

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

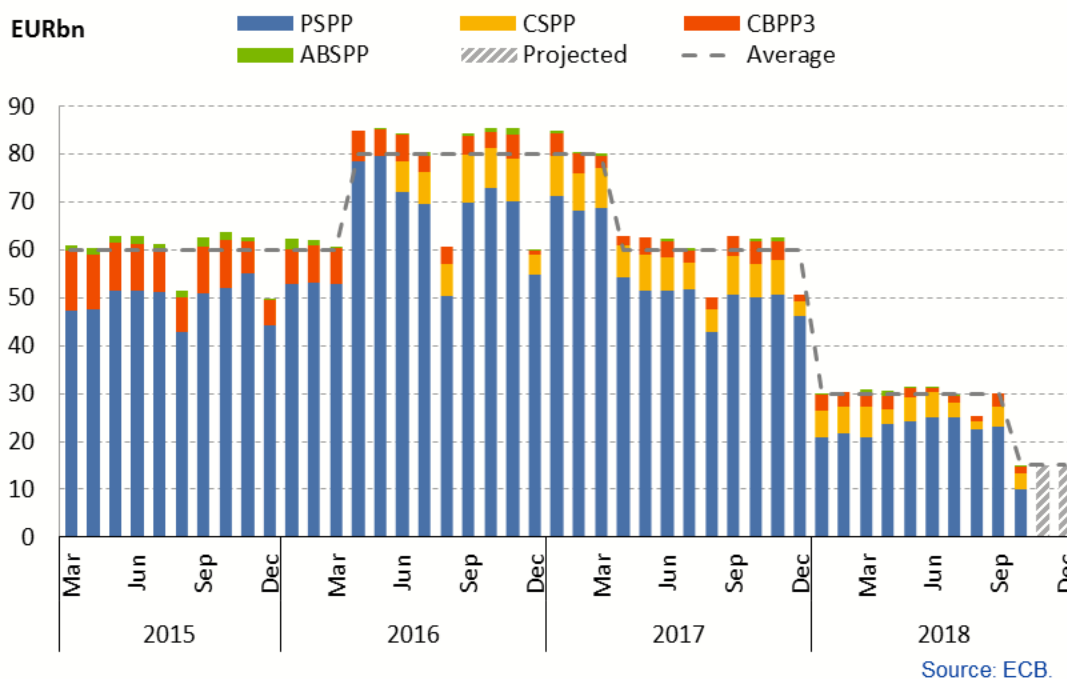
ECB は、2018 年 6 月に以下を決定

- ✓ 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

APP monthly net purchases, by programme

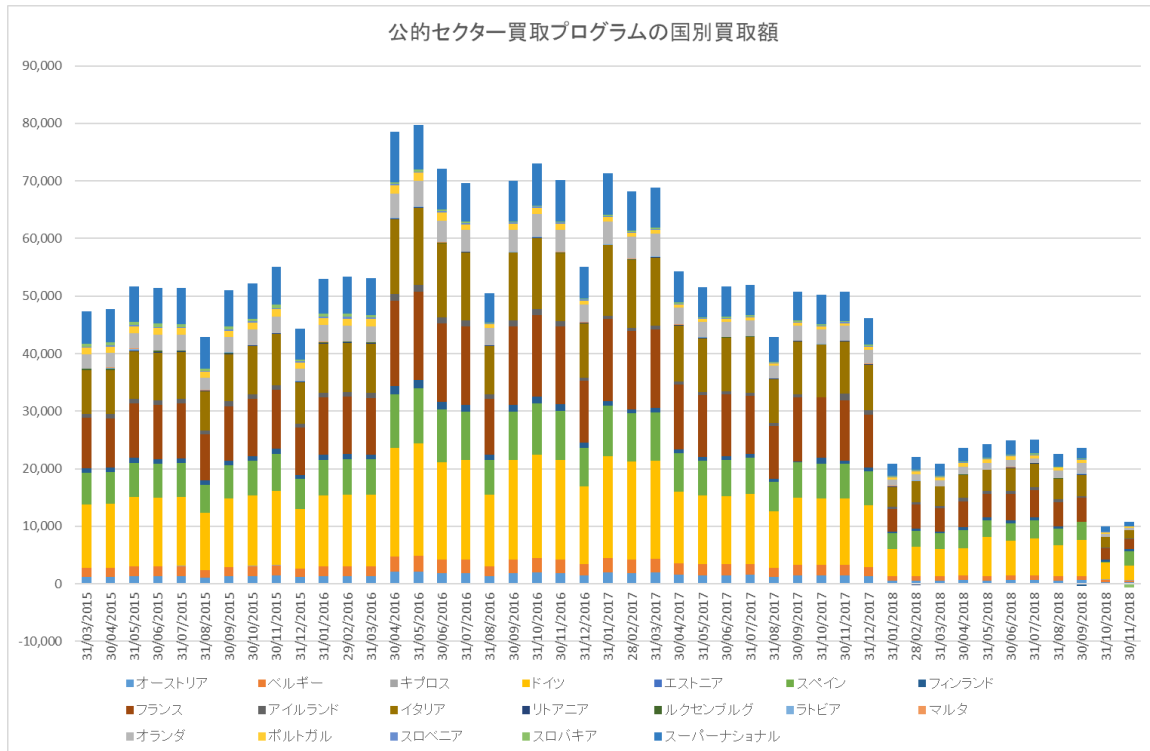


ECB は、6 月の政策決定会議の予定通り、11 月の買い取り額は、153 億ユーロとなり、前月とほぼ同水準となった。そのうち、公的セクターの購入額は、101 億 22 百万ユーロとなった (グラフ 2 参照)。

