

EU Trends

期待外れの TLTRO 第 1 弾

発表日：2014年9月19日(金)

～これで本格的量的緩和に近づいた？～

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

- ◇ TLTRO 第 1 弾の利用額は826億ユーロと、予想レンジの下限（1,000億ユーロ）を下回った。第 2 弾と合わせて4,000億ユーロの利用上限に近づくのは難しい。TLTRO 全体の資金供給額は4,500億ユーロ前後がせいぜいか。また、現在の市場規模や格付け要件を考えれば、ABSとカバードボンドの現実的な買い入れ規模は各々1,000億ユーロ程度。ECBはTLTROと資産買い入れ策を通じて、バランスシートの規模を7,000億～1兆ユーロ拡大する意向を表明したが、その実現が危ぶまれる。
- ◇ TLTRO 利用額の伸び悩みでバランスシートの拡大規模が小さくなる恐れが高まった。だが、市場参加者の間には本格的な量的緩和への期待が高く、かえって量的緩和が近づいたと受け止められる可能性がある。また、来年開始の輪番制の投票日程が発表され、ドイツ連銀総裁が投票権を持たないのは5・10月と判明。ドイツの不在時に本格的量的緩和が始まるとの思惑が市場で広がる可能性がある。

■ TLTRO 第 1 弾の利用額は期待を大きく下回る

18日に行われたECBのTLTRO 第 1 弾で、255の金融機関に総額826億ユーロの資金が供給された。Bloombergが集計した事前予想の中央値は1,500億ユーロ、予想レンジは1,000～3,000億ユーロで、初回利用分は予想レンジの下限を下回った（図表1）。ドラギ総裁は4日の理事会で、TLTROとABS・カバードボンドの購入プログラムを通じてECBのバランスシートを2012年初頭の水準に引き上げる（7,000億～1兆ユーロの拡大に相当、図表2）意向を表明したが、初回の利用額下振れでその実現が危ぶまれる。

4日のECB理事会ではTLTRO 第 1 弾の利用促進を目的に追加利下げを行い、さらなる利下げがないことを明言した。TLTROの適用金利は「借入れ時の主要政策金利+10bps」の固定金利と定められており、追加利下げ観測があれば、銀行が第 1 弾の利用を見送る恐れがあった（第 2 弾でより低い金利で借りられる可能性があるため）。12月11日に予定されるTLTRO 第 2 弾では、10月末にも発表が予定されるAQR・ストレステストの結果判明（各行には9月末にも結果が通知される見込み）で銀行が資金計画が立てやすくなっていることや、来年初に控える3年物LTROの借り換え目的による利用拡大が予想されるが、第 1 弾・第 2 弾を合わせた利用額の上限である4,000億ユーロ（4月末時点のユーロ圏の非金融企業向け融資残高の7%）には届かない可能性が高い。

国別の利用可能額の上限を計算すると、イタリアやスペインが利用上限に抵触するため、3年物LTRO時のような大規模な利用が出来ない（図表3）。したがって、ドイツ、フランス、オランダなどの利用が大幅に拡大しない限り、4,000億ユーロの規模感達成は難しい。今回の結果とこうした国別の上限を考えると、第 1 弾・第 2 弾のTLTRO利用額は2,000億ユーロ前後がせいぜいと言ったところではないか。

(図表1) ECBのTLTRO利用額と資産購入額の予想

	中央値 (億ユーロ)	レンジ (億ユーロ)
TLTRO全体	5,750	2,500~9,000
TLTRO①	1,500	1,000~3,000
TLTRO②	1,600	750~3,000
資産購入の合計	4,000	500~10,000
ABS	2,500	500~8,000
カバード債	1,600	200~3,750

