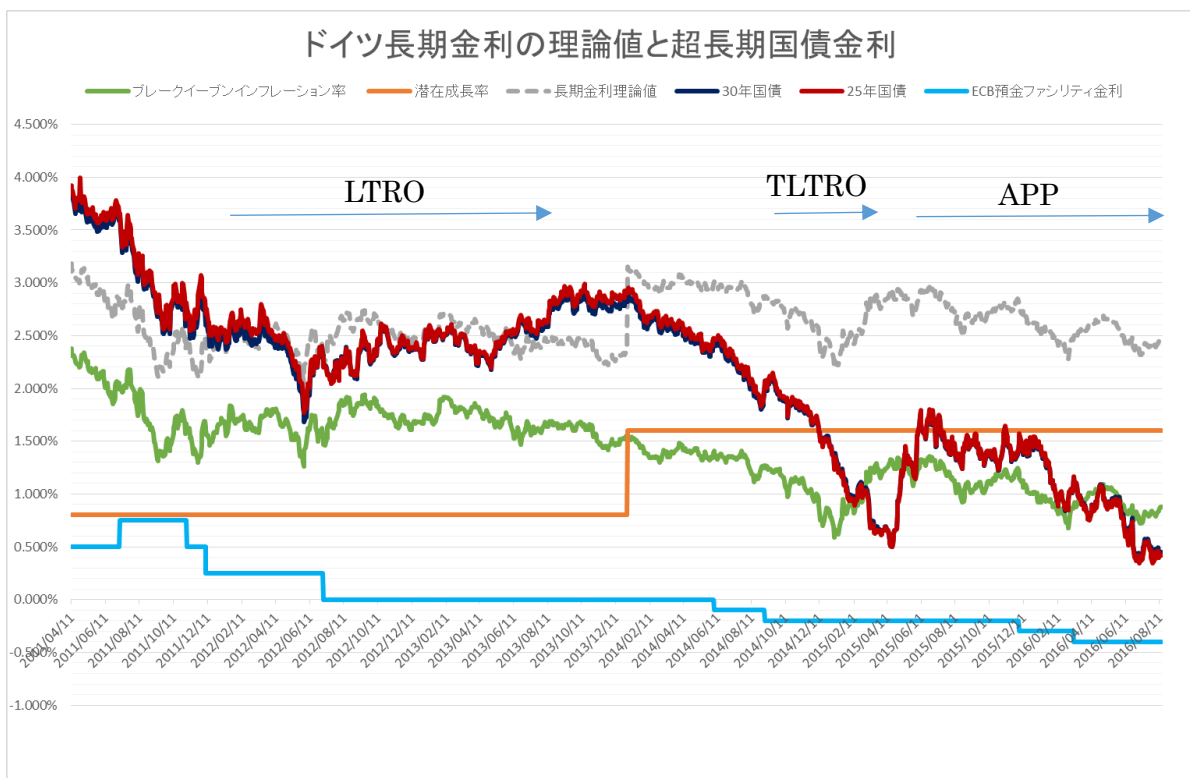


## スペイン・イタリア超長期国債金利の動向

### 1. 理論金利と超長期の動向

- 超長期の金利の理論値を算出するのは、理論的に非常に難しい課題です。今回、一つの算出方法である潜在成長率と期待インフレ率から、超長期金利の理論値を算出する手法をもとに超長期金利と理論値との関係を見てみることにします。なお、潜在成長率は、OECD による予測値を利用し、期待インフレ率は、10 年の各国のブレイクイーブンインフレーション率を便宜的に利用します。
- 先ず、ドイツの状況をグラフ 1 より見てみます。ドイツの超長期の金利は、欧州中央銀行 (ECB) による金融緩和以前は、理論値を上回った水準で推移しています。2011 年 10 月以降の金融緩和により、理論値に近づき、ECB による長期資金供給オペレーション (LTRO) の実施以降理論値に沿った水準で推移しています。その後、2014 年 6 月の預金ファシリティ金利の引き下げ以降の金融緩和 (貸出条件付長期資金供給オペレーション (TLTRO) 及び資産購入プログラム (APP) といった量的緩和も相まって) を契機に理論値から著しく乖離して推移しています。

