



## 欧州金利見通し：成長鈍化がいずれ債券投資の追い風に



2023年2月13日



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  
グローバル債券マルチセクター ディレクター

ニコラス・サンダース

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
投資適格社債リサーチ・ディレクター

欧州の政策当局者はジレンマに直面している。インフレと闘うため利上げを続けるか、それとも成長を刺激するため金融引き締めを緩めるかという悩みだ。欧州では全般的に総合インフレ率が下げ始めている一方で、成長見通しは依然として弱いままだ。こうした組み合わせは通常、将来の利上げ余地を制約する一方で、金利リスク(デュレーション)へのエクスポージャー拡大を促す要因となる。投資家はユーロ金利の低下による恩恵を享受できる準備を整えておくべきだろうが、当面は大きな金利リスクのポジションを取るのは控えたほうがよさそうだ。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、ユーロ圏の金利は2023年後半には安定し(以前の記事

『[European Fixed-Income Outlook: Stay High Quality in 2023](#)』(英語)ご参照)、2023年後半から2024年初めにかけて低下すると予想している。債券市場はこの変化を織り込む動きになると予想され、それに応じて適切にポートフォリオを構築している投資家に恩恵をもたらさそうだ。だが短期的には、積極的な金利ポジションを取る前に警戒すべきいくつかの要因がある。

### ECBは依然としてタカ派的な姿勢の維持を求める 圧力にさらされている

ユーロ圏では総合インフレ率が低下しているにもかかわらず、コアインフレ率は依然として高く、欧州中央銀行(ECB)はタカ派的な姿勢を維持する可能性が高い。ま

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](#)。

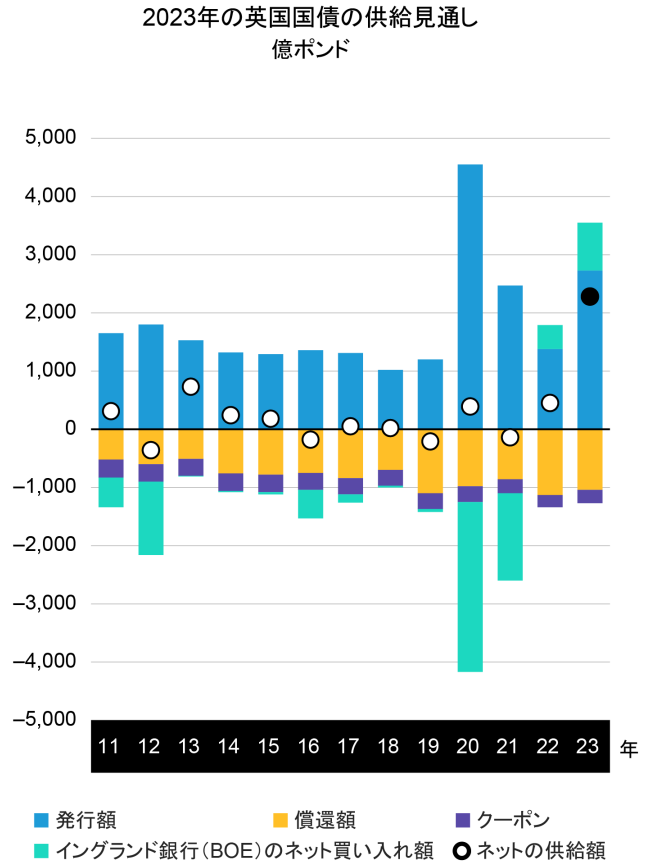
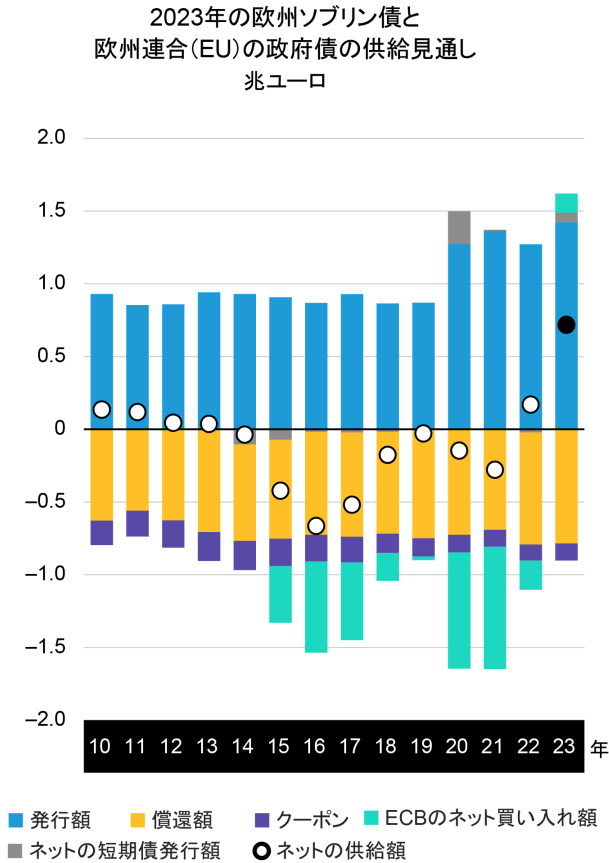
本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年1月17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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。

