

EU Trends

FRBのバランスシート縮小とユーロ高

発表日：2017年9月21日(木)

～ECBのテーパリング決定に朗報～

第一生命経済研究所 経済調査部

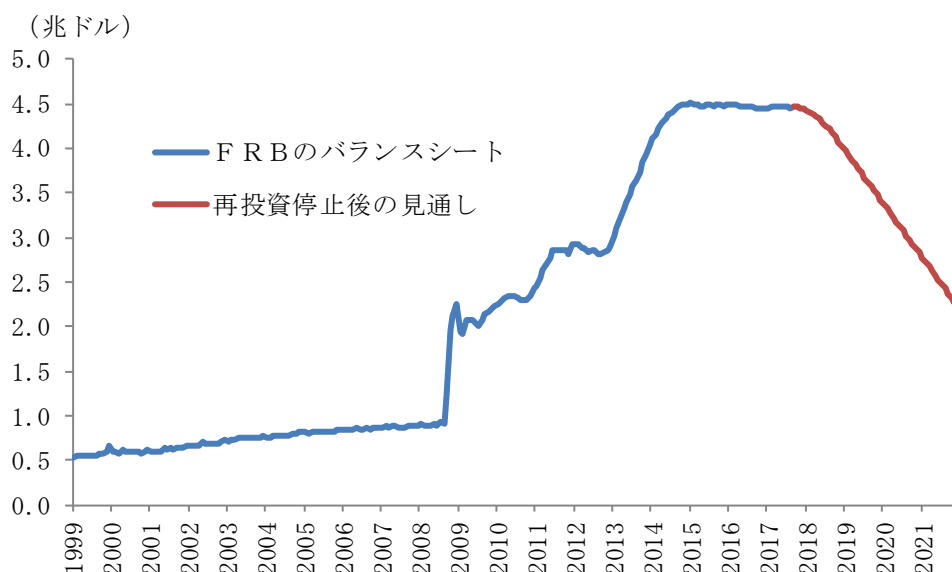
主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

◇ 2008年のリーマンショック後に広がった各国中銀のバランスシートの拡大局面が転換点を迎えている。FRBは10月からバランスシートの縮小に着手。ECBも来年には資産買い入れの減額を開始する可能性が高い。バランスシートの正常化で先行するFRBは、ECBに比べて相対的な金融引き締め度合いが増す。ECBのテーパリング観測をきっかけに広がったユーロ高の抑制要因として働きそうだ。

FRBは20日に終わったFOMCで、10月からバランスシートの縮小に着手することを発表した。2013年12月から翌年10月までの段階的な資産買い入れの縮小（テーパリング）局面を経て、その後3年にわたって満期を迎えた米国債とMBSの再投資を通じてバランスシートの水準を維持してきた。今後は定められた水準を超えた分だけ保有債券の再投資を行ない、段階的にバランスシートの規模を落としていく。当初の月額上限は米国債が60億ドル、MBSが40億ドルの合計100億ドルで、四半期毎に各々60億ドル、40億ドルずつ増額していき、最終的には米国債が300億ドル、MBSが200億ドルの合計500億ドルまで上限を引き上げる。9月13日時点で4.5兆ドルのFRBのバランスシートは、再投資停止による増減だけを考慮した場合、2018年12月に4兆ドル、2019年12月に3.4兆ドル、2022年初頭に2兆ドル前後に縮小し、バランスシートの正常化が終了することになる（図表1）。

