

ユーロ圏全体の銀行貸出残高は減少トレンドを脱しておらず、約2年半減少トレンドが継続している。ただし、14年12月末の民間(非金融)向け貸出残高の前年同月比変化率は▲1%で減少ペースは緩やかになってきた。国別にみると、ドイツは13年末以来増加トレンドを維持、フランスは

14年12月末に増加に転じ、イタリアでも減少ペースは緩やかになっている。これに対して、スペインは未だ減少ペースが前年同月比▲7～8%である(図表1)。

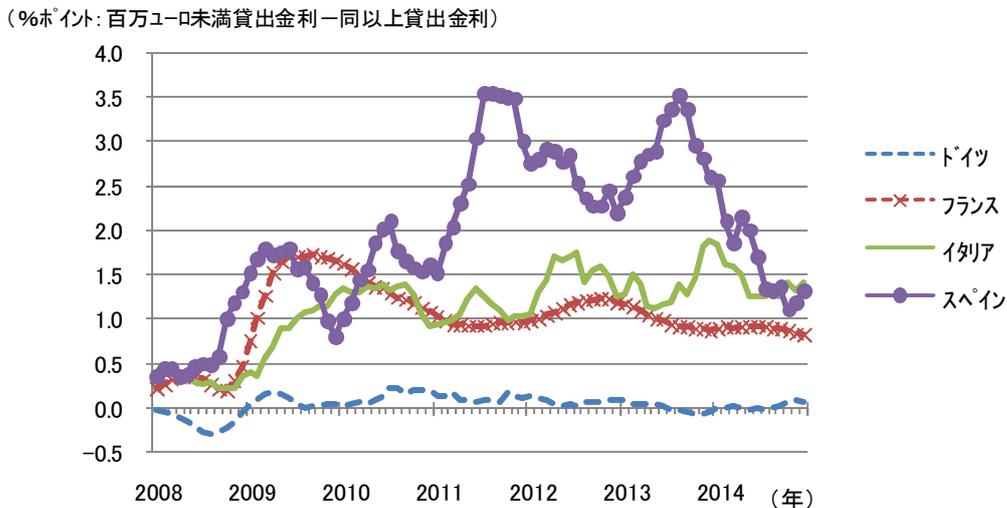
かかる各国により異なる貸出減の加速と緩和には、各国銀行側の貸出態度やバランスシートの変化が大きい。例えば、規模に応じた貸出態度の相違の目安として小規模貸出への大口貸出対比の上乗せ金利を見ると、11年から13年にかけてスペインの小規模貸出の上乗せ金利は他国と比較して顕著に拡大し、新規貸出に慎重となった様子が窺える(図表2)。これに伴ってスペインでは貸出伸び率も前年比5～10%超という大きなマイナスを記録した。その後、直近の上乗せ金利はフランス・イタリアの水準に収斂してきているものの、貸出残高変化のペースが他国の水準に収斂するには至っていない。

