



## かつての親友に捨てられたと感じる欧州

これによりユーロ統合はより強まるのでしょうか。

2025年2月21日

著者  
マーク・ダウディング  
ブルーベイ債券部門  
最高投資責任者(CIO)



### コメント要約

- 米国がウクライナ和平交渉を推し進め、EUが米国からの軍事支援に依存していることが露になる中、欧州は緊急性をもって防衛支出に関する議論をする必要があることが認識され始めています。
- 英国は、財政制約により防衛予算の増額が困難になっており、国民が政府の資金援助に依存する中で、労働党指導者の立場が危機に晒される可能性があります。
- 日本の10-12月期の成長の伸びは、日銀の継続的な金融政策の正常化を促しており、追加利上げへの期待が高まる中で日本国債利回り及び円は上昇すると予想しています。
- 防衛費の増額をEUの予算から共同で拠出するという決定は、ユーロ統合をより強める方向への前進であると捉えられ、域内のスプレッドに追い風になる可能性があります。とは言え、週末のドイツ総選挙ではポピュリズムの台頭が予想されます。

先週は、米国がロシアとのウクライナ和平交渉を推し進める中、欧州がその対応に奔走する一週間となりました。概して言えば、会談が開催される時、EUの代表者が同席も許されていないという点は、EUが軍事的には重要でないことを物語っていると言えるでしょう。

前週のバンス米副大統領による扇動的なスピーチを受け、欧州首脳陣は既に米政権の態度に不満を持っていたこともあり、かつて当たり前想定されてきた世界秩序が変化し、欧州は何らかの緊急性をもって対応する必要があることが急速に認識され始めています。

これにより、地域全体の防衛支出を大幅に増やしたいとの声が高まり、国家予算や既存の財政規則の枠を超え、EUレベルで財源が充当されることに関する合意につながりそうです。

しかし、支出を増やす合意に達することは、問題のほんの一部に過ぎません。現実的に言えば、EUにおける防衛産業のキャパシティは極めて限られており、米国からの継続的な支援なしに、独立して域内を防衛することが可能な体制を整える計画は、数か月ではなく数年単位での時間が掛かるとみられます。

また短期的に、EUは米国の兵器に資金を投入するとともに、自らの防衛セクターを構築しなければなりません。

少なくとも、この分野についてESG関連の反対意見は、払拭されつつあるように思われます。おそらく、投資家や利害関係者は、自分自身の安全保障を確保することが出来なければ、そもそも持続可能な投資などないということが明確となってきたのでしょう。

多くの側面から、このような防衛支出引き上げに対する動きは、既にここ数か月間で議論されてきたことであったため、実際には市場にとってそれほどのサプライズではありませんでした。しかし、コメンテーターが新たなニュースに相変わらず反応を示していることを踏まえれば、米政権における新たな現実がもたらす影響は、ようやく身を持って実感され始めたところのようです。

経済的な観点で言えば、防衛支出の増加は政府債務水準の上昇を示唆し、これが今後数四半期に亘って国債利回りの上昇を促す要因となるでしょう。実際、この一週間のこうした懸念を背景に、欧州債券利回りは足元でアンダーパフォームしています。

しかし、この先一年を見据えれば、防衛費の増大による財政面での経済成長の押し上げ効果に関しては懐疑的にみえています。とりわけ、EUが必要な武器の輸入を余儀なくされた場合には、尚更です。

このような点を踏まえれば、欧州の成長について、より建設的な見方をすることは困難であり、今後半年間、欧州中央銀行（ECB）は政策金利が2%に到達するまで利下げを継続するとみえています。

また、米国の関税引き上げが成長見通しをさらに押し下げることになれば、さらなる緩和が必要となる可能性があるでしょう。

このような見方に基づけば、利回りを上昇と低下の双方に促す相反するドライバーがあることから、欧州の債券利回りについては現時点で特段強い見方を保有していません。とはいえながらも、ドイツ10年国債利回りは2.7%前後で割安感が出始めるとみえています。

一方、英国では、財政余地が不足していることから、労働党政権が嫌な役目を引き受ける立場に置かれています。

英国の防衛予算は他の複数のEU諸国を上回っているものの、英陸軍が戦略目標に対して相応に兵力不足となっていることから、さらに防衛費を増額させる必要があります。

しかし、税金を増やしたり、社会保障を削減したりする必要がある政策は政治的に不人気で、党内からの反発も踏まえれば、リーブス財務相やスターマー首相の立場を危機に晒す可能性があります。

この冬に他の給付を受けていなかった年金受給者への冬季燃料給付の廃止を巡る騒動は、国からの資金援助にますます依存するようになった英国社会において、いかに支出削減が困難であるかを浮き彫りにしました。

現時点において、英国はすでに予算に関する英予算責任局（OBR）の規則に違反するリスクに直面していると見ていますが、このOBRの評価自体も、急速な生産性の伸びを前提とした極めて楽観的な予測に強く依存しています。

