

金融市場NOW

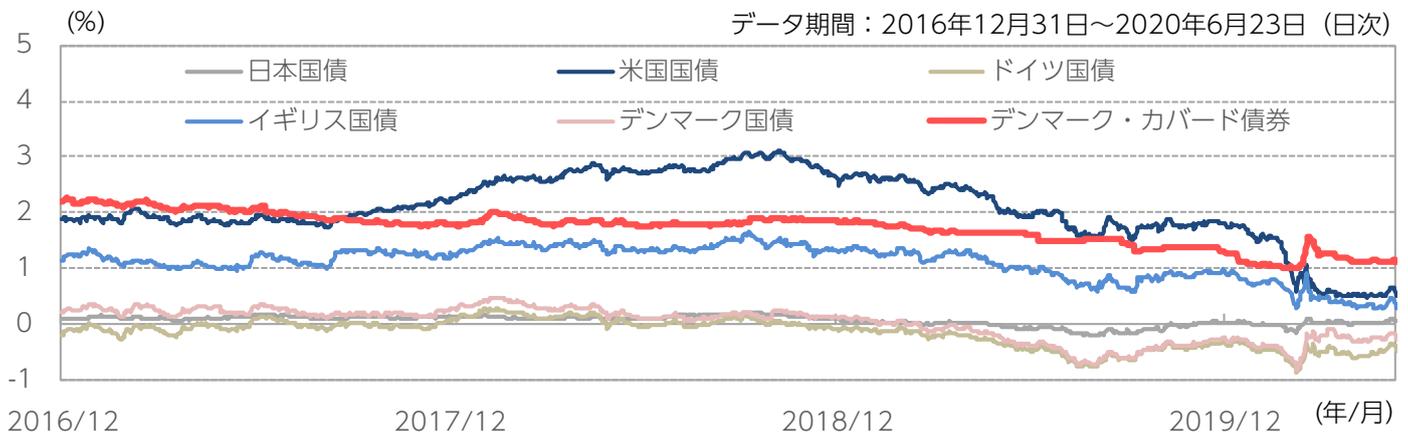
# デンマーク・カバード債券と足元の投資環境

## 低水準が続く主要国国債の利回り

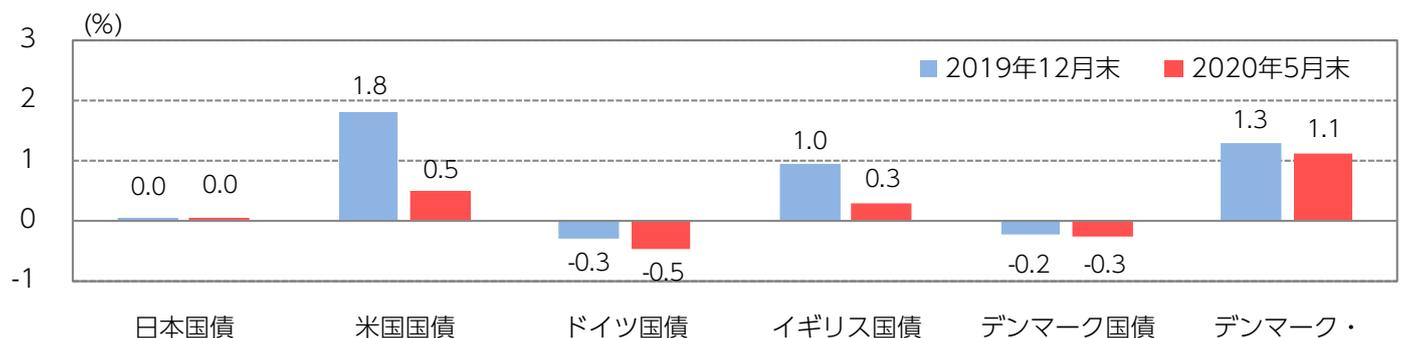
- ▶ 2018年後半以降、トランプ米大統領が保護主義的な通商政策を強めたことなどによる世界経済の先行き不透明感の高まりを背景に、主要国の国債利回りは低下基調をたどっています（図表1）。更に欧州や日本の中央銀行がマイナス金利政策を継続するなかで、新型コロナウイルスの世界的感染拡大による影響などもあり、主要国の国債利回りは引き続き低水準を維持するとみられます。
- ▶ 相対的に高い利回り水準を維持してきた米国も、2019年7月に利下げに転じ、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）でも、2022年までゼロ金利が維持される見通しになっています。また、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が6月のFOMCにおいて、イールドカーブ・コントロール（米回国債利回りに目標水準を設ける）の導入について言及していることから、米回国債の利回りは当面低水準で推移することが予想されます。
- ▶ 日本やドイツなどの国債利回りがゼロやマイナス水準となっているなか、デンマーク・カバード債券\*の利回りは、相対的に高い水準となっています（図表2）。デンマーク・カバード債券は、同国の国債と同程度の格付けを有するなど相対的に信用力が高いことに加え、国債を上回る残高を有することなどから流動性も高くなっています。

