

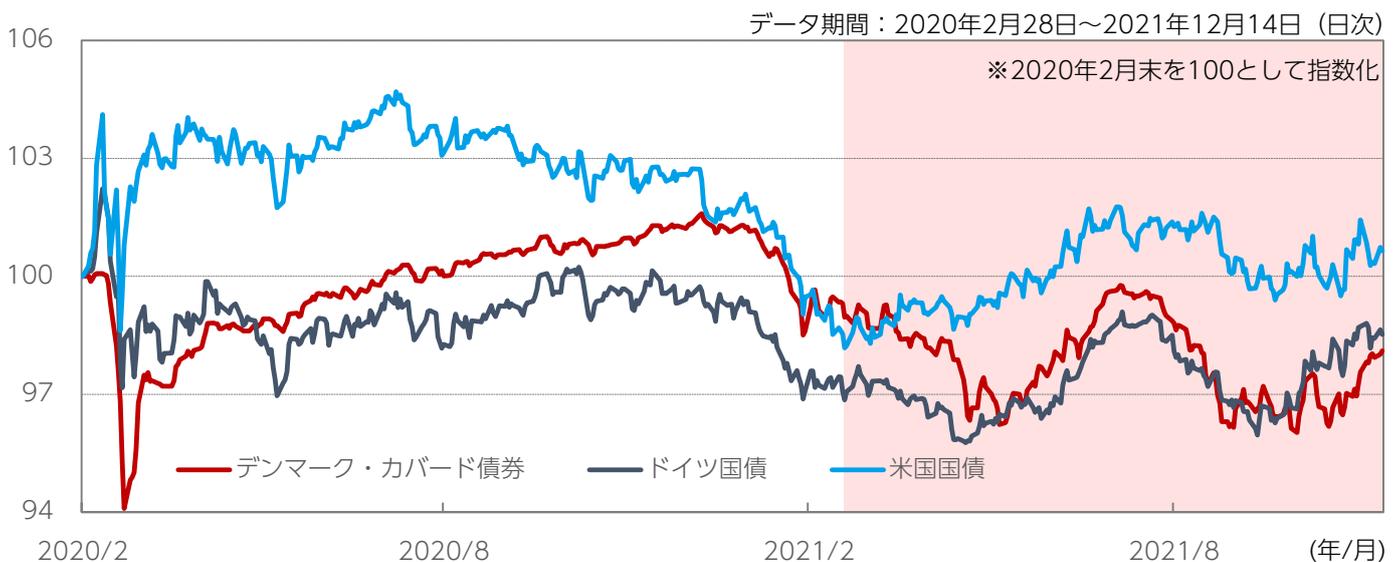
金融市場NOW

# デンマーク・カバード債券の動向と今後の注目点について

## 欧米金利の動向に左右される展開が続く

- ▶ 8月上旬に1.17%まで低下した米長期金利（米国10年国債利回り）は、インフレ懸念の高まりや米国の早期利上げ観測から再び上昇基調を強め、10月下旬には1.70%まで上昇しました。
- ▶ これまで『物価上昇は一時的』との認識を貫いてきたパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長も、高止まりするインフレに警戒感を示し、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、テーパリング（量的緩和縮小）加速を決定しました。市場では、今回のFOMCに対する大きな混乱は見られず、金利上昇は一旦落ち着き足元では1.40~1.50%台で推移しています（図表1）。
- ▶ 欧州では、新型コロナウイルスのワクチン接種が進み、景気回復期待が高まっていることや、欧州中央銀行（ECB）による資金供給策の縮小が意識されたことなどから、欧州長期金利（ドイツ10年国債利回り）も緩やかな上昇基調で推移してきました。しかしECBのラガルド総裁は、『インフレ率は短期的に高止まりが見込まれるが、2022年中に低下する公算が大きい』と述べ、『（物価を2%程度で安定させるためには）まだ金融緩和が必要』との認識を示しています。
- ▶ 10月中旬に再びマイナス0.1%を超える水準まで上昇した欧州長期金利は、11月上旬以降、マイナス0.2~0.4%前後で推移しています（図表1）。

図表1：欧米の国債とデンマーク・カバード債券の推移



【欧米の国債利回りの推移】



出所)ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 デンマーク・カバード債券：ニクレディットDMBトータルリターンインデックス(現地通貨ベース)  
 米国国債、ドイツ国債：FTSE世界国債インデックスの各国国債インデックス（トータルリターン、現地通貨ベース）

