



Standish Bond Market Update: Has Europe Finally Turned the Corner?

By Thomas Higgins, PhD
Chief Economist and
Global Macro Strategist

Rebecca Braeu, CFA, PhD,
Head of Sovereign Research

Standish Mellon Asset
Management Company LLC

エグゼクティブ・サマリー

周縁国の国債のドイツ国債に対するスプレッドは 2010 年以來の水準まで低下していますが、その持続性に対する懸念が高まっています。

ファンダメンタルズの改善を背景に一部の欧州周縁国ではスプレッドにまだ低下余地が残っており、市場の変動による投資機会を活かしてポジションの積み増しを考えています。

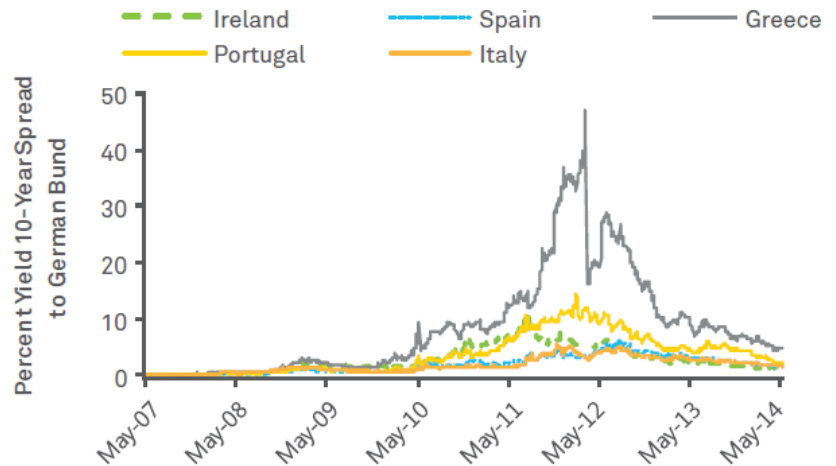
高い失業率、不安定な政局、低インフレ、および高水準の政府債務負担が引き続き大きなリスク要因です。

一部の周縁国市場には上昇余地が残されている可能性もありますが、投資家は今後投資対象をより一層選別することが必要となるでしょう。

欧州中央銀行の (ECB) のマリオ・ドラギ総裁が、ユーロ存続のために「あらゆる措置」を講じると 2012 年 7 月に初めて確約して以来、欧州周縁国の国債利回りは大きく低下しています。また直近では、経済ファンダメンタルズの改善を背景に信用力が向上しており、より高い利回りを求める投資家が周縁国市場に集まっています。ECB が更なる政策措置を通じて周縁国市場を支援するのではないかとこの思惑もあり、債券利回りの低下に拍車がかかっています。この結果、イタリア、スペイン、ポルトガル、およびアイルランドの 10 年物国債のドイツ国債に対するスプレッドは 2010 年以來の水準まで低下しました。今年春にはギリシャでも、債務不履行からわずか 2 年にして、5% を下回る利回りで 10 年物国債を発行しています。



Figure 1: Peripheral European Spreads Tighten



We believe spreads in some peripheral European markets have room to tighten further.

Source: Thomson Reuters Datastream as of May 14, 2014

周縁国では2年以上にわたり景気後退が続いていましたが、昨年末頃より周縁国の大半で成長率がプラスに転じました。経済成長の回復の背景には緊縮財政の緩和がありますが、輸出加速の兆しも見られます。また、景気回復による副次的な効果として、周縁国で財政収入が増加し、財政赤字が縮小しています。しかし、高い失業率、低インフレ、ユーロ高、高水準の政府債務負担、および信用創造メカニズムの機能不全が、引き続き欧州周縁国の回復に対するリスク要因となっています。

