

## ECBの第2弾バズーカ砲

発表日：2012年3月1日(木)

～初回オペを上回る利用行数と流動性供給額～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主席エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

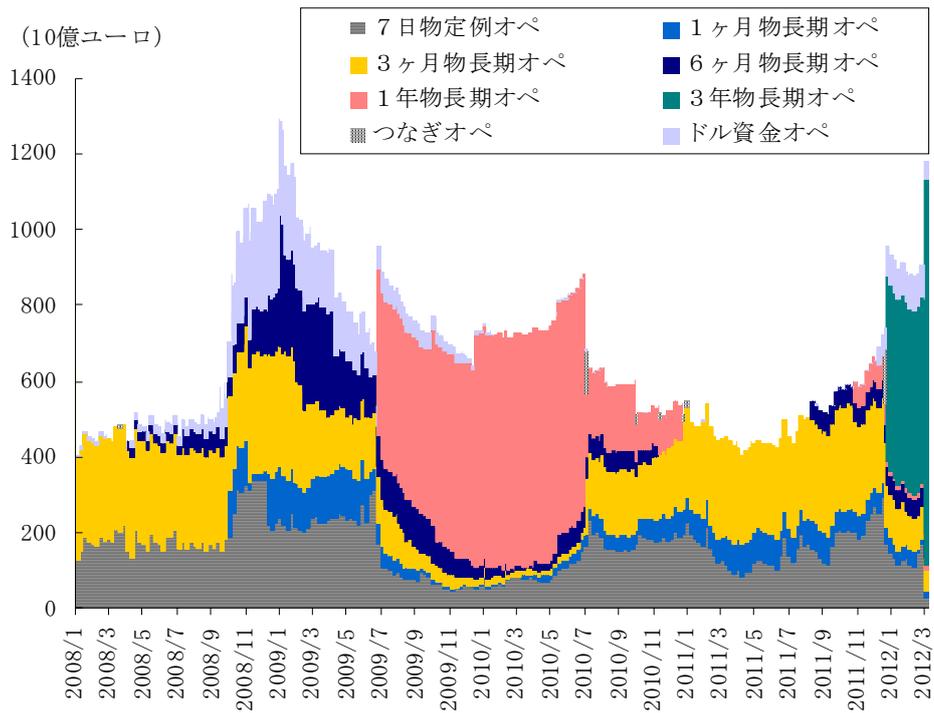
- ◇ 2回目となるECBの3年物資金供給オペには、初回を上回る800の銀行が総額5,295億ユーロを要請。借り換え分を除いた正味の流動性供給額は3,137億ユーロと前回の1.5倍程度に拡大。適格担保基準の緩和で中小企業向け金融を手掛ける銀行の利用が拡大した模様だ。
- ◇ オペ利用の多くは銀行の借り換えニーズを反映したものとみられるが、流動性資金の一部はイタリアやスペインの国債購入に回っている可能性がある。一方、銀行貸出に振り向けられた証拠は今のところ見当たらない。
- ◇ ECBは市場環境の緊張が再び高まれば、3年物オペの再開を排除しない方針だが、3回目以降の実施の計画は今のところない。同日の米FRB議長証言でさらなる量的緩和拡大を示唆する発言がなかったこともあり、中央銀行による過剰流動性供給への期待はひとまず小休止となろう。

### ■ 2回目の3年物資金供給オペは利用行数・要請金額ともに初回を上回った

注目を集めたECBによる2回目の3年物資金供給オペ(LTRO)には、800の銀行が総額5,295億ユーロの資金供給を要請した(図表1)。ECBは担保と引き換えに要請された金額を全額供給し、銀行は返済時に期間中の政策金利(現在は1%)の平均利子を支払う。利用した銀行数・要請金額ともに、昨年12月21日の初回オペ(523の銀行に総額4,892億ユーロを供給)を上回り、1回の資金供給オペとしては金額で史上最高、利用数で史上2番目(過去最大の利用数は2009年6月の1年物オペで1,121行)となった(図表2)。今回のオペでは適格担保基準が一段と緩和され(アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オーストリア、ポルトガルの7ヶ国の銀行ローン債権)、中小企業向け金融を手掛ける銀行の利用が拡大した模様だ。ドラギ総裁を始めECBの関係者も、「資金供給オペへの参加は銀行にとって不名誉の烙印(negative stigma)にはならない」と強調し、幅広い銀行の参加を呼び掛けてきた。