## ECBの金融緩和継続が見込まれ、大幅な金利上昇は想定しにくい

- ▶ 経済活動の正常化にともなうインフレ懸念を背景に、米国がテーパリングを開始し、世界的に金融緩和策の出口が意識され始めています。しかし、ECBは金融緩和継続の必要性を改めて強調するとともに、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）終了後も従来の債券購入プログラムによる国債買い入れを継続する方針であることなどから、当面、慎重に金融政策の運営を行っていくことが想定され、今後、欧州債券市場において大幅な金利上昇は見込みにくいと考えられます。
- ▶ デンマーク・カバード債券は、一般に、金利上昇局面では期限前償還が発生しにくくなるため、デュレーション\*が長くなるという特性があります。急激な金利上昇局面においては、デンマーク・カバード債券のこの特性が大きくマイナスに働きます。足元では、相対的にデュレーションの長い1.0%債や1.5%債を中心にアンダー・パー（債券価格が額面を下回る状態）で推移しています（図表2）。

\*金利の変動に対する債券の価格変動の大きさを表す。一般に、デュレーションが長い債券ほど金利の動きに対する債券価格の感応度は大きくなる。

図表2：クーポン別デンマーク・カバード債券価格の動向

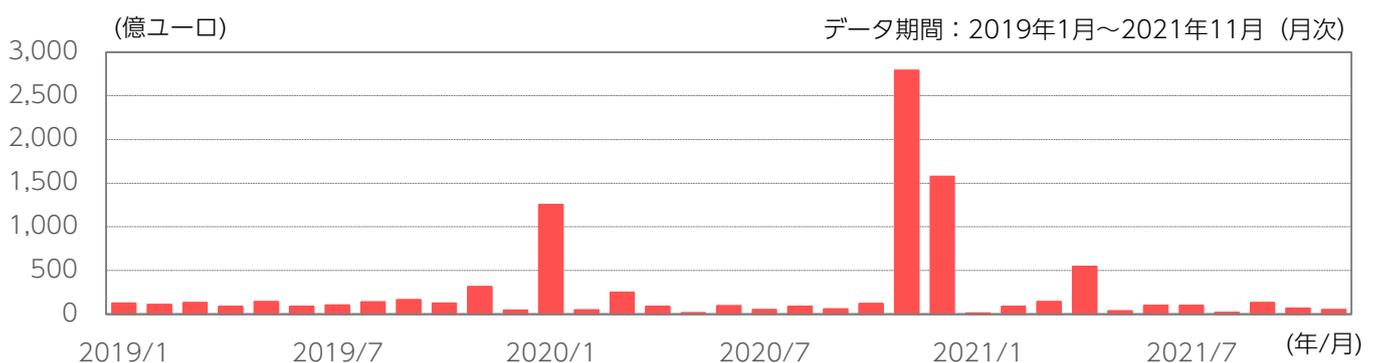


※ニッセイ・リアルクレジット(2050年10月償還)クーポン別デンマーク・カバード債券価格の推移(出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## 供給過剰による債券価格への下押し圧力は徐々に逓減へ

- ▶ デンマークでは、新型コロナウイルスの感染防止策のための在宅勤務や空間確保などを理由に、より大きな家屋への住み替えや別荘の購入需要が高まりました。金利が上昇基調を強め始めた2021年3月以降も住宅ローンの借入れニーズは減退することなく、デンマーク・カバード債券の月間発行額は例年並みの水準で推移してきましたが、10月の月間発行額は直近のピークである4月の発行額の1割程度にとどまっています（図表3）。
- ▶ 足元では、欧州において再び新型コロナウイルスの感染が広がっています。デンマークの12歳以上のワクチン接種率は80%を超えており、一部では行動制限が残るものの、経済活動は徐々に正常化に向かいつつあります。今後は、感染防止策のための過度な住宅需要は抑制されることが予想されており、供給過剰（債券発行量の増加）による債券価格の下押し圧力は徐々に弱まっていくことが予想されます。

