

## テルトロの全貌が明らかに

発表日：2014年7月4日（金）

～緩和パッケージの効果をどう読むか～

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

- ◇ ECBは追加緩和を見送り、6月の緩和パッケージの効果を見極めることを示唆した。将来、本格的な量的緩和を開始する可能性を否定せず、追加緩和への期待をつなぎとめると同時に、目先の緩和督促を封じ込める狙いが透けて見える。米雇用統計の側面支援もあり、ドラギ総裁は市場の期待誘導にひとまず成功した。だが、夏場にかけて物価が一段と下振れする可能性があり、市場の追加緩和期待が再浮上する恐れがある。
- ◇ TLTROの詳細な手順が発表され、貸出増加行と貸出減少行で利用限度額の積算根拠となるベンチマークの取り扱いを区別した。これにより、当面は貸出圧縮が必要な銀行に対しても、TLTROの利用を促すことになり、従来考えられていたよりも新たな資金供給策の利用が広がる可能性がある。
- ◇ 来年1月から定例理事会の開催頻度を6週間に1回に変更し、議事録の公表を開始する。市場の追加緩和の督促を回避するとともに、来年から始まる投票メンバーの交代制に対処するための措置。
- ◇ ABS購入プログラムは関係諸機関が準備を進めているとしたが、具体策やスケジュール感には触れずじまい。ECBは追加緩和から距離を置く意向とみられ、年内の追加緩和はなしと予想する。

### ■ 今は緩和効果を見極める段階

広く予想された通り、ECBは3日の定例理事会で政策変更を見送った。前回会合で包括的な緩和パッケージを発表し、一部の緩和措置（TLTROとABS購入策）はまだ開始されていないこともあり、当面は政策効果を見極める段階ということなのだろう。前回会合以降に発表された景気・物価指標は、イラク情勢の緊迫化もあり、マインド指標が全般に悪化したほか、6月の消費者物価の速報値が前年比+0.5%と底這い圏で推移している。総じて低調な推移だが、現時点ではECBの景気・物価見通しを大きく修正するほどのものではなく、声明文の景気・物価判断も前回会合時からほとんど変わっていない（景気に下振れのリスクがあり、物価は上振れ・下振れのリスクが均衡している）。ただ、このところの景気指標の下振れを踏まえ、4-6月期の景気判断を前回会合時の「緩やかな（moderate）回復」から「とても漸進的な（very gradual）回復」に微修正した。

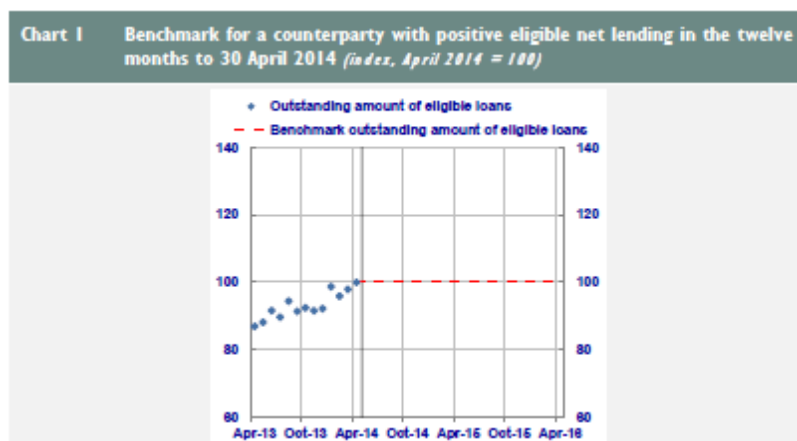
今回の会合では前回会合で発表されたTLTRO（なお、ドラギ総裁は「テルトロ」と読んでいた）の詳細な手順が明らかにされた。同プログラムへの参加は、個別の銀行としてだけでなく、一定の要件を満たす金融機関がグループとして利用することも可能とする。利用額の上限は、今年9月18日と12月11日の

2回目までの総額は、4月末時点の貸出残高（非金融企業および家計向け貸出のうち住宅ローンを除くもの）の7%とされ、前回会合時に発表された通り、ユーロ圏全体では約4,000億ユーロとなる。

