



Mehil Marku

シニア・インベストメント・ストラテジスト

2020年5月

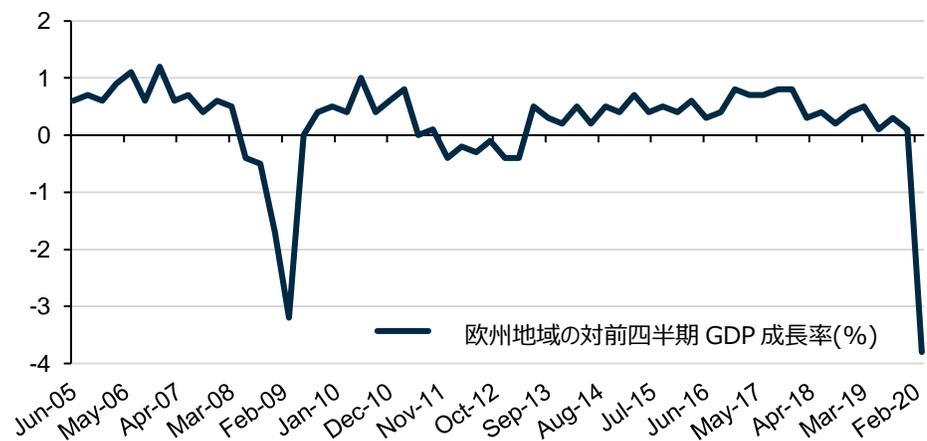
現在のEUの危機は、分裂ではなく団結を促す

新型コロナウイルス流行に起因する甚大な経済的損害に対するEU加盟各国の対応は、力強さと統一性に欠けており、改めてEU分裂の懸念が再燃している。しかしながら、足元の危機に対して「必要なことは何でもやる」というEU加盟国による協約が、今後も各国における対応策の基本理念となると我々は考えている。欧州の各国政府および欧州機関は、欧州経済を下支えし、欧州周辺国の利回りを支え、コロナウイルスの流行終息後のV字回復に向け必要とされるあらゆる手段を講じるであろう。欧州中央銀行(ECB)は、必要に応じて資産購入プログラムの規模を拡大し、購入期間を延長すると我々は考えている。また、欧州各国政府は、経済成長に対するさらなるリスクを回避すべく、引き続き積極的な経済促進策を維持するであろう。

今後何年にもわたって、欧州における政治的な摩擦が消え去ることはないであろうが、政治的不和だけでEUが分裂することはないだろう。逆に、今回の新型コロナウイルス禍は、EUの制度強化を助長したものであるとして歴史的に認識されることになる可能性が高い。世界あるいは各地域における既存および新興の大国が、ますます物事の方向性を決めるような世界において、このような国々に対等な関係を維持するためにはEUは遺棄されるべきではなく、むしろ強く団結すべきであるということを欧州各国は認識している。

過去10年にわたって欧州は、ギリシャ政権交代による国家財政の粉飾決算の暴露に端を発した欧州債務危機、2015年の欧州移民危機、英国のEU離脱問題、そして足元の新型コロナウイルス禍など、EU分裂の懸念を引き起こすような幾つもの危機を経験した。それぞれの危機を通じて様々な脆弱性が露呈し、これに対してEU加盟国や欧州機関が対応してきた。

図1：新型コロナウイルス禍によりEUの第1四半期のGDP成長率は大きく下落



出所：ブルームバーグ 2020年4月現在

WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

欧州債務危機は、ギリシャにおいて反緊縮を掲げて第一党となった急進左派連合(SYRIZA)に代表されるように、ポピュリズムの高まりを引き起こした。また、EU の予算および債務の枠組みに加えて、銀行セクターにおける改革の必要性を浮き彫りにした。欧州移民問題は、特に東西欧州間の政治的分裂といった深刻な政治的摩擦を引き起こした。これによって、反移民政策を唱える極右政党が台頭し、欧州における基本的な価値観への脅威となっただけでなく、既存政党にも大きな打撃を与えた。移民問題を巡って、イタリアとドイツにおいて連立政権が崩壊したことが、その好例であろう。

英国の EU 離脱に関する国民投票によって、うまく統制されなければ EU を分裂させるようなプロセスが始動してしまう危険性が欧州には存在しているということが明らかになった。足元では、深刻さを増す経済危機に向けた欧州の団結力および協調性が、新型コロナウイルス禍によって試されている。

こうした一連の危機を考えれば、EU 分裂論が依然として一部の市場参加者の間で支配的となっているのは理解できる。しかし、EU の各国政府や欧州機関は、それぞれの危機がもたらすマイナスの影響を回避するために断固とした対応を行ってきた。その過程において、最終的に欧州は EU の制度強化という共通の目標に幾度となく立ち戻ることができること、将来の危機についても対応能力があるということを市場は再認識した。

欧州債務危機を受け、EU は財政および債務に関するルールの遵守を促すため、財政赤字と債務を監視する厳格な枠組み(ペナルティを含む)を採用した。また、ECB と協調し、EU は金融市場に下押し圧力がかかる中で EU 加盟国の金融安定化を下支えするために、EU は欧州安定メカニズム(ESM)とアウトライト・マネタリー・トランザクション (OMT) を導入した。EU はまた、加盟国共通の預金保険の必要性について積極的に議論するなど、銀行セクターにおける改革に関しても大きな進展を遂げた。その一方で、経済成長に対する懸念の払拭とソブリン金利の下支えを目的として、ECB は幾つかの融資および資産購入プログラム(量的緩和政策)を開始した。

