

リサーチ TODAY

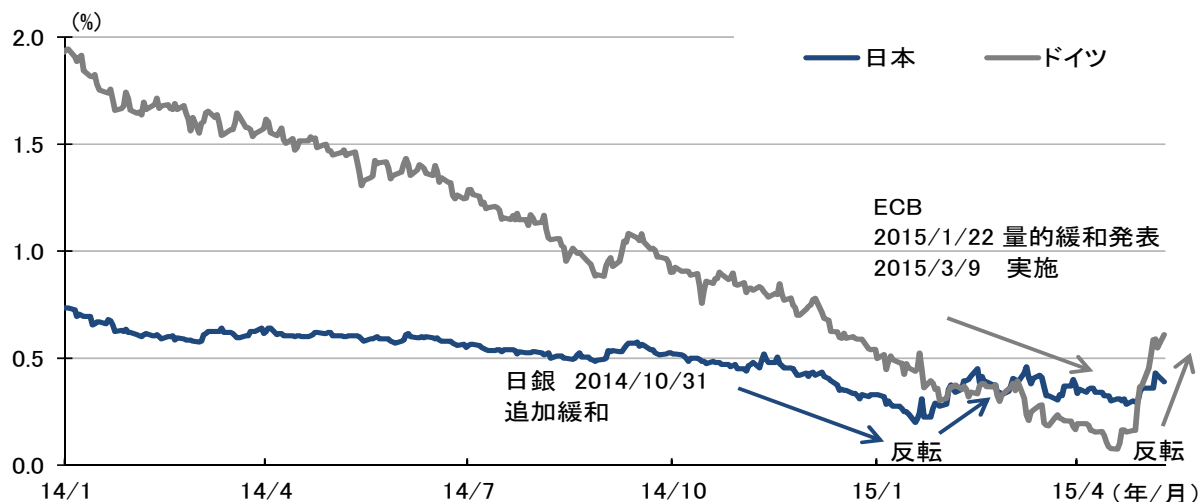
2015年 5月 15日

## ドイツの金利急上昇は今年1月のJGB調整のデジャブ

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

日本が4月末からのゴールデンウィークの間、ドイツを中心に欧州の債券市場では激震が生じた。4月後半にドイツの10年長期金利は史上最低水準まで低下した後、5月にかけて極端に上昇した。まさに天国と地獄を味わった。ドイツ10年国債の金利は2014年初に2%近い水準であったが、2014年後半には1%を割って史上最低となり、今年1月22日にECBが国内購入を決定したこと(実施は3月9日)に伴い、0.045%まで低下した。こうした動きは、ドイツの金利が日本の金利水準に吸い寄せられるかの状況、まさにドイツ国債の「日本化」、「JGB化」であり、ドイツ金利は本家本元の日本の水準を超える超低金利になった。その後、ユーロ圏の物価が0%まで戻ったことで、デフレ環境が変わるといふ思惑によりドイツ金利は一転して急上昇し0.6%程度となり、5月7日には一時的ながらも0.8%近い水準まで上昇した。ボトムのコリから20倍近い上昇だ。足元では0.6%近くで推移している。

