

みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 21 日)

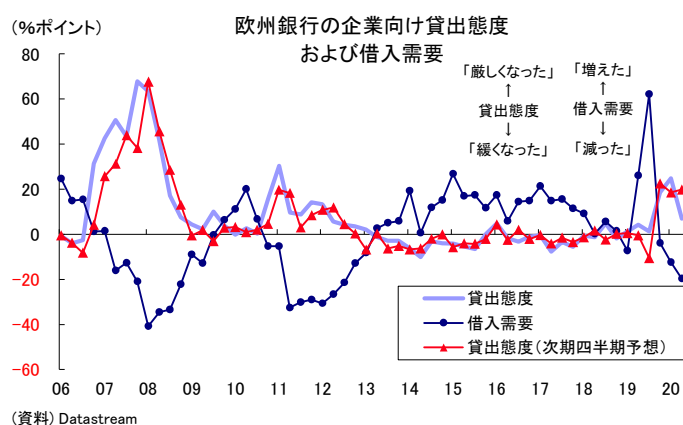
ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～

昨日は ECB から四半期に一度の銀行貸出態度調査が公表されている。現状、同調査から得られる結果は ECB の「次の一手」を検討する上では極めて重要。というのも、目下、ECB の政策運営は記者会見や議事要旨などからも把握されるように、資金調達環境(financing conditions)がキープフレーズであり、3 月政策理事会の議事要旨でも繰り返し登場し、大きな問題意識が抱かれているテーマである。今期の銀行貸出態度は厳格化の動きに一服感が見られるものの、過去 1 年間、大幅に厳格化されてきたものが、ほぼ横ばいになっているだけであり、むしろ未だに厳格化の兆候が続いていることを悲観すべきもの。また、来期の貸出態度は若干の厳格化に転じる結果にもなっており、全く予断を許さない情勢。また、貸出の「供給」に係る態度が厳格化される一方で、借入という「需要」も停滞傾向。結果として域内の貸出は実際に鈍り始めており、物価が上がらない兆候として注目。今回は APP や PEPP などが資金調達環境に与える影響についても特別質問が実施されている。マイナス金利の副作用についても興味深い回答。

～ユーロ圏の貸出環境、厳格化が続く～

昨日は ECB から四半期に一度の銀行貸出態度調査(BLS:Bank Lending Survey)が公表されている。現状、同調査から得られる結果は ECB の「次の一手」を検討する上では極めて重要である。というのも、目下、ECB の政策運営は記者会見や議事要旨などからも把握されるように、資金調達環境(financing conditions)がキープフレーズであり、3 月政策理事会の議事要旨でも繰り返し登場しているものだからだ(ちなみに議事要旨中、47 回使われていた)。チーフエコノミストであるレーン ECB 理事は金融政策の波及経路を「包括的かつ多面的(holistic and multifaceted)」に評価した場合、資金調達環境を緩和的な状態に維持することが、物価の安定に寄与するとの認識を示しており、3 月に決断されたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の買い入れ加速も、一義的には長期金利の下押しを通じ資金調達環境の緩和を確保するための手段であったと考えられる。

今回の調査は 3 月 11 日から 26 日の間に域内 143 行に対して調査が行われている(回答率 100%)。3 月 11 日が政策理事会だったので、その結果を踏まえた上での回答ということにもなる。PEPP の購入加速がもたらした効果については別途、特別質問が設けられているので後述するが、そうした旺盛な資産購入や各種流動性供給の甲斐もあってか、今期の銀行貸出態度(回答割合に関して、「厳しくなった」から「緩く

