

欧州中央銀行(ECB)による公的セクター債券購入プログラム(PSPP)

欧州中央銀行(以下 ECB)による量的緩和

ECB は、2016年12月に以下を決定

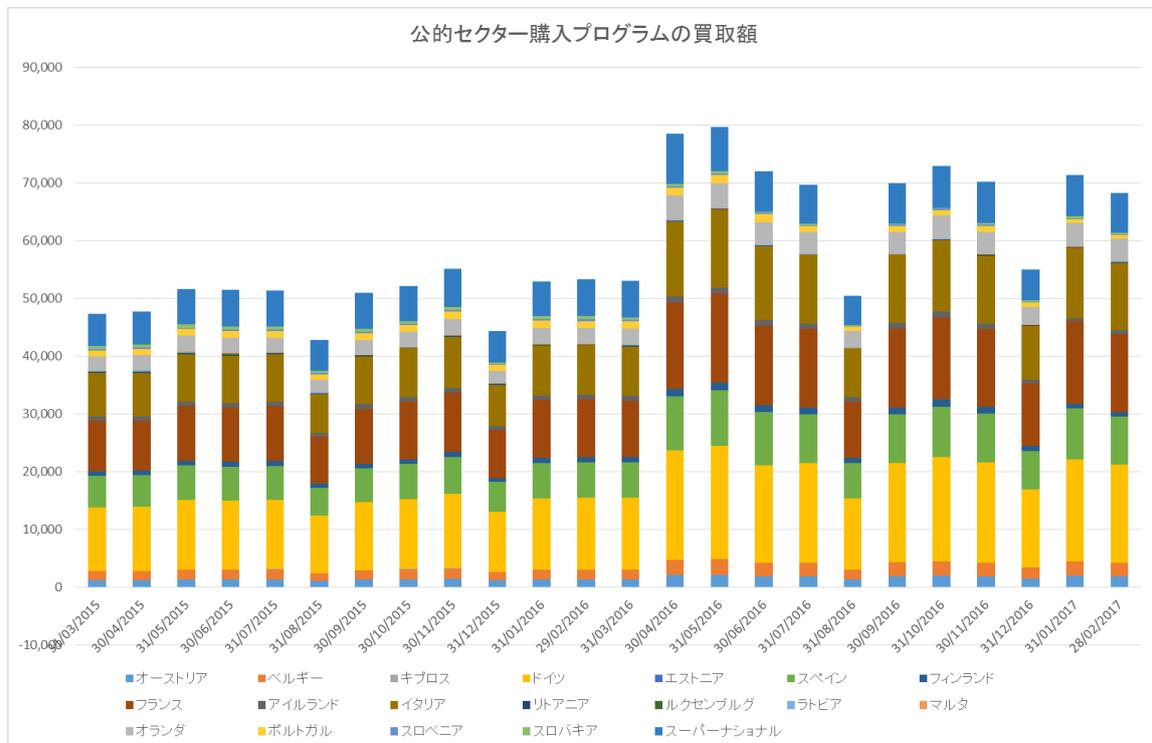
- ✓ 資産購入プログラム(以下 APP)の期間を従来2017年3月に終了予定であったものを2017年12月末までに延期(結果的に、5,400 億ユーロの購入額の増加)
- ✓ 月額の購入額を2017年4月以降800億ユーロから600億ユーロへ減額
- ✓ 発行銘柄毎の保有上限は 33%で維持
- ✓ 中銀預金金利(-0.4%)を下回る水準での買入れを承認(2017年1月以降の買取から)
- ✓ 対象債券の残存期間の下限を2年から1年へ変更(2017年1月以降の買取から)

