

《論 文》

## 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 ——

岩 見 昭 三

### I. はじめに

筆者は、「EUの『金融危機』と銀行貸出行動」と題する論文を今まで4本発表してきた（岩見【2014(a)】、【2014(b)】、【2015(a)】、【2015(b)】）。その関心の中心は、2008年のリーマンショックに端を発するEUの「金融危機」が銀行貸出行動にどのような影響を及ぼしたのか、また、この貸出行動を規定した要因は何か、であった。

実は、この「金融危機」を収束・緩和させるためにECB（欧州中央銀行）はさまざまな異例の政策を講じてきた。ECBは、これを通常の金融政策と異なる次元の政策手段として、「非伝統的金融政策手段」(Non-standard Monetary Policy Measures) と称している。

しかし、筆者の上記の一連の論文は、ECBの「非伝統的金融政策手段」の貸出への影響を正面から取り上げていなかった。わずかに岩見(2015(b))で、先行研究への論評の関連でOMT(Outright Monetary Transactions: 国債買取プログラム)の影響を論じたにすぎなかった。これは、第一に、「非伝統的金融政策手段」の一つにすぎないOMTしか対象にしていない、しかも、第二に、ECB自身がこのOMTの主要目的を貸出増加としていない、第三に、中小企業向け貸出しか対象にしていない、という限界を有していた。

他方、ECBは、2015年11月の*Economic Bulletin*で、2014年6月以降の「非伝統的金融政策」の貸出増加効果を実証的根拠を示しながら公式に表明している（ECB【2015(c)】）。

したがって、本稿では、この論文が挙げる実証的根拠を再検討することによって、ECBの「非伝統的金融政策」のとくに2014年6月以降の貸出増加効果を検証することを課題とする。

## II .2014年5月以前のECBの「非伝統的金融政策手段」

ECBの「非伝統的金融手段」は2008年9月のリーマンショックから本格化する。この経緯を簡潔にまとめたPhilippe Cour-Thimann and Bernhard Winkler (2013)に主に依拠して、適宜河村小百合 (2014)等を参照して、2014年5月までの主要手段をまとめてみると以下のようになる。

### (1)時期別政策手段

#### ① 2008年10月-10年4月（リーマンショックからギリシャ危機まで）

##### (a) FRFE (Fixed-rate full allotment: 固定金利・全額割当)

従来、金融機関に対してユーロシステムは、有担保のリファイナンス・オペを変動金利入札・固定金額で実施してきたが、2008年10月以降固定金利・全額割当方式で実施することになった。これ以降、金融機関は適格担保があれば、メインリファイナンス金利で無制限に流動性の供給が受けられることになった。

##### (b) LTROによる資金供給期間の拡大

LTRO (Longerterm Refinancing operation: 長期資金供給オペレーション)は民間銀行が資産担保証券などの担保を差し出してECBから資金供給を受けるオペであり、リーマンショック以前から行われていた。しかし、これ以前では資金供給期間は通常3か月であった。それが、2009年6月に最長12か月に拡大された。

Philippine Cour-Thimann et al. (2013) によれば、これは、上記(a)と相まって短期金利低下効果を有する。

(c)担保の適格要件の緩和

上記(b)の LTRO の実施のさいに金融機関から差し出される担保の適格要件も緩和され、一部の貸出債権も担保として認められるようになった。これは、インターバンク貸付の突然の麻痺による流動性不足に対する有効な救済策となる。

(d)通貨スワップ取決め

リーマンショックによって、ユーロ圏では一時的にドル不足に陥った。これに対処するために、ECB がアメリカの連邦準備銀行と相互通貨融通取決め (Reciprocal Currency Arrangements) を締結したのが通貨スワップ取決めである。これによって、大量のドル不足が回避された。

(e) CBPP (Covered Bond Purchase Programme: カバードボンド買い入れオペ)

ユーロシステムが 2009 年 6 月から 10 年 6 月まで、ユーロ圏内発行のユーロ建てカバードボンドを総額 600 億ユーロで買い入れオペしたものである。カバードボンドは、ユーロ圏の大部分の銀行にとって主要資金調達手段となっており、このプログラムによるカバードボンド市場機能の回復によって、銀行の資金調達状況を改善することが目的である。

② 2010 年 5 月 -11 年前半 (ギリシャ危機によるソブリン危機の発生)

○ SMP (Securities Markets Programme: 証券市場プログラム)

2010 年前半からギリシャ国債のデフォルト不安がアイルランド・ポルトガル・スペイン・イタリア国債まで飛び火し、これらの国債流通市場の機能が麻痺し、買い手がなくなり流通利回りが急騰した。民間部門の貸出金利に対する国債のベンチマークとしての

重要性、また、銀行のバランスシートや流動性に対する国債の重要性を鑑みて、この国債市場のみならず民間債市場の機能回復を目的としてユーロシステムが国債と民間債を購入するのが、このSMPである。民間債まで含むのは、ECBが決定した政策金利の実体経済への伝達(Transmission)過程の障害を除去することが目的だからである。

しかし、欧州連合の条約によって国債に関しては流通市場からの購入に限定され、また、中央銀行の流動性状況に影響を与えないように、他方で流動性吸収オペを実施し、供給された流動性は完全に不胎化されることになった。ここで、「金融政策の適切な伝達を確保することがECBの非伝統的金融政策手段の主要動機である」(Philipine Cour-Thimann et al. 【2013】)として、金融政策の伝達経路の修復が非伝統的金融政策の主眼とされていることに注意しておかねばならない。後述するように、2014年6月以降の非伝統的金融政策手段の目的は、これとは異なってくるからである。

③ 2011年後半-14年5月(金融部門の状況悪化にともなうソブリン危機の激化)

○ OMT (Outright Monetary Transactions: 国債買取プログラム)

上記のSMPに替わるものとして、短・中期国債の買い切りオペとして2012年9月にECBが導入を決定したものである。対象国は満期1-3年の国債を金額無制限でユーロシステムによって買入れられるが、SMPと異なり、対象国には厳しい条件が付されている。すなわち、EFSF(欧州金融安定ファシリティー)とESM(欧州安定メカニズム)が示すマクロ経済調整と予防的プログラムの完全な履行が求められ、OMTが実施されたのちも、これらの条件が満たされなければ中止される。発行市場での買入れも含むという意味ではSMPより対象を拡大しているが、厳しい財政再建プロ

グラムを課されている点で、実際には利用しにくいものとなっており、危機鎮静のアナウンスメント効果を狙ったものと解釈できる。

## (2) 評価

ECBは、2014年6月以降の「非伝統的金融政策」手段の目的を、上記のそれ以前の政策手段と異なるものと位置付けるが、その検討に入る前に、上記のそれ以前の政策手段の日米の非伝統的金融手段と比較した特徴を河村小百合(2014)によってまとめておこう。

第一は、有担保方式の資金供給(リファイナンスオペ)を、金融「危機以降の政策対応においても主力に据え、その方式を長期化、金額無制限等に切り替える形で多額の資金供給を行い、危機の収束を図っていたこと」(69ページ)、つまり、金融危機以前でも実施していたリファイナンスオペの拡大が主要手段であったことである。

第二は、逆に、「他の主要中銀が、非伝統的な金融政策運営の主力の手段としているLSAP(大規模な資産買い入れ)を実施せず、異例の形での資産買い切りオペを実施はしたものの、その規模は限定的なものにとどまり、目的もあくまで民間による金融仲介機能の回復ないし活性化、言い換えれば、金融政策のトランスミッション経路の機能回復をねらったものとなっている」(同上)、つまり、資産購入プログラムはあくまで副次的手段にすぎず、ECBの「非伝統的金融政策手段」の主要目的は、金融政策の伝達経路の機能回復にあることである。

