

欧州金利は更なる低下余地も 投資家の利回り追求が継続する見込み

みずほ総合研究所
調査本部 市場調査部
03-3591-1386

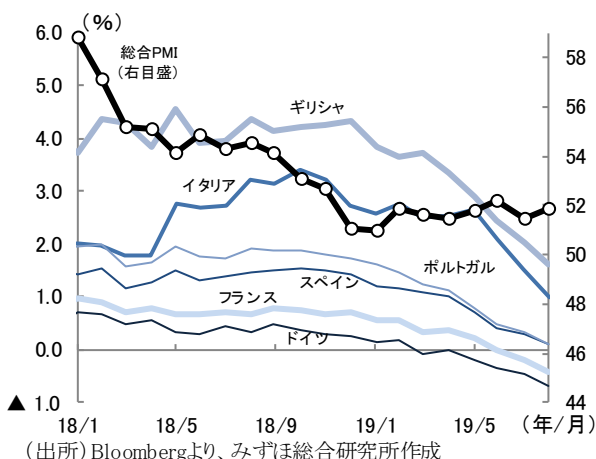
- 独10年国債利回りは過去最低を更新。期待インフレ率が過去最低水準まで下落するなか、ECBはハト派的スタンスに転換しており、この傾向は当面継続する見込み
- 利下げや量的緩和政策（QE）再開等のハト派材料は既にある程度織り込まれている可能性があり、独金利は下げ止まりを予想。ただし、ブレグジットに伴う混乱等による下振れ懸念は残存
- 米国や日本の投資家は利回りを追求し、独国債から仏・スペイン・イタリア国債へ投資対象をシフトしつつある。周縁国債利回りも軒並み過去最低を更新するなか、急激な金利上昇には留意

1. 独10年国債利回りは過去最低を更新

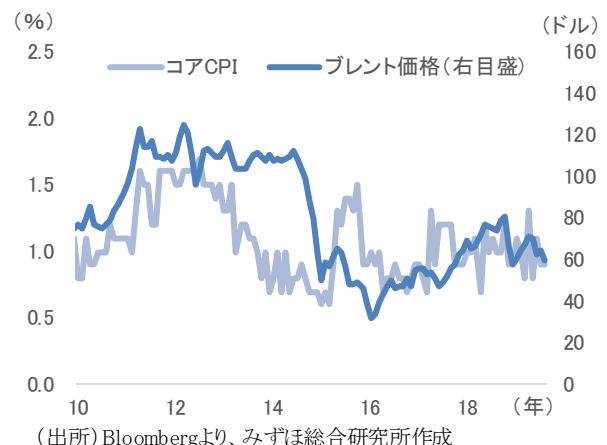
独長期金利が2016年につけた過去最低水準を更新している。ドイツだけでなく、ギリシャ・スペイン・ポルトガル等の周縁国債利回りも過去最低を記録している（図表1）。独長期金利は昨年2月以降、企業の景況感悪化に伴い低下基調にあったが、足元でPMIが下げ止まりつつあるなか、低下幅を拡大している。背景としてはECBのハト派的スタンスへの転換がある。7月ECB理事会では「少なくとも現行水準、もしくはそれより低い水準」という文言にフォワードガイダンスが変更され、QE再開が追加緩和措置の選択肢として示された。ドイツ4~6月期実質GDPがマイナスに転じたこと等もあり、独10年国債金利は預金ファシリティ金利の▲0.4%を大幅に下回る水準まで低下している。

景気下振れ懸念に加えてECBのハト派的スタンスへの転換の要因となったのが、ユーロ圏のインフレ率の低迷である。2014年にECBがマイナス金利を導入するきっかけの一つとなったのもインフ

