

《論 文》

ECBの「非伝統的金融政策」(2)

—— BLSによる特別アンケートの分析 ——

岩 見 昭 三

I. はじめに

筆者は、前号（14巻）で「ECBの『非伝統的金融政策』(1)—企業向け銀行貸出増加効果の検証—」を公表した（岩見【2016(a)】）。そこで
の主な結論は、アイルランド・ギリシャ・スペイン・イタリア・ポルト
ガル・スロベニア・キプロスといった「危機国」各々においても、ユー
ロ圏全体においても、企業向け貸出残高合計は2014年6月以前より減
少しており、2014年6月以降のECB（欧州中央銀行）の「非伝統的
金融政策」は貸出増加という目的を達成していない、ということであった。

しかし、本稿執筆時（2016年9月）の直近（2016年8月18日）に公
表されたECBの2016年7月20-21日開催の理事会（Governing
Council）の議事録（ECB【2016(b)】）においても、ECBは「非伝統的
金融政策」の貸出増加への効果を主張している。

他方、ECBはユーロ圏内の主要銀行に対して貸出規準・貸出条件・
資金需要動向等の変化を調査し、その結果をBank Lending Survey
（BLS）として公表している。BLSは、この通常調査の他に特別アンケ
ート（Ad Hoc Questions）として、その時々の特ピックスについて質問
を行い、2014年10月からは「非伝統的金融政策」の効果・影響につ
いての調査結果を継続的に公表している。この調査結果にドイツの中央銀

行であるドイツ連邦銀行が関心をもち、月報で詳細に検討している(Deutsche Bundesbank【2016(b)】)。連邦銀行は単独では金融政策の決定権限は有せず、ECBの金融政策決定を表だって批判できない。しかし、月報でのBLSの特別アンケートの検討は、ECBの「非伝統的金融政策」の効果に疑問をもつ内容を含んでいるばかりか、その弊害にも積極的に言及している。この意味で、ECBの「非伝統的金融政策」に対するECBとドイツ連邦銀行のスタンスの違いが読み取れる。

したがって、本稿では、上記のBLSによる「非伝統的金融政策」の特別アンケートの結果を分析することによって、ドイツ連邦銀行による検討結果の妥当性を検証し、同時にECBによる「非伝統的金融政策」に対する自己評価の問題点を確認する。これによって、「非伝統的金融政策」の成果と今後の課題を明らかにすることを課題とする。

II. 「非伝統的金融政策」の内容とECBによる評価

前稿(岩見【2016(a)】)で紹介したように、ECBによる「非伝統的金融政策」は2014年6月以前と以後では目的も手段も大きく異なる。SMP(Securities Markets Programme: 証券市場プログラム)やOMT(Outright Monetary Transactions: 国債買取プログラム)などの以前の政策手段の目的は、「金融政策スタンスの変更を意図したものでなく、むしろ、金融政策の伝達メカニズムの修復によって、金融政策が十分に实体经济に伝達されるように保障するもの」(ECB【2015】p.33)であった。つまり、基本的スタンスは従来の金融政策の路線上にあり、その実効性を高めるために上記の手段を用いた。

しかし、2014年6月以降の「非伝統的金融政策手段」の目的は、金融政策の伝達メカニズムの修復というよりも、「調整的な(accommodative)金融政策スタンス」(ibid.)の強化にある。その手段

の中心は「貸出促進政策 (Credit Easing Policies)」にあり、貸出の促進によって、インフレ期待と成長率の上昇を図る。具体的な政策手段としては、TLTROs (The Targeted longer-term Refinancing Operations : 条件付き長期資金供給オペ)、拡大APP (The Expanded Asset Purchase Programme : 拡大資産購入プログラム)、マイナス金利政策があり、以下、ECBによる説明にもとづき、各政策手段の概要と波及経路をまとめ、ECBの理事会による直近の評価を紹介する。

(1) TLTROs (The Targeted longer-term Refinancing Operations)

①概要

(a) TLTROs

ECBは、すでに2009年から、担保を見返りに資金を供給するオペレーションであるLTROs (Longer-term Refinancing Operations : 長期資金供給オペ)を実施していた。当初は、満期1年で固定金利・応札額全額供給であったが、2011年12月と2012年2月の2回に満期を3年に延長した3年物LTROsが実施された。しかし、これによってECBから資金を調達した銀行は、調達資金を国債投資に回し、民間部門への貸出増加というECBの目論見と異なった行動をとった。

この反省を踏まえ、貸出条件付き (Targeted) という制限がつけられたのがTLTROsであり、借入限度額は実際の融資額によって規定される。ただし、2014年6月と9月の最初の2回では貸出増加額に関連づけられず、同年4月末での民間部門への貸出残高の7%を累積上限とする特例措置が採られた。2015年からは、2014年4月末までの過去1年間の貸出変化額をベンチマークとして、それを上回る貸出分の3倍までをECBから借り入れることができ、2016年6月まで計8回実施された。貸出金利は、2014年の2回分はMRO (Main Refinancing Operation) の金利に10bpを上乗せしていたが、2015年以降はこの上乗せを撤廃している。また、家計向け住宅ローンはこのオペから除外されている。借

入が可能な期間は2018年9月までと定められているため、借入時点に
応じて満期は2～4年となっている。いずれにせよ、「TLTROsは、実
体経済に対する銀行貸出を一層刺激することによって、ECBの現在の
調整的な金融政策スタンスを強化し、金融政策の伝達を円滑にする」
(ECB【2016(c)】)と、貸出増加が主要目的であると明言されている。

(b) TLTRO- II

2016年6月の第一次TLTROs終了を踏まえ、同年3月にその発展形
態であるTLTRO- IIを6月から四半期毎に計4回実施することが決定
された。これは、第一次と比較して満期・金利とも金融緩和の程度を強
化している。満期は、第一次の場合借入時点によって異なり、遅い時点
で借りるほど短くなっていたが、TLTRO- IIの場合、借入時点にか
かわらず4年となっている。貸出金利の決定は複雑であるが、MRO金利
が基本となることは第一次と異なるものの、それよりも低い金利設
定の可能性が高まっている。すなわち、2016年1月以降のネットの貸
出額がベンチマークを2.5%上回る銀行に対しては、預金ファシリティ
金利を下限としてMRO金利よりも低い金利が適用され、場合によっ
ては銀行はマイナス金利によってECBから資金を調達できる。(ECB【2016
(a)】)

②波及経路

ECB (ECB【2015】)によれば、TLTROs (TLTRO- IIも含め)は、
二つの主要な経路で資金を調達した銀行のバランスシートを拡大してい
く。第一は、銀行のリファイナンス条件の改善による直接的な貸出増加
効果とそれによるその他への波及経路である。TLTROsによるECBの
資金供給の増大で銀行の資金状況が改善されるため、この政策手段の目
標どおりに、TLTROsは直接的に企業・家計への貸出を拡大させる。
これは、貸出額の拡大をもたらすばかりか、貸出以外の他の資産拡大の
ための資金的条件を大きくする。「銀行がTLTROsから借りることがで

きる額が乗数倍の適格な貸出になれば、銀行による貸出以外の資産拡大戦略も可能になる」。(ECB【2015】p.36) 第二は、資金調達手段の代替効果の経路である。まず、TLTROsによって低金利による魅力的な長期資金調達が可能になったため、従来よりもコストを削減させて資金を調達できるようになる。そればかりか、従来の負債をTLTROsに置き換えることによって銀行の負債の満期期間を延長でき、貸出期間の長期化を図ることができる。「TLTROsは、長期資金調達の魅力的な源泉として、他のもっとコストがかかる資金調達からの乗り換えを可能とする。さらに、この政策手段が目標とする貸出期間にもっとマッチするように負債の満期を拡大することを可能にする」(ibid.)。

(2) 拡大 APP (The Expanded Asset Purchase Programme)