5,295億ユーロのうち、498億ユーロは昨年8月に実施した6ヶ月物オペからの借り換え(新たな6ヶ月物オペは実施されなかった)、321億ユーロは昨年12月の3ヶ月物オペからの借り換え(386億ユーロが満期を迎え、新たに実施された3ヶ月物オペの利用は65億ユーロ)、1,339億ユーロは定例の7日物オペ(MRO)からの借り換え(定例オペから3年物オペへの1日物つなぎオペの利用額)によるもので、正味のオペ資金による流動性供給額は3,137億ユーロとなる(図表3)。昨年12月の初回オペでは総額4892億ユーロのうち借り換え分を除いた正味の流動性供給額は1,907億ユーロにとどまったことから、ヘッドラインの数字以上に今回のオペで新たに市中に供給された金額は大きい。ECBのバランスシートは一段と拡大し、3兆ユーロに迫ることが予想される(図表4)。

(図表1) ECBの資金供給オペの形態別の残高



注：オペ開始当初の残高が満期まで続くと想定  
 出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) 3年物資金供給オペの利用額・利用行数

	初回のオペ (昨年12月21日)	今回のオペ (2月29日)
3年物オペの利用額 (億ユーロ)	4,892	5,295
正味の流動性供給額 (億ユーロ)	1,907	3,137
利用した銀行数 (行)	523	800

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表3) 3年物資金供給オペによる正味の流動性供給額 (億ユーロ)

【初回の3年物オペ (昨年12/21)】

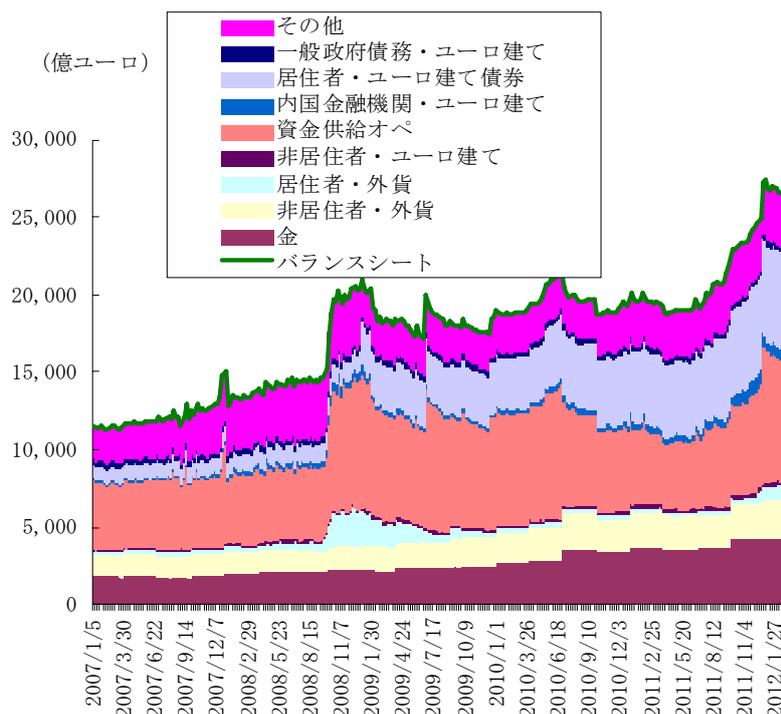
【今回の3年物オペ (2/29)】

3年物オペの利用額	4,892
1年物オペからの借り換え	457
3ヶ月物オペからの借り換え	1,109
7日物オペからの借り換え	1,419
正味の流動性供給額	1,907

3年物オペの利用額	5,295
6ヶ月物オペからの借り換え	498
3ヶ月物オペからの借り換え	321
7日物オペからの借り換え	1,339
正味の流動性供給額	3,137

