

経済マンスリー [西欧]

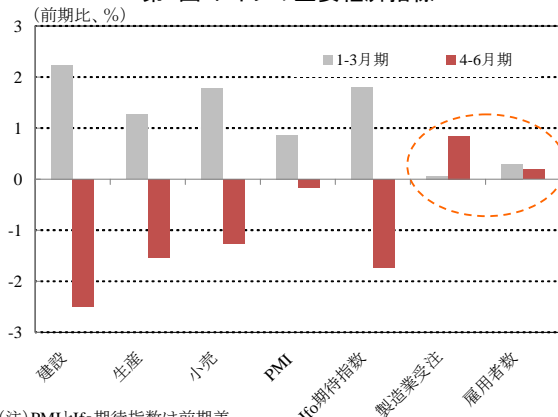
2015 年以降の TLTRO は寛容な仕組みも、貸出増強効果は依然不透明

ユーロ圏経済の回復ペースは緩慢である。5 月の鉱工業生産が再び前月比マイナスに転じたほか、失業率は依然として高水準にある。民間向けの貸出残高も落ち込み幅は縮小しているものの、前年割れが続いている。牽引役として期待されるドイツでも、1-3 月期に改善した経済指標が 4-6 月期は弱めとなっている（第 1 図）。ただし、先行指標である製造業受注や好循環の結節点となる雇用の堅調さは維持されており、年後半の再浮揚を期待させるところである。

欧州中央銀行（ECB）は 7 月、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の詳細を発表した。これまでの貸出実績に応じて資金供給枠が付与される第 1～2 弾（総額約 4,000 億ユーロ）に加え、今回詳細が明らかにされた 2015 年 3 月以降の第 3～8 弾は、今後の貸出増加実績に応じ追加供給枠を提供するもので、ドラギ総裁は総額最大 6,000 億ユーロと言及した。具体的には、今年 4 月末までの 1 年間で貸出が減少している銀行は、その減少ペースが向こう 1 年間続くと仮定し、実際の貸出残高のその仮定水準対比、増加額の 3 倍までの借入れが可能な仕組み。そのため、足元までの貸出減少幅が大きい銀行ほど、追加枠が大きくなり応札しやすい形となったといえる。第 3～8 弾の国別上限額を試算すると（注）、貸出減少幅が最も大きいスペインが最大となる（第 2 図）。第 1～2 弾の対象枠と合算すると、3 年物長期資金供給オペ（LTRO）の利用額に近づくとみられ、ECB の TLTRO の利用を促す狙いが窺える。一方で、7 月の TLTRO の詳細発表以降、3 年物 LTRO の早期返済が加速しており、9 月に第 1 弾の TLTRO を控え、低利での借り換えを狙う動きも窺われる。来年 3 月以降の TLTRO 追加枠の条件は比較的寛容となったが、周縁国における信用面の不安は早急には拭えず、ECB が狙う周縁国の貸出増の実現に向けたハードルは依然として低くないとみられる。

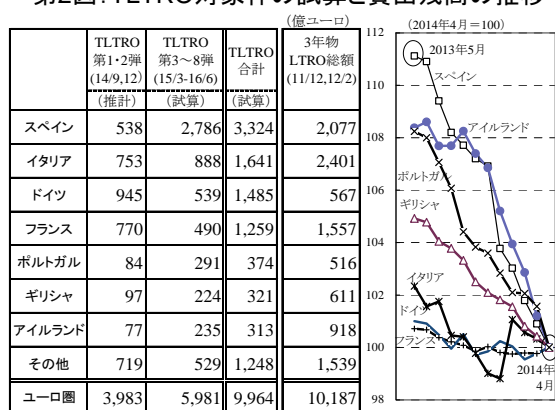
（注）2016 年 4 月末時点の貸出残高が、2014 年 4 月末時点の水準に回復すると仮定し試算。

第1図:ドイツの主要経済指標



（注）PMIとIfo期待指数は前期差。
（資料）ドイツ連邦統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:TLTRO対象枠の試算と貸出残高の推移



（注）試算は2016年4月末時点の貸出残高が2014年4月末時点の水準まで回復した場合。
（資料）ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
大幸 雅代 masayo_taiko@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。