1. 購入額の推移

2016年4月以降 APP の購入上限が800億ユーロに設定されたため、それに応じて、800 億ユーロ程度で推移してきている。

1 月以降 600 億ユーロへ減額される方針であったものの、1月に続き 2 月の買い取も、700 億ユーロ程度が購入されている。

グラフ1



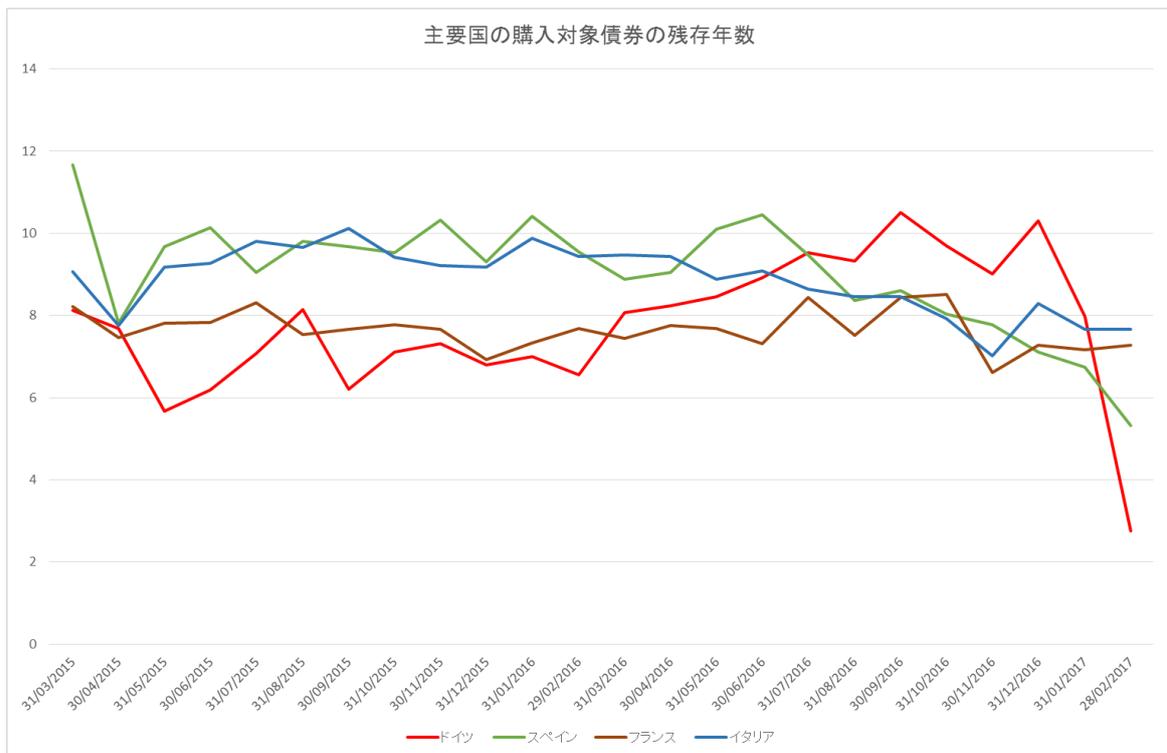
ECB の資料より、当社作成

2. 主要国の債券の購入対象となった平均残存年数

グラフ2は、主要国の購入対象となった国債の加重平均残存年数の推移を示している。新たな、量的緩和措置を開始した1月以降、主要国の残存満期の短縮化がみられ、特にドイツ国債の残存期間の短縮化が際立っている。

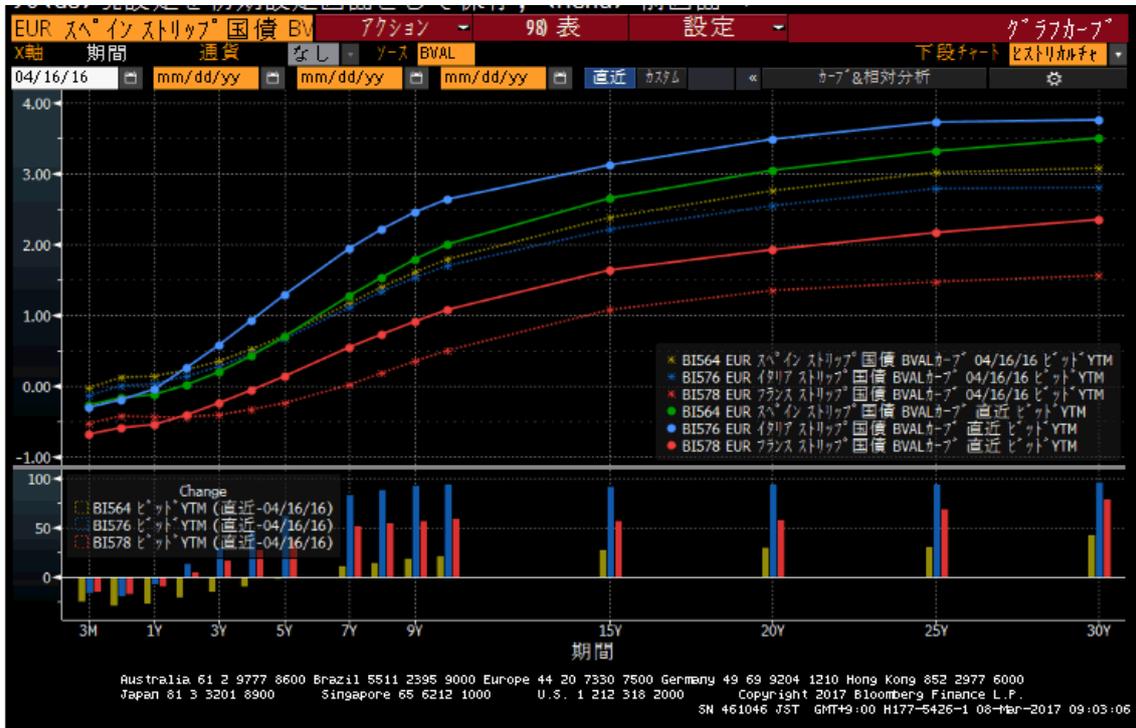
グラフ3、4にある通り、イールドカーブの形状は、前回1月時点とほぼ同じ形状をしている。(グラフ3は、2016年4月と直近の3か国のイールドカーブの変化を見たもの。破線が、2016年4月、実線が直近。このグラフを見ると、長期の金利水準は若干上昇しているものの、安定している。一方、グラフ4は、2017年1月と2月のイールドカーブの変化を見たものだが、金利は全体的に若干下がってきており、ECBの緩和措置の効果が、継続していることが窺われる。)

