

7月、国際通貨基金(IMF)が発表した最新の世界経済見通しによれば、2010年の世界全体の経済成長率は2.5%と09年の-1.4%からの回復が見込まれている。回復の主因は10年に+4.7%成長が見込まれる新興国経済であるが、先進国地域においても地域間格差が鮮明となる内容となった。先進国3極において、10年の成長率が最も上方修正されたのは日本であり、09年の-6.0%から1.7%へと急回復する見方となっている。次いで、米国においても09年の-2.6%から0.8%へとプラス回帰が見込まれる。一方、ユーロ圏については、09年-4.8%に続き、10年も-0.3%にとどまり日米に比べて回復が遅れるとの見通しが示された。背景として、経常赤字国で脆弱な中東欧諸国の影響や、財政支出・金融緩和の格差に加え、不良債権問題に伴う金融システムの機能低下の影響がある。そこで本稿では金融仲介機能を担う金融機関に焦点をあて、不良債権処理下での金融機関のバランスシートの変化を分析し、この変化が先行きの欧州経済にどのような影響を及ぼすかを検証したい。

はじめに、ユーロ圏銀行のバランスシートの推移を見たものが図1である。2000年からの対名目GDP比率の推移であるが、2つの動きが観察される。1つめは、域内融資と対外信用供与の膨張と収縮である。膨張期である04~08年半ばまでは、グローバル経済の成長とともに域内融資と対外信用供与を中心に資産規模を拡大させてきた。しかしながら、昨年9月のリーマン・ショックを契機に、04年以降拡大させてきた域内融資・対外信用供与を中心に資産規模の圧縮を加速させ、資産収縮期入りとなった。2つめは、域内発行債券への投資規模拡大である。これは、資産収縮期入りに伴い、域内融資や対外信用供与からの債券投資への資金シフトが行われた結果と考えられる。

それでは、まず膨張と収縮が起きた域内融資の詳細をみってみる。図2は部門別融資の12ヶ月前差の推移であり、融資の伸びを見たものである。融資の拡大は08年前半にピークをつけ、リーマン・ショック以降の昨年11月からは収縮が加速している。部門別では、融資の中心的な主体である家計部門、非金融部門の減少が著しい。

つづいて、域内融資と対外信用供与から資金配分先となった域内発行債券の詳細をみってみる。図3は種別別債券の12ヶ月前差の推移であり、債券投資の伸びを見たものである。債券投資は08年以降水準を切り上げており、域内融資の収縮が加速した昨年11月以降に更なる拡大をみせている。種別別では、金融債、社債、国債・地方債のすべての種別が拡大しているが、国債・地方債が昨年12月に06年7月以来のプラスの伸びを示すなど、銀行による国債・地方債の購入が顕著となっている。

上記を総括すると、金融機関は、民間融資や対外信用供与(対外融資・対外債券投資)を圧縮し、信用力の高い国債・地方債等へ資金を振り向ける動き、つまり、安全資産を重視したポートフォリオ運営に軸足を移したことが確認できる。

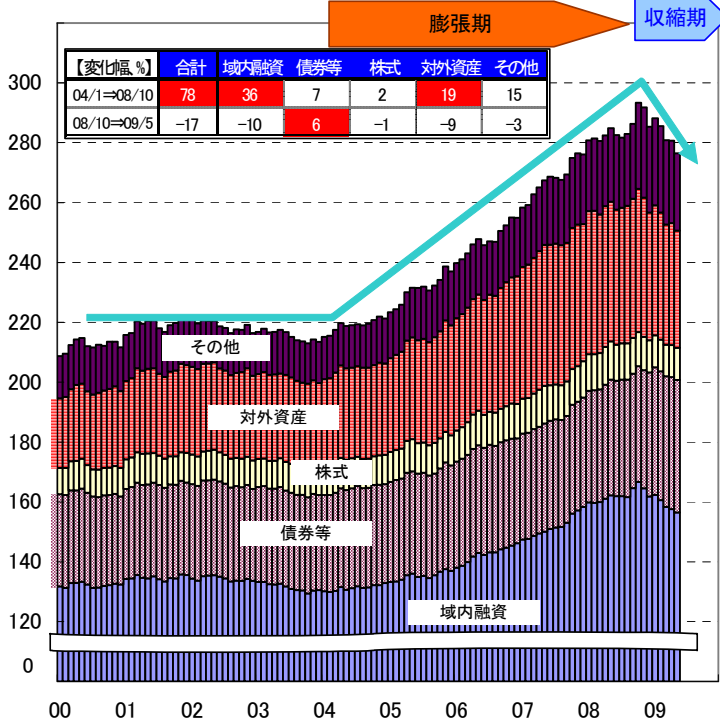
そして、このシフトの背景には不良債権問題があろう。金融機関は07年以降ソブリン・ウェルス・ファンドや公的資金等による資本増強を図っているが、不良債権問題と実体経済悪化の悪循環により、不良債権比率の上昇・追加損失計上という状況に陥っている。この状況は、6月に欧州中央銀行から公表された金融安定報告書にて確認できる。当報告書では、ユーロ圏銀行部門の不良債権額(07~10年)は6490億ドル規模まで拡大しており、足下までの3650億ドル程度の処理額に加え、2830億ドル程度の追加損失計上の可能性が指摘されている。以上の経済環境下において、金融機関は更なる追加損失の発生を未然に防ぐために信用力の高い国債等に資金を振り向けているのだろう。

このように、金融と経済の負の連鎖が原因で不良債権処理のペースが加速せず金融機関の貸出態度が厳格化する中では、設備投資等の最終需要に対する資金供給制約が発生し、経済成長に対し下向きの圧力が残存する(図4)。したがって、景気回復への道筋としては金融機関の不良債権処理が加速し、ボトルネックの解消が必要となる。そこで、今後は、政策当局がいかに関与性を伴う不良債権処理スキームを立案し進展させていくか、という点に注目していきたい。