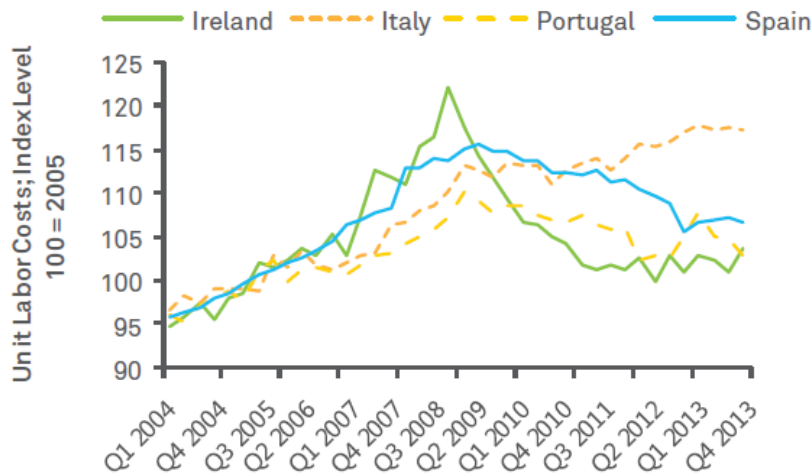
しかしながら、一部の欧州周縁国でスプレッドにまだ低下余地が残っていると当社では考えています。ECBが実施する欧州銀行セクターの資産評価を受けて年内に与信状況が緩和すれば、周縁国において内需の改善につながる可能性があります。また、ECBが6月の理事会で金利をマイナスに引き下げる可能性が広く取り沙汰されていますが、もし実現すれば、周縁国も金融緩和の恩恵を受けることになります。とは言え、周縁国の債券市場はすでに上昇しており、また今後数四半期の間に市場で大量の債券発行が見込まれることを勘案すると、周縁国債券市場がもう一段上昇する余地はおそらく限定的でしょう。このため、欧州は危機を脱した可能性が高いものの、新興国債券など、バリュエーション面ではるかに魅力的な債券市場が他にあると考えています。

経済ファンダメンタルズの改善

昨年終盤時点では、世界の投資家は欧州の展望について慎重なスタンスを維持していました。2012年8月にECBが新たな国債買い取りプログラム（OMT）を発表して以来、テールリスクは低下したものの、周縁国の一部では欧州連合（EU）や国際通貨基金（IMF）の支援なしに資金調達できるのかという懸念がくすぶっていました。

しかし、2014 年に入り状況に変化が見られます。アイルランドでは EU・IMF の支援による 3 年間の構造改革プログラムを 12 月に脱却し、スペインに対する支援も 1 月に終了したことから、欧州債務危機の最悪期は脱したという自信が回復しています。スペインでは、銀行救済に際して欧州安定メカニズム (ESM) が 1,000 億ユーロの支援を提示したのに対し、実際の借り入れは 410 億ユーロに留まりました。さらに、両国とも ESM の予備的信用枠を活用しませんでした。

Figure 2: Competitiveness Has Improved in Some Peripheral Economies



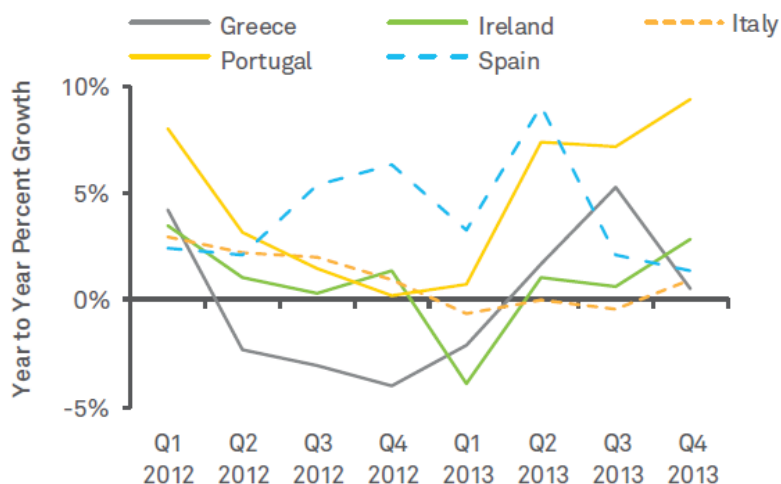
Structural reforms have started paying off in terms of increased competitiveness in some peripheral economies

Source: Eurostat as of May 14, 2014

同時に、周縁国の一部では構造改革の成果により競争力の改善が見られています。実際、スペインおよびポルトガルでは単位労働コストが 10% 程度、アイルランドでは 20% 近く下落し、純輸出と経済全体の成長にプラスの影響をもたらしています。スペイン経済の成長率は 2014 年第 1 四半期に年率 1.6% に加速し、四半期ベースでは過去 5 年余りで最も高い成長率となりました。アイルランドの成長は変動が大きく、昨年末には成長率がマイナス圏に落ち込みましたが、公表頻度の高い経済指標からは回復の兆しが明確に伺えます。

