

**KAMIYAMA Reports** vol. 123

**南欧出張報告：イタリアの投資機会**

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



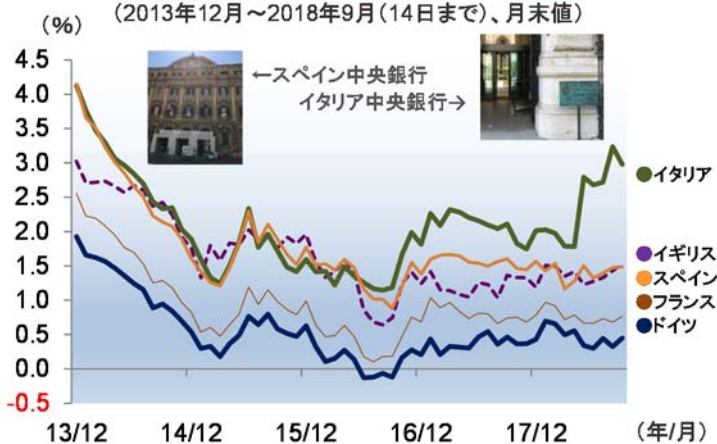
- ・ 改善する欧州の債券市場の信頼
- ・ 報道からの印象ほど混乱していないイタリア
- ・ スペイン、フランスも好調維持

**改善する欧州の債券市場の信頼**

2018年9月3～7日に、2017年7月以来(Vol.86 <http://www.nikkoam.com/files/products/column/pdf/kamiyama-reports/2017/kamiyama0728.pdf>)となる欧州を訪れ、金融政策や経済状況、改革への取り組みについて、中央銀行や政府担当者にヒアリングする機会を得た。政府や中央銀行の担当者との対話内容を直接伝えることはできないので、以下では、筆者の総合的な感想を記しておく。

**欧州主要国の10年国債利回り推移**

(2013年12月～2018年9月(14日まで)、月末値)



**(9月14日時点の格付けと利回り)**

国	ムーディーズ	S&P	利回り
スペイン	Baa1 →	A- ↑	1.48%
イタリア	Baa2 ↓	BBB →	2.98%
フランス	Aa2 ↑	AA →	0.76%
ドイツ	Aaa →	AAA →	0.45%

格付けは自国通貨建て長期債務、矢印は見通しで、↑がポジティブ、→が安定的、↓がネガティブ  
(信頼できると判断したデータをもとに、日興アセットマネジメント作成)  
\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

欧州債券市場の改善とは、総じて格付けが回復していることだ。2017年と直近の格付けを比べると、フランス(ムーディーズで Aa2→から Aa2↑へ)やスペイン(ムーディーズで Baa2→から Baa1→へ、S&P で BBB+→から A↑へ)で改善が見られる。フランスについては、ベンチマークとなるドイツ国債の利回りに対してスプレッドが安定しており、2017年に比べれば市場の信頼は総じて回復している。

※カッコ内の矢印は見通し

一方、ムーディーズの格付け見通しが2018年に安定的からネガティブに変更されたイタリアは、その後利回りが急上昇している。これは、ポピュリズム(大衆迎合主義)の連立政権の樹立と財政規律が緩む恐れに起因している。2017年には、銀行の不良債権処理の進展による金融システムの正常化や、労働市場の柔軟性改善、海外からの負債減少などが良い変化をもたらしていた。しかし、選挙期間中に提示された新政権の政策セットがあまりに財政に負担をかけそうに見えたことから、現時点でも選挙前の利回り水準に戻っていない。しかし後に述べるように、これ以上の悪化を想定する必要はないように思える。

ドイツに見るように、欧州の利回り水準そのものは安定していて、緩やかなデフレ懸念からの脱却、ゆっくりした金利の正常化を期待していることが分かる。今後の物価水準の動向にもよるが、基本的に急激な水準訂正(利回りの急上昇)を予想する必要はなさそうだ。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## 報道からの印象ほど混乱していないイタリア

イタリア国債の利回りの急上昇は、新政権の財政規律に対する市場の懸念を示しているといえるだろう。しかし、イタリア中央銀行などの関係者のみならず、比較的第三者の立場としてイタリアを見ているフランスやスペイン在住のエコノミストの目から見ても、本来の姿以上に混乱しているような報道がされている、といった感想が多かった。

### イタリア中央銀行内部にある 「狼の乳を吸うロムルスとレムスの像」



筆者撮影

イタリアの政治状況について、「五つ星運動」と「連盟」の連立政権は、ポピュリズム的な政策を多数盛り込んでいる状況だ。しかし、2019年度予算案でこの政策をすべて予算にするという見方は後退している。そもそもの問題は、財政赤字をGDP比で3%以内に維持するというEU(欧州連合)のルールに抵触することで、新政権がEUと敵対し、ユーロ離脱などが議論されて「リスクオフ」になるのではないかと懸念であった。ただ、過去にこのルールに抵触したことがあるフランス(2017年、10年ぶりに3%以内になった)のように、財政赤字の中期目標がクリアされれば一時的な逸脱も認められることがある。それゆえ、新政権は、最初に大きめの予算を出して、今後の経済成長などによる財政改善をEUに主張し交渉するといったプロセスが考えられる。現時点では、連立政権は移民政策などに焦点を当てており、当面EUと問題を起こしてまで予算案を推し進める方向性を示していないようで、現実的な対応でEUとの関係を保ちつつ、緩やかな政策実現を目指すのが、メインシナリオと判断している。

## スペイン、フランスも好調維持

スペインもフランスも経済状態は好調を維持、ということで、今以上に加速するというわけではないが、債券投資家にとっては、返済に懸念が強まるような状態とはいえない。これは両国の信用格付けの改善にも示されている。

### フランス経済・財務省



筆者撮影

フランスについては、マクロン大統領の支持率の低下そのものは、それほど懸念されていないようだ。国内の雇用問題など構造改革的政策はこれからスタートするが、反対勢力はいるもののそれほど強くないとの見方が多い。欧州危機で労働者の権利ばかりを守っても、そもそも企業が弱体化したり他の地域に移ってしまったりは何にもならない、との認識が広く行き渡ってきたことが背景だ、との声があった。

スペインについても、カタルーニャ州独立の動きがなくなったわけではないが、EUが独立に反対の立場であり、近い将来に現実的なリスクの発生源とはなりそうになかった。総じて安定的な経済成長が見込まれるため、若年層の高い失業率も家族の絆が機能して社会不安に至らないこともあり、悲観的な見方は少なかった。

イタリアの財政赤字に関するEUとの交渉次第では、マクロン大統領が唱えるEUの財政統合のステップが進むかもしれない。これについては、ゆっくりとはいえ前進するとの見方が多かった。国ごとの財政へのEUの関与を強めることは難しいとしても、国債発行市場や預金保険の統一などの懸案が進むことは、通貨ユーロへの信任の強まりとなる。

最後に余談ではあるが、OECD本部でアジア企業のコーポレート・ガバナンスについて投資家として意見を伝える機会を持つことができた。特にアジア企業の最近のIPO(新規公開)の増大と成長機会、中国の企業ガバナンスと投資家の信頼などについて議論したことに価値があった。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter <https://twitter.com/NikkoAMofficial>