

みずほマーケット・トピック(2020年7月8日)

増枠分の天井に近づいた ECB の拡大資産購入プログラム(APP)

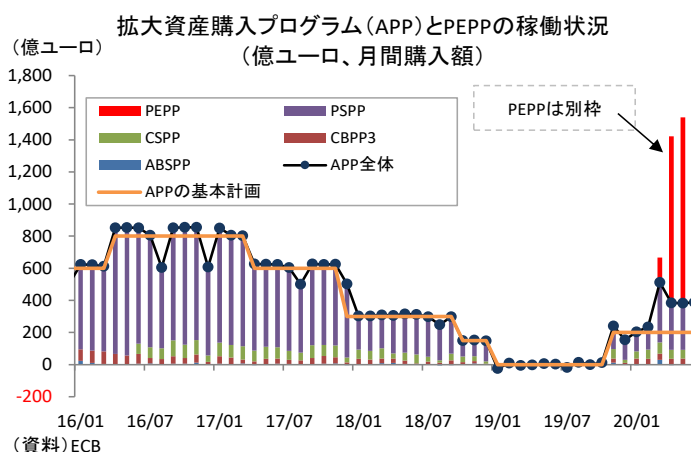
ECB が 6 月の資産購入実績を公表している。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は 1203 億ユーロと 3 月の導入以来、最大を記録。6 月の域内債券市場が落ち着いていたことを思えば、PEPP の購入額が膨らんだことには意外感がある。いや、PEPP がここまで購入したからこそ落ち着いていたと見るべきなのだろうか。一方、定例の購入プログラムである拡大資産購入プログラム(APP)の 6 月購入実績は約 388 億ユーロと前月からほぼ横ばい。ECB は今年 3 月に「2020 年中に使えるコロナ対応枠として 1200 億ユーロ」を APP に追加しているが、定例分との差額を計算したところ、既に 865 億ユーロを使用している模様。単純計算すると、9 月以降の APP は 200 億ユーロという昨年 11 月以降の定例購入ペースに戻らざるを得なくなる。増枠分の天井が見えていることを ECB がどう判断するかが来週 16 日の政策理事会の見どころだろう。

～景況感は弱気、株価は強気～

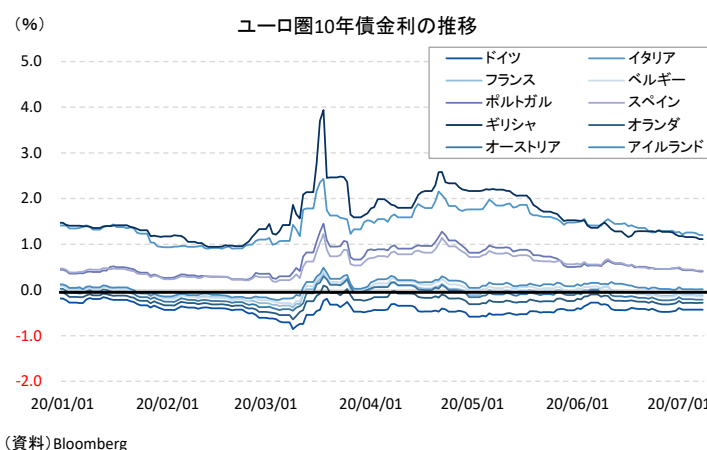
昨日の金融市場では新型コロナウイルスの感染拡大が意識される中、NY ダウ平均株価が前日比▲396.85ドルと 3 日ぶりに反落した。米国の一部の州(テキサス州やカリフォルニア州など)で感染拡大が意識される中、経済活動の再開が一時停止されていることなどを嫌気した動きと見受けられる。とはいえ、実体経済の置かれている状況に対して株価の絶対水準は依然高い。本欄では繰り返し論じているように、緩和的な金融環境が当然視されている以上、株価が大きく下がるには相応にショッキングな材料(例えば第二波の本格的到来とニューヨークの経済活動再停止など)が必要と考えられる。また、直近では米民主党のバイデン候補勝利を織り込み投資家のリスク心理が毀損しているとの解説も目立つが、4 年前の大統領選挙を振り返れば、世論調査の結果にどこまでベツすべきかと逡巡する投資家も少なからず存在すると思われ、株売り材料としての信ぴょう性はやや疑いを持ちたい。筆者は先行きの景況感には弱気だが、株価の方向感には比較的強気である。

～PEPP は過去最大の購入額に～

ところで一昨日には ECB が 6 月の資産購入実績を公表している。注目されるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)については国別内訳以外の情報が開示されている(国別内訳は「Bimonthly breakdown」とされており、隔月公表が基本)。まず、PEPP の購入額は 1203 億ユーロと 3 月以降で最大を記録している。どの資産、どの国にど



れだけ配分されたといった詳細は、8 月初の発表を待つ必要があるが、3～5 月実績を参考にすれば PEPP の資産購入は 80% が国債、15% が CP、5% が社債である。これを今回の実績に当てはめると約 960 億ユーロが国債購入に配分された計算になる。また、やはり 3～5 月実績を参考にすれば国債購入の 20% がイタリア国債であったことから約 190 億ユーロが同国に配分されたと推測される。6 月の域内債券市場が落ち着い



