

Europe Trends

発表日: 2020年6月3日(水)

PEPPの全貌が明かされる

～意外に少ないイタリア国債の購入額～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

◇ 3月に開始したパンデミック緊急資産買い入れ (PEPP) の内訳が初めて公表され、国債が約8割と最も多く、新たに買い入れ対象に追加されたコマーシャル・ペーパー (CP) が15%と続く。CPの8割、社債の6割が発行市場での買い入れ。流動性供給オペの強化策などと合わせ、ECBが企業の資金繰りを強力に支援している。国債購入の内訳は、イタリアが国債全体の22%の374億ユーロ。資本金構成比が示唆する買い入れ割合 (17%) を上回るが、思ったよりも少額にとどまった。このままの買い入れペースを続ければ、10月中には7500億ユーロの買い入れ枠が枯渇する。4日のECB理事会では、買い入れ枠の増額が決定される公算が大きい。

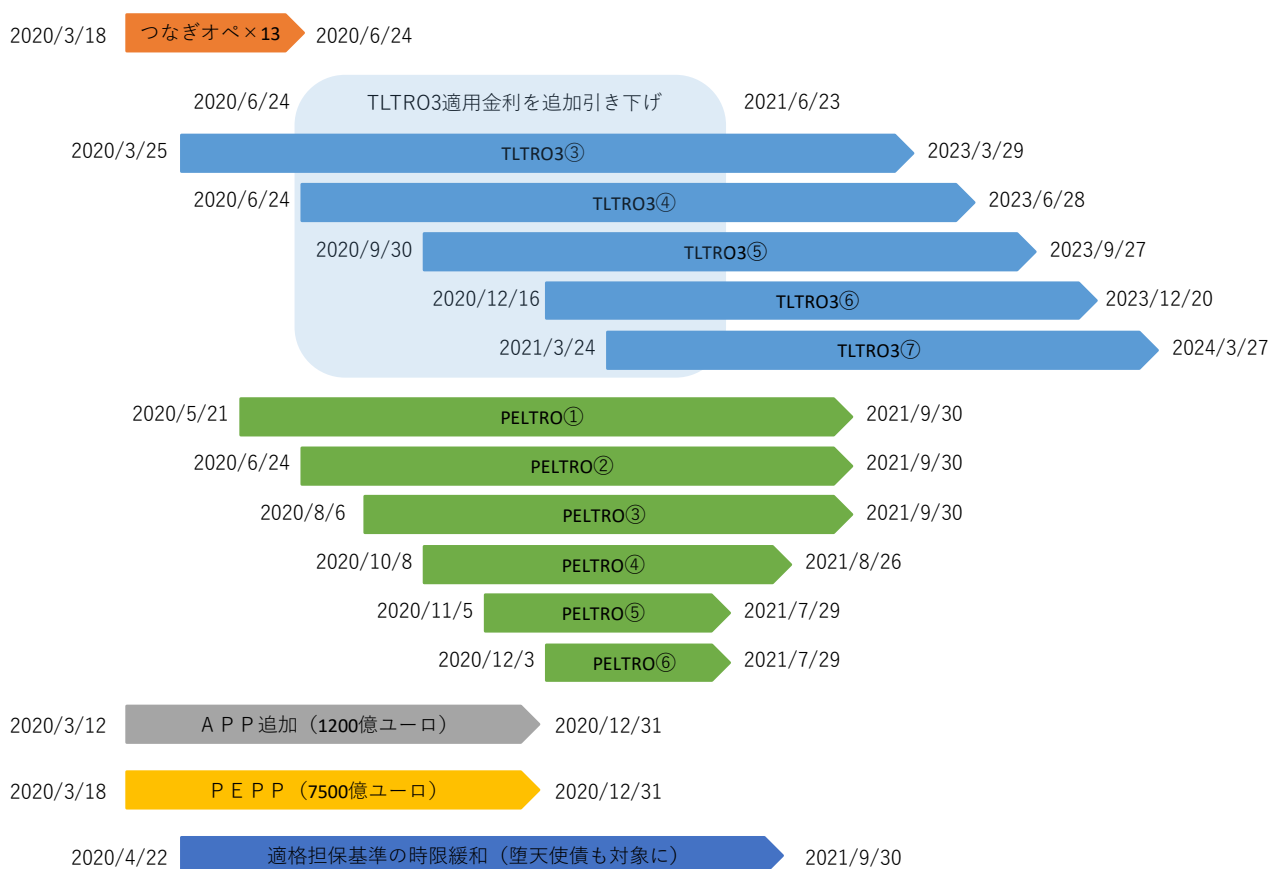
ECBは2日、コロナ危機対応の一環で3月下旬に開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム (PEPP) の内訳を初めて公表した。今後2ヵ月毎に公表される。PEPPでは従来の資産買い入れプログラム (APP) で対象外のコマーシャル・ペーパー (CP) と、格付け要件を満たさなかったギリシャ国債も購入対象となる。3～5月の資産別内訳は、国債・機関債が79.5%で最も多く、新たに加わったCPが15.1%とこれに次ぐ割合 (図表1)。発行市場・流通市場の内訳では、CPが全体の81.2%を、社債が全体の62.4%を発行市場が占める。貸出条件つき長期資金供給オペ第3弾 (TLTRO3) の利用条件緩和 (金利の優遇幅拡大、優遇金利の適用条件緩和)、パンデミック緊急長期資金供給オペ (PELTRO) の追加実施、資金供給オペの差出担保条件の緩和 (危機後にジャンク債に転落した債券も担保として受け入れ) と合わせ、ECBが企業の資金繰りを強力にバックアップしている構図が浮かび上がる (図表2)。なお、国債・EU機関債については、EU条約が財政ファイナンスを禁止しているため、発行市場では購入していない。

