

燻る金融不安とユーロ圏経済の行方 —リスクは貸し渋りと実体経済悪化の悪循環—

2023/6

三井物産戦略研究所
国際情報部
平石隆司

Summary

- 米国の金融不安が欧州へも飛び火、政策当局の迅速な対応で市場は落ち着きを取り戻しつつあったが、米FRC破綻を契機に、再び不安定化するなど、金融不安は完全には払拭されていない。
- ユーロ圏の銀行セクターは、リーマンショック、欧州ソブリン債務危機時に大打撃を受けたが、その教訓を受け、その後監督体制整備と規制強化や銀行の健全化が進み、金融不安への耐性は大幅に高まった。当面金融不安は燻り続けるだろうが、深刻な景気後退を伴う金融危機へと発展する蓋然性は小さい。
- リスクシナリオは、金融不安を受けた銀行の貸し渋りが実体経済悪化と不良債権増加を招き、さらなる金融不安につながるという悪循環の激化。「弱い環」として、不動産セクターの動向を注視する必要がある。

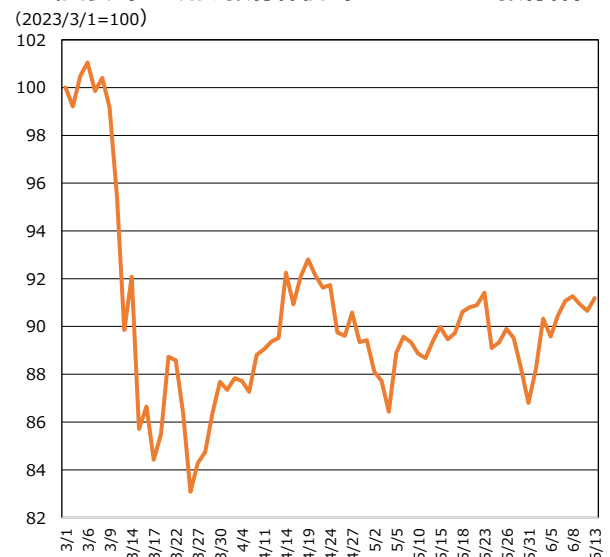
1. はじめに

2023年3月のSVB（シリコンバレー・バンク）の破綻を端緒とした米国の金融不安は欧州へも飛び火、広範な銀行株の急落やクレディ・スイスの経営危機をもたらした。金融市場は、日米欧6中銀¹による市場へのドル供給の拡充やスイス金融当局の支援に支えられたUBSによるクレディ・スイスの救済合併等の迅速な対応によって、落ち着きを取り戻しつつあったが、米国での5月初めのFRC（ファースト・リパブリック・バンク）破綻の影響で欧州でも再び銀行株が売り込まれるなど、金融不安は払拭されていない（図表1、2）。

2008年のリーマンショック、それに続く2009年以降の欧州ソブリン債務危機時にはユーロ圏の銀行の脆弱性が際立ち、金融危機への政策当局の対応手段も未整備であったため、危機の制御に手間取り実体経済への影響が深刻化、ユーロ圏経済は長期低迷に苦しんだ。

今回の金融不安は、欧州において深刻な景気後退を伴う金融危機へ発展するのだろうか。燻り続ける金融不安の構図を整理し、実体経済の行方を考察する。

（図表1）欧州の銀行株価（STOXX 600銀行株）



出所：Bloombergから三井物産戦略研究所作成

¹ FRB（米連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行、BOE（英国中央銀行）、BOC（カナダ中央銀行）、SNB（スイス中央銀行）の6行。