第三に、「他の主要中銀とは異なり、金融政策のシグナリング機能は引き続き、政策金利の変更に担わせる形を足許までとっており、……他の主要中銀のように、バランス・シートの規模や、その増加ペースに、金融政策運営のシグナリング機能を持たせることを行ってい

ないこと」、つまり、シグナリング機能の中心はあくまで政策金利であることである。

### Ⅲ .2014年6月以降の「非伝統的金融政策手段」

#### (1)目的

本稿の「Ⅰ .はじめに」で述べたように、ECBは、その公式見解を表明する *Economic Bulletin* の2015年11月のIssue 7において、“The transmission on the ECB’s recent non-standard monetary policy measures” (ECB 【2015(c)】)と題する論文を公表し、2014年6月以降に公表された「非伝統的金融政策手段」と従来のそれとの違いを強調し、その政策の効果を検証している。

本稿「Ⅱ .」でまとめた従来の「非伝統的金融政策手段」は種々の形態があったが、ECBによれば、それらに共通する点は、「ECBの金融政策スタンスの変更を意図したものではなく、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であった」(p.2)。この点は、本稿「Ⅱ .」で検討した Philipine Cour-Thimann et al. (2013) や河村小百合 (2014) も確認しているところであり、「非伝統的金融政策手段」と称しながらも、その目的は従来の金融政策の伝達メカニズムの修復を主眼とするものであった。

ところが、2014年6月から公表された政策手段の目的は、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。その認識の背景にあるのは、弱いインフレ期待、成長の停滞、それに金融の低迷である。この閉塞状況を打開する契機が銀行の貸出行動の活発化と考え、「従来の非伝統的金融政策手段は、銀行による流動性需要に応じてきたが、銀行が貸出縮小の局面に陥った今、それだけで

は不十分になった。銀行が貸出行動を再び活発化させる新たなインセンティブが必要となっている」(ibid.)として、銀行の貸出行動の活発化に重点をおいた「貸出促進政策 (Credit Easing Policies)」が、新たな「調整的な金融政策スタンス」の目的となる。

## (2)政策手段

### ① TLTROs (The Targeted longer-term Refinancing Operations: 条件付き長期資金供給オペ)

これが従来のLTROと異なるのは、Targeted (条件付き)として条件が付されたことにある。従来のLTROは、担保を見返りにユーロシステムから最長3年で流動性を銀行に供給するものであった。しかし、この供給された流動性の用途には制限が課されず、銀行は国債購入に使うことが多く、必ずしも貸出増加効果をもたらさなかった。これに対して、TLTROsでは流動性の貸出への利用が意図され、借入限度額は企業向け貸出・住宅ローンの実際の融資額によって規定され、一定期間内に融資を増加させた銀行は、その増加分の3倍までTLTROsによって借入れることが可能となる。貸出という条件付きでの流動性供給という意味でTLTROsはLTROと異なり、2014年6月に公表され同年9月から実施された。

### ② マイナス金利

ECB理事会は、2014年6月に、預金ファシリティーと最少必要準備額を超えるユーロシステムへの預金に対して、始めてマイナス金利を適用し、本稿執筆時(2016年3月)でもマイナス金利状態が継続している。マイナス金利が今まで持続している理由は、白井さゆり(2015)によれば3点ある。第一は、国債投資・証券投資がマイナス金利によって影響を受けないことである。ユーロ圏の国債への投資家は、非居住者・居住者、短期売買指向・長期保有指向とさまざまであり、キャピタルゲイン目的で国債を売買

したり、域内の社債・株式投資に乗り換える投資家も相応に見込まれるからである。第二は、貸出活動が活発化することである。「企業・家計による潜在的資金需要がある限り、ユーロ圏の金融機関がマイナス金利を回避しようと貸出を促進したり、貸出金利を引き上げても貸出を増やせる可能性」(3-4 ページ)があるからである。第三は、インターバンク市場への影響が小さいことである。「ユーロ圏では域内のクロスボーダー銀行間市場が世界的な金融危機以降分断された状態にあり、マイナス金利は資金余剰の金融機関の銀行間市場での行動にあまり影響を与えそうにない」(4 ページ)からである。これらの論点は、日本銀行が導入したマイナス金利の評価とも関わり、それぞれ慎重に検討されなければならないが、本稿では、第二の論点の貸出増加効果に関して次の「IV」で検証する。

### ③拡大 APP (The Expanded Asset Purchase Programm: 拡大資産購入プログラム)

2014年9月にECBは、ABSPP (The Asset-backed Securities Purchase Programme: 資産担保証券購入プログラム) と CBPP3 (The third Covered Bond Purchase Programme: 第三次カバードボンド購入プログラム) という2つの資産購入プログラムの実施を公表したが、拡大 APP は、これに流通市場での国債購入プログラムを加えたものであり、2015年1月に公表された。これは、上記の債券を毎月600億ユーロ購入し、2016年9月まで続けられる。そして、インフレ率が2%近辺まで届かなければ、それ以降も中期的に継続される。

### (3) ECBによる貸出増加効果の検証

ECB (2015(c)) は、上記の政策手段の効果を、第一に、銀行のバランスシート、資金調達状況、リスク負担能力、第二に、貸出増加、

第三に、マネーサプライに関して検証している。このうち、第二の貸出増加がECBの最大の眼目であるから、貸出増加効果に対するECBの検証を以下検討していく。

### ① TLTROs とマイナス金利による影響

#### (a) 貸出金利低下効果

ECBは、2014年6月以降に公表された上記の政策手段によって貸出金利が低下したと主張する。「貸出金利の低下は種々の要因によって影響された。その要因の一つは、マイナス金利まで陥った短期金融市場金利の一層の低下である。もう一つの要因は、とくに危機国（Vulnerable countries：アイルランド・ギリシャ・スペイン・イタリア・キプロス・ポルトガル・スロベニア）に顕著な『利ざや等の要因』の変動である。これらの要因による貸出金利の低下はTLTROsの主要目的と合致している。TLTROsの主要目的は、需要を拡大させ、活発な回復を促進するために、銀行による貸出供給を刺激し、貸出金利を低下させることだからである」（pp.15-16）。このように、貸出金利の低下の直接的契機は、マイナス金利まで陥った政策金利の引き下げと利ざやの圧縮としたうえで、この背景にはTLTROsの実施があるとされている。

さらに、2014年6月-15年7月の期間における、危機国と非危機国、そのそれぞれにおいてTLTROsの入札に参加した銀行群と不参加の銀行群と、計4グループにおける貸出金利の低下状況を示した図を作成する。同期間において、調査対象銀行のうち、危機国でTLTROsの入札に参加したのは49行であり、不参加は10行である。非危機国で入札に参加したのは43行であり、不参加は71行である。この図にもとづいて、「最初の4回のうち少なくとも1回のTLTROsの入札に参加した危機国の銀行は、危機国・非危機国の入札不参加の銀行よりも貸出金利を低下させた」（p.16.）と

して、TLTROsによる直接的な貸出金利低下効果を主張している。

#### (b)貸出残高増加効果

この貸出金利低下効果の検証に続けて、「貸出残高も、危機国のこれら入札に参加した銀行による今後の貸出行動が活発化するという証拠を示している」(ibid.)と主張しているが、貸出残高の統計的根拠は示されていない。実際、上記の文は、「今後の貸出行動(forthcoming lending behavior)」と将来に関わる事象と、「証拠(evidence)」と過去に関わる事象が混在しており、意味の整合性が保たれていない。この貸出残高統計による実証が欠落しているというのが最大の問題であり、本稿の後半で主として検証するのはこの点に関わる。

