

みずほマーケット・トピック(2020 年 7 月 21 日)

欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～

先週、ECB が公表した「貸出態度調査(BLS)」は欧州で実施されたロックダウンの深手をよく表している。来期(7～9 月期)の欧州銀行の企業向け貸出態度は急激に厳しくなりそう。しかも、リーマンショック直後とは異なり、企業の借入需要も経験がないほど急騰している。「貸出態度の厳格化」と「借入需要の急騰」が同時並行する状況は非常に危ういものを感じる。また、容易に想像がつくように、「借入需要の急騰」は決して前向きな動きではない。企業買収や設備投資といった「攻め」の資金需要ではなく、運転資金という「守り」の資金需要であって、一言で言えば急場凌ぎの資金需要だ。運転資金を求める動きは過去に類を見ないほど強い。ロックダウンは資金漏出を一方的に企業に強いる政策であり、2 度目、3 度目の実施は相当に厳しいと考えるべき。感染防止は重要だが、経済・金融へのダメージを斟酌した、バランスある対応が必要。

～反対自体が目的化している新ハンザ同盟～

異例の 4 日目に突入した臨時 EU 首脳会議だが、「補助金 3900 億ユーロ、融資 3600 億ユーロ」という新たな妥協案がミシェル EU 大統領が提示されているとの報道が見られているが、本稿執筆時点では儉約 4 か国(オランダ、スウェーデン、デンマーク、オーストリア)の賛意を取り付けられてはいない模様である。もはや 7500 億ユーロを総枠とした補助金と融資の比率を巡る「数字遊び」の様相だが、反対すること自体が「大国に主導権を渡さず存在感を見せる」という新ハンザ同盟(エストニア、フィンランド、アイルランド、ラトビア、リトアニア、オランダ、スウェーデン、デンマーク)の目的に叶ってしまっているので簡単には折れないのだろうと推測する。しかし、ここまできて白紙ということも考えられず、「補助金 3900 億ユーロ、融資 3600 億ユーロ」で大筋合意には持ち込み、詳細はあとで詰めるという運びになる可能性もある。EU 首脳は夏休みの宿題を残すことになりそうだ。

～「貸出態度は厳格化、借入需要は急騰」という嫌な組み合わせ～

過去の本欄でも論じたが、このように EU の政治が議論に時間を費やせるのは ECB が必死の政策対応で現状を支えているからである。拡大資産購入プログラム(APP)や緊急パンデミック購入プログラム(PEPP)で利回りを押さえているからこそ、復興基金による財政措置がなくても大きな問題になっていないと考えるのが自然だろう。ラガルド ECB 総裁が復興基金を「本当のゲームチェンジャー(a real game-changer)」と形容したのは「これ以上、金融政策に依存しないで欲しい」という本音の裏返しである。「中央銀行」から「政府」へのバトンタッチは今の EU が抱える最大のテーマになっており、その代表格が復興基金の円滑な設立と稼動という位置付けかと思われる。

なお、先週の政策理事会後の会見では「政策効果失効に伴う崖効果(the fear of a cliff effect)」というフレーズが出た。これは、7～9 月期以降、主要国において政府の融資保証制度が失効するに伴って域内銀行の融資態度が厳格化することを懸念したフレーズである。復興基金はもちろん

重要だが、各国政治が判断を誤ることで域内の与信環境が急激に悪化する展開の方が、当面のユーロ圏にとっては現実的な脅威と言えるかもしれない。この論点は先週 14 日、ECB が公表した「貸出態度調査(2020 年 7～9 月期、Bank lending survey (BLS))」を受けて浮上したものである。調査は 6 月 5～23 日、計 144 行を対象に実施されたものであり、コロナショック(とりわけ経済活動の自粛)を受けた金融システムの状況を把握するには適切な時期に実施されている。