(図表2) 時系列で見た欧米の金融不安

年月日	出来事
2022年3月17日	<ul style="list-style-type: none"> インフレの加速に対しFRBは、コロナ禍で2020年3月以来続けたゼロ金利政策を転換、FFレート誘導水準を0.25-0.50%へ引き上げ。2023年5月まで計10回、5.00%ポイントの急速かつ大幅な利上げを継続中。
2022年7月27日	<ul style="list-style-type: none"> ECBも、2014年6月以来続けたマイナス金利政策を転換。預金ファシリティ金利を-0.50%から0.00%へ引き上げ。2023年5月まで計7回、3.75%ポイントの急速かつ大幅な利上げを継続中。
2023年3月10日	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業との取引が中心の、資産規模2,090億ドル、全米16位（2022年末）のSVB（シリコンバレー・バンク）が、保有債券の含み損の拡大等を背景に急速な預金流出に見舞われ破綻。 3月27日にファースト・シチズンズ・バンクシェアーズがSVB買収を発表。
2023年3月12日	<ul style="list-style-type: none"> 暗号資産（仮想通貨）関連企業との取引が中心の、資産規模1,103億ドル、全米29位（2022年末）のシグネチャー・バンクがSVB同様預金流出に見舞われ破綻。 3月19日にNYCB（ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ）傘下のフラッグスター・バンクがシグネチャー・バンク買収を発表。
2023年3月12日	<ul style="list-style-type: none"> 米財務省、FRB、FDIC（米連邦預金保険公社）は、SVBに加え、この日破綻したシグネチャー・バンクの預金者の預金の全額保護を発表（通常は1口座25万ドルが上限）。 FRBは、流動性対策として米国債やMBS（住宅ローン担保証券）等、適格担保を額面で評価し最長1年の貸し出しを行うBTFP（Bank Term Funding Program）を発表。
2023年3月19日	<ul style="list-style-type: none"> 米国の金融不安が欧州へも飛び火。米投資会社との取引での巨額損失等を背景に2022年12月期まで2期連続の赤字に沈んだクレディ・スイスが預金流出に見舞われた。 自力再建が困難だと判断したスイス政府は、UBSによる救済買収を成立させた。
2023年3月19日	<ul style="list-style-type: none"> 日米欧6中銀が市場へのドル供給強化策を発表。各中銀がドルを1週間の期間で市場に供給する公開市場操作の回数を週次から日次に増やす。4月末までで終了。
2023年5月1日	<ul style="list-style-type: none"> 富裕層との取引が中心で、同層向けの長期住宅ローンや債券投資を拡大してきた資産規模2,126億ドル、全米14位のFRC（ファースト・リパブリック・バンク）が、預金流出に見舞われ破綻（3月末の預金残高は2022年末比4割以上減）。JP Morgan Chaseが、同行の全預金と資産を引き受け買収。
2023年6月初	<ul style="list-style-type: none"> 政策当局の迅速かつ柔軟な対応にもかかわらず、FRC破綻後、米国では中小銀行株が売り込まれ、欧州でも銀行株が売られるなど、金融不安が再び高まった。 足下、市場は小康状態を取り戻したが、火種は払拭されていない。

出所：FRB、ECB、各種報道から三井物産戦略研究所作成

2. 金融不安の構図

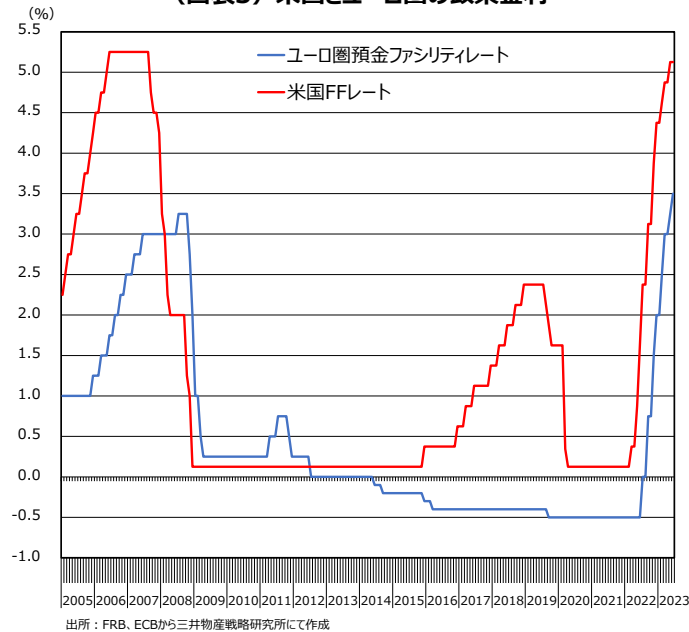
2-1. 欧米に共通する背景

今回の欧米における金融不安の波及は、リーマンショック時のサブプライムローン²の証券化商品のよう
に、特定商品の保有が原因となっているわけではない。欧米に共通するのは、短期間における金融環境の
激変だ。欧米とも、パンデミック対応として量的緩和強化やゼロ金利・マイナス金利政策等の超金融緩和
が進められていたが、インフレの加速に対し2022年以降、量的引き締めや大幅利上げへ政策が急転換され
た（図表3）。急速な金融引き締めは、欧米の銀行の収益環境を、①保有有価証券、特に債券価格の大幅下
落による含み損の拡大、②逆イールド化³に伴う利ざや（資金調達金利と貸し出し等運用利回りの差）の縮
小、等によって悪化させている。

² 米国の信用度の低い借り手向け住宅ローン。証券化された上で他の金融商品などと組み合わせられ世界中に販売された。2006年後半以降の米国の住宅価格の下落とともに不良債権化、証券化商品の価格も暴落しリーマンショックが発生した。

³ 平常時は長期金利が短期金利を上回る傾向にあるが（順イールド）、これに対し短期金利が長期金利を上回っている状態を逆イールドと呼ぶ。急速な金融引き締め等によって生じ、景気後退の予兆となることが多い。銀行は、短期で資金調達し、長期で貸し出し等の資金運用をするため、逆イールド化は金融機関の収益の悪化につながる。

(図表3) 米国とユーロ圏の政策金利



2-2. 米国から欧州への金融不安の伝播

SVBの破綻を引き金とした米国の金融不安によって（図表4）、世界中の投資家の警戒感が高まり金融市場のリスク許容度が低下、米国同様「金融環境の激変と銀行の収益環境悪化」に直面する欧州が「弱い環」と投資家に見なされた。欧州の銀行株は大幅な売りに直面、特に、破綻した米中小銀と問題点は異なるが、以前から数々の経営問題が指摘されてきた、G-SIBs⁴の一角であるクレディ・スイスが市場の標的とされた。