グラフ1



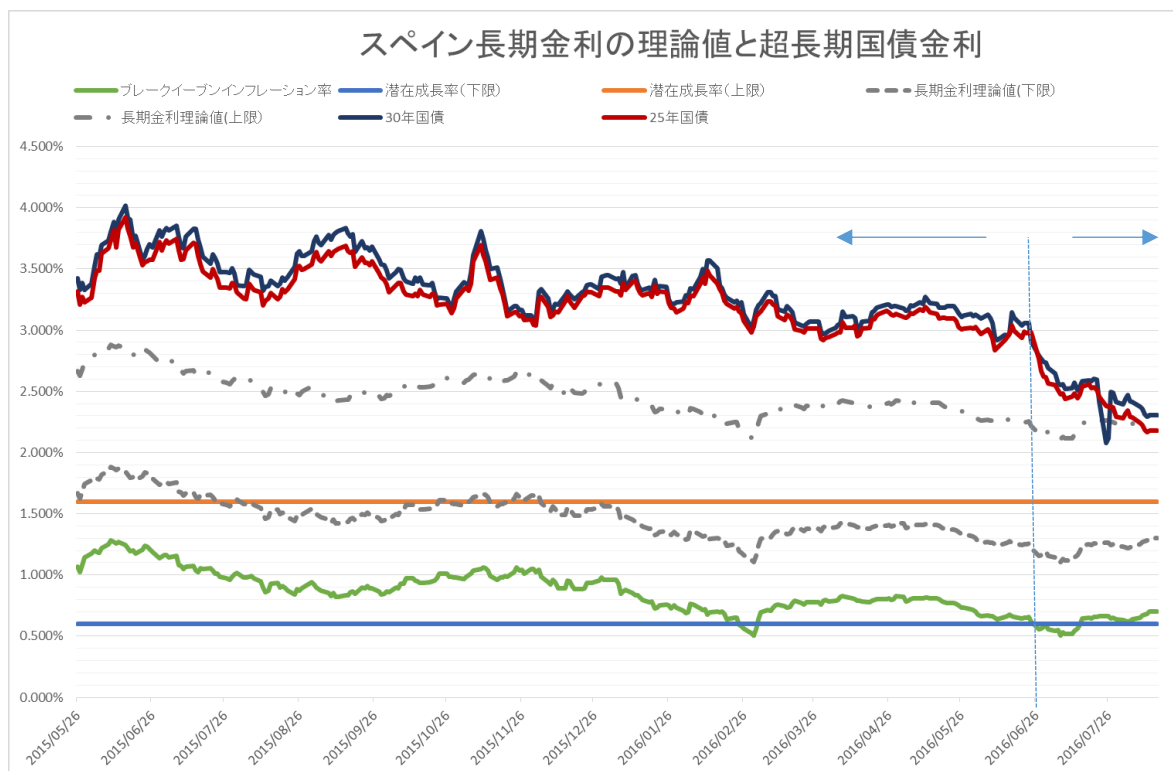
Bloomberg、OECD 資料より、当社作成

- このことから、ECB の金融緩和により、ドイツの国債金利は著しく理論値から乖離した水準

へ下がっていることが見て取れます<sup>1</sup>。

## (1) スペインの状況

グラフ2



Bloomberg、OECD 資料より、当社作成

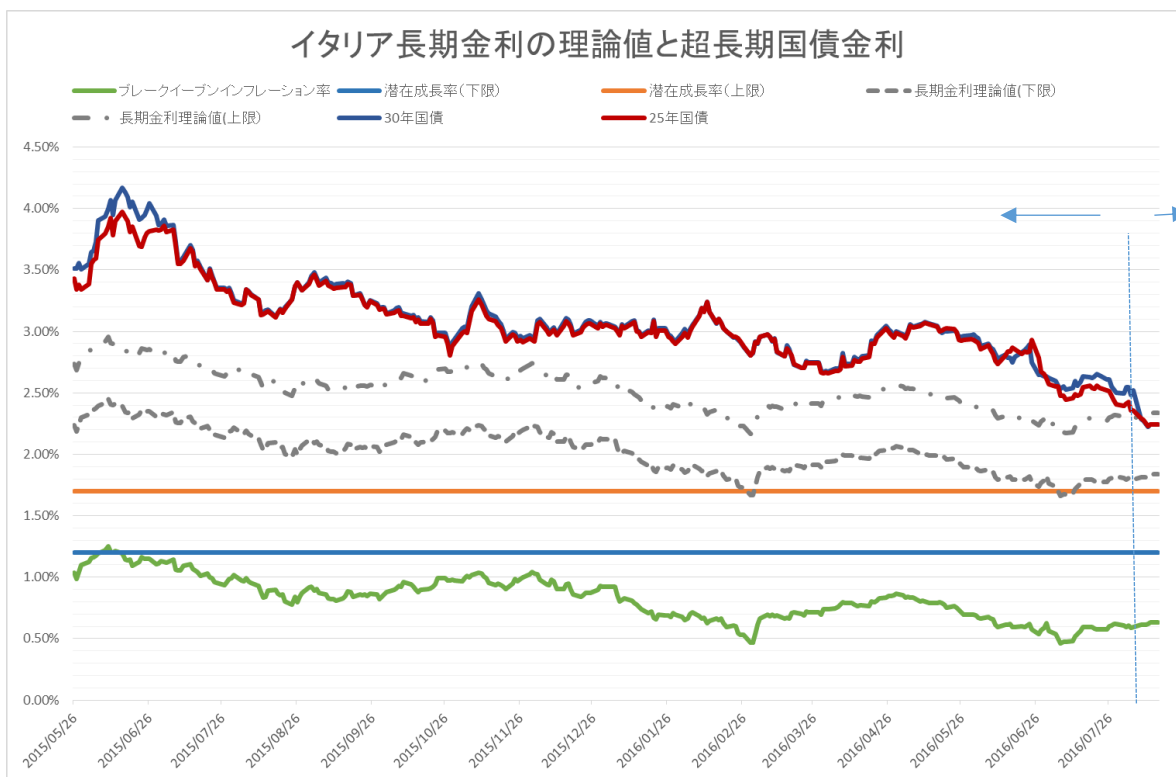
- グラフ2は、スペインの長期金利の理論値と超長期金利の ECB の量的緩和以降の推移を見たものです。スペインの超長期金利は、ECB の量的緩和以降も、理論値を上回って推移してきました。
- 一方、本年の 6 月 26 日以降、この状況に変化がみられます。6 月 26 日は、スペインの総選挙<sup>2</sup>が行われており、この結果、国民党が議席を伸ばし、政治の安定が確認されました。その後、長期金利は、理論値に急激に近づき、理論値に沿って推移しています。

<sup>1</sup> 物へ投資し、得られる利回りより、金融市場でのリターンである金利の水準が著しく低い状況になっており、实体经济と金融の間が歪んだ状態となっている。

<sup>2</sup> 2015 年 12 月 20 日に投開票された 2015 年スペイン議会総選挙では過半数の得票を得た政党が存在せず、総選挙後の連立協議も不調に終わったため、約半年後の 2016 年 6 月 26 日に再選挙が行われることとなった。連立協議に失敗したことが引き金となったスペイン議会総選挙はこの選挙が初めて。ポデモスと統一左翼 (IU) は他の少数派左派政党とともに、ウニードス・ポデモスという選挙連合で総選挙に臨んだ。当初、ウニードス・ポデモスの躍進が予想されたが、2011 年から政権を担っている国民党 (PP) が議席数を伸ばす結果となった。