た、テクニカルな観点から見れば、英国及びユーロ圏の各国政府による資金調達ニーズは増加傾向にあり、ソ

ブリン債の発行が大幅に増加している(図表1)。

**【図表1】 欧州全体でソブリン債の発行が急増**  
いくつかの要因が年間のネット供給額をかつてない水準に押し上げている



過去の実績や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。  
2023年1月10日現在  
出所: BOE、ECB、ゴールドマン・サックス

それと同時に、量的緩和(QE)が終了し、量的引き締め(QT)が始まった結果、投資家が市場で購入できる債券の供給がかつてないほど高水準に膨らみ、大量の債券を市場がどう消化できるか不透明感が生じている。その不安は、特に期間が20~30年のセクターで目立っている。

ユーロ圏のソブリン債に対する海外投資家の購入意欲が減退していることも、さらなる潜在的な懸念材料だ。特に、日本銀行が最近行ったイールドカーブ・コントロール(YCC)政策の調整によって日本の国債利回りが上昇し、日本の投資家にとって、特に為替ヘッジベースで海外債券に投資する魅力が薄れている(次ページの図表2)。日本の投資家に対するユーロ圏のソブリン債の魅力を高めるには、もっと高い利回りが必要となる。その

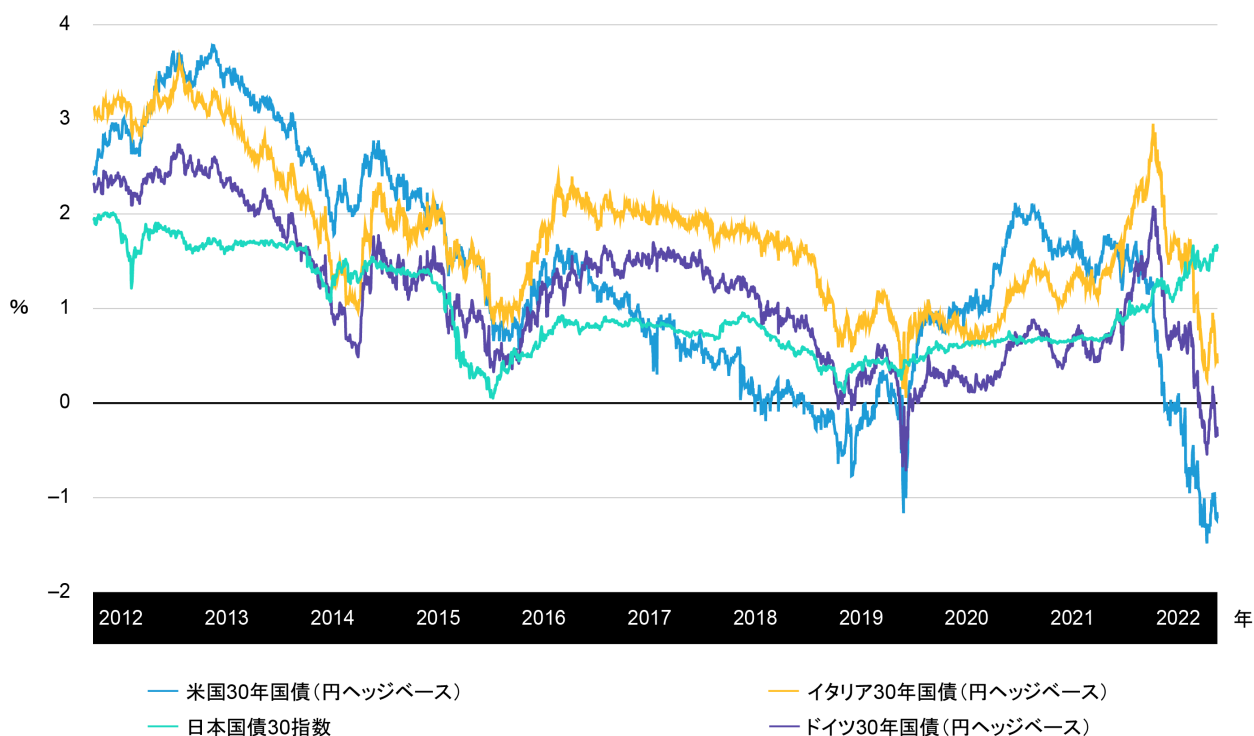
ため、欧州ソブリン債の利回りは既に大幅に上昇しているものの、短期的にはさらなる金利上昇のリスクをはらむ環境にある。

