

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 15 日)

TLTRO2 に関する Q&A～侮れない、その実力～

先週より耳目を集めている ECB の包括緩和に関しては、マイナス金利幅の引き下げとその打ち止め宣言と思しきドラギ ECB 総裁の発言ばかりが注目されているが、同時に発表されたターゲット型長期流動性供給第二弾(以下 TLTRO2、第一弾は TLTRO1)は仔細に見ていけば、かなり踏み込んだ措置と言えそうである。TLTRO1 同様、複雑な構造ゆえ市場での消化がさほど進んでいないが、TLTRO2 は、かつて相場の雰囲気を一変させた 36M-LTRO と比較しても低い金利で、しかもより長い期間借りた上に(TLTRO2 は最長 4 年)、「ご褒美」まで付いてくるスキーム。なお、こうした大盤振る舞いは▲0.40%というコストを民間銀行に課していることへの「償い」に他ならないわけだが、今後マイナス金利政策が主要国の中央銀行においてスタンダードになってくるとすると、こうした「償い」型のスキームが多く発表されてくる可能性はあるだろう。

～金融緩和による通貨安誘導に限界感～

昨日の為替市場はドル買い優勢の展開となっているが、主要通貨ペアに明らかな方向感が出るほどの強さはなく、対ユーロでは 1.11 付近、対円では 113 円台後半でほぼ動きなく推移している。本日に日銀金融政策決定会合、明日に FOMC を控え、一方向にポジションを張りにくいという思惑もありそうだが、そもそも連続的な利上げ路線の復活に確信を抱く向きが少ないのだろう。また、ユーロや円の立場から見れば、もはや金融緩和による通貨安誘導について限界感が見え隠れし始めており、経常黒字国通貨としての地力の強さが台頭する局面にあるのではないだろうか。

～TLTRO2 の実力～

ところで、先週より耳目を集めている ECB の包括緩和に関しては、マイナス金利幅の引き下げとその打ち止め宣言と思しきドラギ ECB 総裁の発言ばかりが注目されているが、同時に発

TLTROの実施状況

	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)
第1回	2014/9/24	2018/9/26	1463	0.15	826	255
第2回	2014/12/17	2018/9/26	1379	0.15	1298.4	306
第3回	2015/3/25	2018/9/26	1281	0.05	978.5	143
第4回	2015/6/24	2018/9/26	1190	0.05	737.9	128
第5回	2015/9/30	2018/9/26	1092	0.05	155.5	88
第6回	2015/12/16	2018/9/26	1015	0.05	183	55
現時点の合計額					4,179.3	

(資料)ECB、※第3回以降の適用金利は+10bpの上乗せ金利撤廃

表されたターゲット型長期流動性供給第二弾(以下 TLTRO2、第一弾は TLTRO1)は仔細に見ていけば、かなり踏み込んだ措置と言えそうである。TLTRO1 同様、複雑な構造ゆえ市場での消化がさほど進んでいないが、TLTRO2 は 2011 年 12 月並びに 2012 年 2 月に実施され、相場のムードを一変させた 36 か月物長期流動性供給(以下 36M-LTRO)を彷彿とさせる内容を備えていそうである。まず、2014 年 6 月にマイナス金利と共に導入された TLTRO1 はこれまでの全 6 回で総額 4179

億ユーロを供給しているが、前頁表に示されるように最初の3回で7割方の需要を消化してしまい、その後は役目を終えたような状況にあった。短期金利がマイナス化する状況にあって、わざわざ ECB から用途制限付きの資金を主要リファイナンスオペ(MRO)金利(3月10日理事会までは+0.05%)で借りる誘因は強くないということだろう。TLTRO1では仮に ECB から低水準の固定金利で長期間(最大4年)借り入れても、2016年4月末時点で判定されるベンチマークに達していなければ強制返済を要求されるという罰則があった。