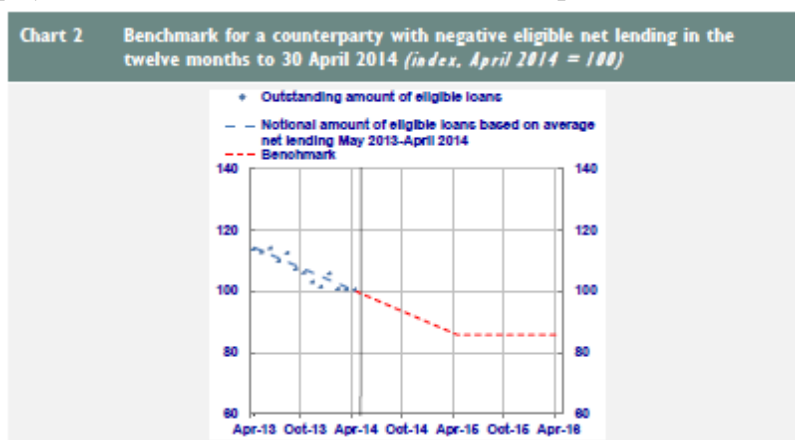
3回目以降（来年3月から2016年6月まで）の利用額の上限は、貸出増加行と貸出減少行によって積算根拠となるベンチマークの取り扱いを区別した。基準時点までの過去12ヶ月に貸出を増加した銀行については、4月末時点の貸出残高をベンチマークとし、その金額と比べた貸出の純増額の3倍を上限とする。基準時点までの過去12ヶ月に貸出を減少した銀行については、向こう1年間は同ペースでの貸出減少が続くと仮定した金額をベンチマークとし、そこからの貸出純増額の3倍を上限とする。但し、貸出減少行も1年経過後は、その時点（2015年4月末）のベンチマークと比較した純増額の3倍が上限となる（図表1）。これは当面は貸出を圧縮する必要に迫られている銀行に対しても、T L T R Oの利用を促すための措置で、従来考えられていたよりも利用額が膨らむ可能性を秘めている。なお、ベンチマーク対比で貸出を減らした銀行は2016年9月にT L T R Oで調達した資金を全額返済しなければならない。このことは、T L T R O資金が貸出以外に利用される可能性を排除するものではない。

（図表1） T L T R Oのベンチマーク

【貸出増加行のベンチマーク（赤破線）】



【貸出減少行のベンチマーク（赤破線）】



出所：欧州中央銀行資料より転載

E C Bは貸出の想定などから3回目以降の利用額の上限が約6,000億ユーロに達すると試算しており、T

L T R O全体の利用額の上限は1兆ユーロと、3年物L T R Oの利用額に匹敵する。ドラギ総裁は「E C Bの内部調査によればT L T R Oがかなりの効果（significant impact）を持つ」、「T L T R Oを利用するかどうかは銀行次第だが、資金調達の観点から魅力的な筈」と自信を覗かせた。ただ、1兆ユーロは利用額の上限であり、実際の利用額がこれを下回ることは言うまでもない。筆者が考える利用見込み額については後述する。

また、来年1月からは金融政策を決定する定例理事会の開催頻度を、現状の1ヶ月に1回から6週間に1回に変更するとともに、これまで定期公表していなかった理事会の議事録を、次の会合までのタイミングで発表することを決定した。ドラギ総裁によれば、「1ヶ月に1回の開催頻度が、E C Bの追加行動への市場参加者の自己実現的な期待を高め、そうした期待はしばしばファンダメンタルズを反映していない」との問題意識によるものとのことだ。また、来年1月からE C Bの投票メンバーの交代制が始まることも、開催頻度の変更を決定した背景にあると説明した。こうした検討は従来から進められてきたものだが、追加緩和のオプションが少なくなるなか、毎月の会合の度に追加緩和を督促される事態を避けたいとの思いもあるのだろう。この点からも、E C Bが追加緩和から距離を置きたいとの意図が見え隠れする。

