

みずほマーケット・トピック(2018 年 11 月 26 日)

ECB 政策理事会議事要旨～TLTRO3 の行方～

10 月政策理事会の議事要旨によれば、ECB は「最近の経済指標の弱さは予想を下回るものであるものの、基本シナリオを変え得るものではない」という認識が貫かれており、実体経済の減速を意に介する様子は見られていない。当面は積み上げたバランスシートによるストック効果とフォワードガイダンスの継続で緩和効果を主張していくことになりそうであり、ここから何かを強化するという雰囲気は無い。しかし、ストック効果を強調する以上、巷で話題となっているような再投資停止の決断は直ぐには難しいはず。むしろ、次の注目点は再投資ではなく、ターゲット型長期流動性供給第 2 弾(通称 TLTRO2)の行方。これが 2020 年 6 月以降、順次満期を迎えることになり、議事要旨では懸念の声も見え始めている。直ぐに TLTRO3 が必要という状況ではないが、来年上半期には検討されるだろう。来年 10 月いっぱいまで退くドラギ ECB 総裁の置き土産として、新たな流動性供給策が検討されるのか。来年の ECB ウォッチの見どころの 1 つである。

～基本シナリオは変わらずも、再投資停止は遠そう～

先週 22 日、ECB は 10 月 24～25 日の政策理事会の議事要旨を公表している。市場では ECB の「次の一手」として再投資方針の行方を取り沙汰しがちだが、今回の議事要旨を見る限り 12 月理事会で踏み込んだ決断に至るといった雰囲気は無い。今後の政策運営のヒントとなりそうな情報が含まれることの多い「Monetary policy stance and policy considerations」に目をやると、「最近の経済指標の弱さは予想を下回るものであるものの、ECB の抱くシナリオを変え得るものではない」という基本認識が貫かれており、実体経済の減速を意に介する様子は見せていない。むしろ、賃金上昇圧力の蓄積が物価上昇目標に資するという堅調な内需シナリオが堅持されている。もちろん、高まる保護主義機運や新興国の脆弱性、金融市場のボラティリティなどに係る不透明感は脅威とされ、それゆえに緩和継続が必要であるという認識も示されているが、それはあくまでも年明け以降は「かなり大きな購入済資産やこれに付随する再投資 (the sizeable stock of acquired assets and the associated reinvestments)」、「主要金利に係る強化されたフォワードガイダンス (the enhanced forward guidance on the key ECB interest rates)」で担保されるという整理になっている。ここから何かを強化するというよりも、既存の政策が緩和的であり、それで十分という姿勢である。

議事要旨中には、こうした「資産購入を止めても保有資産の残高やこれに付随する再投資、そして金利に係るフォワードガイダンスのお陰で十分な金融緩和状態が残る」といった趣旨の記述が繰り返し登場しており、実質金利で見ても十分な緩和効果が保証されているという指摘も見られている。足許の減速は認めるにせよ、それが従前のスタンスに影響を与えるという展開はありそうにない。

一方、ストック効果を主張している以上、この効果を減衰させる再投資停止はそれなりにハードルが高いはずである。また、現行路線を続けるという結論と共に、その現状認識に関しては「依然として数多くの不透明性と脆弱性に拠っている (still subject to a number of uncertainties and

fragilities)」ともされていることから、再投資停止や利上げなど明示的に引き締めと理解できるようなアクションはやはり自重すると考えるのが妥当である。昨年来、ECB は記者会見でも、議事要旨でも繰り返し「忍耐強さ、粘り強さ、慎重さ(patience, persistence, and prudence)」という「3 つの P」の重要性を強調しており、それは今回も見られた。12 月理事会で再投資方針の撤収が議論される可能性は、こうした基準に照らし合わせてもかなり低いと考えたい。

～10月の株価混乱について～

ところで、10 月の政策理事会は株式市場混乱の直後に開催された。この点に関し、金利の上昇やこれに付随する米株の調整が欧州株の上値を重くしたと記述され、とりわけ米株は景気変動調整後の PER(CAPE:Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio)の観点からすれば割高であるとの指摘も見られている。巷で多く言われている通り、10 月の株価変動はあくまで株式市場の中での調整であって、「他の金融市場や国債市場に対する伝播は今のところ限定的なものにとどまっている(Contagion to other financial market segments and other sovereign bond markets had so far remained limited)」との整理が ECB の基本認識と見受けられる。ECB としても最近の高値波乱含みとなった株式市場についてはあくまで調整の範囲を出ないという評価である。

～むしろ注目はTLTROの処遇～

ECB の「次の一手」に関してはもっぱら再投資方針の行方に注目が集まっているが、次に話題となるのは違う政策の延長可否だろう。それは 2016 年 6 月に導入されたターゲット型長期流動性

TLTRO2の実施状況(全4回)

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%、※2)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
第1回(※1)	2016/6/29	2020/6/24	1456	0	3,993	514
第2回	2016/9/28	2020/9/30	1463	0	453	249
第3回	2016/12/12	2020/12/16	1456	0	622	200
第4回	2017/3/29	2021/3/24	1456	0	2,335	474
現時点の合計額					7,403	