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) ECBのバランスシート



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

## ■ 流動性資金の一部は国債購入につながっている模様

ECBの翌日物預金が積み上がっており、オペ資金の一部はECBに還流している(図表5)。ECBも1月の月報の中で「オペ利用の多くは今後6ヶ月の銀行の借り換えニーズを反映したものだが、一部はより長い資金調達ニーズを反映したものである」と分析している。オペの実施以降、銀行間市場の取引金利が低下しており(図表6)、ECBに資金が還流しているとしても、流動性オペの強化が銀行の資金調達環境の改善に寄与していることは間違いない。ECBの資金供給オペを利用した銀行は、イタリアやスペインの銀行が4割程度を占めている(図表7、3月1日付の英ファイナンシャルタイムズ紙より転載)。オペの実施以降、イタリアやスペインの国債利回りに低下圧力が及んでいる。1月にかけてイタリアやスペインの銀行による国債保有が増加したと指摘する声もあり、低利で調達した流動性資金の一部が高利回りの国債購入に振り向けられた(キャリートレード)可能性がある。

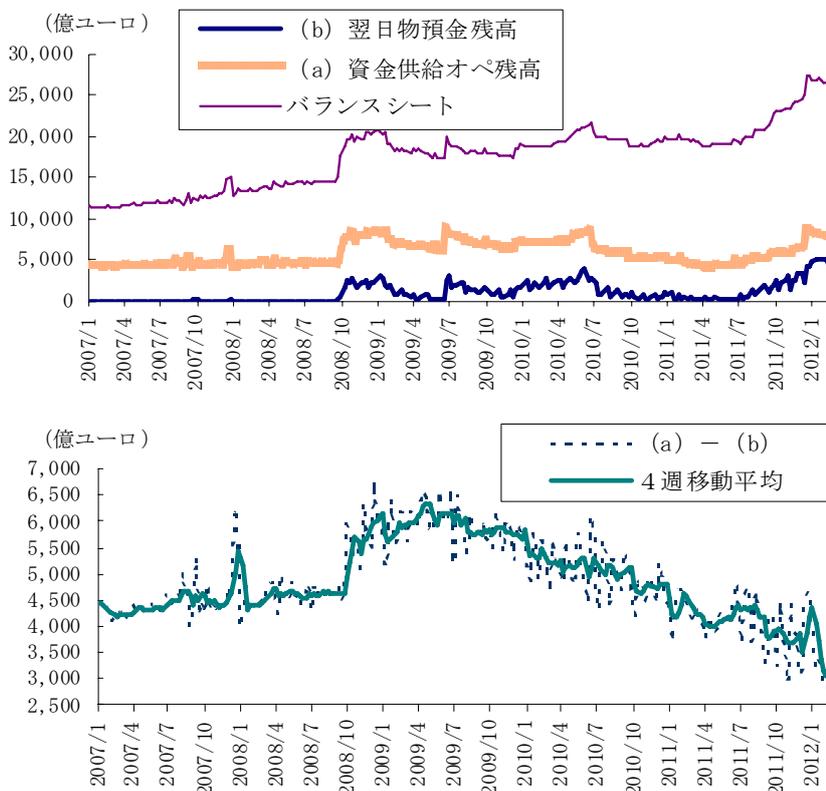
最新の銀行貸出調査では、貸出基準を一段と厳格化していると回答する銀行が増えているが(図表8)、「この調査はLTRO以降の金融市場の環境改善を反映していない(ドラギ総裁)」。6月末までに高い自己資本比率の達成を求められた銀行による“貸し渋り”も懸念されてきたが、銀行の提出した資本増強計画では貸出抑制を通じて資本不足を穴埋めするとの回答は少ない(図表9)。信用環境の悪化に歯止めが掛かることで、銀行の貸出姿勢にも次第に緩和圧力が及ぶ可能性がある。ただ、今のところオペ資金が貸出に回った証拠は少ない。1月のユーロ圏の銀行貸出は非金融企業向け・家計向けともに伸び率が縮小している(図表10)。

ドラギ総裁は2月初旬の政策理事会後の記者会見で、「3年物オペはその規模の大きさと複雑さから永久的な措置ではない。銀行・市場システムが正常に機能していれば、中央銀行の資金仲介機能に依存する必要はない。現在はこれが機能していない特異な状況のため、一時的な政策ツールとしてLTROを実施している。初回のLTROで債券市場の一部は再開している。市場が正常化すればLTROを続ける理由