なお、ECB は、3 日に、5 年ごとに行う定例の欧州格国の出資比率を見直し、来年 1 月に発効することを発表した。この見直しで、イタリア、スペイン、ギリシャなどの 12 か国の ECB 出資比率は低下する一方、ドイツやフランス、オーストリアなど 16 か国は上昇する。来年以降、

ECB は、償還された国債の金額分を、再度購入するが、出資比率のこの取引への影響は限界的なものと思われる。

## グラフ 2

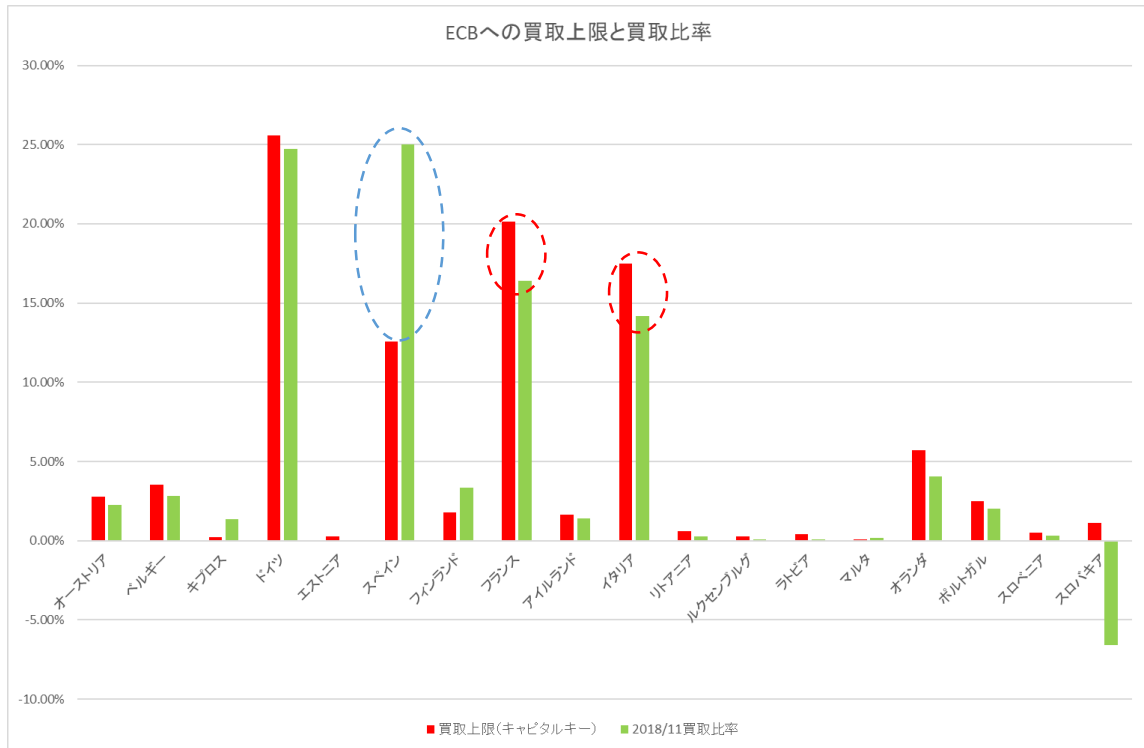


ECB の資料より、当社作成

グラフ 3 は、ECB の APP の各国の買取上限<sup>1</sup>と直近の国別購入比率を比較したもののだが、特徴的なのは、フランス、イタリアが、買取上限を大幅に下回って買い取っているのに対し、スペインに関しては、著しく買取額が上回っている点である。これは、前月に逆の動きがあったため、その調整と思われる。