また、作成した図にもとづいて、「非危機国の銀行の貸出行動はTLROsの入札とあまり関連していない」(ibid.)として、非危機国におけるTLTROsの入札と銀行の貸出行動との関連性を否定している。実際、図では、非危機国のTLROsの入札参加銀行と非参加銀行との間では貸出金利の有意な差は認められない。

#### ② APPによる影響

ECBは、Bank Lending Survey (BLS)によって、銀行の貸出行動の変化を、貸出規準とその規定要因を中心として四半期毎に調査・公表しているが、この通常の調査以外に当該時期の焦点となっている問題に関して特別アンケート(ad hoc questions)を実施している。このBLSの2015年4月号でのアンケートの主題は、APPが貸出行動に影響を与えたか、である。

このアンケートにもとづき、ECB(2015(c))は、「ユーロ圏の大部分の銀行は、APPは貸出条件(Credit terms and conditions)に対しては大きく、またそれよりも小さいけれど貸出規準に影響した」(ibid.)としてAPPによる貸出行動への影響を主張している。その

根拠を作成した図に依拠して以下のように論じる。「調査対象銀行のネットの約5%は、今後6か月に企業向け貸出と住宅ローンの貸出規準を緩和させると回答した。消費者信用に対しては大きな影響は認められない。直近6か月でAPPが前四半期比で貸出条件を緩和させたという回答が企業向け貸出ではネットで19%、住宅ローンではネットで15%に達し、消費者信用・その他では同8%だった。今後6か月では、企業向け貸出では同33%、住宅ローンでは同23%、消費者信用・その他では同14%のAPPの貸出条件緩和効果が予想される」(ibid.)と、とくに貸出条件に関してAPPは緩和効果を有したと主張している。しかし、このアンケート回答は2015年4月公表のスポット回答であり、APPによる影響は時系列での検証と各国別検証によって慎重に検討されなければならない。

#### (4) 検証の方法的問題

以上のようにECB(2015(c))は2016年6月以降の「非伝統的金融政策手段」の有効性を主張するが、これにはいくつかの方法的問題がある。

第一に、TLTROsによる貸出金利の低下が、とくに危機国において顕著に認められると実証的根拠を挙げて主張しているが、貸出金利の低下は必ずしも貸出残高の増加をもたらさない。これは、低金利状況の下で世界の各中央銀行が金利政策の貸出増加効果の低下に直面し、金利政策以外の方法を模索していることから明らかである。もちろん、貸出増加効果が低下したとはいえ、貸出金利低下が僅かでも貸出増加に寄与していれば、TLTROsの有効性が認められるが、貸出残高増加の資料が示されないかぎり、有効性の判断は保留せざるをえない。

第二に、拡大APPによる貸出条件の緩和をBLSにもとづいて主張しているが、同様に、貸出条件の緩和は必ずしも貸出残高の増加

をもたらさない。貸出条件の緩和自体は、企業が借入を銀行に申請したときに以前よりも借入れやすくなったこと、つまり、「貸し渋り」状況が緩和されたことを意味するにすぎず、企業側の借入需要の存在を前提した次元での問題だからである。これに対して、実際の貸出は、銀行側の資本・資金状況とともに企業側の借入需要によっても規定されるため、銀行側が貸出条件をいくら緩和しても、企業側での借入需要が伸びていなければ増加しない。したがって、拡大APPによる貸出条件の緩和は、それが貸出増加に寄与していれば有効性が認められるが、貸出残高増加の資料が示されないかぎり、有効性の判断は保留せざるをえない。

第三に、TLTROsと拡大APPの有効性の判断の鍵となる貸出残高の統計的根拠が挙げられていないことである。前述箇所（本稿Ⅲ.(3)、①、(b)）で引用したように、「貸出残高も、危機国のこれら（TLTROs…引用者）の入札に参加した銀行による今後の貸出行動が活発化するという証拠を示している」と主張されるだけで、この引用文中の「証拠」はどこにも示されていない。

したがって、「危機国」に対するTLTROsと拡大APPの有効性を判断するためには、これら諸国における貸出残高が、貸出残高目的を明確に掲げた2014年6月の「非伝統的金融政策」以降から増加したのかどうか、が焦点となる。

#### Ⅳ. 「危機国」における企業の借入申請結果と企業向け貸出残高

##### (1) ユーロ圏全体

##### ① 企業の借入申請結果

ECBは、前述（本稿Ⅲ.(3)、②）のように、BLSの2015年4月号での特別アンケートにもとづいて拡大APPの貸出条件緩和効果を主

張している。ここで言う貸出条件は、「担保要求」、「契約条項」、「標準貸出に対するマージン」、「危険貸出に対するマージン」、「貸出期間」、「非金利手数料」、「貸出金額」である。しかし、BLSの貸出条件に関する時系列データは2015年の途中の値からしか開示されていないので、本稿ではその代理として、SAFE (Survey on The Access to Finance of Enterprises in the Euro Area) での借入申請結果の時系列データを用いる。SAFEは、借入を意図した非金融企業（以下、企業と略称）に、主に銀行借入に関して調査した統計であり、借入申請結果のアンケートは、次の8つの選択肢から回答を求めている。「申請額の全額が承認（全額承認）」、「申請額の大部分が承認（大部分承認）」、「申請額の一部のみ承認（一部分承認）」、「申請額の僅少部分（limited parts）のみ承認」、「交渉継続」、「却下」、「金利高理由による辞退」、「却下予想による辞退」のなかから一つを選択させ、総回答数における各選択肢の割合を算出する。この統計は、企業側から見た銀行の貸出条件とみなされるため、これを用いて銀行側の貸出条件の変化を辿り、拡大APPの貸出条件緩和への効果を検証していく。ただし、国によっては中小企業にたいしてのみしか調査されていないため留意する必要がある。

第1図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、ユーロ圏の企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の66.0%から同年後半に70.1%、15年前半には72.9%と、2014年後半以降上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の8.3%から同年後半に5.7%、15年前半には5.8%と、2014年後半以降概ね低下傾向を示していること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の8.4%から同年後半に6.5%、15年前半には5.1%と、2014年後半以降低下していることが分かる。

これらの事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させたことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPは効力を有したと認められる。

## ②企業への貸出残高

第2図は、ECBの金融統計にもとづき、ユーロ圏内銀行によるユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期（1年以上）、短期（1年以下）とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の3兆3,007億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には3兆2,978億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の8,630億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には8,559億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の4兆1,637億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には4兆1,538億ユーロへと、僅かであるが減少していることが分かる。

第1図と第2図の結果を総合すると、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになる。つまり、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高が逆に減少したという意味で、ユーロ圏全体ではまだ成果を挙げていないことが確認できる。

しかし、ECB（2015(c)）は、2014年6月以降の「非伝統的金融政策」は「危機国」においては成功している、と評価しているので、以下、「危機国」に挙げているアイルランド・ギリシャ・スペイン・イタリア・ポルトガル・スロベニア・キプロスの状況を個別に検証してみよう。

## (2)アイルランド

### ①企業の借入申請結果

第3図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、アイルランドの中小企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の37.1%から同年後半に42.0%、15年前半には57.6%と、2014年後半以降上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の16.2%から同年後半に18.7%、15年前半には16.7%と、2014年後半以降一時的に上昇したものの落ち着いてきていること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の9.4%から同年後半に13.5%、15年前半には1.5%と、2014年後半以降変動を大きくしていること、第四に、「却下」と「僅少部分のみ承認」の合計を「事実上の却下」として、これと「全額承認」を対比すると、「全額承認」が14年前半の37.1%から直近の15年前半の57.6%へ上昇しているのに対し、「事実上の却下」が14年前半の25.6%から直近の15年前半には18.2%に低下していることが分かる。