① 概要

長期間にわたる低インフレのリスク克服のために、民間部門の証券と公的部門の証券を購入する金融緩和策であり、具体的には以下の四つのプログラムを含んでいる。ABSPP (Asset-backed Securities Programme : 資産担保証券購入プログラム)、CBPP3 (The third Covered Bond Purchase Programme : 第三次カバードボンド購入プログラム)、PSPP (Public Sector Purchase Programme : 公的部門購入プログラム)、CSPP (Corporate Sector Purchase Programme : 企業部門購入プログラム) がそれである。これらのうち、ABSPPとCBPP3は2014年の10月と11月から実施されていたが、それに加えてPSPPの実施が2015年1月に公表され3月から開始されたため、拡大APPと称される。このPSPPの購入対象証券は、各国国債のほか、地方債、国際機関債、さらにユーロ圏内で多国籍に活動している銀行の金融債も含まれる。これらの各国の国債等の購入割合は、各国中央銀行のECBへの出資比率によって決まるため、結果的にドイツ国債が最も多く購入されることになっている。さらに、2016年6月から民間企業の証券の購入(CSPP)も開始

され、四つのプログラムから構成されている。

拡大 APP は 2017 年 3 月末まで実施され、これによる証券購入額は、2015 年 3 月～16 年 3 月は毎月平均 600 億ユーロ、それ以降は 800 億ユーロに増大される。拡大 APP 全体の共通の目標はインフレ率の上昇であり、具体的には 2% 近くに達することである。しかし、このインフレ率達成に至る中間目標として、銀行による貸出増加が設定されている。実際、ABSPP の目標として、ECB は、以下のように、銀行の資金状況の改善を通じての貸出増加が挙げられている。「ABSPP は、銀行の資金調達源の多様化に役立ち、新しい証券の発行を刺激する。ABSPP は銀行の主要機能、すなわち実体経済に信用を供給するという機能を果たすのに役立つ。たとえば、貸出債券を証券化してその証券を売り出せば、実体経済への新しい貸出のための必要資金を銀行に供給できるようになる。この貸出増加は銀行の資金的状況を一層改善するため、金融政策の波及に貢献する」(ECB【2016(d)】 p.4)。この銀行の資金的状況の改善による貸出増加、それによる金融政策の波及への貢献という中間目標は拡大 APP の他の三つのプログラムにおいても共通して挙げられている。

②波及経路

ECB によれば、拡大 APP は銀行の資金状況と資本・収益状況に対し影響し、両者の経路を通じて貸出を促進する。第一の銀行の資金状況の改善による影響は、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて貸出を促進する。まず、ECB による拡大 APP は銀行の準備金の増大をもたらし、これは、銀行によるポートフォリオの再編成(リバランス)を促す。すなわち、従来の証券投資への運用から、リスクを伴う貸出への運用への転換を促す。というのは、拡大 APP による証券利回りの低下は、連動して貸出金利の低下を伴うが、同時に、他方、「マクロ経済状況の展望が改善することによって、貸出による信用リスクを低下させ、これが収益性低下への対抗となるからである。したがって、全体としては拡大

APPは貸出を証券投資よりも一層魅力的にする」(ECB【2015】p.41)。第二の資本・収益状況への影響は、当初は貸出抑制的に作用する。すなわち、拡大APPによる長期金利の低下は、長短金利差の縮小によってイールドカーブのフラット化をもたらす。これは、銀行にとっては貸出のさいの利鞘の縮小を意味し、銀行の収益にマイナスの影響を及ぼす。しかし、拡大APPは、同時に、経済活動を活発化させるというプラスの影響も及ぼす。拡大APPによって活発化した経済は、貸出のさいのリスクも低下させ、これによってコストも低下させるからである。「拡大APPの経済活動を活発にするという効果によって、銀行の収益性や資本に対するマイナスの影響が打ち消される。この経済活動活発化効果は貸出リスクを低下させ、さらに関連して手数料も低下させる」(ibid.)。さらに、「拡大APPによって資産価格が全般的に上昇し、銀行保有のこれらの資産価値を増加させることによって、資本収益を増大させる」(ibid.)。これは、銀行にとって貸出余力の余力を意味する。

このように、資金状況への影響にせよ、資本・収益状況への影響にせよ、拡大APPは、全般的経済状況の改善による貸出のさいの信用リスクの低下によって、貸出の増加を促すことでは共通している。

(3) マイナス金利政策

① ECBの政策金利

(a) メイン・リファイナンス金利

銀行保有の国債等を担保に、ECBが公開市場操作を通じて銀行へ貸出す通常の経路をメイン・リファイナンス・オペレーション(MRO)と称するが、そのさいの金利がメイン・リファイナンス金利(Main Refinancing interest)である。期間は1週間であり、市場介入金利になっているため、ECBの金融政策のスタンスを示す最も標準的な政策金利である。

(b)限界貸付金利

銀行はECB以外に金融市場からも資金を調達するが、市場からの調達が不可能の場合ECBからオーバーナイトの貸付(Marginal lending facility)を受ける。そのさいに適用される金利が限界貸付金利(Marginal lending rate)である。

(c)預金ファシリティ金利

銀行は貸出先が見つからない場合、ECBにオーバーナイトの預金(Deposit facility)をするが、そのさいに適用される金利が預金ファシリティ金利(Deposit facility rate)である。

上記の三つの政策金利は、限界貸付金利を上限に、預金ファシリティ金利を下限にして、メイン・リファイナンス金利がその中間という回廊をなして推移している。

②マイナス金利政策の導入

これらの政策金利は通常はプラスであるが、ECBは2014年6月5日に、同月11日から一連の金融緩和パッケージの一環として各々引下げることを発表した。すなわち、限界ファシリティ金利を0.75%→0.40%、メイン・リファイナンス金利を0.25%→0.15%、預金ファシリティ金利を0.00%→-0.10%にそれぞれ引き下げた。ここで、預金ファシリティ金利がマイナスに転じたことから、この時点からマイナス金利政策が導入されたといわれている。その後も低金利政策は継続されており、本稿執筆時(2016年9月)においては、限界ファシリティ金利が0.25%、メイン・リファイナンス金利が0.00%、預金ファシリティ金利が-0.40%まで低下している。

注意しておかねばならないのは、第一に、マイナス金利になったのは上記の三つの政策金利のうち、預金ファシリティ金利だけであり、残りの二つはプラスないしゼロをキープしていることであり、第二に、銀行のECBに対する預金すべてにマイナス金利が適用されるのではなく、

基本的には最低準備額を超過した額にのみ適用されることである。

③ マイナス金利政策の目的と波及経路

ECBは、マイナス金利政策を導入した直後に“The ECB’s negative interest rate”と題する声明（ECB【2014(a)】）を公表し、この政策の目標を以下のように説明している。「この政策金利引下げは、中期的な物価安定を意図した様々な政策手段の一環である。中期的な物価安定はユーロ圏の持続可能な成長の必要条件だからである」（*ibid.*）。ここでの「物価安定」は前後の文脈から、インフレの抑制のみならず、2%近辺への物価上昇も意味しているが、物価安定が主要目標とされているだけであり、その達成に至る波及経路は明確にされていない。ECBは、その後もマイナス金利政策の波及経路を公表せず、実際、2014年6月以降の「非伝統的金融政策」の成果を検証した論文（ECB【2015】）においても、TLTROsや拡大APPの場合は、その波及経路を説明したうえで成果が検証されているのに対し、マイナス金利政策に関してはほとんど触れられていない。

