

みずほマーケット・トピック(2020年8月17日)

ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～

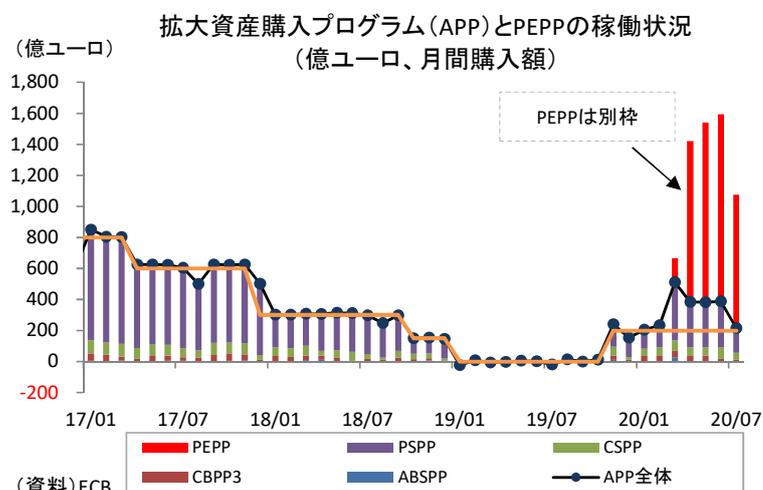
ECBの資産購入運営を整理しておきたい。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)と拡大資産購入プログラム(APP)の購入は夏休みによるブレーキが見られているものの、依然巨額。7月も双方合計して1000億ユーロ規模の購入が続けられており、非常時モードが続いていることを感じさせる。しかし、その甲斐もあって、域内の国債利回りは総じて抑制されており、これが対米金利差の縮小を通じてユーロ買いに寄与している面もあろう。なお、APPに追加された「年内1200億ユーロ」という追加枠は10月頃には使い切る公算は大きいため、次回(9月10日)の政策理事会では議論される可能性もある。一方、PEPPは今後8か月程度、持ちそうである。断続的に注目される国別の購入内訳を見ると、「PSPPではドイツを小さくして、PEPPではドイツを大きくする」という運用が続いている。PEPPが緊急性の高いスキームであることを思えば、PEPPの運用対象は主にイタリアを筆頭とする南欧になると思われるが、そうならない真意はどこにあるのか。ユーロ圏特有の事情が政策運営の現状理解を複雑にしている印象。

～鬼門を通過したドル/円相場～

ドル/円相場は例年、円高・ドル安を引き起こしやすい鬼門であるお盆休みを無事に通過した。そもそも積み上がる本邦の貿易赤字を踏まえれば、「本邦企業部門が長期休みを前にドル売り予約を多く設定し、それがお盆休み中に炸裂する」という筋合いはなかったとも考えられる。また、新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から帰省などの移動を伴う夏休みという概念自体が今年は当てはまらなかった(例年よりも市場参加者が多かった)可能性もある。いずれにせよコロナ禍で苦しむ本邦の輸出企業にとっては、為替面では「不幸中の幸い」とも言える8月が続いている。

～夏休みモードでも1000億ユーロの月間購入～

ところでユーロ圏からは2か月に1回のパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の実績が公表されているため、拡大資産購入プログラム(APP)と合わせて現在のユーロ圏の国債購入状況をフォローしておきたい。為替市場では6月以降、ユーロ買いが猛威を振るっており、一見して域内の経済・金融情勢が復調している印象も抱かれるが、同期間におけるECBの資産購入は夏休みによるブレーキが見られてい



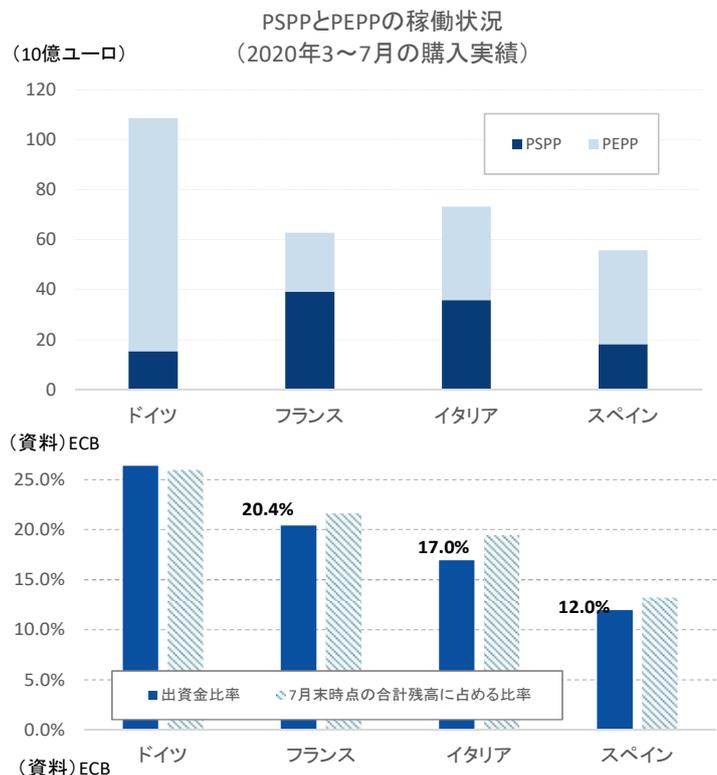
るものの、依然巨額であった。購入総額だけに着目した場合（PEPP も総額だけならば月次公表される。国・商品別は2か月に1回）、PEPPは854億ユーロ、APPは216億ユーロであった。直近3か月（4～6月）の月間購入額を平均するとPEPPで1132億ユーロ、APPで385億ユーロであったことから夏休みを意識したブレーキが7月にはかかった様子が窺える。とはいえ、それでも1000億ユーロ規模の購入が続けられており、まだ非常時モードが続いていると感じさせる。しかし、その甲斐もあって、域内の国債利回りは総じて抑制されており、これが対米金利差の縮小を通じてユーロ買いに寄与している面もあろう。