(図表1) ECBのパンデミック緊急資産買い入れの資産別構成比

	合計 億ユーロ	構成比 %	うち発行市場 億ユーロ	占める割合 %	うち流通市場 億ユーロ	占める割合 %
国債 + EU機関債	1,866	79.5	0	0.0	1,866	100.0
国債	1,727	73.6	0	0.0	1,727	100.0
EU機関債	139	5.9	0	0.0	139	100.0
社債	106	4.5	66	62.4	40	37.6
コマーシャル・ペーパー	354	15.1	287	81.2	66	18.8
カバード・ボンド	21	0.9	4	20.0	17	80.0
ABS	0	0.0	0	—	0	—
合計	2,347	100.0	358	15.2	1,989	84.8

出所: 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) E C B のコロナ危機対応策



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

3～5月のPEPPを通じた国債買い入れの国別内訳は、ドイツが467.5億ユーロで全体の27.1%で最多、イタリアの374億ユーロ(21.6%)、フランスの236億ユーロ(13.7%)、スペインの224億ユーロ(13.0%)と続く(図表3)。新たに対象に加わったギリシャは47億ユーロ(2.7%)。債務返済能力の悪化が不安視され、国債利回りに上昇圧力が高まったイタリア国債の購入割合は意外に少額にとどまった。PEPPの国債購入割合は、従来のA P P同様にE C Bの資本金構成比(キャピタルキー)とするが、購入のタイミングや対象年限は柔軟に運営し、1債券・1発行体当たりの自主的な買い入れ上限(33%ルール)の計算から除外する。3～5月段階で資本金構成比からの上方乖離が大きいのは、イタリア(+4.65%ポイント上振れ)、スペイン(同+1.04%ポイント)、ドイツ(同+0.71%ポイント)など。フランス(▲6.77%ポイント)は逆に下方乖離が大きい。

