

みずほマーケット・トピック(2020年6月22日)

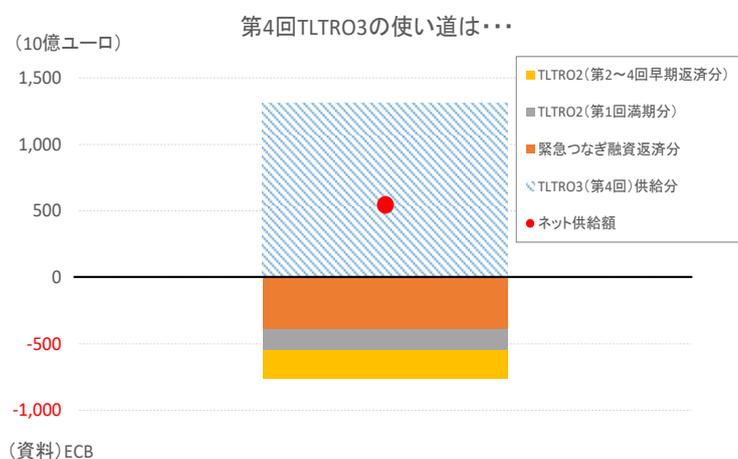
ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」

ECBのターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の第4回入札は1兆3084億ユーロの規模に。バズーカとしてドラギ元 ECB 総裁の名声を一気に高めたことで知られる36か月物長期流動性供給(LTRO)が入札2回で計1兆187億ユーロであったが、今回は入札1回でこれを上回った。既存オペからの借り換えを差し引いても5400億ユーロ以上の規模になる見込み。また、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)と拡大資産購入プログラム(APP)の購入規模は3月以降で約4170億ユーロだったので今回の供給額の方が1000億ユーロ以上大きい。単純にバランスシート拡大への寄与で語るならば「真のバズーカ」はPEPPでもAPPでもなくTLTRO3だったことに。こうした結果を受け「政策金利とは何か」という論点も重要になりそう。今や ECB の主要な政策金利は各種資金供給の適用金利を作るための基準に過ぎない。「表向きの政策金利」とは別に「資金供給の適用金利をどう設定するか」という意味で「影の政策金利」を考える視点も今後は ECB ウォッチの世界で重要になりそう。

～「真のバズーカ」は TLTRO3 だった～

先週18日、ECBはターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の第4回入札の結果を発表した。結果は1兆3084億ユーロの申請があり、利用行は742行に及んだ。「欧州債務危機のゲームチェンジャー」とも言われ、就任直後のドラギ元 ECB 総裁の名声を一気に高めたことで知られる36か月物長期流動性供給(LTRO)が2011年12月22日と2012年3月1日の2回合計で1兆187億ユーロだった(それぞれ4892億ユーロと5295億ユーロである)。この就任間もない迅速な決定と前代未聞の規模を称賛する意味を込めて「ドラギバズーカ」というフレーズが市場では席卷したのだった。今回の TLTRO3 による供給額は入札1回分で36か月物 LTRO2 回分を凌駕する規模になる。ちなみに TLTRO1 は入札8回で計4320億ユーロ、TLTRO2 は入札4回で計7400億ユーロだったことを思えば、今回の規模が如何に規格外か分かる。

ドラギバズーカと称された36か月 LTRO は約半分がリーマンショック直後に発行された期間を3年とする金融債の償還に充てられたと言われており、この資金供給がなければ欧州の金融システムは大変な混乱に陥っていたと言われる。今回の TLTRO3 も借り換え部分が概ね半分を占めるが、厳密には「ECB から借りていた資金の借り換え」だ。具体的に見ると、まず TLTRO2(第



2～4 回入札)の早期返済分で 2140 億ユーロ、満期を迎える TLTRO2 の第 1 回分で 1604 億ユーロが 6 月 24 日に返済される。TLTRO2 の早期返済分が膨らんだのは「TLTRO3 で借り換えた方が得だから」であろう。さらに、危機対応の一環として 3 月 18 日から 6 月 10 日まで毎週に打ち出されていたつなぎ融資 13 回分(満期は全て 6 月 24 日)で 3888 億ユーロを返済する必要がある。しかし、これらを差し引いたネットベースでも 5415 億ユーロの資金供給に上る。後述するように、この金額は 3 月以降、ECB が進めてきた資産購入の総額よりも大きい。バランスシートへの寄与だけを考慮するならば、「TLTRO3こそが真のバズーカだった」という説明もあり得る。

