2018 年 11 月 6 日

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）

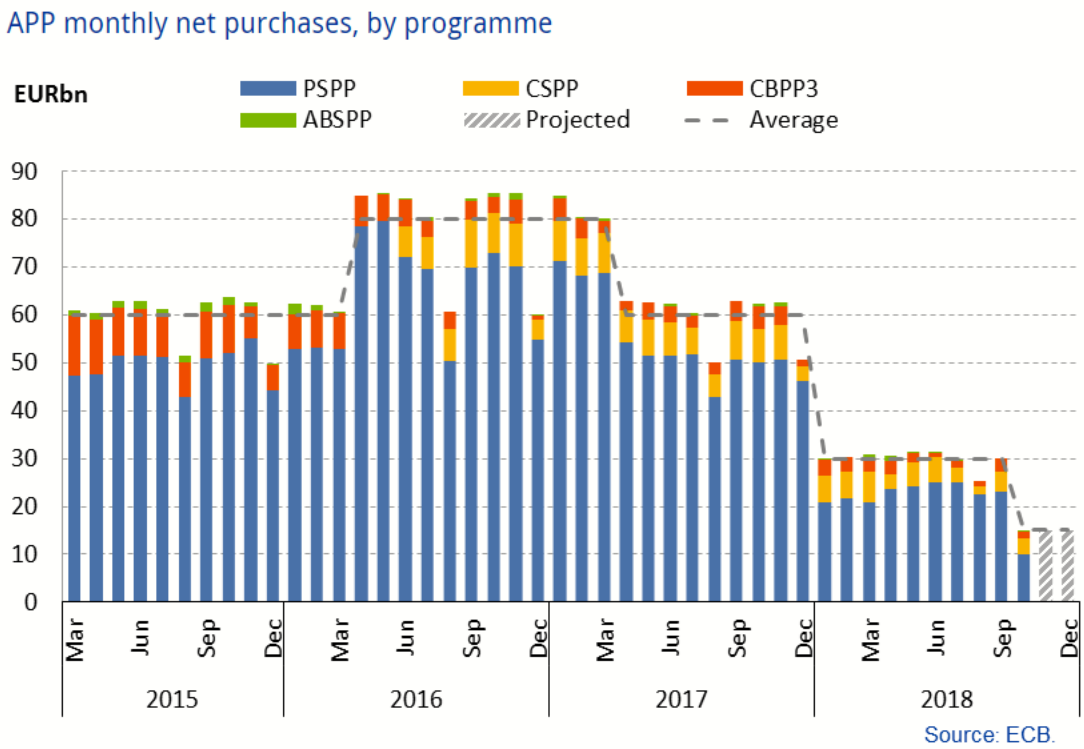
欧州中央銀行（以下 ECB）による量的緩和

ECB は、2018 年 6 月に以下を決定

✓ 2018 年 10 月以降、資産購入プログラム（APP）での資産購入額を本年 10 月以降、150 億ドルに減額したうえで、本年 12 月に終了すること、償還を迎える資産の再投資を継続すること、来年かにかけて金利を据え置くことを決定。