グラフ2

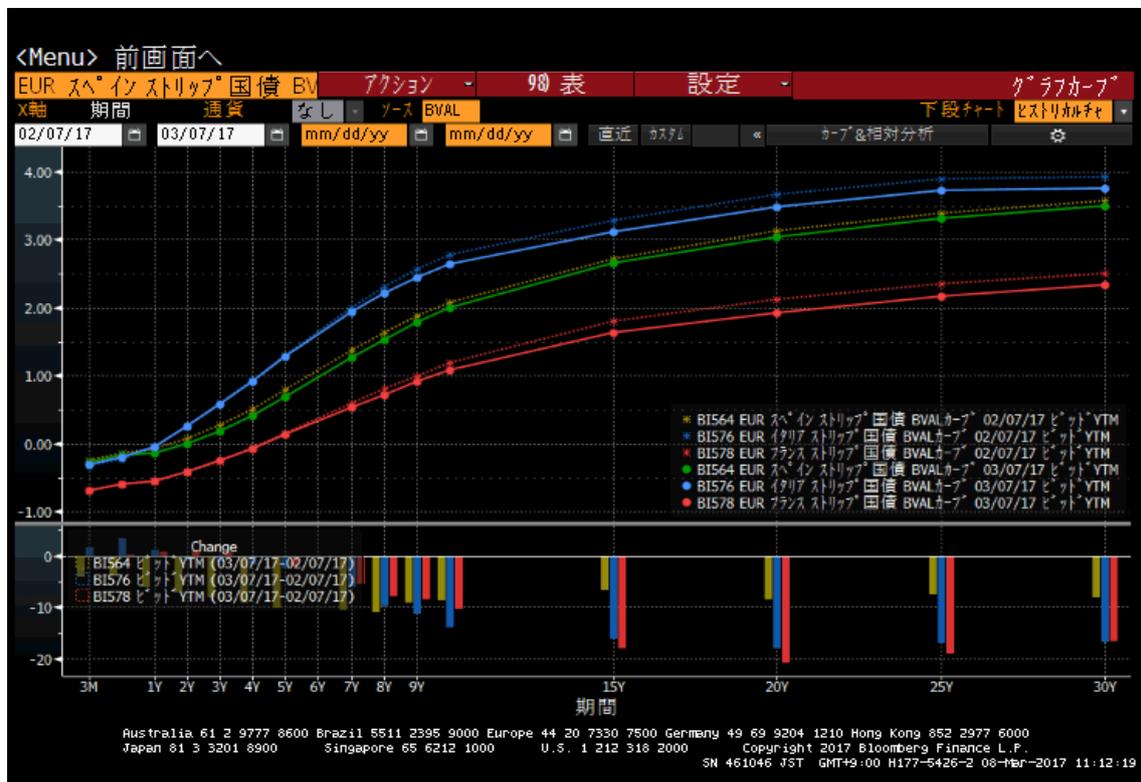


ECB 資料より、当社作成

グラフ3(イールドカーブの推移)