回復の状況が最も目覚ましいのはおそらくポルトガルでしょう。同国では、3 年間にわたり経済が縮小したのち、2013 年半ばから再び成長軌道に乗り、失業率は 2013 年 3 月に 17.5% でピークを打って 2014 年 3 月には 15.1% まで低下しました。第 1 四半期には成長率がマイナスに落ち込みましたが、これは直前数四半期の成長率が予想を上回る高水準であったことによるもので、GDP の対前年成長率は引き続き 1.2% という水準にあります。経済成長に伴い財政状況も改善しており、同国の財政赤字の対 GDP 比率は 4.9% と、EU・IMF が設定した 5.5% の目標を大きく下回り、アイルランドやスペインと比較しても低い水準となっています。

Figure 3: Exports Have Boosted Overall Growth



Unfortunately, the improvement in peripheral Europe has not been uniform.

Source: Central Statistics of Ireland, ISTAT, Portugal National Institute of Statistics, Spain National Institute of Statistics, National Statistical Service of Greece as of May 14, 2014

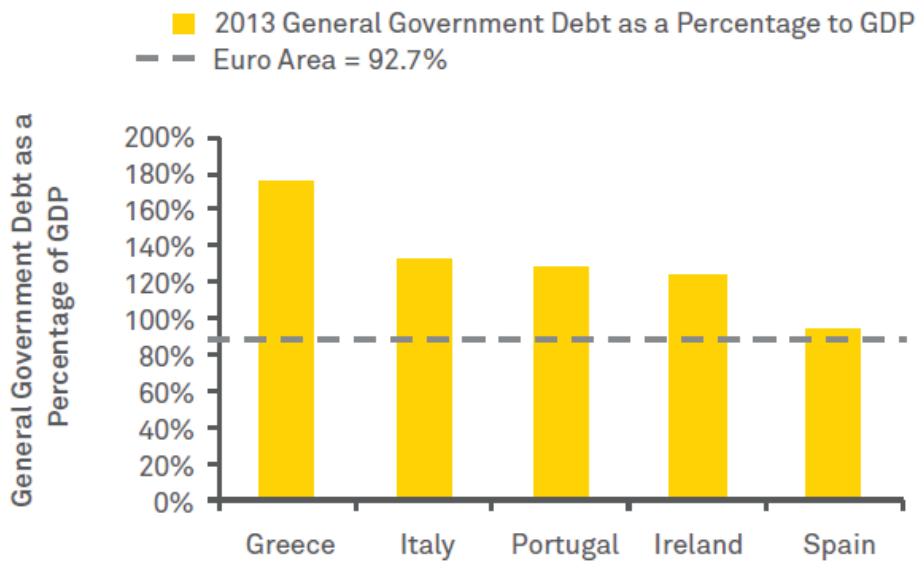
この結果、2013 年末には 6%以上の水準で推移していたポルトガル 10 年物国債の指標銘柄の利回りは、2014 年 5 月には 3.5%まで低下しています。資金調達コストの低下により、ポルトガルは予備的信用枠を活用せずに支援プログラムから「完全に脱却」することが可能となりました。実際、同国は 2015 年初頭までの資金調達ニーズに相当する 150 億ユーロのキャッシュをバッファーとして積み上げています。格付け機関であるスタンダード&プアーズが同国の格付け見通しを最近「ネガティブ」から「安定的」に引き上げたことから、ポルトガルにおける構造改革の進展が伺えます。これにより、来年中に同国の外貨建て債務格付けが投資適格に引き上げられる可能性もあり、その結果同国の国債に対する投資家層が拡大すると考えています。