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

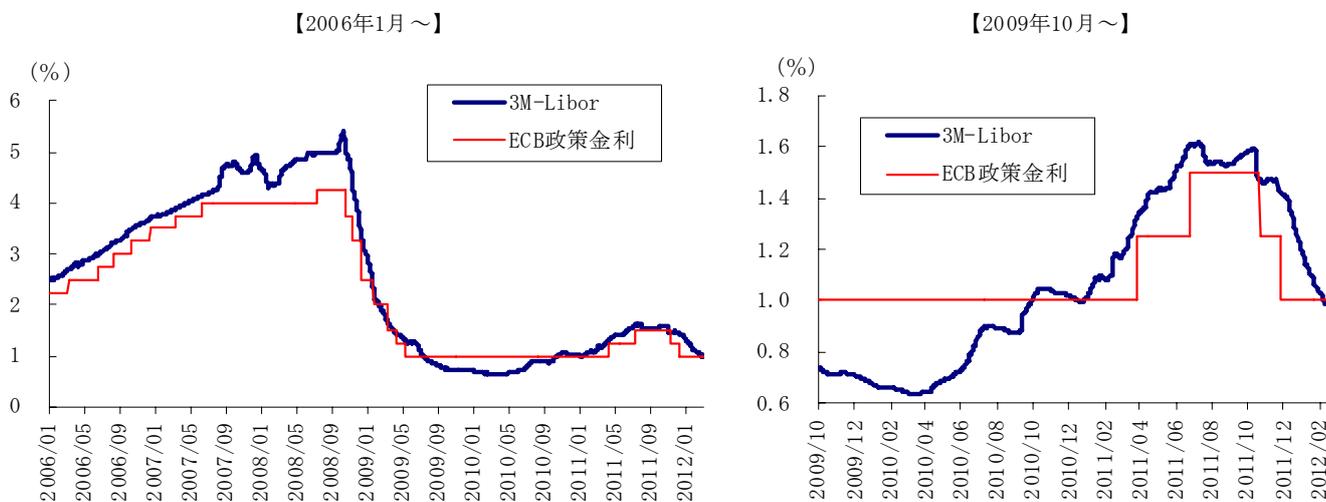
はない」と説明した。市場環境に再び緊張が高まればL T R Oの再開を排除しない方針と言えるが、3回目以降のL T R Oを実施する計画は今のところない。一部のE C B高官はE C Bへの過度な依存が銀行の改革努力を損なう弊害を指摘している。2月29日に行われた米F R Bバーナンキ議長の議会証言で、さらなる量的緩和の拡大を示唆する発言がなかったことと合わせ、主要先進国の中央銀行による過剰流動性供給への期待はひとまず小休止となろう。