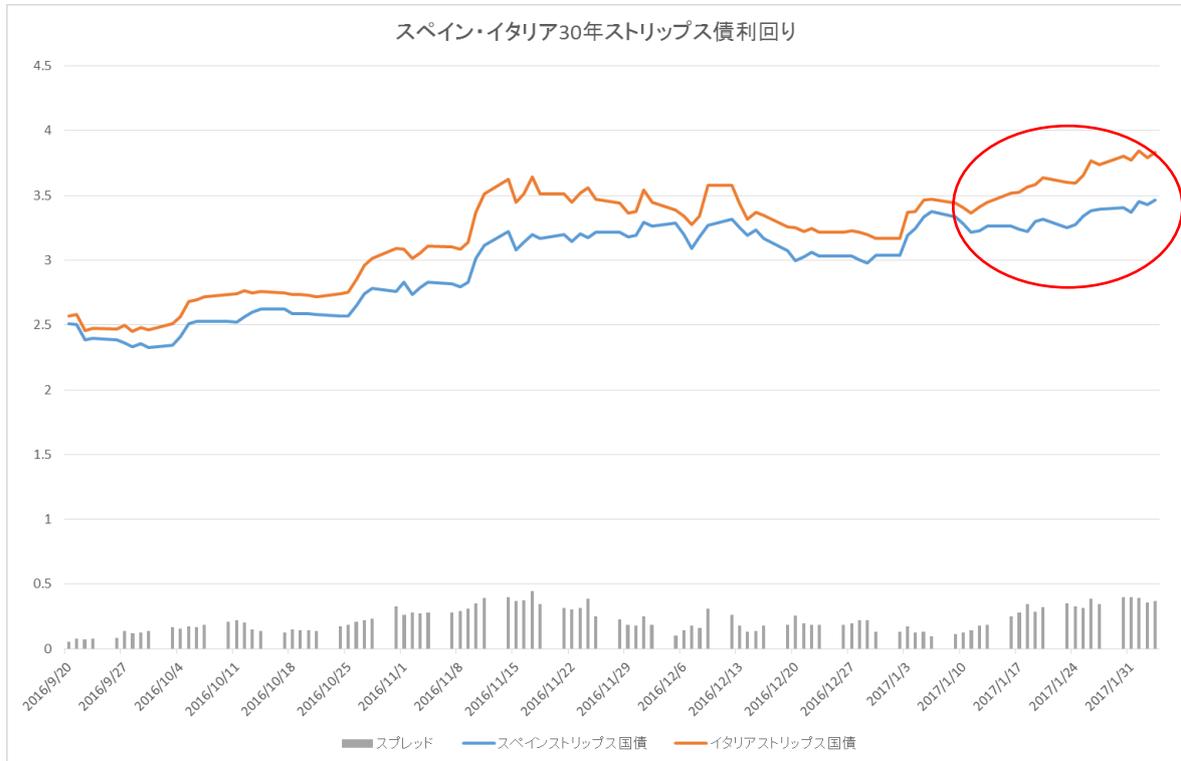


グラフ4



出典:bloomberg

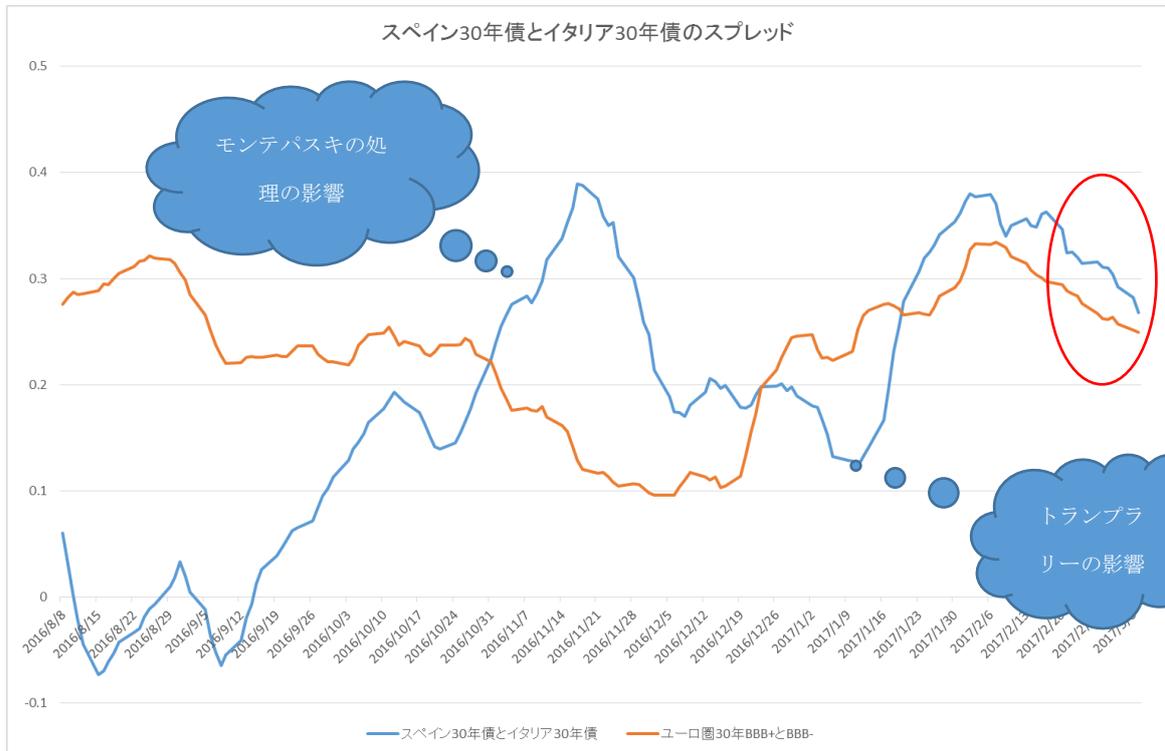
3. スペイン 30 年ストリップス国債とイタリア 30 年ストリップス国債の動向 グラフ5