<sup>1</sup>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

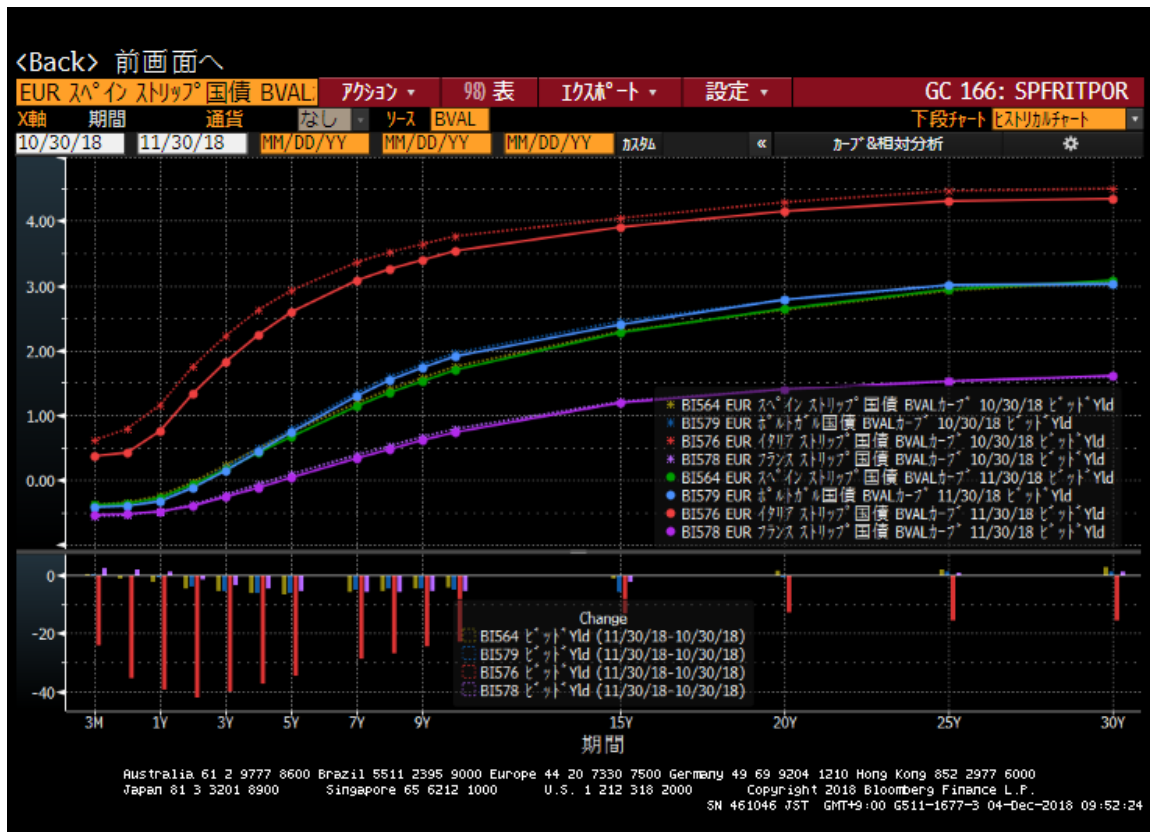
## 2. 主要国の債券の金利の状況

イールドカーブの水準は、イタリアは、イールドカーブ全体の低下がみられるが、その他は、前月とほぼ変化がない状況(グラフ 4 参照)。

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・Moody's/Fitch、BBB-/Ba1/BBB、イタリア(ブルー) : S&P/Moody's/Fitch、BBB/Baa2/BBB、スペイン(赤) : S&P/Moody's/Fitch、A-/Baa2/A-、フランス(グレー) : S&P/Moody's/Fitch、AA/Aa2/AA)、イタリア国債は、11 月に入り、金利が下落してきているものの、依然、絶対金利水準は格付とは異なる水準で維持している。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)



