

ありがとう T L T R O

～緩和終了への第一歩～

発表日：2017年3月24日（金）

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

◇ T L T R O第2弾の最後の流動性供給には、事前予想を上回る2,335億ユーロの利用申請が集まった。金融政策の伝達メカニズムを円滑化する銀行の流動性支援が役割を終えたことは、E C Bによる大胆な金融緩和策が曲がり角にあることを示唆する。年末に資産買い入れの終了期限を控え、今後タカ派委員を中心にテーパリングの地均しが一段と活発化しよう。資産買い入れを継続する間に利上げを開始するとの観測も一部で浮上している。筆者の考えでは、秋から冬にかけて来年以降の買い入れの段階的な減額を決定、早ければ来年末に新規の資産買い入れを停止し、その後に利上げに着手する。

E C Bは23日、銀行に低利で長期の流動性資金を供給するT L T R O第2弾の最後の利用額を発表した。2016年3月に政策金利の一段の引き下げや資産買い入れプログラムの規模・対象拡充に合わせて導入されたT L T R O第2弾（四半期毎に計4回）は、2014年秋に導入されたT L T R O第1弾が貸出増の基準に満たなかった銀行に強制返済の罰則適用で利用額が伸び悩んだ反省を踏まえ、貸出を増加した銀行への金利優遇を採用するなどインセンティブ設計を強化。企業の資金需要の回復期に4年物資金を年利ゼロ%～▲0.4%で事実上無制限に供給することで、銀行システムを通じた金融政策の伝達メカニズムを円滑化するとともに、企業の設備投資拡大につながることを期待された。その後、多くの銀行は潤沢な流動性を抱えるに至り、予定された4回の資金供給が延長されることのないまま、今回の資金供給を最後にいったん役割を終了する。筆者は先日フランクフルトなどに出張し、E C B関係者と面談したが、今後、銀行の流動性支援が再び必要となった場合、T L T R Oを再開することは、制度上も政治的にもそれほど困難ではないとの印象を受けた。

T L T R O第2弾の利用額は、2016年6月の初回こそ、総額4,000億ユーロ超のT L T R O第1弾からの借り換え需要もあり、4,000億ユーロ近くに上ったが、その後は利用額が数百億ユーロ台にとどまり、既に役割を終えたとの声も多かった。今回、最後の利用機会となることで、事前予想（Bloomberg集計で1,100億ユーロ）を上回る2,335億ユーロの利用申請があった（図表1）。E C Bが本格的な量的緩和策を採用する以前は、長期の流動性供給がE C Bのバランスシート水準を決定づける大きな要素となっていたが、国債を含む資産買い入れ策の採用に伴いバランスシートが大幅に拡大したため、この点においてもT L T R Oの重要性は薄れていた（図表2）。

E C Bは昨年12月の理事会で、4月以降の資産買い入れ規模を月額800億ユーロから600億ユーロに減額するとともに、少なくとも12月末までは買い入れを継続することを決定した。足許でユーロ圏経済は順調な回復軌道を辿っており、ユーロ圏の消費者物価がE C Bが中期的な物価安定と定義する2%に到達するなか、E C Bの緩和縮小が意識され始めている。従来E C Bのガイダンスによれば、資産買い入れを終了するまでは利上げをしない方針だが、資産買い入れを継続する間に利上げを開始するとの観測も一部で

浮上している。この点に関して筆者が面会したECBやドイツ連銀の関係者は、ガイダンスを変更する（利上げを先行させる）ことで市場に誤ったシグナルを送る可能性があること、低金利による銀行部門への打撃はシステム全体に広がっている兆候が見られないことを理由に、「買い入れ減額→新規の買い入れ停止→利上げ」の順序を変更する理由は見当たらないとの見解を示唆していた。筆者はECBが秋から冬にかけて来年以降の資産買い入れの減額を決定、早ければ来年半に新規の資産買い入れを停止（償還分の再投資は継続）し、その後に利上げに着手すると考えている。こうした見通しを前提とすれば、向こう1年以上はFRB対比でECBのバランスシートの拡大が続く状況となる（図表3の米欧中銀バランスシート比率の低下）。ただ、FRBがゆっくりとしたペースで利上げをすることが確実視されるなか、ECBは年末の買い入れ終了期限までの間にテーパリングの地均しを始めることが予想される。また、4・5月のフランス大統領選で極右大統領の誕生が阻止されれば、ユーロ相場の下押し要因となっている政治不透明感も解消する。こうしてみると、ストックでのバランスシート水準よりも、フローでの緩和度合いの相対変化に為替市場は反応する可能性が高く、米欧の緩和格差拡大に伴うユーロの下落余地は限られよう。