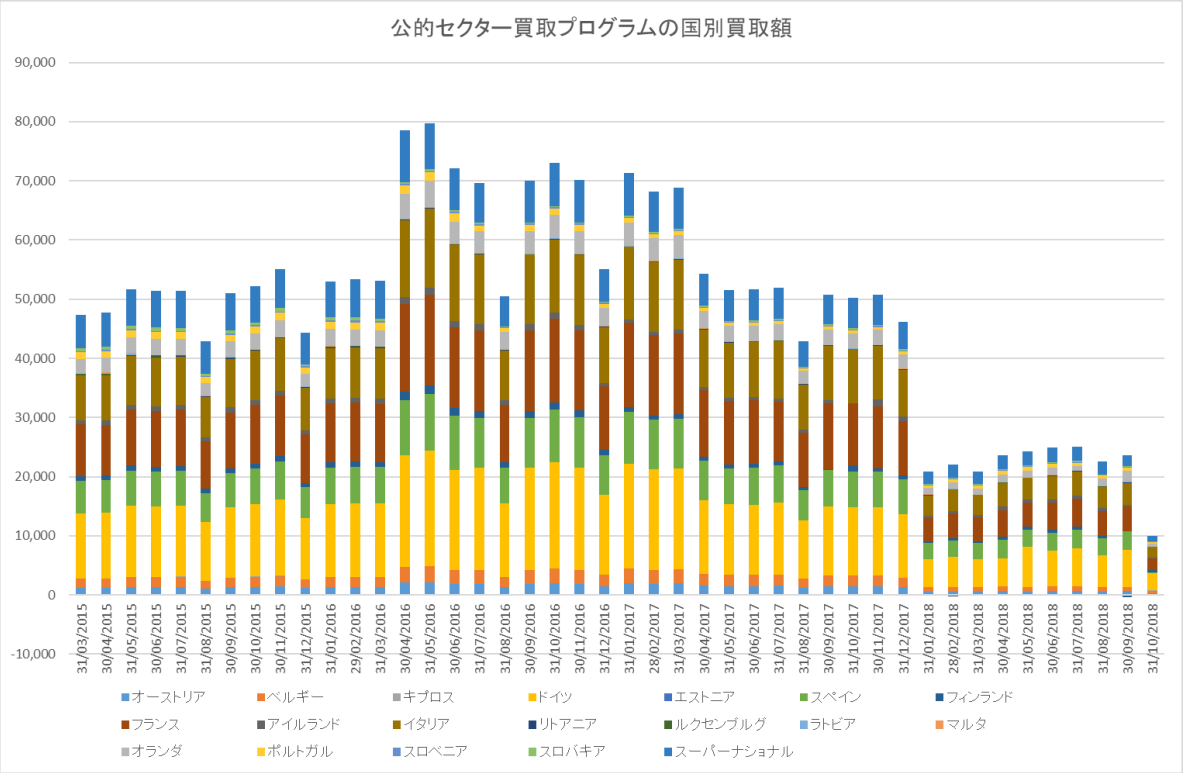
1. 購入額の推移

グラフ1：資産購入プログラム（APP）の今後の予想



ECB は、6 月の政策決定会議の予定通り、10 月の買い取り額は、150 億ユーロとなり、前月に比べ半減した。そのうち、公的セクターの購入額は、99 億 18 百万ユーロとなった（グラフ 2 参照）。

グラフ 2

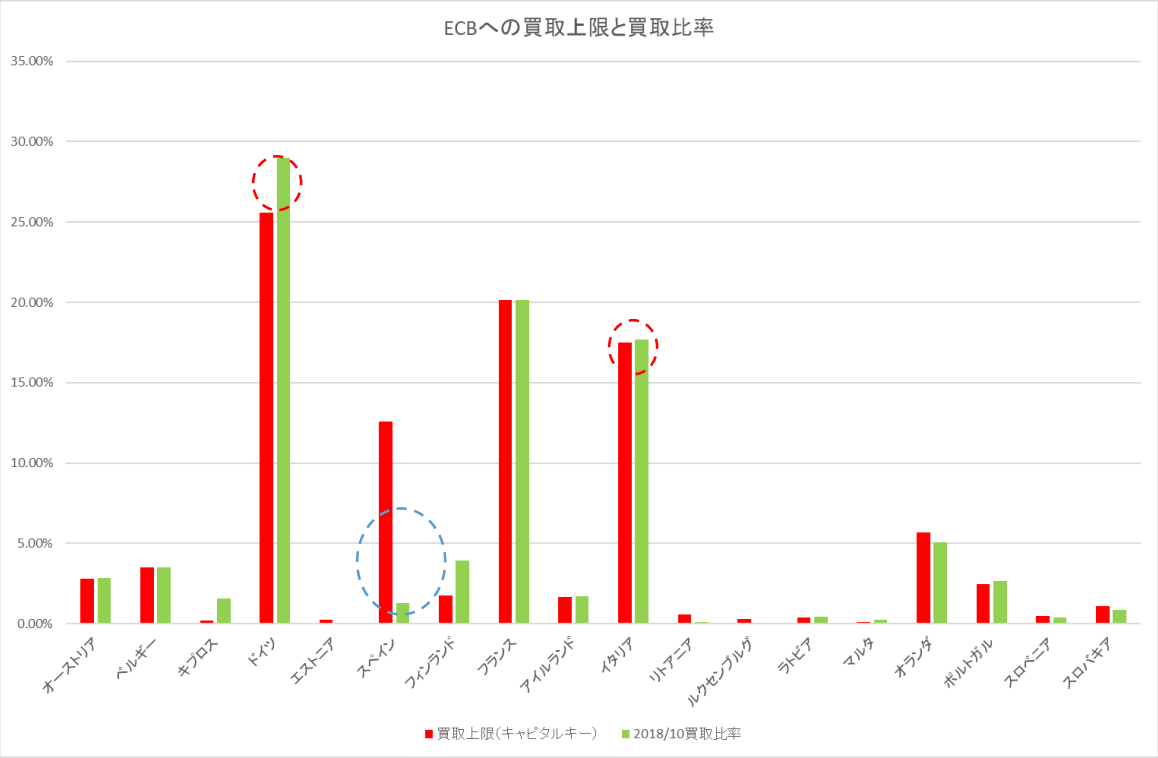


ECB の資料より、当社作成

グラフ 3 は、ECB の APP の各国の買取上限[1]と直近の国別購入比率を比較したものだが、特徴的なのは、ドイツ、イタリアが、買取上限を超えて買い取っているのに対し、スペインが著しく買取額が下がっていることである。

