



情報提供資料

# TDAMフワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2019年8月23日

## ～ドイツの金利に関する二つのリスク～

### メインシナリオ：過去最低水準を更新するドイツ長期金利は横ばいに

ドイツの長期金利は、昨年10月から低下基調を辿ってきました。特に7月中旬以降は低下のペースが加速し、一時はマイナス0.7%を下回る場面も見られるなど連日過去最低水準を更新する状況となりました。背景には、米国の追加利下げ観測が高まる中でユーロ圏でも政策金利を引き下げのではないかと観測が高まっていることや、ドイツ経済の減速感が強まっていることなどがあると考えられます。

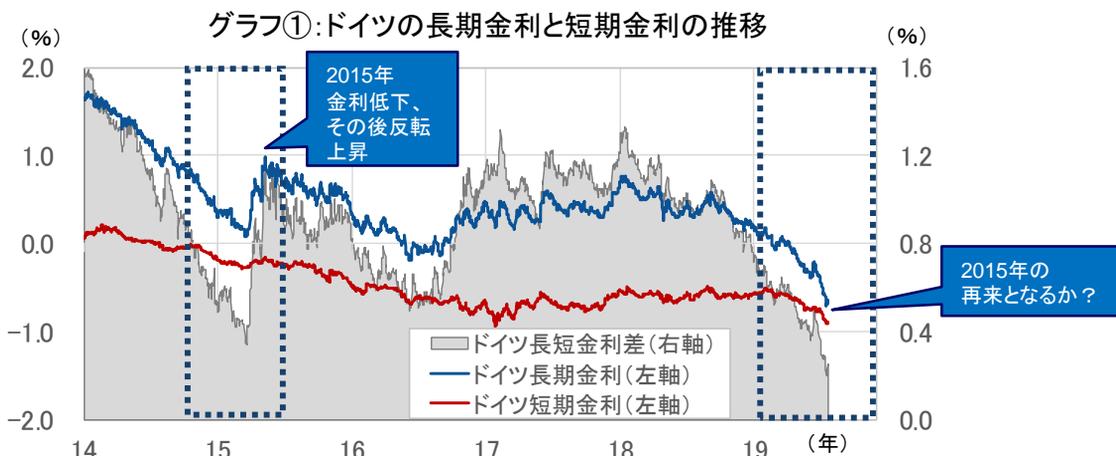
こうした中で、ドイツの長期金利の先行きに関するメインシナリオとしては、ドイツの製造業の景況感が当面は回復しにくいと見ているものの、既に相応に金利が低下しているため更なる低下余地は限定的であると考え、基本的には横ばいでの推移を想定しています。しかし一方で、アップサイド（金利上昇）とダウンサイド（金利低下）の双方向のリスクが高まっているとも見ており警戒しています。

### リスクシナリオ(1)：ドイツ長期金利は低下の反動で上昇へ

まずアップサイドリスクについてですが、2015年4月下旬から6月上旬にかけてドイツの長期金利が約0.9%上昇した事例があり、当時と現在ではやや類似している点が気になる点です。例えば、金利が急上昇する直前の推移が似ています。ECB（欧州中央銀行）に対する緩和期待を背景にブルフラット化※する形で長期金利が低下し、連日のように過去最低水準を更新している点は2015年当時も現在も当てはまります（グラフ①）。また、ECBに対する緩和期待の高まりとその後の後退にも注目しています。

当時はECBに対しての資産購入を通じた量的緩和への期待が高まり、同年1月に資産購入を決定し3月から実行しましたが、その後経済指標が好転したため次第に緩和期待が後退に向かう展開となりました。そうした中で金利が急上昇に転じました。

※ブルフラットとは、金利が低下する中で短期金利よりも長期金利の方が低下幅が大きくなる現象をいいます。



ドイツ長期金利：ドイツ国債10年利回り、ドイツ短期金利：ドイツ国債2年利回り

ドイツ長短金利差：ドイツ長期金利－ドイツ短期金利

期間：2014年1月31日～2019年8月20日（日次）

出所：Bloomberg等の各種資料をもとにT&Dアセットマネジメントが作成

1

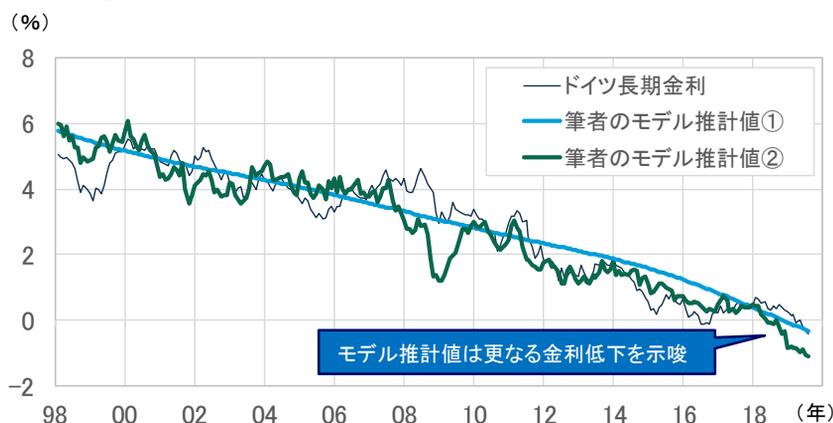
【ご注意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

一方、足許はECBに対して利下げおよび資産購入の再開を期待する状況となっています。まだECBは緩和策に舵を切っていませんが、市場の想定通り緩和策を打ち出したとしても材料出尽くしと市場が判断すれば、むしろ金利上昇のトリガー（引き金）になる可能性があるとしています。その際にはこれまでの大幅な金利低下の反動で比較的大きく金利上昇する可能性があるかと懸念されます。

## リスクシナリオ(2):ドイツ長期金利は更なる低下へ

次にダウンサイドリスクですが、過去の経済指標等と長期金利の関係から見ればさらに金利が低下する可能性も否定できません。筆者の手元の分析(グラフ②)をもとにすると、中長期的にはECBの資産規模対名目GDP比および名目潜在成長率とドイツの長期金利の趨勢には一定の関係性があるとしています。また、短期的には金利変動に関してドイツおよび米国の景況感を示す指標や欧州の政策不確実性指数の動向、ユーロ圏でのインフレ見通しとの関係性があるとしています。あくまでも簡便的なものですが、この分析では中長期的な面でも短期的な面でも金利は下振れしやすい状況が続くことが示されているため、足許の金利水準から更に低下するリスクについても警戒をしているところです。

グラフ②:ドイツ長期金利と筆者のモデルに基づく推計値の推移



ドイツ長期金利:ドイツ国債10年利回り

筆者のモデル推計値①:ドイツ長期金利の中長期的な趨勢

筆者のモデル推計値②:ドイツ長期金利の短期的な変動も含めた趨勢

(推計値は筆者の簡易的なモデルをもとに算出)

期間:1998年1月~2019年7月(月次)