無論、追加緩和に消極的と受け止められないよう、「我々の仕事は終わっていない」や「非伝統的な措置を含むあらゆる政策手段を採ることに対して理事会の総意がある」とのお決まりのリップサービスも忘れなかった。なお、理事会の開催日程や（投票者の名前が明かされるかなど）議事録に含まれる内容については現在検討中とし、決まった段階で公表するとしている。また、理事会の日程をF O M Cの開催に合わせる意向がないことや、必要に応じて緊急理事会を開催することも可能であると発言した。

前回会合で準備作業を加速するとしたA B S購入プログラムについては、E C Bが準備作業を強化し、関係諸機関も規制・法律・会計・実務など幅広い見地から準備を進めているとしたが、導入のスケジュールや規模感も含めて詳細は引き続き不明なままだ。

## ■ マイナス預金金利導入後も余剰資金はE C Bに滞留

6月の緩和パッケージの効果を検証すると、マイナス預金金利の導入については、E O N I Aが10bpsほど下方にシフトし、短期市場の指標金利も軒並み低下している。さらに、固定金利・無制限供給オペの特例を2016年末まで延長し、T L T R Oが満期償還を迎える2018年9月までは低利の長期資金供給が続けられることから、当面は低金利政策が継続するとの観測が高まっており、短期債を中心に国債利回りにも低下圧力が及んでいる。なお、ドラギ総裁自身は、「E C Bのフォワードガイダンス（政策金利が相当な期間に現在と同水準にとどまる）を決定するのは中期的な物価見通しである」と指摘し、オペの特例延長やT L T R Oと低金利の継続を直接的に結びつけることに否定的な見解を示唆した。

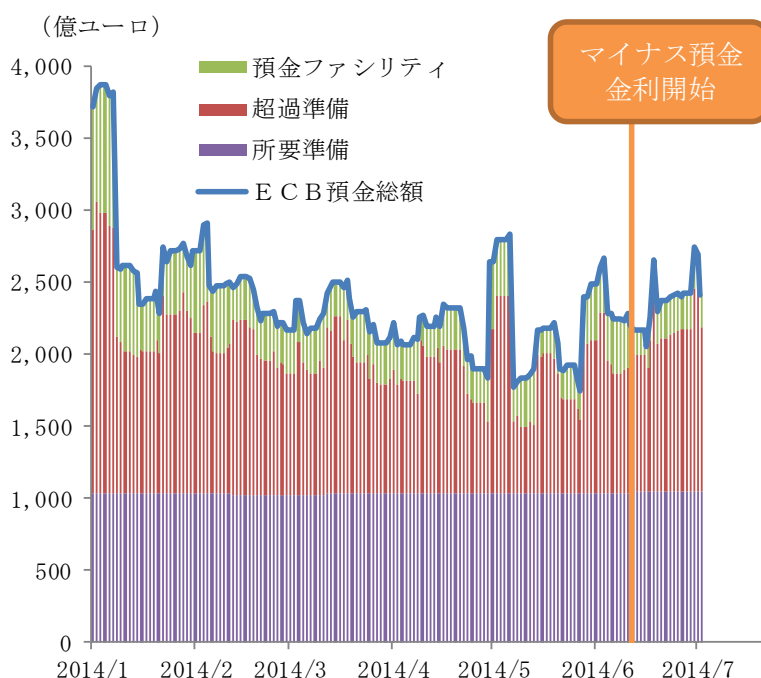
ただ、預金金利がマイナス圏に引き下げられた6月11日以降も、預金ファシリティと超過準備の合計額はほとんど減っていない（図表2）。つまり、余剰資金がインターバンクや貸出市場にシフトする効果は今のところ現れていない。このうち、貸出については資金需要の低迷もあり、すぐに効果が出ることは期待できない。また、信用コストを考えれば、銀行はインターバンク市場で他行に資金融通するよりも、罰則金利を払ってもE C Bに資金を預けておいた方が合理的と考えているのだろう。

民間銀行が罰則金利のコスト分を貸出金利に上乗せするのは困難とみられ、マイナス金利相当は銀行の収益圧迫要因となる。マイナス金利が適用される余剰資金は現在1,300億ユーロ程度で、マイナス0.1%の安心手数料は年間1.3億ユーロの利払い負担に相当する。これらはユーロ圏全体の銀行資産（約30兆ユーロ）と比べて微々たるもので、銀行収益を大きく圧迫することはないだろう。

