

# 欧州緩和の背景にある ECB への資金依存

## <要旨>

2015年12月に米国は利上げ、ユーロ圏は追加緩和と、米欧の金融政策の方向性が真逆となった背景には、ユーロ圏では失業率が10%と未だに金融危機前の水準まで改善せず、労働市場に余剰が残りインフレ上昇圧力が弱いことに加え、一部諸国の銀行で、バランスシート調整(不良債権処理)の遅れ、インターバンク市場の機能回復の遅れから、欧州中銀(ECB)に資金繰りを依存している状態もあると推定される。

米国では、連邦準備理事会(FRB)に資金繰りを依存する銀行がなくなってから利上げまでに約3年を要した。これに対して、ユーロ圏では、未だに ECB に資金繰りを依存する銀行が南欧諸国を中心に存在し、実体経済に余剰が残っている状況を重ねると、当面は金融緩和状態が続こう。

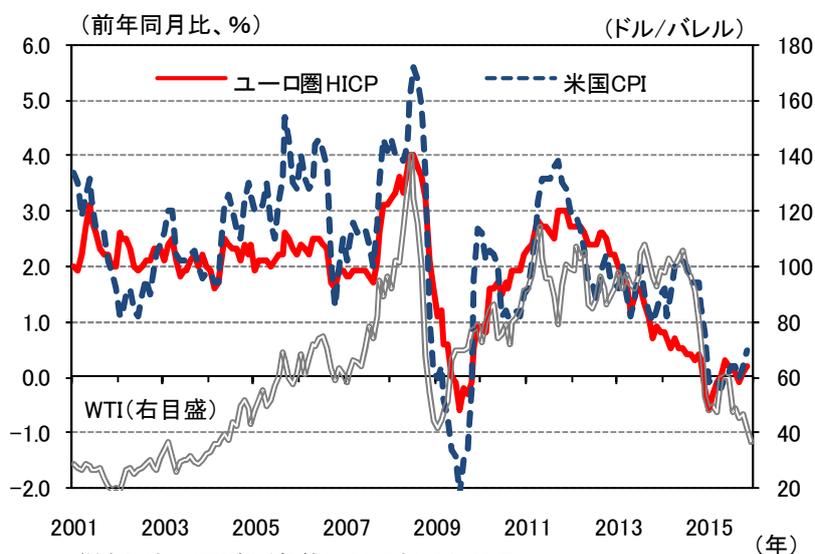
将来的に、資源価格上昇等の外部要因にてユーロ圏のインフレ率が上昇した場合、ECBへの資金繰り依存は、中銀調達コスト・各種貸出金利上昇に繋がる利上げの障害ともなりかねない点には注意が必要である。

## 1. 米国の利上げ、ユーロ圏の追加緩和が同月に行われた 2015年12月

2015年12月は米連邦準備理事会(FRB)の9年半ぶりの利上げと、欧州中銀(ECB)の追加金融緩和が同月に実施された。商品市場では、ECBのドラギ総裁がインフレ動向の外部リスクとして注視する原油価格が下げ足を速めている。しかし、原油価格下落は先進国共通の外部条件であり、物価への下押し圧力はユーロ圏のみが蒙る訳ではない(図表1)。