\*複数の住宅ローン等を担保として発行される債券。多数の住宅ローン等をまとめて裏付け資産とし、ローンの借り手から返済される元利金を、そのまま投資家に通過させて支払う仕組みの債券。発行体により信用補完がされているなどから相対的に信用力も高い。

図表1：主要各国の国債等の利回り推移



図表2：主要各国の国債等の利回り比較



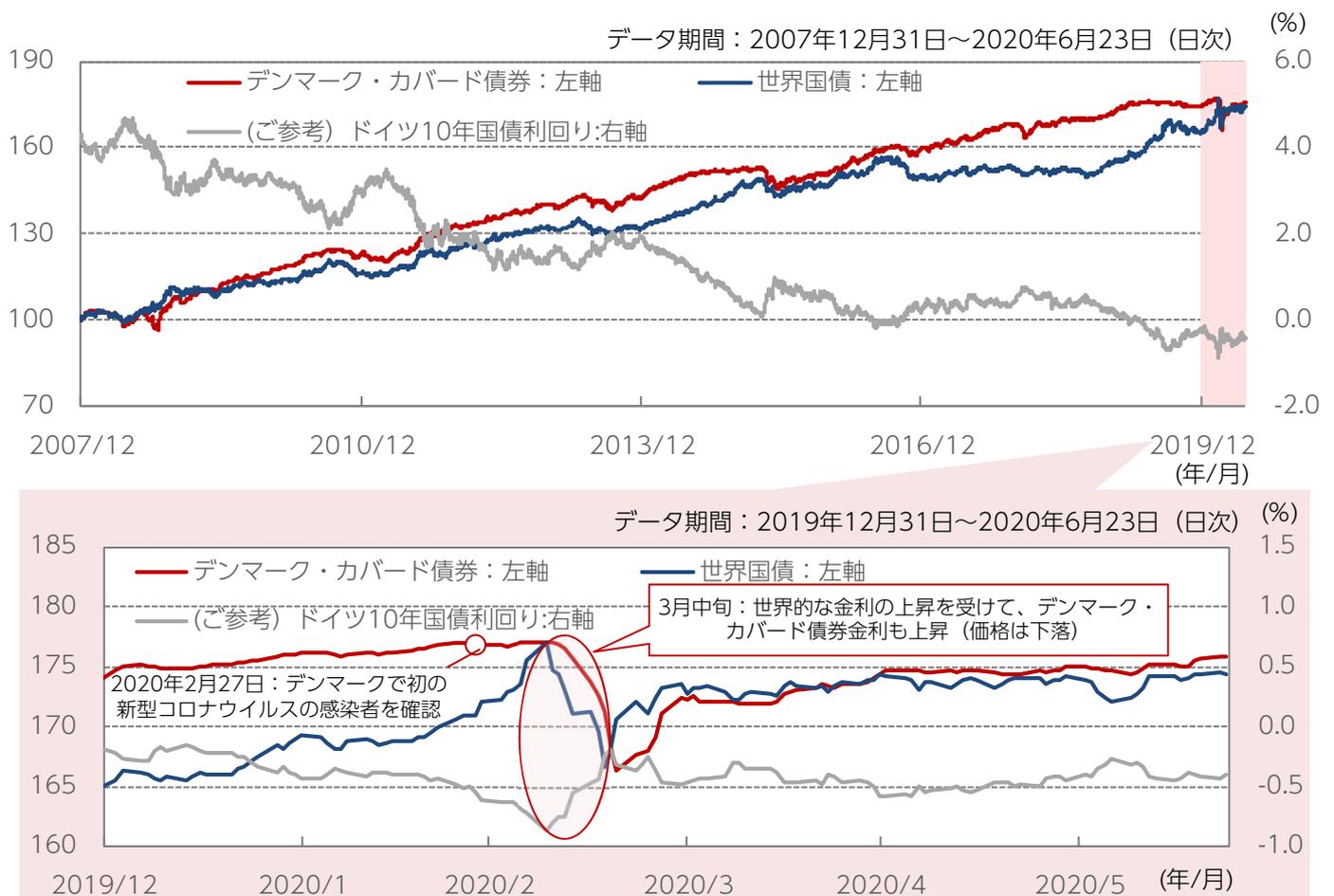
出所)ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 各国国債：ブルームバーグ・パークレイズ各国国債インデックス、デンマーク・カバード債券：ニクレディットDMBインデックス