その結果、政府が策を講じる余地はほとんどなく、よりバラ色な絵を描くために計算を工夫する幅も狭まっています。

この間、賃金の伸びやインフレ率は上昇しており、英国にとってスタグフレーション・リスクはさほど遠くない場所にあると言えるでしょう。

成長は依然としてほぼ皆無で、先行きについて楽観的な見方をする要因も見えづらくなっています。このような点を踏まえ、英国債及び英ポンドに対しては弱気な見方を維持しています。

一方で、日本の上空はより晴れているように見受けられます。10-12月期の成長の伸びは、日銀に好感され、継続的な金融政策の正常化を促す素地となるでしょう。

引き続き、日銀は7月に政策金利を0.75%に引き上げるとみっていますが、4-6月期の日銀会合はいずれもライブ・イベントとなり、利上げタイミングが早まる可能性もあるでしょう。

このような見方によって、日本国債利回りは上昇を続けており、その過程において、保有する長期国債のショート・ポジションを徐々に削減しています。

これまでに日本の債券市場で見てきた動きをよりわかりやすく示すとすれば、資産クラスとしての日本国債のトータル・リターンは、過去10年間で見てマイナス圏に突入してきています。

とは言いながらも、10年国債利回りが1.50%を超えれば国内投資家からの支持が増えると思われ、現時点での日本でのより有力な投資機会は、国債のショート・ポジションよりもむしろ、円のロング・ポジションであるとみています。

この一週間は、珍しく米国市場の話題が脇に置かれたように感じられました。プレジデント・デーの祝日によって取引日は少なく、価格動向には落ち着きが見られました。

目先は米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げも利上げもないと予想されることから、米2年債利回りは預金金利とほぼ同等の4.3%に近い水準に留まるとみています。

トランプ大統領就任前に上昇していた米ドルは足元で幾らか調整しており、株式市場でも価格変動を促す目新しい材料に乏しいことから、株価はここ数週間ほぼ横ばいで推移しています。

こうした状況は、社債市場にとっては概ね支持材料となっていますが、スプレッドがタイトな水準にあることによって、社債の大幅な上昇余地は限られています。

日本国債のショート・ポジションは、過去数週間に亘ってリターンにプラスに貢献しています。

ここ数日間は、米国債に対するドイツ国債のロング・ポジションがリターンの足かせとなっています。しかし、ソブリン・クレジットでは、ウクライナの和平への期待が高まったことによる恩恵を受け、ルーマニア国債のスプレッドが縮小しています。

さらに、防衛費の増額をEUの予算から共同で拠出するという決定は、ユーロ統合をより強める方向への前進であると捉える見方もあります。

その意味で、トランプ政権はEU加盟国をより緊密に結びつけるきっかけをもたらす可能性があり、そうならば、域内のスプレッドに追い風になるとみています。

とはいえ、週末のドイツ総選挙ではポピュリズムの台頭が予想されます。特に、隠れ「ドイツのための選択肢」（AfD）支持者が、この極右政党の得票率を20%超に押し上げるかどうかは興味深く見守っています。

## 今後の見通し

私たちが不確実な時代に生きているということは、もはや陳腐な決まり文句のようになっています。しかし、地政学的なイベントはこれまで維持されてきた多くの常識を覆しており、それが結果的に、私たちを取り巻く世界だけでなく、金融市場にも大きな影響を及ぼす可能性があるように感じられます。

このような視点から、足元ではやや慎重なポジションを維持し、慢心と見られる動きがあるならば、それに従わない姿勢が賢明であると考えています。

特にウクライナ情勢に目を向けると、仮にウクライナ政府が自国の治安の保障を欠いた、悪い和平案とみなすのであれば、米露の合意が自動的にウクライナにおける戦争の終結を意味するとは限りません。その場合、戦争を続けることが理にかなっており、実際に戦争への取り組みを増強すると決定することもあり得るでしょう。

同様に、仮に和平合意によって敵対行為が停止することになったとしても、停戦が長続きする保証はないでしょう。

さらに、ウクライナでロシアが全面勝利を収めた場合、プーチン氏がそこで止めないのではないかと懸念も高まっています。欧州への影響を考えれば恐ろしいことで、情報に精通した評論家であれば、ロシアの軍事力が今や欧州の他の国々を総合した軍事力をも上回っていることを見逃さないでしょう。

さらに、ウクライナからの難民の波が押し寄せるリスクは、確実に多くの国における移民への許容度が分岐点を超えることにつながるでしょう。結果として、欧州全体が、よりポピュリスト的で、国家主義的な右派の方向へと進むことになるかもしれません。

トランプ米大統領とパンス副大統領は、欧州を見て、内なる敵を挙げ、右に傾いているこのトレンドが、トランプ政権もワシントンDCで戦いを仕掛けている「意識高い系のウイルス（Woke Mind Virus）」に感染した大陸の治療にも役立つことを期待しているのかもしれません。

しかし、プーチン氏やその他の有力者に権力を与えることが正しい方法ではないことは明らかです。そして米国が、自国の利益は過去70年間に亘って既存の世界秩序によってもたらされてきたということを思い出してくれることを願ってやみません……。

## ディスクレーム

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となります。

(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、契約資産を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



RBC BlueBay  
Asset Management