

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 4 日)

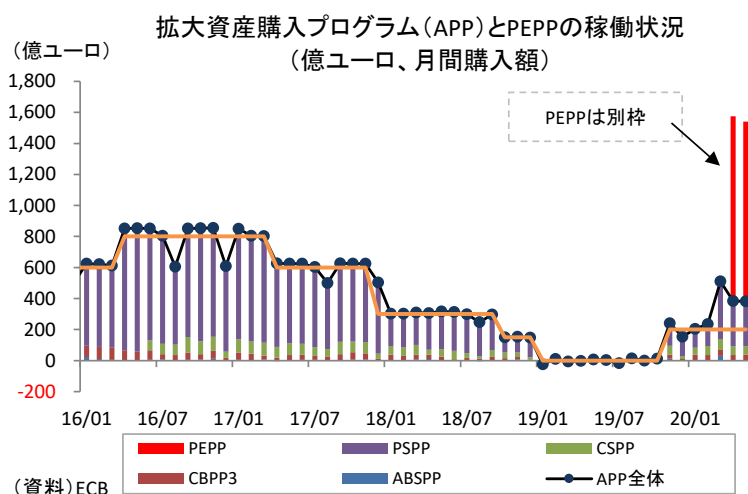
明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌

ECB はこれまで公表が控えられていたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の内訳を 2 か月(3~5 月分)まとめて明らかにした。PEPP は過去 2 か月で計 2347 億ユーロ購入しており、このペースが続けば 4 か月後の 10 月には使い切る計算。決して遅いペースではないが、直ぐに拡大しなければならない状況とも言えない。なお、資産クラス別に見ると、CP や社債において ECB が積極的に発行市場に踏み込んでいる実情が透けて見える。PEPP は国債利回り抑制のほか、企業金融支援策の顔も持っていることが明らかになったと言える。注目の国債購入の内訳は、やはりイタリアへの傾斜が大きい。公的部門購入プログラム(PSPP)で買われていないドイツ国債がかなり買われていることに意外感も。違憲判決からの「抜け道」として批判されないかどうかは要注意。いずれにせよ、購入に使われた資金に「色」が付いているわけではないため、今後は PSPP と PEPP を合計して実情を把握する必要がある。

～PEPP は全体の 30%を消費～

一昨日(2 日)、ECB はこれまで公表が控えられていたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の内訳を 2 か月(3~5 月分)まとめて明らかにした。本欄では PEPP の内訳を秘匿化することが近い将来、域内の政治問題化する恐れを懸念していたが、この点は良い方向に事態が動いたと言える。ちなみに発表の形式は 4 月末時点と 5 月末時点の購入額がまず発表されており、PEPP としては、4 月に 1188 億ユーロ、5 月に 1159 億ユーロが購入

されており、計 2347 億ユーロの購入が明らかになっている。全体枠(7500 億ユーロ)の 30%強が既に使用されている計算になり、このペース(月平均 1173 億ユーロ)が続けば 4 か月後の 10 月には使い切ることになる。10 月までに残された会合は 6 月(つまり今晚)、7 月、9 月の 3 回である。まだ、糊代が 70%も枠が残っているのであれば焦る必要はないと筆者は考えるが、市場予想は既に「PEPP 拡大による安心感」を盾にユーロを買っている節もある。疫病との長期戦を見据えるのであればここで市場期待を邪険にするのは得策ではなく、ラガルド ECB 総裁が拡大に踏み切っても不思議ではないという考え方もあるだろう。

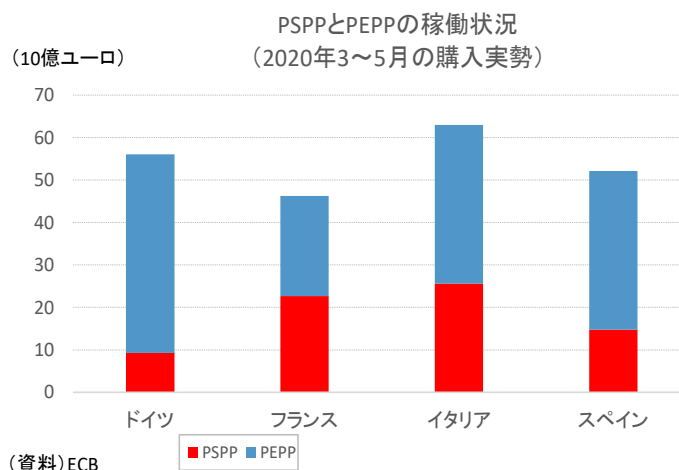


～企業資金支援の顔も持つ PEPP～

もっとも、こうした使用枠の議論はこれまでも週次データから推計できたもので新しい情報ではない。今回はその内訳が注目である。まず資産クラス別の状況を確認しておくと、過去 2 か月の購入実績は国債・政府機関債が 79.5% (国債が 73.6%、国際機関債は 5.9%) と全体の 8 割を占めている。これに CP が 15.1%、社債が 4.5% と続いている。ちなみに発行/流通市場の内訳も出ており CP では 81.2% が、社債では 62.4% が発行市場で購入されている (当然だが、国債は全て流通市場から購入している)。ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO3) やパンデミック緊急長期流動性供給 (PELTRO) などマイナス金利付き資金供給を充実させた上で発行市場からの直接金融についても ECB が積極的に介入している様子が窺える。今回の発表を通じて、PEPP が国債利回り抑制のほか、企業金融支援策の顔も持つことが浮かび上がったと言える。日銀との類似点とも言える。