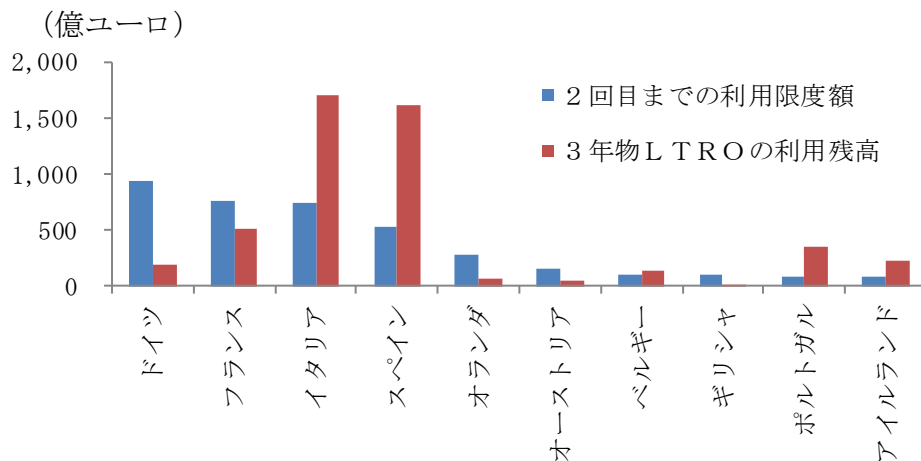
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) ECBのバランスシートの推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表3) TLTROの国別の利用限度額



出所：欧州中央銀行資料などより第一生命経済研究所が作成

■ ABS購入プログラムの規模感は？

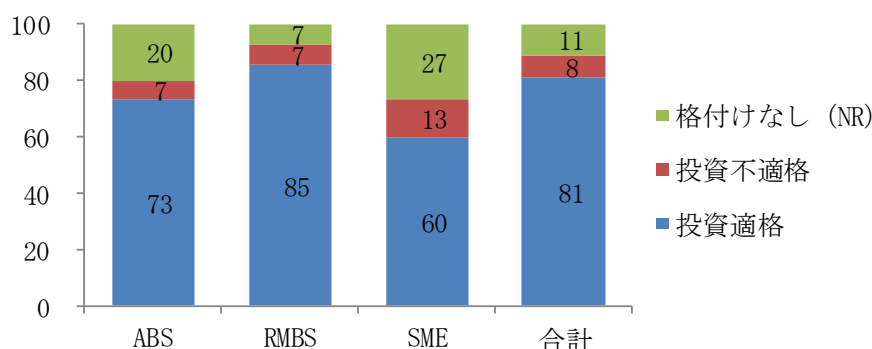
では、9月の理事会で発表し、10月に開始する予定のABS・カバードボンドの購入プログラムの規模感はどうだろうか。前述のBloombergの集計した予想では、ABSの買入れ額の中央値が2,500億ユーロ、カバードボンドの買入れ額の中央値が1,600億ユーロであった（前掲図表1）。ABSについては、RMBSが買入れ対象に加わったことで購入対象のユニバースが広がったが、それでも現時点でのユーロ圏内の対象資産残高は8,500億ユーロ程度に過ぎない（図表4）。このうちECBが買入れるのは一定の格付け要件を満たすものとなる。一部報道によれば、ECBは低格付け債の購入も検討しているとされ、仮に投資適格のABSを買入れ対象とした場合（全体の約8割、甘めの想定）、買入れ対象は約6,800億ユーロ（ $\approx 8,500 \times 0.8$ ）に減少する（図表5）。このうち約4割は、資金供給オペの差出担保としてECBが保有しており、買入れ対象から除外される（図表6）。つまり、既存の発行残高に基づいて計算する限り、買入れ可能なABSの総額は約4,000億ユーロ（ $\approx 6,800 \times 0.6$ ）にとどまる。予想中央値（2,500億ユーロ）を買うとなると、買入れ可能なABSの6割以上をECBが買占める計算となる。ECBが目指すABS市場の活性化が進まない限り、1,000億ユーロを大きく上回る買入れ額はかなり野心的な目標設定と言えよう。

（図表4）ユーロ圏の証券化商品の残高（2014年1-3月期）

	買入れ対象計（億ユーロ）			
		ABS	SME	RMBS
オーストリア	21	3	0	18
ベルギー	801	0	177	624
フィンランド	5	5	0	0
フランス	309	195	17	97
ドイツ	541	363	30	148
ギリシャ	245	134	67	44
アイルランド	372	3	0	369
イタリア	1,569	477	277	815
オランダ	2,586	26	76	2,484
ポルトガル	367	33	76	258
スペイン	1,684	241	290	1,153
ユーロ圏	8,500	1,480	1,010	6,010

