

# ECB が支える欧州流動性の不均衡

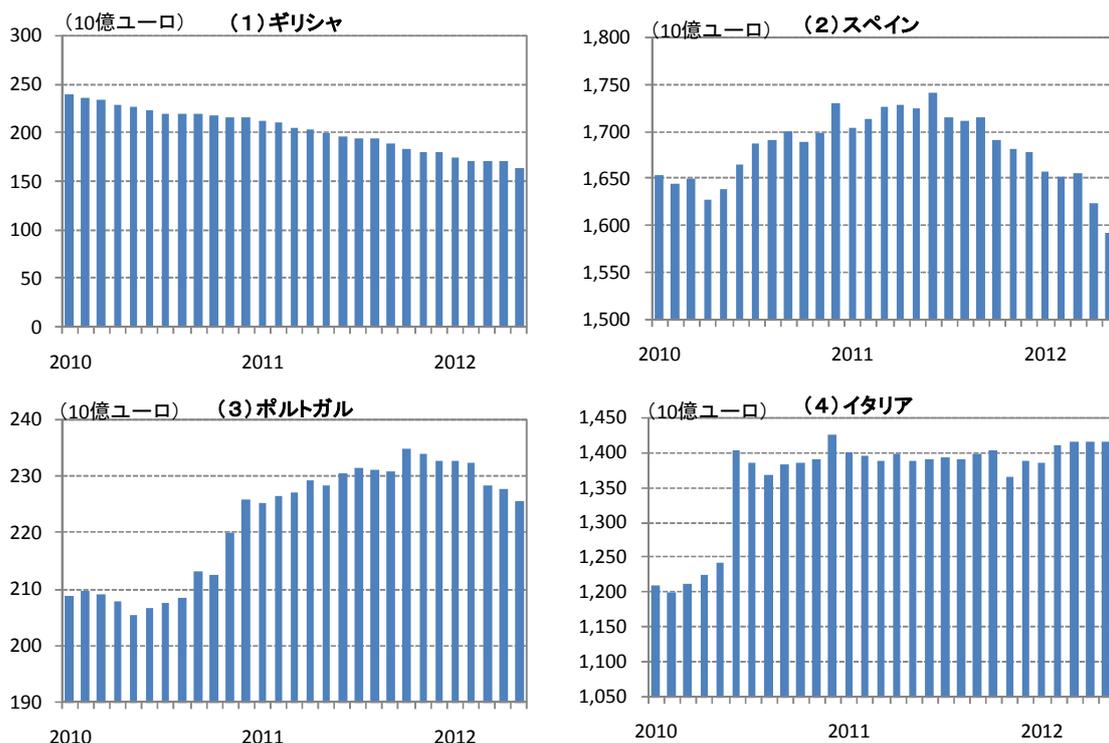
## <要旨>

欧州周縁国では昨年後半以降、民間預金の銀行からの流出が加速している。かかる状況に対し、欧州中央銀行(ECB)は金融機関向け長期資金供給オペ(LTRO)をはじめ、市中銀行に積極的に流動性を供給するなど流動性リスクの緩和に一定の貢献をしてきた。この結果、ECBを構成する各国中央銀行のバランスシートは、中核国と周縁国の間で一方向的な貸借関係の差異が拡大している。幸いなことに預金流出はイタリアには伝播していないが、各国の民間部門の預金額推移はユーロ圏金融機関の今後のさらなる信用悪化の伝播リスクや将来の状況改善を見極めるうえで重要となろう。

## 1. 欧州周縁国で加速する預金流出

欧州では6月末のユーロ首脳会談において、欧州安定メカニズム(ESM)などから政府を介さない直接的な銀行支援が認められるなど、一定の進展がみられたものの、依然として金融システムに対する懸念が残る。とりわけスペインなど周縁国では、家計・法人・その他年金基金などからの預金である「民間預金」の減少が続く。ギリシャでは2009年12月をピークとし、800億ユーロ、およそ3分の1の預金が流出したほか、スペインでは2011年6月をピークとし1,500億ユーロ、ポルトガルでも2011年10月以降90億ユーロが流出した(図表1)。一方、債務危機の伝播リスクが懸念されているイタリアの銀行は、今のところほぼピーク時の預金残高を維持している。