Bloomberg より当社作成

グラフ5は、スペインストリップス国債とイタリアストリップス国債の推移を見たもの。前月同様、スプレッド格差が開いていることがわかる(赤い丸で囲った部分)。これをさらに細かく見ると、グラフ6にあるように民間企業の BBB+(スペイン国債と同じ格付)と BBB-(イタリア国債と同じ格付)の格付けの残存30年の債券利回りのスプレッド差(オレンジのライン)とスペイン 30 年ストリップス国債とイタリア 30 年ストリップス国債の利回りのスプレッド差(青いライン)の水準は、同じ格付けの社債のスプレッド差に近づいている様子がわかる。イタリアとスペインの両国のスプレッド差は、徐々に健全なレベルへ近づいていると考えられよう。

グラフ6



Bloomberg より当社作成

4. フランス 30 年国債の状況

フランス国債の動きを、同じ格付けの社債と比較してみると、米国大統領選挙後に、フランスと同格の AA 格の残存 30 年の社債の利回りをフランス国債 30 年債の利回りが上回る状況が発生している(グラフ7参照)。これは、フランスの選挙をにらんだ動きと思われ、フランスの選挙後には、フランス国債の格付けに格下げがない限り、修正されるものと思われる。(現在の異常な状況が、本来の状態に戻り、フランス国債の利回りが社債の利回りより低くなる。現状は、フランス国債が売られすぎの状況。)