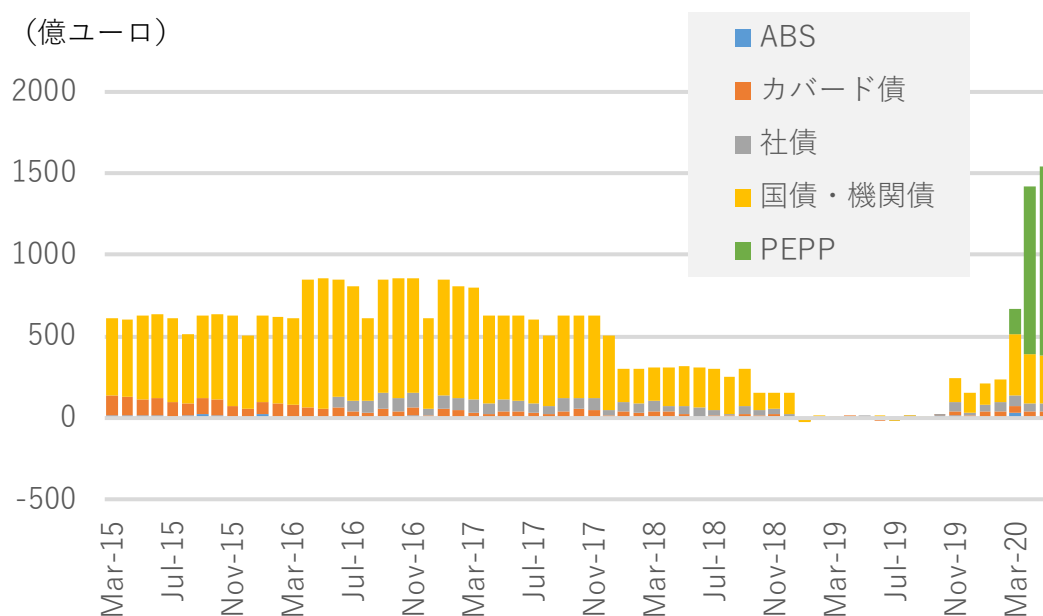
PEPP全体では5月の月間購入額が1159億ドルと、4月の1034億ドルをやや上回るペースでの買い入れが続いている(図表4)。週次ベースでは5月29日に終わる週の買い入れ額が228億ユーロと、過去3週平均の310億ユーロからややペースダウンした(図表5)。このままの買い入れペースを続けると、10月中には7500億ユーロの買い入れ枠が枯渇する(図表6)。4日に予定されるE C B理事会でPEPPの買い入れ枠の増加が決定される可能性が高い。

(図表3) ECBのパンデミック緊急資産買い入れの国別購入割合と買い入れ枠の消化率

	買い入れ額 億ユーロ	買い入れ構成比 %	資本金構成比 %	乖離 %ポイント	買い入れ枠 億ユーロ	枠消化率 %	枠残高 億ユーロ	残高÷実績 倍
オーストリア	49.1	2.85	2.93	-0.08	164.6	29.8	115.5	2.4
ベルギー	64.6	3.74	3.64	0.10	204.9	31.5	140.3	2.2
キプロス	4.8	0.28	0.22	0.06	12.1	39.7	7.3	1.5
ドイツ	467.5	27.07	26.36	0.71	1,482.8	31.5	1,015.3	2.2
エストニア	0.0	0.00	0.28	-0.28	15.8	0.0	15.8	—
スペイン	223.9	12.97	11.92	1.04	670.8	33.4	446.8	2.0
フィンランド	32.3	1.87	1.84	0.03	103.3	31.3	71.0	2.2
フランス	235.8	13.65	20.42	-6.77	1,148.9	20.5	913.1	3.9
ギリシャ	46.9	2.72	2.47	0.24	139.1	33.7	92.2	2.0
アイルランド	30.0	1.74	1.69	0.04	95.3	31.5	65.3	2.2
イタリア	373.7	21.64	16.99	4.65	955.6	39.1	582.0	1.6
リトアニア	10.5	0.61	0.58	0.03	32.6	32.3	22.0	2.1
ルクセンブルク	4.6	0.27	0.33	-0.06	18.5	24.8	13.9	3.0
ラトビア	4.0	0.23	0.39	-0.16	21.9	18.1	18.0	4.5
マルタ	1.2	0.07	0.10	-0.03	5.9	20.8	4.7	3.8
オランダ	103.9	6.02	5.86	0.16	329.6	31.5	225.8	2.2
ポルトガル	41.5	2.40	2.34	0.06	131.7	31.5	90.2	2.2
スロベニア	9.4	0.54	0.48	0.06	27.1	34.6	17.7	1.9
スロバキア	23.0	1.33	1.15	0.19	64.4	35.8	41.4	1.8
国債計	1726.7	100.00	100.00	—	5,625.0	30.7	3,898.3	2.3
E U機関債	139.4							
総計	1866.0							

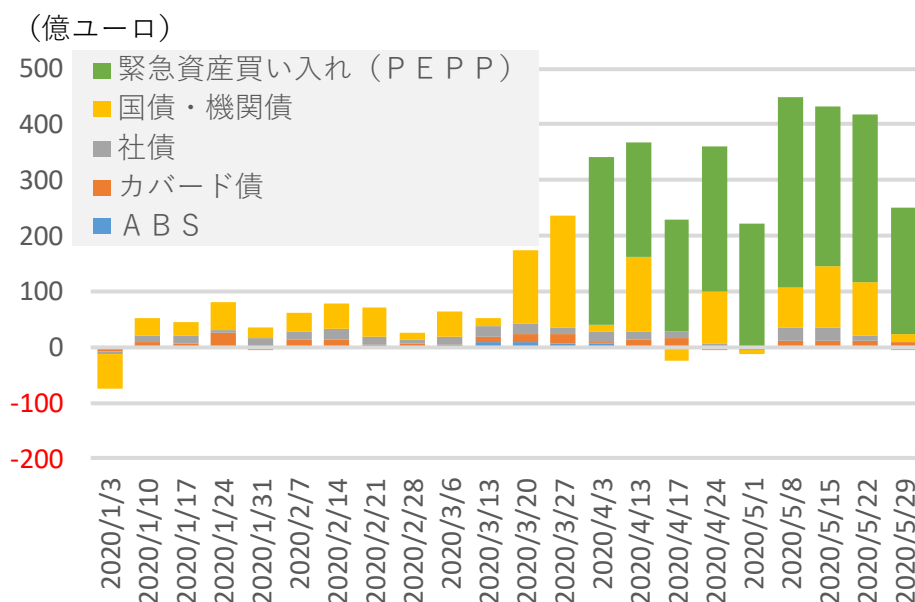
注：国債の買い入れ枠は3-5月実績の割合（73.6%）からやや比重が高まると想定し、7500×75%=5625とした
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) 欧州中央銀行の資産買い入れの月額推移



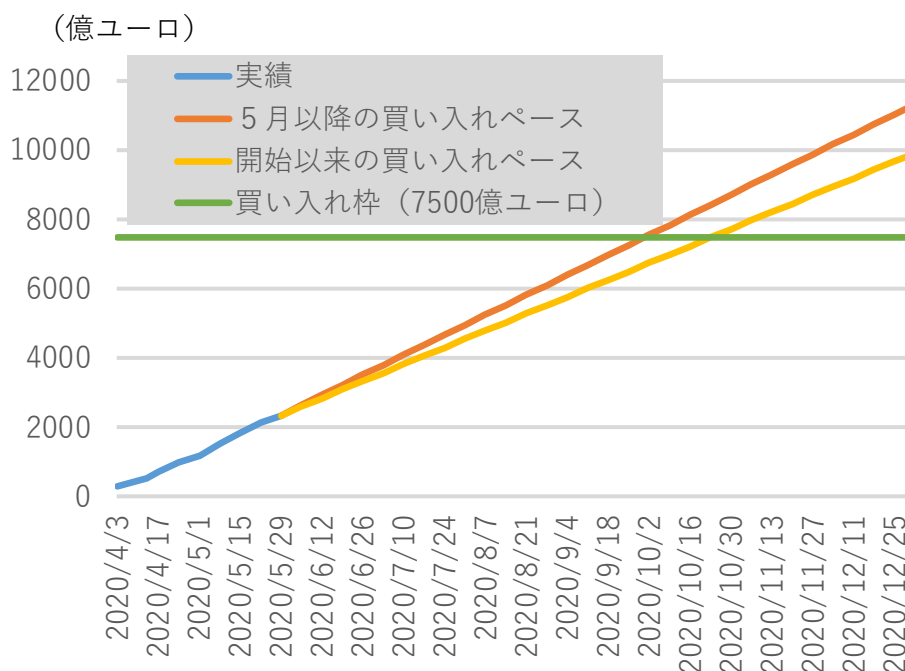
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表5) ECBの資産購入額の推移 (週次残高の前週差)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表6) ECBのパンデミック緊急資産買い入れの試算値



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