なお、E C Bが預金ファシリティ金利の引き下げ幅を10bpsにとどめ、今後の追加利下げに否定的なこと

からは、EONIAをプラス圏に誘導する意図が窺える。ECBの預金金利のみならず、インターバンクの金利までもがマイナス金利となれば、副作用が無視できなくなるとの判断があるのだろう。ただ、ドラギ総裁は必要に応じて技術的な調整を行う余地があるとしている。例えばコリドーのさらなる拡大が必要と判断した場合に、預金ファシリティ金利一段と引き下げる可能性は残されている。

(図表2) ECBの当座預金と預金ファシリティの推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

マイナス金利の導入が本格的な量的緩和の障害になるとの声も頻繁に聞く。これは2001～06年にかけて日本銀行が当座預金残高を金融調整の主たる操作目標に設定し、量的緩和を行っていた記憶が日本の金融関係者の頭にあるからだろう。欧州の政策関係者や市場関係者の間でこうした問題点を指摘する声は聞かれない。

日銀だけにとどまらず、他の中銀も量的緩和を開始して以降、超過準備が積み上がったのは事実だ。だが日銀を除けば何れの中銀も当座預金残高を操作目標に設定したことはなく、資産購入を通じて民間に供給された資金の多くが、結果として中銀の当座預金に滞留したに過ぎない。当座預金に滞留した資金が別の資産購入などに振り向けられていれば、より明確なポートフォリオ・リバランス効果が生まれていた可能性がある。

この点、ECBがマイナスの預金金利を導入した1つの狙いは、中銀預金への資金滞留を防止するもので、むしろ量的緩和の効果を高める可能性がある。ただ、マイナス預金金利の導入以降、これまでの民間銀行の行動を見る限り、罰則金利を取られても資金をECBの預金に塩漬けにする可能性が高い。したがって、量的緩和の拡大とともに銀行の収益圧迫などの副作用が大きくなる恐れは否定できない。

## ■ TLTROはデレバレッジ下でも利用拡大を促す制度設計

T L T R Oはどの程度の金額の利用が見込まれるのだろうか。注意すべき点は、年内に予定される2回の資金供給は、4月末の貸出残高の実績に応じて利用ができ、貸出の純増が利用条件となっていない点だ。3年物L T R Oは来年1・2月に満期償還を迎える。既に返済可能な銀行の多くは繰り上げ返済を行っているが、市場調達が難しい銀行には巨額の返済負担が押し掛かる。2回目までのT L T R Oは3年物L T R Oの借り換え支援という政策意図も併せ持っているのだろう。3年物L T R Oを完済していない銀行の多くが、金利条件が有利なT L T R Oに乗り換えることが予想され、2回目までに上限の4,000億ユーロに近い資金が新たに供給される可能性がある（図表3）。

（図表3）T L T R Oの利用限度額試算（億ユーロ）

| 【初回・2回目】    |        | 【3回目以降】    |        |
|-------------|--------|------------|--------|
| 非金融企業向け     | 43,311 | 増加行のベンチマーク | 56,917 |
| 家計向け        | 52,270 | 貸出+1.5%時   | 57,771 |
| うち住宅ローン     | 38,664 | 純増額        | 854    |
| 住宅ローン除く家計向け | 13,606 | ×3倍        | 2,561  |
| 対象貸出        | 56,917 | 減少行のベンチマーク | 54,886 |
| 残高の7%       | 3,984  | 貸出ゼロ%時     | 56,917 |
|             |        | 純増額        | 2,031  |
|             |        | ×3倍        | 6,093  |

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

3回目以降の利用額は貸出の純増額に応じて決まる。4月の貸出残高は前年比▲3.2%とボトム近辺にあり、基準時点を上回るのはそれほど難しくない。しかも、今回明らかにされた詳細手順によれば、貸出減少行については、これまでの貸出減少トレンドに沿った低いベンチマークが適用される。こうした制度設計を考えれば、精緻な試算を行うには個別行のデータを分析する必要がある。ここでは手始めにユーロ圏全体の貸出データから利用額をラフに見積もってみる。

