

国債QEのリトマス試験紙

発表日：2014年12月12日(金)

～来春の国債QE開始にまた一歩近づく～

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

- ◇ TLTRO第2弾の利用額は1,298億ユーロ。事前予想を大幅に下回った訳ではないが、1兆ユーロのバランスシート拡大が危ぶまれる数字。資金需要の弱さがTLTROの利用拡大を阻害する最大の要因となっている。貸出純増を条件とする3回目以降の利用額も伸び悩む可能性がある。
- ◇ TLTRO、カバードボンド購入、ABS購入によるバランスシートの拡大規模は、楽観的に見積もって5,000億ユーロ程度。ECBが“意図する”バランスシートの拡大には、4,000～5,000億ユーロ規模の資産買い入れ策の拡充が必要となる。市場規模を考えた場合、国債を除外する選択肢はない。
- ◇ 1月22日のECB理事会で国債を含めた資産買い入れ策の拡充が決定されると予想する。ただ、今回の利用額は市場予想を大きく逸脱するものではなく、消極派を説得するにはやや決め手に欠ける感もある。追加情報の見極めが必要な場合、3月5日の理事会まで決断が持ち越される可能性もある。

■ 資金需要の弱さからTLTROの利用が伸び悩む

11日に発表されたTLTRO第2弾の利用額は306行で総額1,298億ユーロにとどまった。利用行・利用額ともに9月の第1弾(255行で総額826億ユーロ)を上回ったが、直前の事前予想(Bloomberg集計の中央値が1,480億ユーロ、Reutersの中央値が1,300億ユーロ)に届かなかった。既に市場予想が慎重化していたため(Bloombergが集計した10月中旬時点の中央予想は1,775億ユーロ、11月中旬時点は1,700億ユーロ)、大幅な失望とはならなかったが、ECBが“意図する”1兆ユーロのバランスシートの拡大が危ぶまれる数字で、来年1-3月期中の国債QE開始を裏付ける内容と言えよう。2回目までのTLTROの利用上限は3,984億ユーロ(2014年4月末時点の非金融企業向け貸出残高と住宅ローンを除く家計向け貸出残高の合計額の7%)。2回合計の利用実績は2,124億ユーロと上限の5割強の利用にとどまった。

3回目以降のTLTROは2回目までと制度設計が異なり、ベンチマークと比較した貸出純増額の3倍が利用上限となる。基準に届かない場合、2016年9月に2回目までを含めた全利用額を強制的に返済する必要がある。11月中旬時点のBloombergの集計では、3回目以降のTLTRO利用額の中央予想は1,474億ユーロ(TLTRO全体の利用額の予想中央値<4,000億ユーロ>から、2回目の予想中央値<1,700億ユーロ>と1回目の利用実績<826億ユーロ>を引いた金額)(図表1)。この数字に基づけば、2回目を終えた時点でのTLTRO全体の利用額の予想値は3,598億ユーロ(=826+1,298+1,474億ユーロ)となる。ただ、初回・2回目ともに事前予想を下振れしており、3回目以降の利用額も伸び悩む可能性がある。

(図表1) 主要予測機関によるECBの緩和策の規模

◇ ECBの緩和策の規模は？

	中央値 (億ユーロ)	平均値 (億ユーロ)	最小値 (億ユーロ)	最大値 (億ユーロ)
カバードボンド	1,500	1,700	500	4,500
ABS	1,200	1,492	500	3,600
TLTRO	4,000	3,969	750	7,000
第2弾	1,700	1,681	800	3,000

◇ ECBのバランスシートの拡大規模は？

	中央値 (億ユーロ)	平均値 (億ユーロ)	最小値 (億ユーロ)	最大値 (億ユーロ)
2014年末	1,500	1,746	0	4,000
2015年末	4,000	4,062	750	10,000
2016年末	3,000	3,459	0	6,500

