

再拡大するユーロ圏決済残高の不均衡

＜要旨＞

ユーロ圏の中央銀行間決済を行うターゲット2の残高は、ユーロ債務危機後に一旦縮小したが、2015年から再拡大している。その主な理由は、①中銀間の債券売買、②民間銀行の中銀調達（ターゲット長期リファイナンス・オペ：TLTRO）利用増加と推定される。この内、債券売買は中銀間で完結するのに対して、貸出が伸びない中でのイタリア・スペイン等一部諸国でのTLTRO利用増加は資金余剰国・不足国の間の民間資金配分の不均衡が解消せず、一部諸国の中銀調達依存が続いていることを示唆する。

量的緩和策により中銀間の債券売買累増によるターゲット2残高拡大は続き、一部諸国の中銀調達依存も続けば、将来的には量的緩和の出口での中銀資産圧縮・中銀調達削減の妨げとなりうる。不均衡の動向を見る上では中銀調達の変化が目安となろう。

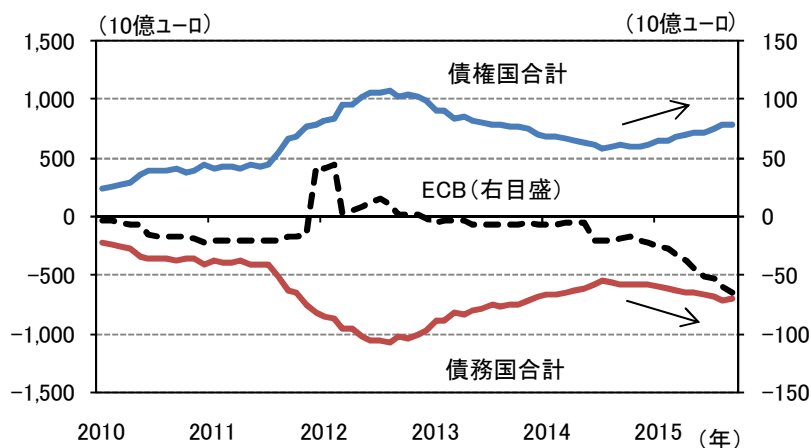
1. 再拡大するターゲット2残高

ユーロ圏の中央銀行間決済システムであるターゲット2 (TARGET 2) 残高は、ユーロ債務危機後に一旦縮小したが、2015年から再拡大している(図表1)。本稿では、最近のターゲット2残高の再拡大の理由について考察する。

ユーロ圏各国の銀行間市場では、中銀に保有する口座を介して互いに資金決済を行い、他国の銀行との決済では、中銀間の決済システムであるターゲット2を介することになる。ユーロ債務危機以前は、各国銀行間の資金決済額には大きな偏りはなく、特定の国のターゲット2残高のみが累積することはなかった。

しかし、ユーロ債務危機時には、資金余剰のドイツから資金不足の南欧(イタリア・スペイン等)への民間資金フローが途絶した。これを受けて欧州中銀(ECB)が、ターゲット2を介して異例の資金供給を行った結果、資金余剰国のターゲット2債権残高と、資金不足国のターゲット2債務残高がそれぞれ拡大することとなったとされ、ターゲット2残高拡大は各国間の民間資金配分の不均衡を表すものとの見方が広まった。