### ■ 図表：日独の10年国債金利推移

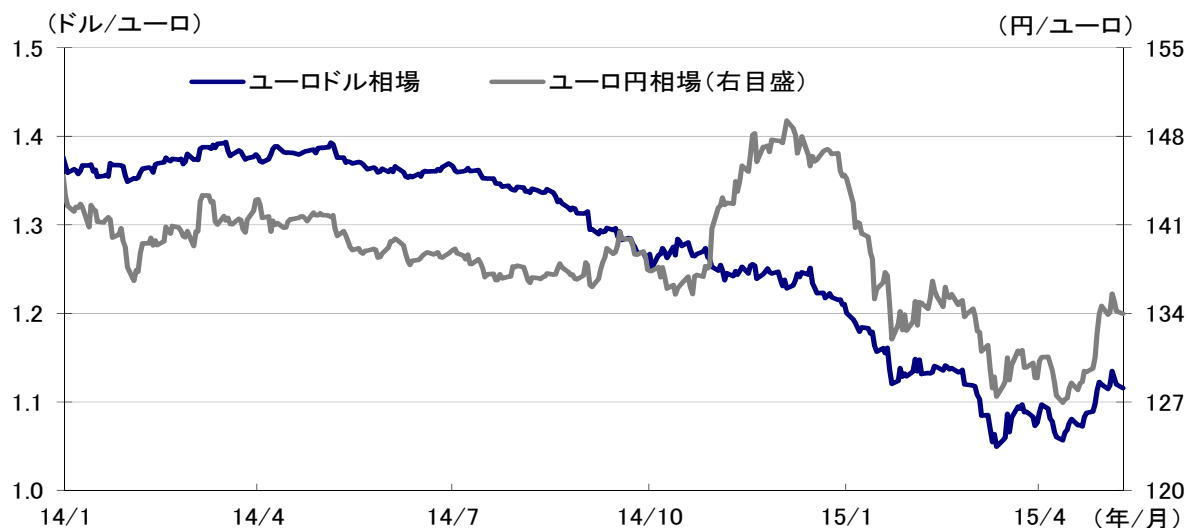


(資料) Bloomberg

図表のように、今月日独の長期金利の再逆転現象に至った背景には、ドイツの長期金利の急速な低下の反動が生じたと考えるのが自然であろう。今回のドイツ金利の動きは、日本の長期金利が昨年10月31日の追加緩和以降に低下した後、今年1月下旬に大幅な調整を経たことと類似する。さらに遡れば、2013年4月4日に日銀の量的緩和が決まった後、5月下旬にかけて債券市場に大幅調整が生じたこととも類似する。どちらも、金融市場に麻酔がかけられた状況で流動性が乏しいなか、ちょっとした「きっかけ」で売りが売りを呼び、値が付かず大幅な調整が生じたものだ。今回のドイツの混乱も一種の「日本化」とみることができる。

4月までの欧州全般にわたる「金利水没」の結果、下記の図表で示されるように、ユーロ/ドル為替は12年ぶりの水準まで低下していた。一方、5月には金利の大幅な上昇で、為替はユーロ高に戻る状況にある。そもそも、ユーロ地域が世界最大の経常収支の黒字地域であるのだから、ユーロ高に戻るのは理論的にも自然である。

### ■ 図表: ユーロ為替推移



(資料) Bloomberg

問題はドイツを中心とした長期金利の上昇やユーロ高が持続的な状況かどうかである。すでに、市場参加者のなかには、ECBがリフレ策に成功し、物価上昇も伴う歴史的な転換が生じたとする見方がある。有力投資家のなかには「債券高・株高のスーパーサイクルが終焉し、ドイツ国債の空売りの歴史的チャンス」とする見方もあった。確かに、4月のユーロ圏消費者物価が、エネルギー価格の上昇やユーロ安に伴う食品の値上げ幅の拡大により、前年比▲0.0%へとほぼ横ばいになったことがリフレ観測、脱デフレ観測トレードの大きなきっかけになった。ただし、コアインフレ率は低水準で横ばいが続いている。サービス価格の伸び悩みがあり、基調的なインフレ圧力は弱い。ユーロ圏の主要輸出市場であるロシア、中国、中南米等の新興国市場の回復が鈍いなか、ユーロ安による輸出押し上げも限定的な様子である。

ECBは月額600億ユーロの量的緩和をすでに3月9日から開始している。ユーロ圏全体ではQEによる国債購入の結果、QEの期限である2016年時点には、約4,000億ユーロの国債購入可能額(民間保有のオペラビリティ)が減少する計算となる<sup>1</sup>。なかでも最大の影響を受けるのが、2015年以降の新規債発行を行わないドイツであり、ドイツでは約1,700億ユーロの民間オペラビリティが低下し、国債の需給の良さは続く。今日の欧州がリフレに本当に成功すれば、本来2016年9月まで行われる量的緩和策が転換(ユーロ版テイパリング)されることとなり、金利の上昇・ユーロ高となる。ただし、実体経済の改善はそこまで進んではいないのではないか。それゆえ一度、金利について調整が生じると、その後水準が底上げされるのは、1月以降の日本の債券市場が示す通りである。ただし、欧州が財政政策中心の内需拡大で不均衡を是正するまでの状況でないことから、その持続性には疑問符が付く。5月27~29日のG7財務大臣・中央銀行総裁会議、6月のG7サミットを前に抜本的な政策変更が行われなければならないのだから、本格的な金利上昇に戻ったとみるのは早計ではないか。

<sup>1</sup> 「ドイツ国債の日本化、日独金利逆転は今後も続く」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2015年2月20日)

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、商品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。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。