## (2) イタリアの状況

グラフ3



Bloomberg、OECD 資料より、当社作成

- グラフ3は、イタリアの長期金利の理論値と超長期金利の ECB の量的緩和以降の推移を見たものです。イタリアの超長期金利もスペインと同様、ECB の量的緩和以降も、理論値を上回って推移してきました。
- 今年のスペイン総選挙以降、金利が下がりだし、8月に入って急激に低下し、理論値の内側で推移しています。これは、一つには、ECBによるストレステストの結果を受け、銀行の不良債権問題が進展するとの見方が広がり、不安が薄れた可能性を示唆しているものと思われます。
- スペイン、イタリアの長期金利とも、理論値に近づいてきており、長期金利は、ECB の緩和効果が表れ、安定した状態に戻りつつあることを示しているものと思われます。

## 2. ドイツ長期国債金利とスペイン・イタリア長期国債金利の関係

### (1) スペイン国債金利とイタリア国債金利の関係

- スペイン国債とイタリア国債の金利は、ECB の QE が始まって以降、スペインの格付<sup>3</sup>けが、イタリアより良いにもかかわらず、スペイン金利が高い状況が続いていた。(グラフ4参照)

グラフ4



出典: Bloomberg

※黄色のラインが、イタリア 25 年国債金利、白のラインが、スペイン 25 年債金利、緑のラインがドイツ 25 年国債金利

- この金利の逆転関係が 6/26 のスペイン総選挙以降、この関係が逆転しました。スペインの政治不安が払拭されたことにより、正常な状況に戻りつつあることを意味するものと思われます。
- では、この動きをドイツ国債との関係の分析を通じてみてみることにします。