カバード債券

## 足元のデンマーク・カバード債券の動向

- ▶ デンマークは2012年7月にマイナス金利政策を導入し、現在も継続しています。2020年3月19日に通貨価値の維持のために0.15%の利上げを行ったことから、現在の政策金利は-0.6%となっています。2019年11月にデンマーク国立銀行（中央銀行）総裁が、向こう5~10年間はマイナス金利が続くことを示唆する発言を行っており、当面の間、マイナス金利政策が継続する可能性が高いものと思われます。マイナス金利政策導入後、一時的に利回りが上昇する局面もありましたが、デンマーク・カバード債券の利回りは低下基調で推移しています。
- ▶ 新型コロナウイルス感染拡大による金融市場の混乱により、デンマーク・カバード債券市場も3月中旬に大きく売られました（図表3下）。しかし、各国金融市場の落ち着きと歩調を合わせ、デンマーク・カバード債券市場も落ち着きを取り戻しています。
- ▶ デンマーク中央銀行のデータによれば、デンマーク・カバード債券の外国人投資家の保有比率は2020年4月時点で34%となっています。足元では、各国の中央銀行が新型コロナウイルス対応として巨額の資金を供給しており、余剰資金が大量に金融市場に流れ込んでいるものと思われます。3月中旬に一時大きく売られたデンマーク・カバード債券ですが、その後金利は一転低下（債券価格は上昇）しています。潤沢な資金供給と低金利が継続するとみられる環境の下、相対的に利回りの高いデンマーク・カバード債券は、引き続き利回りを追求する外国人投資家を中心とした資金流入が見込まれることなどから、安定的に推移するものと思われます。

図表3：デンマーク・カバード債券指数と世界債券指数の推移

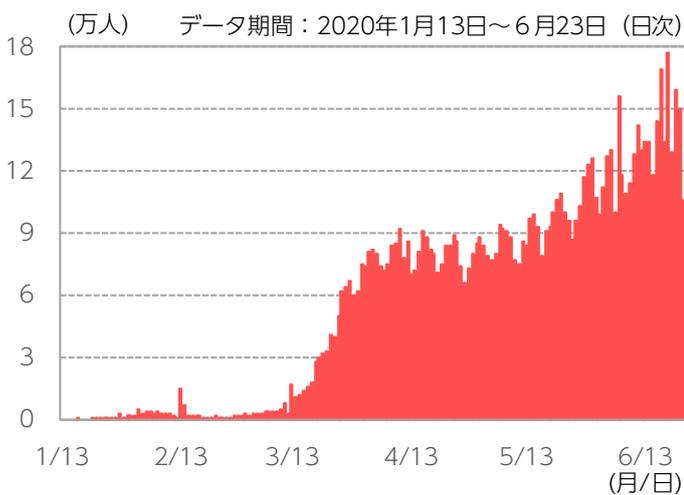


出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 デンマーク・カバード債券指数：ニクレディットDMBトータルリターンインデックス(現地通貨ベース)、世界国債：FTSE世界国債インデックス(除く日本、現地通貨ベース)、※指数は2007年12月末を100として指数化

