

第2弾LTROの繰り上げ返済

発表日：2013年2月25日(月)

～そんなに急いでどこへ行く～

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

- ◇ 第2回目の3年物LTROの繰り上げ返済への参加は予想を下回った。第1回目のLTROでは、インターバンク市場が機能不全に陥り、財務基盤が比較的健全な銀行もECBに資金支援を要請したことから、市場安定化で繰り上げ返済への参加が膨らんだ。対する第2回目のLTROでは、今も経営難が続くスペインやイタリアの銀行の参加が多かったため、前倒し返済への参加規模が抑制された。
- ◇ 予想を下回ったとは言え、ECBのバランスシートが縮小に向かっていることに変わりはない。そのうえ、LTROの前倒し返済は銀行サイドの判断で、OMTによる国債購入は対象国からの要請に基づくもの、追加利下げは下限金利の非負制約に直面するなど、ECBの追加緩和余地は限られている。LTROの前倒し返済による流動性の縮小で企業の資金繰りがタイトになるほか、ユーロ高進行で域外向け輸出の拡大に悪影響が及ぶ恐れがある。拙速な出口はユーロ圏の景気回復の脅威となり得る。

■ 第2回目のLTROの繰り上げ返済は予想を下回った

ECBは22日、昨年3月1日に実施した第2回目の3年物LTRO（ここではLTRO②と呼ぶ）の繰り上げ返済への参加行と金額を公表した。800行で総額5,295億ユーロの供給資金のうち、初回の27日には356行が総額611億ユーロを前倒しで返済することを発表している（図表1）。1月30日に始まった第1回目の3年物LTRO（ここではLTRO①と呼ぶ）の繰り上げ返済同様に、資金供給を受けた銀行は今後週毎に繰り上げ返済をするか否かを決断することが出来る。LTRO①の初回の繰り上げ返済には、事前予想を上回る借り入れ総額の28.0%（=1,372÷4,892億ユーロ）、全参加行の53.2%（=278÷523行）が応じ、ECBのバランスシートが予想以上のペースで縮小するとの観測が高まった。LTRO②の初回返済への参加は、金額で11.5%（=611÷5,295億ユーロ）、行数で44.5%（=356÷800行）にとどまり、前回並みの前倒し返済を予想していた市場参加者の間はやや肩透かしを食らった感がある。事前予想では1,300億ユーロ程度の返済参加が見込まれていた。

LTRO①を実施した2011年末頃はインターバンク市場で欧州系銀行全般の資金調達に困難な状況にあったため、財務基盤が比較的健全な銀行もLTROに参加した。LTRO①の効果もあり、2012年春のLTRO②の実施当時はインターバンク市場は落ち着きを取り戻しつつあった。LTRO②に参加した銀行は、資金逼迫時への備えとして手元流動性を厚めに確保するという初期の目的に加えて、低利（借り入れ期間中の政策金利の平均）で調達した資金を高利回りの周辺国国債に投資することで利ザヤを稼ぐ（いわゆるサルコジ・トレード）目的の銀行も多かった。こうした参加行のプロファイルと参加目的の違いが、繰り上げ返済への参加率の差として現れている可能性がある。また、LTRO②の利用行は現在も経営難にあるスペインやイタリアの銀行が多いとされ、このこともLTRO②の早期返済額が少なくなった一因

と考えられる。さらに、LTRO①とLTRO②の両方を利用した銀行の一部は、初回の返済参加で自行の健全性をアピールすることを優先した可能性もある。

(図表1) LTROの資金供給額と繰り上げ返済額

	初回LTRO		第2回目LTRO	
	資金供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行数)	資金供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行数)
2011/12/21	4,892	523	—	—
2012/3/1	—	—	5,295	800
2013/1/30	-1,372	278	—	—
2013/2/6	-35	27	—	—
2013/2/13	-50	21	—	—
2013/2/20	-38	9	—	—
2013/2/27	-17	9	-611	356
2013/3/6	?	?	?	?
...	?	?	?	?