しかし、ECBのクレー（Benoît Cœuré）理事がマイナス金利政策についてたびたび講演を行い、2016年7月28日の講演においてマイナス金利政策の波及経路に関して、次のような重要な指摘を行っている。「マイナス金利政策の影響は、APPやフォワードガイダンスと関連づけて初めて明確になる。実際マイナス金利の意義を、他と切り離して見るべきでない。名目的なマイナス金利はユーロ圏のフォワードガイダンスを強化し、APPと連携してポートフォリオのリバランス過程を加速する。さらに、最近のTLTROsの有効性を高める」（Benoît Cœuré【2016】p.6）。すなわち、マイナス金利政策は、それ自体の波及経路を持つというよりも、他の非伝統的金融政策手段（フォワードガイダンス、APP、TLTROs）の背後からそれぞれの有効性を高めるという間接的な作用を及ぼすと位置づけられている。

(4) ECBによる評価

ECBは政策理事会の議事録を2015年2月から公表しているが、2016年8月18日公表の議事録(7月20-21日開催分)(ECB【2016(b)】)において、非伝統的金融政策の成果を以下のように強調している。「採用されてきた政策手段は有効であり、経済全般にわたって順調に機能している。それらの政策手段の成果は、金融状況の改善、低い銀行貸出金利、貸出の強化(strengthened credit)という点において明白である。これらの成果すべては、ユーロ圏の成長とインフレ率の上昇に寄与した。もっとも、インフレ率はECBの政策理事会の政策目標よりかなり低い状況にある」(ECB【2016(b)】p.8)。このうち、貸出状況に関してはBLSの2016年7月号にもとづき、次のように、さらに詳しく論じている。「貸出増大の現在進行中の回復は、企業・家計に対する貸出供給条件の一層の改善によって促進された。企業向け貸出の承認のさいの適用される貸出規準は、2016年第Ⅱ四半期に緩和された。これはとくに競争の激化の影響によるものである。……2016年第Ⅱ四半期における企業向け貸出条件の一層の緩和は標準的な貸出における利鞘の縮小を反映している」(ibid.,p.4)。

インフレ率に関しての問題をひとまず措くとして、前出の「貸出の強化」は2016年第Ⅱ四半期における貸出規準と貸出条件の緩和を意味しており、貸出残高の増大は明記されていない。筆者の前稿において検討したように、企業向け貸出残高は、危機国においてもユーロ圏全体においても上述の非伝統的金融政策が開始された2014年6月以降も減少傾向を辿っている。したがって、非伝統的金融政策が貸出増大という目的達成に至る経路において、どこまで有効であったかという問題が残る。この非伝統的金融政策の効果に関して、ECBは、「金融政策の伝達は遅れを伴うことが考慮されるべきである。金融政策は究極の目標達成までに中間変数を経由するものであり、ECBの政策手段効果を完全に達成

するには時間がかかるからである」(ibid.,p.8)として、まだ究極目標達成には不十分だということを自ら認めている。

さらに、この文章に続けてECBは主張する。「2016年6月に開始されたCSPP(企業部門購入プログラム)から一層の刺激が期待される。また、TLTRO-IIの三つの追加的オペレーションも銀行の資金状況の改善にかなり寄与するものと期待される」(ibid.)。これはあらためて注目すべき言明である。ECBは、TLTRO-IIに関して、銀行の資金状況の改善という経路を通じて、貸出を増大させる手段と考えていることが窺えるからである。

したがって、非伝統的金融政策手段の波及経路を辿り、それがどこまで有効に機能し、どこからネックとなっているかを検証する必要があるが、この点に関して参考になるのが、ECBがユーロ圏内の主要銀行に対して非伝統的金融政策に関して調査したBLSの特別アンケートである。これは2014年10月以降非伝統的金融政策手段の銀行に対する影響の調査結果を公表しており、また、ドイツの中央銀行であるドイツブンデスバンクがそれを分析した論文を2016年7月の月報で発表している(Deutsche Bundesbank【2016(b)】)。したがって、次章では、ブンデスバンクのこの論文を手掛かりに、非伝統的金融政策手段の銀行に対する影響を銀行側の認識にもとづいて検討していく。

Ⅲ.BLS(BANK LENDING SURVEY)による銀行向け特別アンケート

(1)概要

BLSは、通常、銀行の貸出規準の前四半期比の変化等をユーロ圏内の主要銀行向けにアンケート調査を行い、その原数値と分析結果を四半期毎に公表している統計集である。この通常調査に加えて、ソブリン危機による影響等のそのときどきのトピックスに対して特別アンケート

(Ad Hoc Questions) を実施している。2014年6月以降に実施された非伝統的金融政策の銀行に対する影響に関する特別アンケートも、TLTROs、拡大APP、マイナス金利政策のそれぞれに対して実施され、TLTROsに関する調査結果は、2014年10月号、2015年1月号、2016年1月号、2016年7月号の計4回、拡大APPに関する調査結果は、2015年4月号、2015年10月号、2016年4月号の計3回、マイナス金利政策に関する調査結果は2016年4月号に公表されている。通常アンケートとは異なり、全四半期比の変化ではなく、調査時点における質問項目に対する回答が百分比で示される。

(2) TLTROs

TLTROsに関しては、第一に、参加の有無とその決定の理由が、直近の過去と今後について、第二に、TLTROsによって調達した資金の運用目的が、同じく直近の過去と今後について、第三に、銀行の資金状況・貸出規準・貸出条件に対して及ぼす影響が、同じく直近の過去と今後について調査されている。原数値を分析する前に、その手がかりとしてドイツブンデスバンクの論文 (Deutsche Bundesbank 【2016(b)】) により、ブンデスバンクによる分析結果を検討していく。

① ドイツブンデスバンクによる分析

ブンデスバンクがまず問題にするのは、TLTROsへの参加率である。第一に、ドイツの銀行の参加率の低さが次のように強調される。「2016年1月までの調査では、BLSの調査対象銀行のうちドイツの銀行は、2014年9月以降に実施されたTLTROsに対して全体としてあまり興味を示さなかった。個別的なケースにおいてのみ銀行はTLTROsに参加し、今後のTLTROsによって資金を調達しようとする銀行の数はきわめて少なかった」(ibid,p.36)。第二に、それとは対照的に、ユーロ圏全体では、「2015年12月を除いて、各回、調査対象銀行の約半数が参加した」(ibid.)として、ユーロ圏全体とドイツにおける参加率の対照的

展開が強調される。

TLTROs への参加理由に関しては、ブンデスバンクによれば、「収益性が TLTROs 参加への決定的動機である。TLTROs への銀行の関心は、この手段の良好な条件にある」(ibid.)。この収益性動機が、流動性充実動機や将来の資金不足に備える予防的動機を上回っている。これに対して、TLTROs への不参加の理由は資金調達不安に直面していないことである。

TLTROs による調達資金の運用目的に関しては、2015年12月までの TLTROs では参加銀行の1/6強が、ECBの政策意図どおりに調達資金を企業ないし家計向け貸出に利用した。「しかし、ドイツの銀行は債務の償還に利用し、ユーロ圏の他の銀行はユーロシステムからの他の資金供給オペで獲得した資金を TLTROs による資金に置き換えた」(ibid,p.37)として、貸出増加という TLTROs の主要目的が十分には達成されていないことを強調している。

TLTROs による影響に関しては、ブンデスバンクは、ドイツ、ユーロ圏全体のいずれにおいても銀行の流動性状況を改善するとともに、収益性状況にプラスの影響を及ぼした、と主張している。というのは「TLTROs の有利な条件がコスト面で有利に作用する」(ibid.)からである。

しかし、貸出政策への影響に関しては、「TLTROs への参加はドイツの銀行の貸出政策に全く影響しなかった。ユーロ圏全体でも、TLTROs への参加は銀行の貸出規準 (Credit standards) に全く影響しなかった」(ibid.)として、TLTROs の貸出促進効果を基本的に否定している。ただ、個々の具体的な貸出条件 (Lending terms) に関しては、「とくに企業向け貸出において、かなりの改善をもたらした例もあった」(ibid.)と個別事例における効果は認めている。ここで用いられている貸出規準は、ECBによれば、「銀行の貸出政策に反映される銀行の内部のガイドラインないし規準」(ECB,BANK LENDING SURVEY, ANNEX3: GLOSSARY)