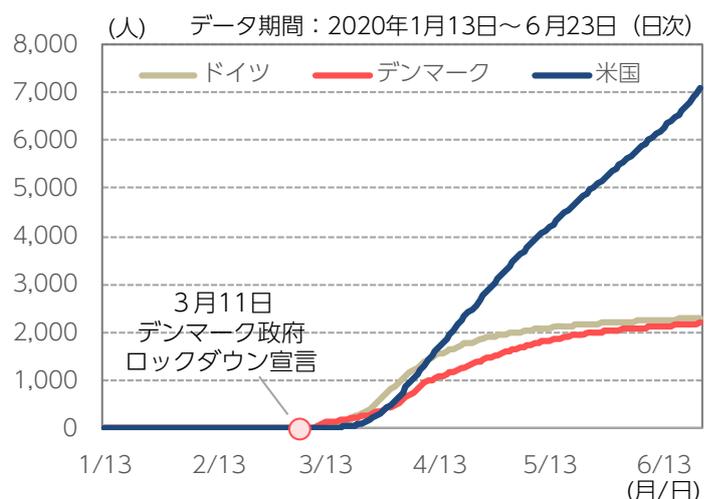
## 足元のデンマークの投資環境

- ▶ 新型コロナウイルスの世界的感染拡大は未だ収束への道筋が不透明なものの（図表4）、欧米などの主要国は感染第二波に注意しながら、経済活動を再開しつつあります。デンマークは、国内におけるウイルス感染拡大に歯止めをかけるため、欧州諸国ではイタリアに次ぎ2番目にロックダウン（都市封鎖）宣言を行いました。ウイルス感染によるダメージを受けたのはデンマークも例外ではありませんが、早期の対応が功を奏し、デンマークの感染者数は欧米の主要国などと比較しても低い水準に抑えられているようです（図表5）。4月6日、デンマークは他国に先駆けてロックダウンを解除することを公表し、4月中旬から行動制限の緩和に動き出しました。
- ▶ 4月を底に製造業の景況感が改善する一方、サービス業などの非製造業では落ち込みが大きく、未だ回復の兆しが見られていません（図表6、7）。今後もソーシャルディスタンスの確保は、人と接することが多いサービス業などで回復の重荷になるとみられますが、ロックダウンの解除が進むなか、デンマーク政府による各種企業支援も支えに、非製造業の回復が注目されます。