[1]各国の国債購入に関して、各国の中央銀行による出資比率を上限とするルールを課している

グラフ 3



ECB の資料より、当社作成

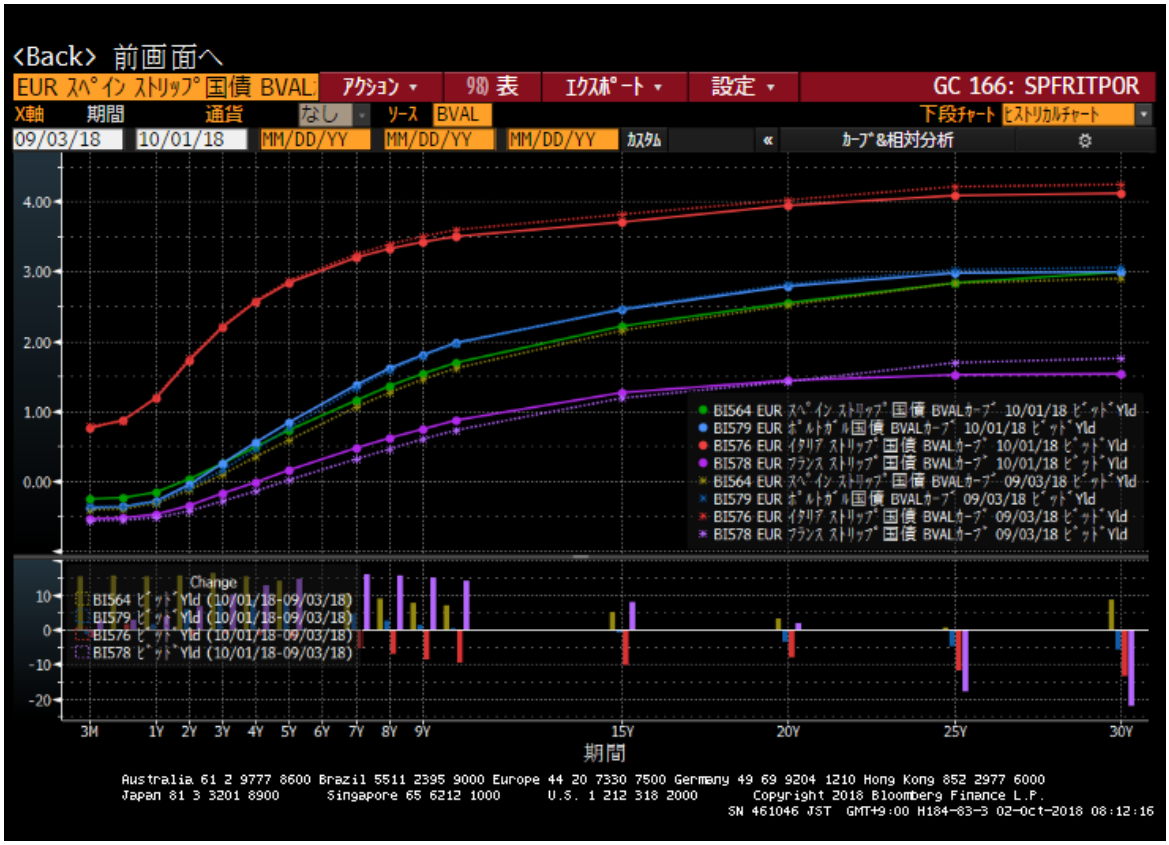
2. 主要国の債券の金利の状況

イールドカーブの水準は、イタリアは、長期金利が若干低下している。一方、スペインは、長期金利の上昇がみられる。これは、ECB の購入プログラムの影響が出たものと思われる。また、スペイン、フランスでは、短期ゾーンの金利に上昇傾向がみられ、フラットニングの傾向(景気の好転を示唆)が出ている。

グラフ 5 は、主要国の超長期債の金利の推移を見たものだが(ポルトガル(オレンジ):S&P・Moodys/Fitch、BBB-/Ba1/BBB、イタリア(ブルー):S&P/Moodys/Fitch、BBB/Baa2/BBB、スペイン(赤):S&P/Moodys/Fitch、A-/Baa2/A-、フランス(グレー):S&P/Moodys/Fitch、AA/Aa2/AA)、イタリア国債は、10 月に入り、さらに金利が上昇し、S&P による格付維持により若干金利が下がった。イタリア国債の金利は、財政規律を守る予算案が提示されるまでこのような状況が継続するものと思われる。

スペイン国債の金利水準は、スペインより格付けの低いポルトガル国債の金利とほぼ同じ水準で推移しており、カタルーニャの問題が落ち着いている中、著しく過小評価されている。また、A 格の国債金利の水準と 25 年から 30 年のゾーンでは、前月同様 1%程度の乖離となっている。この点、明らかに、売られすぎの状況であり、前月同様、イタリアの情勢にひっぱられている感がある。この修正が起これば、今後、スペインの国債金利が 0.5%から1%.程度低下することが予想される(グラフ 6 参照)。

