

みずほマーケット・トピック(2020年5月12日)

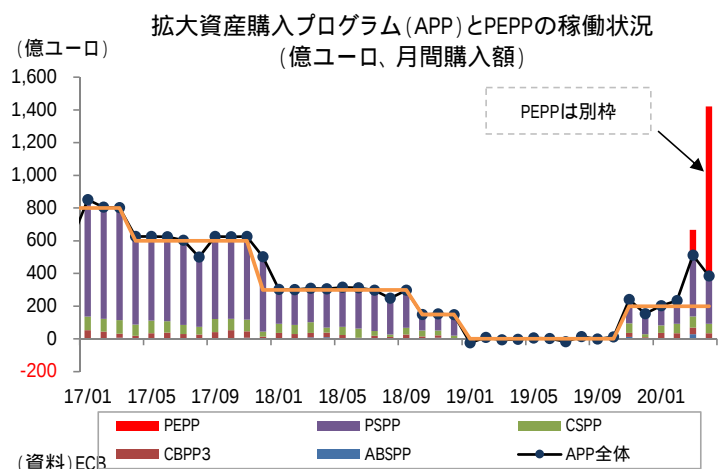
## 独憲法裁判所の判断と ECB 買い入れ近況について

4月、ECBは拡大資産購入プログラム(APP)として384.9億ユーロ購入した一方、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)としては1033.7億ユーロも購入している。PEPPの購入ペースは週次で約240億ユーロ、日次で約48億ユーロにも及んでいる。つまり、4月のAPP購入額はPEPPの8日分にしかない。ドイツ憲法裁判所がAPPの主軸である国債購入プログラム(PSPP)に違憲判断を示し物議を醸しているが、そもそもPSPPにおけるドイツ国債は4月、全体の2%程度しか買われていない。一方、イタリアとスペインで計56%も買われている。危機時に空気を読まないドイツの言動にも改めるべきものがある。しかし、今次局面のターゲットはあくまで「重債務国で感染拡大に悩む国」であり、違憲判断がプログラムの全体感を揺るがすまでの懸念は行き過ぎという考え方もあるだろう。それよりもこれほどECBが介入していたにもかかわらず、4月、イタリアやスペインの国債利回りが上昇したことの方が不気味である。

### ～「PEPPの8日分≒APPの4月分」～

ECBは5月初頭に4月の月間購入実績を公表した。あまり大きく報じられていないのが意外なほど、その規模は大きいものである。改めて現状を確認しておくと、ECBは現在、3本の資産購入プログラムを有している。それは①昨年11月以来で再稼働している拡大資産購入プログラム(APP)の月間200億ユーロ、②3月12日の政策理事会でAPPに付加された年内1200億ユーロの購入枠、そして③3月18日の臨時会合で緊急発表されたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)による年内7500億ユーロの購入枠だ。コロナ対策は②と③であり「年内」に限り8700億ユーロの購入枠が設定されている状況にある。主砲は③、これをサポートする①と②という様相である。

4月、ECBはAPPとして384.9億ユーロ購入した一方、PEPPとしては1033.7億ユーロも購入している。後述する通り、先週5日、ドイツ憲法裁判所はAPPの主軸である国債購入プログラムである公的部門購入プログラム(PSPP)に違憲判断を与え物議を醸した。だが、③の圧倒的な購入規模を問題視せずに①や②を違憲判断とするのは率直に違和感がある。もちろん、金額ではなく購入に伴うロジックの問題なのだが、そう割り切れないほど

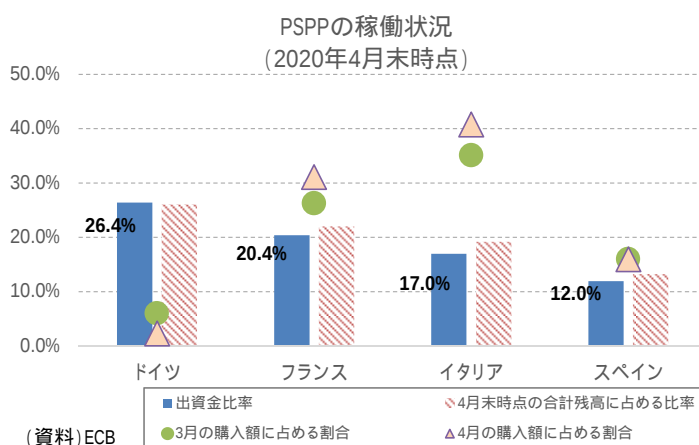


PEPPの規模がAPPを凌駕している。月間で1000億ユーロを超える資産購入はこれまでのECBの歴史でも経験がないものだ。ちなみにAPPを構成する4つのプログラム(国債:PSPP、社債:

CSPP、資産担保証券:ABSPP、カバードボンド:CBPP3)は全て前月比で購入額が減少しているが、PEPP だけが增加している。もちろん、PEPP は 3 月下旬の 1 週間しか稼働していないので 4 月いっぱいと比較して増加するのは当然である。だが、その購入ペースをラフに試算してみると週次で約 240 億ユーロ、日次で約 48 億ユーロに及んでいる。つまり、4 月の APP 購入額(384.9 億ユーロ)は PEPP の 8 日分にしかない。それほど APP(≒PSPP)と PEPP では規模の次元が違う。

### ～猛威を振るう南欧債購入～

PSPP(≒国債購入)については 4 月分に関して国別のデータが明らかになっているが、ECB のバランスシートが一段と南欧化している恐れが窺える。図示されるように、ユーロ圏 4 大国で見た場合、ドイツ以外の 3 か国は既に 4 月末時点の残高(ストック)ベースで出資金比率をオーバーしている。それでも残高ベースで見れば 1～2%ポイントの乖離に収まっている。しかし、月間の購入額(フロー)ベースを

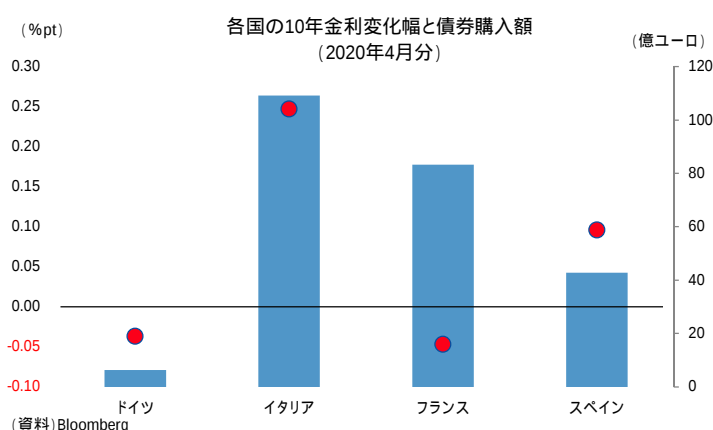


見ると資本金出資比率はもはやワークしていない。図示されるように、イタリアは 3 月、月間購入額のうち 35%も占め話題を集めたが 4 月は 40%を超えた。スペインも 16%と高止まりだ。本来、ECB が月間で購入すべきイタリアとスペインの国債割合は合計しても 29%だが、それが 3 月は 51%、4 月は 56%である。現状、PSPP についても「APP の枠組みに埋め込まれたあらゆる柔軟性を活用する」と述べているものの、「プログラムを終える時には出資金比率に収斂する」とも述べている。最終的に出資金比率に着地させる作業まで念頭に置けば、現行の運営はとても持続可能とは言えない。

なお、南欧債はここで確認されている額の倍以上買われていても不思議ではない。というのも、APP の 3 倍弱のペースで購入を進めている PEPP の内訳は明らかにされていない。しかし、イタリアやスペインの国債に投じられた額が相当なものであることは想像に難くない(PEPP は民間部門および公的部門の有価証券で APP が購入対象とするものであれば全て対象となる)。どう考えても PSPP の公開データから把握できる以上に ECB のバランスシートは南欧化している疑いが強い。

### ～ECB 介入なかりせば・・・～

以上に見るように、ECB の現在の資産購入プログラムの主軸はあくまで PEPP である。先週のドイツ憲法裁判所の判断を受け、ECB は 3 か月以内に PSPP の適法性を証明する必要に迫られており、仮にそれができない場合、ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)は PSPP への参加を取り止め、しかもドイツ国債の売却を始めること