しかしながら、2023年には時間が経つものにもない(おそらくそれほど先にならないうちに)、成長とインフレのせめぎ合いが成長鈍化の方向に傾き、欧州の金利低下を捉えるべくデュレーションを長期化する魅力的なタイミングが訪れると考えている。

### 利上げに対するソブリン債の感応度はまちまち

欧州周縁国のソブリン債のバリュエーションは調整され、いくつかの国はここ数年よりも強力な発行体として認識されるようになった。スペインとアイルランドの地位

【図表2】 日本の債券投資家は国内市場にとどまる見込み  
為替ヘッジベースでは、海外債券への投資魅力が薄れる



期間	日本国債	米国国債	英国国債	ドイツ国債	フランス国債
10-Year	0.51%	-1.29%	-0.52%	-0.20%	0.29%
30-Year	1.67%	1.15%	-0.17%	-0.26%	0.53%

過去の実績や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。  
2023年1月10日現在  
出所:ブルームバーグ

は向上し、それらの債券は現在、フランス国債とほぼ同じ水準で取引されている。ポルトガルの格付けはイタリアよりわずかに高く、2010年に格下げされたギリシャは投資適格等級を取り戻す見通しで、すでにイタリアより低い利回りで取引されている。この結果、ECBが新たに打ち出した政策緩和によってイタリア国債がとりわけ大きな恩恵を受ける可能性がある。

ABの分析では、イタリア国債は価格上昇の余地が最も大きいとみるが、ECBが最近導入した伝達保護措置(TPI, Transmission Protection Instrument)により(ドイツ連邦銀行のサイト(英語)ご参照)、下落余地が限定的になってきた。TPIは、周縁諸国のスプレッドがドイツ国債から過度に拡大するのを防ぐことを目的に導入された。

最近では、TPIを通じた介入規模に応じて、ドイツ国債に対するイタリア国債のスプレッドが100~200ベース・ポイントのレンジで推移している。しかし、ABのリサーチでは、ドイツ国債の利回りが上昇するとイタリア国債の

スプレッドが拡大し、前者が低下するとスプレッドが縮小する可能性があることが示されている。このため、金利とスプレッドの動きを合算すると、イタリア国債はドイツ国債よりも市場変動に対する感応度が高くなっており、リスク許容度の高い短期投資家にとって魅力が高まる可能性がある。

低リスクの債券では、ドイツ10年国債利回りは2022年10月に2.6%前後まで上昇した後、2023年は2.2%を若干下回る水準に低下している。ドイツ国債の2.5~3%という利回りレンジは、安全性を重視する長期投資家にとって魅力的な水準だと思われる。

投資家は、投資の時間軸に応じてデュレーションに関する柔軟な運用方針を策定すべきだ。つまり、短期的にはより慎重に行動すべきだが、今後数四半期を視野に入れると金利リスクを引き上げることを視野に入れなくてはならない。その際には、どのソブリン債がユーロ圏の金利変動に最も敏感で、それぞれの投資家のリスク許容度に最も適しているかを考えることも重要になる。

## 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、全て投資者の皆様へ帰属します。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。