グラフ 4（イールドカーブの推移）

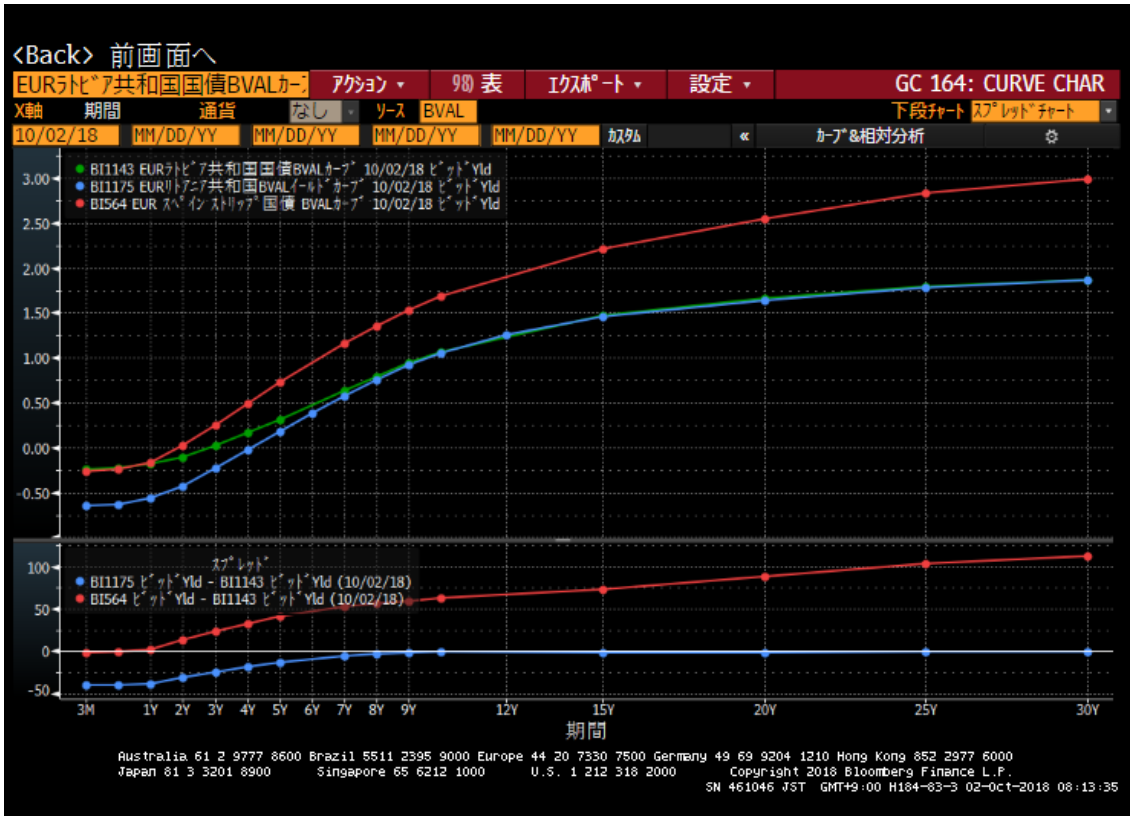


出典：bloomberg

グラフ 5：主要国の 30 年国債金利推移

出典：bloomberg

グラフ 6：ユーロ圏の A 格の国債イールドカーブ



出典：bloomberg

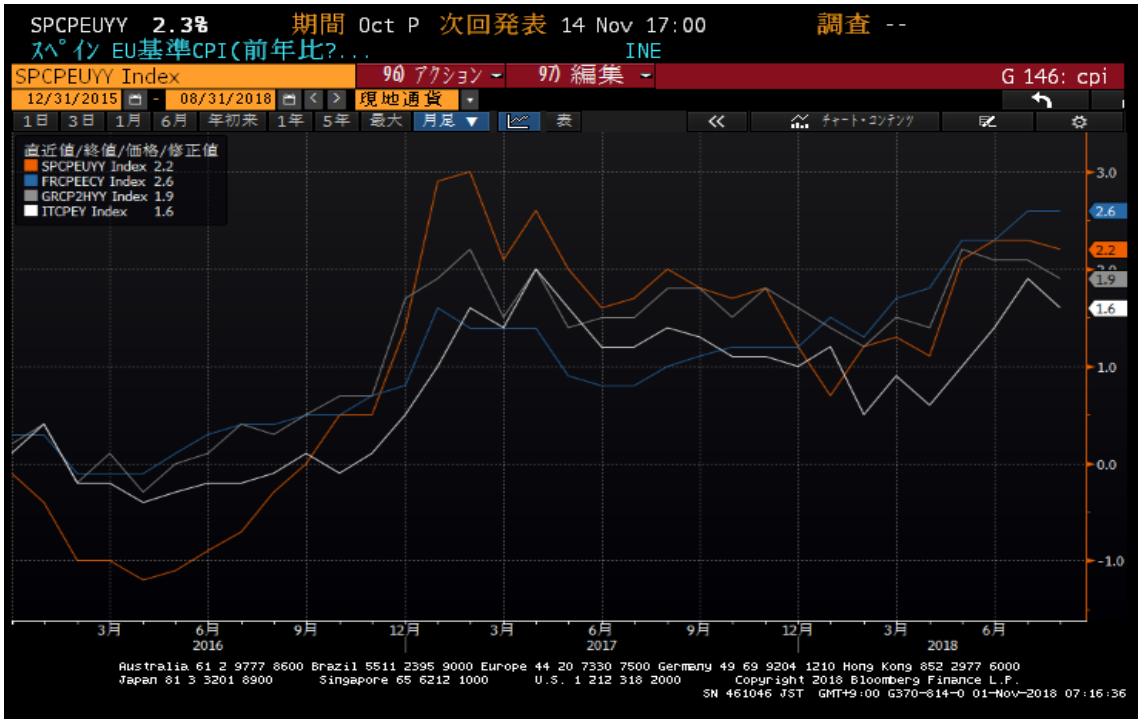
3. ユーロ圏のインフレ率

ユーロ圏のインフレ率は、ECB による 10 月の予想で、2.2%となり、9 月の 2.1%に続き、2%を超える水準となっている。期待インフレ率は、前月（1.693%）より若干低下し、1.666%と継続して低下傾向になっている（グラフ 7）。また、グラフ 8 はユーロ圏の主要国（スペイン：オレンジ、ドイツ：グレー、イタリア：白、フランス：青）のインフレ率を示しているが、各国のインフレ率は、イタリアとドイツを除き 2%を超えているものの、9 月に比べ低下基調にある。なお、ECB の注視しいているコア CPI（エネルギー及び食品を除く）、10 月時点で、131%と 9 月の 1.1%に対して若干上昇しているものの、期待インフレ率との関係からすると、景気はそれほど過熱しているとは言えない状況と思われる。（グラフ 9）。

