EU Trends

発表日:2019 年2月 21 日(木)

出口修正の第一歩は TLTRO3

～3月決定、4月に詳細発表、6月開始か？～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理(TEL:03-5221-4527)

◇ ＥＣＢは債務危機時に断続的に導入した銀行への長期資金供給オペ（TLTRO）の追加実施を検討し始めている。銀行規制に対応するためには６月までに新たなオペを開始することが望ましい。過去のオペも約３ヶ月前に導入を決定、その後に技術的な詳細や法整備を終え、開始している。今回も３月に決定、４月に詳細発表、６月開始のスケジュールが考えられよう。足元でユーロ圏の景気減速が鮮明となっており、景気・物価見通しの下方修正が予想される３月理事会で、何らかの政策対応を求める声も高まりつつある。「夏の間は利上げしない」とのフォワード・ガイダンスの見直しに着手する前に、ＥＣＢはもう少し経済指標を見極めたいと考えている筈だ。無回答による市場の失望を回避する観点からも、３月７日の理事会でTLTRO3を決定する可能性がある。

ＥＣＢが市中銀行を対象とした長期資金供給オペ（TLTRO）を追加実施する観測が高まっている。2016年６月に開始されたTLTRO2の初回実施分の満期は2020年６月24日（表）。TLTRO2で供給された資金は、バーゼル規正の安定調達比率（NSFR）を計算する際の長期資金として、100%の割合で組み入れ可能だが、満期まで１年未満の資金の組み入れ比率は50%に、さらに６ヶ月未満となると組み入れ比率がゼロ%になる。今年の６月24日までにTLTROの追加実施をしないと、TLTRO2初回実施分の組み入れ比率が低下し、安定調達比率を満たさない銀行が出てくる恐れがある。過去数回のＥＣＢ理事会では一部の理事会メンバーが追加実施の必要性を説いたが、これまで具体的な議論は行われていない。ユーロ圏全体の銀行貸出が引き続き増加傾向にあり、ＥＣＢはTLTROの追加実施が個別銀行の救済措置と受け止められかねない点を懸念してきた。しかも、TLTRO2の最大の利用国はイタリアの銀行だ。低利で供給された流動性資金が国債購入に回り、イタリア政府の健全財政運営へのインセンティブを阻害する恐れもある。ただ、ここにきてユーロ圏経済の減速傾向が高まっており、金融緩和の一環として追加の流動性供給オペの実施を正当化できる状況となりつつある。

６月24日までに予定される金融政策を決定するＥＣＢ理事会は、３月７日、４月10日、６月６日の３回。過去３回の長期資金供給オペの決定タイミングをみると、2011年12月22日に開始された３年物LTROが正式決定されたのは同年12月８日と直前だったが、ドラギ総裁の就任後初となる前月11月３日の理事会で急転直下の利下げに転じたばかりで、債務危機に起因する金融市場の環境が急速に悪化していた時期と重なる。水面下で銀行関係者と長期資金供給オペの検討をしていたとされ、決定から実施まで十分な時間を取れなかった面がある。2014年９月24日に初回オペが行われたTLTRO2は、約３ヶ月前の同年６月５日の理事会で実施が決定、翌月７月３日に技術的な詳細が発表され、７月29日に関連法規が整備された。2016年６月29日に初回オペが行われたTLTRO2は、こちらも約３ヶ月前の同年３月10日の理事会で実施が決定され、同年５月３日に関連法規が整備された。

こうした過去の決定タイミングに鑑みれば、６月６日の理事会まで決定を先延ばしするのはややギリギリ過ぎるきらいがある。３月７日の理事会で議論を開始し、４月10日まで決定を先送りするのか、３月７日に何らかの決定を下し、技術的な詳細を４月10日に発表するのか、何れにせよ決断の時期は近づいている。

筆者は３月７日の理事会で実施を決定し、制度の概要を発表するか、そこまで踏み込まないにしても近い将来に決定があることを明確に示唆する可能性があると考えている。３月７日の理事会は四半期に１回のスタッフ見通しの発表月だ。ＥＣＢは前回１月24日の理事会で景気のリスク判断を「中立」から「下振れ方向」に下方修正、足元の景気指標の落ち込みもあり、景気・物価見通しの下方修正が避けられないとみられている。景気や物価をサポートするためにも、何らかの対応が必要との見方が強まっているが、ＥＣＢは昨年12月末に新規の資産買い入れを終了したばかりだ。資産買い入れの再開やマイナス金利の更なる掘り下げへのハードルは極めて高い。10月末に任期満了を迎えるドラギ総裁の後任の手を縛りたくないとの配慮が働く可能性もある。「少なくとも夏の間は政策金利を現状と同水準に維持する」とのフォワード・ガイダンスの見直しも１つの手段だが、ＥＣＢは最近の経済指標の下振れには一過性の要因が働いている面があるとの立場を採っている。夏の終わりが意識されるまでにはまだ多少の時間もあることから、大きな決断を下す前に今後の経済指標をもう少し見極めたいと考えている筈だ。利上げ時期先送りの示唆を求める市場の督促をかわすためにも、景気・物価見通しを修正する３月７日のタイミングでTLTRO3の発表をしておきたいと考えるのではないか。

（表）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

以上

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調査研究本部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。見通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、第一生命保険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。