



RBC BlueBay
Asset Management

欧州債券市場:5つの考察 – 2025年9月

RBCブルーベイのポートフォリオ・マネジャー：ニール・メータが、
当月の欧州債市場の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10月

1. ECB、ハト派vsタカ派の争いを経て、2026年1-3月期にもう1回利下げ？

現在の状況:

9月のECB理事会にて、ラガルド総裁は「デysinフレのプロセスは終わった」と述べ、現在の金利据え置きスタンスを繰り返すとともに、域内経済の底堅さや堅調な労働市場により見通しに関するリスクはバランスしているとの見解を示しました。

事実確認:

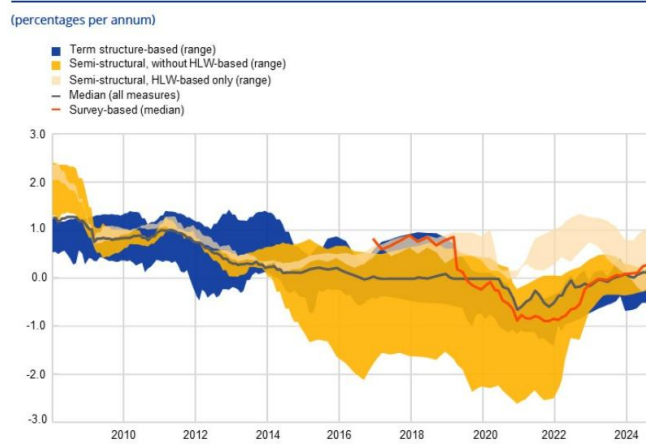
もっともこれは、景気減速やインフレ鈍化の兆しがあれば、ハト派がさらなる利下げを主張することも意味します。

数字上は:

現在の中立金利（ r^* ）の推定値は1.75%から2.25%の範囲で、ECBのスタッフ予想における2027年のインフレ率は1.9%です。

結論: つまり、「中立的」な政策スタンスを脱却することなく、あと25bpの追加利下げは可能といえます。

ユーロ圏の実質中立金利



出所: ECB、2025年9月時点

2. 市場はドイツ（と欧州）の財政拡大に期待 — いくつかの課題も

市場の見方: ゴールドマン・サックスは、ドイツのGDP成長率について、コンセンサスを約0.5%上回る明るい見通しを維持しています。

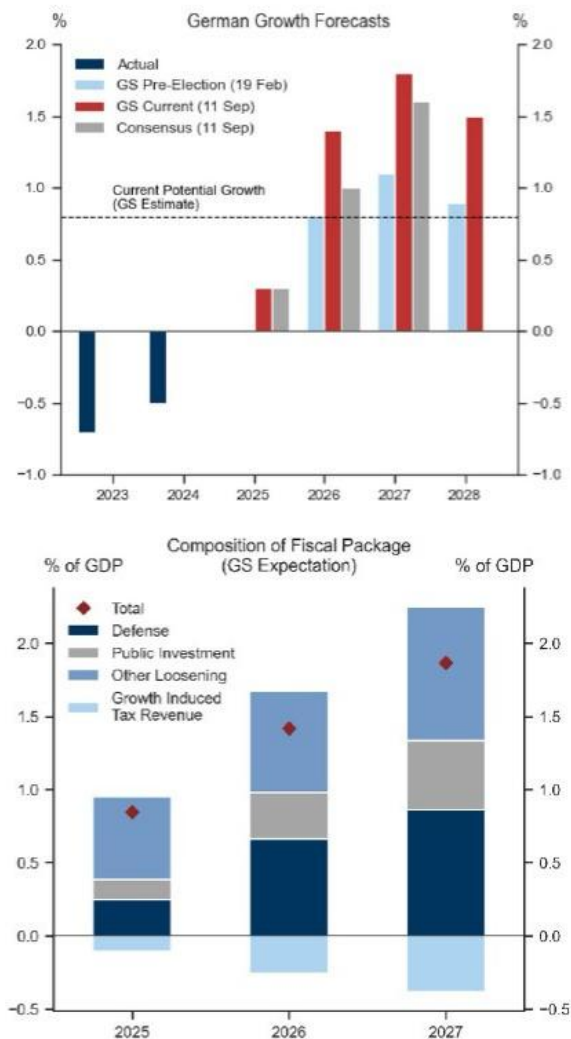
全体像: 分断された内政、世界的な貿易への逆風、エネルギーコスト、ハイテク・セクターへの投資不足などが、景気モメンタムの重石となっています。しかしながら全体的な道筋は前向きなままです。

