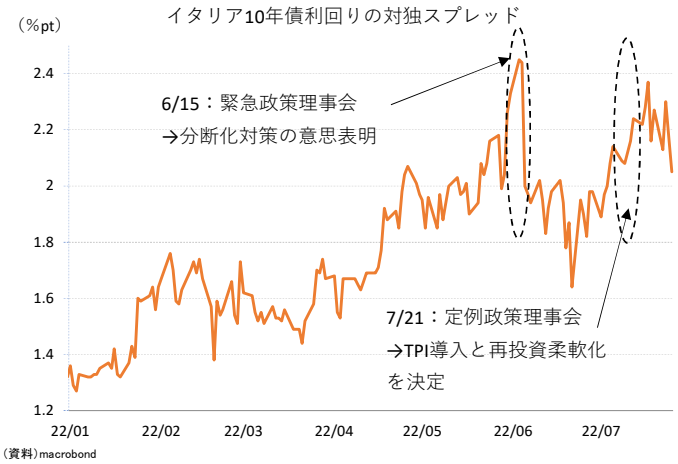
みずほマーケット・トピック（2022 年 8 月 8 日）

# ECB の再投資柔軟化はどこまで可能なのか？

ECB は 7 月 21 日の政策理事会で一部加盟国の利回り高騰を念頭に伝達保護措置（TPI）の導入を決定している。だが、TPI はあくまで「抜かずの宝刀」として機能することが期待されており、当面はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の柔軟性を活用することが優先される方針。この点、当分は ECB が 2 か月に 1 回公表する PEPP の運用状況において再投資の実情を探ることが重要になる。最新の 6～7 月分を見ると「ドイツを売ってイタリアを買う」というリバランスは早速着手されている。問題はこうした特定国を対象とする再投資を続ければ、ECB の資産購入を縛っている出資金比率（capital key）を逸脱するということ。「健全国を売って脆弱国を買う」というリバランスを意図的に進めれば、当然ながら ECB の保有資産における健全国と脆弱国が占める割合は接近する。既にイタリア国債の保有比率は 2%近くオーバーしている。今年 4 月以降の再投資ペースが維持された場合、23 年 3 月末にはイタリアとドイツの国債保有比率が並ぶ可能性も。また、9 月総選挙を経てイタリア政権が右傾化しそうなことを踏まえれば TPI が「抜けない宝刀」に成り下がる懸念もある。その際、再投資ペースは一段と加速する可能性も。

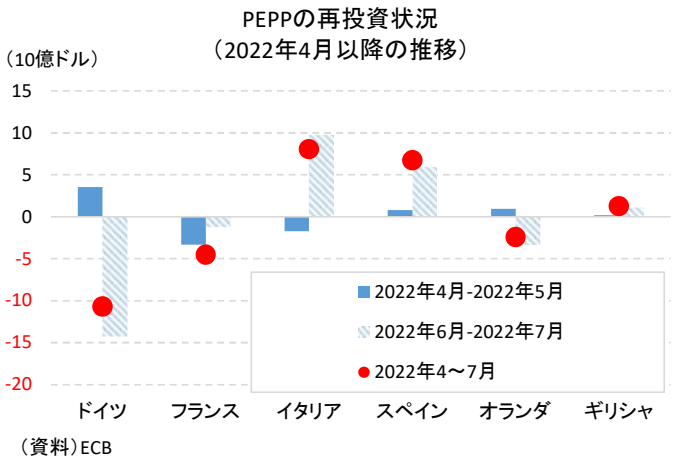
## ～「ドイツを売ってイタリアを買う」は鮮明～

既報の通り、ECB は 7 月 21 日の政策理事会で一部加盟国の利回り高騰（域内金融市場の分断化現象）を念頭に伝達保護措置（TPI：Transmission Protection Instrument）の導入を決定した。これにより流通市場において当該国の国債や地方債を際限なく購入できることに一応はなっている。「一応は」と枕詞を付けたのは、TPI の発動条件が余りにも厳格であり、金融市場では「恐らく使われないだろう」という思惑が根強いためである。ラガルド ECB 総裁も記者会見で「使わない方が良い」と述べている。かつての無制限国債購入プログラム（OMT）がそうであったように、「抜かずの宝刀」として機能することが期待されていそうだが、今のところ、懸案のイタリア 10 年債利回りは高止まりしている（図）。