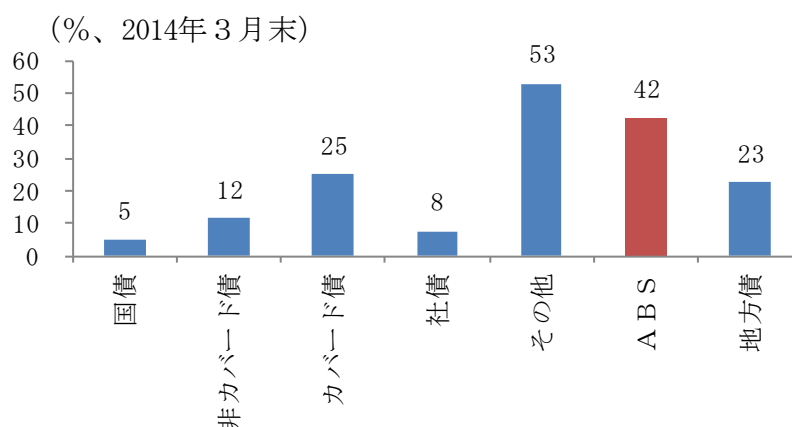
出所：欧州金融市場機構資料より第一生命経済研究所が作成

（図表5）ECB買入対象ABSの格付け別残高の内訳（%、2013年、全欧州）



出所：米国証券業金融市場協会資料より第一生命経済研究所が作成

(図表6) 資産残高に占める資金供給オペの差出担保の割合



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

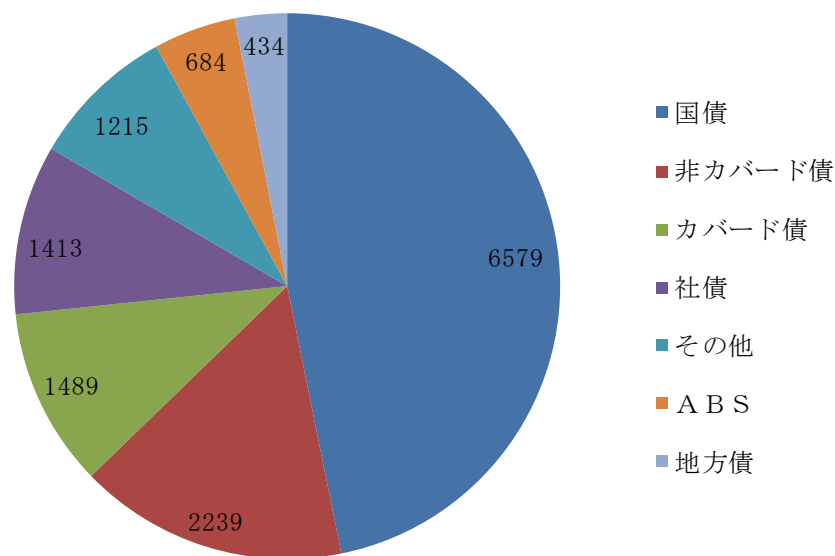
■ ECBの目標とするバランスシート拡大の実現は難しい

カバードボンドの買入額の予想中央値は1,600億ユーロ。過去2回の買入れプログラムでは、上限が各々600億ユーロ、400億ユーロに設定されていた。カバードボンドの市場規模は約1兆5,000億ユーロ程度とみられ(図表7)、約10%の買入れ額は不可能な目標ではない。ただ、2回目のカバードボンドの買入れプログラムでは、上限の400億ユーロに届かないまま、プログラムが終了した。買入れ拡大につながる制度的な工夫を施さないと、実際の買入れ額が伸び悩む恐れがある。

このようにECBが目標とする7,000億～1兆ユーロのバランスシート拡大はそう容易くない。例えば、TLTROの利用額が第1弾・第2弾の合計で2,000億ユーロ程度、残り6回の利用額が中心予想に倣い2,650億ユーロ(≒全体の利用額を中心予想5,750億ユーロー第1弾・第2弾の中心予想)と仮定すると、TLTROの利用総額は4,650億ユーロとなる。ABSとカバードボンドの買入れ金額を現実的に各々1,000億ユーロと仮定すると、これらを合わせたバランスシートの拡大規模は6,650億ユーロ。数字の上ではECBが目標とする7,000億ユーロに近づくが、来年初には3年物LTROの償還でECBのバランスシートは約3,500億ユーロ減少する。差し引きのバランスシートの拡大規模は3,150億ユーロ程度にとどまる。但し、3年物LTROの償還の一部はTLTROに、残りは1週間物や3ヶ月物の定例オペに借り換えられる可能性があり、3,500億ユーロが丸々バランスシートの縮小要因となる訳ではない。