背景: ドイツの再軍備は、欧州の産業にとってポジティブなドライバーです。国内では、サプライチェーンの改善やインフラ更改に向けた取り組みが、長期的な成長性を高めていくでしょう。

次はどうなる？:

欧州の構造改革はまだ初期段階にあります。ドラギ・レポートで示された383の勧告のうち、完全に実行されたのは11.2%のみで、部分的に実行されたものでも31.4%と、大半は現在進行中です。

ドイツの成長予測と財政パッケージ



出所: ゴールドマン・サックス、2025年9月時点

3. フランス10年国債のドイツ国債に対するスプレッドは約85bpがフェア オーバーシュートのリスクはまだ残されている

現在の状況:

フランスの財政赤字が膨らんでいるのは、パンデミックの影響もありますが、景気が鈍化している中で、政府が歳出を抑制できていないことにもあるでしょう。新たな首相は、前任者と同じく予算案を通過させるという困難な課題に直面しています。

事実確認: 政治的な不確実性と行き詰まりは、時として「最悪のシナリオ」を織り込んだ市場価格に繋がることがあります。こうした局面では、流動性の低下が状況を増幅させ、自己実現的にスプレッドが急激に拡大する可能性があります。

なにが重要なのか:

市場は混雑したポジションに反して動く傾向があり、これがスプレッドをオーバーシュートさせる可能性があります。投資家にとっては、こうしたトレンドが反転し始めたときに、最良のアルファ機会が現れる傾向があります。

結論: ボラティルな市場環境でこそ、中長期のフェアバリューを評価できるしっかりとしたフレームワークが必要であり、これが投資の意思決定における重要な要素となります。

ブルームバーグ・ユーロ政府流動性指数



出所: ブルームバーグ、2025年9月時点

4. フランス、かつては明瞭だった「周縁国」の境界をあいまいに

全体像:

フランスの財政の道筋は特異であり、ドイツ国債に対するスプレッド（対独スプレッド）は2024年の水準に向かって拡大しています。これはここ数週間で同スプレッドが縮小してきたユーロ圏全体とは対照的です。イタリア10年国債はかつてリスクの高い資産とみなされていましたが、対独スプレッドは2008年以来的水準にまで縮小しています。

現在の状況: かつて「欧州周縁国」と言えば、高債務、高失業率、政治的不安定さ、ブリュッセルとの脆弱な関係などが取り沙汰されていましたが、足元では目覚ましい変革を遂げています。

事実確認: イタリアはメローニ政権下で非常に安定しています。ギリシャは債務負担を減らし、投資適格級の地位を取り戻しました。スペインは欧州で最も急成長を遂げている主要国のひとつとなり、アイルランドはブレグジット後もEUとの関係を強化しています。

インプリケーション:

伝統的な「コア」と「周縁国」の定義は薄れきており、ユーロ圏のソブリン・スプレッドは、最もタイトな国とワイドな国の差が60bpしかありません。

5. 英国債イールドカーブに異例の力学が働く

ズームアウト:

英国の長期金利は、インフレと財政の両面からのリスクが高まっており、不安定な状況に陥っています。

事実確認:

インフレ抑制や財政規律の維持に失敗すれば、長期金利を6%以上に押し上げ、イールドカーブは劇的にスティープ化してしまうでしょう。

インプリケーション:

投資家にとっては、短期ゾーンの金利が安全な選択肢になるかもしれません。BoE総裁は、労働市場の軟化を念頭に利下げを継続する姿勢を見せています。

結論:

市場は、今後5回のMPC会合で1回の追加利下げしか織り込んでいませんが、こうした極端なプライシングはあまり長くは続かないと考えています。

英国債2年/10年イールドカーブ



出所: ブルームバーグ、2025年9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9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