米欧の金融政策の方向性が真逆となるほどの制約がユーロ圏に残っているのか考察する。

図表1 米欧インフレ率、原油(WTI)価格の推移



(注) 月次。WTI直近価格は2015年12月23日

(資料) 米労働省、Eurostat、Bloomberg、CEIC

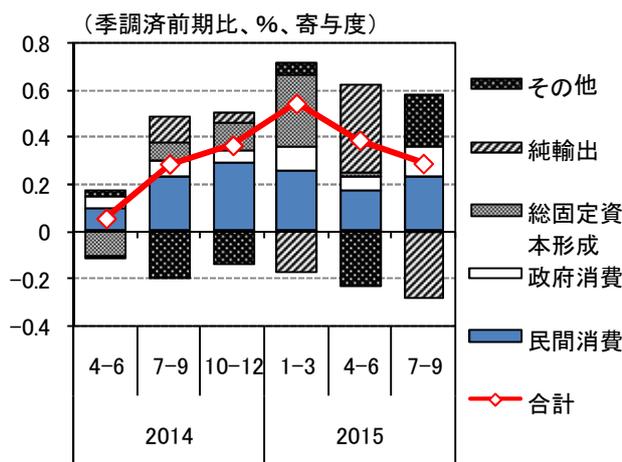
## 2. ユーロ圏は緩やかな景気回復・低インフレ・一部残る銀行バランスシート調整

ユーロ圏の経済金融情勢を景気、インフレ、銀行のバランスシートの状況からみていく。

第一に、景気動向をみると、2015年7-9月期の実質GDP成長率は、内需主導で季節調整済前期比+0.3%（年率換算+1.2%）となり、10四半期連続のプラス成長となった。ユーロ圏の新興国向け輸出依存度はGDP比9.1%と米国（4.4%）の約2倍であり、米国よりも新興国減速の影響を外需減少という形で受けやすい構造にある。しかし、原油価格下落は家計の実質購買力を増し、民間消費にはプラスとなる。また、企業の景況感を示す購買担当者指数（総合PMI）は、54前後で推移しており節目となる50を上回っている。加えて、難民流入に対する政府消費拡大が、少なくとも短期的には成長を後押しし、内需主導の緩やかな景気回復が継続するだろう（図表2）。

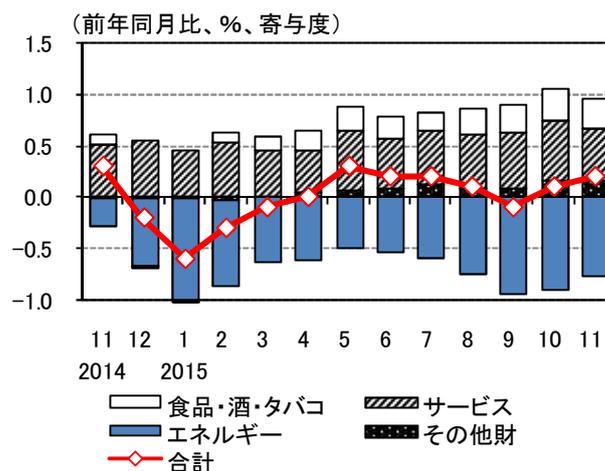
第二に、インフレ動向をみると、2015年11月の統一消費者物価指数（HICP）は前年比+0.2%で、ECBの目標（2%以下だがそれに近い）を大きく下回る。今後、エネルギー価格下落のマイナス寄与は2016年末には剥落すると見込まれるものの、サービス価格のプラス寄与が持続的に拡大するほど賃金上昇が加速する状況には至っていない。（図表3）

図表2 実質GDP成長率



(資料)Eurostat、CEIC

図表3 インフレ率(HICP)

