

みずほマーケット・トピック(2017年2月27日)

ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望

公的部門購入プログラム(PSPP)の現状を見ると、今後、「量」の再拡大を図るのは相当困難である実情が透けて見える。1月19日開催のECB理事会では出資比率(capital key)からのかい離を許容した資産購入の可能性が議論されているが、そうだとすると、ここからドイツやフランスなどのコア・セミアコ国の国債は物色しづらいと思われる(既に、ドイツやフランスは+0.6%ポイントほど出資比率から上方かい離している)。また、本来、大統領選挙への懸念もあって金利が上昇しているフランス国債はPSPPの「量」を稼ぐ上では適当な対象と思われるが、出資比率規制に邪魔され購入が難しいという皮肉な状況。ECBの量的緩和政策(QE)は単一通貨圏という特殊な事情ゆえに、日銀よりも早くその技術的限界が露呈することになりそうであり、早ければ年内に後退的な修正を施す必要が出てくる事態を想定。

～金利感応的な経済活動の軟化を警戒～

昨日の為替相場はトランプ政権における拡張財政への不透明感が燦々の中でドルを手放す動きが強まっており、ドル/円相場は一時111.93円まで下落している。とはいえ、米金利が年初来の低水準まで下落している割にドル相場は堅調との見方もある。明日のトランプ米大統領の議会演説を前に再び米金利高・ドル高の地合いが戻ることを期待している向きも多そうであり、これを通過するまでポジションを傾斜させるのは難しいのだろう。なお、先週24日に発表された米1月新築住宅販売は市場予想を下回っているが、繰り返し論じているように、こうした金利感応的な経済活動が軟化してくる動きこそ、目先最も警戒すべき展開だと筆者は考えている。

～PSPPの運用状況～

ところで過去の本欄でも見たように、1月19日開催のECB理事会ではECBへの出資比率(capital key)からのかい離を許容した資産購入の可能性が議論されている。具体的には拡大資産購入プログラム(APP)の中核をなす公的部門購入プログラム(PSPP)の運用に関わる論点であり、同理事会の議事要旨では「出資比率(capital key)からの相対的なかい離と預金ファシリティ金利を下回る債券購入を制限する度合いの間にはいくぶんトレードオフの余

PSPPの運用状況(2017年1月31日時点)

	出資比率 (、%)	PSPP実績 (2017年1月31日、、%)	かい離幅 (-、%pts)
ベルギー	3.6	3.7	0.1
ドイツ	26.3	26.9	0.6
エストニア	0.3	0.0	-0.3
アイルランド	1.7	1.6	-0.1
スペイン	12.9	13.3	0.4
フランス	20.7	21.3	0.6
イタリア	18.0	18.6	0.5
キプロス	0.2	0.0	-0.2
ラトビア	0.4	0.1	-0.3
ルクセンブルグ	0.3	0.1	-0.2
マルタ	0.1	0.1	-0.0
オランダ	5.9	6.0	0.2
オーストリア	2.9	2.9	0.1
ポルトガル	2.6	2.1	-0.4
スロベニア	0.5	0.4	-0.1
スロバキア	1.1	0.7	-0.4
フィンランド	1.8	1.8	0.0
リトアニア	0.6	0.2	-0.4
合計	100.0	100.0	

(資料)ECB、本来、PSPPの実績には国際機関債が含まれる。ここでは純粋にユーロ圏国債の購入割合と出資比率を比較するように調整。ギリシャは対象外なので除除。

地がある」との一文が注目された。ここで指摘されるトレードオフ関係とは、「出資比率からのかい離」を許容すれば「預金ファシリティ金利以下での購入」を最小化できる一方、「出資比率からのかい離」を抑制すれば「預金ファシリティ金利以下での購入」を許容しなければならないケースが出てくるということを意味している。ECB が公表している今年 1 月 31 日時点の PSPP の運用状況によれば、累積購入額は約 1.3 兆ユーロに達している。だが、このうち約 11% が国際機関債ゆえ、純粋にユーロ圏加盟国の国債に限定すれば約 1.2 兆ユーロというイメージになる。現在、問題となっているのはその構成比率だが、前頁表に示すように、出資比率と購入実績の間には確にかい離が見られる。むろん、厳格に出資比率に一致させることが求められているわけではなく、PSPP 導入当初よりその柔軟性は認められてきたが、上方かい離が目立つのは大国、下方かい離が目立つのは小国という状況がはっきりし始めていることは気がかりだろう。