課題は残る

残念ながら、周縁国の改善状況にはばらつきがあります。ポルトガル、スペイン、およびアイルランドで見られたような進展は、イタリアあるいはギリシャではまだ見ることはできません。実際イタリアでは、政情不安から経済構造改革の進展が遅れ、単位労働コストの上昇が続いています。また、銀行セクターの不良債権が増加し、融資を妨げる要因となっています。イタリア中央銀行によると、不良債権の対 GDP 比率はユーロ圏平均の 11%に対して同国では 17%近くに達し、事業法人に対する銀行融資は 3 月に 3.3%減少しました。その結果、イタリアでは回復が精彩を欠き、他国よりも緩やかなペースに留まっています。

ギリシャではさらに困難な状況が続いています。2012年に債務不履行と銀行改革に踏み切った後も、政府債務の対GDP比率はユーロ圏平均の93%に対して同国では175%と、依然として持続不可能な水準にあります。2013年第4四半期には同国の基礎的財政黒字は対GDP比1.5%の水準となりましたが、この収支には一時的な収入も含まれており、この水準が維持できるかについては疑問が残ります。さらに、6年にも及ぶ景気後退からの脱却に苦戦する同国では、政局が不安定で改革に対する国民の支持も低下しており、構造改革が後退する可能性も大いにあります。ギリシャではEU・IMFによる構造調整プログラムが2016年まで予定されていますが、次期融資パッケージに合意するには改革の進展が継続していることを示す必要があります、予断を許さない状況です。

Figure 4: Elevated Debt Levels Pose Risks



Source: The European Central Bank (ECB) as of May 14, 2014

周縁国の中で全般的なダウンサイド・リスクが高いのはイタリアおよびギリシャと見られますが、欧州周縁国全体についても、高い失業率、低インフレ、ユーロ高、高水準の政府債務負担、および不安定な政局について引き続き懸念を持っています。

ECBはこうしたリスクを緩和するためにあらゆる措置を講じる態勢にあるようです。当社では、ユーロに対する上昇圧力を軽減し周縁国におけるデフレ圧力を緩和するために、ECBが6月の理事会でレポ金利あるいは預金ファシリティ金利をマイナス圏へ引き下げると予想しています。また、ユーロ圏の与信状況を緩和するため、ECBが年内に何らかの形で量的緩和あるいは信用緩和に踏み切る可能性もない訳ではありません。

さらに、今後、ECB の資産評価によって銀行システムの健全性に対する不安が軽減し、バランスシートの健全化が進むことにより、いずれ新規融資も回復に向かうでしょう。欧州周縁国、そしてユーロ圏全体が輸出主導の回復から内需主導の回復に移行する際に、与信の拡大は非常に重要です。現時点では、民間部門への信用供給は縮小が続き、事業法人への融資残高は減少しています。但し、大企業が市場での資金調達にシフトしており、事業法人による長期債券の純発行額の上昇が銀行融資の低迷の影響を一部緩和しているのは明るい材料です。

欧州以外の市場により魅力的な投資機会

欧州周縁国経済の回復は全体としては順調ですが、回復の度合いは国ごとに異なり、ECB による追加的な政策支援が見込まれます。好材料は概ね国債市場に織り込まれたと考えていますが、一部の国では、市場の変動により投資機会が生まれる可能性もあります。例えば、ポルトガルは、ファンダメンタルズが改善傾向にあり、信用格付けが投資適格に引き上げられる可能性を勘案すると、引き続き魅力的な投資対象です。

対照的にギリシャでは、経済の構造改革に対する大きな障害を抱えており、政局が不安定さを増した場合、これまで好調だった債券市場の基調が変化するリスクがあります。現在ギリシャ国債の利回りは米ドル建ての新興国債券と同等の水準で、現地通貨建ての新興国債券の利回りを大きく下回る水準で取引されています。実際、5月半ば時点において、ギリシャ5年物国債と10年物国債の平均利回り、および平均デュレーション7.2年（オプション調整後）の米ドル建て新興国債券の利回りは、ともに5.5%となっています。しかしながら、新興国の今年の成長率が4.9%の見通しであるのに対してギリシャの成長率はわずか0.6%の見通しで、ギリシャの一般政府債務は新興国市場平均の5倍を上回る水準にあり、JPモルガン新興国債券インデックス（EMBI）構成国の格付けが平均すると投資適格であるのに対し、ギリシャの格付けは投資適格を大きく下回っています。このように、一部の周縁国には上昇余地が残されている可能性もありますが、投資家は今後投資対象をより一層選別することが必要となるでしょう。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 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