2015 年の欧州移民危機によって、欧州各国が移民政策について異なるビジョンを持っていることが浮き彫りになったが、それが長期的に影響を及ぼすことはなかった。2019 年の欧州議会選挙において、反移民を唱える政党はイタリアの「同盟」を除いて予想以上に苦戦し、前回の議会選挙よりも議席を減らした。依然として移民問題に関する欧州各国の見解は割れたままであるが、もはや移民問題は欧州における有権者の主要テーマではなく、EU の将来に対する脅威とはなっていない。

同様に、英国の EU 離脱は、多くの人々が懸念していたような合意なき離脱が回避され、最終的には欧州単一市場を守るという EU の決意の強化につながった。昨年 10 月に合意に至った英国の EU 離脱に向け

た交渉の期間にわたって、常に譲歩したのは英国側であった。英国としては残念なことに、EU は揺るぎない団結を堅持した。

当初は欧州諸国における団結の欠如が懸念されていたにもかかわらず、新型コロナウイルス流行に対しては EU レベルで迅速な対応が行われている。初期段階において、欧州委員会は EU 条約の「例外的な状況」に関する条項を発動し、財政規則の遵守を留保した。これにより、EU 各国が自国経済に及ぶ影響に対処するために必要とされる支出を事実上認めた。欧州委員会はまた、ウィルスの影響が最も甚大な国の保健医療システムを支援するための予算財源を公表した。ECB は、前例のないパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を導入し、7,500 億ユーロの資産購入を行うことを決定した。これは、欧州債務危機が最も深刻だった際の毎月購入額を上回るものである。一方、4 月 23 日には、資金を必要とする国に対し信用枠を提供し、企業に対しては一定の保証を与え、失業保険プログラムに資金提供を行うという内容の 5,400 億ユーロの経済対策が EU 理事会によって承認された。最も重要なのは、新型コロナウイルス流行が及ぼす影響から経済が回復するのを支援するため、「何兆ユーロ」もの資金から成る復興基金を設立することに、EU 各国の首脳が基本合意したということである。

ドイツ連邦憲法裁判所(GCC)は 5 月 5 日、「足元のコロナウイルス危機に関連して EU および ECB が講じた金融支援策について特段の懸念はない」との判断を下したものの、それでも資産購入プログラムが適法であることの根拠を ECB が「3 カ月以内」に示すことが出来ない場合には、現行の量的緩和プログラム(PSPP)におけるドイツ国債購入の阻害要因となるだろう。確かにこれは、ECB および EU の各国政府に投げかけられた新たな課題だと言える。しかしながら、本件の実質的な影響は、報道内容ほど懸念されるようなものではないと我々は考えている。特に PEPP に関して言えば、購入実施期間が最終的に 2021 年初めまで延長されたとしても、本質的には期間限定的な対応策である。また、ECB による資産購入が脅威に晒されることで、EU 各国政府の財政面でのさらなる取組み意欲が高まる可能性も否定できない。

予想に反して、足元の危機は、特にドイツにおいて与党政権を後押ししている。世論調査によれば、今回の危機が発生して以来、EU 懐疑政党や反移民政党は支持を集めていないことが明らかになっている。ドイツにおいて AfD の支持が減少していることが好例であろう。しかし、イタリアでは、同国における新型コロナウイルス流行に対する EU レベルの初期支援が十分でなかったことにより、EU 加盟への支持が低下している。しかし、今年末あるいは 2021 年初めに復興基金の運用が開始され、現在実施されている金融政策の影響がイタリア全土で感じられるようになれば、同国の EU 加盟に対する足元の支持率の低下は回復に向かう可能性が高いと我々は考えている。また、イタリアの法的制度は極めて欧州統一主義的なものであり、EU 加盟の是非を問う国民投票実施に向けた法的手段を有していない。

欧州の団結が、多くの欧州周辺国債券にとってプラス材料に

最終的には、ソブリン債発行体である欧州各国の財務状況は、各国の信用力にまで影響を与える。欧州通貨単位(ECU)が開始された際に名目上求められていた（ただし、概して条件を満たす国はなかった）当時のマーストリヒト基準を達成してはいないものの、加盟国は 2012 年の欧州債務危機以降、財政赤字を大幅に削減している。幾つかの国は痛みを伴う構造改革を実施して経済成長を押し上げてきたが、中にはギリシャ、キプロス、ポルトガル、アイルランドのように、財政黒字を計上している国もある。こうした国々の信用格付の安定あるいは改善には、経常黒字の計上だけで十分だろうか。現時点では断言できないが、EU 加盟国が信用格付を改善するべく最善の努力を続ける限り、2 つの要素が欧州ソブリン債にとってプラス材料となる。すなわち、予算に関する規則を遵守するために EU は団結すべきであるという圧力と、信用市場における ECB からの強固な支援である。これらの要素が組み合わさって、少なくとも短中期的には、欧州周辺国が債券ポートフォリオにおける有効な投資テーマとなる可能性が高い。

留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム、2020 年 5 月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界的にみると次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社（PGIM ジャパン）、(iii) シンガポールの PGIM（シンガポール）におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たって PGIM はお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているのではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。また PGIM フィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点で PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIM フィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIM フィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時には PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社や役職員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およ

びそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIM フィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外の PGIM フィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面で PGIM フィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくは PGIM フィクスト・インカムのフォーム ADV 第 2A 部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドが情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIM リミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEA の様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第 2 次金融商品市場指令（MiFID II）の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対して PGIM リミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州 2001 年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

2020-3047

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Current EU Crisis to Boost Solidarity, Not Fragmentation"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ72485