近年クレディ・スイスは、米投資会社との取引での巨額損失等で顧客や投資家離れを招き、2022年12月期まで2期連続最終赤字に陥ったところに米国の金融不安が連鎖、預金引き出しの加速に直面した。

スイス政府は、クレディ・スイスの自力での再建が困難だと判断、世界的金融危機の引き金となることを回避するため、政府による90億スイスフラン（約1兆3,000億円/2023年3月時）の保証と、スイス中銀による1,000億スイスフラン（約1兆3,000億円/同）の緊急クレジットライン設定等、破格の条件をつけた上でUBSによる救済買収を成立させた。

前述した日米欧6中銀による市場へのドル供給拡充の効果も加わって、4月中旬にかけ欧州の金融市場は小康状態を取り戻したが、5月初めにFRC破綻の影響が波及し再び銀行株が売り込まれるなど、火種は燃り続けている。

⁴ FSB（金融安定理事会）によって選定された「グローバルなシステム上重要な銀行」（Global Systemically Important Banks）。金融機関ごとにシステム上の重要性が評価され、リスクアセット対比で一定水準の追加的資本の積み立てが求められる。2022年現在世界で30行、日本からは三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループが選定されている。

(図表4) 米国の金融不安の整理

1. 危機の構図

- 2023年3月10日のSVB（シリコンバレー・バンク）を皮切りに、3月12日のシグネチャー・バンク、5月1日のFRC（ファースト・リパブリック・バンク）と、わずか2カ月の間に中小銀行が3行破綻。
- 3行は以下の二点が共通し、急速な預金流出に見舞われ破綻に追い込まれた。

(1) 預金者の属性の偏りと預金保険対象外の大口預金比率の高さ

SVBはテック系スタートアップ（預金保険対象外比率90%）、シグネチャー・バンクは暗号資産（仮想通貨）関連企業（預金保険対象外比率86%）、FRCは富裕層中心で（預金保険対象外比率68%）、預金の粘着性が低く経営悪化時には預金流出が生じやすい。

(2) 保有債券価格の急落による大規模な含み損

コロナ禍の超金融緩和やコロナ関連支援策を背景に急増した預金を、長期国債やMBS（住宅ローン担保証券）等で運用したが、急速な金融引き締めを背景に債券価格が大幅に下落し含み損が急速に拡大した結果、バランスシートが大幅に悪化。

2. 政策当局の対応

(1) 迅速かつ大胆な対応

米金融政策当局は金融危機回避へ向け、SVB、シグネチャー・バンク破綻時には即座に預金の全額保護と同時に、新流動性供給スキームとして、BTFP（Bank Term Funding Program）を発表。FRC破綻時にはJP Morgan Chaseに優遇策を与え、同行による迅速な買収を成立させた。

(2) 規制・監督強化の動き

リーマンショック後、ドッド・フランク法（金融規制改革法）が成立、銀行に自己資本や流動性面で厳しい規制が課せられた。しかし、トランプ前政権下の2018年に規制要件を課される銀行の資産規模を従来の500億ドルから2,500億ドル以上に引き上げたため、破綻した3行はストレステスト（健全性審査）の頻度や流動性等の面で大手行比で緩い規制で済むようになった。

それが不十分な監督につながり今回の破綻の一因になったとの反省から、資産規模1,000億ドル以上2,500億ドル未満の銀行に対し、流動性規制強化、ストレステストの頻度の増加、資本要件への売却可能有価証券の未実現損益の反映、等の規制・監督強化が検討されている。

(3) 金融引き締めは継続

一方、金融市場の動揺にもかかわらず、FRBはインフレ圧力の抑制を重視、3月22日と5月3日の2回連続で0.25%ポイントの利上げを実施した。

3. 足下の動向と今後のウォッチポイント

(1) 払拭できぬ市場の不安

金融当局の迅速かつ大胆な対応にもかかわらず金融不安は熾り続けている。破綻3行と類似のバランスシートを持つ米中小銀行は預金が不安定な状況が続き、株への売り圧力は鎮静化していない。

(2) 懸念される商業用不動産動向

米国の商業用不動産ローン残高の半分は、中小行を中心とする銀行融資が占めている。中小行の同分野向け融資縮小が、不動産市場の一層の調整（商業用不動産価格指数は3月に前年同期比15%下落）と不動産会社の破綻をもたらし、銀行危機との悪循環が発生することが懸念されている。

(3) FRBの金融引き締めの行方

米国の急速な金融引き締めは最終局面に入っており、6月のFOMC（連邦公開市場委員会＝金融政策決定会合）では経済、物価そして金融情勢を見極めるため、今回の引き締め局面において初めて金利の据え置きが決定された。もっとも、引き締まりの続く労働市場を背景にインフレ圧力も根強く、FRBの金融政策の行方には不透明感が高い。

