

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)

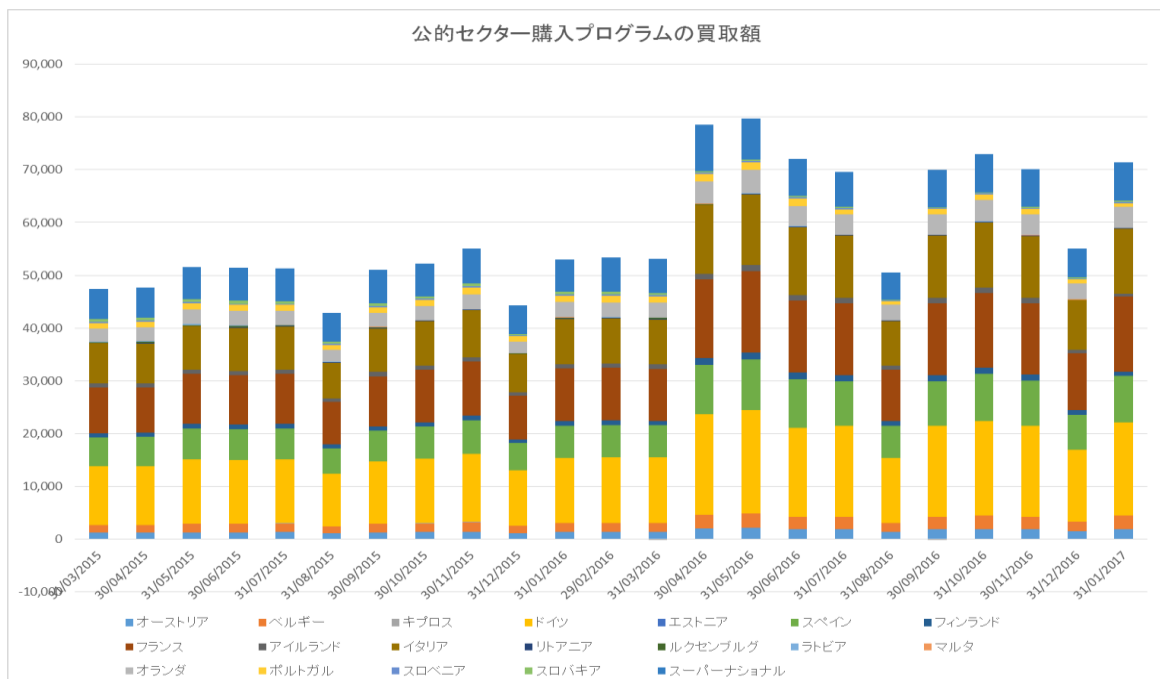
1. 購入額の推移

2015年3月に開始された APP の一部である PSPP は、2016年3月末まで APP の買い入れ限度額60億ユーロに合わせ、45億ユーロから55億ユーロで推移してきた。(グラフ1参照)

2016年4月以降 APP の購入上限が80億ユーロに設定されたため、それに応じて、80億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、12 月の買い入れが当初予定額を下回ったことで、1 月の買い取は、700 億ユーロが購入されている。