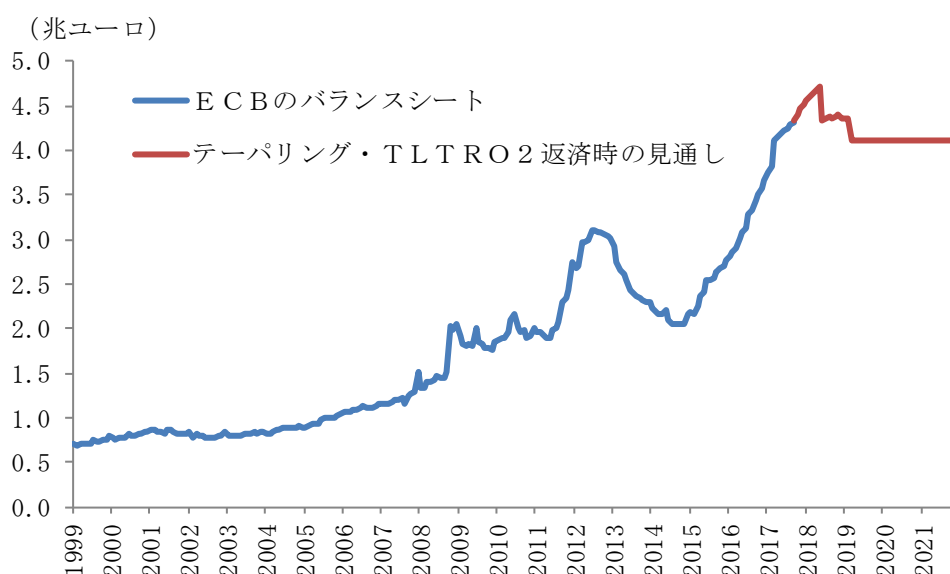
（図表1）FRBのバランスシートの推移



出所：FRB資料より第一生命経済研究所が作成

この間、ECBは来年にも資産買い入れの減額に着手し、9～12ヶ月程度の時間を掛けて新規の買い入れを停止するとみられている。その後もしばらくはFRB同様に満期を迎える保有債券の再投資を通じて、バランスシートの水準を維持することを示唆している。来年以降の資産買い入れの減額ペースと延長期間によって変わってくるが、ECBのバランスシートは9月15日時点の4.3兆ユーロから来年央に4.7兆ユーロ程度でピークを打つ可能性がある（図表2）。来年6月以降は四半期毎に、2016～17年に計4回実施した貸出増加行に優遇金利を適用する長期資金供給オペ（TLTRO2）の早期返済が開始されるため、最大で7,400億ユーロ強のバランスシート縮小圧力が加わる（図表3）。月額400億ユーロの資産買い入れを来年1月から6ヶ月延長、その後月額200億ユーロの買い入れをさらに6ヶ月延長する緩やかなペースでのテーパリングと、TLTRO2の全額返済を前提にすれば、ECBのバランスシートは2019年3月以降は4.1兆ユーロで推移すると見込まれる（その他要因は不変と仮定）。

（図表2） ECBのバランスシートの推移



出所：ECB資料より第一生命経済研究所が作成

（図表3） TLTRO2を通じたECBの資金供給額

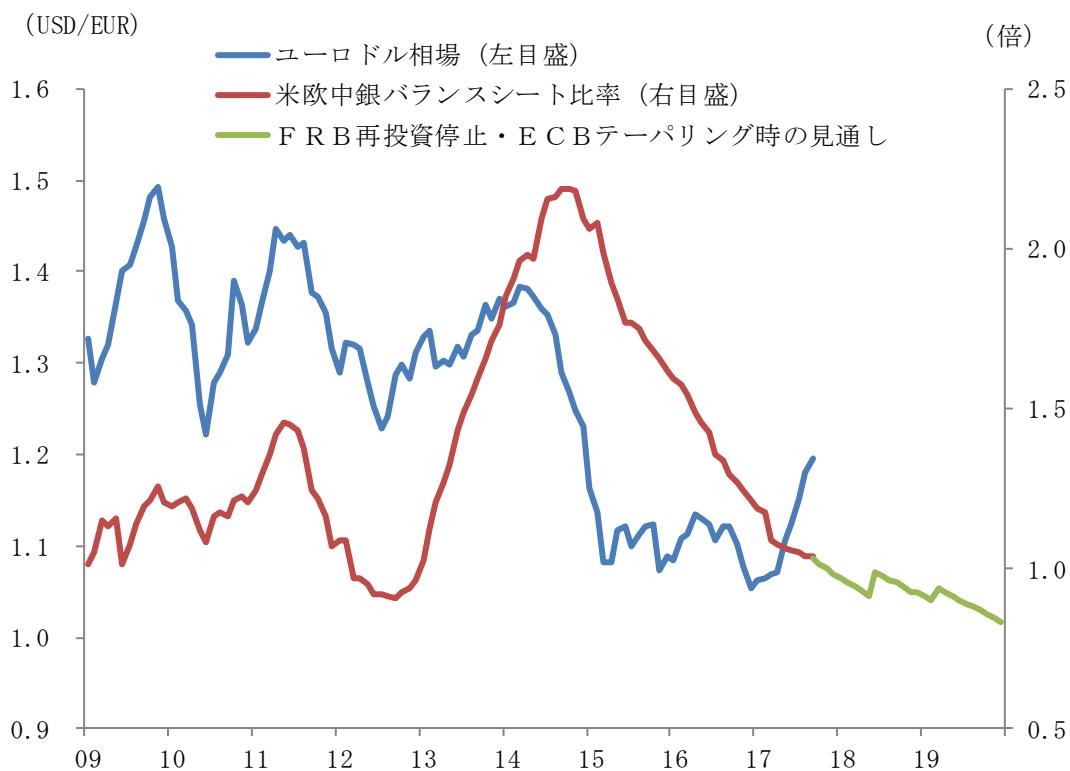
	決済日	満期日	満期までの 日数	割当額 (億ユーロ)	借換額 (億ユーロ)	新規借入額 (億ユーロ)	早期返済 開始日
第1回	2016/6/29	2020/6/24	1,456	3,993	3,679	314	2018/6/27
第2回	2016/9/28	2020/9/30	1,463	453	94	359	2018/9/26
第3回	2016/12/21	2020/12/16	1,456	622	142	480	2018/12/19
第4回	2017/3/29	2021/3/24	1,456	2,335	167	2,167	2019/3/27
			合計	7,402	4,081	3,321	

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

こうした米欧のバランスシートの変化は為替レートの変動要因となり得る。FRBがバランスシートの縮小に向かう一方で、ECBがバランスシートをやや拡大した後、当面は水準を維持するなか、FRBの相対的な金融引き締め度合いが増す（図表4）。ECBのテーパリング観測をきっかけに進んだユーロ高圧力にも一定の歯止めを掛けそうだ。

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4) 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 = F R BのB/S ÷ E C BのB/S。

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