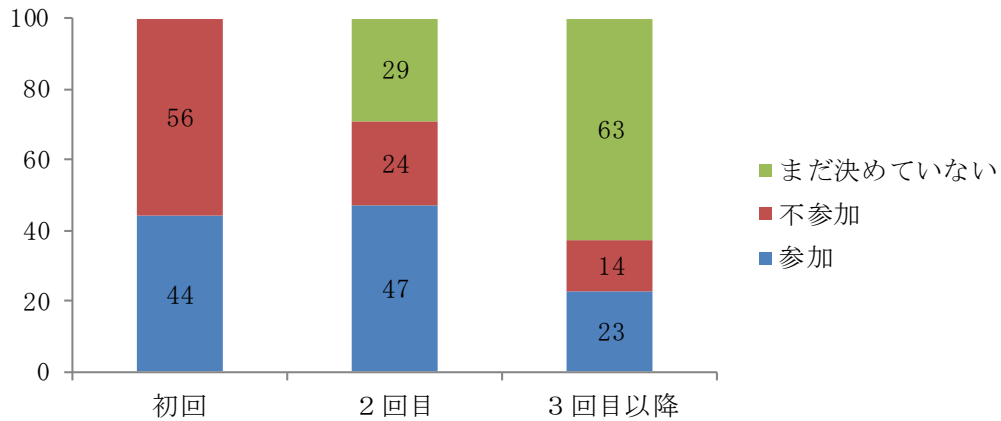
注：調査に回答した予測機関の総数は46社

出所：Bloomberg調査（11月17日時点）より第一生命経済研究所が作成

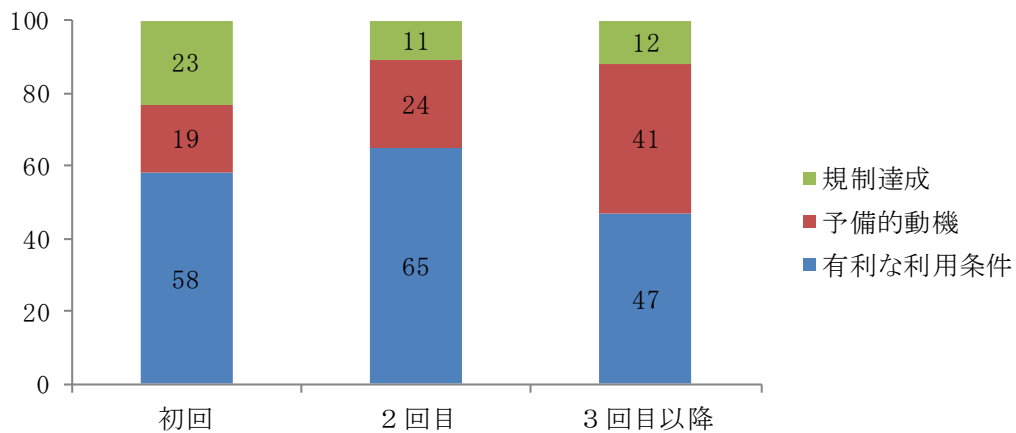
TLTRO第1弾の終了後（9月24日から10月9日）に集計されたECBの貸出態度調査では、調査対象の金融機関に対してTLTROに関する聞き取り調査を行っている（図表2）。TLTROに参加した/参加する銀行に対して参加理由を尋ねたところ、「条件面が有利で銀行の利益改善につながるため」との回答が最も多く、「将来の資金調達需要や調達難を見越した予備的な理由」や「流動性に関する金融規制を満たすため」との回答が続く。一方、不参加行に対して不参加の理由を尋ねたところ、「資金調達に問題を抱えていない」との回答が圧倒的に多く、「十分な資金需要がないことや、貸出純増の条件を達成できない恐れがある」との回答が続いている。ここで、調達難にないとの回答は資金需要見合いで十分に自力調達が可能な状況を指すものと考えられる。こうした回答結果からは、資金需要の弱さがTLTROの利用拡大を阻害している可能性が示唆される。