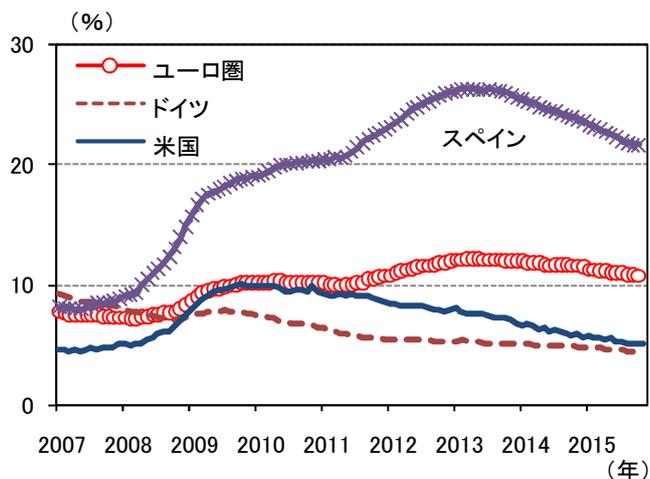


(資料)Eurostat、ECB、CEIC

エネルギー価格のマイナス寄与は2015年9月以降縮小に転じ、16年1-3月も縮小傾向持続が見込まれる。しかし、今後も原油価格が1バレル35ドル前後で推移すれば、マイナス寄与は16年中央にかけて再拡大し、前年比のマイナス効果が剥落するのは16年末となる。

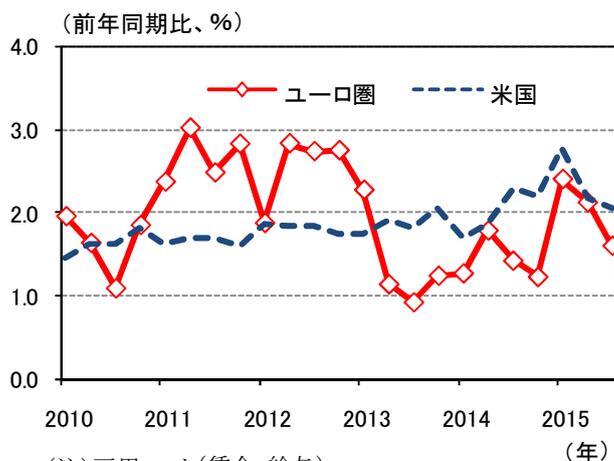
サービス価格プラス寄与の大幅な拡大も当面は期待しづらい。何故なら、米国の失業率が2015年11月には5%にまで改善したのに対し、ユーロ圏の失業率は改善しつつあるものの未だ10%台とリーマン危機前の水準を回復しておらず、雇用コストでみた賃金の推移も、米国は前年比+2%前後の伸びを維持しているのに対して、ユーロ圏では2015年7-9月期には前年比+1.6%と4-6月期の+2.1%を0.5ポイント下回った。労働市場の緩みの存在もあり、賃金上昇加速がサービス価格上昇加速に繋がるには時期尚早と言える（次頁図表4、図表5）。

図表4 失業率推移



(資料)米労働省、Eurostat、CEIC

図表5 賃金動向



(注)雇用コスト(賃金・給与)

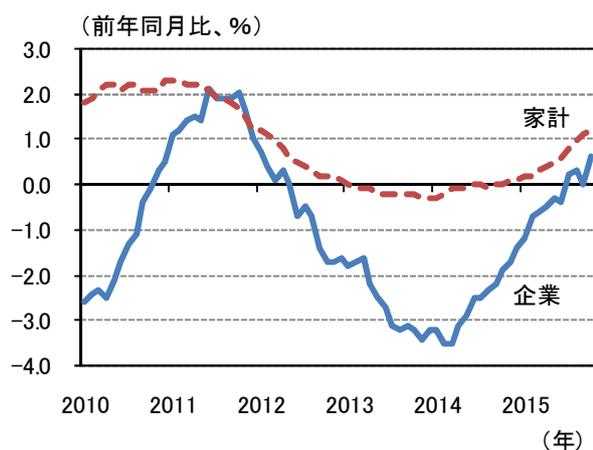
(資料)米労働省、Eurostat、CEIC

第三に、銀行バランスシートの状況を見ると、ユーロ圏全体では民間貸出の前年比の伸びが家計向け・企業向けともプラスに転じた。しかし、南欧諸国の銀行では貸出減少傾向が続き、不良債権比率も高止まりしている。

ユーロ圏全体の銀行貸出は企業向け、家計向けとも前年比プラスが定着しつつあり、2015年10月には企業向け貸出は前年比+0.6%、家計向け貸出は+1.2%の伸びとなった(図表6)。