である。他方、貸出条件 (Credit terms and conditions) は、「貸し手と借り手によって合意された特別の義務」(ibid.) を指す。具体的には、手数料、金利、貸出規模、担保、貸出期間に関する合意である。つまり、個々の借り手の状況に関係なく、銀行側が独自に定めた貸出ガイドラインが貸出規準であり、銀行と借り手の個々の交渉によって個別に決められるのが貸出条件である。ブンデスバンクによれば、TLTROs は前者に影響せず、後者には個別的には影響した例があったとしている。

上述のように、ブンデスバンクによる TLTROs への評価は、とくに貸出促進効果に関して ECB とは対照的にかなり厳しい。TLTROs によって調達された資金が、ドイツとユーロ圏全体のいずれにおいても、貸出に向けられるよりも債務の再編成に利用されたことが強調され、他方、評価されている TLTROs による銀行の流動性と収益性の改善は、この債務の再編成の余波にすぎない。貸出政策に関しては、全般的な貸出規準への影響は否定され、個々のケースにおける貸出条件への影響が一部認められているにすぎない。次項では、このブンデスバンクによる BLS 分析が妥当であるかを、直接 BLS の統計数値から検証する。

② BLS による検証

(a) TLTROs への参加・不参加とその理由

第1表によって各期間の TLTROs への参加率を見ると、2014年9月、同12月、15年～16年1月、16年7月の調査時点でそれぞれ44%、56%、21%、60%と、ブンデスバンクが指摘するように、ユーロ圏全体では概ね調査対象銀行の約半分が TLTROs に参加した。ただし、2015年～16年1月の期間だけ21%と極端に低い数値を示しており、必ずしも全期間にわたって銀行が積極的に TLTROs に参加したわけではないことが分かる。ちなみに、BLS では国別データが示されていないので、ドイツの銀行の参加状況は確認できない。

同表によって TLTROs への参加理由を見ると、収益性動機がそれぞ

れ58%、57%、61%、88%と、ブンデスバンクが指摘するように、収益性動機が銀行のTLTROsへの参加の決定的動機であったことが分かる。それに続くのが流動性充実動機であり、それぞれ23%、27%、21%、7%に達している。全期間において収益性動機が流動性充実動機の2倍以上に達しているという事実は、銀行が流動性不足に困ってTLTROsを利用したわけではないことを意味している。実際、同表によって不参加理由を見ると、資金調達不安定が圧倒的であり、全期間にわたって60%を超えている。さらに、直近の2016年7月の調査では、収益性動機が88%に対して、流動性動機が7%に低下しており差が拡大している。したがって、本稿Ⅱ(1)②で紹介したECBの想定するTLTROsの波及経路、また、2016年8月18日に公表されたECBの政策理事会が言明した波及経路、すなわち、TLTROsによる資金供給の増大→銀行の資金状況の改善→企業・家計への貸出拡大、という波及経路が十分に機能していない。調査対象銀行の大半は資金不足に陥っていないため、また、それゆえ資金不足が貸出停滞の主要理由でないため、資金供給の増大によって貸出を拡大しようとECBが意図しても、TLTROsによって調達した資金を銀行は貸出以外に運用することになる。それを示すのが次の第2表、第3表である。

(b) TLTROsによる調達資金の運用目的

第2・3表はTLTROsによる調達資金の運用目的を示している（第3表はTLTRO-IIを含む）。同表によって、調達資金の運用目的を、債務内の交換を意味するリファイナンス、貸出増加、資産購入のそれぞれに関して見ると、リファイナンスでは、TLTROsの「貢献」が最も大きいのが「他の資金供給オペ」である。「貢献」が2014年9、12月では24%、2015年～16年1月では26%、2015年7月～16年7月のTLTROsでは42%に達しており、リファイナンスでは、TLTROsは主に他の資金供給オペからの乗り換え対象として利用されたことが分かる。

貸出増加では、TLTROsの「貢献」が最も大きいのは「非金融企業向け貸出」である。「貢献」が2014年9月、12月では12%、2015年～16年1月では23%、2015年7月～16年7月のTLTROsでは24%と、「家計の住宅ローン」と「消費者信用等」を上回っている。

資産購入の小項目は、「自国ソブリン債」と「その他金融資産」に分類されているが、この二つとも全期間にわたって「貢献」が0～2%にとどまり、「やや貢献」を加えてもせいぜい1割強にすぎず、「影響なし」が圧倒的である。

これら運用目的の表を見るさいに注意しなければならないのは、第一に、リファイナンス、貸出増加、資産購入内のそれぞれの小項目の貢献度を問うため、大項目間の比較が困難だという点である。たとえば、貸出増加という大項目内の小項目「非金融企業向け」の「貢献」が24%、リファイナンスという大項目内の小項目「銀行間取引」の「貢献」が8%だとしても、これら両者の「貢献」がどのような内容かが不明なため、数値をそのまま文字通りに解釈できない。第二に、ECBによるTLTROsに関するアンケートのため、TLTROsの主要目的である貸出増加にプラスのバイアスがかかることである。ECBは、銀行の資金状況をTLTROsによって改善し、それによる貸出増加を意図しているため、TLTROsの目的を債務の再編成と回答するには一定の抑制がかかるからである。

したがって、銀行がTLTROsを利用する主要目的が、はたしてブデスバンクが主張するように債務の再編成であったかどうかはTLTROsの実際的影響を確かめる必要がある。

(c) TLTROsによる資金状況・貸出への実際的影響

第4・5表はTLTROsによる銀行の資金状況・貸出へ実際的影響を示している。両表によって、TLTROsによる実際的影響を、資金状況への影響、貸出への影響（貸出規準）、貸出への影響（貸出条件）のそれ

それに関して見ると、資金状況への影響では、各小項目とも「貢献」は10%以下であり、貢献しているとした回答の大半が「やや貢献」である。小項目間の「やや貢献」の数値を比較すると、「流動性状況」と「収益改善力」が拮抗している。すなわち、2014年9、12月では前者が48%、後者が33%、2015年～16年1月では前者が46%、後者が32%、2015年7月～16年7月のTLTROsでは前者が40%、後者が53%と逆転している。前述したように、TLTROsへの参加理由に関するアンケートでは、「収益性動機」が「流動性動機」の2倍以上に達していたが、TLTROsの実際の影響では、流動性充実が収益改善に劣らず有効であったことが分かる。

しかし、同表によって貸出への影響を貸出規準で見ると、「非金融企業向け」では「影響なし」が2014年9月・12月では94%、2015～16年1月では91%、2015年7月～16年7月のTLTROsでは97%と、ほとんど貸出規準緩和に影響しなかった。「家計の住宅ローン」では「影響なし」がそれぞれ98%、100%、99%とさらに大きくなり、「消費者信用等」では「影響なし」がそれぞれ94%、100%、99%と、総じて貸出種類を問わずTLTROsは貸出規準緩和に有効でなかったことが分かる。

次に、両表によって貸出への影響を貸出条件で見ると、「非金融企業向け」では2014年9・12月で「貢献」が9%、「やや貢献」が33%、両者の合計が42%、2015～16年1月では「貢献」が0%、「やや貢献」が46%、2015年7月～16年7月のTLTROsでは「貢献」が0%、「やや貢献」が44%と、貸出規準と比較してTLTROsの貢献度が上昇している。「家計の住宅ローン」ではいずれの期間も「貢献」が0%であるが、「やや貢献」がそれぞれ16%、2%、11%と、これも貸出規準と比較して貢献度が上昇しており、「消費者信用等」でも同様に貢献度が上昇している。