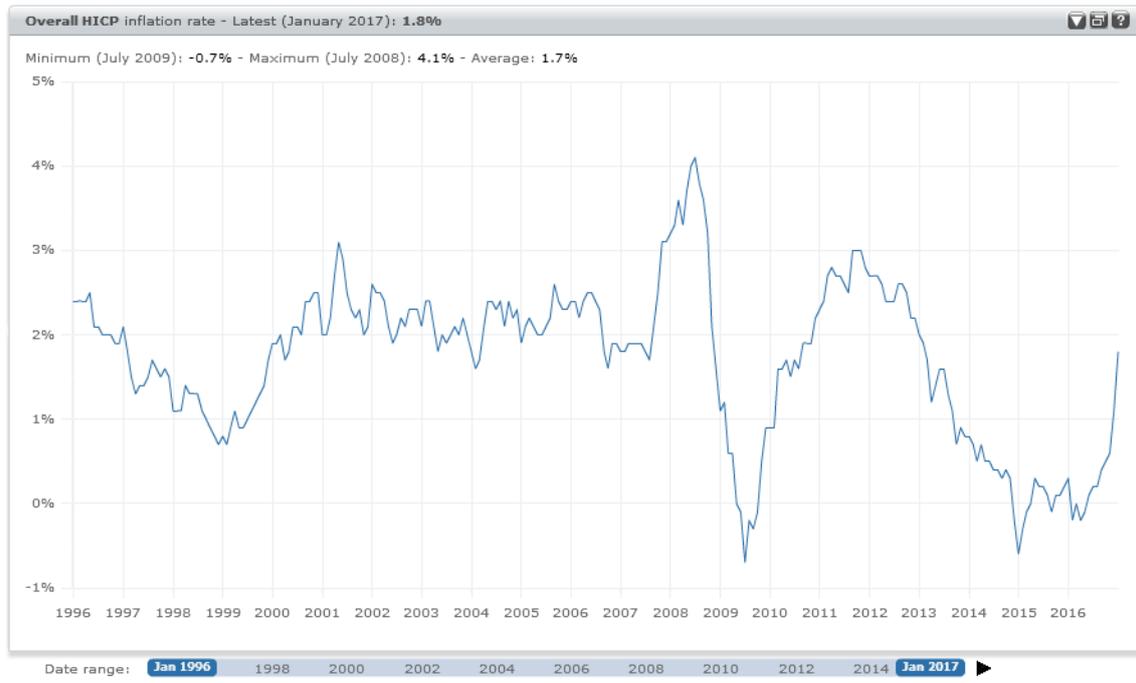
グラフ7



Bloomberg より当社作成

5. ユーロ圏のインフレ率及び景気動向

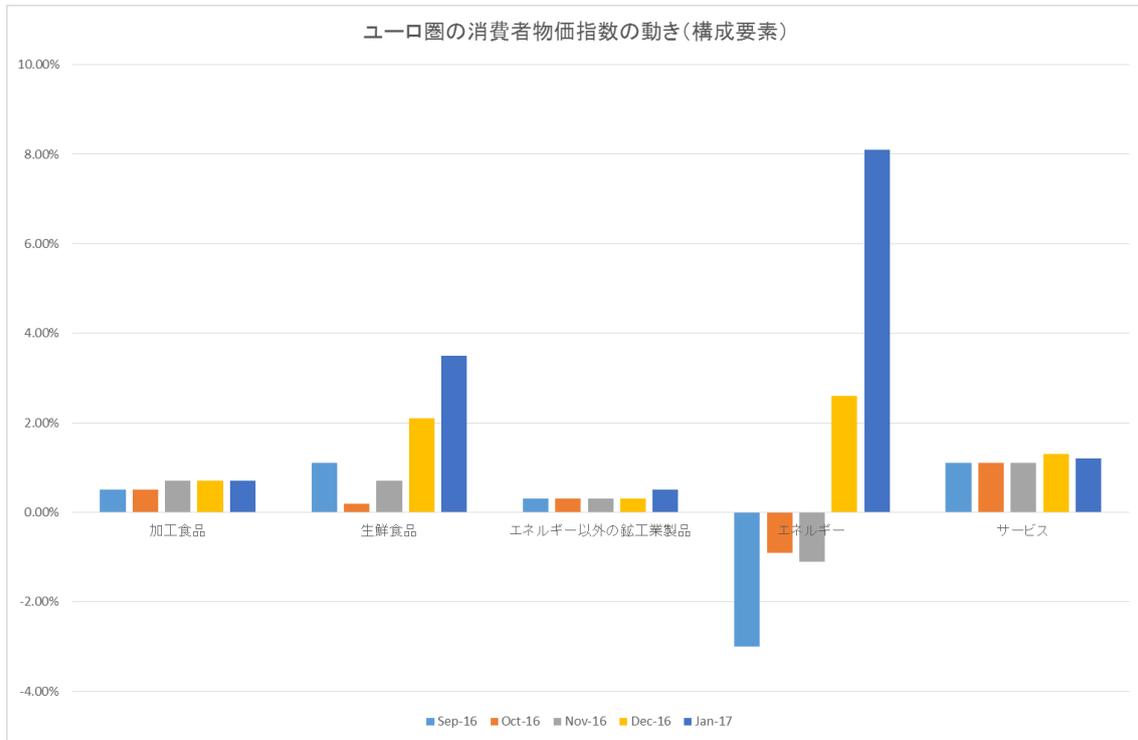
グラフ8(ユーロ圏のインフレ率)



出典: ECB

グラフ8は、ユーロ圏の消費者物価指数の過年度からの動きを示している。昨年末から、今年の1月にかけて、急激に上昇している。

グラフ9



ECB の資料より当社作成

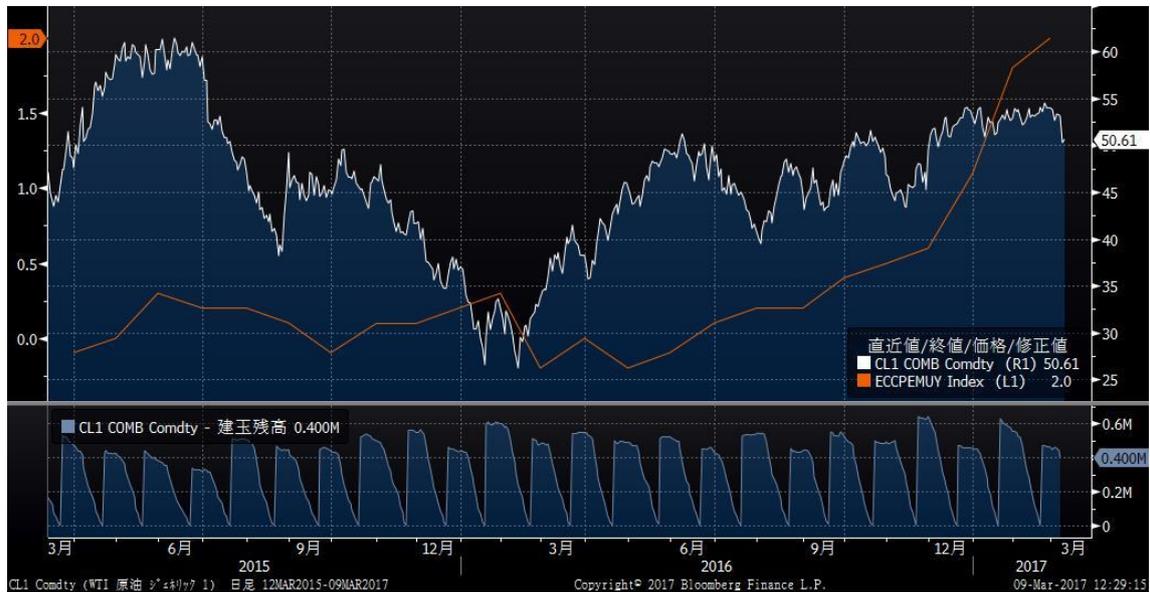
消費者物価指数の構成要素の昨年9月以降今年1月までの動きを見ると、エネルギー価格の上昇が、インフレ率の牽引役であることがわかる(グラフ9参照)。インフレ率の上昇が、単に、エネルギー価格の上昇によるものなのかを見ることとする。