(2009年7月17日記)

図1：ユーロ圏銀行の資産推移

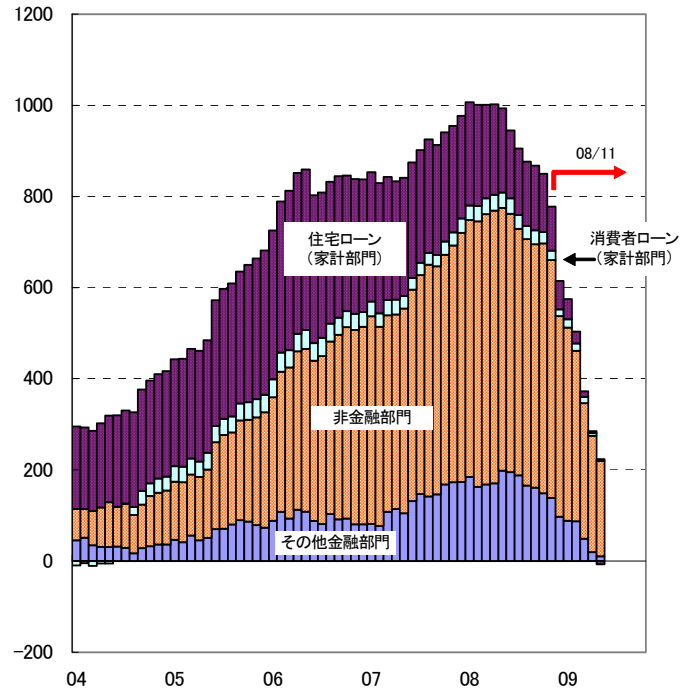
【ユーロ圏銀行資産、対名目GDP比率・%】



出所：ECB、IMF、Reuters Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

図2：域内融資(部門別)の推移

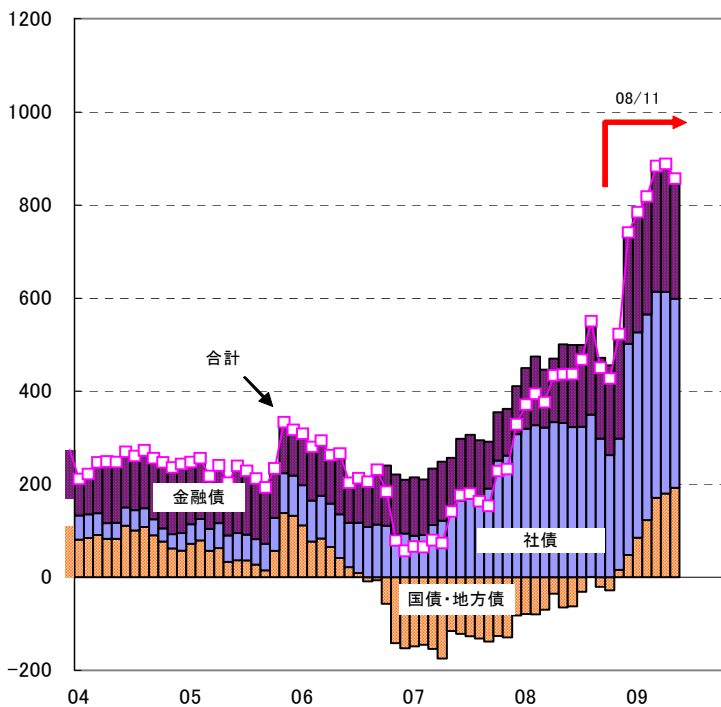
【部門別融資、12ヶ月前差、10億ユーロ】



出所：ECB、Reuters Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

図3：域内発行債券(種類別)の推移

【債券等、12ヶ月前差、10億ユーロ】

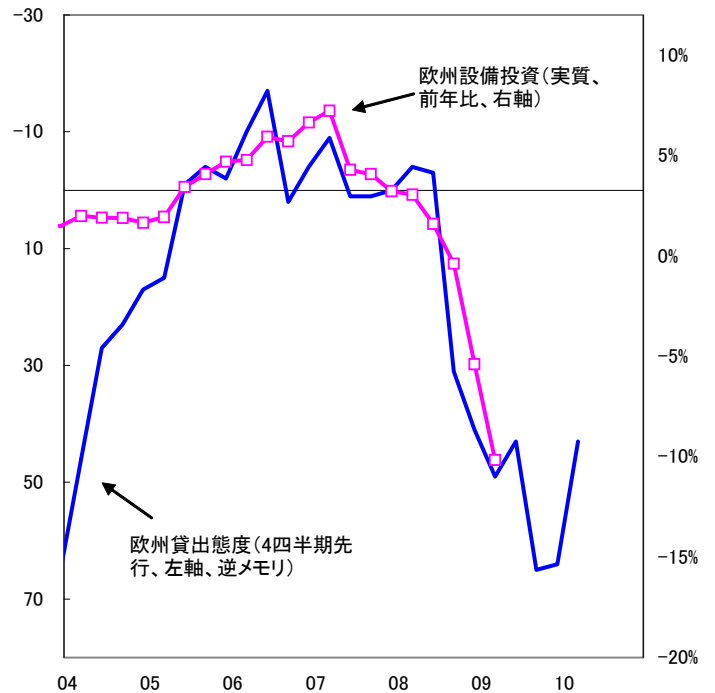


出所：ECB、Reuters Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

図4：貸出態度と設備投資の推移

【貸出態度、逆メモリ】

【設備投資、YoY】



出所：ECB、Reuters Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、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。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）