グラフ1



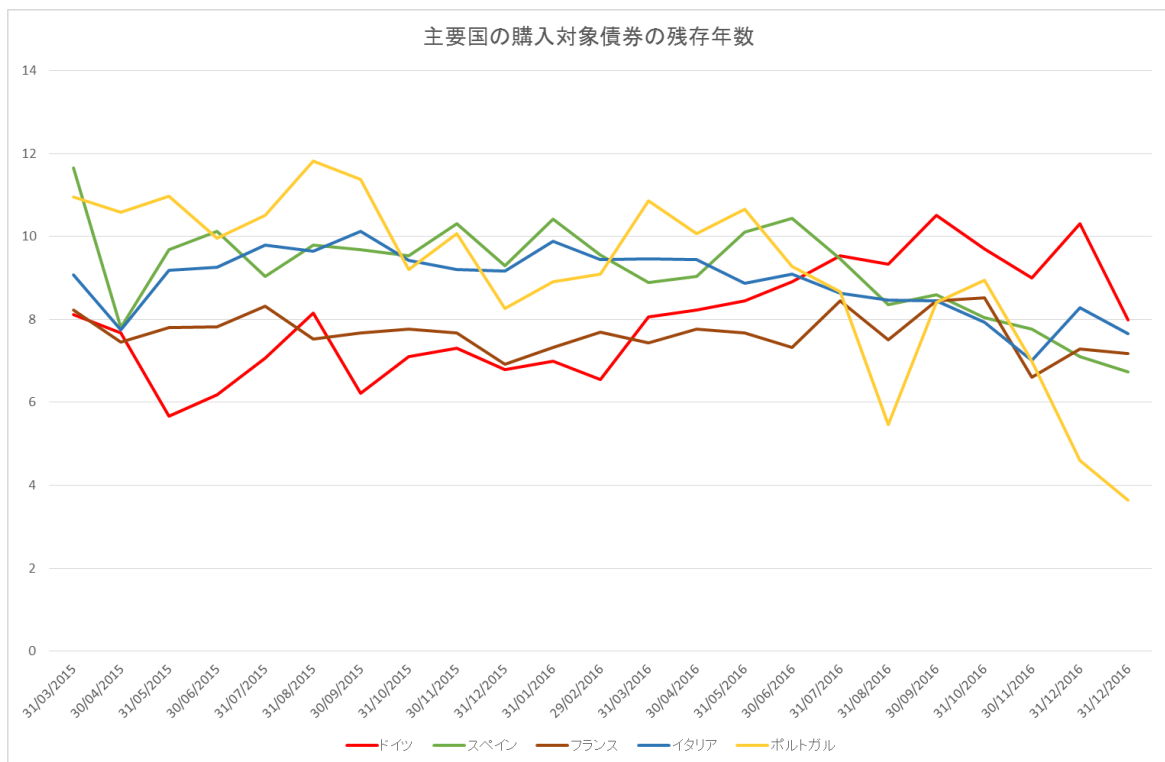
ECB の資料より、当社作成

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月に関して、主要国の残存満期の短縮化がみられた。

グラフ3にある通り、イールドカーブの形状は、前回12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2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ながら、安定している。一方、PSPPの効果か、10年以下の金利が直近の方が下がっていることが見受けられる。)