ていたことを思えば、PEPP の購入額が過去最大規模に上ったことには意外感を覚える。図示されるように、イタリアを含め殆どの域内債券はコロナショックが発生する以前である年初来の金利水準に収束しており、そこまでの購入が必要だったようには見えない。

だが、見方を変えれば、PEPP がここまで購入したからこそ落ち着いていたと見ることもできる。国債に限らず、CP や社債にもこれまで以上の資金が投じられているわけで(しかもその過半が発行市場での購入)、株価に象徴される市場心理は前向きに見えつつ、その内実はまだ政策的な介入を必要とする状況と読むべきなのだろう。もっとも、ECB は夏休み前後(6 月、7 月、9 月)に購入額を増額させ、夏休み(8 月)に減額するという運営を行うため、そうした季節性も割り引く必要はある。

ちなみに、6 月会合で PEPP は 6500 億ユーロという巨額の追加枠が設定され計 1.35 兆ユーロになっている。現在の購入実績は 3550 億ユーロであるため、残枠は 9950 億ユーロと余裕がある。

～APP は増枠分の天井に接近～

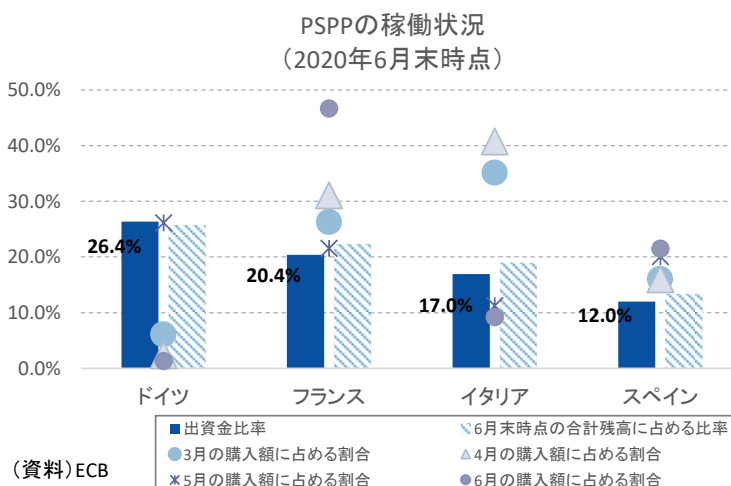
一方、定例の購入プログラムである拡大資産購入プログラム(APP)の 6 月購入実績は約 388 億ユーロと前月からほぼ横ばいであった。3 月の 511 億ユーロこそ大きかったが、4 月は 384 億ユーロ、5 月 381 億ユーロだったことから「APP は 380 億ユーロ程度で走らせる」というのが運営方針なのだろう。APP は昨年 11 月以降、「毎月 200 億ユーロ」が定例購入分であり、今年 3 月に「2020 年中に使えるコロナ対応枠として 1200 億ユーロ」が追加された。3～6 月の APP は合計 1665 億ユーロ購入しており、定例ペース(200 億ユーロ×4 か月分=800 億ユーロ)よりも 865 億ユーロ上回ったことになる。すなわち、この上回った部分が 1200 億ユーロのコロナ対応枠から拠出されているので、残りは 335 億ユーロという話になる。単純計算すると、今月(7 月)や 8 月については「APP は 380 億ユーロ程度で走らせる」という運営が可能であるものの(8 月は 360 億ユーロ弱にとどまる)、9 月以降は 200 億ユーロという定例ペースに戻ることになる。

このように 3 月に追加された 1200 億ユーロというコロナ対応枠の天井が見えてきたことを ECB がどのように受け止めるのか。来週 16 日の政策理事会の 1 つの見どころだろう。次の会合は 9 月 10 日であることを踏まえると、APP 増枠の必要性があると考えていれば、決断の機会は今月しかない。「増加枠は設定しても使う必要がない」という建付けなのだとなれば、やはり追加してくる可能性は相応にあるように思われる。追い詰められて決断したとの体裁を避けたいだろうし、そのような思惑

があるからこそ 6 月に PEPP を 6500 億ユーロも積み上げたのだろう。

ちなみに APP の内訳を見ると、388 億ユーロのうち 298 億ユーロが国債を対象とする公的部門購入プログラム (PSPP)、75 億ユーロが社債を対象とする企業部門購入プログラム (CSPP) である。PSPP は 3～4 月についてはイタリア国債への傾斜が厚めになったが、5～6 月はそれを相殺するかのようにイタリアへの配分が抑えられている。一方、今回はフランス国債が全体の約 47% を占めるという運営になっていた。

ドイツ国債に次いで流動性の高いフランス国債市場で出資金比率 (フランスは 20.4%) を上回る購入が続けば、やはり出口戦略を困難にする動きとして警戒されるだろう。なお、ドイツ国債については全体の約 1.3% と 2015 年 3 月の PSPP 導入以降で最低となっている。もちろん、PEPP においてドイツ国債を厚めに購入する傾向があるため、正確にはその発表を待ち総合判断する必要があるが、こうした動きが 5 月に PSPP に対して違憲判決をちらつかせたドイツ憲法裁判所を配慮した動きであったのかどうかは気になるところである。



市場営業部・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.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
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上っている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
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～
2020年6月17日	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15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12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11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9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8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5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
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～
2020年4月17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	ポンド相場の現状と展望～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～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
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～