出所：米国政府資料、各種報道から三井物産戦略研究所作成

3. ユーロ圏の銀行システムの金融不安への耐性は？

ユーロ圏の銀行システムは、2008年のリーマンショックと、2009年以降の欧州ソブリン債務危機時に深刻な状態に陥ったが、現在もその脆弱性は続いているのだろうか。

3-1. 監督体制、破綻処理制度等の整備が進展

過去の金融危機時に、母国監督主義に基づき各国ごとにばらつきがある銀行監督体制や破綻処理制度、各国政策当局間の連携欠如、預金保険制度の統一基準欠如、等の問題から効果的な対処ができなかった教訓を生かし、ユーロ圏で、(1) 銀行監督の一元化、(2) 破綻処理の一元化、(3) 預金保険制度の一元化、へ向けた「銀行同盟」⁵と呼ばれる改革が進められた(図表5)。

(図表5) 銀行同盟 (Banking Union) への取り組み

項目	内容
(1) 単一監督メカニズム Single Supervisory Mechanism (2014年11月始動)	▶ 銀行監督権限は、「母国監督主義」に基づきユーロ圏各国の金融当局が持っていたが、ECBに主要行の監督権を委譲し、①銀行免許の付与、②ストレステストの実施、③違反行への早期介入・是正措置要求等の権限を付与。
(2) 単一破綻処理メカニズム Single Resolution Mechanism (2015年1月始動)	▶ ユーロ圏の銀行の破綻処理は各国ごとに行われていたが、迅速な破綻処理を行い、ユーロ圏内の伝播を防ぐため、ECB、欧州委員会、当該国の当局で構成される「単一破綻処理委員会」(Single Resolution Board)を設置。 ▶ 破綻処理は、同委員会が「単一破綻処理基金」(Single Resolution Fund)を用いて行う。同基金は2023年末までに800億ユーロが積み立てられる見込み。
(3) 欧州預金保険スキーム European Deposit Insurance Scheme (基準の統一化は順調に進むも、単一の預金保険制度設立に遅れ)	▶ 各国ごとにバラバラであった、預金保険制度のユーロ圏における基準共通化は、①預金者1人当たり10万ユーロまで保護(施行済み)、②払い戻し期間を7日以内とする(2024年1月から)、等が進展。 ▶ ただし、欧州委員会が2015年に提案した、ユーロ圏で「単一の預金保険制度」設立については(現在は各国ごとに預金保険制度を整備)、負担を恐れるドイツ等北欧の反対で実現が遅れている。

出所：欧州委員会資料から三井物産戦略研究所作成

3-2. 銀行システムの健全性・頑健性の向上

こうした体制整備の効果もあり、(1) バーゼルⅢ⁶の基準を大幅に上回る厚い自己資本、(2) 潤沢な流動性、(3) 低下が続く不良債権比率、等が示すとおり、ユーロ圏の銀行システムは過去の危機時に比べて健全性、頑健性が増している。

⁵ 「銀行同盟」(Banking Union)とは、過去の金融危機の反省に立って構築された、ユーロ圏の銀行システムに関する政策を幅広い分野にわたり一元化する枠組み。①単一監督メカニズム、②単一破綻処理メカニズム、③欧州預金保険スキーム、の三本柱から構成される。

⁶ バーゼル規制とは、バーゼル銀行監督委員会が公表している、国際的に活動する銀行の自己資本比率や流動性比率等に関する国際統一基準であり、1988年にバーゼルⅠ、2004年にバーゼルⅡ、2017年にバーゼルⅢの合意が成立。

(1) 自己資本比率

CET1⁷比率（「普通株式+内部留保+その他包括的利益」/リスクアセット⁸）は、2015年4-6月の12.7%から、2022年10-12月の15.3%へ大幅に上昇（図表6）。

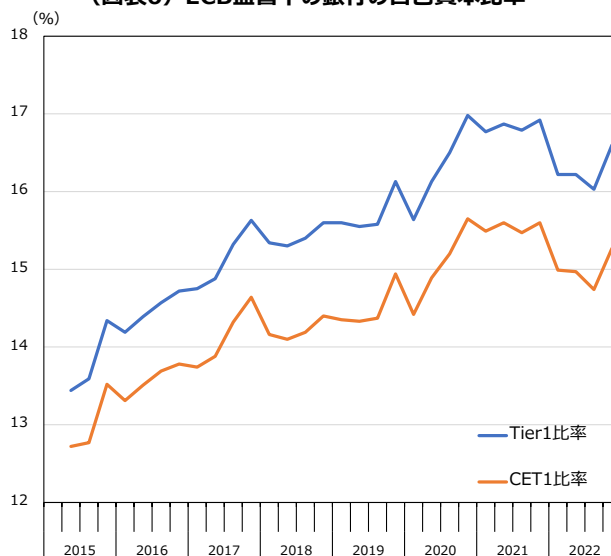
(2) LCR（流動性カバレッジ比率）

LCR（金融危機等のストレス下において、30日間で流出すると見込まれる資金に対する流動資産の比率）は、2016年7-9月の137.6%から2022年10-12月に161.5%へ大幅に上昇（図表7）。