図表1 周縁国の民間預金残高の推移

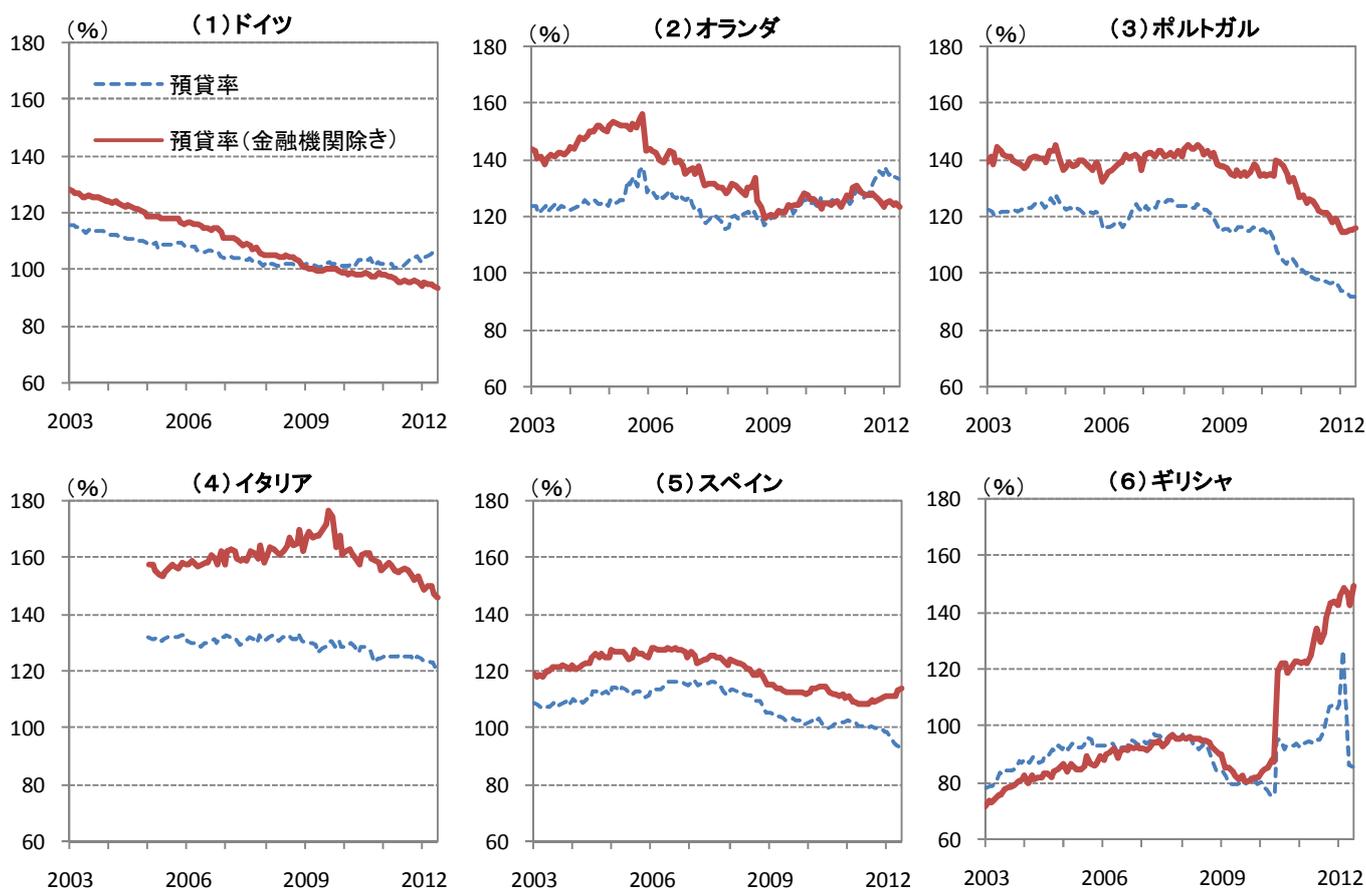


(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

ところで欧州系の銀行は、日米の銀行と比べ預金に対する貸出金の割合(預貸率)が高いといわれる。とくに銀行間市場の貸借に頼る割合が高く、それらの貸借を除いたベース(以下、金融機関除きベース)でみた預貸率は、通常の預貸率よりも高く100%を超える状況、すなわち貸出が預金を上回る状況である。預貸率が高いことは、より低い資金調達方法で効率的に資金を集め、高い金利で貸出を行うなど投資機会という点では悪いことではない。しかし、資金調達の安定性という面から見れば、一たび金融市場がボラタイルな状況となれば金融機関からの借入に頼る比率が高くと、その分市場の混乱に対する耐久度は弱まることになる。