調査で注目されたのは、企業向け

の貸出基準に厳格化の兆候が見られることだ。図に示されるように、今年 6 月までの欧州銀行の企業向け

貸出態度は落ち着いているが、来期(7～9 月期)については急激に厳しくなるとの調査結果が示されている。

しかも、リーマンショック直後とは異なる動きとして企業の借入需要も急騰している。これについて ECB は調査

報告書の中で「強い緊急流動性ニ

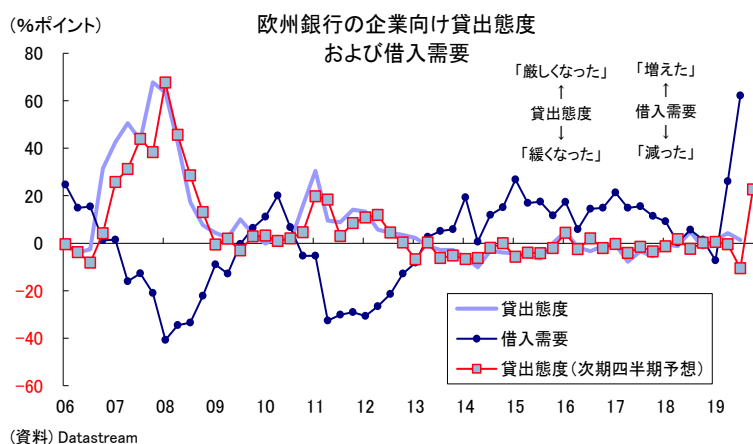
ーズ(strong emergency liquidity needs)」や「ロックダウンに備えた予防的な流動性バッファ

(precautionary build-up of liquidity buffers)」,そして「新しいコミットメントラインを引く動き」の結果

だとしている。もちろん、調査期間中にはターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)が空前の規模

(約 1.3 兆ユーロ)も供給されているので、調査結果が示すよりも切迫感は薄れているかもしれない

が、「貸出態度の厳格化」と「借入需要の急騰」が同時並行する状況は非常に危ういものである。



～「守り」の資金需要～

容易に想像がつくように、「借入需

要の急騰」は決して前向きな動きでは

ない。図に示されるように企業買収や

設備投資といった「攻め」の資金需要

ではなく、運転資金という「守り」の資金

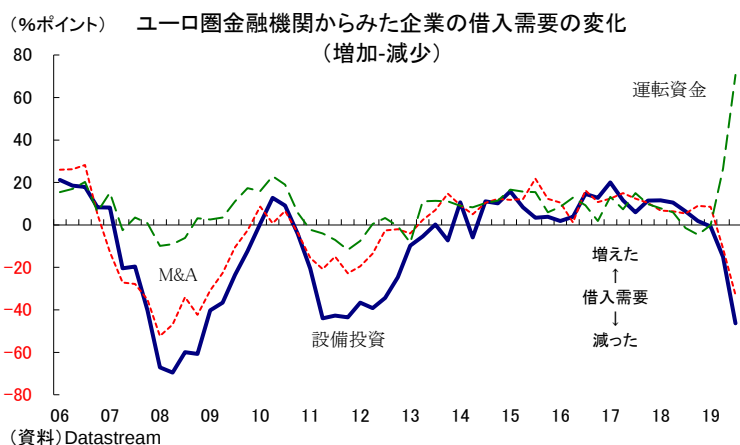
需要であって、一言で言えば急場

凌ぎの資金需要が求められている。企業

が運転資金を理由に借入需要を強める

動きはリーマンショック直後や欧州債務

危機時にも見られたものだが、今回の



動きは過去とは比較にならないくらい大きい。経済活動が制限されれば企業はひたすら資金の漏出に晒されることになる。結果、銀行からの迅速な借入が必要になるわけだが、経済活動の制限が続く限りは「穴の空いたバケツに水を汲む」のと同じである。ロックダウンとは企業(や家計)にそれほどまでに厳しい環境を強いる政策なのだとすることを明示してくれる調査結果と言えるだろう。

第二波、第三波の感染拡大が到来するのか、しないのか。筆者には知る由もないが、一部ではロックダウンは殆ど感染抑止に寄与しなかったという声もある。しかし、「寄与しなかった」では済まされない政策であることは知っておきたい。上で見てきたように、ロックダウンは企業からひたすらキャッシュを奪い、金融システムに相当の負荷をかける政策である。第一波は辛うじて凌ぎぎったものの、果たして2度目、3度目のロックダウンに企業部門が耐えられるのかは全く確証がない。なお、上で見てきたのは企業向けを中心とした与信環境であり、家計の住宅ローン向け貸出態度なども厳格化の方向にあることを忘れてはならない。

感染拡大防止は当然尊重されるべきものだ。しかし、大手金融機関の経営不安や破綻などが金融システムを揺るがした場合、それもまたリーマンショック時のように実体経済への大きなダメージとなる。感染防止策で命を救えても、経済が死んでしまつては結局同じように悲惨な結末になる。そうしたことを念頭に現実的でバランスの取れた防疫措置が取られることを切望したい。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビュは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれから増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけられるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「肉肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
2020年4月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～