これらの事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させたことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPはアイルランドにおいても効力を有したと認められる。

## ②企業への貸出残高

第4図は、ECBの金融統計にもとづき、アイルランドの銀行による自国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の464億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には342億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の232億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には163億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残

高が2014年第Ⅱ四半期の696億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には505億ユーロへと、激減していることが分かる。

第3図と第4図の結果を総合すると、ユーロ圏全体と同様に、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになり、減少速度はアイルランドのほうがユーロ圏全体よりも大きい。つまり、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、アイルランドにおいても貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高が逆に激減したという意味で、アイルランドではまだ成果を挙げていないことが確認できる。

### (3)ギリシャ

#### ①企業の借入申請結果

第5図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、ギリシャの中小企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の20.7%から同年後半に21.0%、15年前半には31.2%と、2014年後半以降やや遅れて上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の23.6%から同年後半に21.5%、15年前半には15.6%と、大きく低下していること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の22.2%から同年後半に19.7%、15年前半には7.3%と、大きく低下していること、第四に、「却下」と「僅少部分のみ承認」の合計を「事実上の却下」として、これと「全額承認」を対比すると、「全額承認」が14年前半の20.7%から直近の15年前半の31.2%へ上昇しているのに対し、「事実上の却下」が14年前半の45.8%から直近の15年前半には22.9%へと大きく低下していることが分かる。

これらの事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させ

たことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPはギリシャにおいても効力を有したと認められる。

## ②企業への貸出残高

第4図は、ECBの金融統計にもとづき、ギリシャの銀行による自国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の622億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には590億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の334億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には306億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の956億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には896億ユーロへと、減少していることが分かる。

第5図と第6図の結果を総合すると、ユーロ圏全体と同様に、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになり、減少速度はアイルランドと同様にギリシャのほうがユーロ圏全体よりも大きい。つまり、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、ギリシャにおいても貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高が逆に激減したという意味で、ギリシャでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

## (4)スペイン

### ①企業の借入申請結果

第7図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、スペインの企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の56.7%から同年後半に65.9%、15年前半には63.9%と、

2014年後半以降上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の8.4%から同年後半に6.2%、15年前半には7.0%と、低下していること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の14.2%から同年後半に9.7%、15年前半には7.8%と、大きく低下していること、第四に、「却下」と「僅少部分のみ承認」の合計を「事実上の却下」として、これと「全額承認」を対比すると、「全額承認」が14年前半の56.7%から直近の15年前半の63.9%へ上昇しているのに対し、「事実上の却下」が14年前半の22.6%から直近の15年前半には14.8%へと大きく低下していることが分かる。

これらの事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させたことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPはスペインにおいても効力を有したと認められる。

## ②企業への貸出残高

第8図は、ECBの金融統計にもとづき、スペインの銀行による国内ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の4,536億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には4,135億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の1,067億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には979億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の5,604億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には5,114億ユーロへと、減少していることが分かる。

第7図と第8図の結果を総合すると、ユーロ圏全体と同様に、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになり、

減少速度はアイルランド・ギリシャと同様に、スペインのほうがユーロ圏全体よりも大きい。つまり、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、スペインにおいても貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高が逆に激減したという意味で、スペインでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

#### (5) イタリア

##### ①企業の借入申請結果

第9図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、イタリアの企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の51.7%から同年後半に59.3%、15年前半には67.3%と、2014年後半以降上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の11.9%から同年後半に7.7%、15年前半には5.8%と、大きく低下していること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の15.1%から同年後半に9.4%、15年前半には6.1%と、大きく低下していること、第四に、「却下」と「僅少部分のみ承認」の合計を「事実上の却下」として、これと「全額承認」を対比すると、「全額承認」が14年前半の51.7%から直近の15年前半の67.3%へ上昇しているのに対し、「事実上の却下」が14年前半の27.0%から直近の15年前半には11.9%へと大きく低下していることが分かる。

これらの事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させたことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPはイタリアにおいても効力を有したと認められる。

##### ②企業への貸出残高

第10図は、ECBの金融統計にもとづき、イタリアの銀行による自

国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の5,124億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には5,151億ユーロへ僅かに増加していること、第二に、短期貸出残高のほうは、2014年第Ⅱ四半期の3,042億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には2,881億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、長期の貸出の増加額よりも短期貸出の減少額のほうが上回り、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の8,166億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には8,032億ユーロへと、減少していることが分かる。

第9図と第10図の結果を総合すると、ユーロ圏全体と同様に、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高合計は、逆に減少したことになる。ただし、長期貸出残高が増加しているため、減少速度はアイルランド・ギリシャ・スペインよりも小さい。いずれにせよ、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、イタリアにおいても貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高合計が逆に減少したという意味で、イタリアでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

#### (6)ポルトガル

##### ①企業の借入申請結果

第11図は、SAFEの借入申請結果の調査にもとづき、ポルトガルの中小企業の借入申請結果のうち、「全額承認」、「却下」と「僅少部分のみ承認」を図示したものである。ここから、第一に、「全額承認」が2014年前半の55.2%から同年後半に68.0%、15年前半には65.7%と、2014年後半以降上昇していること、第二に、「却下」が2014年前半の7.7%から同年後半に6.8%、15年前半には11.2%と、上昇していること、第三に、「僅少部分のみ承認」が2014年前半の5.5%から同

年後半に3.6%、15年前半には3.0%と、低下していること、第四に、「却下」と「僅少部分のみ承認」の合計を「事実上の却下」として、これと「全額承認」を対比すると、「全額承認」が14年前半の55.2%から直近の15年前半の65.7%へ上昇しているのに対し、「事実上の却下」が14年前半の13.2%から直近の15年前半には14.2%へと僅かに上昇していることが分かる。つまり、「全額承認」が大きく上昇している一方で、「事実上の却下」はほぼ横ばいで推移しているという事実は、借入企業から見て、借入申請したときに借りやすくなったことを意味し、銀行側から見れば、貸出条件を緩和させたことになる。このかぎりにおいて、2014年以降の「非伝統的金融政策手段」のとくに拡大APPはポルトガルにおいても効力を有したと認められる。

## ②企業への貸出残高

第12図は、ECBの金融統計にもとづき、ポルトガルの銀行による自国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の658億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には628億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の229億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には209億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の874億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には838億ユーロへと、減少していることが分かる。

第11図と第12図の結果を総合すると、ユーロ圏全体と同様に、銀行側が貸出条件を緩和し、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになり、減少速度はアイルランド・ギリシャ・スペインと同様に、ポルトガルのほうがユーロ圏全体よりも大きい。つまり、2014年以降の貸出

増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、ポルトガルにおいても貸出条件の緩和という次元までは成功したが、貸出残高が逆に激減したという意味で、ポルトガルでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

#### (7)スロベニア

##### ①企業向け貸出規準の変化

SAFEではスロベニアとキプロスが調査されていないため、上記の借入申請結果の代理としてBLSの貸出規準調査を利用して、銀行側の貸出条件の変化を検討する。この統計は、対象銀行に対して、貸出規準を前四半期と比較して、「厳しくした」あるいは「緩和させた」のかを調査し、「厳しくした」と回答した銀行数から「緩和させた」と回答した銀行数を引き、その差の銀行数を調査対象全銀行数で割り、百分比を算出する。さらに、「厳しくした」を、「かなり厳しくした」と「いくらか厳しくした」に分け、前者を1、後者を0.5にスコアづけし、「緩和させた」も「かなり」と「いくらか」を同様にスコアづけし、差の数値を調査対象全銀行数で割った“diffusion index (DI)”も用いられる。本稿でも、このDIを用いる。