図表1 民間(非金融)向け貸出残高変化率



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 小規模貸出の上乗せ金利

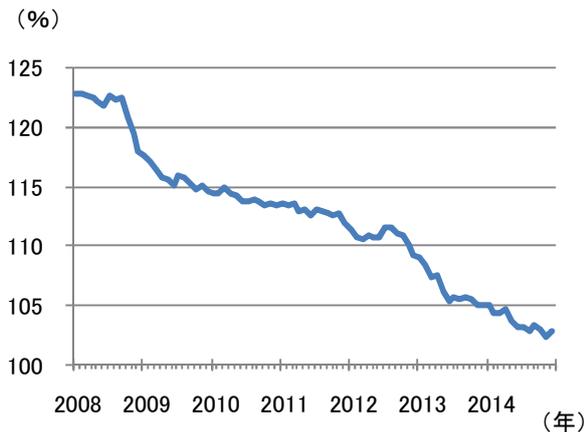


(注)6か月移動平均

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

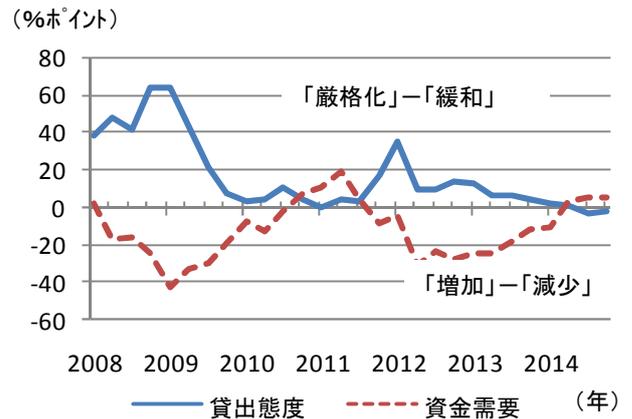
こうした銀行側の貸出行動の変化に伴い、預金に占める貸出残高の割合、すなわち銀行の預貸率はピークの120%超から100%にまで貸出規模の圧縮が進行した(図表3)。これはユーロ圏全体のオーバーローン状態は解消されつつあることを示しており、貸出態度の緩和傾向(図表4)を合わせ見れば、資金供給面では貸出増加に転じる環境は整いつつある。しかし、国別ではイタリア・スペインの両国は、不良債権比率高止まりや、底打ちしない不動産市場が、貸出増加の足枷となる懸念も残るなど、状況は各国により異なっている(図表5、6)。

図表3 ユーロ圏銀行預貸率推移



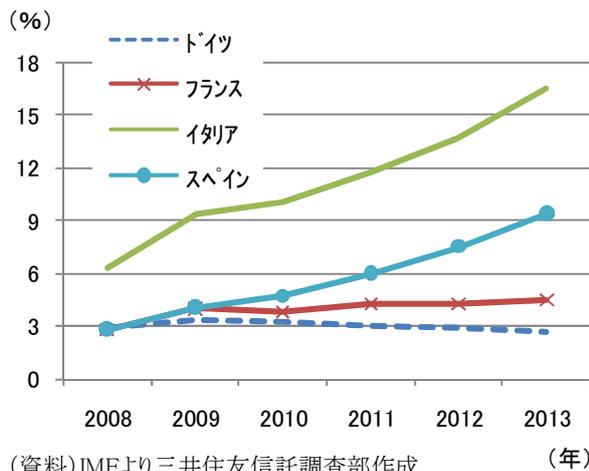
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表4 ユーロ圏企業向貸出態度・資金需要



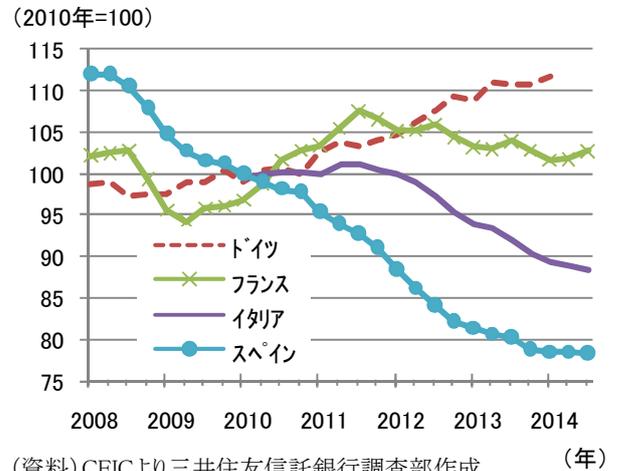
(資料)ECBより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 不良債権比率推移



