

欧州中央銀行による資金供給の功罪

<要旨>

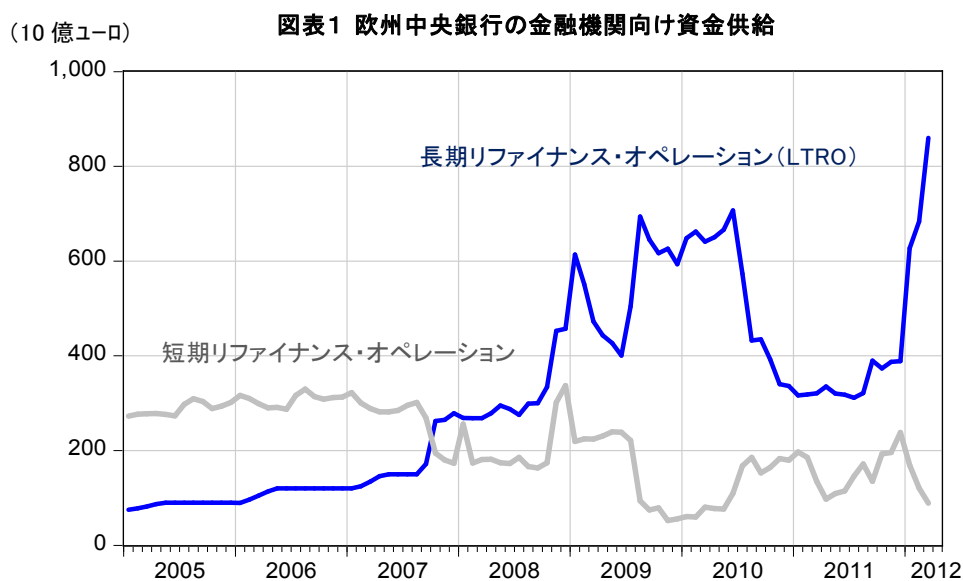
欧州中央銀行(ECB)による金融機関向け長期資金供給は、欧州金融市場の安定化に大きく寄与した。ただし、資金供給後の銀行部門のバランスシート変化を国別にみると、昨年12月以降、スペイン、ポルトガル、イタリアの銀行部門では貸出が減り国債保有が増えている。これは国債保有よりも貸出が増えたドイツとは対照的な姿となっている。

銀行による国債購入は ECB による直接購入を避けつつ国債市場安定化を一時的に実現した側面もあったが、その効果が一巡すると、むしろ銀行部門の国債保有増に伴い、国債価格下落時の銀行経営リスクを高める負の側面が働き易くなる。ここ数週間で生じた市場推移(欧州国債金利上昇と欧州銀行株価下落、質への逃避による米独長期金利低下)はまさにこの「負の側面」の影響が表れたものといえよう。

1. 欧州中央銀行による長期資金供給と銀行間市場の改善

欧州中央銀行(ECB)が昨年末と今年2月に2回にわたって金融機関向けに実施した3年という長期でかつ1%という低利の資金供給(長期リファイナンス・オペレーション、Long Term Refinance Operation、通称LTRO、図表1)は、欧州系金融機関の短期の資金繰りの改善に大きく寄与した。

昨年に欧州金融機関が銀行間市場で短期資金を調達する場合、この ECB による資金供給実施前まではベースとなる政策金利に大きく上乗せした水準で調達せざるを得なかった。



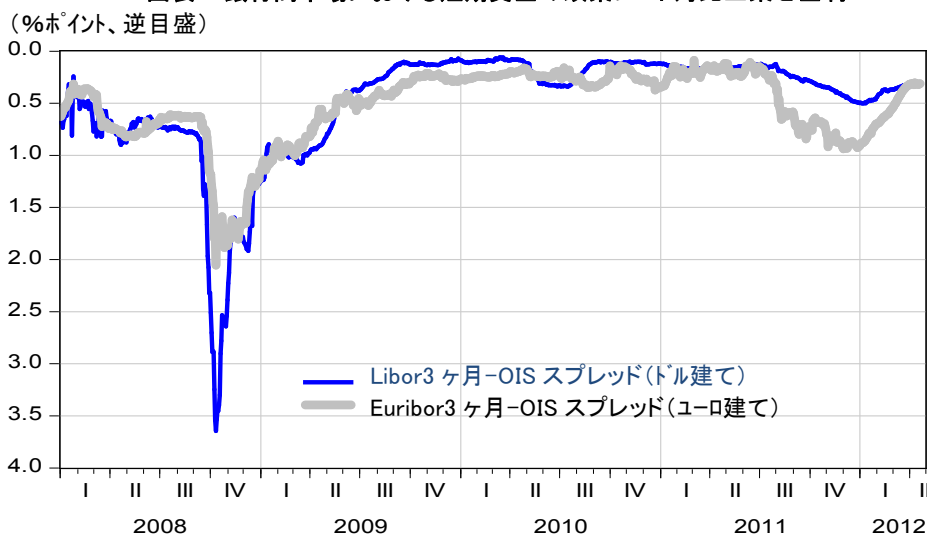
(資料) ECB、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