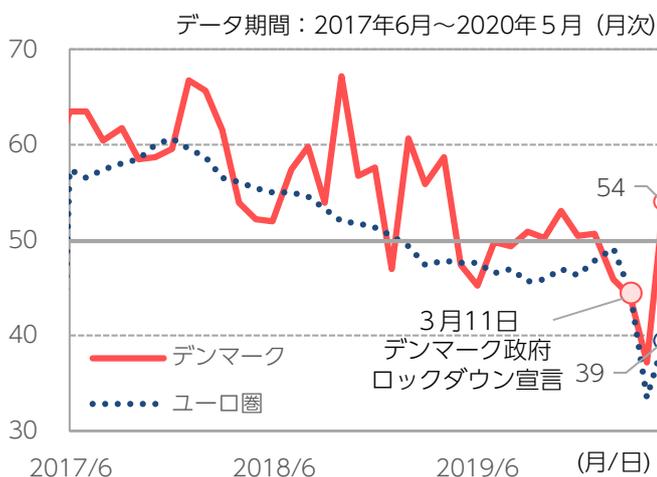
図表4：全世界の新規感染者の推移



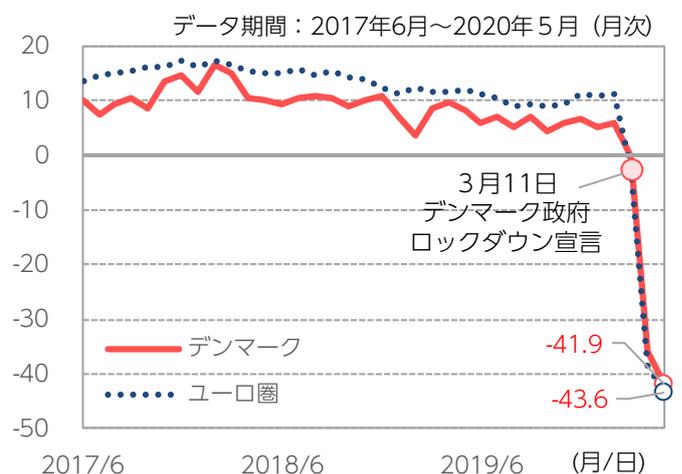
図表5：100万人当たりの感染者数の推移



図表6：製造業景況感の推移



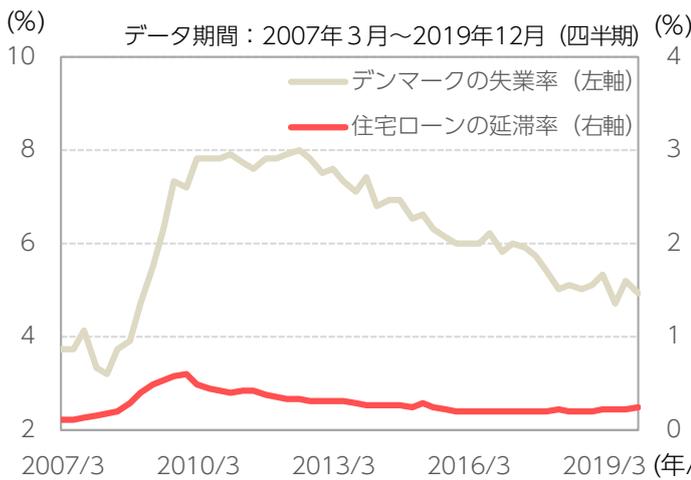
図表7：サービス業景況感の推移



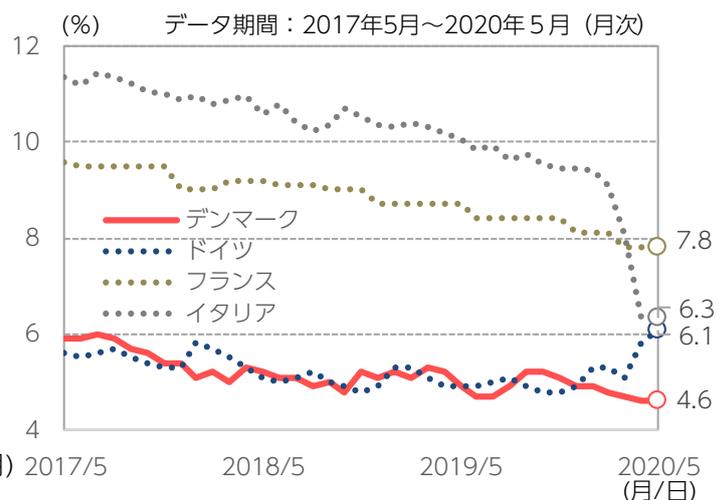
出所)図表4～7はブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

- ▶ デンマークは社会保障が充実しているといわれています。例えば、解雇された場合などには、失業保険から最長2年間にわたり従前の給与の90%を上限に給付金が支払われます。また、非正規雇用労働者についても、原則として正規雇用労働者と同じ待遇が確保されています。
- ▶ 失業保険は、完全失業者だけが支給の対象となるのではなく、パートタイム労働等で収入を得ながらも失業給付を受けることができます。失業率が6%を超えた景気後退局面でも、住宅ローン延滞率の上昇は限定的となっており（図表8）、今後の景気低迷により懸念される住宅ローンの延滞率の上昇も、小幅にとどまるものと考えられます。
- ▶ また、ロックダウン等の影響により、サービス業などを中心に一時解雇が急増する一方、失業率は他の欧州諸国に比べ低くなっています（図表9）。新型コロナウイルスの感染拡大を受け、デンマーク政府が早急に手厚い緊急支援策を講じたことが背景にあげられます（図表10）。
- ▶ デンマークが迅速に手厚い支援をできた理由として、租税公課が相対的に高く大胆な施策を講じる余裕があったことや、政府の財務健全性の高さが考えられます（図表11）。