注意しておかねばならないのは、これは前四半期と比較しての変化の程度を示す指標であり、貸出規準の絶対的水準を意味していないということである。

第13図は、BLSの統計にもとづき、上記の方法でスロベニアの主要銀行による企業向け貸出規準の前四半期比の変化のDIを示している。これによれば、2014年第Ⅱ四半期におけるDIはゼロであり、前四半期では貸出規準を厳しくした銀行はネットでゼロである。その後、14年第Ⅲ四半期に10を記録した以外はDIはゼロが続き、16年第Ⅰ四半期の速報ではDIは-10に低下することから、14年後半以降は貸出規準の厳格化は進行していないとみなされる。

この貸出規準の厳格化の進行が終息したという意味で、2014年後半以降の ECB の「非伝統的金融政策手段」はスロベニアにおいても効力を有したことが認められる。

## ②企業への貸出残高

第14図は、ECBの金融統計にもとづき、スロベニアの銀行による自国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の99億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には85億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の36億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には21億ユーロへ減少していること、第三に、その結果、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の135億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には106億ユーロへと、減少していることが分かる。

第13図と第14図の結果を総合すると、銀行側が貸出規準の厳格化をほぼ終息させ、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期・短期とも減少したことになり、減少速度はアイルランド・ギリシャ・スペイン・ポルトガルと同様に、スロベニアのほうがユーロ圏全体よりも大きい。つまり、2014年以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、スロベニアにおいて貸出規準の厳格化の終息という次元までは成功したが、貸出残高が逆に激減したという意味で、スロベニアでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

## (7)キプロス

### ①企業向け貸出規準の変化

SAFEではスロベニアとキプロスが調査されていないため、キプロスでもBLSの貸出規準調査を利用して、スロベニアの場合と同様の方法で銀行側の貸出条件の変化を検討する。

第15図は、BLSの統計にもとづき、上記の方法でキプロスの主要銀行による企業向け貸出規準の前四半期比の変化のDIを示している。これによれば、2014年第Ⅱ四半期におけるDIは25であり、第Ⅲ四半期に38に上昇させたのちは、2015年第Ⅰ四半期まで13を経たあと、直近の16年第Ⅰ四半期までゼロを続け、貸出規準を厳しくした銀行はネットでゼロで進行中であり、15年第Ⅱ四半期以降は貸出規準の厳格化は進行していないとみなされる。

この貸出規準の厳格化の進行が終息したという意味で、2015年第Ⅱ四半期以降のECBの「非伝統的金融政策手段」はスロベニアにおいても効力を有したことが認められる。

## ②企業への貸出残高

第16図は、ECBの金融統計にもとづき、キプロスの銀行による自国ないしユーロ圏内企業向け貸出残高のうち、長期・短期とそれらの合計を図示したものである。ここから、第一に、長期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の177億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には168億ユーロへ減少していること、第二に、短期貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の562億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には569億ユーロへ微増していること、第三に、しかし、この短期貸出の微増分よりも長期貸出の減少分のほうが大きいため、合計の貸出残高が2014年第Ⅱ四半期の234億ユーロから、直近の15年第Ⅲ四半期には225億ユーロへと、減少していることが分かる。

第15図と第16図の結果を総合すると、銀行側が貸出規準の厳格化をほぼ終息させ、企業側が借入れしやすくなったにもかかわらず、貸出残高は、逆に、長期貸出残高の減少が大きかったため、貸出残高合計では14年6月以前よりも減少したことになる。つまり、2014年6月以降の貸出増加を目的とした「非伝統的金融政策」は、キプロスにおいて貸出規準の厳格化の終息という次元までは成功したが、

貸出残高が逆に減少したという意味で、キプロスでもまだ成果を挙げていないことが確認できる。

## V. 結論

ECBは、2014年6月以降に実施した「非伝統的金融政策」の目的を、従来のそれとは異なるものとして、すなわち、貸出増加を促進するものとして設定していた。そして、2015年11月に公表した論文（ECB【2015(c)】）において、その目的の達成を主張していた。

本稿は、この主張に対して企業向け貸出に関して以下の問題点を指摘した。第一に、銀行側の貸出条件の緩和、企業側の借入申請の充足という意味で、借入を申請したときの条件の改善は見られたものの、それと実際の貸出残高の増大は別次元の問題であり、前者の事実によって必ずしも後者の事実が根拠づけられないこと、第二に、ECBが「危機国」として挙げている国—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—すべてと、ユーロ圏全体でも、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「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こと、第三に、貸出条件・借入条件を従来より整えたにもかかわらず貸出残高が伸びていないという事実は、貸出残高減少・低迷の原因は、企業が借入申請する前の状況にあることを意味している。

しかし、本稿では、この「企業が借入申請する前の状況」を分析することができなかった。

この点は今後に残された第一の課題である。また、本稿が対象としたのは企業向け貸出残高であり、家計向けとくに住宅ローンについては対象外であった。この検証は、「非伝統的金融政策」の有効性の検証にとつて不可欠の作業であり、この点が今後に残された第二の課題である。

<主要参考文献>

- ・ Acharya,V.,Drechsler.and Schnabl,P., (2014) “A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk” *Journal of Finance* Vol.69,Issue6.
- ・ Altavilla C.,Pagano M.and Simonelli S., (2015) “Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission” *CSEF Working Paper*,No.410,2015.
- ・ Bonci,R. (2011) : “Monetary Policy and the Flow of Funds in the Euro Area” *Working Paper Series* No.1402,ECB,Dec.2011.
- ・ Claeyes,G,A.Mandra (2015) : “European Central Bank quantitative easing:the detailed manual” , *Bruegel Policy Contribution*, ISSUE 2015/02,11 March.
- ・ Drudi,F.Durré,A.and Mongelli,F. (2012) : “The interplay of economic reforms and monetary Policy:the case of the euro are” *Working Paper Series* No 1467,ECB, September 2012.
- ・ ECB (2011 (a)) : “The ECB’ s Non-standard Measures-Impact and Phasing-out” , *Monthly Bulletin*,July 2011.
- ・ — (2011 (b)) :*The Monetary Policy of the ECB*,Frankfurt am Main.
- ・ — (2014) : “Targeted longer-term refinancing operations:Updated modaliteis” ,29 July 2014.
- ・ — (2015 (a) ) : “The Governing Council’ s expanded asset purchase programme” *Economic Bulletin*,Issue 1,Feb.2015.
- ・ — (2015 (b)) : “The role of the central bank balance sheet in monetary theory” *Economic Bulleinn*,Issue4,June 2015.
- ・ — (2015 (c) ) : “The transmission of the ECB’ s recent non-standard monetary policy measures” , *Economic Bulletin*,Issue 7,Nov.2015.
- ・ Eser,F.and B.Schwaab (2013) : “Assessing Asset Purchases within

- the ECB' s Securitie Markets Programme” ,*Working Paper Series* No.1587,ECB,September 2013.
- Giannone,D., Lenza,M., Pill,H., and Reichlin,L. (2012) : “The ECB and the Interbank Market” , *Discussion Paper* No.8844,CEPR,February 2012.
  - Goodhart,C.A.E. (2014) : “Lessons for monetary policy from the Euro-area crisis” ,*Journal of Macroeconomics*,39 (Part B) .
  - Henning,C.R. (2015) : “The ECB as aStrategic Actor:Central Banking in a Politically Fragmented Monetary Union” ,*School of Service Research Paper* 2015-1,Washington,D.C.
  - Peersman,G. (2011) : “Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area” ,*Working Paper Series* No.1397,ECB,November 2011.
  - Philippine Cour-Thimann and Bernard Winkler (2013) : “The ECB' s Non-standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure” ,*Working Paper Series* No. 1528,ECB,April 2013.
  - Pradhan,M. (2015) : “QE in the Euro Area” ,Presentation at the Euro50Group Coference “Monetary policy in times of turbulence” ,Frankfurt,30-31 March.
  - Rajan,R. (2013) : “A step in the dark:unconventional monetary policy after the crisis” , Andrew Crockett Memorial Lecture at the Bank for International Settlements (BIS) , 23 June.
  - Seth Carpenter,Selva Demiralp and Jens Eisenschmidt (2013) : “The Effectiveness of the Non-standard Policy Measures during the Financial Crises The Experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank” ,*Working Paper Series* No.1562,ECB, July