(図表2) TLTRO利用に関する聞き取り調査

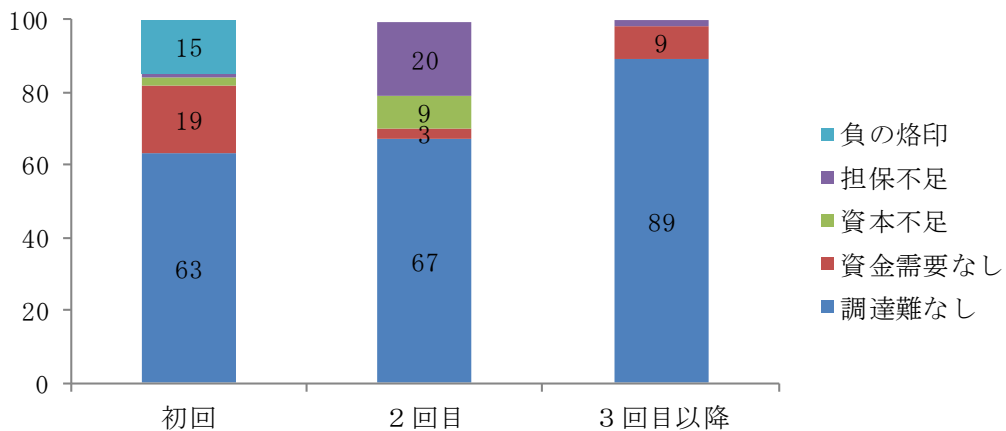
【参加/不参加 (%)】



【参加行の参加理由 (%)】



【不参加行の不参加理由 (%)】



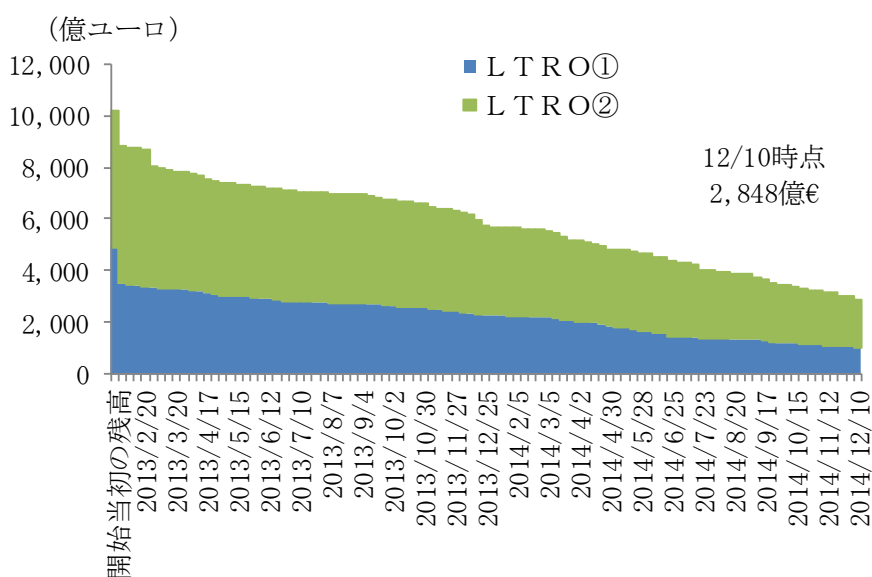
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

■ 1兆ユーロのバランスシート拡大は困難で、来年1-3月期中に国債QEを開始へ

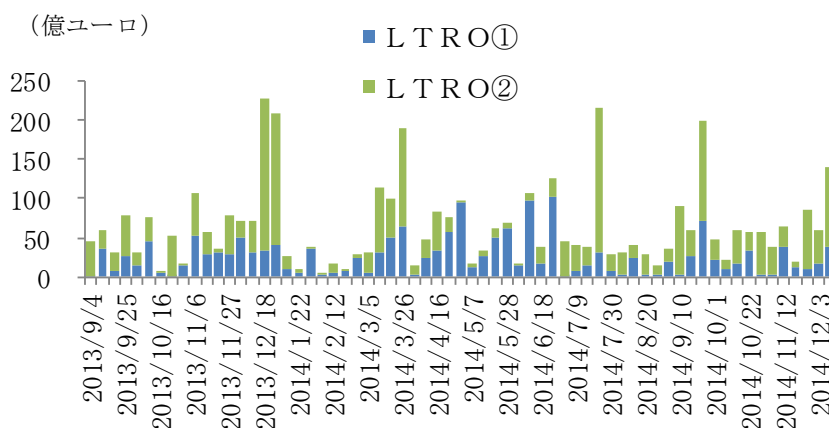
2回目までのTLTROの利用額が貸出純増を条件としていないことから分かる通り、TLTROには2011・12年に実施した3年物LTROの借り換え支援と言う目的もある。その3年物LTROの残高は、12月10日時点で2,848億ユーロ（図表3）。これらは来年1月29日と2月26日に満期償還を迎え、それまでに完済される（一部は前倒しで返済）。2回目までのTLTROの利用実績は3年物LTROの償還額を下回っており、来春に向けてECBのバランスシートは再拡大するどころか、縮小する可能性すらある。3年物LTRO資金の一部は1週間物の定例オペ（MRO）に切り替わることが予想され、2回目までのTLTROと3年物LTROの差額が丸々バランスシートの縮小要因となる訳ではない。ただ、MROの利用拡大を加味しても、3年物LTROの満期償還分を穴埋めする程度にしかならないだろう。そのため、「2回目までのTLTRO+MROの利用拡大-3年物LTRO=ほぼゼロ」と考えておくこととする。