～「必ずお金が貰える」スキーム～

TLTRO3 の利用条件は破格である。TLTRO3 自体はドラギ元 ECB 総裁時代に導入された枠組みだが、この利用条件は徐々に緩和されてきた。2020 年 4 月 30 日の政策理事会では基準金利が「主要リファイナンスオペ金利(ゼロ%) + ▲50bps」に設定され、貸出基準を達成した場合は最大で「預金ファシリティ金利(当時は▲0.50%) + ▲50bps」の優遇金利が適用されるという制度設計になった。すなわち、貸出実績を積まなくても供給額の▲50bps が金融機関の懐に入る。こうした「必ずお金が貰える」スキームは実質的には政策金利と同じくらいの存在感を放っているようにも思える。

なお、TLTRO3 は 2019 年 3 月に導入が決定されたが、当初はバーゼル規制に対応するためのテクニカルな措置という位置づけだった。それは 2019 年 6 月 24 日を超えてしまうと、2020 年 6 月 24 日に期落ちする TLTRO2(第 1 回入札分)が「満期まで 1 年未満の資金」となるという事情が意識された議論だった。バーゼル規制における安定調達比率(NSFR)の算出にあたっては満期まで 1 年以上ある長期資金は 100%のウェイトで安定的な資金として算入できるが、1 年未満となってしまうと 50%のウェイトしか算入できない。後継スキームである「TLTRO3 が直ぐにでも必要」と言われていたのは、金融機関の健全性を図る計数を整えるためだったのである。

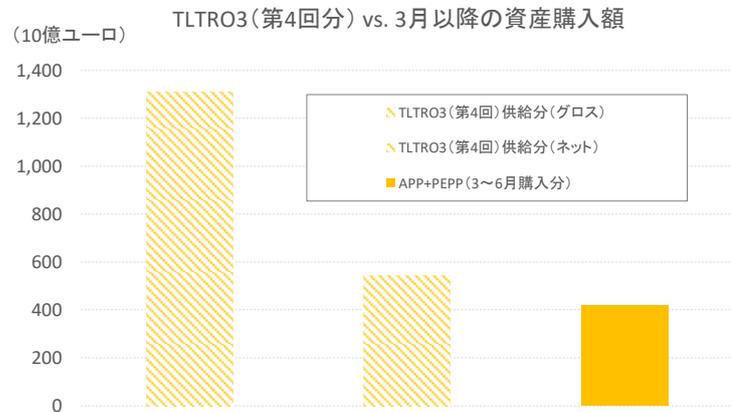
しかし、そのような趣旨で中銀が資金供給スキームを用意することが健全なのかという議論は当然あった。よって、導入当初の TLTRO3 の基準金利は「主要リファイナンスオペ金利(当時もゼロ%) + 10bps」、貸出基準を達成した場合は最大で「預金ファシリティ金利(当時は▲0.40%) + 10bps」の優遇金利が適用されることになった。この「+10bps」というのが TLTRO2 よりも厳格化されたポイントであり、反対派への配慮であった。しかし、2019 年 9 月の政策理事会で「+10bps」は算式から撤回され、融資期間も従来の 2 年から 3 年に引き伸ばされた(ちなみに TLTRO2 は最長 4 年だった)。また、同会合では預金ファシリティ金利が▲0.40%から▲0.50%へ引き下げられているので優遇金利は最大で▲0.50%まで広がったことになる。TLTRO2 の優遇金利が最大で▲0.40%だったので、この時点で「TLTRO3 は TLTRO2 よりも厳格に」という方針は完全に反故にされた。

そしてコロナショックを受けた 2020 年 3 月 12 日、ラガルド ECB 総裁の下、TLTRO3 は基準金利が「主要リファイナンスオペ金利(ゼロ%) + ▲25bps」、優遇金利が「預金ファシリティ金利(▲0.50%) + ▲25bps」へ緩和され、上述したように 4 月 30 日の会合では基準金利が「主要リファイナンスオペ金利(ゼロ%) + ▲50bps」、優遇金利が「預金ファシリティ金利(▲0.50%) + ▲50bps」へ一段と緩和された。この際、貸出を判定する実績および期間は 12 日時点で「2020 年 4 月 1 日から 2021 年 3 月 31 日の増加率がゼロ%以上」で優遇幅が決まるとされていたが、18 日時点では「2020 年 3 月 1 日から 2020 年 3 月 31 日の増加率がゼロ%以上」に変更された。つまり、「悲観の極み」であった 3

