

みずほマーケット・トピック(2023 年 2 月 28 日)

ECB のバランスシート政策について～状況整理～

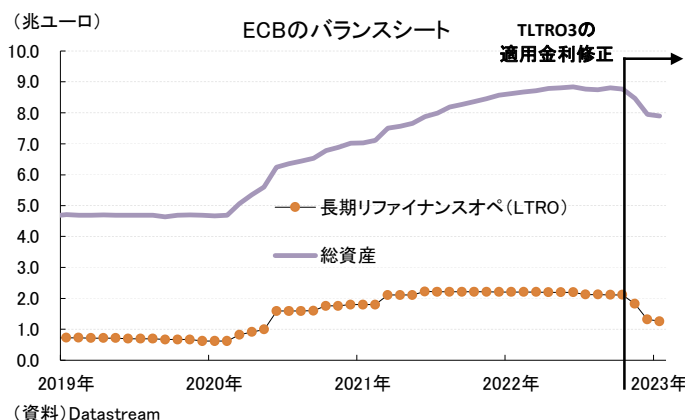
3 月以降、ECB が保有資産の再投資停止に踏み切ることになっており、いわゆる量的引き締め (QT) が始まる。もっとも、昨年 11 月以降、ターゲット型長期流動性供給第 3 弾 (TLTRO3) の適用金利修正によって前倒し返済が加速しており、既に過去 4 か月で 8400 億ユーロ以上のバランスシート縮小が実現している。3 月からはこうした政策に加えて、拡大資産購入プログラム (APP) で購入された資産である約 3.3 兆ユーロが撒き戻しに入ることになる。もっとも月 150 億ユーロずつの再投資停止は残高に対する影響をさほど持たないであろうが、為替市場では材料視されるはず。なお、筆者は PEPP で購入された資産の行方にも注目している。分断化現象が収束し、インフレ高進が続くという状況で、PEPP 保有資産の再投資柔軟化を続けられるのか。現行政策を続ければどこかのタイミングでイタリアの保有比率がフランスはもちろん、ドイツにも追いつく可能性。時限とされる 24 年末より前に何らかの見直しが入る公算は大きい。

～本格化する ECB の量的引き締め～

本日で 2 月も終わり、明日からは 3 月に入る。世界の中央銀行がインフレ抑制のために引き締め路線を歩むという構図は 3 月そして 4～6 月期も基本的には継続しそうな雰囲気強いと言える。主要中銀の中では ECB が 3 月から保有資産の再投資停止にいよいよ踏み切ることになっており、いわゆる量的引き締め (QT) が始まることになる。ちなみに「3 月から ECB のバランスシート (B/S) が縮小される」という表現が目につくが、これは誤りである。ECB の B/S 縮小は明確に始まっている。

昨年 10 月 27 日の ECB 政策理事会はターゲット型長期流動性供給第 3 弾 (TLTRO3) の適用金利に関して、従前の「オペ利用時からの預金ファシリティ金利の平均」を修正し、「11 月以降の満期償還もしくは事前償還までの預金ファシリティ金利の平均」とされている。大幅利上げの最中にこの適用金利基準を用いれば当然、既存借入資金のコストが押し上げられる。実質的には前倒し返済の要請であり、意図した通り、

昨年 11 月には 2963 億ユーロ、翌 12 月には 4475 億ユーロ、今年 1 月には 628 億ユーロ、2 月には 366 億ユーロと、4 か月で計 8432 億ユーロの早期返済が行われている。TLTRO3 の総供給残高 (約 2.2 兆ユーロ) の 4 割弱が返済されている。これに応じて ECB の B/S もはっきり縮小し始めている (図)。ECB の抱える総資産 (約 9 兆ユーロ) の 4 分の 1 が TLTRO3 の残高であるため、今後も早期返済を通じた B/S 縮小効果 (ひいては金利上昇効果) は想定される状況にある。



