

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 28 日)

ターゲット型 LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について

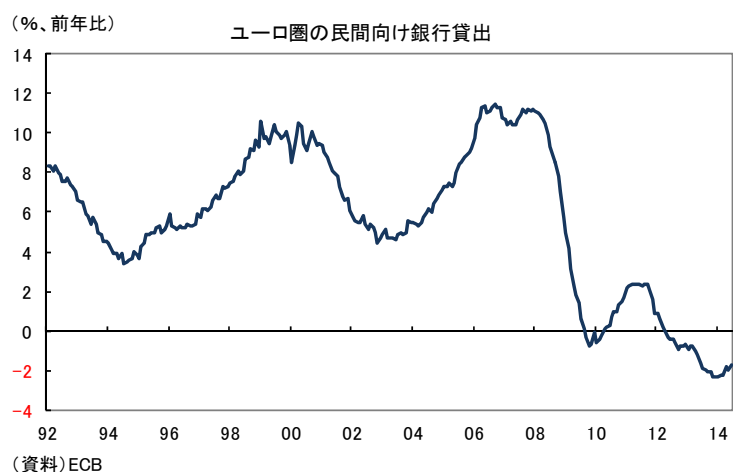
ユーロ圏 6 月民間向け貸出は 26 か月連続の前年割れに。ユーロシステムにおける与信機能を回復させるべく、ECB は各種政策を決定しているが、特にユーロ相場を読む上では 9 月以降、四半期ごとに行われるターゲット型長期流動性供給(TLTRO)への需要動向が重要。TLTRO の応札不調がそのまま ECB のバランスシート縮小を意味してしまうことは為替市場参加者にとってユーロ買い要因と成り得る。ECB のバランスシートは 15 年 2 月の 36 か月物 LTRO 満期に向けて縮小が予想されるが、この流れを反転させ得るのが TLTRO による資金供給である。だが、足許の与信状況を見る限り、ドラギ総裁の述べる「4000 億ユーロ」も需要があるのかは不透明と言わざるを得ず、TLTRO の不人気はユーロ相場の上昇に直結する展開を警戒したい。

～ドル相場は益出しの動きに注意～

先週末の為替相場もドル相場が上昇する展開となっている。25 日(金)に公表された米 6 月耐久財受注に関し、GDP 算出に使用されるコア資本財出荷(航空機を除く非国防資本財出荷)は、同▲1.0%と減少したものの、4～6 月期で見れば 1～3 月期から加速したことは確実であり、今週 30 日(水)に公表される米実質 GDP が設備投資主導で強含むことへの期待が高まっている。但し、7 月に入ってからドル相場の上昇にはやや性急な印象も拭えず、目先では益出しの動きなどに注意すべきかもしれない。こうした状況下にあってもドル/円相場の上値は重い、ユーロ/ドルはより直接的な影響を受けており、一時 1.3421 と昨年 11 月以来の安値をつけている。

～ユーロ圏貸出は 26 か月連続で前年割れ～

先週 25 日(金)に公表されたユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比 1.5%増となり、5 月の同 1.0%増から加速が見られた。また、同時に発表されたユーロ圏 6 月民間向け貸出は同▲1.7%と 5 月の同▲2.0%からやや持ち直しが見られるものの、これで 26 か月連続の前年割れとなる。ユーロ圏金融システム(ユーロシステム)における与信機能は未だ正常化には程遠いのが現状と見受けられる。デシインフレ傾向を



阻止する最も真つ当な経路が「貸出増→M3 増→物価上昇」であることは本欄でも執拗に述べてきた論点であり、ここが改善されない限り、日本化懸念の根本的払拭には至らない。

6月5日のECB理事会で決定されたマイナス預金金利を筆頭とする一連の緩和策も最終的には貸出増加を企図したものであるため、貸出が増勢に転じるタイミングが政策評価の節目としては注目される。だが、ドラギ ECB 総裁は一連の政策が効果を発揮するには「3～4 四半期(約1年)掛かる」と述べており、当面の M3 や民間向け貸出の鈍い伸びになったとしても、それが追加緩和の理由になる可能性は低そうである。

～TLTRO の応札不調はユーロ買い要因～

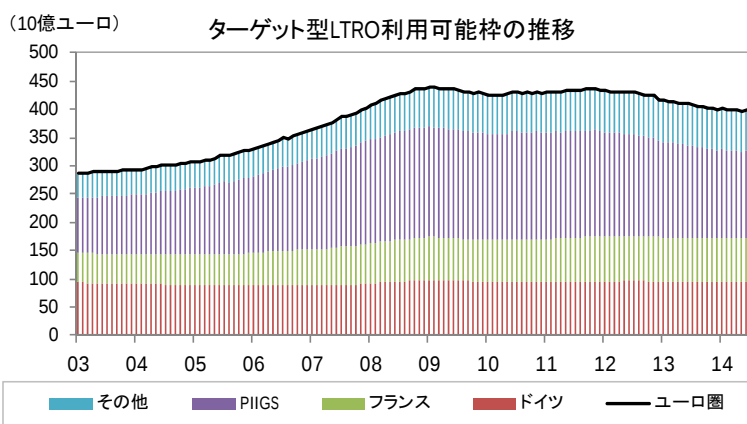
斯かる状況下、ECB 理事会は8月、そしてスタッフ見通しの改定を含む9月も現状維持を貫くと思われるが、この際、「ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の効果を見極めてから」との理由が使われる可能性は高い。それだけに今年9月以降は四半期ごとに予定される TLTRO への応札がどの程度強いものになるかが ECB の政策そしてユーロ相場を読む上で重要になってきそうである。