例えば、金融機関が銀行間市場で調達する3ヶ月のユーロ建て市場金利と欧州政策金利の期待レートとの差は2011年後半には1%ポイント近くまで拡大していた。昨年12月のECBによる金融機関向け長期の資金供給実施以降、この格差は0.3%ポイント程度まで縮小し、その水準はドル建て銀行間市場金利並みにまで改善してきている(図表2)。

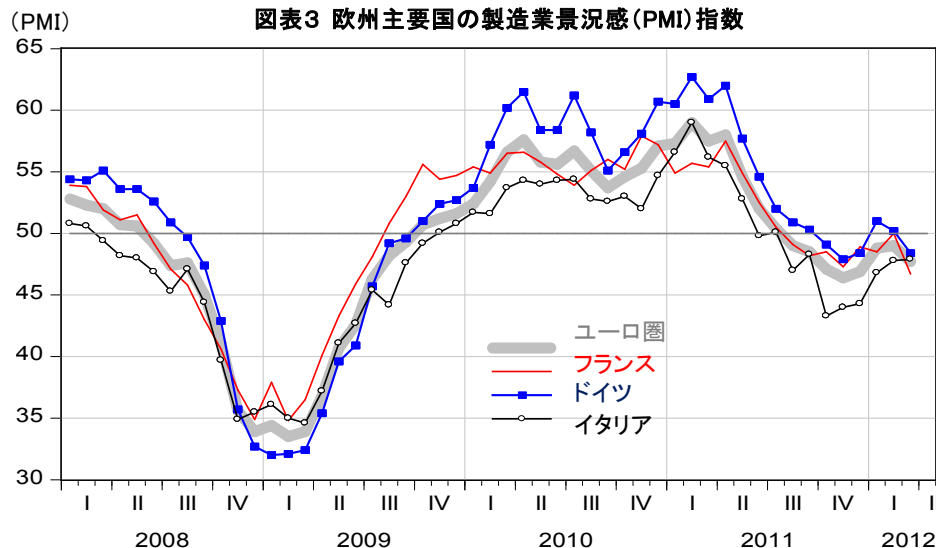
こうした銀行間市場の変化をリーマン・ショック直後の2008年9月以降の数四半期と比べると悪化は軽微で改善も速かった。リーマン・ショック直後における先の銀行間市場の上乗せ金利は、ユーロ建てでは2%ポイント超、ドル建てでは3.5%ポイント超まで拡大し改善に相当の時間を要した。

ECBによる金融機関向け長期資金供給のおかげで、銀行間市場が安定し欧州金融機関の資金繰りが短期間で改善したことは、予想される今後の欧州景気後退の深さについても、リーマン・ショック時に経験した深い谷を刻まずに緩やかなもので済むことを示唆している。欧州製造業企業の景況感指数(PMI)の悪化を両時点で比べてみると、景気後退の境目となる50を大きく割り込んだリーマン・ショック後の景況感の悪化に比べ、現在は50を割り込んでいるものの、さらに大きく落ち込む可能性は今のところ高くないように見受けられる(図表3)。

図表2 銀行間市場における短期資金の政策レート対比上乗せ金利



図表3 欧州主要国の製造業景況感(PMI)指数



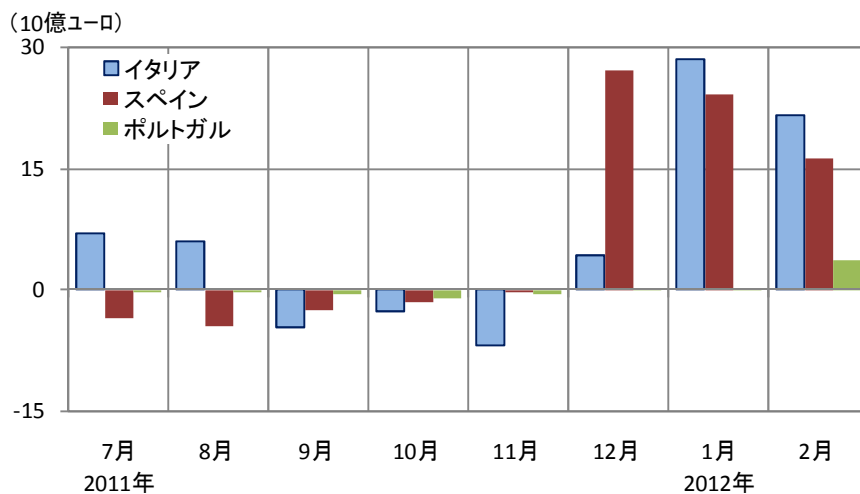
(資料) 図表2・3とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 銀行貸出ではなく国債購入に向かう長期資金

