

ご参考資料

ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ 2018年6月7日  
グローバル

# Pictet Global Market Watch

## イタリア、スペインの政治問題がクレジット市場に与える影響

欧州のソブリン債券市場でイタリア、スペイン等、周縁国国債のドイツ国債に対するスプレッドが拡大する中、ユーロ建て投資適格社債市場も一時、対国債スプレッドが120ベース・ポイントまで拡大。政治の不透明感が債券市場に与えた影響を考察していくと共に、今後の市場の注目点に触れたいと考えます。

### イタリア国債のスプレッド急上昇

年初来のイタリア、スペインの国債市場を振り返ると、図表1にあるように、2月に米国における利上げペースの加速、3月に貿易戦争に対する懸念等を背景に、市場でリスクオフ姿勢が鮮明になったにもかかわらず、スペイン同様、イタリアのスプレッドは特に反応を示さず、150ベース・ポイントを下回る水準で、安定的な推移を示していました。これは当時、欧州圏の景気が堅調に推移しており、ファンダメンタルズの好調さがサポート要因になったと考えられます。しかしながら、イタリアにおける「5つ星運動」及び極右「同盟」のポピュリズム政権の組閣人事が難航し、再選挙の可能性が浮上したことにより、その選挙結果いかんでは、反ユーロの動きが一層強まる可能性があるとの懸念から、イタリア国債のスプレッドが大きく上昇することとなりました。更に、市場の不安定さが増したのは、イタリアの政治問題だけではなく、堅調さを示していた欧州の景気が減速してきていたことも、より一層市場の不安を増幅させたものであると考えます。また、同時期、スペインにおいても、ラホイ首相が与党内の汚職問題で退任に追い込まれたことも市場の不安に追い討ちをかける形となり、スペイン国債のスプレッドも拡大し、懸念が周縁国全般に広がりました。これらの要因により、イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドは5月29日には一時290ベース・ポイントまで上昇しました。これは、過去の水準と比べて見ると、欧州債務危機問題が収束に向かっていた2013年7月以来の水準になります。

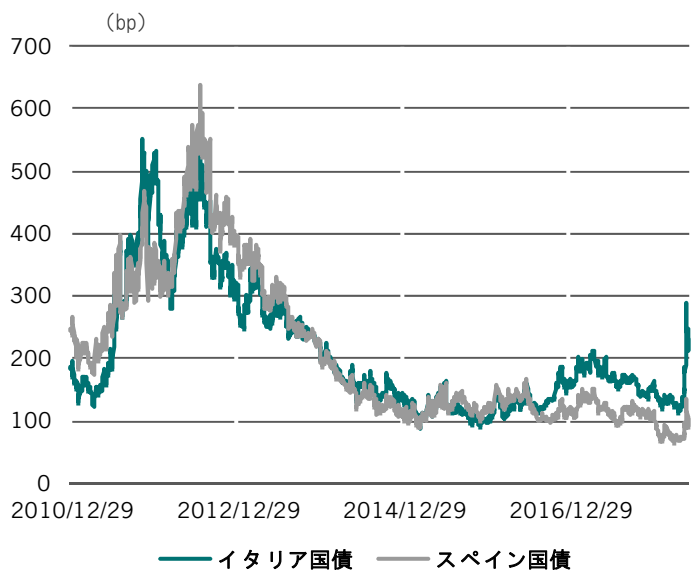
今回のイタリアのスプレッド拡大は適正なものなのか、それとも過剰反応なのか考えていく必要があると考えます。新政権の今後の財政政策、欧州連合に対する姿勢等、不透明要因があるものの、不安心理による過剰反応が大きかったのではないかと考えます。

その主な理由は、イタリアのポピュリズム政権が示唆した短期証券の発行により、将来的にイタリアがユーロを離脱するのではないかという疑心が高まったものによる場所が大きいと考えます。

しかしながら、実際にイタリアがユーロを離脱し、ユーロが崩壊するリスクは、現時点では非常に低いと考えています。実際、イタリア国民の過半はユーロに留まることを望んでいると見られています。このため、今回の混乱は、市場が過剰反応した結果であると言えます。スペインも同様で、ラホイ元首相の財政改革を市場が評価していたこともあり、退任に対してネガティブな反応が出ましたが、イタリアの様な政治混乱や反ユーロ的な動きが生じる可能性はほとんどないと考えられます。