したがって、TLTROsは銀行の収益性状況と流動性状況の改善に有効に作用したが、貸出政策に関しては、貸出条件で個々に改善ケースが

見られるものの、貸出規準の緩和にはほとんど有効ではなかった。これは、前述したブンデスバンクによる分析と一致する。TLTROsは、銀行の収益性と流動性を改善するが、それが貸出にプラスに影響するのはせいぜい個々の貸出条件止まりであり、そこから貸出規準の緩和にほとんど進展していない。そのため、実際、前稿（岩見【2016(a)】）で分析したように、2014年6月以降、ユーロ圏内の危機国においても、ユーロ圏全体でも企業向け貸出残高は減少している。ECBは、2016年8月18日に公表されたECBの政策理事会の議事録において、TLTROsの発展形態であるTLTRO- IIの目標を銀行の資金状況を改善することとしていたが、問題はそこにはないことが分かる。銀行の資金状況がいくら改善しても、それが銀行の一般的な貸出規準の緩和、貸出残高の増大に連結しないことが最大の問題だからである。

(3) 拡大 APP

① ドイツブンデスバンクによる分析

ブンデスバンクはまず、拡大 APP が銀行の流動性状況と資金調達条件の改善に役立ったことを認める。「拡大 APP は、銀行の流動性状況と資金調達条件を改善した。とくにカバードボンドにおいてそれは顕著である」(Deutsche Bundesbank【2016(b)】 p.38)。この流動性改善の内容は、ドイツの場合、銀行自身による証券の売却によるというよりも、銀行の顧客の銀行預金へのポートフォリオのシフトによるものが多い。一方、ユーロ圏全体では銀行自身による証券の売却が大きな役割を果たした。いずれにせよ、拡大 APP は銀行の流動性状況を改善したことをブンデスバンクは認めている。

しかし、銀行の収益性状況・資本状況に対する効果に関しては評価が一変する。ブンデスバンクによれば、大部分のドイツの銀行は、拡大 APP によって利鞘が縮小し、収益性が低下した。他の諸国も、2015年春と秋の調査では自己保有の資産売却から得たキャピタルゲインもあっ

て、拡大 APP は収益性に関して中立的に作用した。しかし、それ以降は、「ユーロ圏全体でも主として利鞘の縮小によって拡大 APP の収益性に対するマイナスの影響が認められる」(ibid.) として、ユーロ圏全体においても拡大 APP は銀行の収益性を低下させたと結論づけている。

銀行の貸出規準に対する評価はさらに厳しい。「拡大 APP は、貸出規準に対してはほとんど目立った影響を与えてこなかったし、今後も与える見込みはない」(ibid.) と、貸出規準の緩和への影響をほぼ全面否定している。ブンデスバンクによれば、企業向け貸出においても家計向け貸出においても、貸出規準がかなり緩和してきたが、BLS の特別アンケートではこの緩和は拡大 APP によるものではないことになる。次項では、これらの結論が妥当であるかどうかを、直接 BLS の統計数値から検証する。

② BLS による検証

(a) 拡大 APP の銀行流動性への影響

第6表は、拡大 APP による銀行経営への影響を、総資産、流動性状況、市場資金調達、収益性状況、自己資本比率に分けて主要銀行にアンケートした結果を示している。

この表から、まず流動性への影響を見ると、2015年4月、同年10月、2016年4月の計3回の調査のいずれにおいても、最も多い回答は「影響なし」である。そのため、その他の回答のうち、「かなり悪化」と「やや悪化」の合計を「悪化」とし、他方、「かなり改善」と「やや改善」の合計を「改善」とし、各調査時点における「悪化」と「改善」を比較してみる。

この結果、2015年4月の調査では、「悪化」が3%に対し、「改善」が23%、同年10月の調査では「悪化」が1%に対し、「改善」が24%、2016年4月の調査では、「悪化」が0%に対し、「改善」が28%と、流動性の改善への効果が顕著に確認できる。前述のように、ブンデスバン

クも拡大 APP の銀行流動性のプラスの効果を認めており、ブンデスバンクによる分析が妥当であったことが分かる。

(b) 拡大 APP の銀行収益性への影響

次に、同じ第 6 表から銀行の収益性への影響を見ると、流動性の場合と同様に、計 3 回の調査のいずれにおいても、最も多い回答は「影響なし」である。そのため、流動性の場合と同様に、「かなり悪化」と「やや悪化」の合計を「悪化」とし、他方、「かなり改善」と「やや改善」の合計を「改善」とし、各調査時点における「悪化」と「改善」を比較してみる。

この結果、2015 年 4 月の調査では、「悪化」が 21% に対し、「改善」が 25%、同年 10 月の調査でも「悪化」が 15% に対し、「改善」が 17% と、「改善」が「悪化」をやや上回っている。ところが、2016 年 4 月の調査では、「悪化」が 28% に対し、「改善」が 9% と両者が逆転し、「悪化」が「改善」の 3 倍以上に達している。前述のように、ブンデスバンクも、2015 年の 2 回の調査では拡大 APP の銀行収益性への影響は中立的だったが、2016 年には銀行収益性を低下させた、と主張していたが、実際の統計数値もブンデスバンクの主張を裏付けている。ちなみに、第 6 表から銀行の自己資本比率への影響を見ると、「影響なし」が 3 回の調査とも約 9 割を占めており、拡大 APP は銀行の自己資本比率にほとんど影響しなかったことが分かる。

(c) 拡大 APP による調達資金の運用目的

第 7・8・9 表は、各調査時点において、拡大 APP によって調達した資金をどのように運用するかを銀行にアンケートした結果を示している。その場合、流動性の増加原因を、「市場性資産売却」と「企業・家計の預金増」に分け、それぞれの原因ごとに、「リファイナンス」、「貸出」、「資産購入」のいずれに用いるかを小項目毎に調査している。

第 7 表によって 2015 年 4 月の調査結果を見ると、「かなり貢献」と「や

や貢献」を合計した数値を「貢献」とすれば、最も大きい小項目は、「市場性資産売却」による原因の場合も「非金融企業向け貸出」(28%)、「企業・家計の預金増」による原因の場合も「非金融企業向け貸出」(32%)であり、他の小項目と比較して「非金融企業向け貸出」に向けるとした銀行が最も多かった。第8表によって2015年10月の調査を見ると、「かなり貢献」と「やや貢献」を合計した数値を「貢献」とすれば、同年4月の調査と同様に、「市場性資産売却」による原因の場合も「非金融企業向け貸出」(39%)、「企業・家計の預金増」による原因の場合も「非金融企業向け貸出」(25%)であり、他の小項目と比較して「非金融企業向け貸出」に向けるとした銀行が最も多かった。この傾向は2016年4月の調査でも変わらず、流動性増加のいずれの原因によるものにせよ、他の小項目と比較して「非金融企業向け貸出」に向けるとした銀行が最も多かった。

(d)拡大 APP による貸出行動への影響

しかし、銀行がこれらの回答どおりの貸出行動を採ったかどうかである。第10表は、上記3回の調査時点における拡大 APP の貸出行動への影響を、貸出規準と貸出条件に分けて示したものである。非金融企業向けだけ見ると、2015年4月の調査では、貸出規準では「影響なし」が95%に対し、「やや緩和」が4%と、拡大 APP は貸出規準緩和にほとんど影響を与えなかった。貸出条件では「影響なし」が80%、「やや緩和」が20%と緩和の値がやや上昇する。同様の傾向は以降2回の調査でも見られ、同年10月の調査では、貸出規準では「影響なし」が94%、2016年4月の調査では「影響なし」が96%と、前述のブンデスバンクの主張どおりに拡大 APP は銀行の貸出規準緩和にほとんど影響しなかったことが分かる。ただ、借入企業毎の交渉による貸出条件に関しては、2015年10月の調査で「やや緩和」が29%、2016年4月の調査では「やや緩和」が10%を示している。