図表8：デンマークの失業率と住宅ローン延滞率



図表9：ユーロ圏主要国の失業率の推移

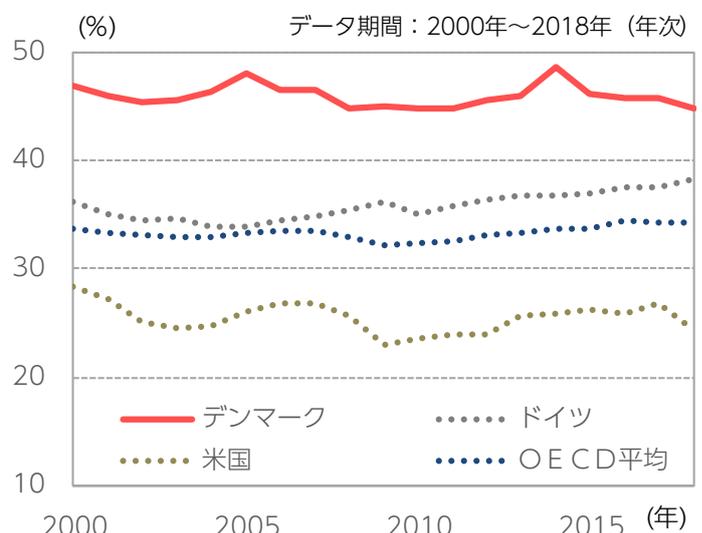


出所) 図表8はブルームバーグ、ファイナンスデンマーク、図表9はブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

図表10：デンマーク政府による主な経済対策

企業向け固定費一時給付	予算規模：総額653億デンマーク・クローネ (GDPの2.8%)
自営業者向け一時給付	予算規模：総額141億デンマーク・クローネ (GDPの0.6%)
企業向けの資金の貸付	総額607億デンマーク・クローネ (GDPの2.6%)
納税期限猶予	4～6月期の源泉所得税、労働市場貢献金の納税期限が4カ月間猶予。 (大企業・中小企業向け) 個人事業主の税金関係支払いの2～7カ月の延期
失業者対策	新型コロナウイルス感染拡大に影響を受けた大量解雇者に対する職業斡旋や職業訓練対策

図表11：主要国の税収の推移 (対GDP比)



※2020年4月21日時点 \*GDP：国内総生産

出所) 図表10はジェットロ等、図表11はOECDのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## 安定的な推移が期待されるデンマーク・カバード債券