図表3：デンマーク・カバード債券の発行額の推移

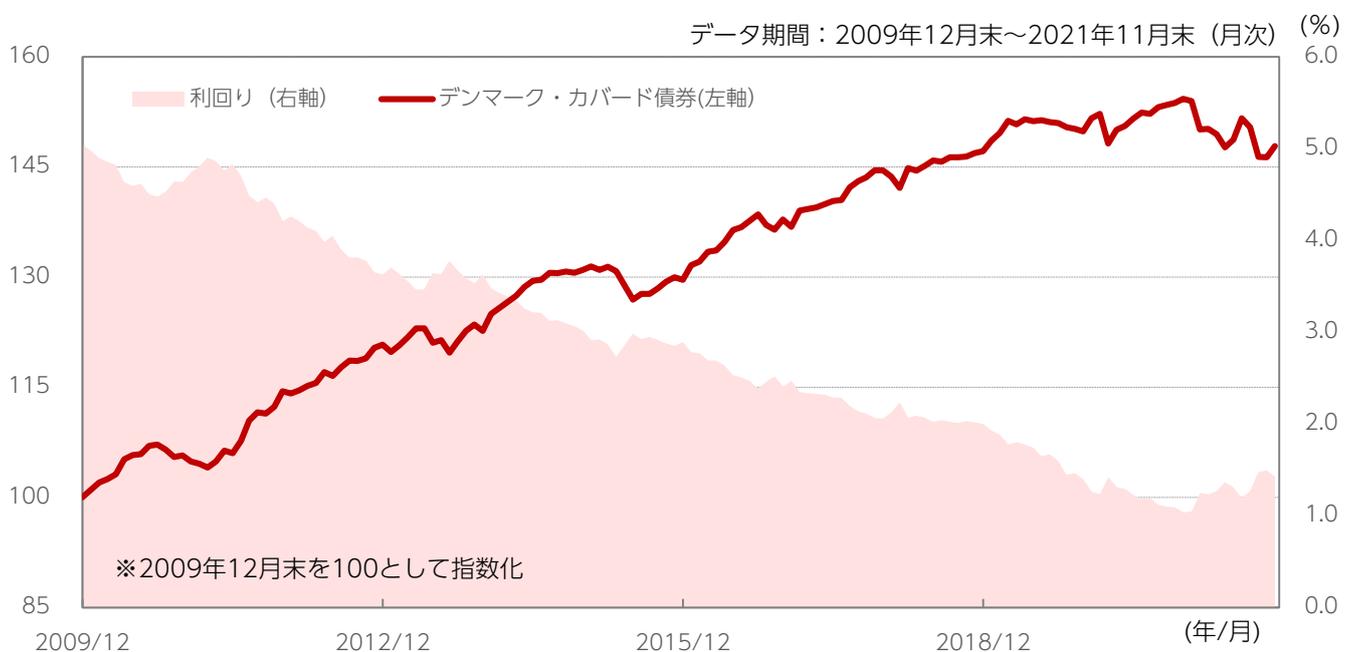


出所)カバードボンドレーベルのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## デンマーク・カバード債券市場を左右する外国人投資家の存在感

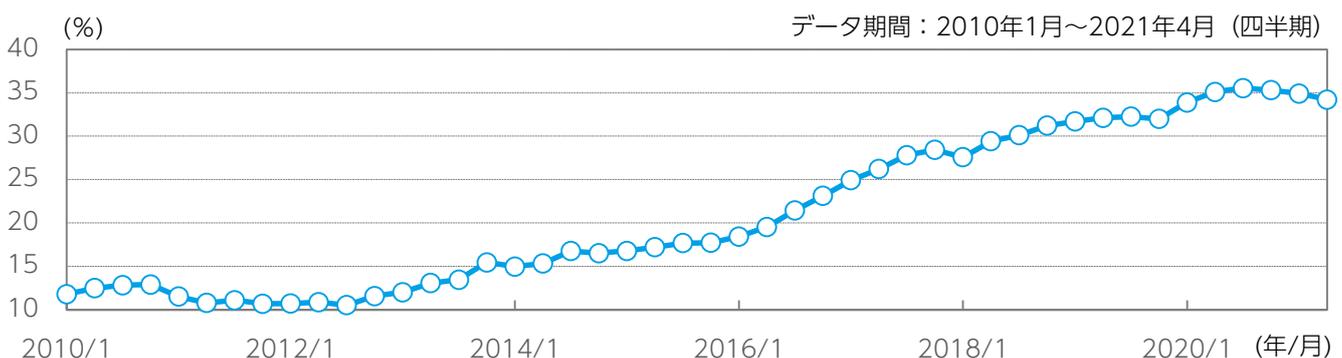
- ▶ かつて、デンマークの年金基金や保険会社などがデンマーク・カバード債券の大半を保有していました。主要国の金融当局による長期にわたる低金利政策などを背景に、デンマーク・カバード債券は、高い利回りを求める海外投資家などの注目を集めることとなりました。
- ▶ 金利上昇の影響により、足元のデンマーク・カバード債券は下落基調となっていますが、長期で見た場合、概ね上昇基調で推移してきました（図表4）。堅調だった背景には、外国人投資家を中心とした資金流入が要因として考えられます。
- ▶ デンマーク中央銀行によれば、デンマーク・カバード債券の外国人投資家の保有率は2013年以降に急増し、2021年4月時点での外国人投資家の保有率は約34%となっていることから（図表5）、デンマーク・カバード債券市場で外国人投資家は影響力のある存在となりつつあるとみられます。