図表1 ユーロ圏PMIと各国長期金利



図表2 ユーロ圏インフレ率と原油価格



レ率の急低下であり、2012年7月に1.7%あったユーロ圏のコアCPIは、約1年半後の2013年12月には0.7%と1%低下した（図表2）。足元のインフレ率は、1%前後と低位で推移し、期待インフレ率は過去最低水準に低下している。また市場だけでなく、専門家への調査ベースの期待インフレ率も下落した¹。期待インフレ率低下のきっかけの一つに昨年後半以降、下落した原油価格がある。昨年未の水準対比で原油価格は上昇しているものの、今後についても中国を始めとして世界経済が緩やかに減速するなか、需要拡大による原油価格の上昇や軟調なファンダメンタルズを背景としたユーロ圏内の需要増加が見込みがたいこと等を考慮すると、インフレ上昇懸念は乏しいだろう。

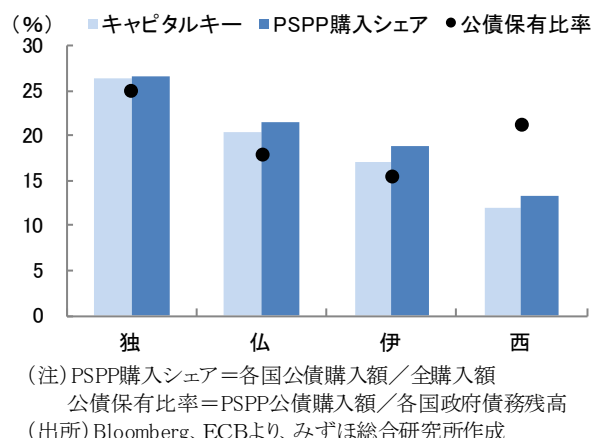
ここでEONIAフォワードレート・米10年国債利回り・期待インフレ率を説明変数とし、独長期金利を推計²すると、期待インフレ率の他に、利下げ織り込みや米金利低下が独長期金利の大幅な低下に寄与していることが確認できる（図表3）。市場は、ECB・FRBの来年末までの利下げをそれぞれ約3回・約4回と既に織り込んでいるため、当面の独長期金利は足元の水準である▲0.6%程度で推移すると予想する。

その他の金利低下の要因として考えられるのが、ECBのQE再開観測である。2015年のQE導入時を振り返ると、2014年末にかけてインフレ率が低下したことを背景に、独長期金利はQE導入を発表した2015年1月より前に低下基調で推移しており、実際にQEを開始した3月以降はむしろ反発した。足元もQE開始を先に織り込む形で独長期金利は低下している。また、ECBと各国中銀は既にキャピタルキー³見合いの独国債を購入しており、政府債務対比でみると約25%の独国債を保有している⁴（図表4）。仮にQEを再開するならば保有上限引き上げが必要となるが、QE再開に対する反対派も多いなか、既に各国長期金利が大幅に低下していること等も考慮すると、上限の大胆な引き上げは実施しづらいだろう。したがって、QE要因では足元織り込んでいる以上には独金利は低下しないと見

図表3 独長期金利の推移



図表4 各国債券別ECB・各国中銀保有状況



¹ ECBが四半期毎に発表する Survey of Professional Forecasters の5年先予想インフレ率は1.7%と過去最低を記録。

² (推計式) 10年金利(月末値) = 0.98 * 1年先1カ月EONIAフォワードレート + 0.17 * 米10年金利 + 1.13 * 5年先5年インフレスワップフォワードレート

推計期間は2009年1月～2019年8月、自由度調整済み決定係数は0.97、p値は全て0.01以下

³ 公債購入プログラムでは、各国の資本拠出割合に応じて債券を購入することになっている。

⁴ ECBは1発行体あたりの保有上限を33%に設定している。

込む。しかしながら、2016年前半にかけてブレグジット懸念等を受けて独長期金利は再び低下基調に転じたように、今回もジョンソン英首相が議会を休会するなか、英国の合意なき離脱が意識される。また、米国による欧州自動車に対する追加関税措置の判断期限も控えており、これらの政治・外交面のリスクが顕在化し市場が混乱する場合には、独金利に更なる下押し圧力がかかる点には留意が必要である。