～APP追加枠は7割以上が使用済み～

なお、APPはそもそも「月間200億ユーロ」が定例枠であり、これを飛び出した部分は3月に追加された「年内1200億ユーロ」という追加枠から拋出される。つまり、7月のAPPが216億ユーロであったということは追加枠を殆ど（16億ユーロしか）使用していないという計算になる。ちなみに、追加枠は7月時点で7割以上（881億ユーロ）が使用されている。残りは319億ユーロだ。4～6月の実績を踏まえれば、追加枠は月間平均で185億ユーロであったから、8月が夏休みで追加枠使用ゼロであったとしても、9月と10月で使い切る公算は大きい。とすれば、スタッフ見通しが改定される次回（9月10日）の政策理事会ではAPPの追加枠に対して何らかの決定（少なくとも検討）が示される可能性がある。感染拡大が不安視される冬場を前に体勢を整えたいのが人情だろう。一方、PEPPについては6月政策理事会で7500億ユーロに6000億ユーロが追加され、総額1.35兆ユーロに膨らんだばかりだ。7月時点では4404億ユーロが使用されており、約9100億ユーロが残されている。4～6月期の平均購入ペース（月間1132億ユーロ）が続いてもあと8か月は持つ。年内に追加枠を検討する必要性は今のところ、あまり感じられない。

～運営の乖離：PSPPとPEPP～

断続的に注目される国別の購入内訳を見ると、「PSPPではドイツを小さくして、PEPPではドイツを大きくする」という運用が続いている。これは右図（上）を見れば一目瞭然だ。PEPPが緊急性の高いスキームであることを思えば、PEPPの運用対象は主にイタリアを筆頭とする南欧になると思われるが、そうになっていない。一方、通常のプログラムであるPSPPではフランスを非常に多く買っており、イタリアも同様の扱いになっている。この理由は定かではないが、ドイツ憲法裁判所がPSPPの運営に違憲判決を下した経緯を踏まえれば、この司法判断を迂回するための措置なのではないかとの邪推も抱かれる。それほど



PSPP におけるドイツ国債購入は意図的に少なくされているように感じられ、3 か月平均で見るとドイツの月間購入額は全体の 20.5%と資本金出資比率である 26.4%をかなり下回っている。これはフランスの 3 か月平均が 31.9%と資本金出資比率である 20.4%と 10 ポイント以上も大きく買われていることと対照的だが、頻繁に注目されるイタリアも 22.1%と資本金出資比率である 19.2%と 3 ポイント近く上回っている。こうした PSPP の偏った運営が PEPP で相殺されているのが実情であり、PEPP では購入の 30%弱がドイツ国債に寄せられる運営が続いている。結果、前頁図(下)にも示すように、残高ベース(PSPP+PEPP の実績を全て積み上げたベース)ではドイツ国債の購入実績は資本金出資比率並み(▲0.4%ポイント程度の下振れ)に落ち着いている。

もともと、残高ベースで見ても、フランスやイタリア、スペインといった国々においては資本金出資比率をはっきりとオーバーする運営が続いている。これは、それ以外の加盟国の国債が過少に購入されることで帳尻合わせが行われていることを意味する。例えば、復興基金合意に際して、反対陣営(儉約 4 か国)を主導したオランダは残高ベースで資本金出資比率から▲0.4%下回っている。自助努力で国債利回りを押さえられている加盟国ほど、ECB が購入する必要性は元々小さいのだが、現状の政策運営は先に「量」を決めて必要性は二の次で運営している雰囲気もある。そうなるとう「量」を実現するためには、多くの国債を発行している国の国債を自然と選ばざるを得ず、資本金出資比率がブレーキにならなくなった今、「努力した国」と「努力していない国」の購入実績は今後さらに開いてくる可能性が高い。それが先般目にしたような、政治面での議論を一段とまとまりにくくする一因として作用する懸念があるだろう。

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.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8月14日	週末版(ユーロドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?~「1.20」回復を目指して~)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」~基軸通貨性を考える~
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ~過去最大の欧米逆転~
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由~金利差縮小よりドル過剰感~
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査~ロックダウンの深手~
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて~PEPPIは使い切り、「2つの機能」に向けて~)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について~上昇の瀬戸際~
2020年7月15日	臨時EU首脳会議~交錯する「2人の議長」~
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー~ラガルドインタビューは現状維持を示唆~
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威~米国の「諸刃の剣」~
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)
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(明らかになる「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	金価格が上がっている理由~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~
	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~
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)
	リスクシナリオも練り直し~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プレビュー~「不要不急で自滅」は予定通り?~
2020年3月17日	ECB政策理事会プレビュー~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~実質的なデビュウ戦~
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~)