



RBC BlueBay
Asset Management

欧州債券市場: 5つの考察 -2025年6月-

RBCブルーベイにてポートフォリオ・マネジャーを務めるニール・メータが、
当月の欧州債券市場の5つのテーマを解説します。



ニール・メータ
ポートフォリオ・マネジャー

2025年7月

1. ECB、シントラでひそかに自画自賛

現在の状況: ECBの最新の経済予測では、コアインフレ率は2026年までに目標の2%に到達する見込みです。直近のドイツのインフレ指標では、6月の数字が前年比+2.0%となり、インフレが制御できていることを裏付けています。

事実確認: ECBの焦点は「インフレ」から、「地政学的」「脱グローバル化」「AI」といったより広範な課題に移りつつあります。

なぜこれが重要なのか: これらの議論はユーロ圏経済の安定性に影響し、それに伴いECBの金融政策にも影響を与えます。

結論: 向こう半年から1年半程度は関税・貿易・財政が議論の中心となるでしょう。ただし、欧州経済を見極めるには、裏側で進んでいるであろう「構造的変化」にも注目する必要があります。

2. ドイツの借入増に市場の注目は集まる

全体像: ドイツの財政計画では、2029年までに国防費をGDP比3.5%にまで引き上げることを目指しており、2025年の950億ユーロから2029年には1,620億ユーロに増加させる予定です。

事実確認: 債務対GDP比率が63%と先進国の中では比較的落ち着いているドイツは、こうした取り組みを実現するための余力があります。

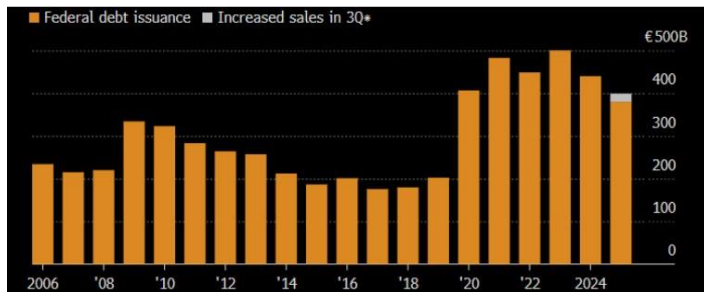
数字上は:

ドイツ連邦債務管理庁は6月下旬に7-9月期の国債発行計画を発表しました。それによれば、当局は当四半期に1,185億ユーロの発行を予定しており、当初計画から190億ユーロ（GDPの0.45%に相当）増加しました。軍事およびインフラプロジェクトのファンド含め、借入は全体で8,500億ユーロになることが見込まれます。

次はどうなる?: 国債の増発を受け、ドイツの長期国債利回りに調整圧力が高まるリスクがあります。

結論: ドイツの財政拡大は歴史的な転換を示唆しており、ドイツ国債のモノ不足時代の終わりを告げています。

ドイツは7-9月期に国債発行額を引き上げ



3. ノルウェー中央銀行、利下げ組に仲間入り ー通貨クローネ(NOK)には注意が必要

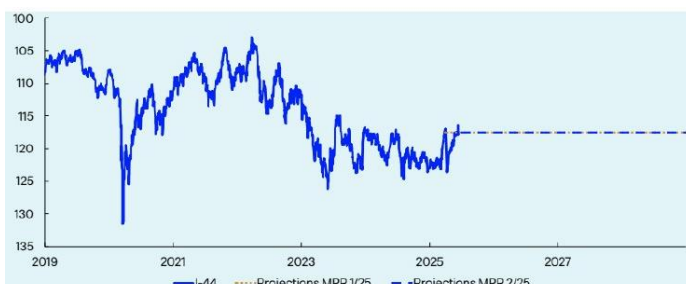
現在の状況: NOKは4月中旬から6月中旬にかけて対ユーロで3%超上昇しました。しかし、ノルウェー中銀の予想外の利下げにより、夏にかけてNOKは弱含む可能性が出てきました。