そのような視点から欧州各国の預貸率をみると、ドイツ、オランダなどの中核国やIMF等からの支援を受けるポルトガルでは預貸率は金融機関除きベースで緩やかに低下しており、とくにドイツでは100%を切る水準にまで調整されている(図表2)。一方、イタリアでは低下しているものの、金融機関除きで140%を超える高い水準にあり、スペイン・ギリシャでは通常の預貸率は足元で低下しているものの、金融機関除きベースは逆に上昇している。これは、イタリアでは民間預金以外の資金調達に頼るウェイトが依然高いことを示唆している。またスペイン・ギリシャでは民間預金の流出により困難になった資金調達を、中央銀行や他の金融機関に頼る構図が強まったものと考えられ、いずれも安定性・持続可能性からは好ましくない兆候であろう。

図表2 欧州各国の預貸率(貸出額/預金額)の推移



(注1) イタリアの預貸率はデータの制約により2005年以降とした

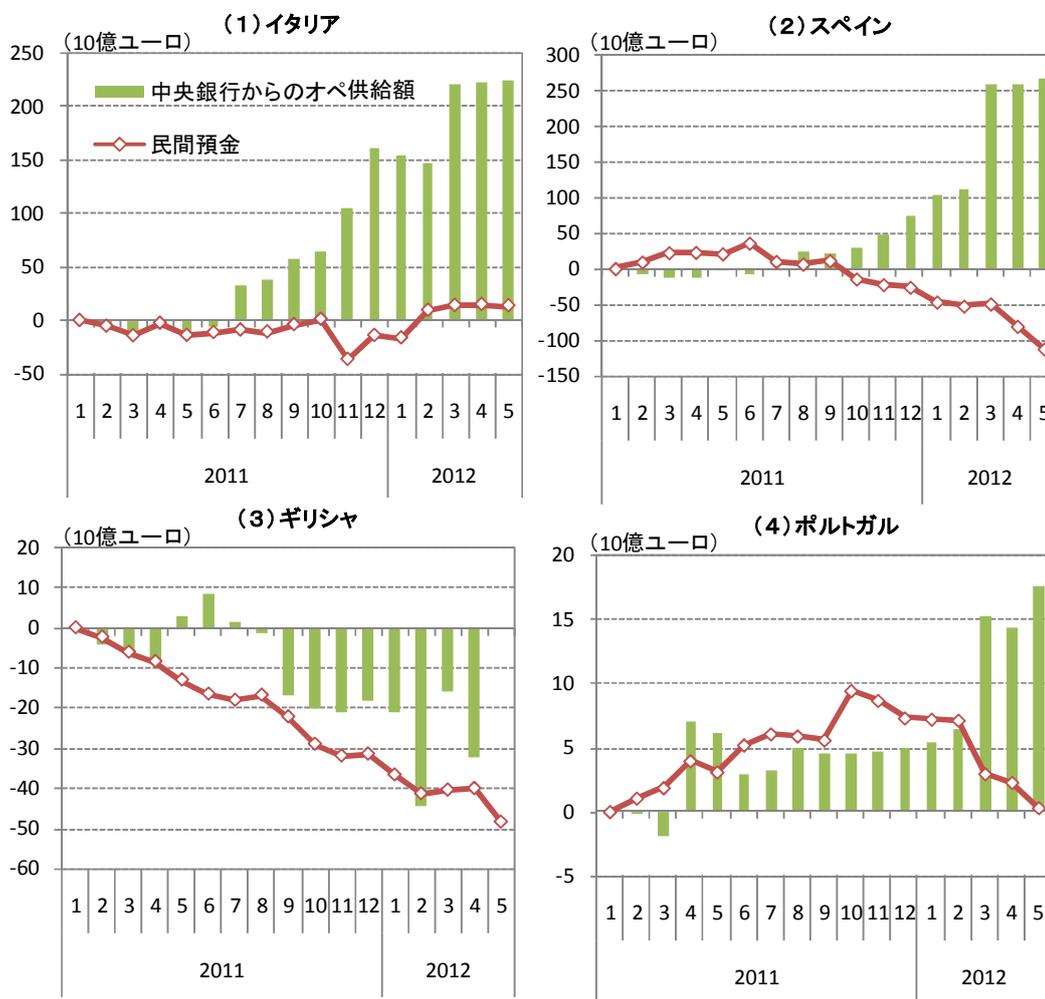
(注2) 預貸率(金融機関除き)は、銀行バランスシートの預金額、貸出額から「金融機関向け」を双方より控除した値により算出した