つまり、銀行は拡大 APP を利用するときの目的としては当初「非金融企業向け貸出」が多かったが、実際の貸出行動では貸出規準の緩和に向かう銀行はほとんどなく、せいぜい個別企業毎の貸出交渉において貸出条件をいくらか緩和するにとどまっていたことになる。本稿Ⅱ(2)②で、ECB が想定する拡大 APP の波及経路を見た場合、拡大 APP によって貸出が増大する条件として、「活発化した経済」や「資産価格の上昇」を想定していたが、2014 年後半以降両者の兆候はまだ明確に現れていない。元来、拡大 APP によってこれら両者の事態がなぜ、どのようにして顕在化するかが説明されていないため、TLTROs の場合と同様に、銀行の流動性状況の改善までは成功するが、そこから貸出行動の活発化への連携がこの拡大 APP でも顕著な成果を示されていない。

(4) マイナス金利政策

① ドイツブンデスバンクによる分析

2014 年 6 月からのマイナス金利政策が銀行の貸出行動に及ぼした影響について、BLS は 2016 年 4 月に初めて主要銀行に対する特別アンケートの結果を公表した。この 4 月以前の過去 6 か月の実績に関する回答をまとめたのが第 11 表である。

ブンデスバンクは、金利収入に関して、「マイナス金利政策は、過去 6 か月ネットの金利収入の減少に大きく影響した。ドイツでもユーロ圏全体でも、調査対象銀行の 80% 以上がマイナスの影響を受けた」(Deutsche Bundesbank 【2016(b)】 p.39) として、マイナス金利政策は銀行の金利収入を減少させたと主張している。

貸出金利に関して、「預金ファシリティのマイナス金利は、すべての貸出種類において金利を低下させた」(ibid.) として、マイナス金利政策は貸出金利させたことを確認し、これは銀行の利鞘を低下させたと主張する。「預金ファシリティのマイナス金利は、それ自体としても全体としても、過去 6 か月利鞘へのプレッシャーを増大させた」(ibid.)。た

だ、ブンデスバンクによる独自調査によれば、ドイツでは、ユーロ圏全体と対照的に、消費者信用のさいの利鞘はマイナスの影響は受けなかったとして、ドイツとユーロ圏全体との相違を記している。

非金利手数料に関して、ドイツ以外のユーロ圏の銀行は、「預金ファシリティのマイナスに対して非金利手数料の引き上げによって対処した」(ibid.)として、利鞘減少にともなう金利収入の減少に対して、非金利手数料の引き上げによって対抗した、とブンデスバンクは主張する。

貸出額に関しては、ドイツの銀行、ユーロ圏全体の銀行とも、「マイナス預金ファシリティ金利は貸出額に与えた影響は、全体として比較的わずかであった」(ibid.)として、ほとんど影響を与えなかったことを強調している。「比較的」というのは、家計向け貸出は、住宅ローン、それ以外にかかわらず、「全体として貸出額増加の兆候が現れている」(ibid.)からである。

② BLS による検証

(a)金利収入

マイナス金利政策による銀行貸出等への影響をまとめたのが第11表である。同表からネットの金利収入への影響を見ると、「かなり減少した」が18%、「やや減少した」が63%、「影響なし」が19%で、増加したとの回答はゼロであった。したがって、ブンデスバンクの主張どおり、マイナス金利政策は、現在、金利収入減少という副作用をもたらしていることが分かる。

(b)貸出金利

同表から貸出金利への影響を見ると、「企業向け貸出」では、低下の合計が48%、「影響なし」が50%、上昇の合計が2%、この結果、ネットで45%低下している。「家計向け住宅ローン」では、低下の合計が50%、「影響なし」が48%、上昇の合計が2%、この結果、ネットで49%低下している。「住宅ローン以外の家計向け貸出」では、低下の合計が

38%、「影響なし」が61%、上昇の合計が2%、この結果、ネットで36%低下し、貸出金利は、貸出種類を問わず大幅に低下している。この点に関しても、ユーロ圏全体ではブンデスバンクによる確認と一致している。

(c)貸出利鞘

同表から貸出利鞘への影響を見ると、「企業向け貸出」では、低下の合計が32%、「影響なし」が64%、上昇の合計4%、この結果、ネットで27%低下している。「家計向け住宅ローン」では、低下の合計が36%、「影響なし」が60%、上昇の合計が4%、この結果、ネットで33%低下している。「住宅ローン以外の家計向け貸出」では、低下の合計が25%、「影響なし」が71%、上昇の合計が4%、この結果、ネットで21%低下し、貸出利鞘も、貸出種類を問わず大幅に低下している。

つまり、マイナス金利政策は、貸出金利も低下させたため、利鞘幅も縮小し、金利収入も減少する結果となり、現在のところマイナスの副作用が際立っている。

(d)非金利手数料

ブンデスバンクによれば、このマイナスの副作用に対する対抗措置として銀行が採ったのが、非金利手数料の引き上げである。実際、第11表から非金利手数料を見ると、「企業向け貸出」では、増加の合計が12%、「影響なし」が84%、減少の合計4%、この結果、ネットで8%増加している。「家計向け住宅ローン」では、増加の合計が11%、「影響なし」が87%、減少の合計が4%、この結果、ネットで9%増加している。「住宅ローン以外の家計向け貸出」では、増加の合計が11%、「影響なし」が87%、減少の合計が1%、この結果、ネットで10%増加しており、マイナス金利政策による金利収入の減少を、非金利手数料の増加によってカバーしようとする銀行の経営戦略が窺える。

(e)貸出額

同表から貸出額への影響を見ると、「企業向け貸出」では、増加の合

計が7%、「影響なし」が89%、減少の合計5%、この結果、ネットでは増加しているのはわずか2%にすぎない。「家計向け住宅ローン」では、増加の合計が19%、「影響なし」が78%、減少の合計が3%、この結果、ネットでは16%増加している。「住宅ローン以外の家計向け貸出」では、増加の合計が14%、「影響なし」が83%、減少の合計が3%、この結果、ネットでは11%増加している。

ブンデスバンクが確認しているように、「家計向け貸出」に関してネットで10%台の銀行が「やや増加」した、と回答しているものの、「企業向け貸出」に対しては、「やや増加」と回答しているのはネットでわずか2%にすぎず、マイナス金利政策は、それ自体としては、企業向け貸出増加にほとんど効果がなかった。この点は、前掲拙稿(岩見【2016(a)】)で検討した貸出残高統計のデータとも一致する。2014年後半から「非伝統的金融政策」を実施して以降も、危機国・ユーロ圏全体でも、企業向け貸出残高は減少しているからである。

もっとも、本稿Ⅱ(3)③で見たように、ECBはマイナス金利政策自体の波及経路を明確にしておらず、クーレ理事によれば、マイナス金利政策の影響は、APP、フォワードガイダンス、TLTROsの背後からそれぞれの有効性を高めるという間接的な作用を通じて波及する。

しかし、本稿が今まで検討してきたように、TLTROs、拡大APPとも貸出規準の緩和にほとんど有効性が確認できず、せいぜい借入企業との個別交渉段階での貸出条件の緩和にわずかに寄与しただけであった。このように、TLTROs、拡大APPを通じる間接的な効果も小さかったという意味でも、マイナス金利政策は、まだ企業向け貸出増加への有効性を十分に発揮していない。

IV．結論

本稿では、2014年6月以降のECBの「非伝統的金融政策」の有効性を、BLSによるユーロ圏主要銀行に対する特別アンケートによって検討してきた。この検討の契機になったのは、この有効性に関するECBの見解とドイツブンデスバンクの見解が対照的であったからである。