(資料)ECB、(※1)最終的な借入金利は貸出実績に応じた金利減免措置に左右される。

(※2)ただし、第1回目入札はTLTRO1による全借入残高(約4300億ユーロ)を借り換えすることが可能とされた。

供給第 2 弾(通称 TLTRO2¹)の行方であり、これが 2020 年 6 月以降、順次満期を迎えることになる(表)。今回の議事要旨では「Economic and monetary analyses」の後半において「来年には 1 年以内に TLTRO が満期を迎え、それが過剰流動性の動向や民間銀行の流動性がポジションに影響を与えるようになる」との発言が見られた」という記述が見られている。TLTRO2 は全 4 回、総額で約 7400 億ユーロの供給が実施されているが、供給から 2 年後には自発的な早期返済も可能とされており、2016 年 6 月および 9 月実施分について既に行われている。しかし、これはそれぞれ 110.3 億ユーロ、36.3 億ユーロと大きな規模にはならなかった。つまり、現状でも TLTRO2 の残高はこれら早期返済を差し引いた約 7200 億ユーロが残されており、その大半が 2016 年 6 月実施分の償還日である 2020 年 6 月に市場から吸収されることになる。

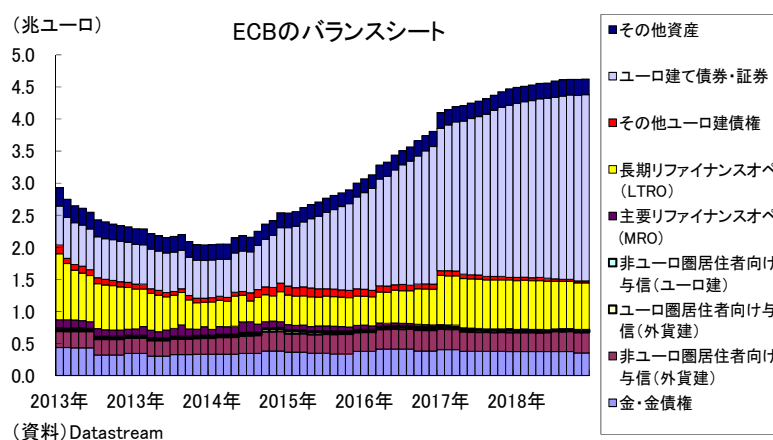
早期返済の少なさからも読み取れるように、現状ではこれに依存する域内金融機関は多いように見えるが、先週 22 日、プラート ECB 理事は、独紙のインタビューにおいて「現時点で新たな TLTRO 実施について決定することは時期尚早」と語っており、それ以前にも同趣旨の観測報道が

¹ 同政策はマイナス金利付流動性供給としても持て囃された。詳しい解説は拙著『ECB 欧州中央銀行: 組織、戦略から銀行監督まで』東洋経済新報社 2016 年 11 月をご参照下さい。

見られた。ECBが直ぐに代替策(TLTRO3?)について情報発信をする気があるようには見えない。

～ドラギ総裁の「置き土産」はあるのか?～

しかし、会合の事前・事後に TLTRO3 を否定する関係者発言が見られているとはいえ、一部メンバーが TLTRO2 の満期到来に懸念を寄せ始めているという情報は事実であり、こうした問題意識が理事会内部でどれほどの勢いを得てくるかは今後の注目点である。順次償還を迎えることになる約 7200 億ユーロは ECB のバランスシート(11 月 16 日時



点で約 4.6 兆ユーロ)の約 15%であり、量的緩和の下で購入された有価証券残高(約 2.6 兆ユーロ)には及ばないものの、相応に大きな項目と言える(図)。しかも、報じられるところによれば、残高の 30%以上がイタリアの利用と言われる。時はまさにイタリア国債の利回りが急騰している最中であり、今回の議事要旨でもそれが同国における家計・企業向け融資の利回りを押し上げ、金融環境が引き締められることに繋がっているとの発言が見られている。かかる状況下、来年の域内(とりわけイタリア)の流動性状況を懸念し、TLTRO3 の導入可能性について議論を深めていくという流れはフォワードルッキングな政策対応という観点からは適切な動きと考えられる。

実際のところ、ECB がイタリア国債を購入し、これを保有・再投資し続けるよりも、イタリアの民間銀行に直接的な流動性供給を行う方が有意義な一手であるため、議論の優先順位は再投資方針よりも高いものと考えられる。もちろん、イタリア国債価格の下落が根本的な問題なのだから、本質的な一手は政府の持続可能な財政・構造改革である。しかし、これをやり遂げるためには、通常、金融緩和と組み合わせたポリシーミックスが必要と考えられるため、ECB の側面支援は何ら不思議なことではない。いずれにせよ、2019 年上半期中には TLTRO3 の議論は始まるだろう。それはドラギ ECB 総裁の名を世に知らしめた 36 か月物 LTRO(2011 年 11 月導入)から数えて TLTRO、TLTRO2 に次ぐ 4 番目の流動性供給策となる。来年 10 月いっぱいでは ECB を去るドラギ総裁の置き土産として新しい流動性供給策が導入されるのか。来年の ECB ウォッチの見どころの1つである。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして……
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し……だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～銀寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける隘路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版