

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 23 日)

TLTRO II プレビュー～6 月 23 日、もう 1 つの論点～

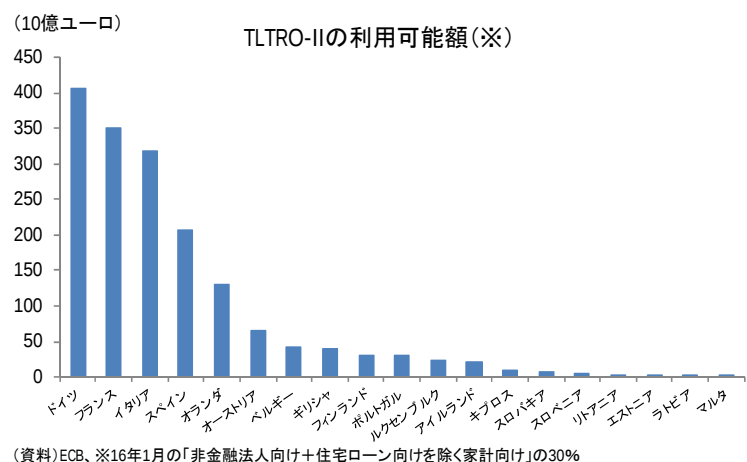
英国の EU 離脱(Brexit)に関する国民投票を今晚に控える中、同じタイミングで ECB のターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO II)の第一回入札も行われる。3 月 10 日に決定された包括緩和の中でも目玉政策と位置付けられたマイナス金利付き資金供給がいよいよ稼働する。初回に関しては、TLTRO I の借り換え需要も相俟って相応の額を集めそうだが、TLTRO I 同様、注目されるのは最初だけの可能性が高い。TLTRO II は負の影響が大きいマイナス金利を止めるに止められなくなっていた所に導入された「妥協の産物」というのが筆者の認識であり、劇的な局面変化をもたらすほどの政策とは思えず。過去の 36 か月物 LTRO が相場の雰囲気を一変させることができたのは、元々危機的なムードが蔓延したところに大量の金融債償還がぶつかるというタイミングで実施されたからであった。現状は拡大資産購入プログラム(APP)により潤沢な流動性が供給されており、金融部門の資金需要は決して大きいものではない。

～どちらにしろ円高～

昨日の為替相場は引き続き英ポンド相場が騰勢を強める展開。英国の EU 離脱(Brexit)に関する直近の世論調査において残留派優勢を伝える向きが多くなっていることを受け英ポンド買いが強まっている。とはいえ、残留派の離脱派に対するリードは僅か数ポイントであり、予断を許さない状況であることには違いない。しかし、引き続き本欄にとっての最も重要な論点は米通貨・金融政策の方向感である。残留になっても米利上げ期待の後退と共に円高、離脱になればリスク回避ムードで円高であり、ドル/円相場の下方リスクが大きいとの相場見通しは不変である。

～TLTRO II の初回入札～

ところで、Brexit に関する国民投票を今晚に控える中、同じタイミングで ECB のターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO II)の第一回入札も行われる。3 月 10 日に決定された包括緩和の中でも目玉政策と位置付けられたマイナス金利付き資金供給がいよいよ稼働することになる。事前予想では 4500 億ユーロ程度の資金供給を見込む向きが多くなっている。この数字には一定の根拠がある。今晚実施される TLTRO II の第一回入札では、その前身である TLTRO I の利用残高に関し、借り換え



が認められている。TLTRO I のこれまでの実施残高は計 4252 億ユーロであり、これがほぼそのまま低コストの TLTRO II に振り替えられる公算が大きい。この上で上積みがあるとすれば、36 か月物 LTRO (2011 年 12 月、2012 年 2 月) の実施時にも見られたキャリー取引への誘因がどの程度働くかだろう。主要国の長期金利が限界まで押し潰される状況下、こうした需要を反映した入札も相応に予想され、4200～5000 億ユーロといったあたりが一つの目途になってくるのではないかと。ちなみに定義上、TLTRO II の利用可能額は総計 1 兆 6930 億ユーロとなっている。

～TLTRO II は「妥協の産物」という理解～

なお、TLTRO II は今年 9 月、12 月、来年 3 月と今回を含め 4 回実施されるが、そのスキームの目新しさとは裏腹にユーロ圏の経済・金融情勢を大きく変えるには至らないだろう。そもそも TLTRO II が