(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

## 2. 欧州中央銀行(ECB)の対策

こうした預金流出などの流動性懸念に対して欧州中央銀行(ECB)は数々の対策を講じてきた。最も代表的なものが長期の資金供給オペ(LTRO)に3年物というこれまで例のない長期間オペを導入したことである。2011年12月の第一回オペでは約4,900億ユーロ、2012年2月の第二回では約5,300億ユーロ、総額1兆200億ユーロ近い資金が供給された<sup>1</sup>。この2回のLTROにより当面満期を迎える銀行債のリファイナンスが滞りなく行われたほか、周縁国の預金流出額を上回る規模の供給により、銀行の資金繰りが補われてきたと考えられる(ギリシャ除く<sup>2</sup>) (図表3)。しかし、同時にこれらの周縁国の銀行はLTROで得た資金の一部を使い自国国債の買い入れも行っており、各国の市中銀行の国債買い入れは、一時的な国債市場の安定に寄与したものの、ソブリンリスクの上昇が銀行システムの不安材料になるという悪循環を高めてしまった(次頁図表4)。

図表3 預金流出額と中央銀行からのオペ供給額



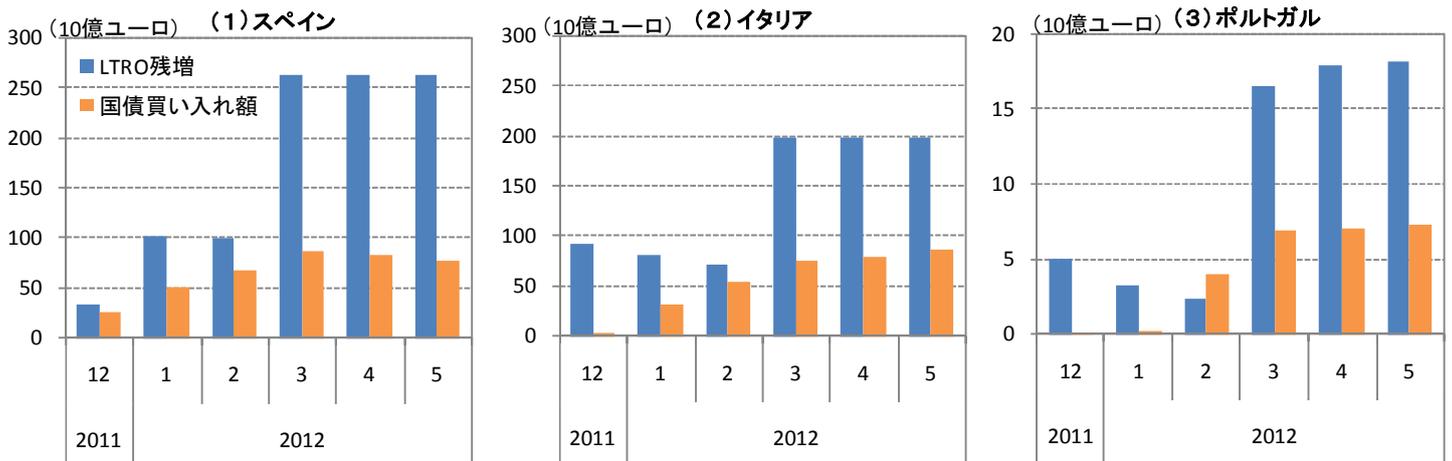
(注) 2011年1月を基準とし、各国金融機関の民間預金残高、中央銀行からのオペ供給額についてバランスシート上の変化額を示した(したがって、オペ供給額等は累積の値)