～PEPP に「抜け道」の疑いも？～

注目の国債購入の内訳についてはやや意外な結果が明らかになったと言える。案の定、イタリア国債が資本金出資比率 (キャピタルキー) を大きく超えて購入されているのは事実であったが、イタリア以外の南欧債は購入が抑制されている印象である。「ECB バランスシートの南欧化は進んでいるものの、心配されたほどではない」というのが客観的な評価だろうか。また、ドイツ国債の購入が大きなものになっていたことも目に付く。国債購入を専門と



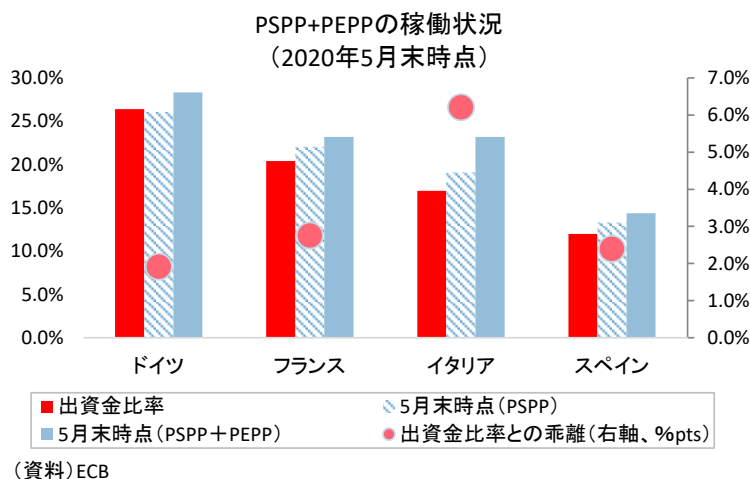
する公的部門購入プログラム (PSPP) ではドイツ国債は殆ど買われておらず、イタリアやフランス、スペインといった銘柄に資金が寄せられてた。だからこそ PEPP も同じような運営が行われているとの思惑が強まっていたのである。しかし、PSPP と PEPP の乖離という意味ではドイツ国債は図に示される通り、非常に大きい。もはや直感的には「PSPP で過少になった分を PEPP で取り返しに行った」という印象も抱かれる。もちろん、資本金出資比率に応じて購入を進めればドイツ国債が最大割合で問題ないのだが、なぜ枠組みによってこのような乖離が出てきたのかという疑問はある。

ここから先は穿った見方となるが、5 月に話題となったドイツ憲法裁判所が違憲判決を示したドイツ国債購入は PSPP が対象であり PEPP は対象外であったことが思い返される。ということは、「PSPP で買わずに PEPP で買った」という行為は一種の「抜け道」のように見えなくもない。そのような嫌疑をかけられても不思議ではないくらい両枠組みにおけるドイツ国債の購入には差があることは覚えておいた方がよい。仮に、PEPP にまで違憲判断が及ぶと政策環境はかなり窮屈になる。

～イタリアの購入過剰感は大い～

いずれにせよ、購入に使われた資金に「色」が付いているわけではないので ECB の国債購入の実相に迫るには、今後 PSPP と PEPP を合計して把握する必要がある。前掲図を見ても直ぐに分か

るように、現状で最も買われているのはイタリアだ。しかし、資本金出資比率で 3 番手につけるイタリアは購入額も 3 番手になるはずである。この点、「かなり無理してイタリア国債を買っている」という大方の推測は当たっていたと言える。右図は PSPP と PEPP の購入実績を総合したものだが、イタリア国債は既に資本金出資比率から 6 ポイント以上乖離して保有されている。これはフランスやスペインなどと比較し



ても相当大きな振れ幅である。ここまでやってもイタリア国債の利回りが顕著に下がっていないというのが実情なのである。将来的にはイタリア国債が満期償還を迎えるタイミングでイタリア国債に再投資せずにドイツを筆頭として流動性の高い、出資金比率からの乖離幅がさほど大きくない国債に地道に再投資していくことで元に戻すという運営などが予想されるだろうが、非常に迂遠であるため時間はかかってしまうはずだ。そうした出口まで含めた意味で、ここからさらに国債購入を膨らませる意思決定をわざわざ行うのかという疑問は抱かざるを得ない。

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

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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3日	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5月29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27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26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22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20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19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15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14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12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
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～
	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「危機対応のフロントランナー」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)
	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「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～「不要不急で自減」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減した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？
	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	ボンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3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～
	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②～
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②～
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？
	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ボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
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row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」～