

ECBのバランスシート縮小とユーロ高進行

発表日：2013年1月31日(木)

～スピードの出しすぎにはご注意ください～

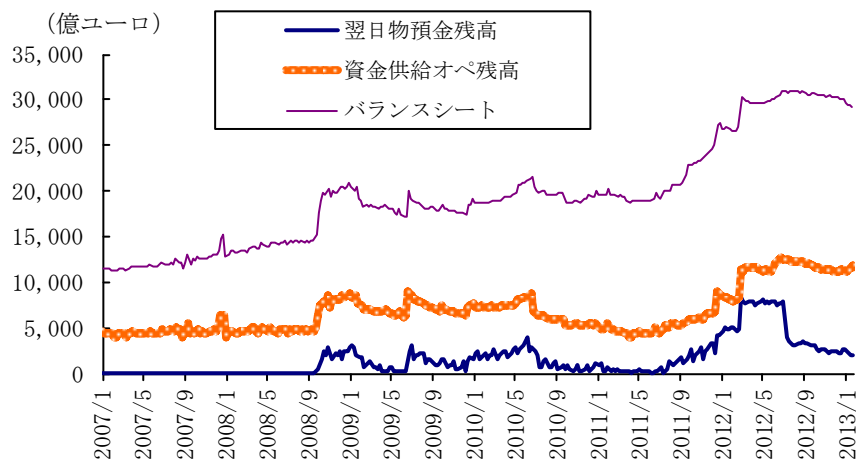
第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 3年物LTROの繰上げ返済で吸収された資金が、1週間物や3ヶ月物のオペを通じて再び銀行に供給されている様子は窺えない。ECBのバランスシートは今後一段と縮小に向かうことが予想される。日欧間の相対的な金融緩和姿勢の変化が足許のユーロ高・円安の背景にある。
- ◇ 銀行の資金調達環境の正常化が進む一方で、企業向け貸出の減少が続いており、实体经济への波及経路は遮断されたままだ。銀行は引き続き融資基準を厳格化しているほか、企業の資金需要も低迷している。一段のユーロ高が進行すれば、輸出企業の採算悪化を通じて新たな不安材料になりかねない。

■ LTROの繰上げ返済でECBのバランスシートは縮小に向かう

足許で急速なユーロ高・円安が進行している背景には、アベノミクスへの期待も然ることながら、日欧間の相対的な金融緩和姿勢の変化を反映している可能性がある。2%の物価目標を掲げた日銀が今後さらなる金融緩和姿勢の強化を求められる可能性が高い一方で、ECBは昨年7月を最後に政策金利を据え置いているほか、資金供給オペの利用減少でバランスシートの拡大にも歯止めが掛かっている(図表1)。1月31日に始まる3年物資金供給オペ(LTRO)の繰上げ返済により、ECBのバランスシートは今後一段と縮小に向かうことが予想される。2月27日には2012年3月1日に実施された第2回目の3年物LTROの繰上げ返済も開始する。

(図表1) ECBの資金供給オペと翌日物預金残高



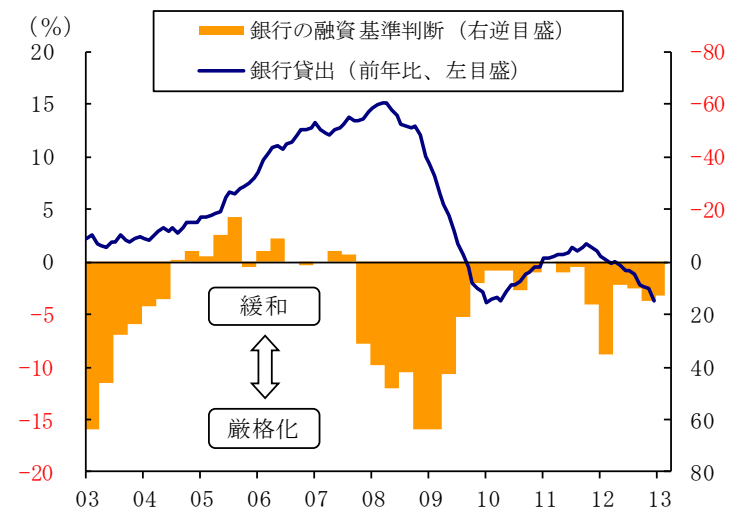
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

正味のバランスシートの縮小規模は、繰上げ返済された資金の一部が、より期間の短いオペを通じて再び銀行に供給されるかによって変わってくる。3年物オペの利用が縮小したとしても、銀行が単に期間の短いオペへの借り換えを進めているのであれば、（その他条件が一定とした場合の）バランスシートへの影響はニュートラルな筈だ。そこで1月31日の繰上げ返済開始前後の他の資金供給オペの結果を確認しておく必要がある。1月30日の1週間物定例オペ（MRO）で供給された資金は1,241億ユーロと、前週の同オペで供給された1,253億ユーロから減少した。また、1月31日の3ヶ月物資金供給オペで供給された資金は37億ユーロと、昨年11月1日に行われた同オペ（1月31日に償還）で供給された62億ユーロから縮小した。3年物オペの繰上げ返済の代わりに、期間の短いオペへの借り換えを進めている様子は窺えない。銀行の資金調達環境の正常化が進んでおり、ECBは受動的ながらも事実上の出口戦略を開始している。

■ 銀行の貸出低迷が続いており、実体経済への波及経路は依然として遮断されている

このように銀行の資金調達環境が正常化に向かっているものの、マネーが実体経済に還流するパスは引き続き遮断されたままだ。ユーロ圏の非金融企業向けの銀行貸出は昨年12月に前年比▲3.8%と前月（同▲2.5%）からマイナス幅が拡大した（図表2・右目盛）。1月30日に発表されたユーロ圏の銀行融資基準判断では、過去3ヶ月に企業向けの融資基準を「厳格化した」と回答した割合が14%と前回調査（昨年10月）の15%を僅かに下回ったが、引き続き「緩和した」と回答した割合を上回った（図表2・左目盛）。調査期間（昨年12月14日～1月10日）は、ギリシャの支援融資再開や米国の財政の崖転落回避などを機に金融市場での過度な悲観論が急速に後退した時期と重なり、ユーロ圏諸国の景気指標も全般に底打ちを示唆するものが多かったが、銀行の融資活動を積極化するには至っていない。融資基準を厳格化した理由の中では、「経済環境の先行きに対するリスク」や「企業・業界環境の先行きに対するリスク」が圧倒的に多かった。また、過去3ヶ月に企業の貸出需要が「減少した」と回答した割合が31%と前回調査の33%から減少したが、引き続き「増加した」との回答を大きく上回った。企業の資金需要にも今のところ回復の兆しは窺えない。債務危機に対する過度な不安心理の後退とECBの金融緩和姿勢の変化がもたらす急速なユーロ高進行がこのまま続けば、輸出企業の採算悪化を通じて新たな不安材料にもなりかねない。

（図表2）ユーロ圏の非金融企業向け銀行貸出と融資基準



注：貸出基準を「厳格化」－「緩和」した割合。
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。