原油先物価格(WTI: 白いライン)とインフレ率(DICP: オレンジのライン)の動きを見ると、原油価格の変動に対して、2016年12月以降、急激にインフレ率が上昇していることがわかる(グラフ11参照)。

ここで、インフレ率の上昇が、単に、エネルギー価格の上昇の結果であり、基調インフレ率の上昇を伴っているかどうか重要となる。グラフ12は、製造業 PMI¹とインフレ率の推移を見ている。インフレ率は、左の軸で示し、PMI は、右の軸で示している。これを見ると、PMI は、昨年10月以降、53 を上回り、景気回復基調が出ていることを示している。

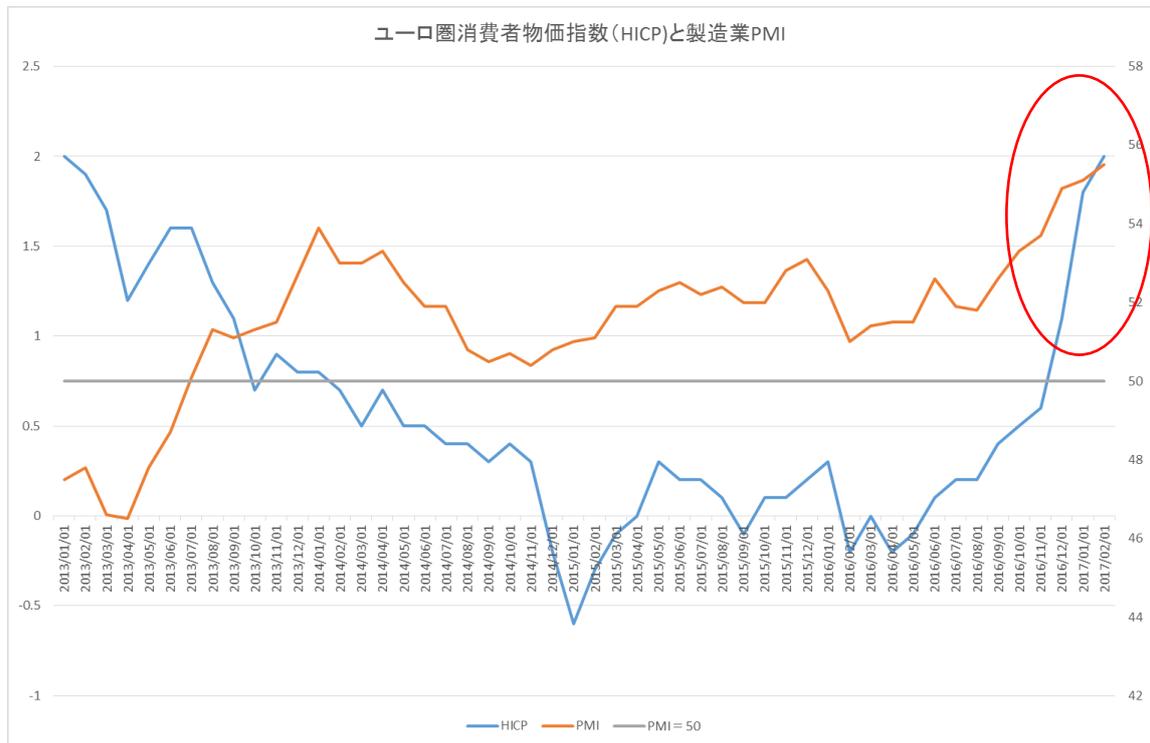
¹ 製造業 PMI は、製造業の購買担当者に、生産高、受注状況、雇用等に関するアンケートを行い、景況感を見る指標。50 を中心に推移し、50 は、変わらず。50 未満は悪化、50 超は、景気の改善を示している。

グラフ11(石油価格の推移とインフレ率)