この検討の結果、「非伝統的金融政策」の有効性に否定的なドイツブンデスバンクの見解がBLSの統計数値を概ね忠実に反映しており、逆に、ECBの政策理事会の見解は、自らの部局が作成したBLSの統計に十分にもとづいていないことが明らかになった。具体的には、第一に、TLTROsは、個々の借入企業との交渉次元での貸出条件では緩和の効果があったものの、「非金融企業向け貸出」、「家計の住宅ローン」、「消費者信用」といういずれの貸出種類においても、貸出規準緩和にはほとんど影響しなかった。ただし、第二に、TLTROsは、銀行の流動性と収益性の改善には有効性が認められる。第三に、拡大APPは、TLTROsと同様に、いずれの貸出種類においても貸出条件にいくらかの緩和の効果があったものの、貸出条件緩和にはほとんど影響しなかった。第四に、拡大APPは、流動性の改善の効果が顕著であるのに対し、収益性に関しては改善の明確な兆候は見られない。第五に、マイナス金利政策は、家計向け貸出残高の増加にいくらか寄与したものの、非金融企業向けでは貸出額増加にほとんど効果がなかった。第六に、マイナス金利政策は、逆に、マイナスの副作用もともない、貸出利鞘の低下と金利収入の減少をもたらしたと回答した銀行が約8割にも達した、という結論が得られた。

つまり、「非伝統的金融政策」は、銀行の流動性の改善という次元までは成功した例が多かったが、そこから銀行の全般的な貸出規準緩和への連携には至らず、この連携に「非伝統的金融政策」の波及の最大のネッ

クがあることが明らかになった。この連携に対してどういった政策手段が有効であるかは、ECBの今後の課題でもあり、本稿にも残された課題である。

<主要参考文献>

- ・ Benoît Cœuré (2016) : “Assessing the implications of negative interest rates” ,at the Yale Financial Crisis Forum,Yale School of Management,New Haven,28 July 2016.
- ・ Deutsche Bundesbank (2016 (a)) : “The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area” ,*Monthly Report*,June 2016.
- ・ — (2016 (b)) : “Evolution of the Bank Lending Survey since the onset of the financial crisis” ,*Monthly Report*,July 2016.
- ・ ECB (2014 (a)) : “The ECB’ s negative interest rate” ,12 June 2014.
- ・ — (2014 (b)) : “THE TARGETED LONGER-TERM REFINANCING OPERATIN OF SEPTEMBER 2014” , *Monthly Bulletin*,October 2014,Box I .
- ・ — (2015) : “The transmission of the ECB’ s recent non-standard monetary policy measures” ,*Economic Bulletin*,Issue7,Nov.2015.
- ・ — (2016 (a)) : “The second series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II)” ,*Economic Bulletin*,Issue3,May 2016,Box3.
- ・ — (2016 (b)) : “Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank — held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday,20-21 July 2010” ,18 August 2016.
- ・ — (2016 (c)) : “Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)” ,August 2016.
- ・ — (2016 (d)) : “Asset purchase programme” ,August 2016.

- ・ — : BANK LENDING SURVEY, various issues.
- ・ 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編著 (2016) : 『マイナス金利政策』 日本経済新聞出版社、2016年8月。
- ・ 河村小百合 (2015) : 『欧州中央銀行の金融政策』 金融財政事情研究会、2015年1月。
- ・ 白井小百合 (2016) : 『超金融緩和からの脱却』 日本経済新聞出版社、2016年8月。
- ・ 高屋定美 (2015) : 『検証 欧州債務危機』 中央経済社、2015年12月。
- ・ 岩見昭三 (2016 (a)) : 「ECBの『非伝統的金融政策』(1) — 企業向け銀行貸出増加効果の検証 —」、『社会科学雑誌』 (奈良学園大学社会科学学会)、第14巻、2016年6月。

第1表 TLTROs への参加・不参加率とその理由（2014年9月～16年7月）
（%）

	2014年9月	2014年12月	2015～16年1月	2016年7月
	参加率			
参加	44	56	21	60
不参加	56	44	79	40
	参加理由			
収益性動機	58	57	61	88
予防的動機	19	14	12	4
流動性充実動機	23	27	21	7
流動性不足懸念	—	2	5	1
	不参加理由			
資金調達不安定	63	90	63	68
借入需要への懸念	19	3	7	12
資本不足	2	0	3	10
担保不足	1	5	0	3
市場不信への懸念	15	0	9	0
マイナス金利政策による流動性保有コスト	—	2	5	3
市場調達と比較しての魅力不足				

（出所）ECB, *The euro area bank lending survey*, October 2014, January 2015, January 2016, July 2016. より作成。

（注）それぞれ、各調査時の最近6ヶ月の実績の百分比。

第2表 TLTROsによる調達資金の運用目的(2014年9月～16年1月)
(%)

	2014年9,12月のTLTROs				2015年～16年1月のTLTROs			
リファイナンス								
代替対象	貢献	やや貢献	影響なし	不参加	貢献	やや貢献	影響なし	不参加
預金不足	1	6	93	44	2	5	93	42
償還債務	4	30	66	41	2	34	64	34
銀行取引	2	13	85	41	10	11	79	38
他の資金 供給オペ	24	32	45	35	26	10	64	42
貸出増加								
非金融企 業向け	12	78	11	32	23	58	20	41
家計の住 宅ローン	0	38	61	36	0	21	79	41
消費者信 用等	9	55	37	32	11	39	50	38
資産購入								
自国ソブ リン債	0	10	90	39	2	10	88	35
その他金 融資産	0	13	87	38	0	12	88	39

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, January 2015, January 2016.
より作成。

第3表 TLTROsによる調達資金の運用目的(2015年7月以降)

(%)

		2015年7月～16年7月のTLTROs				今後のTLTROs			
リファイナンス									
代替対象	貢献	やや貢献	影響なし	不参加	貢献	やや貢献	影響なし	不参加	
預金不足	0	3	97	38	0	6	94	33	
償還債務	4	39	57	36	4	36	60	30	
銀行間取引	8	23	68	37	0	27	73	33	
他の資金供給オペ	42	13	45	38	32	9	59	32	
貸出増加									
非金融企業向け	24	62	14	37	34	45	21	25	
家計の住宅ローン	0	29	70	43	2	30	68	29	
消費者信用等	15	48	37	40	15	41	44	27	
資産購入									
自国ソブリン債	2	2	96	38	0	9	91	26	
その他金融資産	0	4	96	38	0	11	89	26	

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, July 2016. より作成。

(注) (1)原資料により、第2表との重複期間がある。

(2)「今後のTLTROs」は、今回調査時の調査対象銀行による予想。

第4表 TLTROsによる資金状況・貸出への実際的影響(2014年9月～16年1月)
(%)

	2014年9,12月のTLTROs				2015~16年1月のTLTROs			
資金状況への影響								
	貢献	やや貢献	影響なし	不参加	貢献	やや貢献	影響なし	不参加
流動性状況	10	48	43	30	7	46	47	32
市場資金調達状況	4	26	70	30	4	18	78	32
収益改善力	1	33	66	30	1	32	67	32
資本状況改善力	0	14	86	31	0	5	95	38
貸出への影響 (貸出規準)								
非金融企業向け	0	6	94	30	0	9	91	35
家計の住宅ローン	0	2	98	33	0	0	100	36
消費者信用等	0	6	94	30	0	0	100	34
貸出への影響 (貸出条件)								
非金融企業向け	9	33	59	32	0	46	54	35
家計の住宅ローン	0	16	84	33	0	2	98	36
消費者信用等	0	24	76	31	1	10	90	34

(出所) 第2表と同じ。

(注) (1) 「貢献」、「やや貢献」、「影響なし」の数値は、参加行のうちの百分比。

(2) 「不参加」の数値は、調査銀行全体のうちの百分比。

第5表 TLTROsによる資金状況・貸出への実際的影響

(2015年7月以降)(%)