ターゲット型長期流動性供給第二弾 (TLTRO II) の入札予定

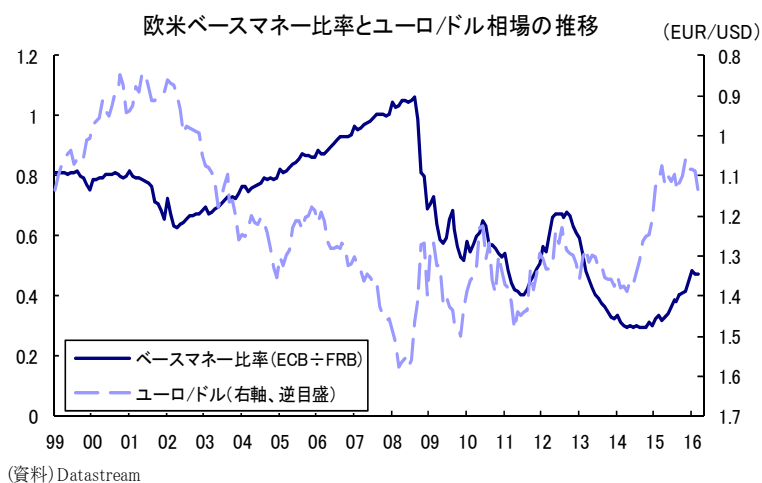
	第1回	第2回	第3回	第4回
入札発表	2016年6月22日	2016年9月20日	2016年12月13日	2017年3月21日
入札締め切り	2016年6月23日	2016年9月21日	2016年12月14日	2017年3月22日
満期	2020年6月24日	2020年9月30日	2020年12月16日	2021年3月24日

(資料) ECB

導入された経緯にはマイナス金利の深堀によって収益力の劣化に悩んでいた欧州銀行への懐柔策という側面もあり、導入と同時に利下げ打ち止めも示唆されたことは記憶に新しい。「自身の政策によって生じた負の効果を相殺するための TLTRO II」という位置付けだとすれば、そもそもマイナス金利政策自体を止める方が即効性もあり、分かりやすかったのは間違いない。だが、マイナス金利政策の真の意図が通貨安誘導にあったことを思えば、利下げ打ち止めは出来ても、今さら撤回(≒利上げ)などできるはずがない。負の影響が大きいマイナス金利に関して止めるに止められなくなっていたところに「妥協の産物」として出てきたのが TLTRO II というのが筆者の認識であり、劇的な局面変化をもたらすことは難しいと考える。過去の 36 か月物 LTRO が相場の雰囲気を一変させることができたのは、元々危機的なムードが蔓延したところに大量の金融債償還がぶつかるというタイミングで実施されたからであった。現状は拡大資産購入プログラム (APP) により潤沢な流動性が供給されており、金融部門の資金需要は決して大きいものではないと思われる。

～今後明らかになる「量」の無意味～

もちろん、額が期待に及ばないと言っても、TLTRO II を通じた流動性供給は今後も相応に行われ、APP から月額 800 億ユーロの資産購入が続けられることになる。その結果として ECB のバランスシートは順当に拡張していくことが予想されるが、過去の本欄¹でも述べた通り、これがユーロ相場の押し下げに繋がるとは限らない。金融緩和の



¹ 本欄 5 月 17 日号『ECB のバランスシートとユーロ相場の関係などについて』をご参照下さい。

「量」と為替相場をリンクさせる(いわゆるソロスチャートの)議論は理論的な根拠を欠くものであり、少なくとも 2002～08 年のユーロ/ドル相場を全く説明できない(前頁図)。過去 3 年程度のユーロ/ドル相場が欧米ベースマネー比率と安定的な関係があるように見えるのは、あくまで FRB の孤高の正常化がドル独歩高をひき起こした結果であって、言ってみれば「基軸通貨の意向」を反映しただけに過ぎない。今後は、ドル安方向の「基軸通貨の意向」が鮮明化する中で、恐らくユーロ/ドル相場と欧米ベースマネー比率の捻じれが目立つような相場展開になると予想する。TLTRO I 同様、TLTRO II も導入当初こそ注目を集めるが、その人気の無さから徐々に存在感が薄れていくようなスキームに落ち着いていくのではないかと。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンダ事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
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、為替見直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