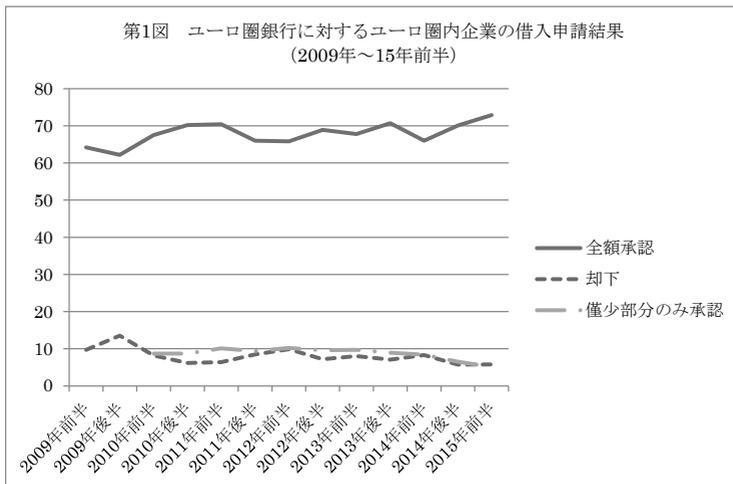
2013.

- ・ Stefano Micossi (2015) : “The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)” , *CEPS SPECIAL REPORT* No.109,May 2015.
- ・ Victor Constâncio (2014 (a)) : “Recent challenges to monetary policy in the euro area” , speech at the Athens Symposium on Banking Union,Monetary Policy and Economic Growth,ECB,June 19 2014.
- ・ — (2014 (b) ) : “The new phase of the ECB’ s monetary policy” ,speech at the ECB’ s workshops on non-standard monetary policy measures,ECB,October 6,2014.
- ・ Wyplosz,C. (2013) : “Non-Standard Monetary Policy Measures-An Update” ,European Parliament Directorate General for Internal Policies,Policy Department A:Economic and Scientific Policy,P/A/ECON/NT/2013-03.
- ・ 岩見 昭三 (2014 (a)) : 「EUの『金融危機』と銀行貸出行動(1)—ECBの統計 (BLS) による分析—」、『社会科学雑誌』(奈良学園大学社会科学学会)、第10巻、2014年6月。
- ・ — (2014 (b)) : 「EUの『金融危機』と銀行貸出行動(2)—企業向け貸出規準と貸出残高動向—」、『社会科学雑誌』、第11巻、2014年12月。
- ・ — (2015 (a)) : 「EUの『金融危機』と銀行貸出行動(3)—中小企業からの視点—」、『社会科学雑誌』、第12巻、2015年6月。
- ・ — (2015 (b)) : 「EUの『金融危機』と銀行貸出行動(4)—中小企業向け貸出の規定要因—」、『社会科学雑誌』、第13巻、2015年12月。
- ・ 河村 小百合 (2014) : 「海外主要中央銀行による非伝統的による金融政策運営と課題」、『JRIレビュー』、Vol.No.19.
- ・ 白井 さゆり (2015) : 「日本銀行と欧州中央銀行 (ECB) の非伝統的金融政策」(ブリュッセル年次総会でのパネルディスカッション (9

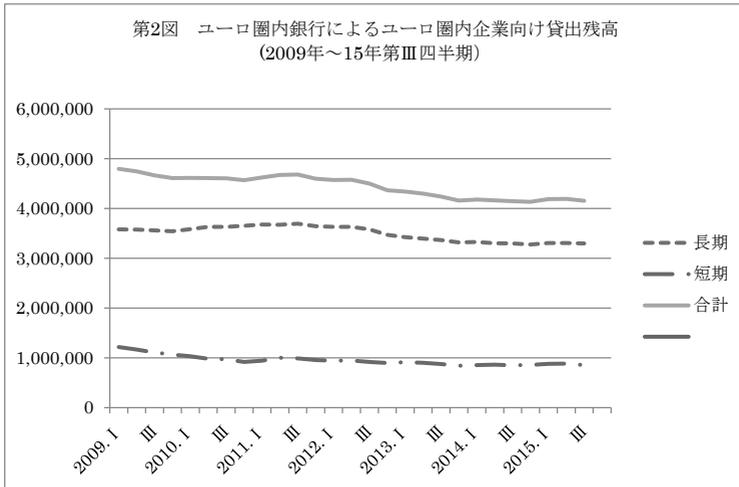
月8日)「金融政策とセントラルバンキング：世界の見通し」における発言要旨の邦訳)、日本銀行、2015年9月9日。

・高屋 定美 (2015)：『検証 欧州債務危機』中央経済社、2015年12月。

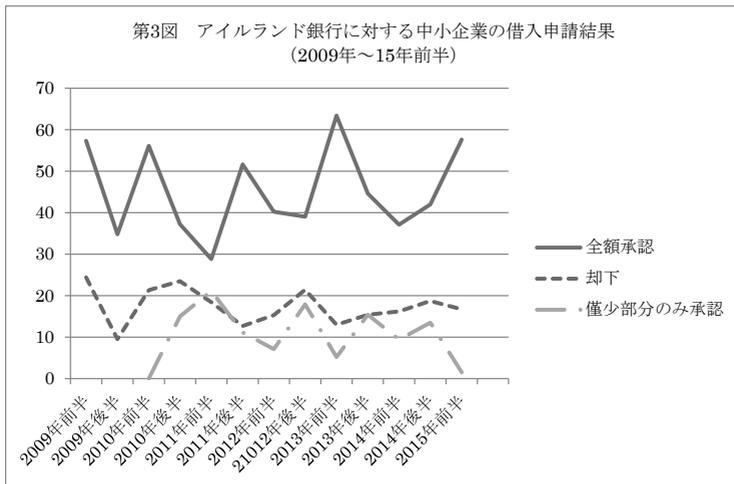
【図表】



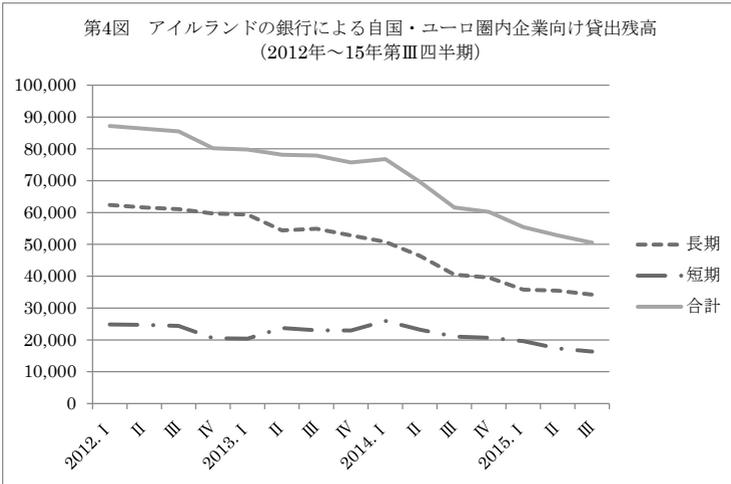
(注) 単位は%。(出所) SAFE, various issues.