	2015年7月～16年7月のTLTROs				今後のTLTROs			
資金状況への影響								
	貢献	やや貢献	影響なし	不参加	貢献	やや貢献	影響なし	不参加
流動性状況	7	40	53	34	2	45	53	27
市場資金調達状況	6	21	73	34	1	26	74	27
収益改善力	1	53	45	34	1	68	30	26
資本状況改善力	0	9	91	35	0	13	87	29
貸出への影響（貸出規準）								
非金融企業向け	0	3	97	35	2	13	85	27
家計の住宅ローン	0	1	99	33	0	4	96	32
消費者信用等	0	1	99	36	0	4	96	30
貸出への影響（貸出条件）								
非金融企業向け	0	44	56	32	4	44	52	27
家計の住宅ローン	0	11	89	38	2	18	80	32
消費者信用等	0	16	84	35	1	30	69	30

(出所) 第3表と同じ。

(注) (1)各項目の数値の意味は、第4表と同じ。

(2)原資料により、第4表との重複期間がある。

(3)「今後のTLTROs」の数値は、今回調査時の調査対象銀行による予想。

第6表 拡大APPの銀行経営等への影響(2015年4月～16年4月調査)

(%)

	2015年4月調査				
	かなり悪化	やや悪化	影響なし	やや改善	かなり改善
総資産	0	3	85	12	0
流動性状況	1	2	74	23	1
市場資金調達	1	2	48	45	4
収益性状況	1	20	54	23	2
自己資本比率	0	2	89	9	0
2015年10月調査					
総資産	0	5	79	15	0
流動性状況	0	1	75	23	1
市場資金調達	0	1	68	31	1
収益性状況	1	14	68	17	0
自己資本比率	0	2	94	4	0
2016年4月調査					
総資産	0	3	89	8	0
流動性状況	0	0	72	26	2
市場資金調達	0	2	76	21	1
収益性状況	2	26	63	9	0
自己資本比率	0	1	91	8	0

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, April 2015, October 2015, April 2016. より作成。

(注) 各調査時点の過去6か月の実績の百分比。

第7表 拡大APPによる調達資金の運用目的(2015年4月調査)

(%)

	かなり貢献	やや貢献	影響なし
A)市場性資産売却による流動性増加			
(1)リファイナンス			
預金不足の代替	0	2	98
償還債務の代替	0	12	88
インターバンク貸付の代替	0	6	94
ユーロシステムの流動性オペの代替	2	12	86
(2)貸出			
非金融企業向け	2	26	72
住宅ローン	0	16	83
消費者信用等	0	17	82
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	4	96
非ユーロ圏資産	0	4	96
B)企業・家計の預金増による流動性増加			
(1)リファイナンス			
償還債務の代替	0	12	88
インターバンク貸付の代替	0	11	89
ユーロシステムの流動性オペの代替	0	14	86
(2)貸出			
非金融企業向け	3	29	68
住宅ローン	1	22	77
消費者信用等	1	25	74
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	9	91
非ユーロ圏資産	0	0	100

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, April 2015. より作成。

(注) 調査時点の過去6か月の実績の百分比。

第8表 拡大APPによる調達資金の運用目的(2015年10月調査)

(%)

	かなり貢献	やや貢献	影響なし
A)市場性資産売却による流動性増加			
(1)リファイナンス			
預金不足の代替	13	1	86
償還債務の代替	13	9	79
インターバンク貸付の代替	0	6	94
ユーロシステムの流動性オペの代替	4	4	92
(2)貸出			
非金融企業向け	6	33	61
住宅ローン	0	14	86
消費者信用等	0	36	64
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	23	77
非ユーロ圏資産	0	19	80
B)企業・家計の預金増による流動性増加			
(1)リファイナンス			
償還債務の代替	1	15	83
インターバンク貸付の代替	1	14	84
ユーロシステムの流動性オペの代替	0	15	85
(2)貸出			
非金融企業向け	3	22	75
住宅ローン	0	22	78
消費者信用等	0	22	78
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	14	86
非ユーロ圏資産	0	9	91

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, October 2015. より作成。

(注) 第7表と同じ。

第9表 拡大APPによる調達資金の運用目的(2016年4月調査)

(%)

	かなり貢献	やや貢献	影響なし
A)市場性資産売却による流動性増加			
(1)リファイナンス			
預金不足の代替	0	4	96
償還債務の代替	1	8	90
インターバンク貸付の代替	0	3	97
ユーロシステムの流動性オペの代替	3	3	95
(2)貸出			
非金融企業向け	0	20	80
住宅ローン	0	15	85
消費者信用等	1	12	87
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	1	99
非ユーロ圏資産	0	0	100
B)企業・家計の預金増による流動性増加			
(1)リファイナンス			
償還債務の代替	0	11	89
インターバンク貸付の代替	0	14	86
ユーロシステムの流動性オペの代替	2	5	93
(2)貸出			
非金融企業向け	0	30	70
住宅ローン	0	22	78
消費者信用等	0	22	78
(3)資産購入			
ソブリン債を除くユーロ圏内資産	0	1	98
非ユーロ圏資産	0	0	99

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, April 2016. より作成。

(注) 第7表と同じ。

第10表 拡大APPによる貸出行動への影響

(%)

2015年4月の調査					
	貸出規準 (Credit standards)				
	かなり引締め	やや引締め	影響なし	やや緩和	かなり緩和
企業向け	0	1	95	4	0
住宅ローン	0	1	97	3	0
消費者信用	0	1	97	2	0
貸出条件 (Credit terms and conditions)					
企業向け	0	1	80	20	0
住宅ローン	9	1	83	16	0
消費者信用	0	1	96	9	0
2015年10月の調査					
	貸出規準 (Credit standards)				
	かなり引締め	やや引締め	影響なし	やや緩和	かなり緩和
企業向け	1	0	94	5	0
住宅ローン	1	0	97	2	0
消費者信用	1	0	98	2	0
貸出条件 (Credit terms and conditions)					
企業向け	0	0	71	29	1
住宅ローン	0	0	87	13	0
消費者信用	0	0	78	21	1
2016年4月の調査					
	貸出規準 (Credit standards)				
	かなり引締め	やや引締め	影響なし	やや緩和	かなり緩和
企業向け	0	0	96	4	0
住宅ローン	0	0	98	2	0
消費者信用	0	0	100	0	0
貸出条件 (Credit terms and conditions)					
企業向け	0	0	89	10	1
住宅ローン	0	0	86	12	1
消費者信用	0	0	91	8	1

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, April 2015, October 2015, April 2016. より作成。

第11表 マイナス金利政策による銀行貸出等への影響(2016年4月調査)

(%)

	××	×	—	○	◎	ネット
A) ネットの金利収入	18	63	19	0	0	-81
B) 企業向け貸出						
貸出金利	8	40	50	2	0	-45
貸出利鞘	3	29	64	4	0	-27
非金利手数料	1	3	84	12	0	8
貸出額	1	4	89	7	0	2
C) 家計向け住宅ローン						
貸出金利	7	43	48	2	0	-49
貸出利鞘	2	34	60	4	0	-33
非金利手数料	0	2	87	11	0	9
貸出額	0	3	78	19	0	16
D) 住宅ローン以外の家計向け貸出						
貸出金利	6	32	61	2	0	-36
貸出利鞘	2	23	71	4	0	-21
非金利手数料	0	1	87	11	0	10
貸出額	0	3	83	14	0	11

(出所) ECB, *The euro area bank lending survey*, April 2016. より作成。

(注) (1) 調査時点の過去6か月の実績の回答の百分比。

(2) 記号は、「××」が「かなり減少ないし低下」、「×」が「やや減少ないし低下」、「—」が「影響なし」、「○」が「やや増加ないし上昇」、「◎」が「かなり増加ないし上昇」。「ネット」は、増加ないし上昇合計から減少ないし低下を差し引いた数値。