(資料)IMFより三井住友信託調査部作成

図表6 住宅価格指数



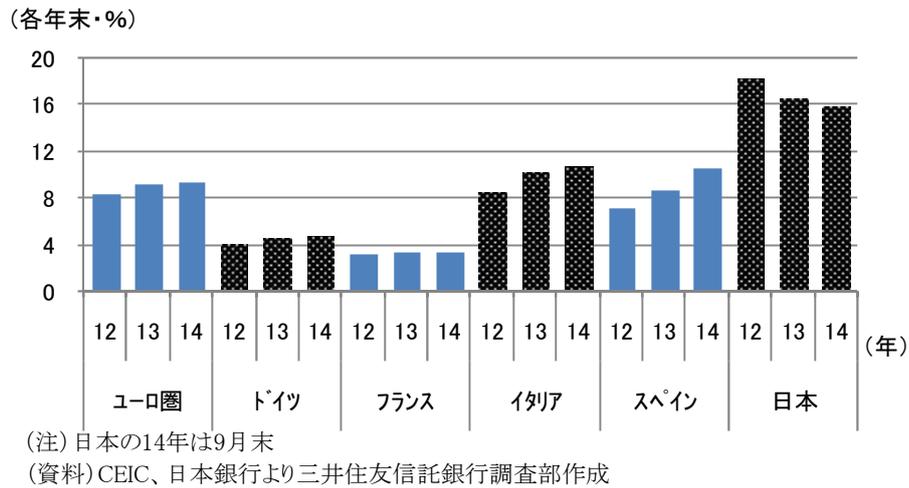
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

かかるなか導入されたECBによる量的緩和の期待する効果という点で、銀行資産に占める国債比率を確認してみたい。ドラギ総裁が言う『ポートフォリオ・リバランス効果』は、国債から貸出へのシフトを企図したものである。各国銀行の国債保有割合を比較した次頁図表7によれば、ユーロ圏銀行資産に占める国債比率は14年末時点で9%である。ちなみに、量的・質的緩和開始以前(12年末)の日本の同比率は18%でユーロ圏の約2倍であった。国別では、ドイツ・フランスは5%未満、イタリア・スペインは10%超である。過去3年の国債比率推移では、ドイツ・フランスがほぼ横這いに対して、イタリア・スペインは国債比率が増加した点が読み取れる。

かかる推移や相違には、先に見てきたようにユーロ債務危機時に銀行の貸出態度が国によって

著しく厳格化し、企業の資金需要も落ち込み、不良債権比率が上昇するなかで貸出償還資金が国債に再投資されたことが背景にある。とりわけスペインやイタリアでは国債比率が高まったことに見られるように、その程度はバランスシート調整の度合いによって各国で異なったことを示唆している。こうした銀行部門における国債比率の高まりも、ECBの量的緩和導入の背景にあると考えられる。その国債保有の大きさからいえば、ECBによる量的緩和はスペインやイタリアを念頭に置いているといえなくもない。