になっている。しかし、4 月、ドイツ国債の購入割合は僅か 2%だ。仮にドイツ国債が購入されなくとも全体の規模感に大差はない。そもそも APP 増額や PEPP の設定など、一連の危機対応プログラムはイタリアを中心とする「重債務国で感染拡大に悩む国」をサポートする要素が大きかったことを思えば、ドイツ国債が買われなくなることが本質的な危機に直結するわけではないだろう。

それよりもこれほどまでにイタリアやスペインの国債を購入したにもかかわらず、両国の 10 年債利回りは 4 月を通じて上昇したことの方が不気味である(前頁図)。ECB の介入なかりせば、財政を破綻に導きかねないほどの利回りが発生していた可能性が相当に高いと考えられる。

市場営業部  
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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                  |
|-------------|-------------------------------------------------------------|
| 2020年5月8日   | アフターコロナはインフレか？デフレか？                                         |
| 2020年5月7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1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4月28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24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22日  | 拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～                                    |
| 2020年4月21日  | 資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2020年3月分) |
| 2020年4月17日  | 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15日  | ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～                                   |
| 2020年4月14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10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9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7日   | 「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～                               |
| 2020年4月6日   | 「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか                                      |
| 2020年4月3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2日   | 今でも「危機対応のフロンランナー」の日銀                                        |
| 2020年4月1日   | 過去最大のスタートダッシュを切ったECB                                        |
| 2020年3月30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27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26日  | EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～                                      |
| 2020年3月25日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2020年2月分)<br>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24日  | 「ドル化する世界」と新興国通貨の選別                                          |
| 2020年3月23日  | 「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」                                      |
| 2020年3月19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～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)          |
| 2020年3月18日  | FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～                                   |
| 2020年3月17日  | ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～                                      |
| 2020年3月13日  | 週末版                                                         |
| 2020年3月11日  | ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～                                    |
| 2020年3月10日  | 日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～                                 |
| 2020年3月9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6日   | 週末版                                                         |
| 2020年3月5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4日   | 不要不急の利下げで自滅したFRB                                            |
| 2020年3月3日   | 各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて                                          |
| 2020年3月2日   | 最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～                                    |
| 2020年2月28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27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21日  | 週末版 (忌避されるユーロ～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20日  | 円急落は「日本売り」の結果なのか？<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2020年1月分)           |
| 2020年2月19日  | 危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇                                    |
| 2020年2月18日  | 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14日  | 週末版                                                         |
| 2020年2月13日  | それほど信頼できない「3月円高説」の実情                                        |
| 2020年2月12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10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7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6日   | 改善が続く企業マインドをどう読むべきか                                         |
| 2020年2月4日   | 債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～                                      |
| 2020年2月3日   | ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～                                 |
| 2020年1月31日  | 週末版                                                         |
| 2020年1月30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29日  | メインシナリオに関するリスク点検                                            |
| 2020年1月28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27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24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22日  | 日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～                                      |
| 2020年1月21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20日  | 米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年12月分)         |
| 2020年1月17日  | 週末版                                                         |
| 2020年1月15日  | 「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～                                  |
| 2020年1月14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10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9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8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6日   | 2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～                                       |
| 2019年12月25日 | 2020年、レンジ脱却に必要なもの                                           |
| 2019年12月24日 | 2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～                                   |
| 2019年12月23日 | スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～                              |
| 2019年12月20日 | 週末版                                                         |
| 2019年12月19日 | 米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年11月分)  |
| 2019年12月18日 | やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～                                  |
| 2019年12月17日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー                                             |
| 2019年12月16日 | 英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～                                   |
| 2019年12月13日 | 週末版 (ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)                          |
| 2019年12月12日 | FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～                             |
| 2019年12月11日 | 円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～                                        |
| 2019年12月10日 | 道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～                                   |
| 2019年12月9日  | 英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～                                  |
| 2019年12月6日  | 週末版 (2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)                             |
| 2019年12月5日  | ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～                                |
| 2019年12月3日  | ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～                                 |
| 2019年12月2日  | 金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～                              |
| 2019年11月29日 | 週末版                                                         |
| 2019年11月26日 | 円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～                                      |
| 2019年11月25日 | 名目実効為替相場 (NEER) で読む2019年のドル相場                               |
| 2019年11月22日 | 週末版 (ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束 (unity)」と財政政策～)             |