月中に貸し出しを増加させた銀行を優遇するという設計に変わったのである。今回の入札結果はこの条件緩和後、初の入札であったわけだが、ECB の思惑は奏功したように見える。

～影の政策金利～

上述した通り、TLTRO3 におけるネット供給額は5400億ユーロを超える。市場参加者やメディアのヘッドラインはどうしても資産購入の規模や中身に注目しがちだが、今回の供給規模は3月以降に実施されてきたECB の資産購入総額よりも大きい。資産購入実績に目をやると、最も耳目を集めるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP、3月18日に導入)は6月12日時点で約2870億ユー



(資料)ECB

ロの購入実績がある。これに加え、元より存在した拡大資産購入プログラム(APP)が同期間に約1300億ユーロ購入されている。現在、ECB の金融緩和の2本柱とも考えられているこれら2つの枠組みで購入された金額が合計で約4170億ユーロということになり、今回のTLTRO3のネット供給額と比べても1000億ユーロ以上小さい。単純にバランスシート拡大への寄与という意味ではバズーカと呼べるのはPEPPでもAPPでもなくTLTRO3だったという解釈も可能である。

今回の結果を受けて考えさせられるのは「政策金利とは何か」ということだ。主要リファイナンスオペ金利(ゼロ%)や預金ファシリティ金利(▲0.50%)といった政策金利は今や各種資金供給の適用金利を設定する際の基準でしかない。もちろん、基準それ自体は重要に違いないが、「その政策金利をどう修正して資金供給するか」が政策運営の小さくない部分を占め始めているように感じる。既に見たように、TLTRO3 の優遇金利は最大で「預金ファシリティ金利(▲0.50%) + ▲50bps」である。政策金利と同じ幅が優遇措置として付けられており、これ以上の優遇は政策金利よりも大きな幅を付けることになる。だから不適切だという話にはならないものの、政策金利が当該通貨圏における「基準」金利であることを思えば、体裁上の違和感はある。

ちなみに4月30日の政策理事会では短期金融市場の安心感を醸成するための資金供給策としてパンデミック緊急長期流動性供給(PELTRO)もラインナップに加えられた。これは8か月から16か月というTLTRO3に比べれば短い資金を供給するスキームであり、適用金利は「主要リファイナンスオペ金利(ゼロ%) + ▲25bps」と優遇幅はTLTRO3よりも劣後するが、やはり「必ずお金が貰えるスキーム」になっている(※PELTROは貸出実績を気にせず利用できる)。

これらの「必ずお金が貰えるスキーム」を通じて欧州系銀行のリスク許容度が改善され、金融仲介機能は円滑に働くことが期待される。それは結果的に、域内企業の資金繰りを支援することにもなるし、当然、金利減免はマイナス金利の副作用も緩和するはずである。今後もECBの政策運営を巡ってはマイナス金利の深掘り可否が断続的に話題となりそうだが、そうした「表向きの政策金利」とは別に、「資金供給の適用金利をどう設定するか」という意味で「影の政策金利」という視点も今後

は ECB ウォッチの世界で持っていた方が良くかもしれない。

市場営業部兼金融市場部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～ 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月17日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月15日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月12日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月11日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌 米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月20日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月19日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月15日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月14日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月12日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月8日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年5月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月28日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月24日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月22日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
2020年4月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月17日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月15日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月14日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月10日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月9日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月7日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月6日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月3日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月2日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年4月1日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月30日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月27日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月25日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月24日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月23日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かざるの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月19日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り?～
2020年3月18日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月17日	週末版
2020年3月13日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュウ戦～
2020年3月11日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月10日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月9日	週末版
2020年3月6日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月5日	不要不急の利下げで自減したFRB
2020年3月4日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月3日	最速通貨に返り咲いた円～年初末変化率がプラスに～
2020年3月2日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月28日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月27日	週末版(急避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月21日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
2020年2月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分) 危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇 ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月19日	週末版
2020年2月18日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月14日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月13日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月12日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月10日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月7日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月6日	プレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年2月4日	週末版
2020年2月3日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月31日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月30日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月29日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月27日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月24日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月22日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
2020年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分) 週末版
2020年1月17日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月15日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月14日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月10日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月9日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月8日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの