



ユーロ圏国債は新時代をどう乗り切るか？



2020年6月30日

**ダレン・ウィリアムズ**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル・エコノミック・リサーチ・ディレクター**ジョン・テイラー**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
欧州債券運用 共同ヘッド 兼
グローバル債券マルチセクター ディレクター

新型コロナウイルスによって、世界は中央銀行が国債利回りをゼロ付近に抑制することで政府の資金調達を支援するという新しい時代へ突入した(以前の記事『[中央銀行の役割を変えた新型コロナウイルス](#)』ご参照)。いくつかの課題はあるものの、他の地域同様にユーロ圏でもこの動きは強力に遂行されると確信しており、ゆえにアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、イタリアやスペインなどのユーロ圏周縁国の債券市場に対しては引き続きポジティブに見ている。

財政政策と金融政策のハーモニーは欧州でも機能

この新時代においては金融政策と財政政策が「表裏一体」で結び付けられることとなる。しかし、欧州連合(EU)の複雑な政治・制度的構造を背景に、この調整が難航する可能性がある(以前の記事『[新型コロナウイルス:ユーロ圏の「団結」が試される時](#)』ご参照)。実際、ドイツが金融政策による政府の資金調達に強い反対姿勢を示していることから、一部の投資家は欧州中央銀行(ECB)による国債利回りの低位抑制政策に支障が出るのではないかと懸念している。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/how-will-european-government-bond-markets-navigate-the-new-era.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2020年6月15日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

2020年5月5日にドイツ連邦憲法裁判所(GFCC)がECBによる公的部門買入れプログラム(PSPP)はECBの権限・使命を逸脱し得るものだとの判決を下したことから、こうした懸念は顕在化したようだ。

当該判決はECBの行動の多くがドイツ国内で議論的となっていることを想起させるものであり、EU中枢に根付く緊張関係、特にEUと加盟国との間にある分権問題を浮き彫りにしている。

しかし、これらの動きによって、国債金利を低位で安定させるというECBの意欲やその実行能力が損なわれる可能性は低い。ECBの管轄権はGFCCではなく欧州司法裁判所(ECJ)にあり、ECJは既にPSPPは合法であるとの判決を下している([ECJのプレスリリース](#)(英語))。したがってGFCCの判決は、6月4日にECBが資産購入プログラムによる購入額を6,000億ユーロ増額した際の障害にはならなかった。

ただ、GFCCの判決が何も影響を及ぼさないかというところではない。ラガルドECB総裁は6月4日の記者会見

にて、ECBの対応はその目的に相応なものであり、決定に至る前に費用対効果を慎重に吟味した点を強調した。

GFCCによる判決は、物価安定の使命に基づいて、ECBが自身の行動をより明確に正当化することを迫るものでもある。ECBチーフエコノミストのフィリップ・レーン氏は6月5日のブログにて、ユーロ圏の加重平均国債利回りの重要性を指摘した([『Expanding the pandemic emergency purchase programme』](#)(英語))。ユーロ圏周縁国の国債利回りが上昇したことを主因に、この指標は2020年3-4月に急上昇した結果、金融環境の緩和が求められる局面であったにも関わらず、逆に引き締めにつながってしまった(図表)。

加重平均国債利回りインフレ目標をリンクさせることは、ECBの債券購入及び周縁国利回りの低位安定化を強く正当化し、ひいては明示的なイールドカーブ・コントロールの導入にまで発展する可能性を秘めている。

【図表】 新型コロナウイルスがユーロ圏経済を襲う中、国債利回りは上昇
金融環境は引き締まった



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
*名目利回りをインフレスワップの5年先スタート5年物フォワードレートで除算して算出
2020年6月30日まで
出所:ブルームバーグ、AB

「何でもやる」姿勢はまだまだ健在

マリオ・ドラギ前ECB総裁が「ユーロを守るために必要なことは何でもやる」と約束して以来、ECBはユーロ圏各国の国債引き受けの意思を示し、欧州債券市場の見通しに多大な影響を及ぼしてきた。欧州復興基金に進展の兆しがあるが、その影響力はなお健在だ。

ECBのコミットメントが8年前と同様に現在も強力な点は朗報である。仮に低金利がインフレ目標と不整合となった場合には、このコミットメントの維持は困難になる。しかし、ECBの最新経済予想では2022年のコアインフレ率は僅か0.9%にとどまり、2020年後半にさらなる金融緩和が必要になるであろう点を踏まえると、コミットメントが維持できなくなる可能性は極めて低いと見る。

欧州ソブリン債は依然魅力的

各国中央銀行の金融政策によって、債券利回りが政策金利付近に固定されるとともに金利ボラティリティが低下し、国債の潜在的リターンが抑制される中、ECBがユーロ圏周縁国国債のバックストップになろうとしていることは欧州債券市場にとってポジティブな要素であり続けるだろう。

ECBが政策の軸足をドイツ金利の安定からユーロ圏各国の加重平均利回り引き下げに移す中、他の先進国と比べて相対的に大きいユーロ圏の長短金利差が、為替ヘッジ後の高い利回りを産み出す点は注目すべきポイントだ。金利のボラティリティが低下している今、このような特性によってユーロ圏国債は世界の投資家にとって非常に魅力的な投資対象となっている。

中でも、最も確信度の高い投資先として10年以下の満期の国債が挙げられる。ECBの主要な政策手段であるマイナス金利及び量的緩和の効果は、特に市場が債券発行の増加を予想している場合、より長期ゾーンで弱まるためだ。債券発行の増加は、より満期の長い債券の利回りに対し上方圧力を加え、長短金利差の拡大に繋がる可能性が高い。

世界的に債券利回りと金利ボラティリティが記録的な低水準に近づく中、国債投資によって高いリターンが見込める時期は既に過ぎてしまった可能性が高い。しかし、イールドカーブ・コントロールなど新しい金融政策が出現する新時代に突入していく中、アクティブ運用を行う投資家には上述のユーロ圏周縁国に代表されるように依然として投資機会が残っていると考える。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。