(3) 不良債権比率

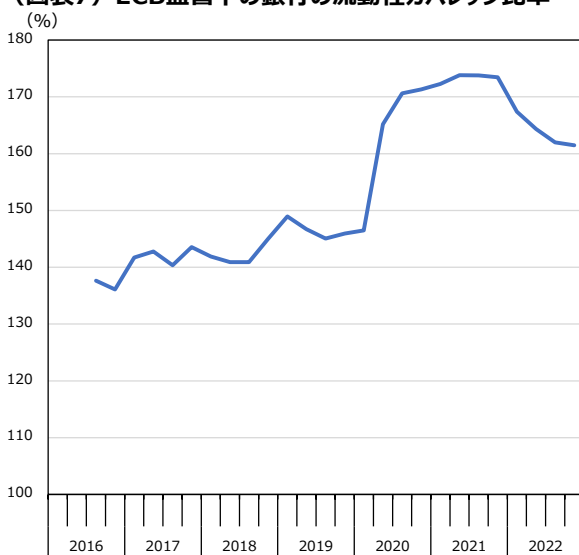
不良債権比率（「約定どおりの元本の返済がない債権+90日以上利払いがない債権」/総与信残高）は、2015年4-6月の7.5%から2022年10-12月の1.8%へ大幅に低下（図表8）。

（図表6）ECB監督下の銀行の自己資本比率



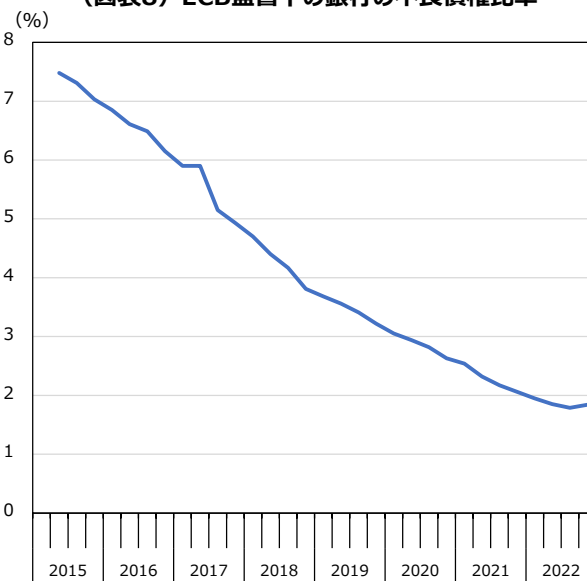
注：CET 1比率 = (普通株式 + 内部留保 + その他包括的利益) / リスクアセット。
Common Equity Tier 1の略。バーゼルⅢの基準は7.0%
Tier 1比率 = (CET 1 + 優先株 + AT 1債 + 優先出資証券等) / リスクアセット。
バーゼルⅢの基準は8.5%
出所：ECB, Supervisory banking statisticsから三井物産戦略研究所作成

（図表7）ECB監督下の銀行の流動性カバレッジ比率



注：LCR（流動性カバレッジ比率）とは、金融危機等のストレス下において、30日間で流出すると見込まれる資金に対する流動資産の比率。100%以上が求められる
出所：ECB, Supervisory banking statisticsから三井物産戦略研究所作成

（図表8）ECB監督下の銀行の不良債権比率



注：不良債権比率 = (約定どおりの元本の返済がない債権 + 90日以上利払いがない債権) / 総与信残高
出所：ECB, Supervisory banking statisticsから三井物産戦略研究所作成

⁷ Common Equity Tier 1の略。最も損失吸収力が高い自己資本を意味し、コアTier1とも呼ばれる。

⁸ バーゼルⅢにおいては、自己資本比率を算出する際に分母として総資本ではなく、リスクの大きさに応じたリスクウェイトを乗じて保有する資本金額を調整した「リスクアセット」を用いる。

3-3. 政策当局の危機対応手段の整備

危機の未然防止や発生した場合の対応手段の整備も進んでいる。ECBはリーマンショック後、LTRO⁹、TLTRO¹⁰等の流動性供給策を実施してきたが、危機発生時にはこうした手段の復活、改変による対応も可能だろう。

また、ユーロ圏各国の信用格差拡大への対処として、(1) 欧州安定メカニズム (ESM: European Stability Mechanism) が設立され、(2) ECBによる無制限国債購入プログラム (OMT: Outright Monetary Transactions) や (3) 伝達保護措置 (TPI: Transmission Protection Instrument) も導入された (図表9)。