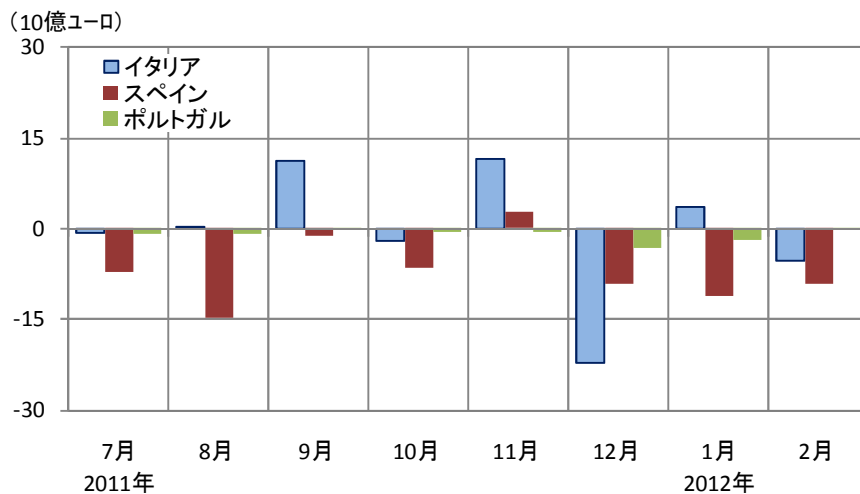
ただし、財政を拡大できたリーマン・ショック後の政策環境と異なり、欧州各国で必要とされている財政赤字の削減は、当初は景気下押し要因となるため、景気後退は緩やかでも期間が長引く可能性は高いといえるだろう。こうした景気後退の長期化予想のもと、ECBにより金融機関に供給された長期資金はもっぱら銀行貸出には向かわずに国債購入に充てられている。とりわけ、アイルランド、ギリシャの次に欧州債務不安の震源となりつつある3ヶ国（スペイン、ポルトガル、イタリア）でこの傾向は顕著となっている。

例えば、周縁国のなかでも経済規模の大きいスペインやイタリアでは、銀行全体で保有される国債残高は、資金供給が実施された昨年12月から月150～300億ユーロ規模で増えている（図表4）。対して、实体经济の成長に寄与する民間向け銀行貸出については昨年12月に急減したイタリアをはじめ、貸出の減少が続いている（図表5）。

図表4 周縁3国の銀行部門の国債保有月次増減

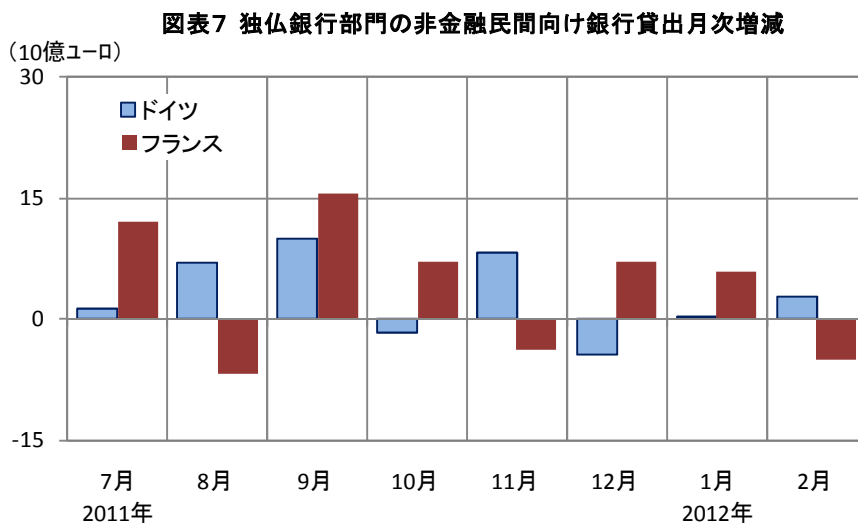
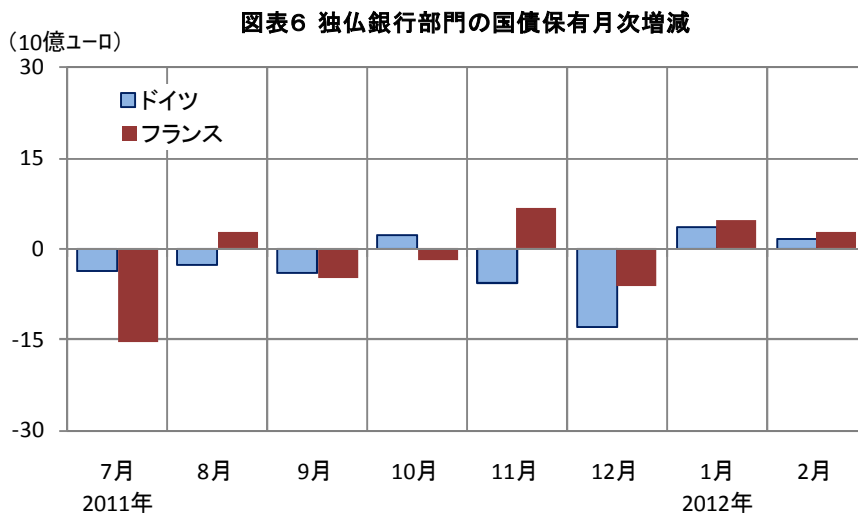