～QTの対象は総資産の3分の1だが・・・～

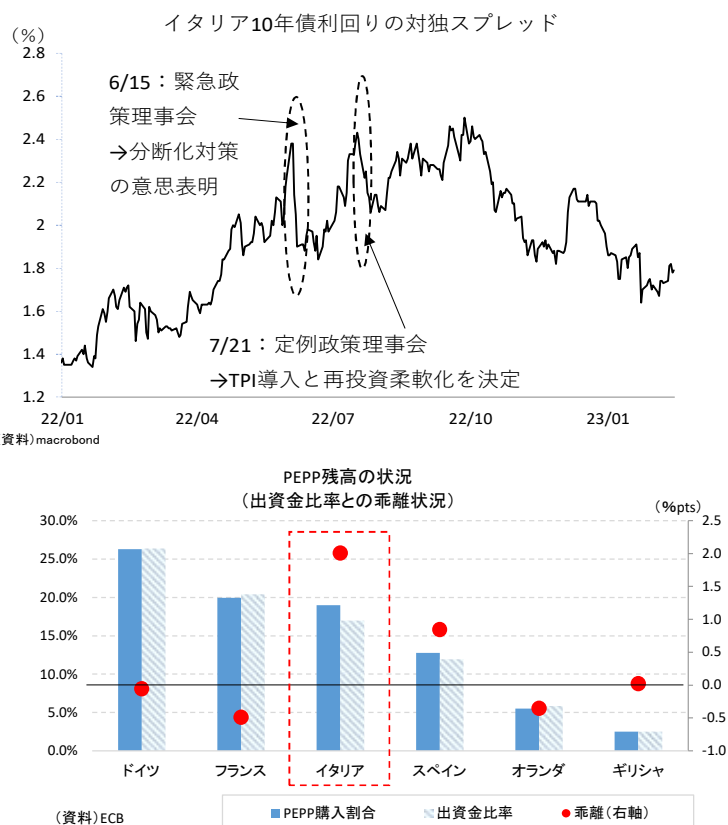
今後注目されるのは ECB が保有する有価証券の再投資停止である。ECB の資産購入プログラムは FRB や日銀などに比べて複雑ゆえ、正確な現状把握が必要である。ECB が運用してきた資産購入プログラムは主に 2 つある。1 つが拡大資産購入プログラム (APP)、もう 1 つがパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) である。APP は資産担保証券 (ABS)、カバードボンド、社債そして国債を対象とし、PEPP は APP 対象資産にコマーシャルペーパー (CP) を加えたものが対象になる。もっとも、APP 残高の 8 割、PEPP 残高の 9 割が国債であり、基本的には国債保有動向を追跡することが保有資産動向の把握に繋がる。なお、APP の中で国債を対象とするプログラムを公的部門購入プログラム (PSPP) と呼ぶため、一般的に APP は PSPP と同義で使われるケースが多い。1 月末時点の国債保有残高 (国別積み上げ) に関し、PSPP は約 2.7 兆ユーロ、PEPP は約 1.7 兆ユーロである。つまり、ECB の抱える総資産 (約 9 兆ユーロ) の半分以上が域内加盟国の国債である。

このうち 3 月以降に再投資停止が始まるのは PSPP の約 2.7 兆ユーロを主軸とする APP 全体、残高にして約 3.3 兆ユーロである。即ち、ECB の抱える総資産の約 3 分の 1 が QT の対象になる。既に発表されている通り、3 月以降は月 150 億ユーロずつの再投資停止であるため、残高に対する影響は軽微と思われるが、今後定期的な見直しを経てその加速 (あるいは減速) が為替市場を中心として取引材料になることは間違いないだろう。そのタイミングは 3・6・9・12 月のスタッフ見通しであり、次回という意味では今年 6 月の政策理事会が注目される。

～次の争点は PEPP 再投資の行方～

また、筆者は PEPP で購入された資産の行方にも注目している。上述したように、PEPP で購入された資産だけで約 1.7 兆ユーロもある。この部分については「少なくとも 24 年末まで再投資する」という方針にあるが、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) がコアベースで過去最高値を更新する状況下、この方針は持続可能なのか。しかも、PEPP で購入された資産の再投資については「柔軟化」という大義の下、ドイツやフランスなどの償還金がイタリアやスペインといった南欧国債へ傾斜配分されている。その甲斐もあって域内分断化と呼ばれた特定国の国債利回りが跳ねてしまう状況は収束しているわけだが (右図・上)、その分、資本金出資比率 (capital key) に沿った保有資産管理は現在進行形で歪んでいる (右図・下)。

PEPP 残高に占めるイタリア国債の割合は 19.0% と同国の出資金比率 (17.0%) を 2% ポイントも上



回っており、フランスの 19.9%に肉薄している。分断化現象が収束し、インフレ高進が続くという状況で、この歪んだ状況を政策理事会が看過できるのか。論理的には現行政策を続ければどこかのタイミングでイタリアの保有比率がフランスはもちろん、ドイツにも追いつく可能性がある。そこまで無理する意義を PEPP 再投資に見出すのは難しいように思える。

筆者は年内に 2024 年末まで再投資という方針は修正される可能性は高いと考えるし、仮にそこまで至らなくても再投資の柔軟化という現状の対応は問題含みであるとして議論の的になると予想している。 ECB の QT は APP にまつわる論点だけではなく、PEPP にまつわる論点も含めてその展望を検討する必要がある。

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
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～