図表4：デンマーク・カバード債券の価格と利回り推移



出所)ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 デンマーク・カバード債券：ニクレディットDMBトータルリターンインデックス(現地通貨ベース)

図表5：デンマーク・カバード債券の外国人投資家の保有率推移

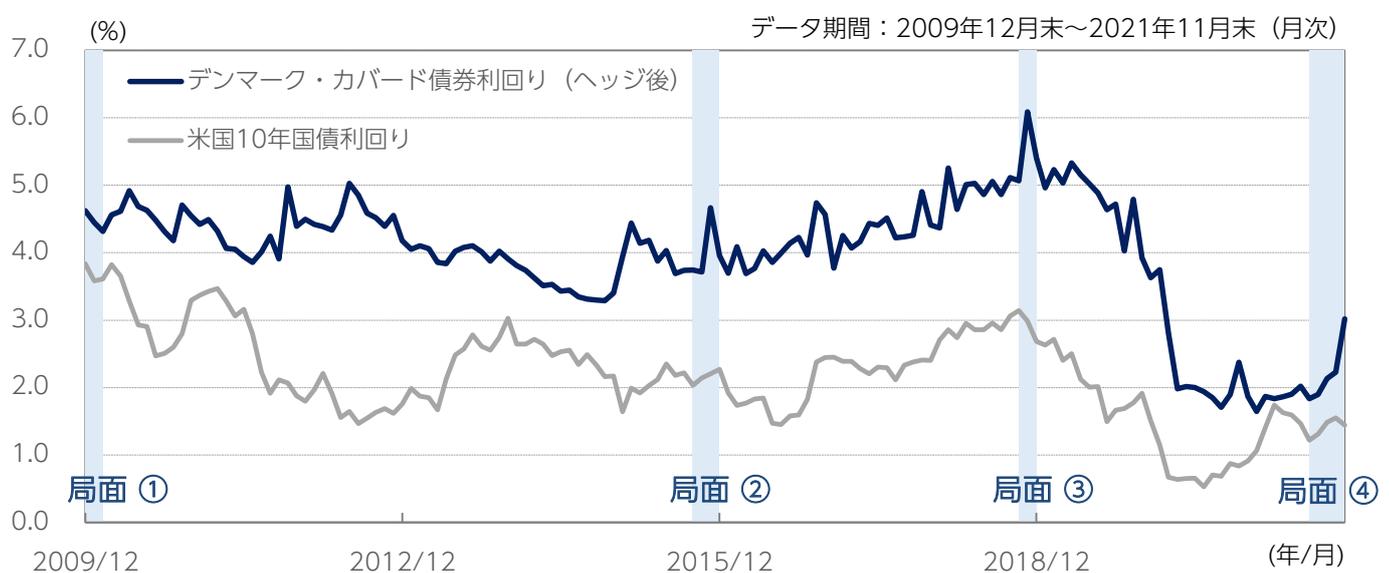


出所) デンマーク国立銀行のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 ※固定利付債の外国人投資家の保有比率