グラフ 7:ユーロ圏の期待インフレ率

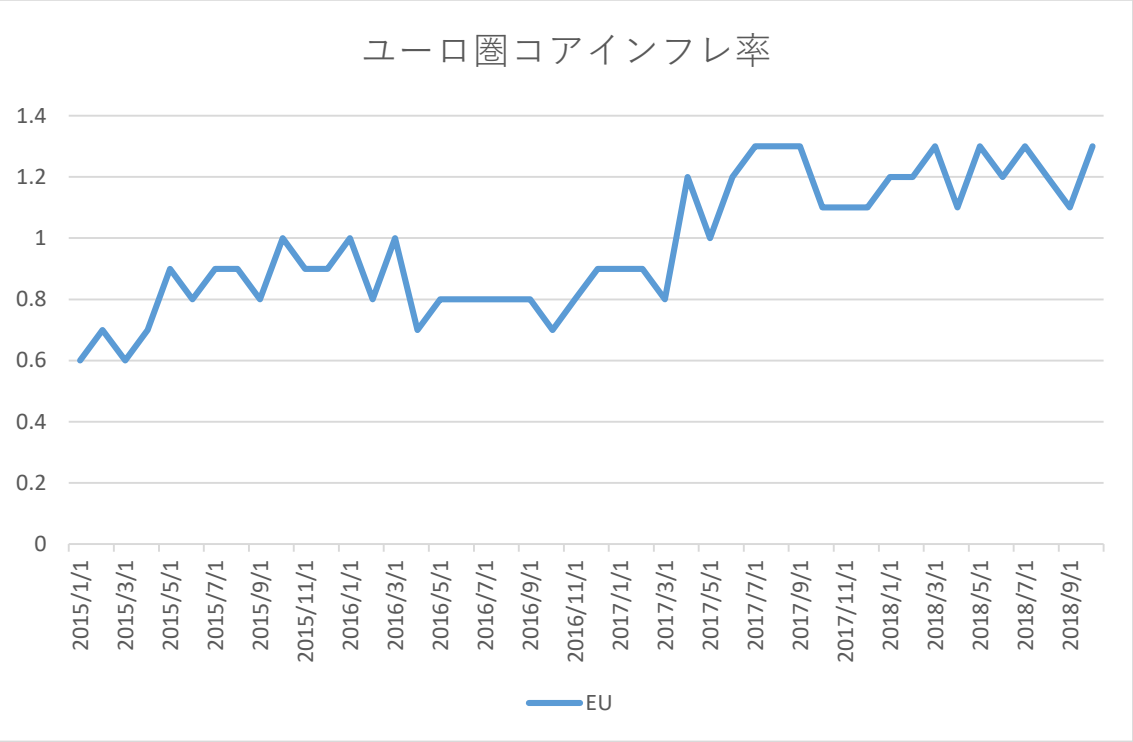
出典:bloomberg

グラフ 8:ユーロ圏の主要国のインフレ率



出典:bloomberg

グラフ 9：ユーロ圏のコア CPI



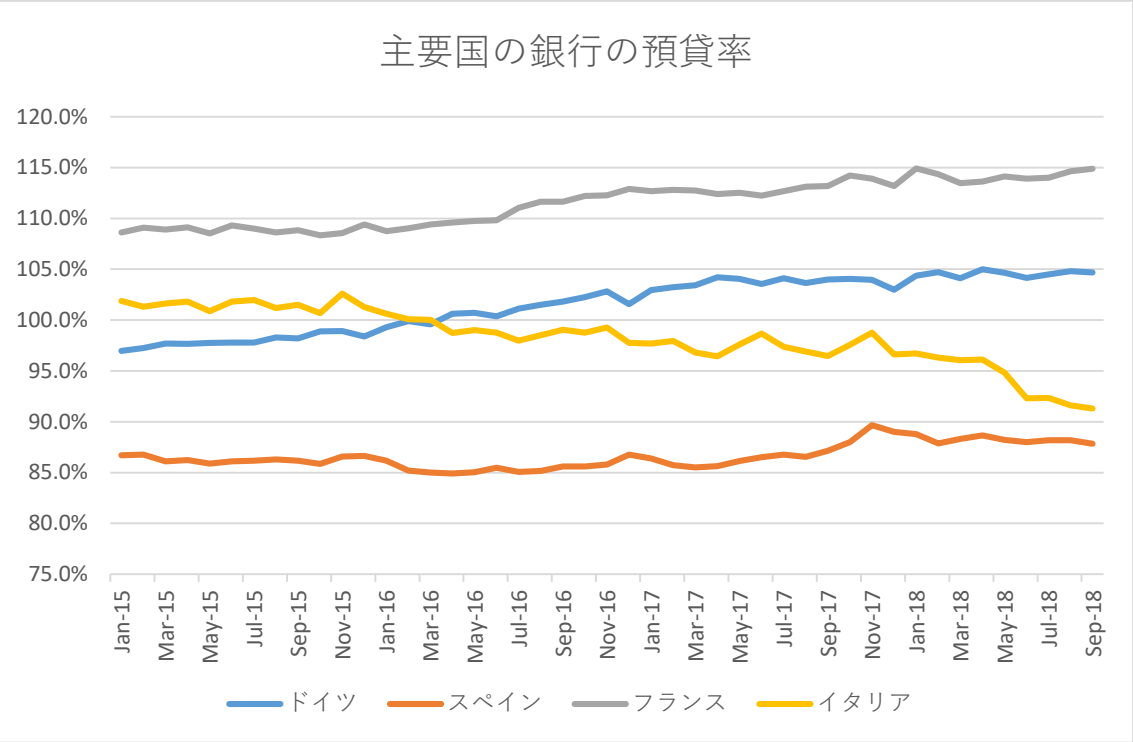
出典：ECB

グラフ 10：ユーロ円の推移

出典：bloomberg

4. その他

グラフ 11：ユーロ圏の主要国の預貸率



出典：ECB 資料より当社作成

ユーロ圏の銀行貸し出しを見るとドイツ、フランスは、預貸率が 100%を超えているうえに、預貸率が上昇傾向を示しており、資金需要が強いことが分かる。同様に、スペインも預貸率は、85%程度で推移していたものが、90%近辺まで、上昇しその傾向が継続している。一方、イタリアは、低下傾向が継続しており、資金需要が低下している点が分かる。ただし、イタリアの預貸率はスペインより高く、91.3%となっており、銀行自体の資金は逼迫している状況である。（グラフ 11）