（図表3）LTROの資金供給額と繰り上げ返済額

【資金供給額の残高】



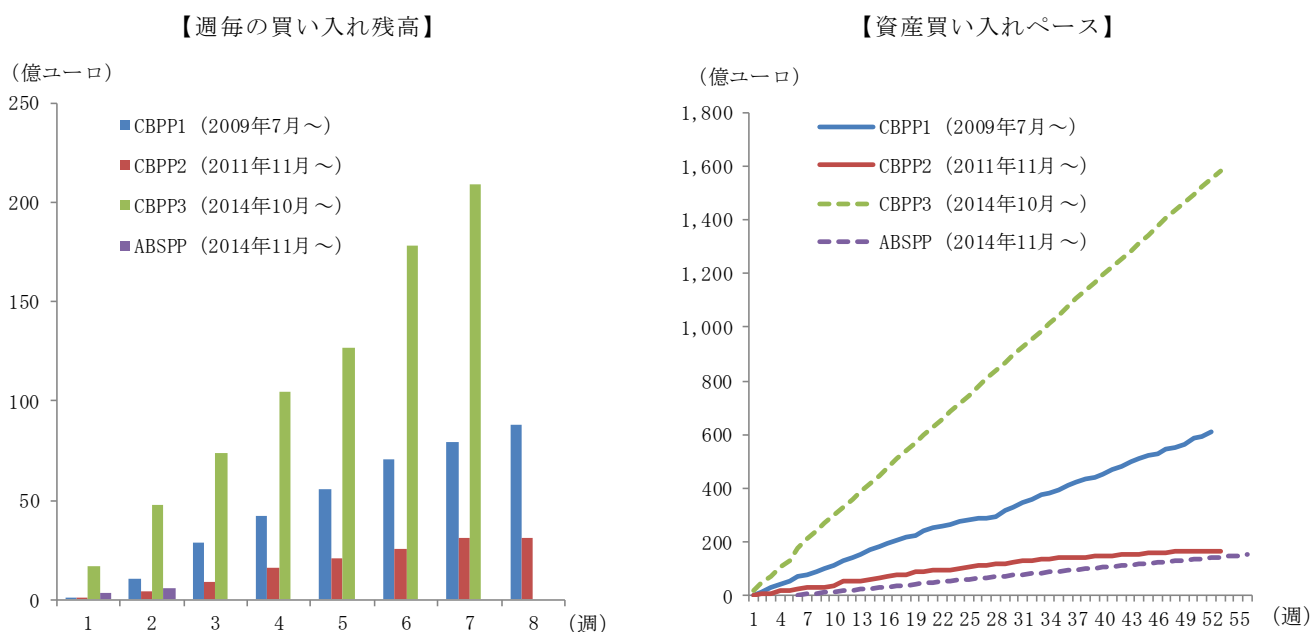
【週毎の繰り上げ返済額】



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

この他に、最低2年以上の継続を約束しているカバードボンドとABSの買い入れプログラムがある。10月後半に開始されたカバードボンドの購入プログラムは第7週までの累計で209億ユーロ、1年間に換算すると1,500億ユーロを上回るペースでの積極的な買い入れを行っている(図表4)。このままのペースでの買い入れを続ける可能性は低いが、予想中央値の1,500億ユーロ(前述のBloombergの11月中旬の調査)は十分に射程圏内にあると言えそうだ。他方、11月末に開始されたABSの購入プログラムは第2週までの累計で6億ユーロ、今のところ年間で160億ユーロ程度のペースにとどまっている。今後、買い入れ額を積み増す可能性が高いが、こちらは予想中央値(1,200億ユーロ)の実現が危ぶまれる。カバードボンドが予想中央値を上回り、ABSが予想中央値を下回ると考えれば、合計のバランスシートの拡大規模は予想中央値(1,500+1,200=2,700億ユーロ)から大幅な乖離はなさそうだ。期待を込めて、ひとまず3,000億ユーロ程度と見積もっておくこととしよう。