TPI を「抜かずの宝刀」と位置付けたうえで、分断化対応策に関して、ラガルド総裁はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の柔軟性を活用することが「最初の防御壁（the first line of defence）」だと明言している。このため、当分は ECB が 2 か月に 1 回公表する PEPP の運用状況が注目することになる。PEPP の柔軟化は実態としては「健全国の国債の償還金を脆弱国の国債に再投資する」ということである。PEPP の新規購入は 4 月以降停止しているため、発表される運用状況の注目点

は「どのように再投資され、リバランスされているのか」という一点に絞られる。PEPP の運用状況は 2 か月単位で公表され、8 月初頭には 6～7 月分の再投資状況が公開されている。図示されるように 6～7 月はドイツやフランスやオランダの国債が大きく売られる一方、イタリアやスペインやギリシャの国債が大きく買われており、既に再投資の柔軟化が着手されている様子が分かる。特にドイツ国債の売り越し額は▲143 億ユーロで、イタリア国債とスペイン国債の買い越し額合計+157 億ユーロと概ね釣り合うイメージになる。PEPP の新規購入が停止している 4 月以降の 4 か月間で見ると、ドイツ国債とフランス国債とオランダ国債で▲177 億ユーロが売り越しされている一方、イタリア国債とスペイン国債とギリシャ国債で+160 億ユーロが買い越しされている。概ね図に示されている加盟国の国債を売買することでバランスシート規模を維持していることが分かる。とりわけ「ドイツを売ってイタリアを買う」は鮮明な傾向である。

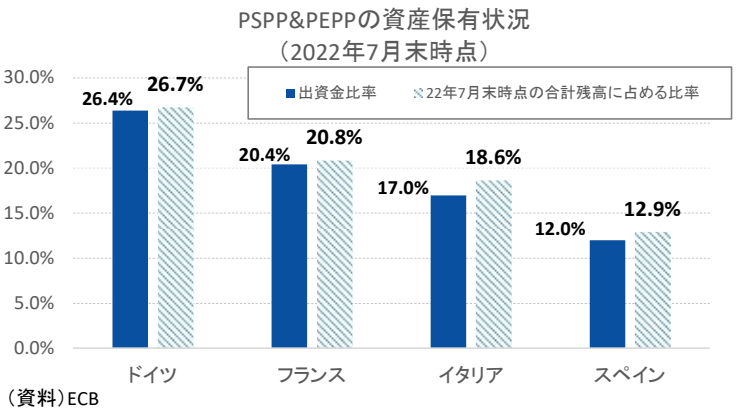


（資料）ECB

**～資本金出資比率からの乖離はどこまで耐えられるのか？～**

問題はこうした特定の加盟国国債を対象とする再投資を続ければ、ECB の資産購入を縛っている出資金比率（capital key）を逸脱するということである。周知の通り、PEPP に限らず、ECB は資産購入の際は各国が ECB の拠出している出資金の割合（出資金比率）に準拠して国別購入量を規定している。上述してきたように、「健全国を売って脆弱国を買う」というリバランスを意図的に進めれば、当然ながら ECB の保有資産における健全国と脆弱国が占める割合は接近する。

実際、出資金比率からの乖離はもう目立ち始めている。出資金比率からの乖離は PEPP という枠組みに限らず、定例の国債購入プログラムである PSPP（公的部門購入プログラム）と総合して評価する必要がある。PSPP の方が PEPP よりも歴史が古く、当然、保有国債も多いため、これを抜きにして ECB の国債保有実態は議論できない。PEPP と PSPP で購入された国債の保有実態を一覧したものが図である。既にイタリアは乖離率が+1.7%ポイントに達している。なお、図は 4 大国に限って示しているが、オランダやギリシャを含むその他加盟国が乖離率から下方乖離することで全体がバランスしている。仮に PEPP 保有分に関し、今年 4 月以降の再投資ペースが維持された場合、年末にはイタリア国債の保有割合が 20%に接近する可能性もあり、これは資本金出資比率で言えばフランス並みの扱いという話になる。



