

ユーロ圏の銀行貸出の回復とTLTRO

～中国経済の減速などにより楽観できない景気動向～

山口 勝義

要旨

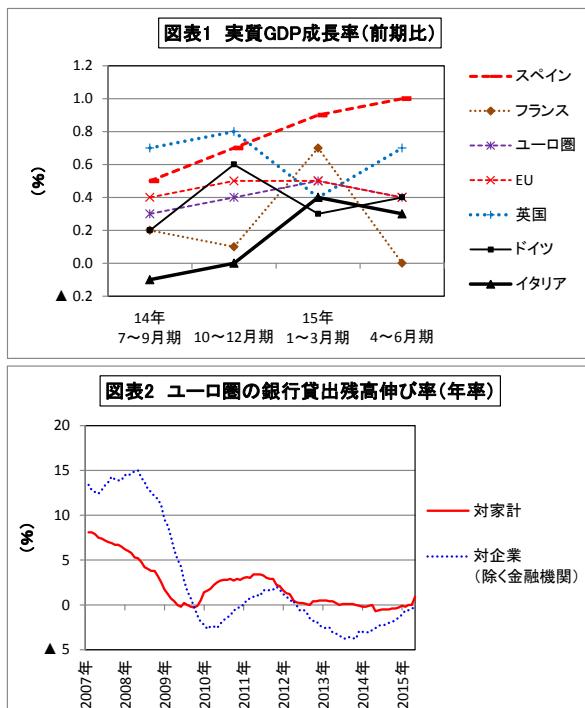
ユーロ圏では原油安などの景気回復に向けた追い風の効果には一巡感も現れている一方で、TLTROなどを背景にした銀行貸出の回復傾向が新たな追い風になってきている。しかし、中国経済の減速の影響などに注意が必要であり、景気動向を楽観できる状況にはない。

はじめに

ユーロ圏では緩やかな景気回復が続いている。個別に見れば堅調なスペインやドイツに対しフランスやイタリアの足取りの鈍さが現れているが、ユーロ圏全体では2015年4～6月期の実質GDP成長率は前期比0.4%となり、前期の同0.5%からは小幅減速したものの安定した景気回復の継続が確認された（図表1）。また、成長への寄与度では輸出や民間消費支出の役割が大きく働いている点にも、これまでと大きな変化はない。

ここには原油安、通貨安、金利低下という景気回復に向けた追い風の効果が働いていると考えられるが、最近では小売売上高に頭打ちの気配が生じるなど、この効果には一部に一巡感も現れてきている。また、内需の低迷が続いてきたユーロ圏では、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がりらず、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに負債比率が高止まるなどの諸課題も解消されたわけではない^(注1)。

このためユーロ圏では、当面のところは景気回復の加速は考えづらいばかりか、新興国経済の成長鈍化や対ロシア制裁の影響などに伴うダウンサイドリスクにも注意が必要となっている^(注2)。また、ギリ



（資料）図表1はEurostatの、図表2はECBのデータから農中総研作成

シヤ情勢についても、早晚、改革の行き詰まりにより改めて波乱要因として浮上する可能性が高いものと考えられる^(注3)。

こうしたなか、唯一の明るい材料は年間の伸び率がプラス圏に浮上しつつある銀行貸出残高である（図表2）。これは、抱える諸課題が時間の経過とともに徐々に軽減されることで企業や家計が前向きな経済行動に移りつつある現れとも考えられ、景気回復のアップサイドリスク要因として注目すべき動きとなっている。