(図表5) E C Bの資金供給オペと翌日物預金残高



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

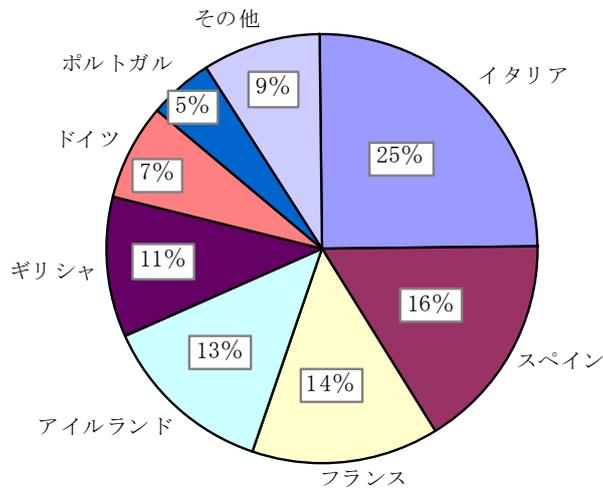
(図表6) ユーロ建て3ヶ月物L I B O R金利とE C Bの政策金利



出所：英国銀行協会、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

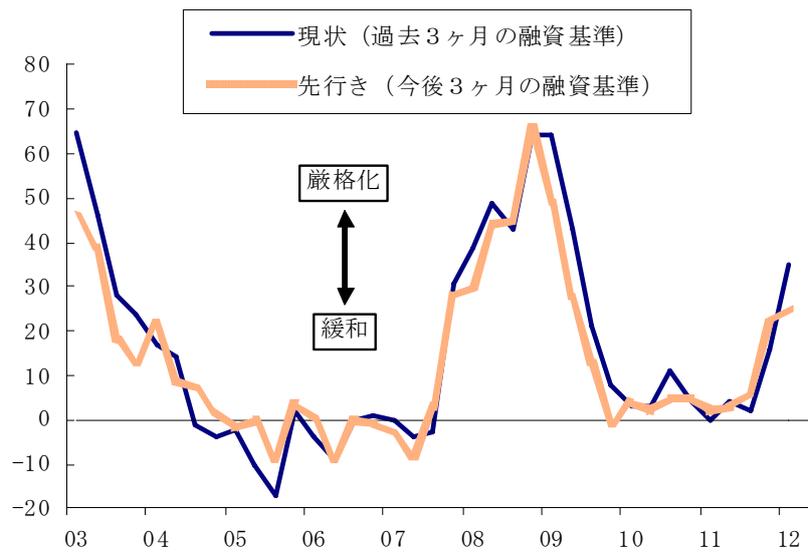
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表7) ECBの資金供給オペの利用銀行の国別割合



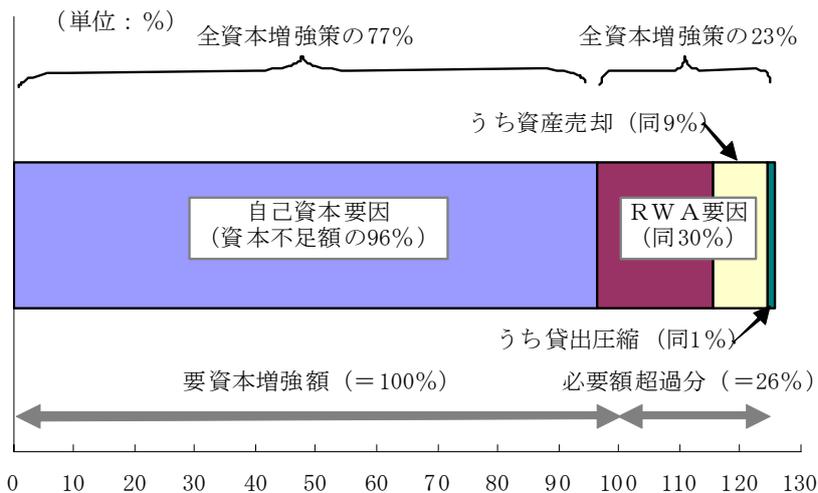
注：2011年12月時点、但しギリシャは同11月時点  
 出所：英ファイナンシャルタイムズ紙（3/1）より転載

(図表8) ユーロ圏の非金融企業向けの銀行融資基準



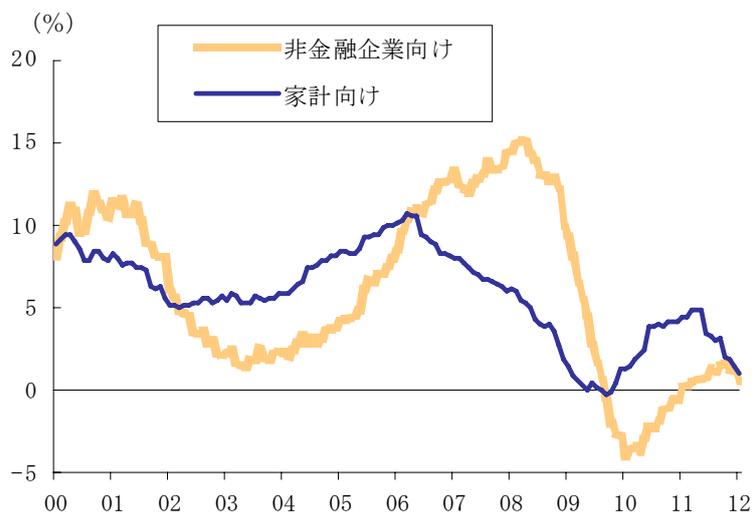
注：貸出基準を「厳格化」－「緩和」した割合。直近の調査期間は12/19-1/9  
 出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表9) 欧州銀の資本増強計画の形態別内訳



出所：欧州銀行監督協会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表10) ユーロ圏の銀行貸出 (前年同月比)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上