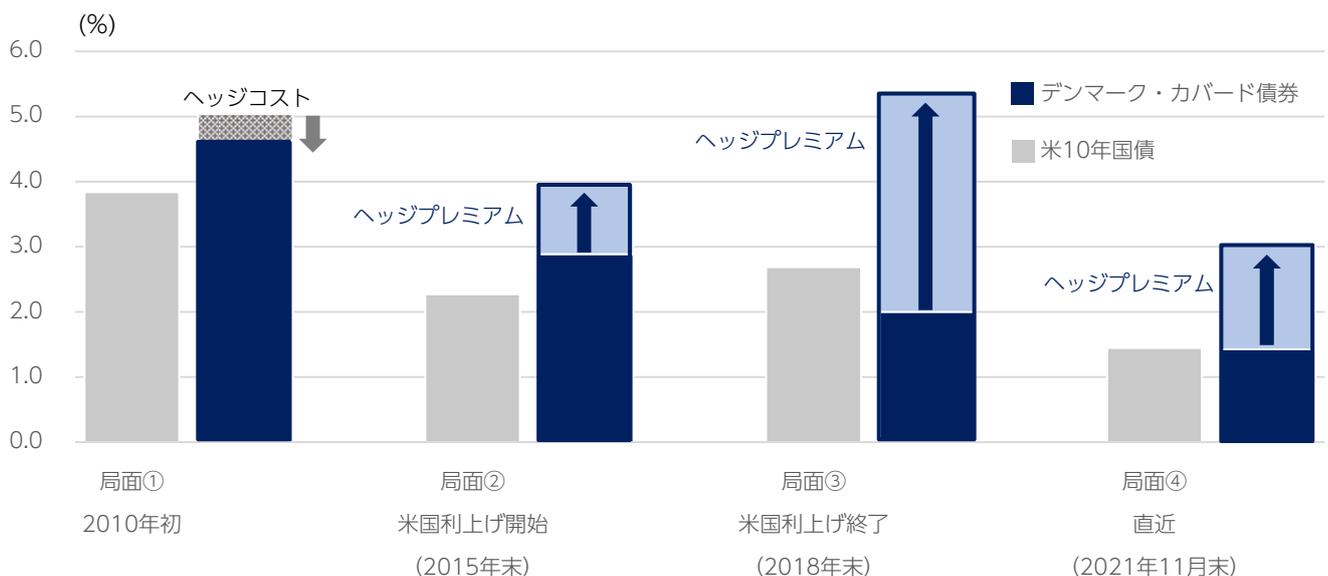
## 米国投資家（米ドル債運用者）から見たデンマーク・カバード債券

- ▶ 高格付け債の代表例である米国国債と比較すると、2015年以降の米国の利上げ局面（図表6 局面②、③）では、米ドルとデンマーク・クローネ間の短期金利差が拡大したため、ヘッジプレミアムにより、デンマーク・カバード債券の利回り（米ドルヘッジベース）は大きく上昇しました（図表6）。
- ▶ しかし2019年以降、米国が利下げを開始し、また、新型コロナウイルスによる経済への影響を軽減するため、政策金利をほぼ0.0%まで引き下げたことから、ヘッジプレミアムは大幅に縮小しています（図表6 局面④）。
- ▶ FRBは2021年11月よりテーパリングを開始し、2022年以降、順次利上げを開始することが予想されています。今後、米金利が上昇すれば、再びヘッジプレミアムの拡大が期待されます。