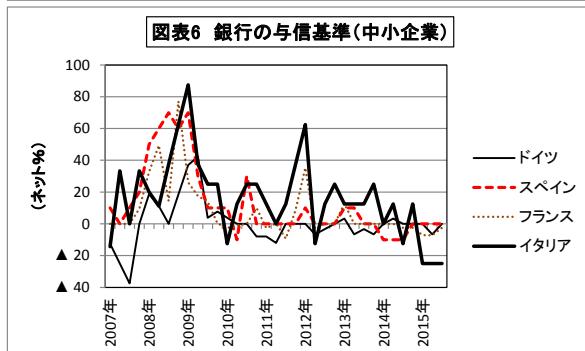
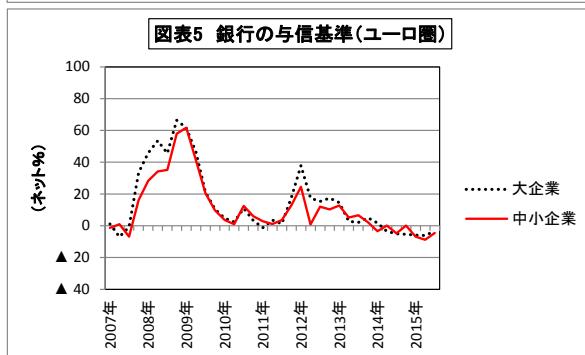
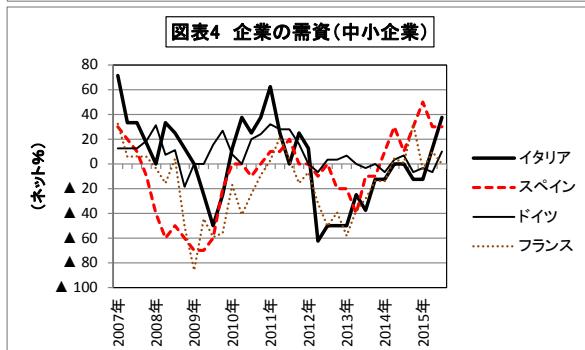
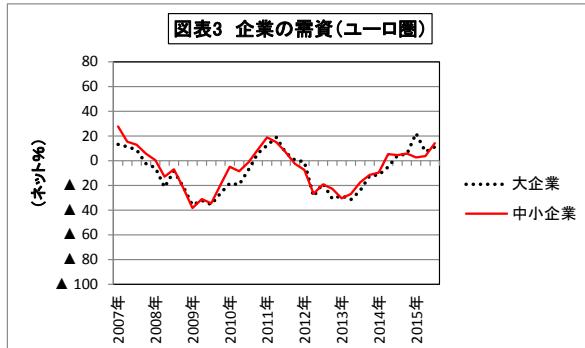
資金の需要側・供給側双方の変化

欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ圏における銀行貸出の実態をより正確に把握することを目的として、四半期ごとに質問状に基づく「銀行貸出調査」を実施している^(注4)。このうち、15年6月に直近の四半期である4~6月期の実績を対象として実施された調査では、企業や家計の需資の回復と、これに応じる銀行の与信基準の緩和傾向がともに明らかとなっている。

まず、資金の需要側である企業と家計の状況は次のとおりである。企業については14年半ば以降、直近の四半期における需資のネット増減の実績が減少から増加に転じており、特に最近では、幅広い景気回復の原動力として期待される中小企業で需資の強まりが認められる（図表3）。これを主要国別に見れば、中小企業の割合が大きいイタリアやスペインにおいてこうした傾向が特に顕著となっており、これらの経済がより堅調な回復に向かいつつある証左とも考えられる（図表4）。また、家計についても住宅購入資金や日常的な資金ニーズの双方で、同様に需資の高まりが確認され、なかでもイタリアやフランスでその傾向が強まっている。

一方、資金の供給側である銀行の与信姿勢については、14年当初から企業に対する与信基準を緩める銀行の割合がこれを強める銀行の割合を上回っているが、その後も同様の状態が継続しており、特にイタリアの銀行の緩和姿勢が顕著である（図表5、6）。また、家計に対する貸出でも、同様の緩和傾向が認められる。

以上のようにECBの調査では企業・家計の資金需要の高まりと銀行の資金供給への柔軟な姿勢がともに明確になってきており、これが最近の銀行の貸出残高の



（資料）図表3~6はECBのデータから農中総研作成
(注)「企業の需資」は、直近の四半期中に企業の需資が増加したと回答した銀行の割合(%)から減少したと回答した銀行の割合(%)を引いたもの。なお、「大企業」は、年間売上高が50百万ユーロを上回る企業であり、「中小企業」はこれ以下のもの。また、「企業」には金融機関は含まれない。一方、「銀行の与信基準」は、直近の四半期中に与信基準を厳格化したと回答した銀行の割合(%)から緩和したと回答した銀行の割合(%)を引いたもの。