出典: Bloomberg

グラフ12



Bloomberg より当社作成

一方、期待インフレ率を示す 5Y5(グラフ 13 参照)は、昨年秋以降上昇に転じていたものの、1月以降、その上昇が収まってきている。

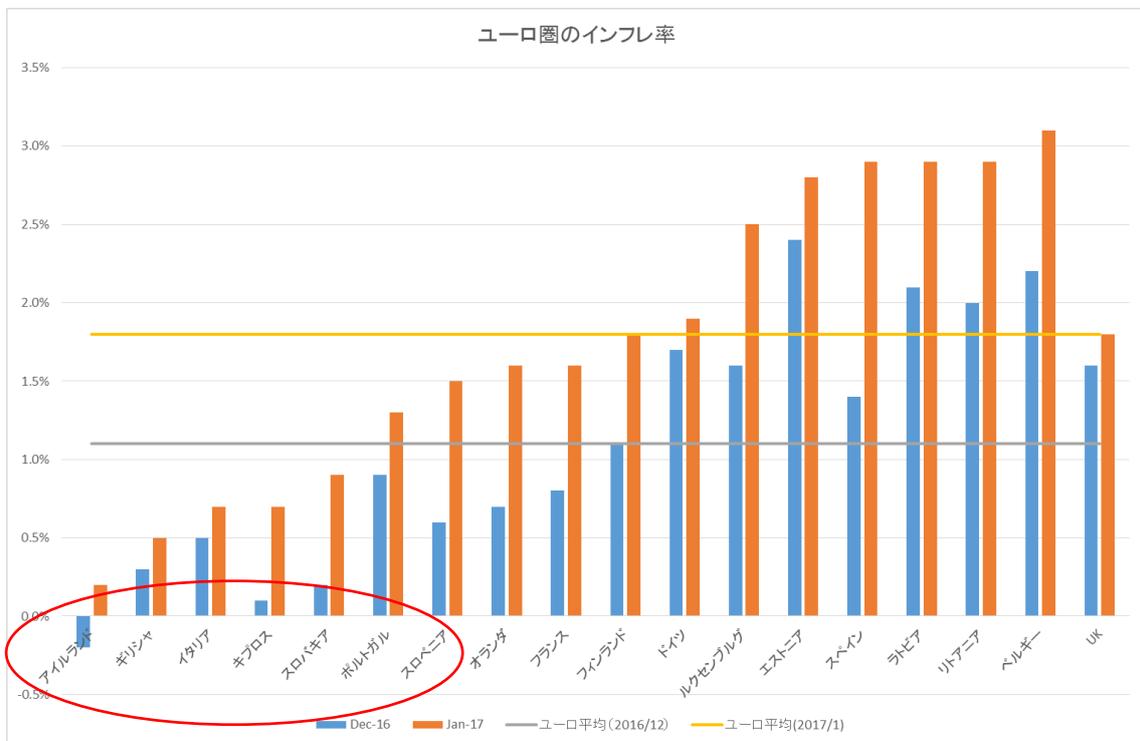
グラフ13



出典: Bloomberg

これは、前述の ECB の公的セクター債券購入プログラムの運用がうまく機能していることを表しているものと思われる。イールドカーブ全体の上昇を抑えることを通じて、期待インフレ率の上昇をうまく抑え込んでいるものと思われる。

上述の結果、今後、ECB が、基調インフレの上昇を確認し、金融緩和政策の変更の可能性が考えられる。一方、ユーロ圏の国別の昨年12月と今年1月のインフレ率の変化を見ると、ユーロ圏のインフレ率の平均値の上昇は、ドイツ、スペインといった国のインフレ率の上昇に



ECB の資料より当社作成

より引き起こされており、フランスを筆頭とした、グラフの左半分の国とは著しい格差が出ていることがわかる(グラフ14参照)。特に、赤丸で囲んだ諸国は、先月の ECB の副総裁が行ったスピーチ²で、不良債権処理が遅れているとされた6か国で、不良債権比率が平均で、22.8%の国である。スピーチでは、「不良債権は、明確に欧州全体の問題であり、資産の質に問題を抱えていない銀行の国においても、金融及び実体経済の両方による波及効果により影響を受けている。」との表現で、不良債権処理を行って初めて欧州全体の経済安定化が達成できるとの認識を示している。また、EU は、ユーロによる単一通貨制度をとっており、金融政策を担うのは、ECB のみである。このため、各国のインフレ率を管理するために、各国の中央銀行が、独自の金融政策をとることができない。この点も踏まえると、ECB が、EU の平均的なインフレ率の上昇のみをもって、金融政策の転換を行うとは考えにくい。このため、ECB は、不良債権処理の進捗がある程度確認できるまで、規模の変更はあるかもしれないが、現状の政策を維持するのではないかとと思われる。

6. まとめ

ECB の公的セクター債券購入プログラムは、条件が変更されて以降の2月においても、従来と同じ規模の買取を継続している。また、イールドカーブ全体のコントロールもできており、足元のインフレ率の上昇を見ると、その効果は、徐々に出ているものと思われる。今後は、各国間の格差を修正する政策を打ち、その歪みを補完するために、金融緩和を継続するものと思われる。このため、当面、金融政策の転換を想定させるような発言等を行わないものと思われる。結果、超長期の国債は、現状のゆがみを解消し、本来の水準に戻ってくるのではないかと考えている。

以上

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170203.en.html>
詳しくは、当社ホームページに掲載の2月17日付、「欧州の不良債権問題」ご参照

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものでもありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。