しかしながら、イタリア・スペインでは、イタリアの家計向け貸出を除き貸出減少が続いている。スペインの銀行の不良債権比率は、2013年末の13.6%をピークに減少に転じたとは言え、15年9月末時点で未だ10.7%であり、銀行のリスクテイク余力の制約となっていることが窺える(図表7)。

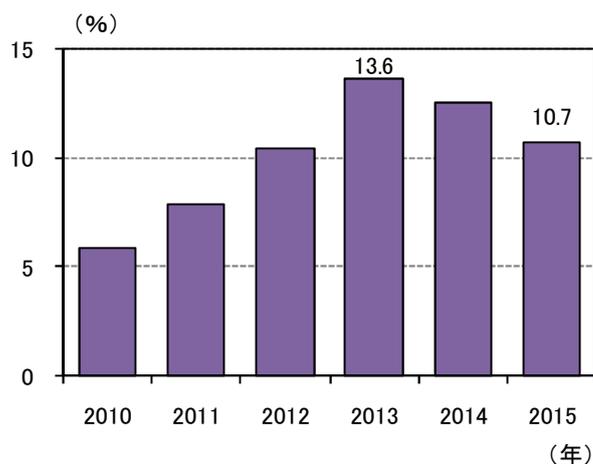
図表6 ユーロ圏の銀行貸出



(注)売却及び証券化調整後

(資料)ECB

図表7 スペインの不良債権比率



(注)各年末、2015年は9月末

(資料)スペイン中銀

以上を俯瞰すると、米欧の景気やインフレの動向に温度差がある中で、金融政策の方向性が異なる背景としては、銀行のバランスシート調整(不良債権処理)の進捗の相違という要因も見逃せない。

### 3. FRBとECBの銀行貸借推移

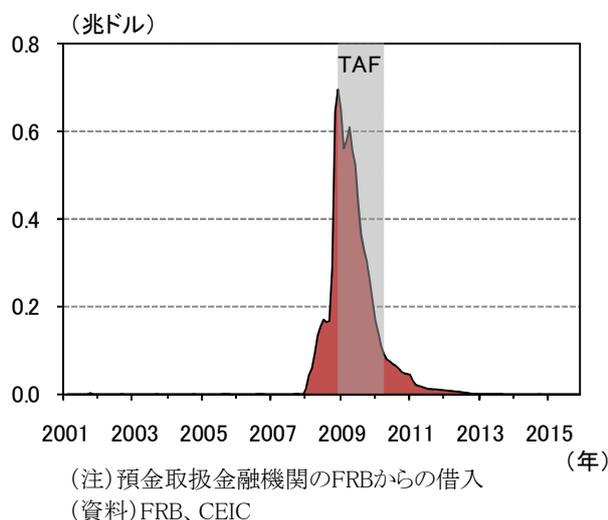
リーマン危機、ユーロ債務危機時に、銀行のバランスシート悪化から銀行間(インターバンク)市場が変動を来し、中央銀行資金への依存が高まった経緯を、FRB、ECBと市中銀行との資金貸借の動きから考察する。

#### (1) 米国におけるFRBと市中銀行の資金貸借推移

まず、米国におけるFRBと市中銀行との間の資金貸借の推移をみると、市中銀行のFRBからの借入は、リーマン危機以前は限界的な資金尻調整目的に限られていた。リーマン危機時には、銀行間市場(インターバンク市場)が機能不全に陥り、また、マネー・マーケット・ファンド(MMF)が市中銀行のコマーシャル・ペーパー(CP)や譲渡性預金(NCD)保有を手控えたために市中銀行の短期資金繰りが逼迫したとされ、FRBは連銀貸出(公定歩合貸出)拡充や、ターム・オークション・ファシリティ(TAF)実施にて資金を供給し、市中銀行のFRBからの借入残高は急増した。TAFは、2008年12月から10年3月に実施された入札方式の期間数カ月のターム物貸出である。これらの施策を受けて2008年11月には0.7兆ドル弱(約70兆円)に達した借入残高は、2012年末には10億ドル未満となり、リーマン危機以前の状態をほぼ回復した(図表8)。