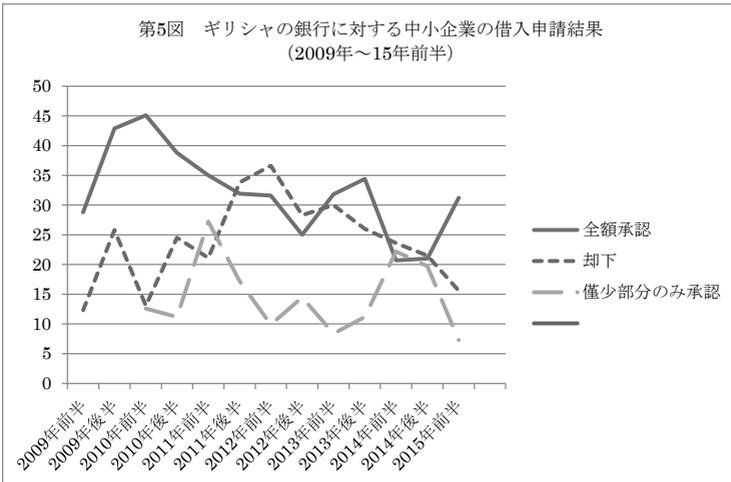
(注)単位は、100万ユーロ。(出所) ECB, *Monetary and financial statistics*.