(図表9) 信用格差による市場の分断回避へのユーロ圏の取り組み

項目	内容
(1) 欧州安定メカニズム European Stability Mechanism (2012年10月始動)	<ul style="list-style-type: none">➢ 欧州ソブリン債務危機時にユーロ圏で設立された、金融支援のための恒久的機関 (資本金7,048億ユーロ)。支援能力は5,000億ユーロ。支援希望国からの要請に応じ、以下の4種類の金融支援を行う。<ul style="list-style-type: none">① 財政危機に陥っている国への貸付② 発行及び流通市場における国債購入③ 金融機関の資本増強のための資金を当該金融機関が属する国に融資④ 予防的金融支援
(2) 無制限国債購入プログラム Outright Monetary Transactions (2012年9月始動)	<ul style="list-style-type: none">➢ ECBが、残存期間1～3年の国債の購入を流通市場において限度額を設けずに行う。OMTの開始、継続、終了の決定はECBが行う。➢ 実施には、当該国がESMに既に支援を受けており、支援の際に課されたプログラムを履行していることが条件となる。
(3) 伝達保護措置 Transmission Protection Instrument (2022年7月始動)	<ul style="list-style-type: none">➢ ECBが、残存期間1～10年の公的部門が発行した債券を限度額を設けず購入。実施の条件は、① EUの財政ルールを遵守している、② 深刻なマクロ経済的不均衡がない、③ 財政が持続可能である、④ 健全かつ持続可能なマクロ経済政策運営を行っている、等。

出所：欧州委員会、ECB資料から三井物産戦略研究所作成

以上のとおり、ユーロ圏の銀行システムの金融不安に対する耐性は過去と比べ大幅に高まっている。

4. ユーロ圏経済の現状とECBの金融政策

4-1. 景気と物価の現状

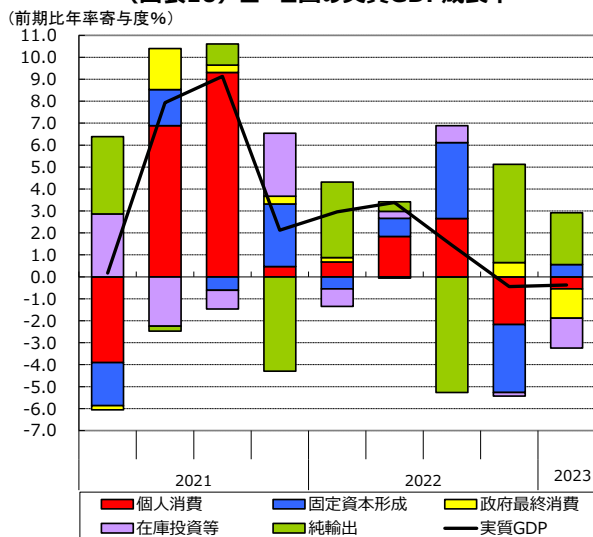
2023年1-3月の実質GDPは、前期比年率0.4%減と、前期の同0.4%減に続き2四半期連続でマイナス成長に落ち込み、リセッション入りした。物価高騰による実質所得の減少や金融引き締めの下押し効果を背景に個人消費や設備投資等の国内最終需要は停滞、景気のもーメンタムは弱い (図表10)。

⁹ Longer-term refinancing operation. 欧州ソブリン債務危機時の銀行の資金繰りを助けるため、ECBがそれまで最長1年であった融資期限を3年に延長し、資金供給額の上限を定めず実施。2011年、12年合計で1兆ユーロを超える資金供給が実施された。

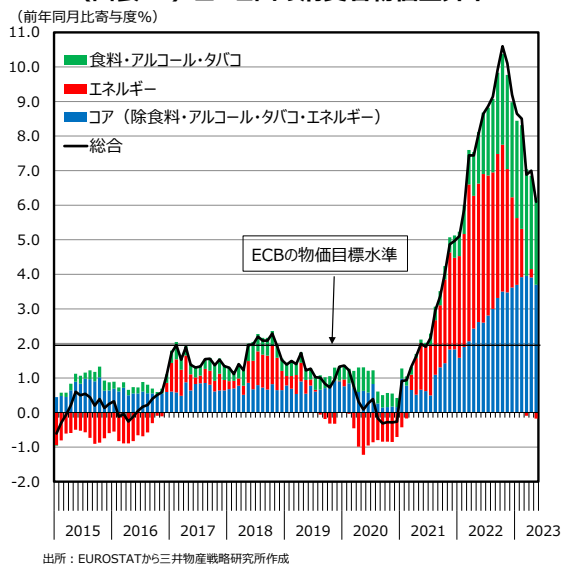
¹⁰ Targeted Longer-Term Refinancing Operationsの略。实体经济における与信の目詰まりを回避するために考案され、2014年9月に第1弾、2016年6月に第2弾、2019年9月に第3弾実施。貸し出しを増やした企業に対し期間3年で低利の資金を供給。第3弾では2.1兆ユーロ実施。

一方、5月の消費者物価上昇率は前年同月比6.1%と、高い伸びが続いている（図表11）。エネルギー価格からの押し上げ効果は縮小するも、失業率が史上最低水準にある（図表12）など労働需給のひっ迫が長期化し、ストライキも頻発、名目賃金の増勢を背景にサービス価格が上昇し、コアインフレ率¹¹が前年同月比5.3%の高水準にありインフレ圧力は根強い。