図表1 ターゲット2残高



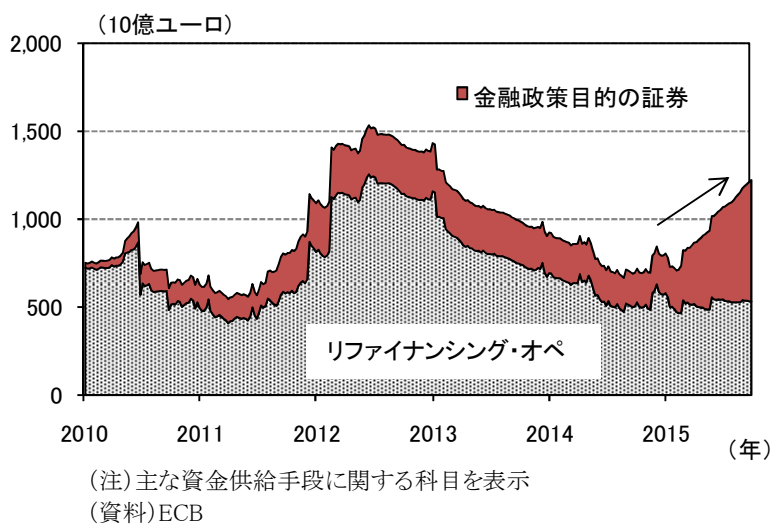
(注) 各国のネット債権債務の合計
(資料) ECB

ターゲット2残高の拡大とほぼ同時期に、ユーロシステム(ECB、各国中銀)の資産規模も2度拡大した。拡大の中心は、ユーロ債務危機時には、中銀貸出(リファイナンス・オペ)であり、2015年は、債券購入である(図表2)。

ユーロ債務危機時には、銀行間市場の流動性が極端に低下し、ECBは、通常は期間3ヶ月の長期リファイナンス・オペ(LTRO)の期間を最長3年まで延長する等の措置を取り、大規模な資金供給を実施、その結果ユーロシステムの資産規模が拡大した。

これに対して2015年の資産規模拡大は、ECBが量的緩和策の債券購入規模を拡大した15年3月から加速している。なお、住宅ローンを除く家計・民間企業向け貸出のリファイナンスを目的として2014年6月に導入された、ターゲット長期リファイナンス・オペ(TLTRO)の残高はLTROには及ばないものの、期間は2018年9月までの最長4年であり、現在も長期の中銀資金が供給されている。

図表2 ユーロシステム資産残高



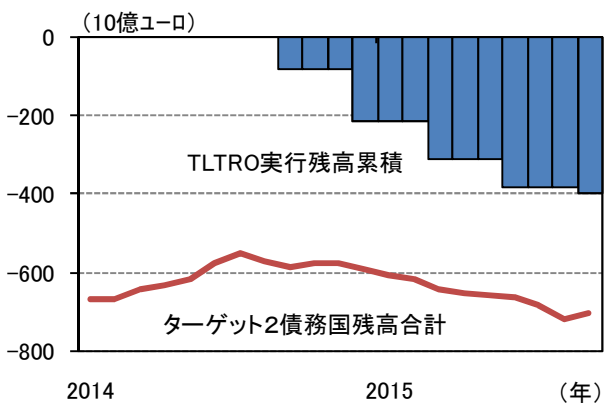
2. 中銀間の債券売買と、TLTRO

ターゲット2残高再拡大の第一の理由は、ユーロ圏各国中銀間の債券の売買にある。中銀間で債券の売買があると、債券を売却した中銀ではターゲット2債権残高が増加し、債券を購入した中銀ではターゲット2債務残高がそれぞれ増加する。ECB自身のターゲット2残高は、ECBによる債券購入が本格化した2015年3月以降に月平均54億ユーロずつ継続的に拡大し、2015年9月末時点の残高は660億ユーロ迄増加しており、各国中銀からの債券購入が反映されたと判断出来る(前頁図表1)。中銀間の債券の売買によるターゲット2残高拡大は、中銀間で完結するものであり、ユーロ債務危機時のような民間資金配分の不均衡を表すものではない。

第二の理由は、中銀調達、特にTLTROに対する、イタリア・スペイン等の一部諸国の利用の増加である。ターゲット2残高は、国毎の債権・債務のネット残高であるため、一部諸国の利用が増加した場合に拡大しやすいと推察出来る。中銀調達の利用増加は、ユーロ債務危機時にターゲット2残高が拡大した理由と基本的に同じであり、民間資金配分の不均衡を表す。