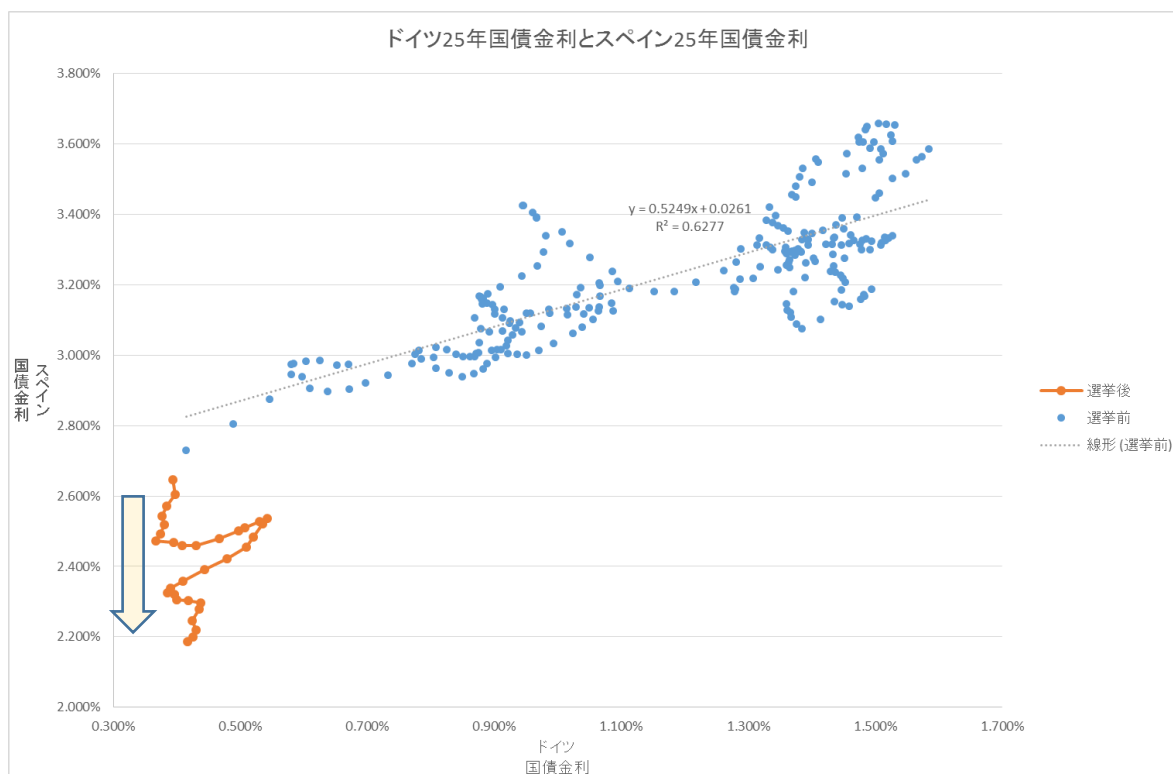
### (2) スペイン国債長期金利

- グラフ5は、スペイン 25 年国債金利とドイツ 25 年国債金利の関係をイタリア国債とスペイン国債の金利の逆転期間 (APP 開始から選挙前まで) とそれ以降に分けてみたものです。これを見ると、選挙前までの期間は、ドイツ国債とのスプレッドが、平均して 2.61% 程度あり、比較的安定して推移していました。
- 6 月 26 日の選挙後は、スプレッド差を潰しに行く動きがみられ、現状、1.77% 程度まで縮小

<sup>3</sup>現状、スペインの格付けは BBB+/Baa2 (S&P/Moody's)、イタリアは BBB-/Baa2 (S&P/Moody's)

しています。この動きは現在進行形であり、日々スプレッドが縮んでいっている状況です。スプレッドは、過去、ECBのAPP開始直後に1.478%を示していますが、今後、スプレッドが、1.5%程度まで縮小していく可能性もあります。