ズームアウト: 原油価格が現在の水準に留まり、市場が完全な緩和サイクルを期待し始めると、NOKを下支えるファクターが失われる可能性があります。

次はどうなる?: 国内市場の流動性は今後数週間で低下すると予想されており、これによりNOKはアルゴリズム的なフローに対して脆弱になります。通貨・債券ともに影響を受ける可能性があります。

一方で: もしNOKが大幅に弱含む、あるいは労働市場が改善する、金融緩和により住宅価格が急騰するといったことが起これば、ノルウェー中銀はこのアプローチを再考する可能性があります。

ノルウェー・クローネの輸入加重為替レート指数 (I-44指数)



4. イタリア国債の対独スプレッド、2015年来の水準まで縮小

思い返せば: 2018年から2022年ごろまでは、イタリア国債の対独スプレッドは、政治的および経済的な不安定さにより市場の懸案事項となっていました。

事実確認: この状況を政治が大きく変えました。国内ではメローニ首相が安定をもたらし、国際的には、特に米国との関係強化により、イタリアの信用力が向上しています。

さらに: グローバルな投資家が米国債からの分散投資を進める中で、イタリア国債はスペインやフランス国債よりも選好されています。その背景として、イタリアの相対的な政治的安定性と、魅力的なバリュエーションが挙げられるでしょう。

次はどうなる?: 仮にイタリアの安定性が続く場合、イタリア国債はフランス国債と同等の利回り水準に達する可能性も否定できません。

結論: イタリアの債券市場は、政治的安定と投資家の分散投資の恩恵を受けており、対独スプレッドを歴史的な低水準に押し下げています。

イタリア10年国債の対独スプレッド (%)



5. 英国債、「タントラム（金利急騰）」への恐怖は消えない

背景: 長期債利回りを安定させるためには、インフレの構造的な緩和と、信頼できる財政再建が必要ですが、いずれも不確実性が残っています。

数字上は: インフレは減速の兆しを見せており、PMI（購買担当者指数）やCBI（英国産業連盟）の販売価格指数は落ち着きを見せています。一方、食品価格は依然として4%以上の高水準にあります。

事実確認:

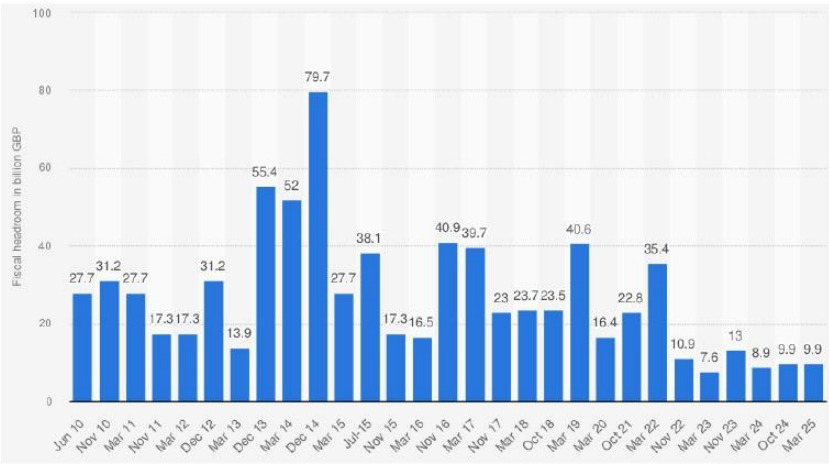
英国内では過去に政権が打ち出した歳出削減の撤回を求める政治的な圧力が高まっており、財政再建の実現性が疑問視されています。

さらに、防衛費や生産性改善にかかる不透明さも、財政の信頼へのさらなる課題となっています。

投資戦略へのインプリケーション:

英国債への投資機会という意味では、財政およびインフレの不確実性という未解決のリスクがあることから、同国債が買われたときに逆張りのショート・ポジションを構築する戦略が、リスク・リターンで望ましいと考えています。

英国の財政的余裕枠の予測
(2010～2025年、単位：10億ポンド)



出所; Statista、2025年3月時点

特に記載のない限り、すべてのデータはブルームバーグから取得しています。2025年6月時点

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上