一方で、市中銀行のFRBへの準備預金は、2008年10月に準備預金への付利が開始されてから残高が急増し、3次にわたる量的緩和(QE)を経て、準備預金残高は2.7兆ドル(約330兆円)に達している(図表9)。

図表8 FRBからの借入



図表9 FRBへの準備預金



米国では、市中銀行のFRBからのグロス借入は、2008年から2012年間の約4年間を除き限界的な水準に留まり、FRBと市中銀行との間のネット資金貸借も2008年を除き、市中銀行のFRBに対する貸出(準備預金)超過である。このことから、米国では、資金繰りを経常的にFRBに依存する市中銀行が殆どなくなってから既に3年が経過し、そして市中銀行全体としてFRBに対して貸出超過の状態を回復してから既に7年が経過してから利上げにこぎつけたことがわかる。

## (2) ユーロ圏における ECB と市中銀行の資金貸借推移

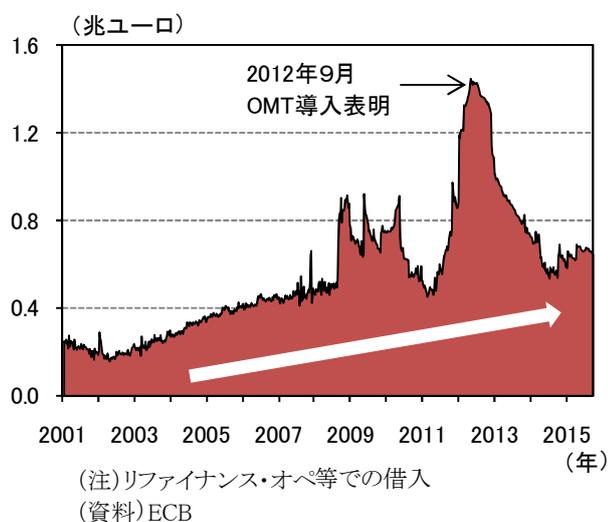
次に、ユーロ圏における ECB と市中銀行との間の資金貸借の推移をみると、市中銀行の ECB からの借入は、2000 年代初頭から 0.2～0.4 兆ユーロの残高があった。この背景には、長期リファイナンス・オペ (LTRO) という期間 3 ヶ月の資金供給オペが利用可能であったこともあろう。

リーマン危機、ユーロ債務危機時には、ECB は資金供給オペの全額割り当て、担保基準の緩和、LTRO の期間延長等の措置を取り、市中銀行の ECB からの借入残高は急増した。

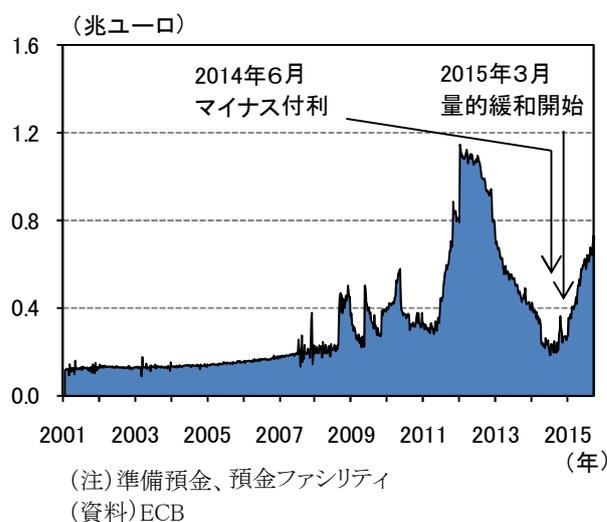
その後、2012 年 8 月には 1.4 兆ユーロ (約 140 兆円) に達した借入残高は、12 年 9 月の ECB による国債買い切りオペ (OMT) 導入発表を契機に縮小に転じたものの、現在も 0.6 兆ユーロ (約 80 兆円) を上回り、リーマン危機以前の状態には戻っていない (図表 10)。