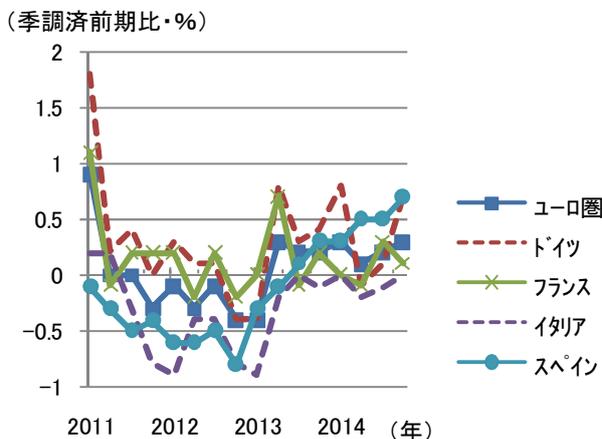
図表7 銀行資産に対する国債保有比率



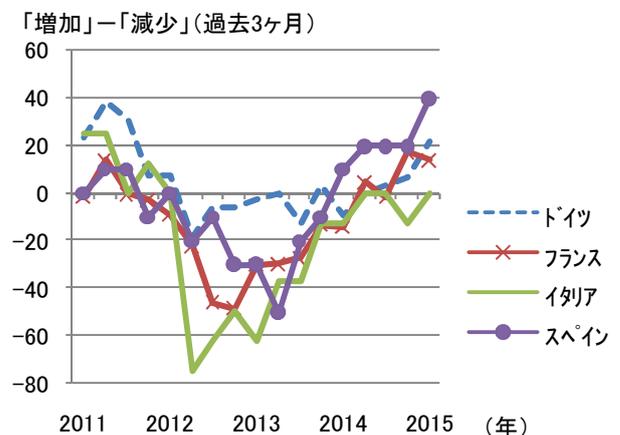
もっとも、投資喚起の追加施策なしに金融政策(量的緩和)だけで貸出増加に繋げ得るか疑問もある。そこで、各国の資金需要そのものについて簡単にみてみたい。

ユーロ圏の景気は回復基調にあり総じてみれば景気回復に伴う貸出増加が期待できる環境にはある(図表8)。欧州委員会の冬季経済予測でも、15年、16年の成長率は共に0.2ポイント上方修正され+1.3%、+1.9%であり、先行きの成長ペースも速まる姿が想定されている。しかし、回復は地域一様ではなく、南欧ではスペインの14年成長率が2%のプラスに転じたのに対し、イタリアは3年連続のマイナス成長にとどまるなど特に顕著な格差が見られる。先にみたようにECBの聞き取り調査によれば、ユーロ圏全体の貸出態度や資金需要は改善しているものの(前掲図表4)、国別ではスペインでの資金需要が目立つ一方でイタリアの資金需要は低調である(図表9)。

図表8 実質 GDP 成長率推移



図表9 各国企業の資金需要調査結果



3. まとめ—ECBによる量的緩和を通じた貸出増加の蓋然性

以上みてきた資金供給面、需要面双方の状況を重ね合わせると、ユーロ圏全体でみた貸出動向に対するやや楽観的ながら標準的な見方としては以下のような姿が想像できるだろう。すなわち、15年中にもユーロ圏全体では貸出増加に転じ、国別ではユーロ中核国(ドイツ・フランス)がこの動きを牽引する。一方で南欧諸国(イタリア・スペイン)は、イタリアは景気停滞が懸念される状況であり、資金需要も強いとはいえない。スペインの景気回復ペースは順調であり強い資金需要もあるものの、直近の貸出残高減少率がいまだ高水準であることから増加に転じるには相当の時間を要する—という見方である。

しかしながら、ECBと各国中銀の国債購入によるポートフォリオ・リバランス効果という点に引きつけてまとめると、国債から貸出へという銀行の資産構成のシフトの効果は各国により異なることが想像しうる。例えば、国債比率が高く潜在的リバランス効果が高いと期待されるイタリア・スペインでは資金需要や貸出態度のいずれかの点で改善途上にあり貸出増への制約となっている。なかでもスペインについては、資金需要そのものは高まりつつあるため、不動産価格の底打ちが確認できれば、量的緩和により貸出が加速しやすい環境にあるといえなくもない。対して、かかる制約が少ないドイツやフランスではそもそも国債比率が低く潜在的リバランス効果も限定的とみられる。加えて、ECBによる国債購入が進むと、貸出利ざやが圧縮され、貸出収益そのものを圧迫するという副作用もある。

こうしてみると、ユーロ圏全体で貸出が増加しやすい環境に近づきつつあることは間違いないものの、全体の貸出増には景気回復それ自体の改善が必要であり、量的緩和そのもののポートフォリオ・リバランス効果は国の状況に応じて限定的であり、貸出増加を顕著に加速するには至らないだろう。むしろ、ECBによる国債購入によって長期金利の低下が進み、国債のマイナス金利の年限が拡大していくと貸出利ざやは圧縮され、銀行が過度な高リスク貸出に乗り出すという将来の副作用には注意すべきだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。