(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

<sup>1</sup> 過去に実施されたオペの借り換え分も相応にあり、この額がそのまま純増として供給されたわけではない。

<sup>2</sup> ギリシャでは市中銀行の資本不足などから、ECBからのオペ供給を制限される状況にある。ギリシャの市中銀行の資金繰りを支えるのは、ギリシャ中央銀行を通じた緊急流動性支援(ELA)であり、これまでに620億ユーロが供給されたとみられている。

図表4 LTRO 供給額と国債買入れ額



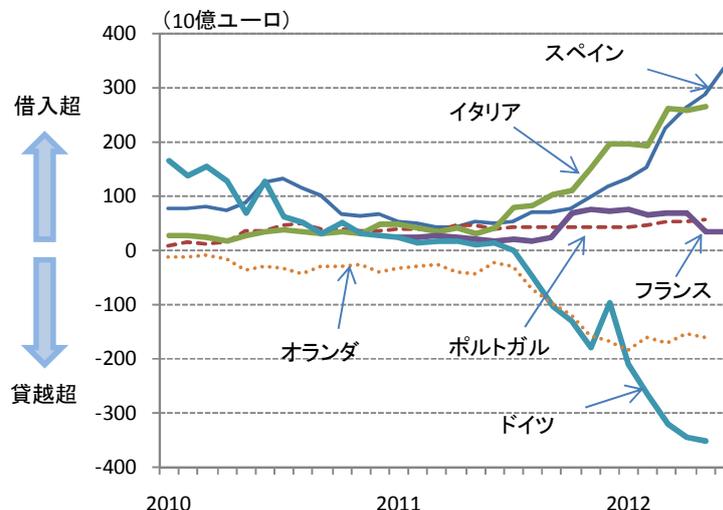
(注) 2011年11月時点(3年物LTRO実施前)のバランスシート上残高を基準とし、その後の変化を示した  
 (資料) 各国中央銀行、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

LTRO に続く最近の対応が7月のECB政策委員会で決められた各種政策金利の引き下げである。中央銀行からの資金調達コストである主要リファイナンスオペ金利を0.75%へ、限界貸出金利を1.50%へそれぞれ引き下げるとともに、中央銀行への預け入れ金利である預金ファシリティ金利を0%とした。前段でみたように、周縁国の銀行はLTROによる借入額を増やしているが、3年物LTROでは借入金利に借入期間の平均リファイナンスオペ金利が適用されるため、今回の政策金利引き下げは周縁国銀行の金利負担を軽減する効果を持つ。

### 3. ECB が支える不均衡

こうしたECBからの資金供給に頼る金融機関の状況は、各国の中央銀行と、各国の銀行等信用機関のネット貸借額の大小関係に表れている(図表5)。ドイツ、オランダなどいわゆる中核国では、資金に余裕がある市中銀行が中央銀行の預金口座へ資金を滞留させる(中央銀行への貸越増)一方、スペイン、イタリアなどの周縁国では中央銀行への預金よりもオペによる借入の方が圧倒的に多い(中央銀行からの借入増)。