グラフ5

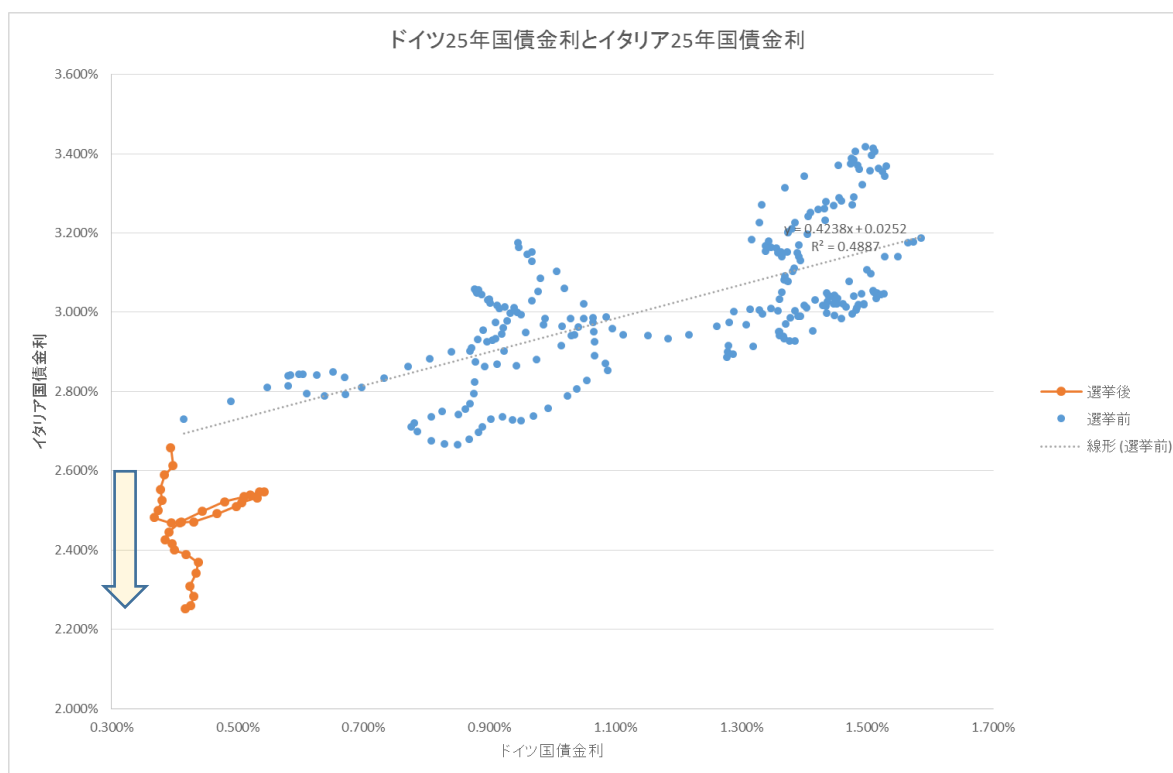


Bloomberg より当社作成

## (2) イタリア国債長期金利

- イタリア 25 年国債に関しても、グラフ6を見る限り、金利逆転前の期間は、スプレッドは平均して 2.52%程度で安定していたものが、金利逆転以降、急激に縮小しています。(グラフ6参照)
- イタリア 25 年国債とドイツ 25 年国債の金利のスプレッドもスペイン選挙以降、一方的に縮小しており、現時点では、1.834%まで縮小しています。イタリア 25 年国債とドイツ 25 年国債のスプレッドは、スペインとは異なり、APP 導入直後は、1.592%の水準であり、最小値は、2015 年 12 月 7 日<sup>4</sup>の 1.520%<sup>4</sup>となっています。

<sup>4</sup> これは、ECB の金融緩和への期待により、イタリア国債の金利が著しく下がった時期に当たります。この値は、実需に基づくものではない異常値と思われる。