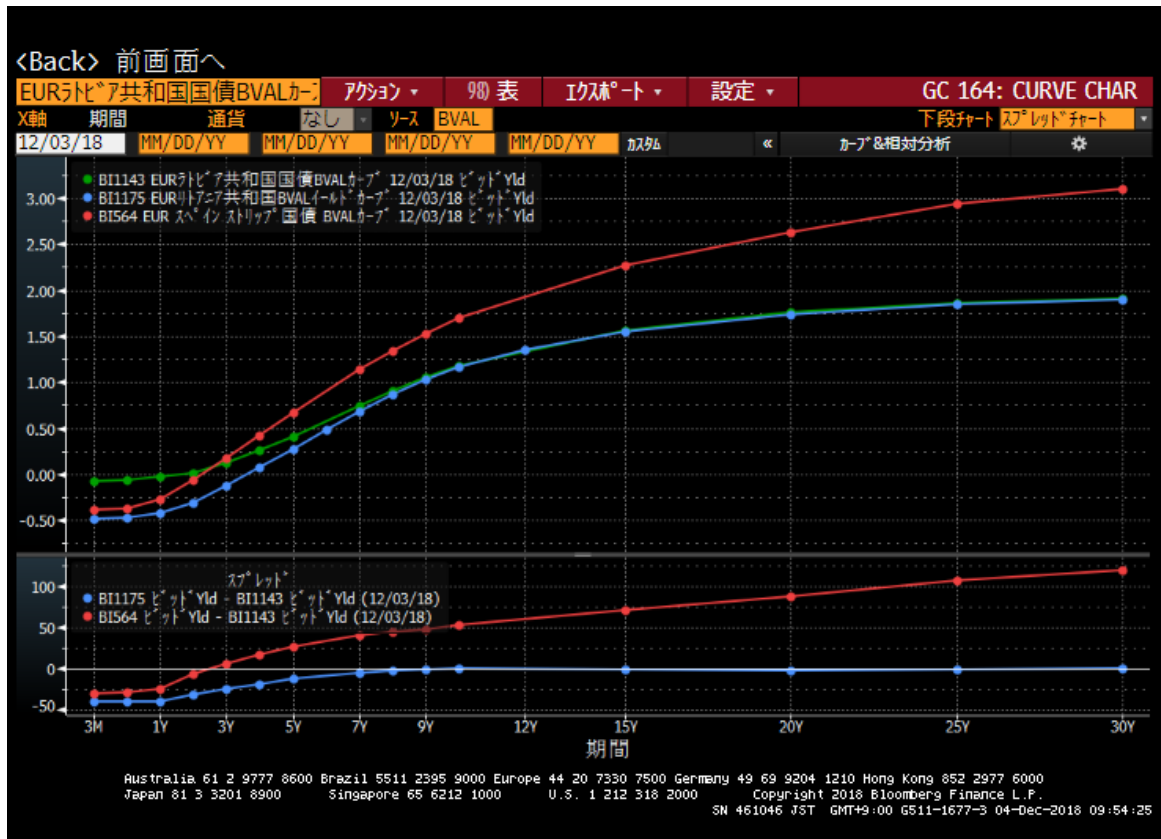
出典: bloomberg

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

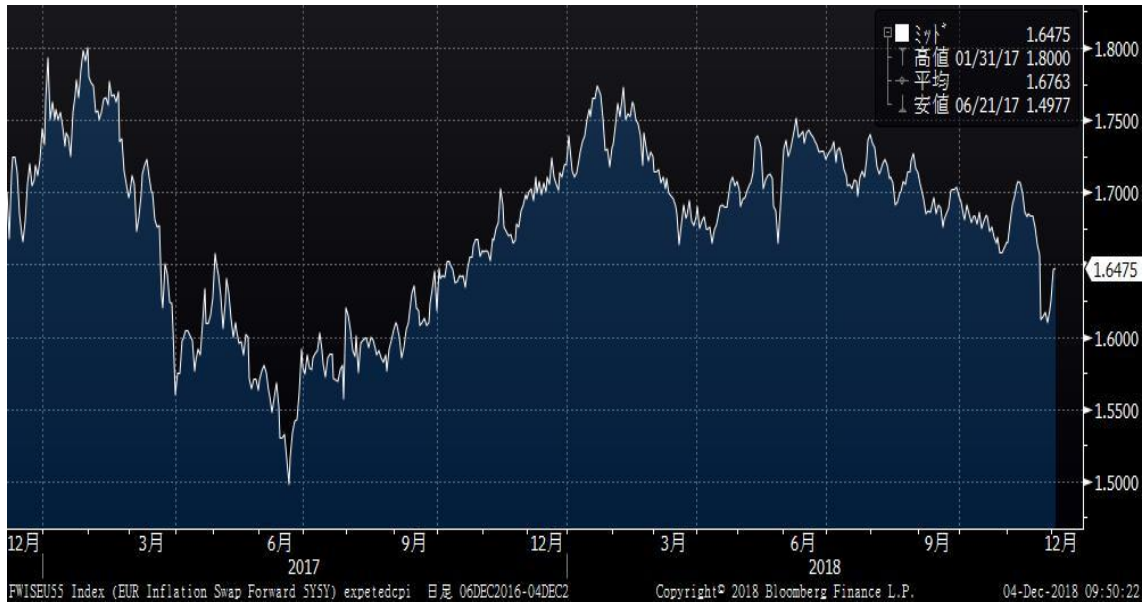


出典: bloomberg

### 3. ユーロ圏のインフレ率

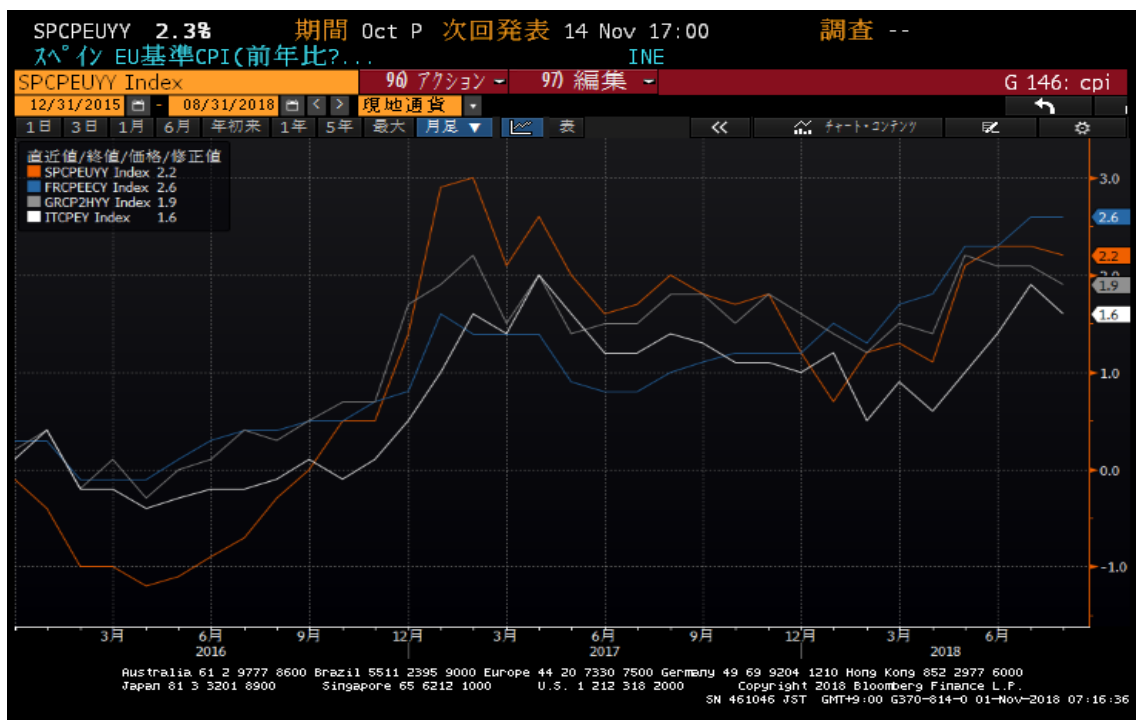
ユーロ圏のインフレ率は、ECBによる11月の予想で、2.0%となり、10月の2.2%に続き、2%を超える水準となっている。期待インフレ率は、前月(1.666%)より若干低下し、1.647%と継続して低下傾向になっている(グラフ7)。また、グラフ8はユーロ圏の主要国(スペイン:オレンジ、ドイツ:グレー、イタリア:白、フランス:青)のインフレ率を示しているが、各国のインフレ率は、イタリアとドイツを除き2%を超えているものの、10月に比べ低下基調にある。なお、ECBの注視しているコアCPI(エネルギー及び食品を除く)、11月時点で、1.1%と10月の1.2%に対して若干低下している。(グラフ9)。