図表6：デンマーク・カバード債券（米ドルヘッジ後ベース）の利回りと米10年国債利回りの推移



### ◀ 上記の各局面における利回り比較 ▶



出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

デンマーク・カバード債券：ニクレディットDMBトータルリターンインデックス（米ドルヘッジ）

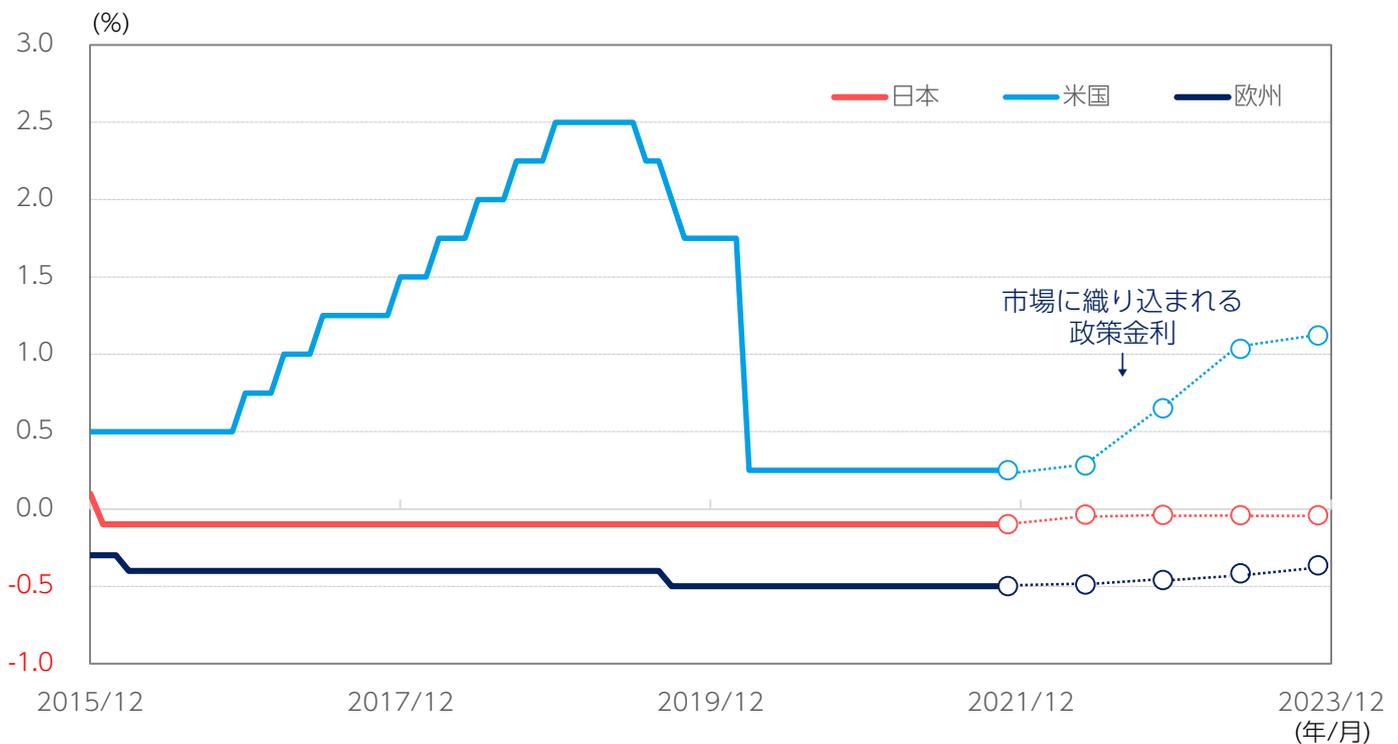
注) 為替ヘッジコスト・プレミアムは、フォワードレート(買い気配と売り気配の仲値)等を用いて計算した想定値(年率換算)であり、実際の為替ヘッジコスト・プレミアムとは異なります。あくまでご参考としてお考えください。



## 日米欧の金融政策と今後のデンマーク・カバード債券投資

- 米国は2021年11月よりテーパリングを開始し、2022年中旬頃より利上げ開始の可能性があると考えられています。一方、欧州や日本では、当面マイナス金利が続くことが予想されており、今後は、かつてのように米国と日本、欧州間で再び金利差が拡大することが予想されます（図表8）。
- ECBはPEPP終了後も、従来の債券購入プログラムによる国債買い入れを継続する姿勢を示しています。足元のインフレ動向には注意が必要ではあるものの、欧州域内のインフレ目標の達成が見込まれないなかでは、欧州の利上げは当面実施できないものと考えられます。
- 金融緩和に前向きな欧州金融当局のスタンスを背景に、デンマーク・カバード債券を含む欧州債券は、次第に下値を固めていくことが予想されます。
- また、今後欧州域内と米国などの海外との金利差が拡大した場合、ヘッジプレミアムの上乗せにより高い利回りが期待できるため、デンマーク・カバード債券は、相対的に安全で、高い利回りを享受したい外国人投資家などから選好されることが期待されます。

図表8：日米欧の政策金利の推移と市場予想



データ期間：2015年12月～2023年12月（2021年11月までは月次データ、以降は6ヵ月毎のデータ）

出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

米国：フェデラルファンド金利誘導目標の上限、欧州：中央銀行預金ファシリティ金利、日本：日銀当座預金のうち政策金利残高に適用される金利  
市場に織り込まれる政策金利は、米国：フェデラルファンド金利先物、欧州・日本：1ヵ月フォワードレート（OIS）（2021年12月16日時点）

## 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

## &lt;設定・運用&gt;



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

コールセンター 0120-762-506  
9：00～17：00（土日祝日・年末年始を除く）  
ホームページ <https://www.nam.co.jp/>