図表5 各国金融機関と中央銀行からのネット貸借額

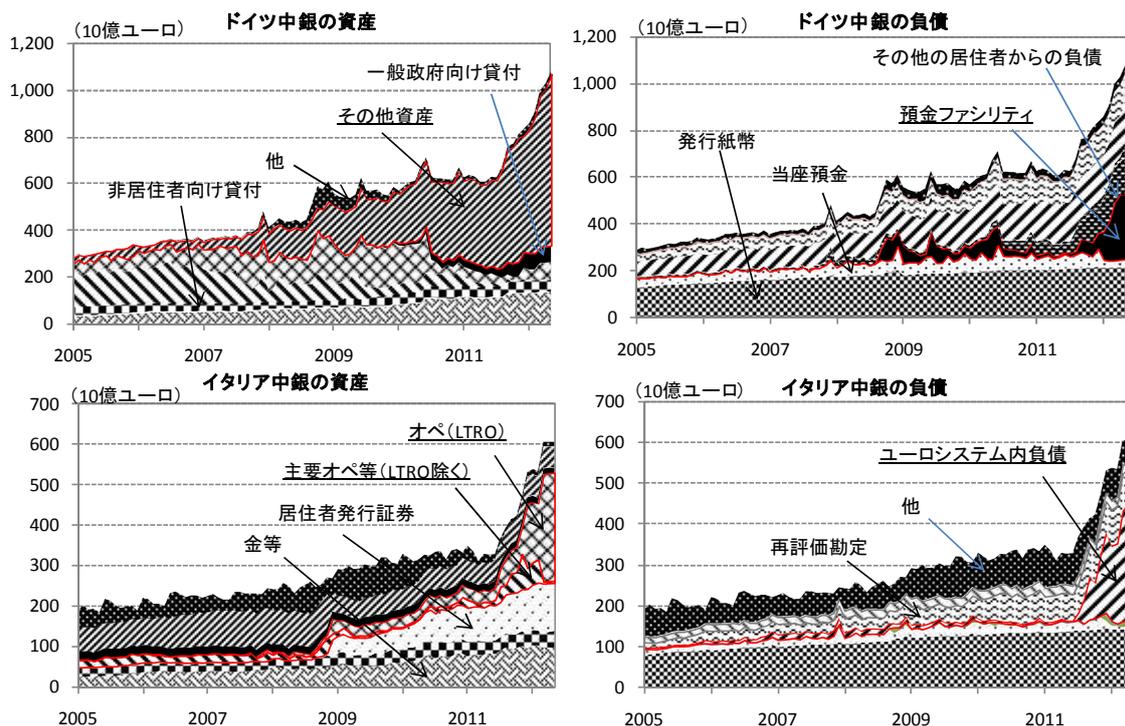


(資料) 各国中央銀行、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

借入と調達の不均衡を最終的に調整しているのが、ECBの子会社ともいえる各国中央銀行であり、その状況はバランスシートに表れている。ドイツの中央銀行とイタリアの中央銀行のバランスシートの内訳を比較すると、ドイツでは負債面で市中銀行からの預金を示す預金ファシリティが拡大し、資産面では他中央銀行への貸付などを含む「その他資産」が増加している(図表6)。また、イタリアでは資産面で、LTROを中心とする資金供給オペ額が増加しているのに対し、負債面では他中央銀行からの借入を示す「ユーロシステム内負債」が急増している。

つまり、周縁国から流出した資金は、中核国で中央銀行によりポンプのように吸収され、再びユーロシステム内の貸借関係を通じ周縁国へオペを通じて供給されている。

図表6 ドイツ中央銀行とイタリア中央銀行の資産・負債



(注)資産、負債ごとに同一の塗り分けパターンはドイツ中銀、イタリア中銀共通の内訳を示す(内訳は上下縦で共通)  
(資料)ドイツ中央銀行、イタリア中央銀行、CEICより三井住友信託銀行調査部作成

#### 4. まとめ

以上みてきたように、ギリシャ、スペインを中心とする周縁国では預金流出が加速している。ECBの対処により流動性リスクは回避されているものの、各国中央銀行のバランスシートには一方的な貸借関係が生じている。一国の中央銀行内であれば問題にはならないものの、欧州では各国中央銀行間の貸借という形でその負担感が可視化される。幸いなことにイタリアには預金流出が伝播していないものの、仮にイタリアでさらなる資金供給が必要となれば、ドイツなど中核国の負担感はさらに高まることになる。単にECBのバランスシート拡大の可否という面だけでなく、その内部にも目を配る必要がある。各国預金額の推移は金融機関の信用悪化のさらなる伝播や将来の状況改善を見極めるうえで重要である。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Matsuatani\_Katsuaki@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。