回復に結び付いているものと考えられる。

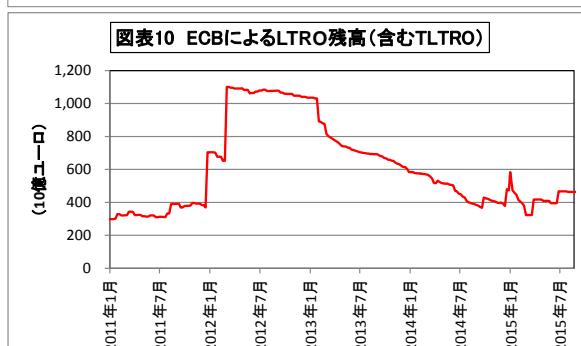
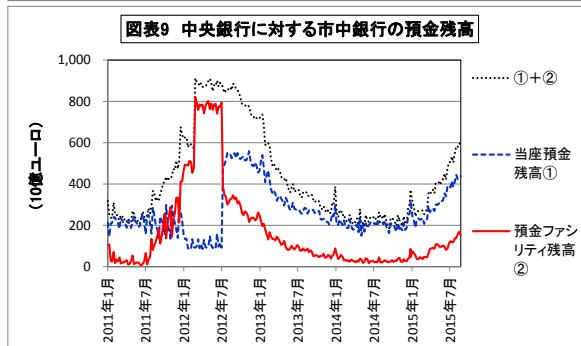
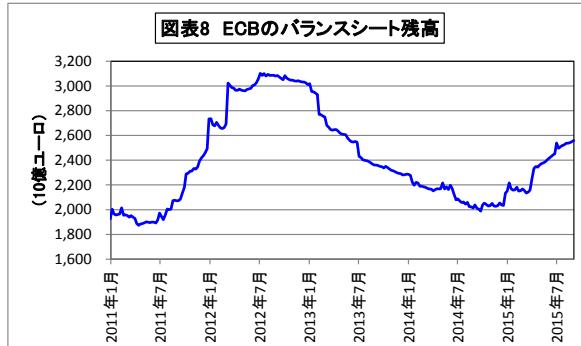
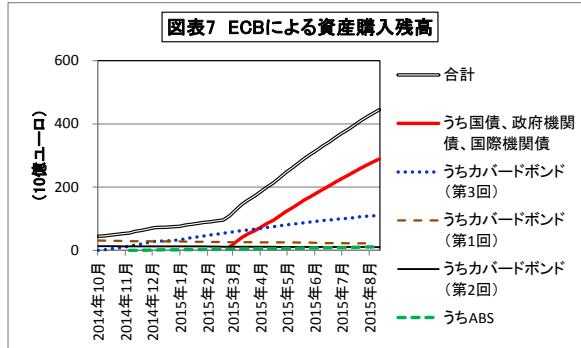
ECBによるTLTROが果たす役割

こうした銀行貸出の回復には、ECBの政策の効果が働いているものと考えられる。ECBは、直面する緩慢な経済成長とインフレ期待の後退に対し、14年9月には資産担保証券（ABS）や、貸出債権を担保とするカバードボンドの新たな購入策の導入を決定し、順次購入を開始した。また、これに加えて15年1月には国債などを対象とする量的緩和策（QE）の開始を決定し、3月には購入を開始している（図表7）。毎月の資産購入規模は総額600億ユーロとしているが、縮小傾向にあったECBのバランスシートはその狙いどおりに14年を底に拡大に転じている（図表8）。

しかし一方では、銀行が中央銀行に預け入れる預金残高も同時に増加しており、金融政策により供給された資金が実体経済に十分浸透しているとは言い難い側面がある（図表9）。また、QEはECBへの出資比率に応じて各国国債等を買い入れる仕組みであるため、これのみでは低下が望まれる国々の金利水準を重点的に押し下げ景気刺激を図る効果は限られている。

これに対し、ECBは公開市場操作の一環として、基幹である1週間もの（ユーロ建て、MRO）および3ヶ月もの（同、LTRO）のオペレーションに加え、14年6月には貸出支援を目的に、銀行に対し低利でその原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。このTLTROはこれまでに四半期ごとに4回実施され、総計3,840億ユーロの資金が供給されている（図表10）。

TLTROは実際の資金ニーズに基づく低利資金供給の仕組みであるため、より的を絞った景気刺激策であると言うことができる。前記のECBの「銀行貸出調査」においても約80%の銀行がTLTROは特に



(資料) 図表7~10はECBのデータから農中総研作成

企業への貸出推進に有効であると回答しているが、QE導入後の英国で導入された銀行への貸出原資供給スキーム（FLS）が効果を上げた実績と同様に、ユーロ圏においてもQEの下でのTLTROが銀行貸出の回復を後押ししているものと考えられる。

おわりに

原油安、通貨安、金利低下という景気回復に向けた既往の追い風の効果には一巡感も現れているなかで、銀行貸出の回復は今後に向けて効果の発揮が期待できる新たな追い風である。しかし、これが単に景気循環的な一時的な現象にとどまることがないか推移を見守る必要があるとともに、最近高まりつつあるダウンサイドリスクとしての外部要因の動きには特に注意が必要になってきている。