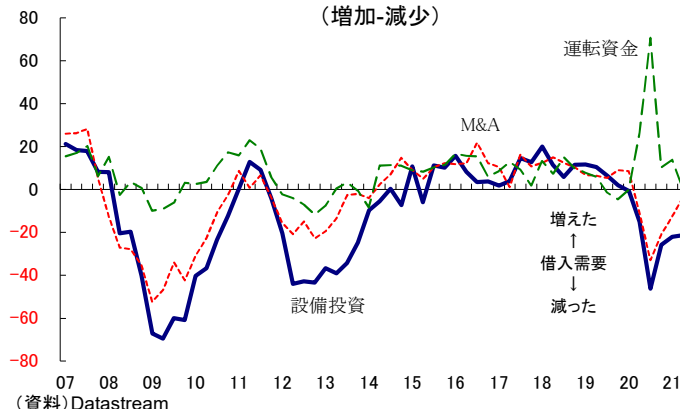


なった」を引いたもの)は厳格化の動きに一服感(+24.8→+7.0)が見られる。しかし、過去 1 年間にわたって急激に厳格化されてきたものが、ほぼ横ばいになっているだけであり、むしろ未だに厳格化の兆候が続いていることを悲観すべきものだろう。また、来期の貸出態度は若干の厳格化に転じる結果にもなっており、全く予断を許さない情勢と見受けられる。政府による債務保証や金融政策上の各種強化、(ワクチン普及を見据えての)リスク許容度の改善などから、厳格化のスピードは和らいでいるが、未だパンデミックにまつわる不透明感が与信環境の障害になる状況は不変である。

～借入需要も停滞中～

なお、前頁図に示すように、貸出の「供給」に係る態度が厳格化される一方で、借入という「需要」も停滞傾向にあることが窺い知れる。昨年 4 月および 7 月の調査では経済活動が文字通り「心停止」を強いられる中で家計・企業における借入需要は運転資金を中心として急拡大したが、その後は急縮小が続いている。資金用途別に詳しく状況を見てみよう。防疫的な視点から、各種行動制限が断続的に打ち込まれる状況では設備投資計画を建てることすら

(%ポイント) ユーロ圏金融機関からみた企業の借入需要の変化
(増加-減少)



困難であることは想像に難くない。今回の調査ではパンデミックの影響を強く受ける業種において設備投資が控えられていることが借入需要停滞の主な原因として挙げられている(図)。なお、来期以降の借入需要は拡大に転じるとの見方も示されているが、あくまで「ワクチン接種の進展と共に経済が正常化すれば」という条件の下での期待だろう。こうして域内の与信環境は「供給」は厳格化され、「需要」は停滞しているので、ユーロ圏の民間向け貸出は伸びが鈍化し始めている。实体经济への貨幣供給量が増えない事実は理論的には物価の上まらない状況を示唆するものである。

～金融政策に対する特別質問～

冒頭述べたように、現在の ECB は資金調達環境に関して特別な問題意識を抱いており、金融政策の運営もこれに基づいて調整されている。今回はこうした点に絡む特別質問(ad hoc questions)も実施されている。企業向け・個人向けの資金調達環境は引き続き前期比での改善が報告されているものの、徐々に前期比で見た緩和度合いは小さくなってきている。この辺りが ECB の問題意識の発端となっているのだろう。また、拡大資産購入プログラム(APP)や PEPP が金融機関の資金調達環境に対して直接的ないし間接的に与えた影響にも調査が行われている。この点に関しては、「保有する流動性が潤沢となり、資金調達環境も改善はしているが、過去6か月で収益環境は悪化した」という金融機関の本音が示されている。資産価格上昇による収益への恩恵は認められるものの、やはり利鞘の悪化などが勝っているのだろう。こうした金融機関の認識は先行き 6 か月を展望しても大きく変わりそうにない。「APP や PEPP は副作用を伴いながらも、資金調達環境の改善などを中心として総合的に見ればポジティブな政策」というのが域内銀行部門の基本認識ということに

なりそうである。こうした調査結果を踏まえれば、ECB が当該政策を手仕舞いするような動きは未だ検討の余地はないと考えられる。

なお、預金ファシリティ金利がマイナスであることについての特別質問も行われている。金融機関の収益にネガティブな影響を与えているとの回答は当然であるが、貸出の「量」のものへの影響に関しては大幅な金利低下をもたらした割にはそれほど増加効果が認められないとの回答は目を引いた。現状で金利上昇方向の政策調整は難しいだろうが、マイナス金利政策の是非についてはコストの方が大きいのではないかと思わせる結果である。

総じて、今回の調査結果は域内与信環境の厳しさが確認するものであり、現行の政策運営が強化されることはあっても、縮小されるのはまだ当分先という予想を裏付けるものであったと言える。

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
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常態～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘り示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄目も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と实体经济の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける实体经济と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～