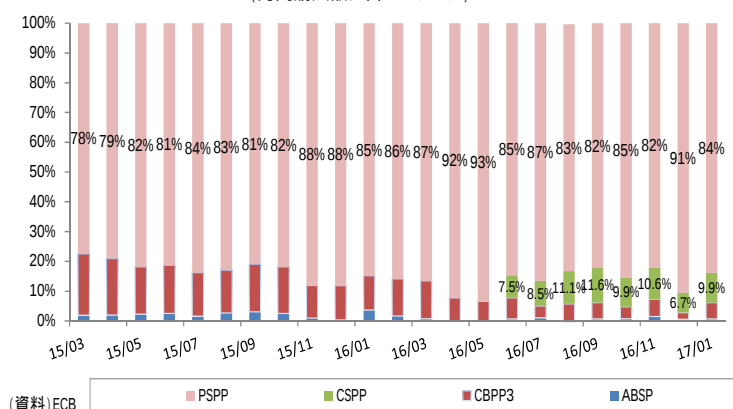
～今後、ECB が購入せざるを得ない国債は……～

ECB にとって、どこまでのかい離幅が許容範囲なのかは定かではない。仮にこれが $\pm 1\%$ ポイントだとすれば、ドイツやフランスの国債はこれ以上の購入が難しい状況に差し掛かっている。とすれば、仮に月間購入額（現在は 800 億ユーロ、4 月以降は 600 億ユーロ）の義務を果たすことを目的とした場合、まだ上方かい離幅が控えめなセミア国の国債（オーストリア、ベルギー、オランダなど）や下方かい離が目立つ小国の国債（バルト三国など）を買う選択肢が浮かび上がる。比較的ボリュームがありそうな前者に着目した場合、オーストリアやオランダは 5 年物まで、ベルギーは 4 年物までが $\Delta 0.40\%$ 以下に沈んでいるが、出資比率を守るにはこれらも購入せざるを得ないということになる。なお、上述の議事要旨公表後にはフランスやスペインの国債が購入されたが、スペインはまだしも、フランスも出資比率からの上方かい離がドイツ並みに大きく、さほど購入余地があるわけではない。大統領選挙への懸念もあってフランス国債は現在、3 年物以上が $\Delta 0.40\%$ を上回り、5 年物以上はプラス金利であるため、市場不安を抑制するという観点からも本来は PSPP の「量」を稼ぐ上では適当な対象である。だが、出資比率という優先順位の高い規制がある以上、フランス国債を踏み込んで購入できるような状況にはないのは皮肉な話である。

～修正は目に見えている～

先週 23 日にはドイツの 2016 年の財政黒字が +237 億ユーロと東西統一後で最大となったことが報じられた。難しさを増す PSPP の運用に追い討ちをかけるように市場からドイツ国債が減る状況が重なっており、今後、「量」を稼ぐハードルはますます高くなる。昨年 12 月の理事会で月間購入額の減少を決めたのは、出資比率という絶対の「掟」をあからさまに破れない以上、まずは「量」の積み上げペースを落とすしかなく、かといって市場を失望させないために期間を延ばすのはやむなしという苦渋の判断だったのだろう。

拡大資産購入プログラム (APP) の稼働状況
(月間購入額に占めるシェア)



今後、単一通貨圏の中央銀行として出資比率を遵守する道を選ぶのなら、やはりどこかで「量」の削減を含めた APP の修正を決断せざるを得ないことは目に見えている。想定以上に企業部門購入プログラム (CSPP、2016 年 7 月から稼動) が「量」を稼いでいることもあって (前頁図)、その判断は緩やかなものにはなりそうだが、少なくとも今後、「量」を再拡大するという選択肢は考えにくい。結局、ECB の量的緩和政策 (QE) は単一通貨圏という特殊な事情ゆえに、日銀よりも早くその技術的限界が露呈することになりそうであり、早ければ年内に後退的な修正を施す必要が出てくる事態を想定しておきたい。

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.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
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信任～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオベ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のボリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信・物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目バロメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～