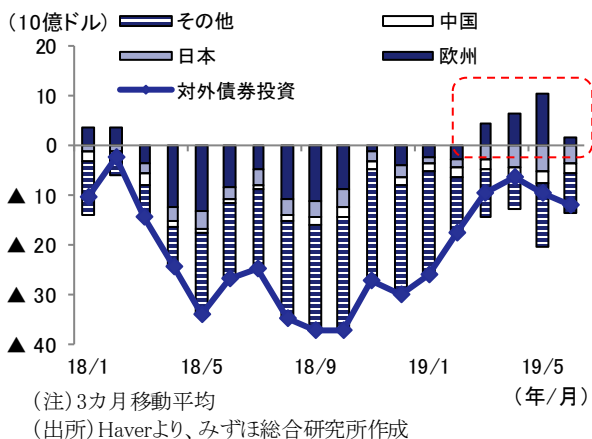
2. 周縁国への資金流入は今後も継続

独金利が過去最低を更新するなか、投資家は利回り追求から、周縁国への投資を積極化している。ユーロ圏内で独国債の次に安全資産とされる仏国債の長期金利は一時▲0.40%を下回るなど、6月以来マイナス金利が定着している。欧州債務危機の際にPIIGSと呼ばれ、敬遠されていた国（ポルトガル・アイルランド・イタリア・ギリシャ・スペイン）でさえ、国債利回りは軒並み過去最低を更新している。

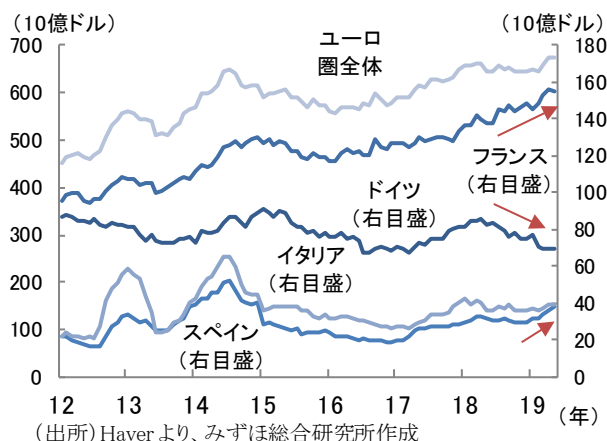
ここで米国の対外債券投資を見ると、2019年初以来、欧州への資金流入超過傾向となっている（図表5）。また、米国投資家による欧州債保有額を国別にみると、独債への投資が低下基調である一方、仏・スペイン債への投資が増加している（図表6）。理由として、ドルをユーロ転ずる際のプレミアムが考えられる。欧州圏の短期金利は米国の短期金利より低いため、ヘッジ後のドル投資家からみた独国債を除くユーロ国債利回りは、日本・米国債利回りと比較すると相対的に魅力的水準である（図表7）。また、日本の対外証券投資でも米国と同様の傾向が確認できる（図表8）。独債への投資が横ばい圏で推移する一方で、2019年に入り仏・スペイン債への投資が増加している。その他ベルギー債に加え、財政リスクの高いイタリア債への投資も急増している。

スペイン国債の保有シェアを投資家別にみると、欧州債務危機の際に30%近くまで低下した海外勢の保有割合は近年持ち直している（図表9）。一方、イタリア国債の海外保有シェアは増加しておらず、足元でも国内勢が約7割と大半を占める（図表10）。ただし、グローバルな低金利が継続する見込みであること等を考慮すると、リスクの高いイタリア国債への海外からの投資が今後増加することはありえよう。実際に日本の6月対外中長期債投資におけるイタリア債の純取得額は過去最高となり、同