(図表4) ECBによるカバードボンドとABSの買い入れ残高



注：CBPP3は第7週/ABSPPは第2週までのペースが続いた場合
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

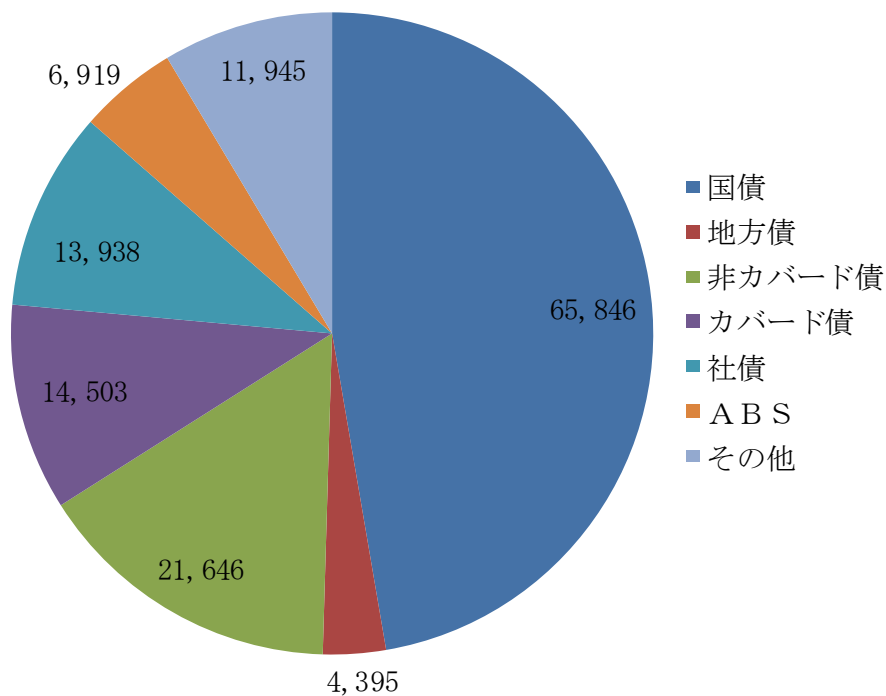
これらを合計すると、既存の緩和策によるバランスシートの拡大規模は楽観的に見積もって「ゼロ+2,000+3,000=5,000億ユーロ」と言ったところだろう。1兆ユーロのバランスシートの拡大は到底困難で、4,000~5,000億ユーロ規模の資産買い入れ策の拡充が必要となりそうだ。現在、買い入れ対象の主な候補として挙げられているのは、社債、EU機関債、国債など(ちなみに、ECBは金と外国債を除く全ての資産を対象から除外しないとしている)。社債の市場規模はカバードボンドとほぼ同じ程度だが、EU機関債の市場規模は小さい(図表5)。社債の追加購入だけで市場の期待に届くことは難しく、国債も含めた資産買い入れの拡充が選択肢となってこよう。筆者は引き続き1月22日の次回ECB理事会で追加緩和が決定されると予想する。ただ、今回の利用額は市場予想を大幅に逸脱するものではなく、理事会内で追加緩和の必要性を疑問視する反対派や態度保留者を説得するには、やや決め手に欠けるとの印象もある。大多数の賛成を取り付けるのに必要な態度保留者を追加緩和に傾かせるのに十分でない場合には、より広

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。

範な経済・物価データが確認され、ECBスタッフによる新たな経済・物価見通しを取りまとめる3月5日の理事会まで決断が持ち越される可能性もある。何れにせよ来年1-3月期中の国債QEの開始決定に向け、外堀は埋まりつつある。

(図表5) ECBが金融政策運営上の対象とする市場性資産残高

(億ユーロ、2014年7-9月期・月末平均)



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