図表1：対ドイツ国債スプレッドの推移

期間：2010年12月末～2018年6月6日、1bp=0.01%

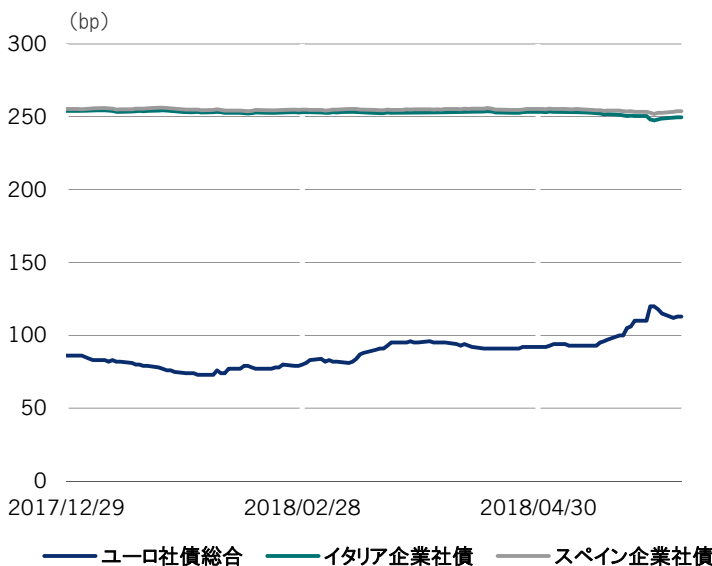


## クレジット市場への影響は？

ユーロ建て投資適格社債市場は、4月半ば以降、90ベース・ポイント程度で推移していたスプレッドが一旦120ベース・ポイントまで拡大しました。しかしながら、今回問題となったイタリア、スペイン企業のスプレッドは全体で見るとそれ程大きく動きませんでした。しかしながら、個別銘柄の動きを見て行くと、イタリア国債を大量に保有するイタリアの金融機関のスプレッドが相対的に大きく拡大していました。ゼネラリ保険の劣後債、ウニクレジット銀行、インテサ・サンパオロ銀行等がその例となります。一方、年限の短い公益及びエネルギー関連企業のスプレッドの動きは限定的であり、イタリア国債の格下げによるソブリン・シーリングの問題が全体に影響を及ぼしているわけではないと見ます。また、スペイン企業のスプレッドの動きもイタリア同様、限定的であり、サンタンデル銀行の劣後債のスプレッドが相対的に大きく拡大したものの、全体的には大きな変動は見られませんでした。ユーロ建て投資適格債市場の両国が占める割合は、5%程度ずつであることも、ソブリン市場のようにスプレッドが大きく跳ね上がらなかった理由の一つになっています。今回の市場のリスク・オフ姿勢により、スプレッドが拡大したことにより、ユーロ建てクレジット市場は若干割高であった水準から適正水準程度にバリュエーションが調整されたと見えています。

図表2:ユーロ建て投資適格社債市場のスプレッド推移

期間:2017年12月末~2018年6月6日、1bp=0.01%



出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えら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、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

## 今後の注目ポイントは？

しばらくの間は、政治の不透明感が市場のボラティリティを高めると見えていますが、市場の目は、再び金融政策や、マクロ経済の状況に向き始めるのではないかと考えます。まず、欧州中央銀行(ECB)の金融政策については、基本シナリオとしては、9月に量的緩和の終了、遅くとも年内に終了といった見方に変更はないと考えます。量的緩和終了の公表自体は7月にずれ込む可能性があるものの、昨日のECBのプラート理事の発言からも、この規定路線には大きな変更はないことを示していると考えます。また、ユーロ圏のCPIは上昇して来ているものの、主な要因がエネルギー価格の上昇となっており、今後エネルギー価格が低下すれば、インフレ圧力が弱まっていく可能性があると考えます。そのため、2019年に入ってからの上昇のタイミングが、後ずれしていく可能性があると考えています。いずれにせよ、ECBはバランス・シートの規模は維持し、緩和的な金融政策を継続していくものと見えています。

マクロ経済については、米国の保護主義によるマイナスの影響が特定のセクターに出て来る可能性が懸念材料として注視していくべきだと考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。