図表5 米国対外債券投資



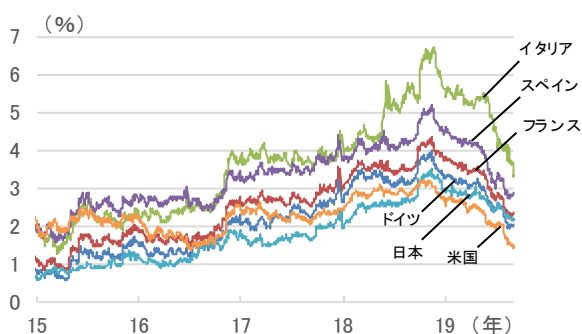
図表6 米国投資家の欧州債保有額



10年国債利回りは足元で1%を下回り、過去最低を記録している。

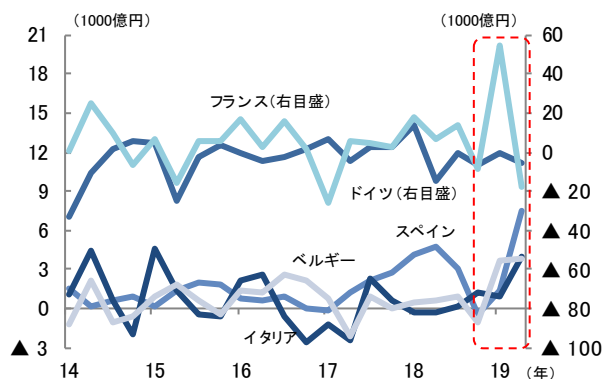
以上のように独金利は当面低位で推移し、投資家の周縁国債への利回り追求の動きは今後も継続すると見込む。イタリアやスペインなどの国々は、債務比率や政治リスクが依然高いにもかかわらず、国債利回りは軒並み過去最低を記録している。比較的风险の高い国債への投資は長期保有目的ではなく、更なる金利低下によるキャピタルゲインを狙った投資家が、余剰な資金の一旦の置き場として投資していることも考えられる。仮に米中協議の予想外の進展等によって金利が上昇した際には、これらの短期的な収益を狙う投資家の売却が進行し、急激な金利上昇を招きやすいため、留意が必要である。

図表7 ドル投資家から見た各国長期金利



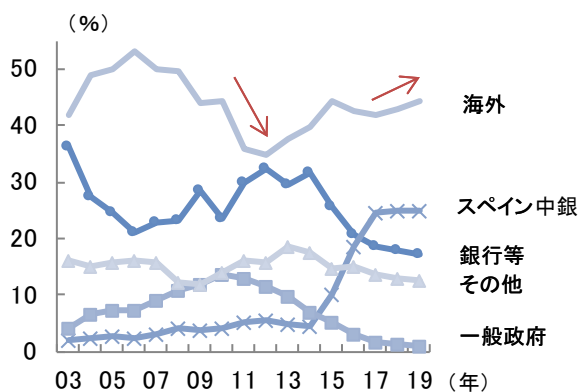
(注) 為替ヘッジプレミアムは3ヵ月物フォワードレート等を用いて計算した想定値(年率換算)
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表8 日本の対外証券投資(中長期債)



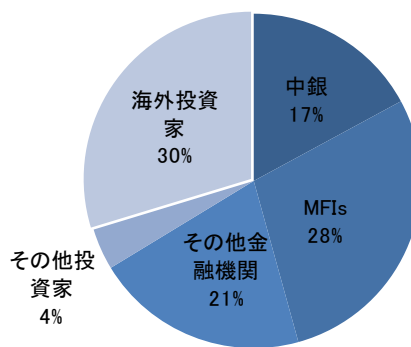
(注) 四半期合計
(出所) 財務省より、みずほ総合研究所作成

図表9 投資家別スペイン国債保有シェア



03 05 07 09 11 13 15 17 19 (年)
(注) ストリップス債以外。2019年は1~5月の平均
(出所) スペイン財務省より、みずほ総合研究所作成

図表10 投資家別イタリア国債保有シェア



(注) MFIs: 預金、預金類似商品を受入れるとともに自らの勘定で信用の供与・証券投資を行う金融機関。2019年4月時点
(出所) イタリア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

市場調査部

市場調査部主任研究員

宮本凌

長谷川直也

ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。