仮に TLTRO への応札が弱いものとなった場合、結局、ユーロ圏の与信機能に対する政策効果は期待できないとの思いが改めて強まり、「やはり量的緩和(QE)が必要」との観測が強まる可能性は高い。その場合、ECB が緩和姿勢を強調しない限り、ユーロ相場は騰勢を強めるだろう。

何より、TLTRO の応札不調が ECB のバランスシート縮小を意味することを為替市場参加者は見逃さないだろう。過去の本欄¹でも述べたように、6月のECB理事会は確かに多くの緩和策を決定したが、それはバランスシートの拡大ではなく縮小を伴うものであり、為替市場参加者にとっての「分かりやすさ」という意味では決して優れたものではなかった。足許のユーロ安について「マイナス金利の影響が現れ始めている」と指摘する向きもあるが、後述するようにユーロシステムに滞留する超過準備は依然潤沢であり、またマイナス金利適用から1か月以上経過していることを考えても、その理屈は無理筋に過ぎる。現状のユーロ売りの背景は単純に米経済の回復と米金融政策の正常化期待を受けたドル買いの裏側で起きている事象だろう。2015年2月の36か月物LTRO満期に向けて早期返済は順当に続くと思われ、これに伴ってECBのバランスシートも縮小が続くだろうが、それはやはりユーロ買い要因と捉えられる可能性が高そうである。

～「4000 億ユーロ」を信じる向きは多くない～

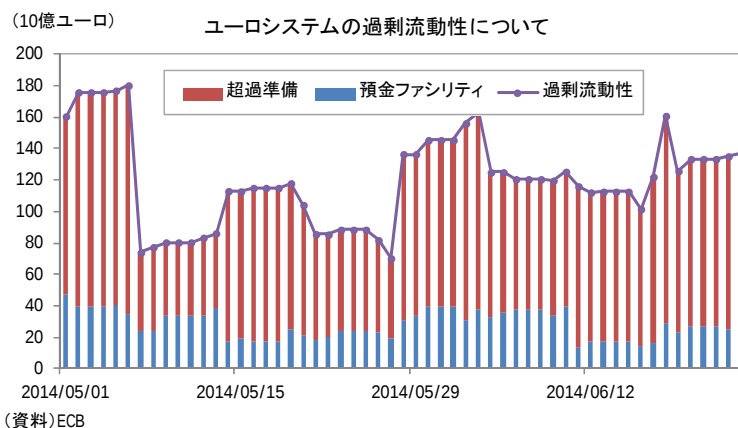
そうしたバランスシート縮小の流れを反転させ得るのが TLTRO による資金供給であり、現状、ECB は当初2回(2014年9月18日/12月11日)の応札を介して4000億ユーロ相当の供給を公言している。この4000億ユーロという数字は TLTRO の借入可能上限として定義される「住宅ローンを除く家計部門向け及び非金融法人部門向け貸出残高の7%」に関し、年初来平均を計算すると概ね4000億ユーロ弱であることに由来していそうである(図)。だが、



¹ 本欄 2014 年 6 月 9 日号『ECB にまつわる 3 つの「分かり難さ」』をご参照下さい。

あくまで貸出実績ベースで総枠が既定されるという点に限界があることは否めず、4000 億ユーロの枠が満額使用されると信じる向きは多くない(ちなみに 2014 年 6 月時点では 3977 億ユーロで僅かに 4000 億ユーロに届かない)。前頁図に示されるように、定義から計算される TLTRO の借入可能上限は貸出鈍化に伴って 2008 年にピークアウトしており、特に 2013 年以降は水準が徐々に切り下がっている。ドラギ総裁は計 8 回の TLTRO を経て最大 1 兆ユーロの供給が行われると述べているが、定義から計算される借入可能上限が徐々に下がる中であって、本当にそのような規模に達するのには怪しいところである。

そもそも、借入可能上限はさておき、マイナス金利が科される現状でも超過準備が 1000 億ユーロ超も滞留しているのが現状である(図)。罰金を支払ってまで中銀に預け入れる状況下、わざわざ TLTRO のコストである政策金利プラス 10bp の金利(現状であれば 0.25%)で ECB から資金調達するインセンティブは決して強くないだろう。なお、百歩譲って、たとえ公言通りに 4000 億ユーロ



ロの応札があったとしても、36M-TLTRO の未返済残高(7 月 25 日時点で約 3750 億ユーロ)をほぼ相殺する程度であり、ECB のバランスシートが現状から著しく拡大することは考え難い。あくまで直感的な材料に依存して動きやすい為替市場の性格を踏まえれば、TLTRO の不人気はそのままユーロ相場の上昇を招きかねず、再び緩和催促相場を醸成する契機にもなるかもしれない。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始まったユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に寄立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の現爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～晝は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて