

CIO View

CIO Special

2025年5月28日



German Bunds with renewed appeal

魅力を取り戻したドイツ国債

リスク・リターンのバランスが良く米国債より魅力的

概要



ヴィンチェンツォ・ヴェッダ
チーフ・インベストメント・
オフィサー

- ドイツ国債は年初来、非常に神経質な展開も見られるなど、利回りの変動性が比較的高まっています。
- ドイツ国債の底堅さや、米国債に比較しスティープ化しているイールドカーブ、総じて高い利回り水準は、いずれもドイツ国債に有利と考えます。
- 米政権の財政政策を巡る不透明感も、再び安全な逃避先¹としてドイツ国債が注目される一因となってきました。

ドイツ国債は中期的に堅調な推移を予想

ドイツ国債は年初来、少なくとも何度か変動する局面が見られました。大西洋の両側、すなわち欧米における政治的な決定を受けて投資家の不安心理が高まりましたが、中でも4月初旬にトランプ大統領が行った大幅な関税措置の発表に、おそらく最も悪影響を受けました。とはいえ、ドイツ10年国債の利回りはやや上昇傾向であるものの比較的狭いレンジにとどまっており、中期的にもこうした傾向が続くと見られます。特に欧州中央銀行（ECB）による利下げ継続を背景に、当面ドイツ国債は堅調な推移が予想されます。米国債との比較でも、ドイツ国債は魅力的といえるでしょう。

1 / 欧米の政治的決定を受けドイツ国債の変動性が高まる

1.1 2023年以降、ドイツ10年国債の利回りはやや上昇も概ねレンジ内

過去数年、ドイツ国債のボラティリティは低く、落ち着いたパフォーマンスが続いており、利回りは比較的狭いレンジで推移していました。例えば、2023年初め以降、10年国債利回りは上下80ベースポイントのレンジで、横ばいからやや上昇方向に推移しています。このレンジから唯一外れたのは、2023年9月から10月にかけて、政策金利が「より高く・より長く」維持されるとの見方が広がり、世界的な金利上昇懸念が広がった時です。もっともわずか数週間後に、ドイツ国債利回りは急低下し、一時節目の2%を下回りました²。

ドイツ国債に対しては、概ね中立的な見方が続いてきましたが、利回りの絶対水準においても、また米国債との比較においてもその魅力を徐々に取り戻しつつあります。背景には、大西洋の両側、すなわち欧米政治があります。ドイツ国債および欧州国債は過去数週間、米国債をアウトパフォームしており、米独10年国債の利回りスプレッドは大幅に拡大しています。質への逃避の流れや需給面も、こうした動きを後押ししました。

1. 市場の混乱時にも価値を維持または上昇させると期待される投資商品や資産を示します。

2. 明記しているものを除き、すべての金融・市場データは2025年5月22日時点のBloomberg Financial L.P.によるものです。

ドイツ政府の債務ブレーキ緩和発表を受け、ドイツ国債利回りは一時急上昇…

今年3月、ドイツ新政権は、国防とインフラへの投資を拡大するため、それまでの非常に厳格な債務ブレーキを緩和すると発表しました。発表後、ドイツ国債市場では、資本市場での国債発行が大幅に増加する可能性が意識されたことから、利回りは急上昇しました。その後も勢いが増したため、上昇傾向が続くととの懸念が広がりました。しかし、「解放の日」を迎えました。

…「解放の日」で再びドイツ国債に対する認識は劇的に変化

しかし、今年4月2日、トランプ米大統領による大幅な関税導入の発表は、ドイツ国債に対するリスク認識を再び大きく、今回は良い方向へと変化させました。ユーロ圏の成長見通しの下方修正を受け、市場はECBによる追加利下げ、米ドル安、エネルギー価格の下落を予想し始めたことで、ドイツ国債の利回りは急低下し、一時、ドイツ10年国債の利回りは2.4%まで低下しました。

2年物・10年物のドイツ国債利回りは年初来大幅に変動（％）



出所：Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH（2025年5月25日現在）

その後、米国が貿易紛争で一定の譲歩したことでリスク選好が再燃し、再び利回りは若干上昇しましたが、中期的にはドイツ国債は引き続き堅調に推移すると予想しています。もっとも、ウクライナ紛争の和平交渉、ユーロ圏への継続的な資金流入、そしてユーロ高の見通しは、ユーロ圏のイールドカーブがさらにスティープ化する可能性を示唆しています。総じて、ドイツ国債のバランスは良好と考えています。

スワップスプレッドに関しては、足元若干縮小しているものの、例えば10年物スプレッドは依然マイナス圏で推移しています。ただし年初来のこうした動きは、ドイツ国債の安全性と堅実性に対する疑念が主な原因ではなく、むしろ、需給が要因であり、米英スワップ市場においては長年普通となっています。背景には、ドイツの信用力に関する評価の僅かな変化、スワップ市場における市場構造の変化、そして伝統的な需給メカニズムがあります。さらに、ECBによる量的緩和と再投資の終了により、ドイツ国債の流動性が増加し、「希少性プレミアム」が低下しました。これもまた、スワップスプレッドをマイナス領域に押し下げた重要な要因であったと見られます。

1.2 ユーロ圏の他の国債とドイツ国債のスプレッドは、年初来縮小傾向

ユーロ圏の他の国債も年初来、かなり変動性が高まっているものの、ドイツ国債に対するスプレッドは総じて縮小傾向にあります。興味深いことに、フランス、イタリア、スペインの国債は、ドイツ国債の利回りが上昇した局面で、さらに急上昇するため、アンダーパフォームする傾向が見られます。しかし、ドイツ国債の利回りが低下すると、投資家はリスクオンムードが広がる中で、こうした国債の高い利回り獲得を目指すことから、通常、これらの国債のパフォーマンスは改善します。

2 / 足元のドイツ国債の変動要因は？

2.1 米国から欧州、特にドイツへの資本流入

4月初旬以降、ドイツ国債が米国債をアウトパフォームした重要な要因として、米国からユーロ圏、特にドイツ国債への資本流入が考えられます。一方で、資本流入の規模を過大評価することには注意が必要です。具体的な数値をあげるのは困難ですが、少なくとも一時的に米国資産からの資金シフトがあり、主に米国株式からのものであった可能性が高いと見られます。しかし、これらの資金がすべて欧州株式に流入した可能性は低く、少なくとも一部はユーロ圏国債に流れ込んだ可能性があります。報道によると、特に中国の投資家が米国からユーロ圏への資本流入に貢献しているようです。³

重要な要因の一つは、米国債の発行残高はユーロ圏、特にドイツ国債の発行残高の何倍もの規模に及んでいることです。ブルームバーグによると、米国債の発行残高は20兆米ドルに上るのに対して、ドイツ国債の発行残高は「わずか」1兆5000億米ドルです。理論上は、ドイツ国債市場に顕著な影響を与えるためには、比較的僅かな米国債を売却またはシフトするだけで十分であることは明らかでしょう。

ドイツの投資計画により、今後数年間で国債の発行増加が予想されていることから、ドイツ国債市場は必要に応じて米国からの長期資本フローを吸収できると考えられます。さらに、足元では、ドル投資家にとってユーロ建てドイツ国債への投資は、為替市場におけるユーロのフォワードプレミアムを含めるとリターンの上昇が期待できるため、特に魅力的となっています。

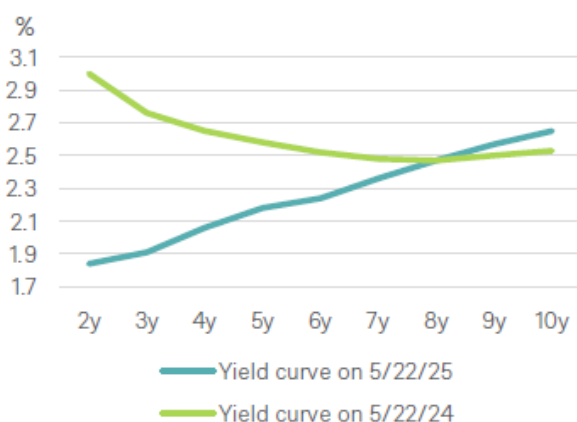
2.2 逆イールドカーブの終焉で、従来の投資戦略が再び勢いを増す

ドイツの2年から10年国債の利回り曲線は22ヶ月間にわたって逆イールドとなっていました。2024年9月に逆イールドは解消され、より長期の年限の債券に高い利回りが支払われる状況に戻りました。2022年11月から2024年9月まで、イールドカーブはマイナス領域に傾斜していましたが、背景には新型コロナウイルス感染症のパンデミック中に欧州中央銀行（ECB）が行った大規模な債券購入があります。投資家は一般的に、右上がりのイールドカーブを「正常な」利回り形状パターンと捉え、より長期の資本投資の対価としてより高い利回りが支払われると考えます。

右上がりのイールドカーブに基づく投資戦略は「カーブのロールダウン」と呼ばれます。この戦略では、より高い利回りを提供する長期債を購入します。投資家は、債券がカーブを「ロールダウン」すると、満期日が近づくことに伴う利回り低下（価格は上昇）の恩恵を受けます。利回り曲線をロールダウンさせる場合、投資家は満期前に債券を売却します。この戦略では、債券の満期が近づくにつれて価格変動率が低下するため、金利リスクを大幅に高めることなく、投資家は追加のインカムを獲得できます。

ドイツ国債利回り曲線：深い逆イールドから顕著な順イールドへ

1年前と現在のドイツ国債利回り曲線（％）



出所：Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH（2025年5月22日現在）

ドイツ国債の年限による利回り差（ベースポイント）



出所：Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH（2025年5月22日現在）

2.3 一般的に利回り上昇はドイツ国債の魅力を高める

一般的に、利回りの上昇はドイツ国債の魅力を高めます。そして、少なくとも短期的な歴史的視点で見ると、2022年9月頃以降、利回り面で、非常に興味深い局面が再び訪れています。

1990年代初頭以降、ドイツ10年国債の利回りは低下傾向となり、その傾向はコロナ危機にピークを迎え利回りはマイナス圏まで低下しました。しかし、2022年初頭以降、大きく反転し、最終的に利回りは足元の水準まで上昇しました。1990年代初頭以降の10年国債の平均利回りは約3.5%ですが、2012年初頭からの10年間では2%を下回っていました。こうしたことから、現在の約2.6%の利回りは、これまでと違って非常にポジティブと見られます。

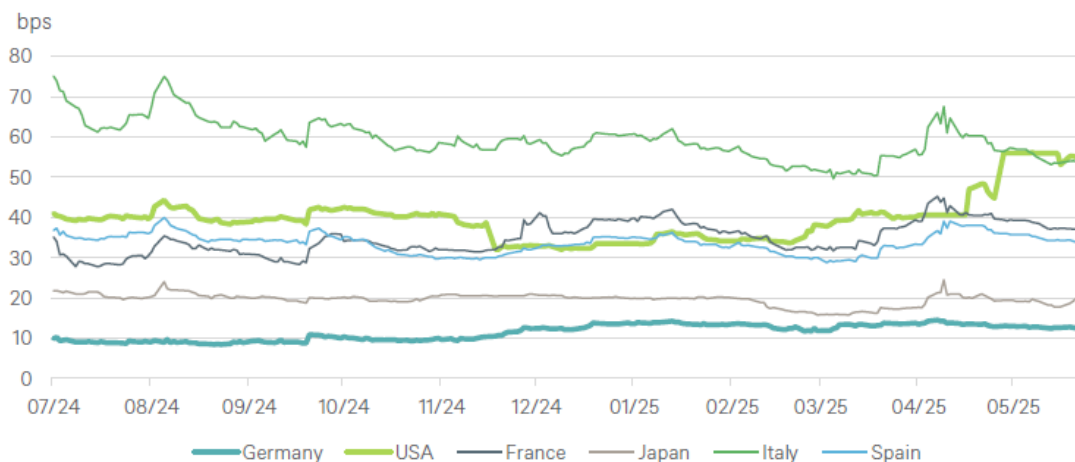
2.4 地政学状況は引き続き安全資産への資金流入を支える見込み

トランプ米大統領が大幅な関税引き上げを発表した直後、米10年国債利回りは急上昇した一方、大西洋の反対側の欧州では逆の傾向が見られました。世界最大の債券市場である米国債の堅実性に疑問が生じたことで、ドイツ国債へ注目が集まりました。ドイツ国債の財政健全性は疑いようがないと考えられているためです⁴。もっとも、こうした見方は、短期間ではあるものの、ドイツ新政権が今春発表した今後12年間の野心的な投資計画によって深刻な試練にさらされましたが、現在市場では、ドイツは行き過ぎた投資はしないだろうという見方が優勢です。ドイツ国債市場は必要な国債発行を行うことが可能と考えているのは我々だけではないでしょう。12年間という長期にわたる支出であり、ドイツ国債への負担を合理的な範囲内に抑えられると考えています。

主要国のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を見ると、ドイツの信用力とデフォルトリスクは近年、投資家から非常に安定していると評価されていることが分かります。対照的に、米国の動向は特にネガティブで、トランプ米大統領の追加関税計画発表後にCDSは急上昇し、その後はイタリアとほぼ同水準で推移しています。

4 Janse, K.A. (2023). Developing European Safe Assets. www.intereconomics.eu, [online] 2023(6), pp.315319

ドイツの信用力は依然として最高評価を維持（5年物クレジット・デフォルト・スワップ）



出所：Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH（2025年5月25日現在）

足元の地政学的混乱の中、ドイツ国債は紛れもない安全資産の避難先であり、今後も米国をはじめとする世界各国からの資本流入を引きつけ続けるとみられます。

もっとも、以下もまた真実でしょう：少なくとも今後数年間は、ドルは紛れもない世界の基軸通貨であり続けるでしょうし、また、技術的には米国は必要な紙幣をいつでも増刷できるため、米国が債務不履行に陥ることは事実上不可能でしょう。したがって、短期的な変動を伴いつつも、米国債は投資家で人気を維持する可能性が高いとみられます。ドイツ国債は通常、米国が安全資産として期待される役割を果たさず、むしろ地政学的問題の原因となっているような局面で、安全資産としての役割を果たします。今後しばらくの間、市場参加者と投資家による米政権の政策の影響に関する議論への注目は続くと考えられ、ドイツ国債にはプラス材料となる、市場の不安と緊張感は継続するとみられます。

3 / まとめと見通し

ドイツ国債は現在、過去数年に比較し大幅に魅力を増しています。ドイツ国債は、最近の米国の政策を受けて懐疑的な見方が広がった米国債をアウトパフォームしています。この傾向は当面続くと予想されます。米国債から欧州国債への安全資産としての資金流入⁵は過大評価されている可能性もありますが、投資家は、米国債からドイツ国債へのある程度の分散は魅力的なポートフォリオ戦略であるとの確信を強めているようです。

ドイツ国債には、その堅実性、米国債に比べてスティープ化しているイールドカーブ、そして過去数年と比較して再び魅力的な利回り水準といったメリットが見られます。急な利回り低下は予想していませんが、特に長期債については、上述のようにドイツ国債への投資を推奨する理由は多数あります。先行きを見ますと、ドイツ国債はリスク・リターンバランスが良く、特に米国債と比較すると引き続き魅力的なものとなる可能性が高いと見ています。

ご留意事項

当資料は勧誘資料ではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSグループが作成・発行したものをドイツ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。

投資信託のお申込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様ご自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。

- 当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。データ等参考情報は信頼できる情報をもとに作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。また、使用しているデータについては特段の注記の無い限り、費用・税金等を考慮していません。
- 当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 投資信託は、株式、公社債などの値動きのある証券（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されるものではありません。投資信託の運用による損益は、すべて投資信託をご購入のお客様に帰属します。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ご購入に際しては、販売会社より最新の投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社の機関投資家向けビジネスについて

投資一任契約に基づく運用については、主として株式、債券、投資信託証券等の値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります）に投資しますので、元本は保証されるものではなく、元本を割り込むことがあります。また、運用による損益はすべて投資家の皆様に帰属します。なお、リスクの要因については、投資対象資産の種類、投資制限、取引市場、投資対象国等により異なります。当社がお客様と投資一任契約を締結し、資産運用サービスを提供する場合、投資顧問報酬の他、組入れ資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用手法、運用状況等により異なるため、その料率やその上限額、合計額等を表示することはできません。ご契約にあたっては、契約締結前書面等をお渡しいたしますので、ご契約前によくお読み下さい。

ドイツ・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359号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・公的年金・企業年金運用の長年にわたる経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。

RS-20250602-4