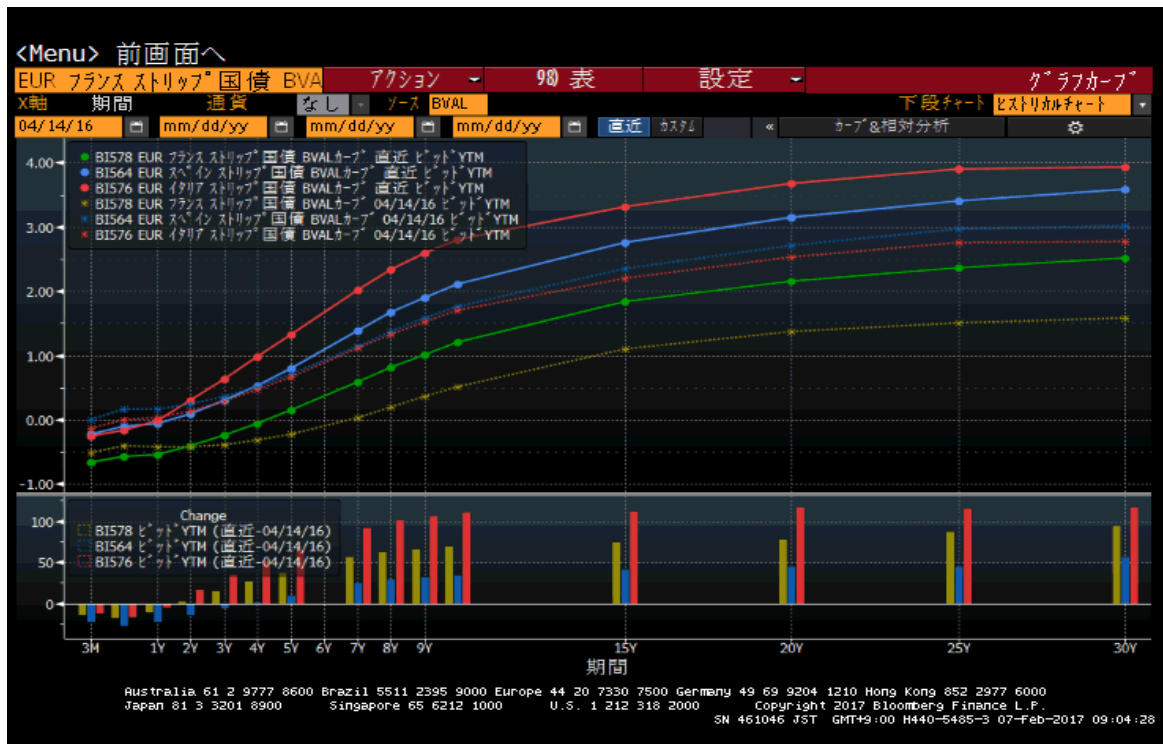
グラフ2



ECB 資料より、当社作成

このことから、1月時点では、PSPP の条件変更による著しい変化は見られない。

グラフ3



出典 : bloomberg

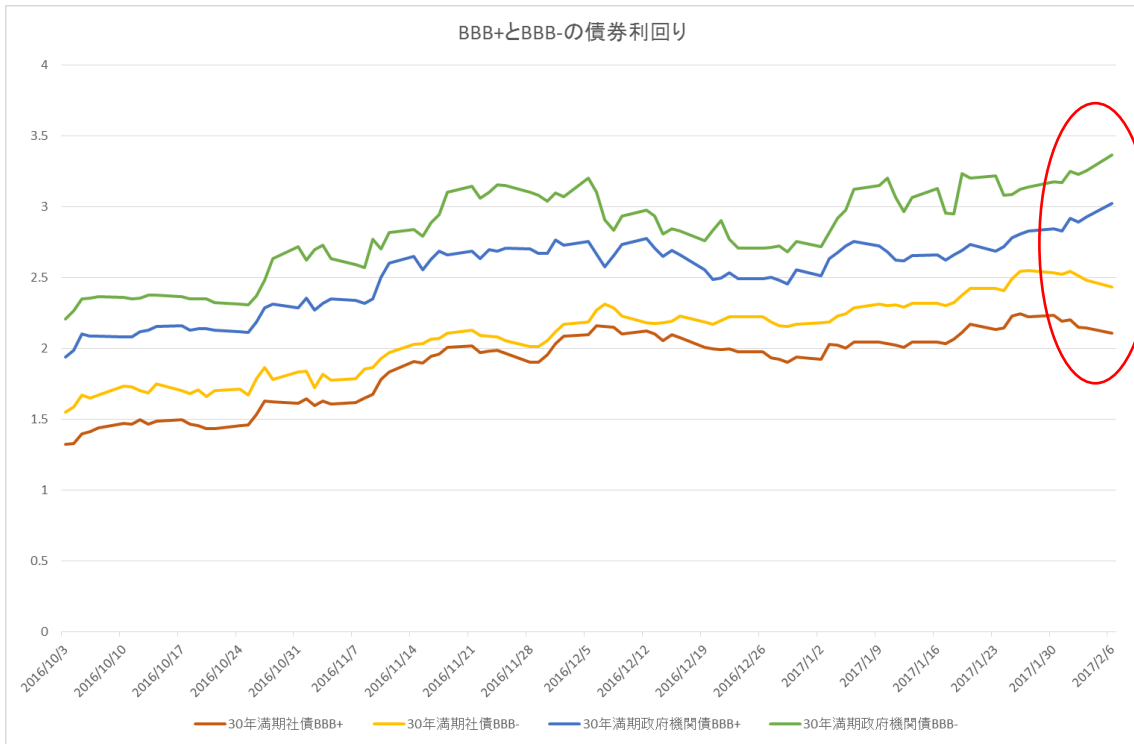
3. スペイン 30 年ストリップス国債とイタリア 30 年ストリップス国債の動向

スペイン国債は、S&P より、BBB+、イタリア国債は、同 BBB-の格付けを取得している。BBB+と BBB-の格付けの債券の利回りとして、ユーロ圏の政府機関債と民間企業の同格付けのインデックスが存在する。グラフ4は、この 2 種類のインデックスの推移を示したものである。この 2 つのインデックスを見ると、政府機関債の方が BBB+、BBB-ともに民間企業の同格付けの債券利回りより高い水準で推移している。また、政府機関債の方が、ボラティリティが高く、BBB+と BBB-の差も広がっている点が見て取れる。

グラフの赤い丸で囲んだ部分を見ると、1 月 27 日¹以降、民間企業の債券利回りと政府機関債の利回りの傾向が異なった動きをしていることがわかる。民間企業の債券利回りが低下傾向を示しているのに対し、政府機関債の利回りは上昇傾向を示している。これは、欧州の政治不安要因を織り込んだ影響と考えられる。政府機関債に対して民間企業債の方が政治的な混乱に対し耐性が強いとの思惑から、このような動きが起こっているのではないと思われる。