（図表10）ユーロ圏の実質GDP成長率



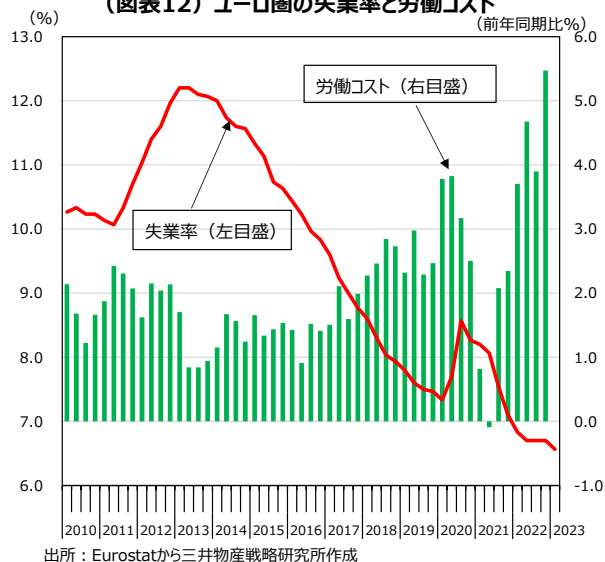
（図表11）ユーロ圏の消費者物価上昇率



4-2. ジレンマに直面するECB

ECBのラガルド総裁は、2023年6月の政策理事会後の記者会見で「まだやるべきことがある。利上げは終わっていない」と強調した。金融不安が発生した2023年3月以降も6月まで利上げを継続しており、市場は7月の政策理事会での追加利上げを完全に織り込み、9月の利上げを織り込む動きも増え始めている。利上げは景気悪化に加え、債券価格の下落等を通じて銀行収益悪化を引き起こすため、ECBはインフレ抑制と、景気の安定や金融不安への対応というジレンマに直面している。

（図表12）ユーロ圏の失業率と労働コスト



5. 今後の展望

5-1. メインシナリオ—金融不安は燻り続けるが金融危機は回避—

ユーロ圏のインフレ圧力は根強く、政策金利はターミナルレート¹²に達した後も当分その水準が維持されるだろう。ECBが利下げに転じるのは消費者物価上昇率がインフレ目標である2%程度へ落ち着いてくる

¹¹ 総合インフレ率から変動の激しい食料品とエネルギーを除いたインフレ率で、物価の基調的動きを示す。

¹² 金融引き締め局面における政策金利の最高到達水準のこと。

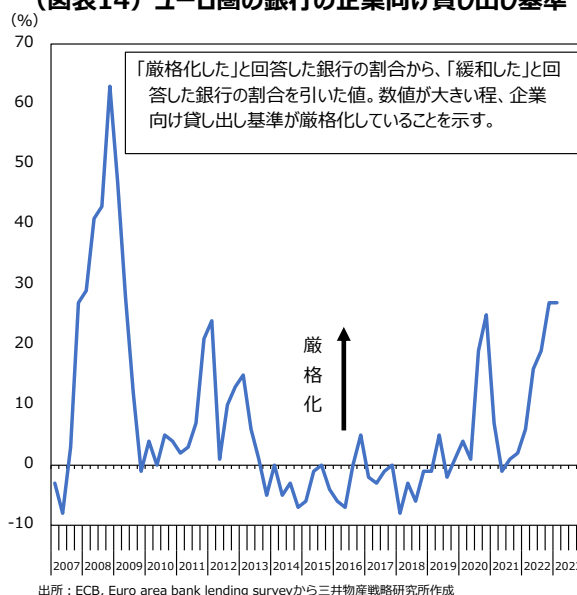
2024年半ば以降にずれ込むと予想される。一方景気は、個人消費の持ち直しが予想されるものの、利上げ効果の本格的浸透によって、住宅投資や設備投資等内需の低迷が続き、当面成長率は前期比年率ゼロ%台の底ばいが続くだろう。

ECBの金融引き締めと銀行の収益環境の悪化が続くため、当面金融不安は収束することなく燻り続けると予想される。もっとも、たとえその過程で個社の問題が表面化することはあっても、ユーロ圏の銀行システムの金融不安への耐性の向上を考慮すれば、金融当局の迅速かつ柔軟な対応がこれまで同様維持される限り、それが金融システムの機能不全から深刻な景気後退を招く「金融危機」へ発展する蓋然性は小さいと判断される。

5-2. シナリオを左右するファクター

金融不安は、図表13（次ページ）のようなチャネルを通じ実体経済に打撃を与える。特に注意すべきは、バランスシート改善のための銀行の貸し渋りを通じた実体経済の悪化だ。足下で急速に銀行の貸し出し基準が厳格化しており（図表14）、今後の動向次第では以下のリスクシナリオが実現する恐れもある。