このうち、イタリアと同程度の経済規模を有し欧州との経済関係が密接なロシアは欧州経済に軽視できない影響力を有している。また、最近の資源価格の下落で資源国経済や財政が悪化することに加え、同時に進む米ドル高が同通貨建て債務額を膨張させることで、資源国のみならず新興国一般のリスクが増大しつつある点にも注意が必要になっている。

しかし、これらに増して注目されるのは経済規模がはるかに大きく、欧州との経済関係もロシア以上に緊密な中国の経済動向である。8月以降、その減速懸念の高まりが世界市場を波乱に巻き込んでいるが、中国経済の減速は、貿易や投資を通じた直接的な経済関係ばかりか、資源価格の下落、新興国の通貨安によるその輸入力の低下、世界貿易全体の縮小、欧州の株価の下落に伴う個人消費の抑制や企業投資の手控え感の強まりなど、様々な経路を経て負の影響を増幅させる可能性がある。また、各国別には中国との経済関係はドイツが圧倒的に大きく、これらの影響がユーロ圏の景気回復の牽引役であるドイツ経済に対し特に強く現れる可能性が懸念点である（図表11、12、13）。

以上のように、ユーロ圏ではTLTROな

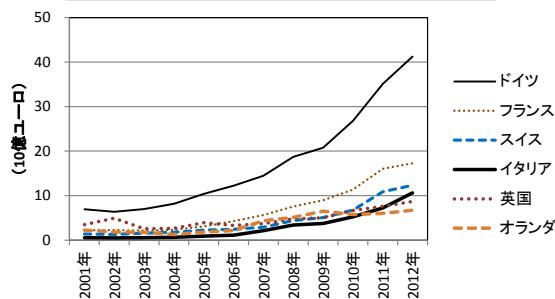
図表11 EUの主要相手国（EU外）との貿易額（財貨）

	EUからの輸出（10億ユーロ）			EUへの輸入（10億ユーロ）		
	2014年 1～7月	2015年 1～7月	伸び率 (%)	2014年 1～7月	2015年 1～7月	伸び率 (%)
米国	176.5	217.7	23.3	117.5	144.7	23.1
中国	94.4	100.2	6.1	166.9	197.9	18.6
スイス	82.1	86.9	5.8	57.2	60.2	5.2
ロシア	61.9	42.5	▲31.3	112.4	83.4	▲25.8
トルコ	42.8	48.2	12.6	32.0	35.6	11.3
ノルウェー	28.8	28.7	▲0.3	51.2	44.8	▲12.5
日本	30.9	32.1	3.9	32.0	34.8	8.7
韓国	24.3	28.6	17.7	23.0	24.3	5.7
インド	20.0	22.9	14.0	21.7	23.7	9.2
ブラジル	22.1	21.3	▲3.6	18.2	18.6	2.2

図表12 EU主要国との中国との貿易額（財貨）

	中国への輸出（10億ユーロ）			中国からの輸入（10億ユーロ）		
	2013年	2014年	伸び率（%）	2013年	2014年	伸び率（%）
ドイツ	67.2	75.0	11.7	57.6	60.9	5.8
英国	13.4	19.6	46.3	41.0	45.8	11.7
フランス	14.8	16.2	9.3	24.6	25.4	3.2
イタリア	9.8	10.5	6.6	23.1	25.1	8.6
オランダ	8.6	8.5	▲1.9	53.4	57.3	7.4
その他	34.3	35.0	1.9	80.5	88.0	9.4
EU合計	148.2	164.7	11.2	280.1	302.5	8.0

図表13 中国に対する直接投資残高（欧州主要国）



（資料）図表11～13はEurostatのデータから農中総研作成

どを背景にした銀行貸出の回復傾向が新たな追い風になってきている。しかし、中国経済の減速の影響などに一層の注意が必要であり、ユーロ圏の景気動向を楽観できる状況にはないものと考えられる。

（15.9.18現在）

（注1）この論点については、次を参照されたい。

・山口勝義「ユーロ圏の景気回復は本物か？～懸念される好環境の反転による影響の拡大～」（『金融市場』2015年5月号）

（注2）この論点については、次を参照されたい。

・山口勝義「原油価格の下落とユーロ圏経済～負の影響が拡大する可能性も～」（『金融市場』2015年2月号）

（注3）この論点については、次を参照されたい。

・山口勝義「第3次支援でも解決されないギリシャの問題～輸出力の弱さで続く内需への負担～」（『金融市場』2015年8月号）

（注4）2015年6月に142行を対象に実施された直近の「銀行貸出調査」（Bank Lending Survey）の結果は、次の報告書にまとめられている。

ECB（July 2015）“The euro area bank lending survey – Second quarter of 2015”