（資料）ECB

もちろん、PEPP という枠組み自体、「出資金比率からの一時的乖離」を 1 つの特徴として生まれ

た経緯があり、乖離の存在自体が想定外ということではない。だが、再投資の柔軟性を強調したことで「どこまでの乖離を許容するつもりか」が市場の焦点となり得る。この点に関し、明確なヒントがあるわけではないが、やはりドイツ国債と同等の保有量に至れば相応に騒ぎになるだろう。言うまでもないが、「ドイツを売ってイタリアを買う」を徹底しているのだからそのまま続けていけば、どこかのドイツと並ぶことも視野に入る。例えば現在のリバランスペースを今年度(2023 年 3 月末)まで継続すれば、そうした展開は視野に入る。これはあり得ない話ではない。というのも、冒頭で見たように 7 月以降のイタリア国債の利回りは顕著に下がっておらず、「何とか上昇を抑制している」という印象が抱かれる。6～7 月に限った場合、イタリア国債は PSPP で+24 億ユーロ、PEPP で+98 億ユーロ、計+122 億ユーロが購入されている。それくらいの購入をしてようやく利回りの抑制を図ることが出来るという状況とも読める。現状以上のペースで「ドイツ売り、イタリア買い」が継続する可能性はある。

## ～「抜かずの宝刀」ではなく「抜けない宝刀」～

今後の再投資ペースの鍵を握るのは 9 月 25 日のイタリア総選挙である。7 月 21 日の会見では記者が TPI をイタリア対策ではないかと質し、「全加盟国が対象で政治リスクに対応するものではない」とラガルド総裁が反論する場面が見られたが、客観的に見て TPI を必要とするほど利回りが高止まりしているのはイタリアくらいだ。その利回り高止まりの背景にイタリア政局の混乱があることは市場では周知された事実と言って良い。当面のイタリア政治情勢は金融市場に警戒されるだろう。

既報の通り、ドラギ政権の下での政治安定はわずか 1 年半で終了しており、イタリア政局は流動化している。毎度のことながら総選挙後の政権樹立は単独政党では困難な情勢であり、現状では右派ポピュリスト政党とされる「イタリアの同胞」、同じく右派ポピュリスト政党と思われる「同盟」の支持率が高く、これに中道右派・政党であるフォルツァ・イタリアが合流することで右派三党によるポピュリスト連立政権になるとの観測が根強い。仮にそうなった場合の政策主張などは今後明らかになるが、今後のイタリア政治の方向性が反 EU の色合いを帯びそうなことは否めない。欧州委員会や ECB の求める緊縮・構造改革路線について反意を示すこともある程度間違いないのだろう。

TPI の発動はあくまで EU の求める緊縮・構造改革路線を踏襲した場合に限り認められることになっており、新政権樹立に伴い、域内債券市場は「イタリアへの TPI は困難」という前提の下で価格形成を始める懸念がある。さしずめ「抜かずの宝刀」ではなく「抜けない宝刀」と見なされる展開である。こうした政治リスクも踏まえれば尚の事、6～7 月以上のペースで ECB は「ドイツ売り、イタリア買い」を強いられる可能性が高まるだろう。金融市場は乖離率の限界を試すようにそうしたトレードを進め、ユーロ相場の下げ圧力となる可能性も念頭に置くべきかと思われる。