（図表14）ユーロ圏の銀行の企業向け貸し出し基準

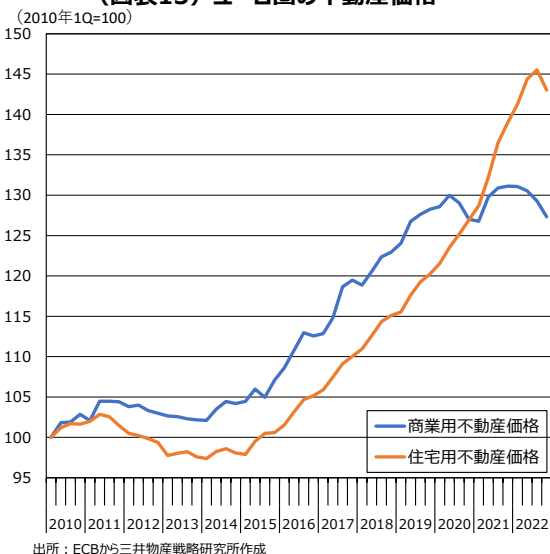


5-3. リスクシナリオ—貸し渋りと実体経済悪化の悪循環激化による金融危機発生—

金融不安を受けた銀行のバランスシート改善への動きが、貸し渋りの深刻化から実体経済のさらなる悪化と不良債権増加、そして金融不安の悪化を招き、それが銀行による一層の貸し渋りを招くという悪循環が激化した場合、金融危機が引き起こされるリスクがある。現状程度で貸し出し基準の厳格化に歯止めがかかれば危機は回避されようが、リーマンショック時の水準に向け厳格化が続いた場合、リスクシナリオが実現する恐れがある。

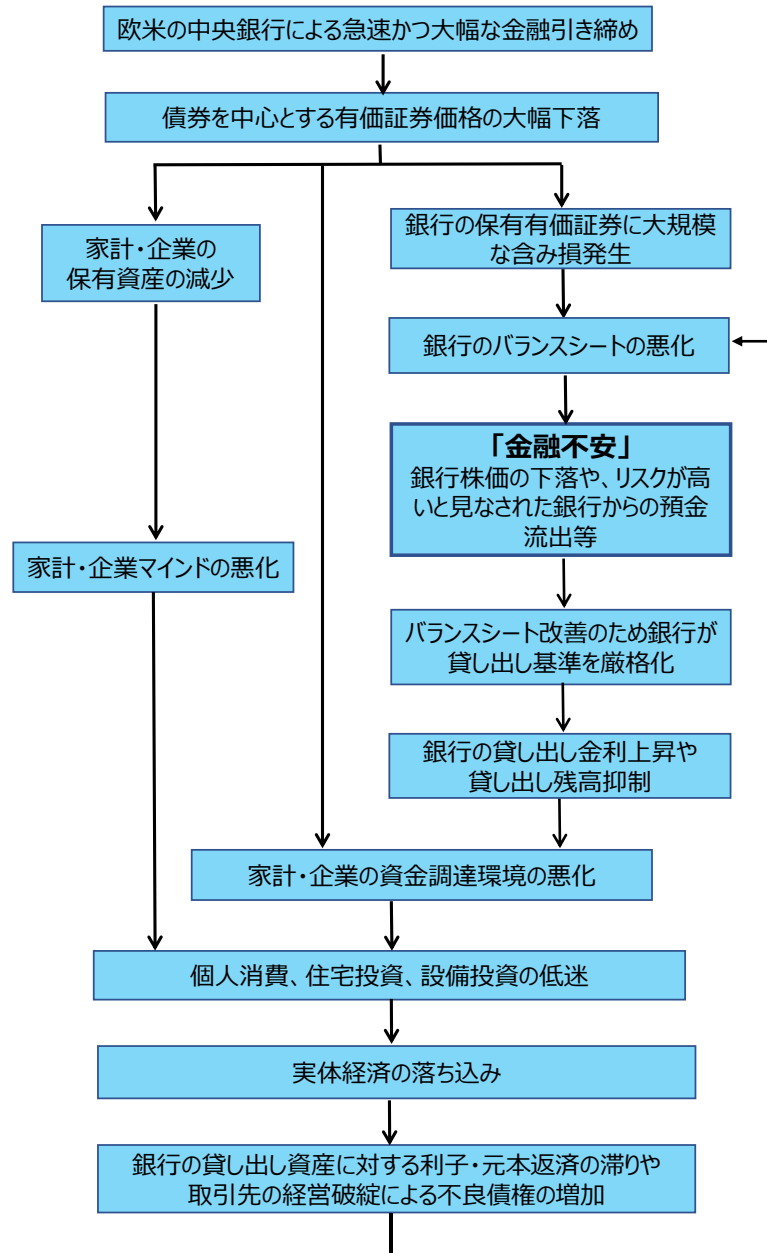
銀行による貸し渋りの悪影響を受けやすい「弱い環」として、金融緩和期に大量の資金が流入した不動産セクターに注意が必要だ（図表15）。特に商業用不動産セクターは、パンデミックで盛んとなった在宅勤務によってオフィス需要が抑制されるという構造的変化に直面している。現状では価格下落は限定的だが、同セクターの動向を注視しておく必要がある¹³。

（図表15）ユーロ圏の不動産価格



¹³ ECBや金融リスク監視機関であるESRB（欧州システミックリスク理事会）は、商業用不動産セクターが急激に悪化した場合、金融市場や経済全体にシステミックリスクを引き起こしかねないと呼びかけを鳴らしている。

(図表13) 金融不安が实体经济へ与える影響



出所：三井物産戦略研究所作成

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び三井物産グループの統一した見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。