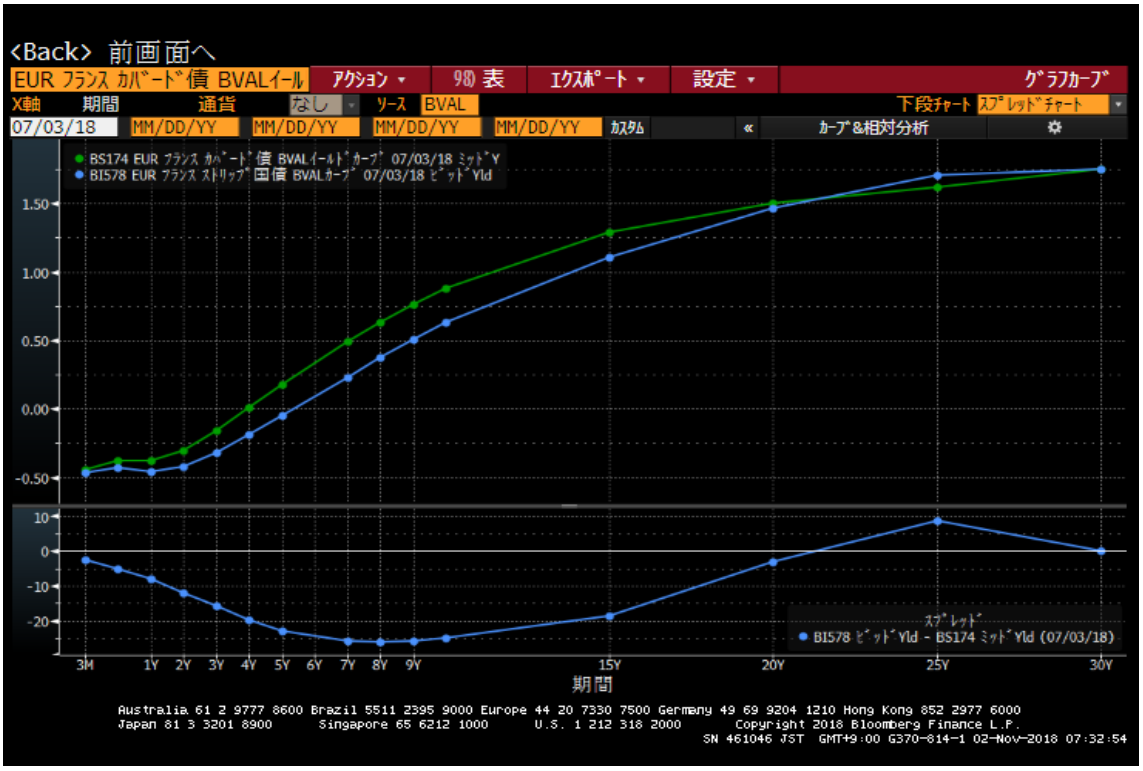
一方、銀行の優先有担保付社債であるカバードボンド[2]の利回りは、フランスは、ほぼ国債金利と同程度の金利水準となっており、中期ゾーンで、30b.p.程高い金利となっている（グラフ 12）。スペインは、カバードボンドの金利が、残存満期 6 年以降、国債金利を下回っており、その差は、最高で、50b.p.程度となっている（グラフ 13）。スペインの残存満期 10 年程度のカバードボンドの金利は、1.25%程度であり、比較的低い金利での調達が可能となっている。フランスは、預貸率が 100%を超えていることもあり、短期ゾーンから中長期ゾーンまで、格付けの低い国債金利を上回った金利水準となっていることから、カバードボンドでの調達を積極的に行っていることがうかがえる。イタリアに関しては、国債金利とカバードボンドの金利が逆転しており、国債の金利上昇の影響を、大きく受けていない。イタリアの銀行は、カバードボンドの残存満期 10 年で、1.5%程度（国債は、3%程度の金利水準）での借り入れが可能となって

[2] カバードボンドは、住宅ローンや地方公共団体向けの貸付金を担保として発行する銀行の優先社債。ユーロ圏では、法律により銀行破綻時でも、投資家が保全されることとなっているため、銀行格付けより、3-5 ノッチ高い格付けで発行されている。