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

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に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 |
|---|---|
| 2022年8月5日 | 週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～） |
| 2022年7月29日 | 週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～） |
| 2022年7月27日 | IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて |
| 2022年7月25日 | ドル/円相場の近況をどう評価するか？ |
| 2022年7月22日 | 週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～） |
| 2022年7月20日 | ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか |
| 2022年7月19日 | パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～ |
| 2022年7月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年6月分） |
| | 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～） |
| 2022年7月14日 | 米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも |
| 2022年7月12日 | やはり顔を出し始めた新規感染者主義 |
| 2022年7月11日 | リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～ |
| 2022年7月8日 | 週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～） |
| 2022年7月7日 | ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～ |
| 2022年7月5日 | やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～ |
| 2022年7月4日 | 世界の外貨準備状況～22年3月末時点～ |
| 2022年7月1日 | 週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～） |
| 2022年6月28日 | 家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～ |
| 2022年6月27日 | 世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～ |
| 2022年6月24日 | 週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～） |
| 2022年6月22日 | 「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況 |
| 2022年6月21日 | タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～ |
| 2022年6月20日 | 疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営 |
| 2022年6月17日 | 週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～） |
| 2022年6月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分） |
| | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～ |
| 2022年6月14日 | 悲惨指数を感じなかった日本人 |
| 2022年6月13日 | 米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来 |
| 2022年6月10日 | 週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～） |
| 2022年6月9日 | 黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～ |
| 2022年6月8日 | 金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～ |
| 2022年6月7日 | 要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～ |
| 2022年6月6日 | ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～ |
| 2022年6月3日 | 週末版（旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～） |
| 2022年6月2日 | 変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望 |
| 2022年5月31日 | 31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方 |
| 2022年5月27日 | 週末版（ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～） |
| 2022年5月26日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～ |
| 2022年5月25日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意 |
| 2022年5月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年4月分） |
| | 週末版（円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～） |
| 2022年5月19日 | 本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～ |
| 2022年5月17日 | ECB、「行動の夏」が意味するところ |
| 2022年5月16日 | 円のREERは変動相場制以前の水準へ |
| 2022年5月13日 | 週末版 |
| 2022年5月12日 | 米4月CPIと今後の考え方について |
| 2022年5月11日 | インバウンド解禁と円安抑制の関係性 |
| 2022年5月10日 | 「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～ |
| 2022年5月9日 | 「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について |
| 2022年5月6日 | 週末版（FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～） |
| 2022年5月2日 | 円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～ |
| 2022年4月28日 | 週末版 |
| 2022年4月27日 | ECB、7月利上げ説は本当なのか？ |
| 2022年4月25日 | 円安にまつわるQ&A：よくある疑問の論点整理 |
| 2022年4月22日 | 週末版 |
| 2022年4月21日 | 円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～ |
| 2022年4月20日 | IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～ |
| 2022年4月19日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年3月分） |
| | 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望 |
| 2022年4月18日 | 本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」 |
| 2022年4月15日 | 週末版（ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～） |
| 2022年4月14日 | 「インフレで苦しむ」を想像できない日本 |
| 2022年4月13日 | 円安を止めるには～日本要因と米国要因～ |
| 2022年4月11日 | ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～ |
| 2022年4月8日 | 週末版（本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～） |
| 2022年4月7日 | FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～ |
| 2022年4月6日 | 「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか |
| 2022年4月5日 | 過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～ |
| 2022年4月1日 | 週末版（細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～） |
| 2022年3月30日 | 日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～ |
| 2022年3月28日 | 円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～ |
| 2022年3月25日 | 週末版 |
| 2022年3月22日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年2月分） |
| | 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ |
| 2022年3月18日 | 週末版（GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～） |
| 2022年3月17日 | FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～ |
| 2022年3月15日 | 円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～ |
| 2022年3月14日 | 3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～ |
| 2022年3月11日 | 週末版（ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～） |
| 2022年3月9日 | 経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～ |
| 2022年3月8日 | 賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？ |
| 2022年3月4日 | 週末版 |
| 2022年3月3日 | ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？ |
| 2022年3月2日 | ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～ |
| 2022年3月1日 | 日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～ |
| 2022年2月28日 | SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～ |
| 2022年2月25日 | 週末版 |
| 2022年2月24日 | 年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～ |
| 2022年2月22日 | 孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～ |