Bloomberg より当社作成

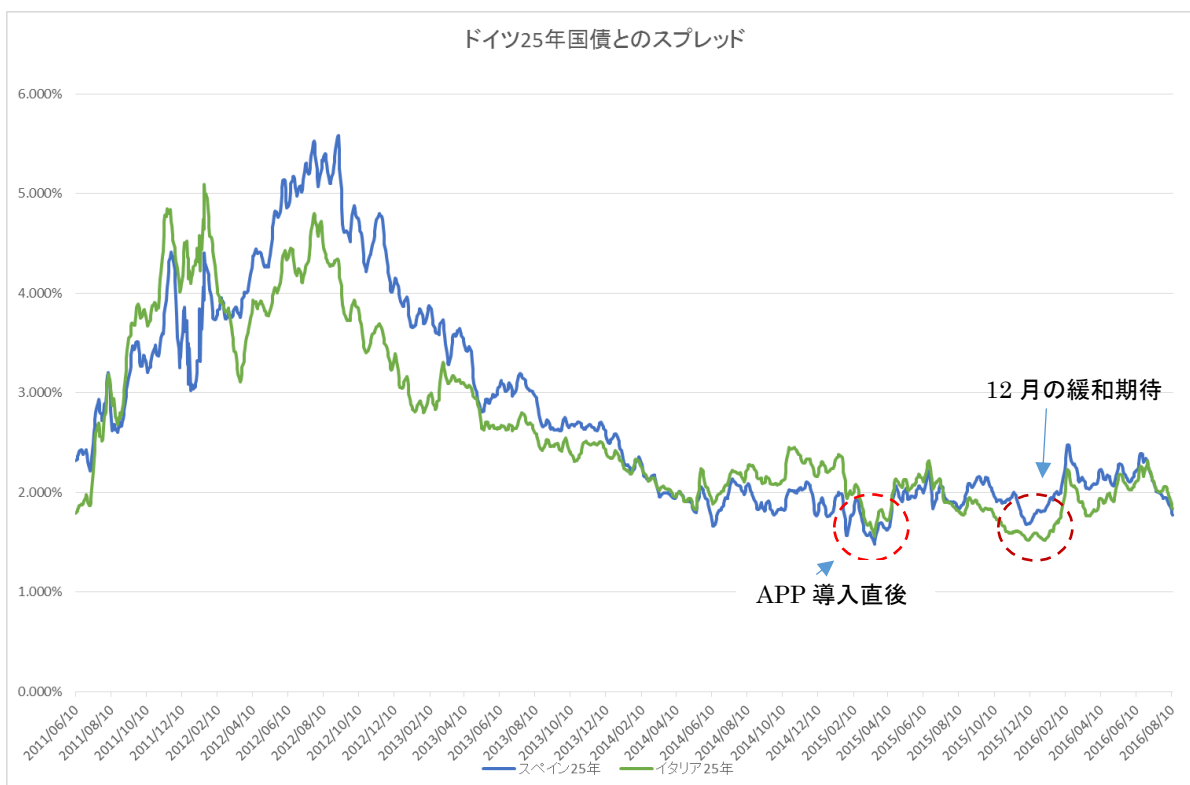
### 3. まとめ

- 長期の理論金利との関係でいえば、スペイン国債もイタリア国債も、ソブリン危機以降の異常な状態から、ECB の金融政策の効果もあり、平常時に近づいているものと思われます。（一方、ドイツ国債の金利は異常な状況となっており、今回用いた分析手法により説明できる状況ではありません。）
- スペイン 25 年国債の金利水準は、現状の動きから見れば、格付けの差に基づいた正常な水準への移行過程にあるように思われます。仮にそのような過程であるとすれば、ドイツ 25 年国債とのスプレッド差は 1.5%から 1.6%程度の水準で安定するのではないかと考えられます。
- 同様に、イタリア 25 年国債とドイツ 25 年国債とのスプレッドの最小値は、スペインとの格付け差を考慮に入れれば、APP 直後に示した 1.6%から 1.7%程度となるものと考えられます。（グラフ7参照）
- 一方、スプレッドのこれ以上の縮小は、格付けの変更や ECB の買い入れ限度枠の変更、EU による制裁<sup>5</sup>等といった現状と異なる外的な要因がない限り、発生する余地は少ないように思われます。

<sup>5</sup> EUによるスペインへの制裁措置は、2016/7/27に欧州委員会により見送りとなっていますが、10月15日までに、追加の財政再建策を提示することを求められています。

- 今後は、ある程度のスプレッドの縮小の後、ドイツ国債の金利の絶対値の低下に伴う、安定した動きに移行するのではないかと考えられます。
- 但し、現状の状況は、ECBによる金融政策により作り出されているものであり、テーパリングの実施等の金融政策の変更に伴い、ドイツ国債の金利が、理論値へ向かう可能性には注意が必要です。また、この時、①スペイン及びイタリア国債の金利もドイツ国債の金利の上昇とともに上昇する。②スペイン、イタリアの財政がその時点で改善していない場合、スプレッドの拡大が伴う可能性がある。の2点にも注意が必要です。

グラフ



Bloomberg より当社作成

商品本部

大塚

以上



本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うことになります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものでもありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
加入協会 日本証券業協会  
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター  
資本金 5億円  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 昭和24年7月  
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。