いる。

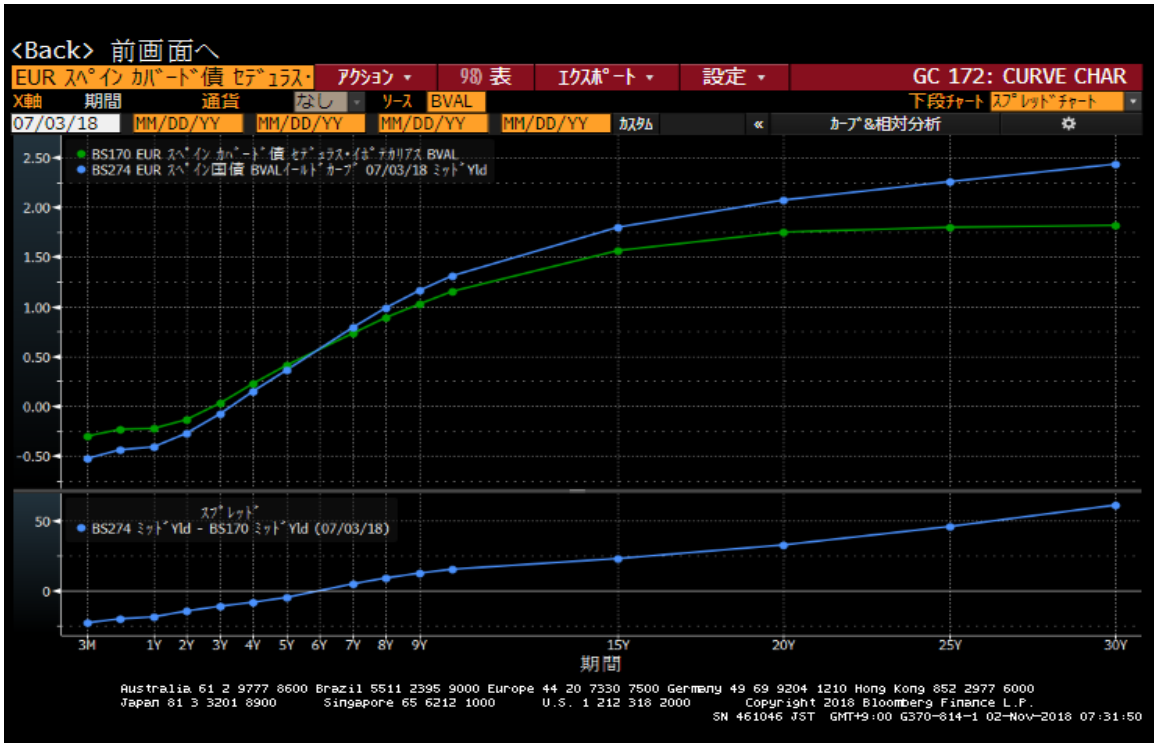
現状、イタリアの銀行が、国債金利の上昇の影響を受け、調達コストが上昇することで、景気悪化の懸念や、銀行自体の調達懸念を問題視している議論もあるが、カバードボンド金利の状況を見れば、当面、イタリアの銀行経営への懸念は少ないものと思われる。

グラフ 12：フランスの国債金利とカバードボンドの金利のイールドカーブ



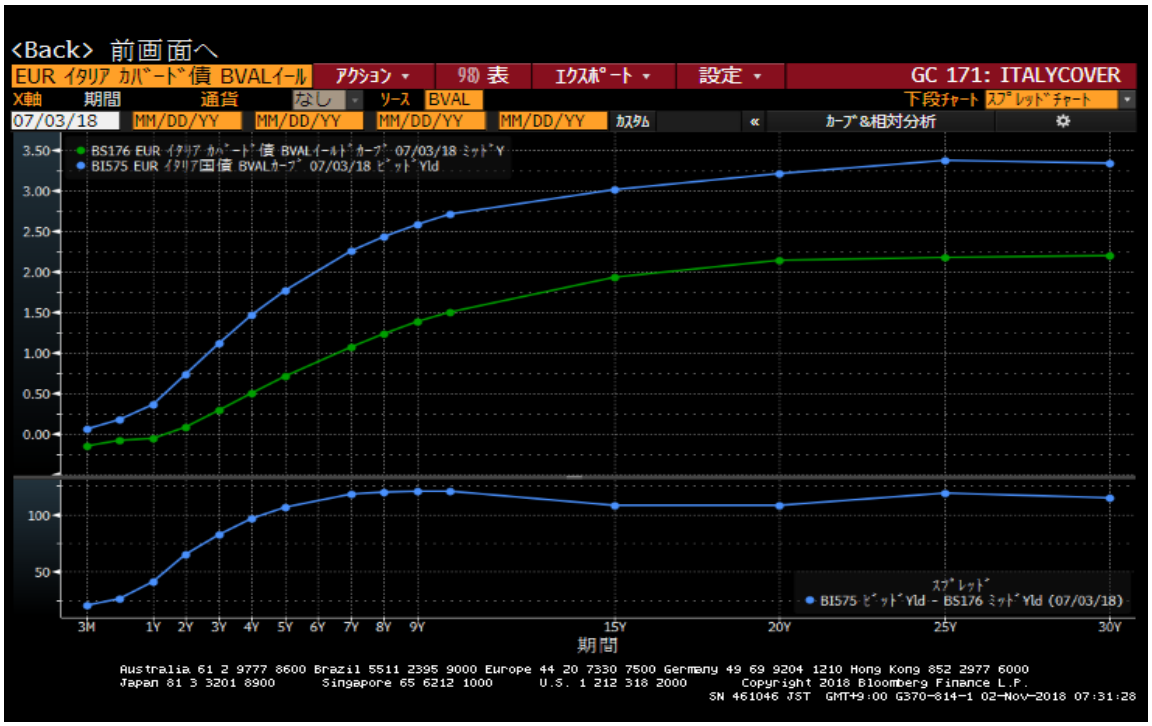
出典：Bloomberg

グラフ 13：スペインの国債金利とカバードボンドの金利のイールドカーブ



出典：Bloomberg

グラフ 14：イタリアの国債金利とカバードボンドの金利のイールドカーブ



出典：Bloomberg

以上

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になります。

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。