より具体的に言えば、貸出実績を積み上げた民間銀行ならば最大4年間(2014年9月～2018年9月)の資金供給を低利で受けられるが、仮に実績不足と判定された場合、最大2年(2014年9月～2016年9月)で打ち切りというスキームであった。こうした厳格な制度設計になった背景には36M-LTROの資金を使って民間銀行がキャリー取引に勤しんだことに関し、ドイツを筆頭とする健全国が強い反意を示したという経緯があった。それでも「2年物国債までを対象としたキャリー取引は可能」というやや穿った見方もあったが、拡大資産購入プログラム(APP)によりイールドカーブ全般が押し潰される中で、そうした投資戦略が流行ることはなかった。

～TLTRO2に関するQ&A～

一方、TLTRO2の制度設計はTLTRO1とは根本的に異なる上、画期的な要素も含んでいる。以下、何が異なり、画期的なのか、分かりやすくするためQ&A方式で論点を整理しておく：

●TLTRO1同様、貸出実績を作らないと罰則があるのか？

- TLTRO2に罰則はない。上述した通り、TLTRO1は2016年4月末時点の貸出残高が ECB の設定するベンチマークを下回った場合、同年9月に強制返済という罰則があった。TLTRO2も2018年1月末に貸出残高とベンチマークを比較するタイミングが到来するが、ベンチマークを超えていなくても返済は求められない。

●それではただの長期流動性供給ではないか？何が画期的なのか？

- ベンチマークを超えない場合の罰則はないが、超えていた場合(つまり努力して貸出を増やした場合)の「ご褒美」がある。仮に、ベンチマークを超えていた場合、実施時点の「MRO 金利－預金ファシリティ金利」分だけ、金利減免が受けられる。例えば、本稿執筆時点では「0.00%－▲0.40%」であるため、利用額に対して0.40%の利益還元がある。
- つまり、TLTRO1では「脅し(強制返済)」により貸出を支援したのに対し、TLTRO2では「ご褒美(利益還元)」で貸出を支援する。ユーロ圏の与信環境が伸びている現状を踏まえれば、これは相当な需要が出てもおかしくない。「脅し」が怖くて利用しなかった民間銀行はそれに怯える必要がなくなり、あわよくば「ご褒美」を狙うという動機も出てくる。

●早期返済はできないのか？

- 決済日から2年が経過すれば、四半期毎に、「自主的に」早期返済することは可能である。あくまで強制的に返済を求められることはない。
- なお、「実施から2年後の早期返済は可能」というTLTRO1の規定に従えば、2016年9月以

降に TLTRO1 の自主的ないし強制的返済がスタートする。だが、今回の TLTRO2 発表においては「2016 年 6 月の第 1 回目の TLTRO2 決済に合わせ、TLTRO1 の全残高について早期返済を認める」との一文があり、これが借り換え促進を意図したものであることも認めている。ゆえに、2016 年 6 月を境に TLTRO1 のほぼ全ての残高は TLTRO2 へ入れ替わる可能性がある。

●入札はいつか？

- TLTRO1 の第 8 回目(最終)入札が行われる 2016 年 6 月から四半期毎に 4 回(2016 年 6 月、9 月、12 月、2017 年 3 月)実施される。

●借入期間は？

- TLTRO1 と同様で最長 4 年間(つまり最も遅い満期は 2017 年 3 月から 4 年後の 2021 年 3 月)。

●借入可能額の計算方法

- TLTRO1 とは似て非なるものなので注意が必要。TLTRO1(初回 2 回分)では「2014 年 4 月末時点の貸出残高(住宅ローンを除く非金融企業および家計向け貸出)の 7%」と設定された(これが制度導入当初で約 4000 億ユーロだった)。
- 一方、TLTRO2 では「2016 年 1 月末時点の貸出残高(住宅ローンを除く非金融企業および家計向け貸出)の 30%－初回 2 回(2014 年 9 月及び 12 月)の TLTRO1 における借入額」と設定されている。