グラフ 7: ユーロ圏の期待インフレ率



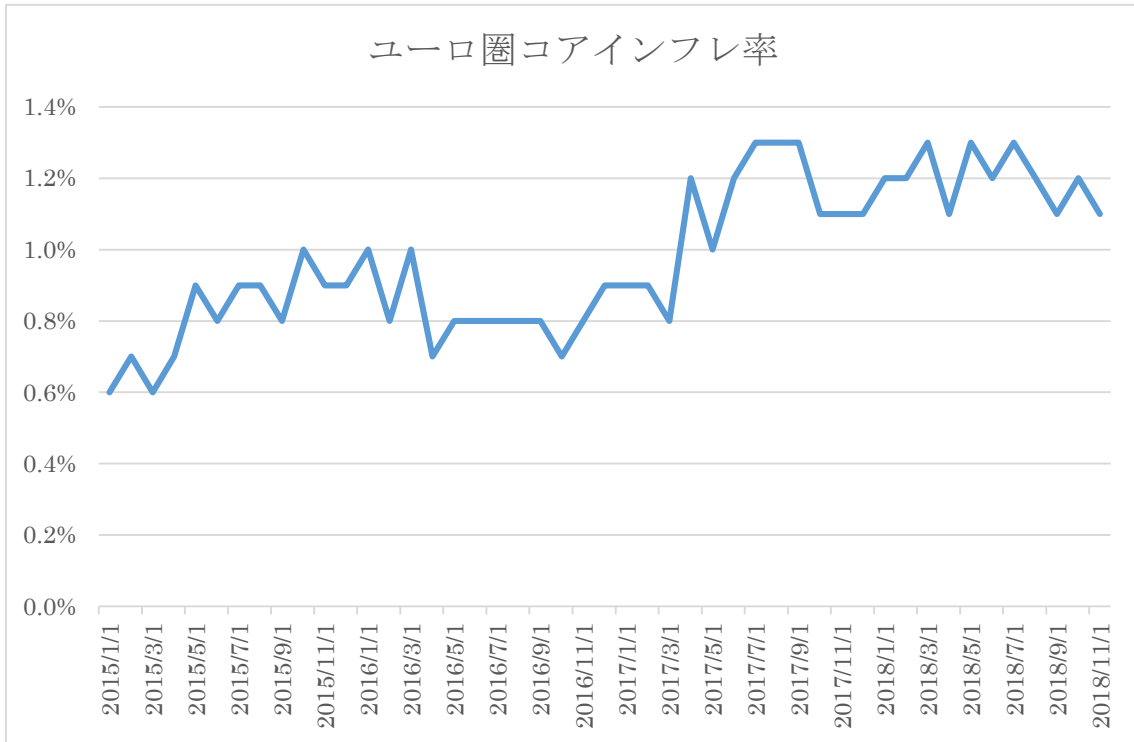
出典: bloomberg

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(ECB の出口戦略)

先月 19 日に来日したフラン中央銀行総裁は、  
『ユーロ圏の経済は、潜在成長率は引き続き上昇しており、経済は現状安定している。QE の



新規買取は、今月 12 月に終了するものの、償還されえた国債の金額に応じた買取(ロールオーバー)は、引き続き行っていくことになり、少なくとも 3 年程度は継続されるであろう。また、流動性に関しては、2016 年に実施した TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation: 貸出条件付き長期資金供給オペ)2 の満期が、2020 年 6 月以降順次始まるため、正常化のテンポの調整弁として TLTRO の活用を考えている。現状は、異常な金融政策を正常な政策へ戻す過程ととらえている。』

との講演をおこなっており、このことから、インフレ率や Brexit 等の動きを見ながら、QE 終了後も柔軟な対応を取るものと思われる。特に、強調していた TLTRO は、国債への銀行による投資を制限するものであり、国債市場の安定には、直接は寄与しないものの、長期資金を銀行に貸し付け、銀行経由市場に資金供給を続けることで、実体経済及び金融市場のクッションとして機能するものであり、これらを必要に応じて活用していくものと思われ、QE の終了による、経済金融市場への影響は、限定的になるものと考えている。

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。