貸出の伸びが直近ピークを記録したのは2011年4・5月の前年比+1.5%であった。仮にこの慎重なペースまで貸出が回復した場合、貸出増加行にとってのT L T R Oの利用限度額は2,561億ユーロとなる。一方、貸出減少行が前年比フラット程度まで貸出を回復させた場合、貸出減少行にとっての利用可能額は6,093億ユーロとなる。実際には両者の中間とみられ、全額が利用されると考えるのも非現実的なため、3回目以降の利用額は2,000～3,000億ユーロ位ではないだろうか（前掲図表3）。当然のことながら、こうした試算はかなり幅を持って見る必要がある。

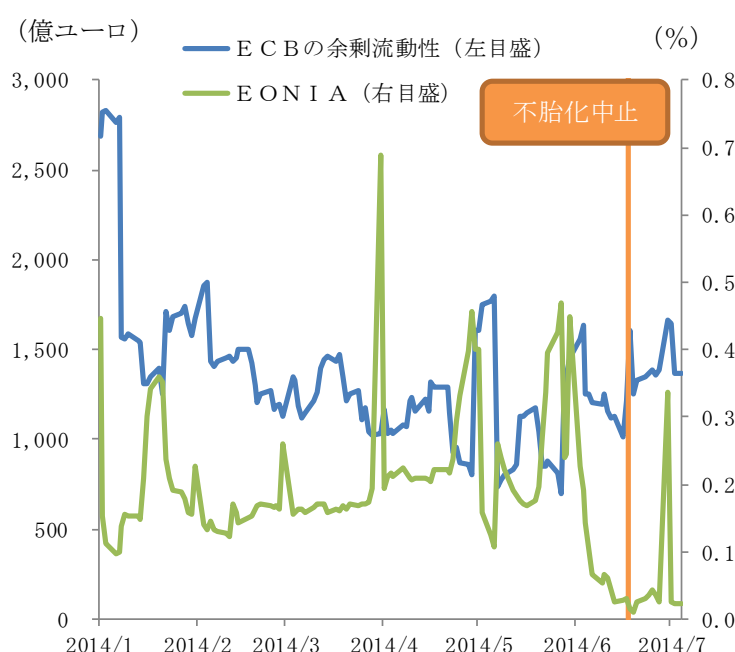
ちなみにT L T R Oに類似した英BOEのF L Sの利用額は2014年3月末時点で433億ポンドに達し、これは企業・家計向けの貸出残高の2%強に相当する。制度終了予定の2015年3月末まで同ペースの利用が続くと仮定すれば利用総額は690億ポンドで、貸出の3.5%となる。T L T R Oの利用額が2,000億ユーロの場合で対象貸出の3.5%に相当し、規模感としては同等かやや上回るイメージだ。

以上から、T L T R Oの利用総額は6,000～7,000億ユーロ程度の規模感となる。これは総額1兆ユーロに及んだ3年物L T R Oには及ばないが、ユーロ圏のGDPの6～7%程度に相当する。ただ、現在4,000億ユーロ強の3年物L T R Oの返済が同時に行われるため、ECBのバランスシートの純増額は2,000～3,000億ユーロ程度が関の山と言ったところではないだろうか。

## ■ 不胎化中止後も増えない余剰流動性

6月10日を最後に不胎化オペが中止され、SMP残高相当の資金が市中に供給された。だが、最後の資金吸収オペの償還を迎えた18日以降も余剰流動性の水準はほとんど変化していない（図表4）。その背景としては、第1に最近では不胎化オペの札割れが頻発し、中止の直前週も目標額の1,627億ユーロに対し、1,086億ユーロの資金吸収しか出来ていなかった。第2に、不胎化中止により1,086億ユーロの資金が市中に供給された結果、通常よりも手元資金が潤沢となり、定例オペの利用額が減少した（1週前の1,368億ユーロから979億ユーロ）。第3に、ECBが金融調整でコントロールできない自律的要因（autonomous factors）が大きく変動した。つまり、不胎化中止で追加的な資金供給が行われたが、金融機関は別の蛇口を絞る形で対応している訳だ。足許でEONIAの低位安定が続いているのは、不胎化中止の影響よりも、利下げの効果と見る事が出来よう。

