



## 欧州経済の振り返り： 一部の国は依然として赤字



カスパー・ハンス  
シニア・ポートフォリオ・  
マネジャー  
投資適格債チーム

2023年11月

「イタリアが投資適格  
級を失う可能性は  
度々指摘されていま  
すが、当社ではその  
可能性は低いと考  
えています」

### 欧州の「債務危機」は見慣れた光景かもしれませんが、 足元ではギリシャの目覚ましい進展が際立っています

いわゆる「債務対GDP比率」の低下が順調に進んでいる国も多く見られますが、イタリアについてはまだ若干の注意が必要かもしれません。

#### イタリアの財政赤字目標、EUの意向を上回る

警鐘が鳴り響いているような危機的状況ではないかもしれませんが、9月にイタリアが発表した予算案は、期待されたほどに健全なものではありませんでした。来年の成長率見通しは1.2%に引き下げられ、財政赤字目標（対GDP）は今年が5.3%、2024年4.3%へと引き上げられました。

新型コロナやエネルギー供給懸念によるショックがまだ尾を引いており、欧州大陸全体の景気がかなり低迷していることを考慮すると、ある程度の財政支出は必要であるとも言えます。しかし、イタリアの財政赤字目標はEUが期待する水準よりも高く、特に緊縮的な北欧のEU加盟国はそう感じているでしょう。

イタリアが投資適格級を失う可能性は度々指摘されていますが、当社ではその可能性は低いと考えています。イタリアの基礎的財政収支の赤字は、今年が1.5%、来年が0.5%と予想されており、まだ横ばいには程遠いかもしれませんが、それでも当面のGDPに対する債務残高の比率を安定させるには十分とも言えます。

唯一の注意点は、イタリアがEU加盟国からの支持を失った場合でしょう。しかし、ジョルジャ・メローニ首相は、副首相のマッテオ・サルヴィーニ氏に比べれば、明らかに穏健的です。彼女はウクライナ問題ではEUの姿勢に同調しています。また、チュニジアの経済支援と移民問題のためのEUの資金援助を主導しました。加えて、イタリアは中国の「一帯一路」構想から離脱する意向を示しており、欧州は独自に世界的インフラ投資のプロジェクトを展開しています。このような建設的な関係は、今後の予算交渉の円滑化に役立つでしょう。

## インフレの沈静化には時間がかかる

欧州大陸全体を見ると、欧州はグローバル市場の動きとほぼ一致しています。インフレは粘着性があり、物価の落ち着きには時間がまだかかると見られることから、ECBは当面4%程度の金利を維持すると考えています。特に住居費のインフレ沈静化には時間がかかることや、賃金インフレの観点でも欧州では通常2年ごとに給与交渉が行われるため、同様に時間を要することになるでしょう。

したがって、金利は高止まりするリスクがあり、イタリアの10年国債利回りは一時5%、ドイツは同3%まで上昇しました。

一方、GDP成長見通しは大きく改善する見込みはなく、実質GDP成長率は0~1%の範囲に留まるでしょう。これはつまり、投資家が債券市場に魅力を感じる機会が長期的に存在することを意味しています。

需給面を見ると、欧州債市場がどの程度機能するかと疑問もあります。ECBは3月、PSPP（公的部門購入プログラム）として知られる債券購入プログラムを終了しましたが、市場が債券の需給のバランスを自律的に見出せるかどうかについてはやや疑問を残しました。

## 「欧州大陸全体を見ると、欧州はグローバル市場の動きとほぼ一致しています」

ECBは2024年第1四半期に金融政策の見直しを行う予定ですが、ECBがより柔軟さをもって市場に関与できるようになることを期待しています。TPI（伝達保護措置）のようなプログラムもありますが、こういった政策が発動するためにはイタリアのスプレッドに圧力がかかる必要があります。



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ようになります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーゲント債	ハイリターン・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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

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