ECBによるバランスシートの拡大期待が足許のユーロ相場に反映されているとすれば、バランスシートの拡大規模が期待外れに終わった場合、ユーロ相場には上昇圧力が及ぶ恐れがある。これは緩和メニューの大半を使い果たしたECBにとって大きな不安材料となる。しかも、足許でスワップ金利でみた5年後の5年先の期待インフレ率が再び2%を割り込むなど、デフレ懸念が払拭されない状況にある。ただ、ジャクソンホールでのドラギ発言以降、市場参加者の間ではECBが国債購入を含む本格的な量的緩和に乗り出す可能性が強く意識されている(図表8)。また、米国とユーロ圏の金融政策のベクトルの相違は明らかで、ユーロ安が大きく転換する状況には今のところない。バランスシートの拡大が想定を下回ることで、かえって本格的な量的緩和に近づいていると受け止められる可能性がある。これもドラギ・マジックのなせる業と言ったところか。

(図表7) ECBが金融政策運営上の対象とする市場性資産残高
(10億ユーロ、2014年6月末)



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8) 主要機関によるECBの本格的な量的緩和の開始予想

◇本格的な量的緩和を開始する？

はい	13
いいえ	28

◇本格的な量的緩和の開始時期は？

未回答	1
2014年12月	1
2015年1-3月期	3
2015年春	1
2015年4-6月期	1
2015年上期	3
2015年中	3

出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

■ 輪番制導入でドイツ不在時の国債購入開始が狙い目？

なお、ECBは来年1月から金融政策決定時の投票メンバーの輪番制を開始するが（詳細は9月9日付けレポート「鬼の居ぬ間に量的緩和 ～輪番制導入でドイツ外し？～」を参照されたい）、18日に各国中銀総裁の投票スケジュールが公表された。輪番制ではユーロ圏各国を経済・金融規模に応じて2グループに分け、ドイツやフランスなど5ヶ国の中銀総裁で構成される第1グループに4つの投票権、残りの14ヶ国の中銀総裁で構成される第2グループに11の投票権が割り振られる（図表9）。現在のスケジュールでは、本格量的緩和に反対するであろうドイツ連銀総裁が投票権を持たないのは来年の5月と10月（図表10）。ただ、ECBは来年から金融政策を決定する理事会の開催頻度を1ヶ月に1回から6週間に1回に変更することを検討しており、新しい開催日程の元での投票スケジュールについての説明は見当たらない。

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。

例えば、現在の順番のままスライドすれば、ドイツ連銀総裁の投票権がないのは来年7月頃の5回目の投票となる（その次は再来年の3月頃）。ドイツ連銀総裁の反対で政策決定が出来ない訳ではないが、“鬼の居ぬ間に国債購入を開始する”との思惑が市場参加者の間に広がる可能性がある。

(図表9) ECBの輪番投票制

常任理事 ＜投票権6＞	第1グループ ＜投票権4＞	第2グループ ＜投票権11＞
総裁 副総裁 理事4名	ドイツ フランス イタリア スペイン オランダ	第1グループ 以外の中銀総裁 来年は14ヶ国

出所：第一生命経済研究所が作成

(図表10) ECBの投票メンバーの投票スケジュール (2015年)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
常任理事 総裁・副総裁・理事	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
第1グループ												
ドイツ	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○
スペイン	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○
フランス	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×
イタリア	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○
オランダ	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○
第2グループ												
ベルギー	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
エストニア	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
アイルランド	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ギリシャ	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○
キプロス	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○
リトアニア	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○
ラトビア	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○
ルクセンブルク	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○
マルタ	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○
オーストリア	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○
ポルトガル	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○
スロベニア	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○
スロバキア	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×
フィンランド	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×

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