一方で、市中銀行の ECB への準備預金は、当初より準備預金に付利されたことから、2000 年代初頭から 0.1～0.2 兆ユーロの残高があった。ユーロ債務危機時の 2012 年 3 月には 1.1 兆ユーロ (約 120 兆円) に達した準備預金残高は、一旦縮小した後、2015 年 3 月の国債購入を伴う量的緩和開始に伴い再び増加し、現在は 0.7 兆ユーロ (約 90 兆円) を上回り、さらなる増加が見込まれる (図表 11)。

図表 10 ECB からの借入



図表 11 ECB への準備預金



ユーロ圏では、市中銀行の ECB からの gross 借入は、危機時の変動を除くと、過去 15 年間増加傾向にあり、ECB に資金繰りを依存している市中銀行と、余剰資金を ECB に預金している市中銀行が、危機時だけではなく現在も併存している (図表 10・11)。なお、2014 年 6 月からは、ECB への準備預金付利がマイナス金利となったにもかかわらず、資金余剰の市中銀行 (主にドイツ) と資金不足の市中銀行 (南欧諸国) の間の資金移転を ECB が仲介せざるを得ないのは、バランスシート調整の遅れからインターバンク市場の機能回復が不完全なことを示唆する。

また、ECB と市中銀行との間のネット資金貸借は、長く銀行の ECB に対する借入超過であったところ、量的緩和効果にて 2015 年 10 月末に貸出超過に転じた。

これらのことから、ユーロ圏では、バランスシート調整の遅れから資金繰りを経常的にECBに依存する市中銀行が南欧諸国を中心に未だに存在し、そして市中銀行全体としてECBに対して貸出超過となってから未だ数カ月しか経過していないことがわかる。

米国では、経常的にFRBに資金繰りを依存する銀行がなくなってから、FRBが、経済全体が利上げに耐えうると判断するまでに3年を要した。これに対してユーロ圏では、市中銀行が、まず残された不良債権処理を完了し、貸出ポートフォリオを再構築し、その上で銀行の信用創造機能の回復が経済全体により波及するのになお一定の時間を要する段階にあると言えるのではないかと。

#### 4. ECBへの資金依存は1～2年は続く

市中銀行全体が中央銀行に対して貸出超過である状況と、マクロ的に有意な規模で一部の個別行が資金繰りを中央銀行に依存する状況の併存は米欧とも生じ、米国は3年前にこの状況を脱したものの、ユーロ圏は未だ渦中にある。

全般にユーロ圏では、ユーロ債務危機時ほどの危機感に乏しく、また、中央銀行に資金繰りを依存しうる状況が当面続くことから、市中銀行が自らバランスシート調整を加速するインセンティブにも乏しいと考えられ、今後1～2年の間にインターバンク市場が正常化しドイツと南欧諸国間の民間資金移転が回復することは期待しにくい。

2015年12月3日に発表されたECBの追加緩和策の中には、LTRO全額割り当て・一律金利適用の2017年末までの延長が含まれていた。しかし、今後のバランスシート調整の進捗次第では再延長となることも十分考えられる。

このように、米欧の金融政策の方向性が真逆となった背景には、失業率や賃金上昇率の差にみられる、实体经济改善におけるユーロ圏の出遅れだけでなく、南欧諸国の銀行のバランスシート調整の遅れもあると推定される。

将来的に、資源価格上昇等の外部要因にてユーロ圏のインフレ率が上昇した場合、ECBへの資金繰り依存は、中銀調達コスト・各種貸出金利上昇に繋がる利上げの障害となり、ECBの金融政策の機動性を損ないかねない点には注意が必要である。

(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。