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

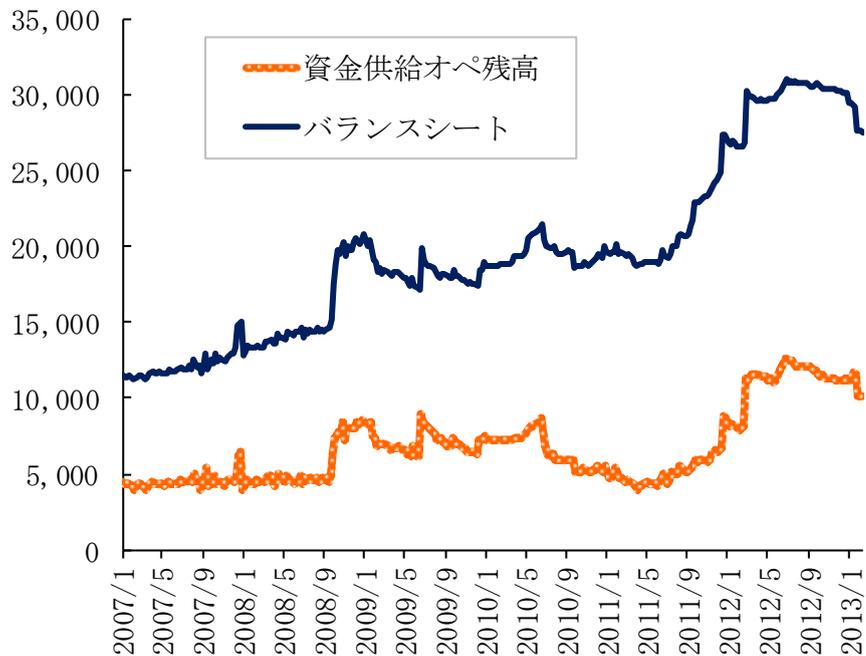
■ ファンダメンタルズが最も脆弱なユーロ圏が最も早く出口を開始

3年物LTROによる大量の資金供給は量的緩和の一種だが、ECBの資金供給オペは銀行が望む資金を全額供給する方式を採っており、ECBには資金供給量を主体的に決定することはできない。この点、日銀やFRBの量的緩和策とは政策目標も運営決定のプロセスも全く異なる。結果的に、日米欧の主要国・地域経済で経済ファンダメンタルズが最も脆弱なユーロ圏で中央銀行のバランスシートが最も速く縮小に転じているのは何とも皮肉なことだ(図表2・3)。景気回復の足取りが覚束ないなか、LTROの前倒し返済の開始で市中に出回る流動性が縮小に転じ、企業の資金繰りに影響が出ることや、日米欧間の相対的な金融緩和度合いの変化を反映した一段のユーロ高が進めば、景気回復が頓挫する恐れもある。各種の景気先行指数はユーロ圏の景気が底入れしつつあることを示唆するものの、その実態はドイツの独り勝ちで南欧諸国の厳しい景気低迷が続いている。拙速な“出口”はユーロ圏にとって命取りにもなりかねない。ECBのドラギ総裁は2月初旬の政策理事会で、ユーロ高の過度な進行が物価と景気の下振れリスクになる可能性に言及し、口先介入でユーロ高進行を牽制した。だが、LTROの前倒し返済はあくまで銀行サイドの判断であり、OMTによる国債購入は対象国からの要請に基づくものだ。政策金利をさらに引き下げるためには、現在ゼロの下限金利をマイナスに引き下げるか難しい選択を迫られる。新たな総裁の下でさらなる金融緩和の強化を求められる日銀、労働市場の見通しが著しく改善するまでQE3を継続する方針のFRBと比べて、ECBの政策対応余地は限られている。そのため、今後もユーロ高の裏返しとしての円安のサポート材料となろう。

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2) ECBのバランスシートと資金供給オペ残高

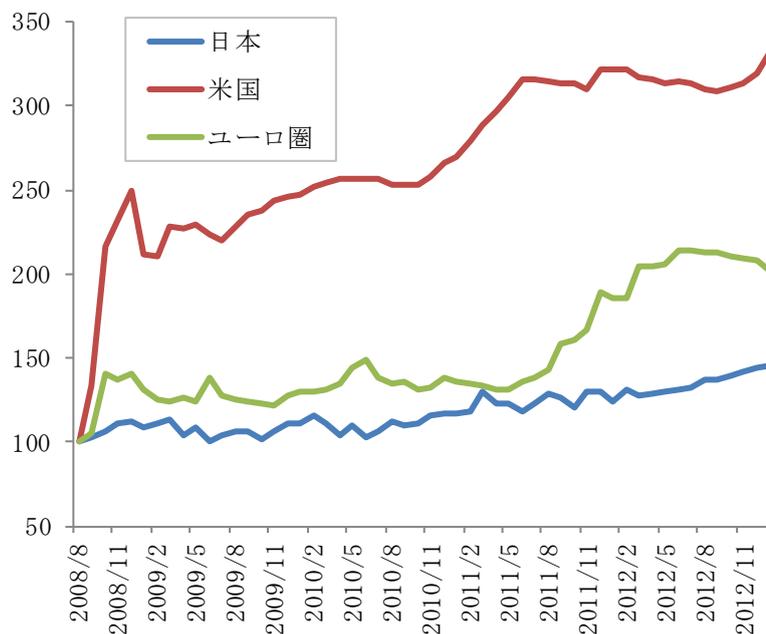
(億ユーロ)



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) 日米欧中銀のバランスシート

(2008年8月=100)



出所：各国外銀資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。