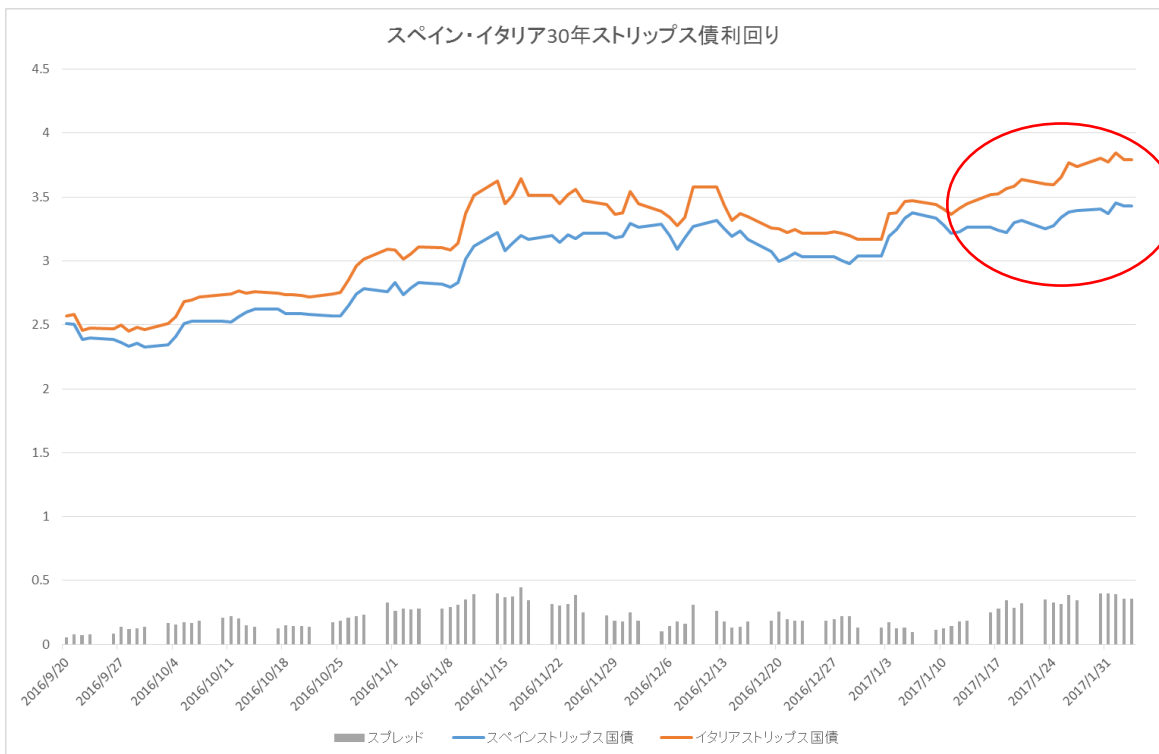
¹ 1/27 には、ギリシャの救済策に関して調整が不調に終わったこととフランスの大統領選挙でルペンが有利になっているとのニュースが出ている。