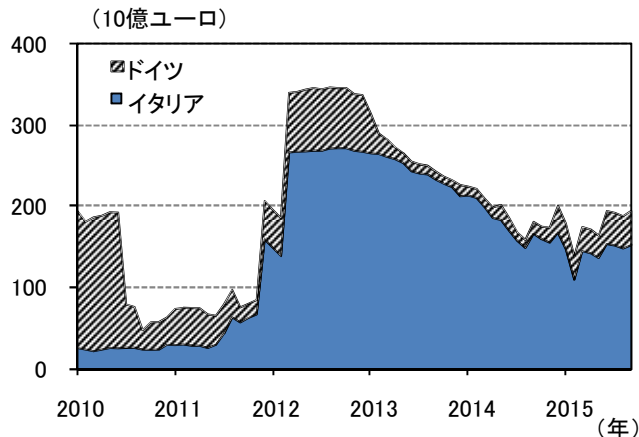
ここで、TLTRO について詳細に見ると、まず、ターゲット2債務国の残高合計は、TLTRO 実行残高累増と概ね歩調を合わせて増加している(図表3)。次に、統計が利用可能なドイツ・イタリアの銀行の、長期リファイナンス・オペ(LTRO・TLTRO)利用状況を見ると、2015年9月末のイタリアの銀行の利用残高はドイツの銀行の3.4倍であり、国毎の相違が見て取れる(図表4)。

図表3 ターゲット2とTLTRO



(注)TLTROは2014年9月から3ヶ月毎に実施、満期は全て2018年9月
(資料)ECB

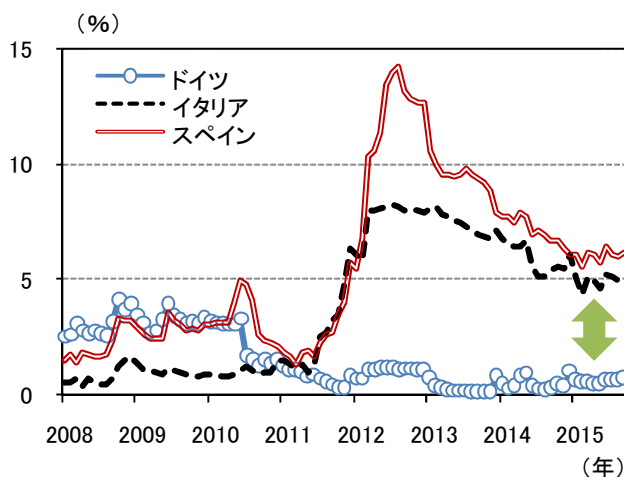
図表4 LTRO・TLTRO 利用状況(ドイツ・イタリア)



(注)2015年11月現在、LTROは期間3ヶ月を基本とする
(資料)ドイツ連銀、イタリア中銀、CEIC

TLTRO の国毎の利用状況の相違は、各国銀行の中銀調達比率にも表れている。中銀調達比率は、イタリアの銀行では2012年のピーク時8.3%から2015年9月は5.2%に、スペインの銀行では14.2%から6.1%に低下してきた。しかしながら、ドイツの銀行(0.7%)との格差は依然として大きい(図表5)。イタリアとスペインの銀行の民間貸出の伸びが前年比未だマイナスであることから、TLTRO の増加は本来の目的である貸出促進支援だけではなく、実質的には資金繰り支援という側面もありそうである。