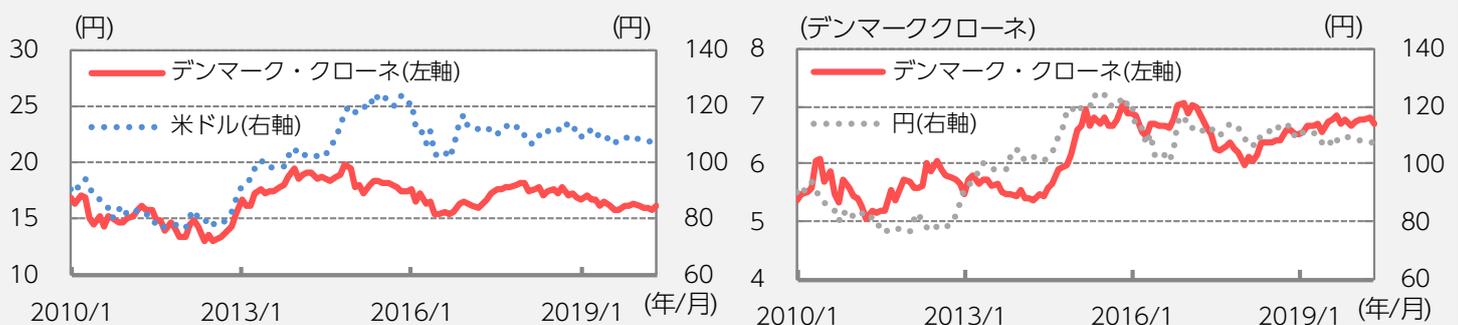
- ▶ 米欧などの主要諸国において新型コロナウイルスの新規感染者の増加ペースが鈍化傾向となっており、各国が経済活動の再開に向けて動き出しています。
- ▶ 米国で2022年までゼロ金利が維持される見通しであることに加え、復興ファンドを設立して欧州連合（EU）加盟国の経済再生をめざす欧州でも、欧州中央銀行（ECB）が金利を上げることは想定しづらく、各国中央銀行も緩和的な金融政策を継続することが見込まれることなど、世界的な低金利環境は当面継続するものとみられます。
- ▶ 当面継続すると予想される世界的な低金利環境や、政府の支援策をもとに安定した雇用環境が維持されるデンマークの投資環境が、デンマーク・カバード債券のサポート要因となりそうです。
- ▶ 潤沢な資金供給と低金利が継続するとみられる環境の下、利回りを追求する海外投資家の資金流入が見込まれることから、今後もデンマーク・カバード債券は安定的に推移するものと思われます。



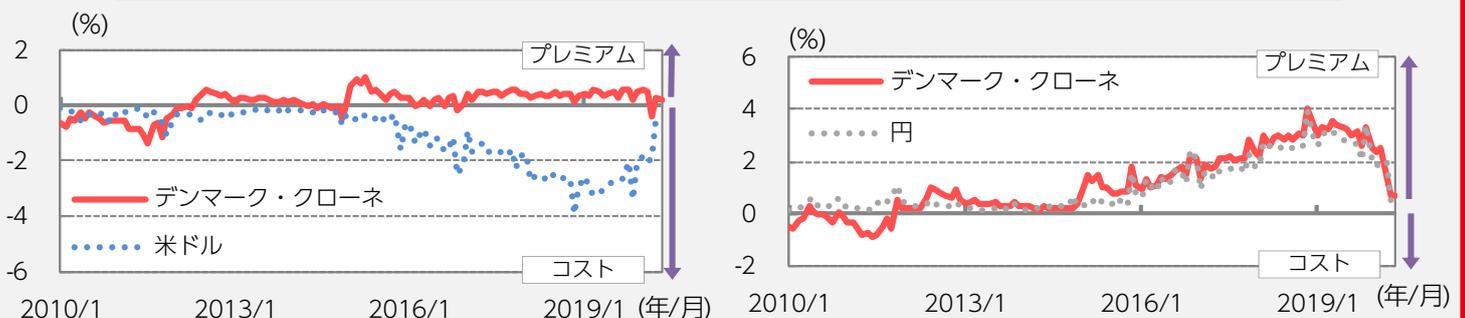
### 為替変動による資産価値の変動を低減する投資手法について

外貨建て資産に投資する場合、為替変動によって損失が出ることがあります。為替変動による差損を抑制するために、為替予約等を利用して資産価値の変動を低減する投資手法を「為替ヘッジ」と言います。「為替ヘッジ」を行う通貨の短期金利と投資資産の通貨の短期金利を比較し、投資資産の金利の方が高い場合などには「ヘッジ・コスト」が発生することがあり、投資資産の金利の方が低い場合などには「ヘッジ・プレミアム」が期待できます。

#### デンマーク・クローネの推移（対円（左図） / 対米ドル（右図））



#### 対円（左図） / 対米ドル（右図） 為替ヘッジコスト・プレミアムの推移（1ヵ月ヘッジ）



データ期間：2010年1月末～2020年5月末（月次）

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

上記の為替ヘッジコスト・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。

## 【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

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>