グラフ4



Bloomberg より当社作成

グラフ5



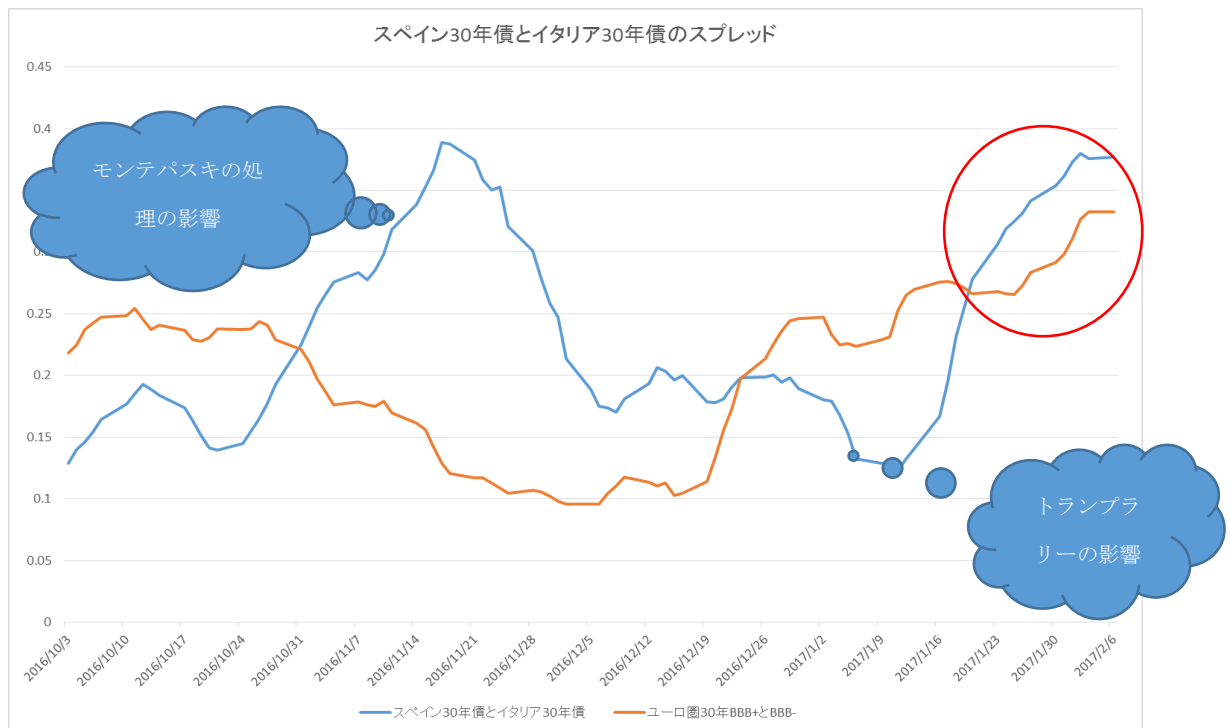
Bloomberg より当社作成

では、同じ格付けを有する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利回りはどうなっているのかを見ることとする。グラフ5に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が示されている。これを見ると1月に入って以降急激に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)。グラフ4の同じ格付けの同じ年限のインデックスの動きに比べても、スプレッド格差が大きくなっている。一方、利回り自体は、BBBの30年満期の政府機関債ほどの影響は受けていない。

格付けの格差が信用力の格差としてスプレッドに適切に反映されているとしたら、スペインとイタリアのスプレッド差は、同じ通貨、同年限、同格付けの他の債券スプレッドと同じような動きをしているはずである。スプレッドは、クレジットの信用不安が拡大すれば(リスクオフ)、大きくなるし、逆に信用不安が少なくなれば(リスクオン)、縮小する。クレジットの動きだけを取り出すのは難しいが、グラフ4で見たように政府機関債のスプレッドはボラティリティが高く、クレジットの要因に害の要因がスプレッド内に入っている可能性が高い。一方、民間企業のインデックスは、ボラティリティが、政府機関債のものに比べ少なく、クレジット要因以外のものは少ないものと考えられる。

グラフ6は、民間企業の30年債のBBB+とBBB-の格付け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)の推移を見たものである。2016年末には、スペイン国債とイタリア国債のスプレッド差が、オレンジのライン対比著しく上昇しているが、これは、イタリアの銀行であるモンテパスキの処理に関する問題が発生したために発生している。また、2016年12

グラフ6



Bloomberg より当社作成

月 20 日以降、米国大統領選挙の結果を受け、両国のスプレッド差が、オレンジのライン対比低下している。

さらに、2017 年 1 月 20 日以降、スプレッド差が、オレンジのラインを上回る状況となっている(グラフの赤い丸で囲った部分)。現状のスプレッドの拡大は、スペインとイタリアのクレジット差というよりは、欧州の政治要因、イタリアの金融不安によるものと思われる。民間企業のスプレッドも欧州の政治要因を加味して、1 月以降若干拡大傾向を示しているものの、スペインとイタリアのスプレッド格差は、政府機関債同様、過剰に反応しているように思われる。

4. まとめ

今月以降、ECB の PSPP に関しては、新たな基準が導入されたものの、1 月に関しては、大きな変化は見られない。欧州に関しては、イタリアに見られるように、銀行の不良債権問題が尾を引いており、政治的な要因と共に、金融に課題を有する国に関して、利回りが上昇している。

欧州中央銀行の副総裁は、スピーチ²で、欧州の不良債権処理の重要性とその対処策としての国の管理に基づく資産管理会社の設立と政府による資金繰り保証、証券化の活用といった対処策を今後考えていく旨発言しており、金融に関する課題は今後解消に向かう可能性

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170203.en.html>



がある。

このような状況下、イタリアとスペイン国債に見られるような行き過ぎたスプレッド差は、今後徐々に解消に向かうのではないかと考えている。

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はありません。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。