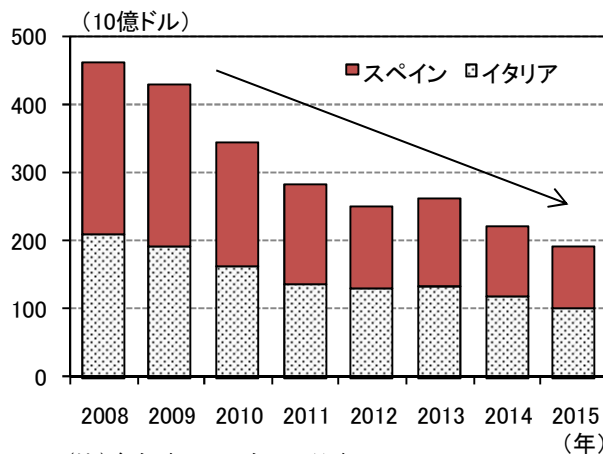
図表5 中銀調達比率



(資料)ドイツ連銀、イタリア中銀、スペイン中銀、CEIC

この中銀調達比率格差には、大幅な経常収支黒字で資金余剰のドイツの銀行によるイタリア・スペイン向け与信残高が減少傾向にあることも影響している(図表6)。ドイツの銀行はユーロ圏周縁国向け与信には未だ慎重であり、量的緩和を含む金融緩和が強化・長期化する中でもユーロ圏の民間資金配分の不均衡は解消していないことがわかる。

図表6 ドイツの銀行のイタリア・スペイン向け与信



(注)各年末、2015年は6月末

(資料)BIS国際与信統計(最終リスクベース)

ちなみに、銀行間取引の指標金利(ユーリボ)は、ユーロ債務危機時と異なり低位安定している。しかし、ドイツの銀行の慎重姿勢を重ね合わせれば、指標金利の低位安定は、ドイツとユーロ圏周縁国の間の円滑な銀行間取引の存在を示すものではないと考えるべきだろう。

ユーロ圏の民間資金配分の不均衡が解消していない状況は、中銀調達の存在故に温存、拡大されていると見ることも出来る。何故なら、イタリア・スペインの銀行からすれば、LTRO・TLTRO等の中長期の中銀調達が政策金利と同じ0.05%で出来ることから、ドイツの銀行から0.05%以上の金利で調達するインセンティブは少ない。逆に、ドイツの銀行からすれば、余剰資金を準備預金に滞留させると0.2%のマイナス金利になるとは言え、イタリア・スペインの銀行に貸し出す場合は信用リスク相当の上乗せ金利が必要であり、0.05%で貸し出すインセンティブは少ない。

こう考えると、イタリア・スペインの銀行が中銀調達依存を脱却する目途は立っていないと言える。2016年6月にTLTRO新規実行が予定どおり終了し、全てのTLTROが満期となる2018年9月までにECBの追加施策なしにTLTRO資金を回収出来るか、現時点では予断を許さない。

3. まとめと含意

ところで、2015年12月3日のECB理事会にて追加緩和策が発表されるとの観測が高まっており、緩和策の候補として国債購入期限延長や、1か月当たりの購入規模拡大等が挙げられている。

今後とも中銀間の債券売買によるターゲット2残高拡大は続き、仮に追加緩和により債券購入期限が2016年9月より延長されれば残高拡大期間も伸び、また、1か月当たりの購入規模が拡大されれば残高拡大ペースが加速することになるだろう。

そして、追加緩和策次第では、超低金利の持続が構造改革の遅れを招き、ドイツ等の資金余剰国の銀行のユーロ圏周縁国に対する慎重姿勢が続き、民間資金配分の不均衡が却って拡大し、イタリア・スペイン等の銀行の中銀調達依存がさらに高まり、ターゲット2残高拡大に繋がる懸念もある。係る状況が続けば、将来的には、量的緩和の出口での中銀資産圧縮・中銀調達削減の妨げにもなりかねない。このように、中銀調達の存在が、民間資金配分の不均衡の継続を許している面もあることは否定出来ない。

中銀間の債券売買の影響を含む現在のターゲット2残高は、ユーロ債務危機時とは異なり残高全体が不均衡を表す訳ではない。今後の不均衡の動向を見る上では、中銀調達の変化がひとつの目安となる。

中央銀行による資金供給は、時に金融政策手段と危機対応の二面性を持つ。この内、後者は緊急避難であり、銀行は適切な時期に中銀資金依存を卒業することが期待される。しかし、ECBの資金供給が二面性の曖昧さを克服するにはなお時間が必要と言えよう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。