（図表1）ECBによる長期流動性供給オペの概要

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
3年物LTRO	—	—	—	0.50	10,187	—
初回	2011/12/22	2015/1/29	1,134	0.53	4,892	523
2回目	2012/3/1	2015/2/26	1,092	0.48	5,295	800
TLTRO1	—	—	—	0.10	4,321	—
初回	2014/9/24	2018/9/26	1,463	0.15	826	255
2回目	2014/12/17	2018/9/26	1,379	0.15	1,298	306
3回目	2015/3/25	2018/9/26	1,281	0.05	979	143
4回目	2015/6/24	2018/9/26	1,190	0.05	738	128
5回目	2015/9/30	2018/9/26	1,092	0.05	156	88
6回目	2015/12/16	2018/9/26	1,015	0.05	183	55
7回目	2016/3/30	2018/9/26	910	0.00	73	19
8回目	2016/6/29	2018/9/26	819	0.00	67	25
TLTRO2	—	—	—	—	7,402	—
初回	2016/6/29	2020/6/24	1,456	▲0.4～0.0	3,993	514
2回目	2016/9/28	2020/9/30	1,463	▲0.4～0.0	453	249
3回目	2016/12/21	2020/12/16	1,456	▲0.4～0.0	622	200
4回目	2017/3/29	2021/3/24	1,456	▲0.4～0.0	2,335	474

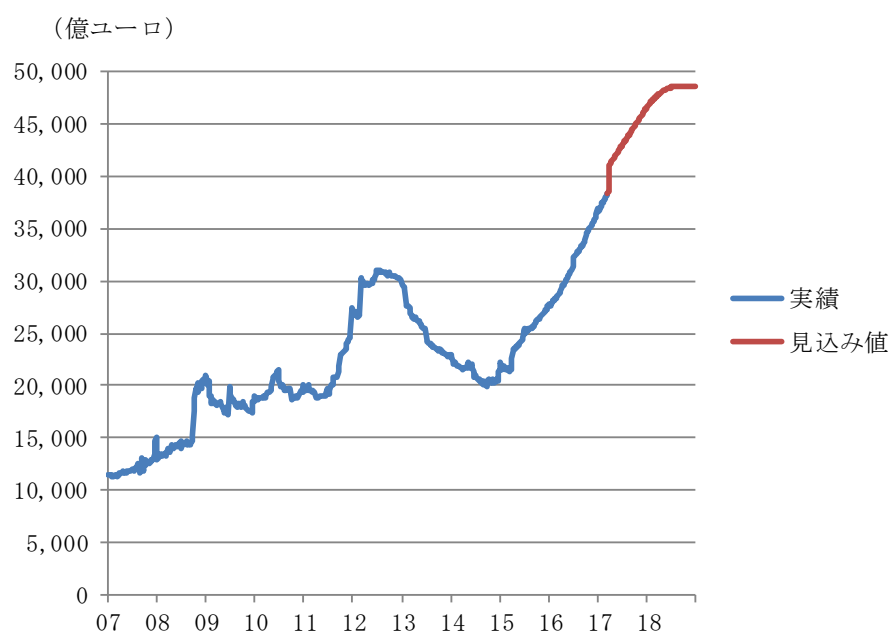
注：3年物LTROの適用金利は借り入れ期間中の主要政策金利の加重平均、表中は満期保有時。

TLTRO1の適用金利は2回目までが主要政策金利+10bps、3回目以降は主要政策金利。

TLTRO2の適用金利は主要政策金利、貸出増加行は最大で預金ファシリティ金利まで引き下げ。

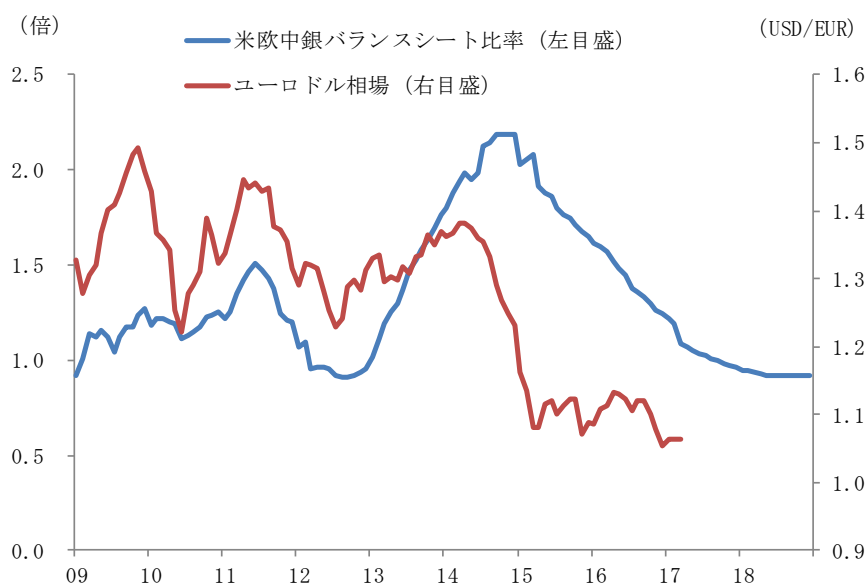
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 2) E C B のバランスシートの推移



注：資産購入プログラムの前提は2017年末まで月額600億ユーロ、
2018年以降は6週間毎に100億ユーロずつのテーパリング。
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) 米欧中銀のバランスシート比率とユーロドル相場の推移



注：米欧中銀B/S比率＝FRBのB/S÷ECBのB/S。
FRBの2017年4月以降は同年3月のB/S水準を維持。
ECBの2017年4月以降は図表2の見込み値。
出所：各国中銀資料やThomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

以上