●金利は？

- TLTRO2 時点の MRO 金利であり、今はゼロ%。だが、上述したように ECB により課されるベンチマークを超えた場合、「MRO 金利－預金ファシリティ金利」分だけ、金利減免が受けられる。
- より正確には、『2018 年 1 月末時点の貸出残高がベンチマークを+2.5% 上回った場合を上限として、「MRO 金利－預金ファシリティ金利」の金利減免が受けられる』という仕組みである。なお、この「2018 年 1 月末時点の貸出残高がベンチマークを+2.5% 上回った場合」というのが最も金利減免の大きいケースであり、減免幅はこれを上限として、ベンチマーク超過幅に応じてリニア(線形)に決定する模様。つまり、ベンチマーク超過幅が 2.5% ならば「MRO 金利－預金ファシリティ金利」の分が減免され、1.25% ならば「(MRO 金利－預金ファシリティ金利) ÷ 2」の分が減免され、0.625% ならば「(MRO 金利－預金ファシリティ金利) ÷ 4」の分が減免されるという仕組みと見受けられる。

●「ご褒美」の幅を決めるベンチマークとは？

- 2016 年 1 月末までの 1 年間で貸出を増やしていた銀行と減らしていた銀行でベンチマークが異なる。前者のベンチマークは「ゼロ」であるのに対し、後者は「2016 年 1 月末までの 1 年間の純貸出額(≒減少した貸出残高)」となる。
- つまり前者は今後 2 年間(2016 年 1 月末～2018 年 1 月末)で少しでも貸出が増えていれば、その額に応じて「ご褒美」が支払われる(最大のご褒美は+2.5% 以上増やしていた場合)。後者

は過去 1 年間(2015 年 1 月末～2016 年 1 月末)の純貸出額の減少ペースよりも、今後 2 年間(2016 年 1 月末～2018 年 1 月末まで)の減少ペースが小さくなれば、「ご褒美」が支払われる(最大のご褒美は減少ペースが+2.5%ポイント以上遅くなった場合。例えば過去 1 年間で▲5.0%、貸出が減少していた銀行は今後 2 年間で▲2.5%まで減少ペースが遅くなればご褒美が支払われる)。

以上が TLTRO2 について明らかになっている主要な論点であり、これ以外の技術的詳細(Further technical details)は追って発表される模様である。多くの論点があるが、やはり使途を限定されない資金がゼロ金利固定で 4 年間、調達できるということが要諦になりそうである。この間に、景気が回復し、貸出が増えれば民間銀行にとっては儲けものであるし、貸出が増えなくとも国内金融システムに不安のある一部加盟国が利用する動機にはなるだろう。また、使途が問われない以上、キャリー取引の原資としてこれを利用する健全国の民間銀行が現れても不思議ではない。全体として周縁国のみならず、コア国でも利用が進む可能性はある(少なくとも TLTRO1 よりは)。

～「償い」型スキームの走りに？～

こうして見ると、TLTRO2 は、かつて相場の雰囲気を一変させた 36M-LTRO と比較しても低い金利¹で、しかもより長い期間借りた上に(TLTRO2 は最長 4 年)、「ご褒美」まで付いてくるスキームということになる。むろん、こうした ECB による大盤振る舞いは▲0.40%というコストを預金ファシリティと超過準備に課していることへの「償い」に他ならないわけだが、今後マイナス金利政策が主要国の中央銀行においてスタンダードになってくるとすると、こうした「償い」型のスキームが多く発表されてくる可能性はある。そもそも「償い」を求められるような金融政策に何の意味があるのかという問いは真摯に考えなければならないわけだが・・・

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。

¹ 36M-LTRO の適用金利は借入期間中の MRO 金利の平均だった。仮に丸 3 年借りた場合は約+0.50%と思われる。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和と予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたばれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～