図表5 周縁3国の銀行部門の非金融民間向け貸出月次増減



（資料）図表4・5とも、ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

欧州コア諸国であるドイツとフランスの状況はどうか。両国とも2012年に入り銀行部門の国債保有残高は増加しているが、その規模は大きくない(図表6)。ドイツは銀行貸出増加が国債保有の増加を上回りつつある(図表7)。フランスも2月こそ貸出減となったが、昨年12月と今年1月は銀行貸出が前月比プラスであった。このように、ECBによる資金供給後の銀行投資行動は、周縁国(貸出減と国債保有増)と独仏(銀行貸出増が国債保有増を上回る)とで対照的である。



(資料) 図表6～7 いずれも ECB、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

ECBによる長期資金供給が実施された昨年12月以降の変化を総括すれば、欧州銀行では貸出は増えずに国債が増え、規模ではスペインとイタリアが突出するという姿にまとめられよう(図表8)。

図表8 欧州主要国銀行部門の昨年12月以降の国債月次増減

(10億ユーロ)

	スペイン	イタリア	ポルトガル	ギリシャ	アイルランド*	フランス	ドイツ
2011年12月	27.3	4.2	0.1	0.2	2.6	-6.0	-13.0
2012年 1月	24.2	28.4	0.1	-6.0	2.0	4.8	3.7
2月	16.4	21.6	3.8	3.1	-5.0	2.9	1.6

(資料) ECB、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

3. 欧州中央銀行による金融機関向け資金供給の功罪

このように、ECBによる2回にわたる資金供給(累計100兆円強)は、全体としてみれば、欧州の銀行間市場の機能悪化による金融危機の連鎖を断ち切り市場安定化に寄与した一方で、民間銀行部門の国債保有増に伴う欧州のリスクを高めた側面がある。

少なくとも2月までの各国銀行全体の数字によれば、ECBにより供給された資金はもっぱら銀行貸出には向かわずに国債購入に充てられている。銀行による国債購入はECBによる直接購入を避けつつ国債市場安定化を実現した側面もあったが、その効果が一巡すると、むしろ銀行部門の国債保有増に伴い、国債価格下落時の銀行経営リスクを高める負の側面が働いてしまう。ここ数週間で生じた市場推移(欧州国債金利上昇と欧州銀行株価下落、質への逃避による米独金利低下)はまさにこの「負の側面」であったといえるだろう。

この「負の側面」の背景にあるメカニズムは次のようなルートである。周縁国では国債金利のわずかな上昇でも銀行株価は過敏に反応し、国債時価下落による銀行バランスシート・信用状況の悪化が生じてしまう。これらがさらに加速悪化すると、市場では銀行への資本注入の必要性を想起させ、資本注入に伴う更なる財政圧迫によるソブリンリスクを高め、これがまた国債金利の上昇をもたらすという悪循環である。

かかるリスクに対し、国際通貨基金(IMF)による融資能力の増強(計4,300億ドル、35兆円超)など望ましい動きも出てきている。ただし、欧州域内に限って言えば、ECBによる大規模な国債直接購入や抜本的な対策(ユーロ共同債発行による大規模な救済資金等)が導入され、周縁国に集中する悪循環のルートを切り離し、そのリスクを実体経済が堅調なドイツなど他の欧州諸国に分散する必要がある。このうち、ECBによる大規模な国債購入は、国債金利上昇による民間金融機関の経営環境悪化は避けられるが、一方でECB自体のバランスシート悪化をもたらすため、実現はなかなか難しい。以上を踏まえると、抜本的な対策が打たれず、緩やかな景気後退が続く2012年の欧州金融市場は基調として小康状態と緊張状態の繰り返し局面が続くことになりそう。

(経済調査チーム 木村 俊夫 : Kimuta_Toshio@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。