（図表4）ECBの余剰流動性とEONIA



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

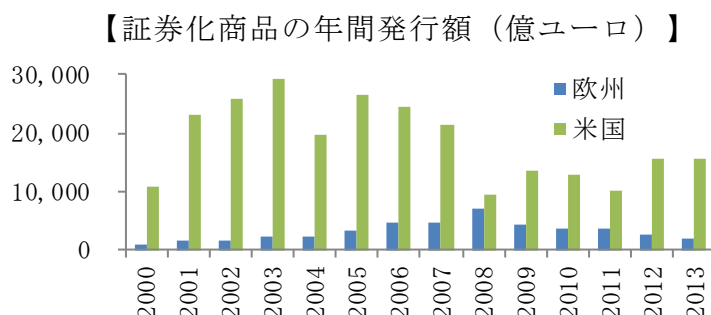
## ■ ABS購入の規模感

ABS購入プログラムの詳細は今のところ不明だが、ECBが購入対象として想定しているのは、非金融民間部門向けの貸出債権を担保に組成されたABSのうち、透明性が高く簡単な組成のものだ。ユーロ圏内で該当する証券化商品の残高（3月末時点）は、中小企業向け融資を担保としたものが1,024億ユーロ、自動車ローンやクレジットカード債権を担保としたものが1,542億ユーロで、合計2,566億ユーロとなる（図表5）。

ECBが買い入れ対象とするのは一定の格付け要件を満たしたABSに限られよう。データの制約上、証券化商品全体の格付け分類をみると、シングルA格以上のものが78.5%を占める。対象のABSも同率と仮定すると、購入対象資産は2,014億ユーロとなる。一部の高格付け証券化商品は既にECBの資金供給オペの差出担保となっていることが予想されるうえ、対象資産の全てをECBが買い上げるのも現実的でない。ECBの購入開始や規制見直しで市場規模が拡大する可能性はあるが、現在のABS市場の規模を

前提とすれば、設定可能な買い入れ規模は1,000ユーロ程度にとどまるのではないだろうか。ちなみに過去にECBが行ったカバード債の買い入れプログラムの規模は、初回が600億ユーロ、2回目が400億ユーロで合計1,000億ユーロだった。

(図表5) 欧州の証券化市場の規模



【商品別残高（2014年1-3月期、億ユーロ）】

|                      |        |
|----------------------|--------|
| 資産担保証券（ABS）          | 1,904  |
| 債務担保証券（CDO）          | 1,264  |
| 商業用不動産担保証券（CMBS）     | 959    |
| 住宅用不動産担保証券（RMBS）     | 8,345  |
| 中小企業向け融資の資産担保証券（SME） | 1,082  |
| 事業証券化（WBS）           | 734    |
| 合計                   | 14,289 |

注：ユーロ圏以外の欧州諸国も含まれる

出所：欧州金融市場機構資料より第一生命経済研究所が作成

## ■ 年内の追加緩和を見送ると予想

ドラギ総裁は会合後の記者会見で本格的な量的緩和の可能性を問う質問に答え、「もし我々の中長期的な物価見通しに変更されるならば、間違いなく広範な資産購入策を開始するだろう。我々に特段のスケジュールがある訳ではないが、まずは前月の緩和策の効果を見極めたい。緩和策はかなりの効果を持つと確信している」と発言した。将来の本格的量的緩和を否定しない発言には、追加緩和への期待をつなぎとめると同時に、目先の緩和督促を封じ込める狙いがあったのだろう。記者会見と同時に発表された米雇用統計で米国景気の順調な回復が確認されたこともあり、為替市場ではドル高・ユーロ安が進行し、ドラギ総裁は市場の期待誘導にひとまず成功した。年内のTLTROが貸出増加を条件としていない点、ABS購入プログラムの開始にまだ時間が掛かりそうな点、理事会の開催頻度の変更からは、ECBが追加対応と距離を置きたい意図が読み取れる。筆者は年内の追加緩和はなしと読む。ただ、物価指標の内訳をみると、夏場にかけてエネルギー価格や食料品価格が物価を一段と下押しする可能性がある。8・9月の物価指標の発表を受け、市場参加者の間に追加緩和期待が高まる可能性があり、ドラギ総裁の手腕が再び問われることになるだろう。

以上