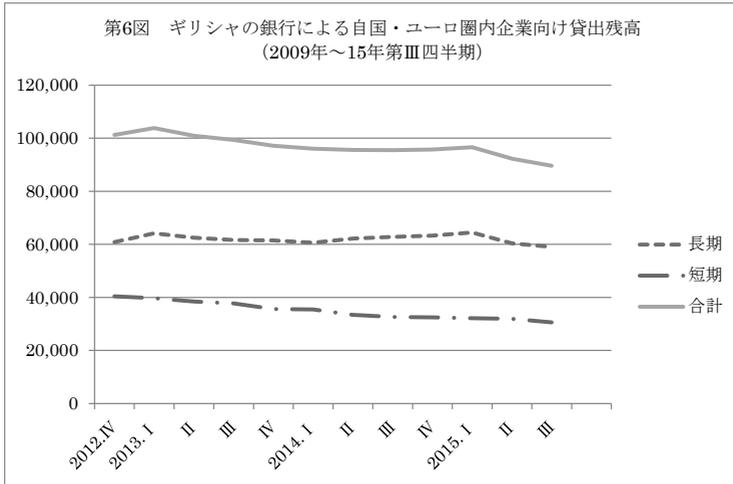
(注)、(出所)とも第1図と同じ。



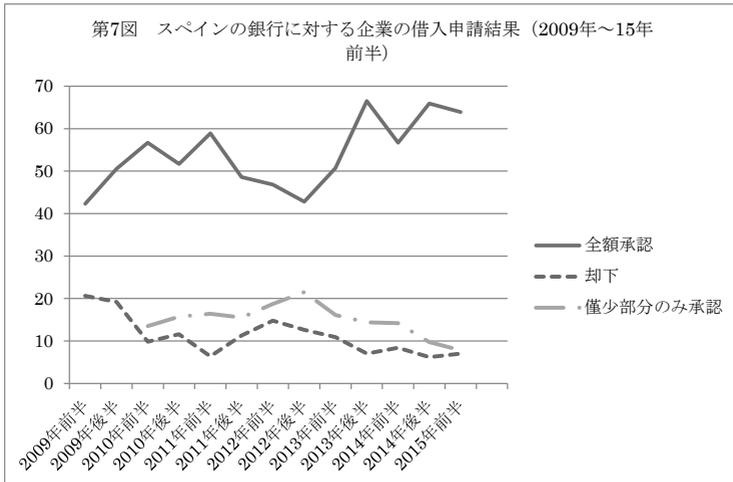
(注)、(出所)とも第2図と同じ。



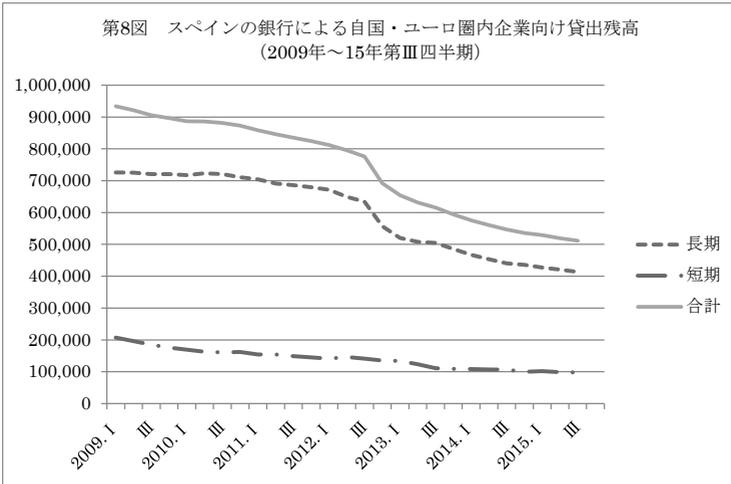
(注)、(出所)とも第1図と同じ。



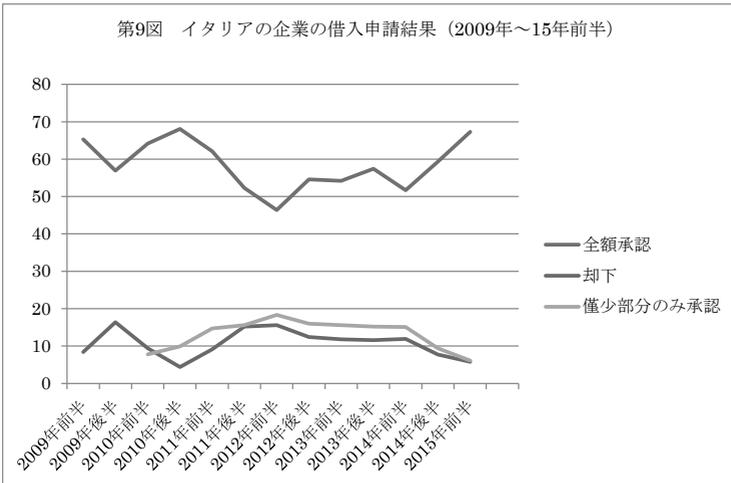
(注)、(出所)とも第2図と同じ。



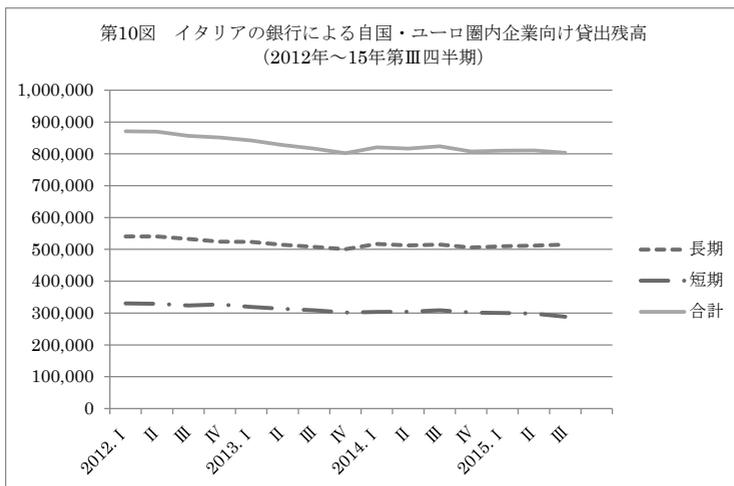
(注)、(出所)とも第1図と同じ。



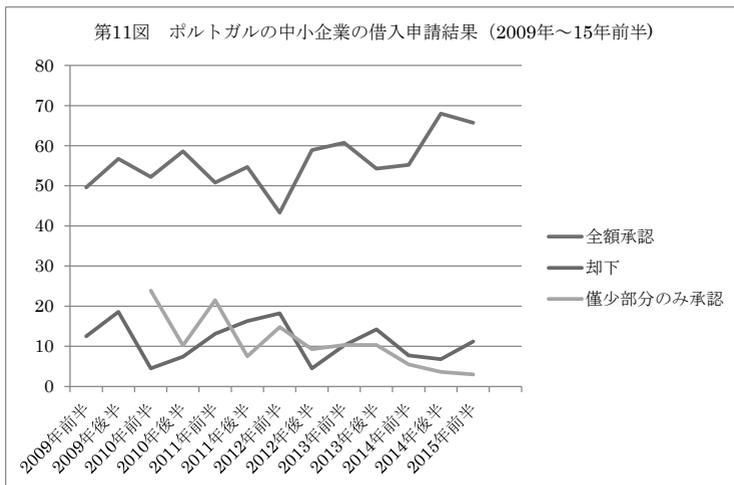
(注)、(出所)とも第2図と同じ。



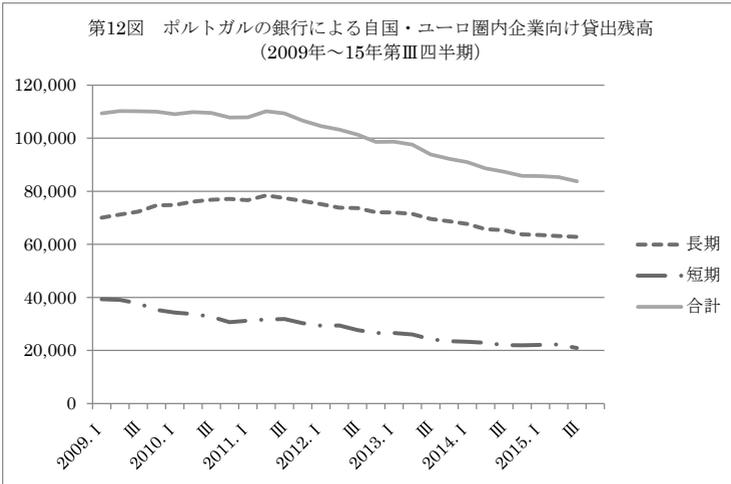
(注)、(出所)とも第1図と同じ。



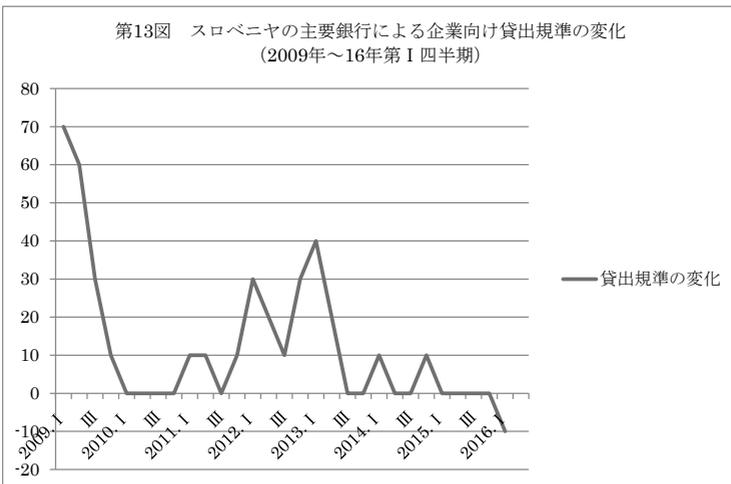
(注)、(出所)とも第2図と同じ。



(注)、(出所)とも第1図と同じ。

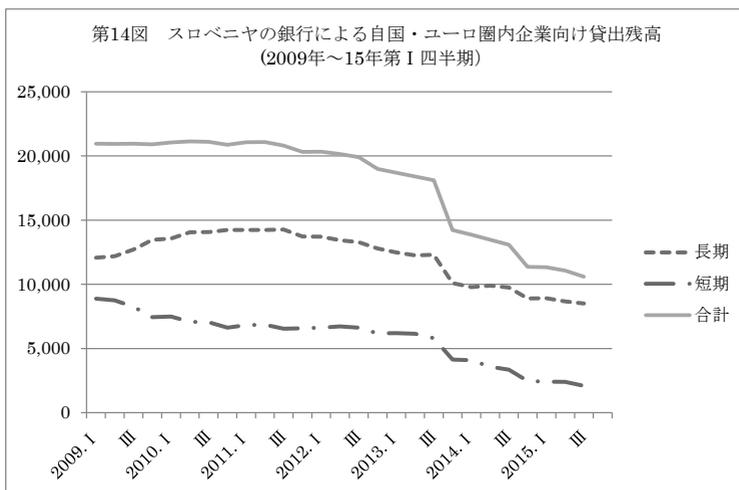


(注)、(出所)とも第2図と同じ。

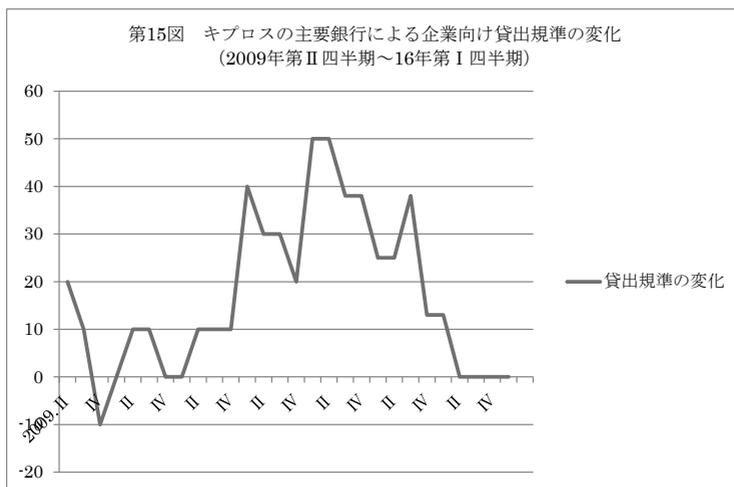


(注) 対前四半期比でのネットの厳格化率で、単位は%。

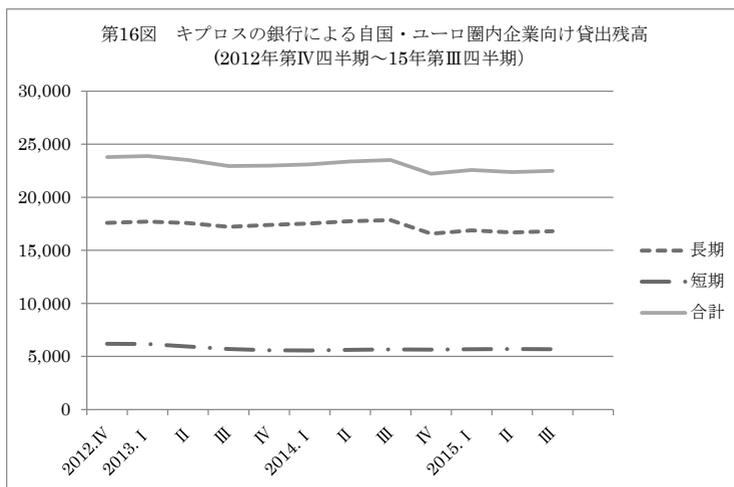
(出所) ECB, *BLS*, various issues.



(注)、(出所)とも第2図と同じ。



(注)、(出所)とも第13図と同じ。



(注)、(出所)とも第2図と同じ。

