

みずほマーケット・トピック(2021年6月16日)

## 新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～

EU 復興基金が遂に稼働し始めた。15日に実施された初の10年債発行は募集の7倍の注文を集め、需要の高さが窺えた。復興基金(NGEU)の発行するNGEU債は年内に800億ユーロ、2027年までに8000億ユーロが発行される予定。米国の各州における債務共通化(財政統合)に奔走し、今日の米ドルの礎を作った初代米財務長官ハミルトンにちなんで財政統合による合衆国誕生の瞬間を「ハミルトン・モーメント」と呼ぶことがあるが、今後はNGEUの下での債券発行がハミルトン・モーメントに発展して行くのか見極めていく局面に。世界的に安全資産は不足しており、最高格付けを有し、ソーシャルボンドとしての性格も兼ね備えるNGEU債への引手は多そう。現状、「ユーロ建ての安全資産」はドイツ国債くらいである。そうした域内における「信用力の分断」が、投資家にとってユーロ建て資産の運用を難しくしているという現実がある。米国債の市場規模とはまだ比べるべくもないが、将来の多年度予算でNGEU債の恒久化が議論される可能性まで踏まえれば、現在はハミルトン・モーメントに立っているという考え方も可能。

### ～ハミルトン・モーメントを見極める時～

1年前、市場を賑わせたEUの復興基金が遂に稼働し始めた。昨日は復興基金が初の債券発行(10年債、2031年7月満期)による資金調達に踏み切り、200億ユーロの募集に対し1420億ユーロと7倍の注文が入ったことが発表されている。欧州委員会の計画では2021年末までに800億ユーロ、2027年までに8000億ユーロが発行される予定である(償還は2058年まで)。なお、復興基金の正式名称は「次世代のEU(NGEU:Next Generation EU)」であり、文字通り、パンデミック後のEUの未来を創生するための財源と位置づけた。EUの今期多年度予算(2021～27年度予算)である1兆743億ユーロに、NGEUの7500億ユーロが加わり、総額1兆8243億ユーロにおよぶ大規模予算を投じることで得意分野とする環境を始め、デジタル化の推進などが企図されている。

直近の経緯を少し振り返っておくと、EU経済・財務相理事会(ECOFIN)は5月31日、NGEUの独自財源に関する批准を完了し、6月1日から発効した。これにより総額7500億ユーロの共同債券(以下NGEU債)の発行を通じた資金調達が法的に可能となった。この7500億ユーロは返済不要の補助金として3900億ユーロ、返済を要する融資として3600億ユーロとして使用される予定だ。上述で「8000億ユーロ」の調達計画となっているのは、将来の物価上昇を加味すればその金額が実質的に約7500億ユーロに相当するという話である。ちなみに、NGEUの中でもいくつかの費目に分かれており、中核は7500億ユーロのうち6725億ユーロを占める「復興・強靱化ファシリティ(RRF:EU Recovery and Resilience Facility)」である。このRRFの支援を受けるための復興・強靱化計画が提出され、その承認プロセスを経て必要な加盟国に財源が行き渡ることになる。まず、当面のEUにおいてはその承認プロセスを迅速化することが求められるだろう。

なお、米国の初代財務長官であるアレキサンダー・ハミルトンが各州の債務共通化(財政統合)

に奔走し、今日の米ドルの礎を作ったことにちなんで財政統合による合衆国誕生の瞬間を「ハミルトン・モーメント」と呼ぶことがあるが、今後は NGEU の下での債券発行がハミルトン・モーメントに発展して行くのか見極めていく局面に入る。NGEU 債の誕生がハミルトン・モーメントに相当するかどうかは即断できないが、長期的な視点に立てば市場参加者にとって一大テーマである。

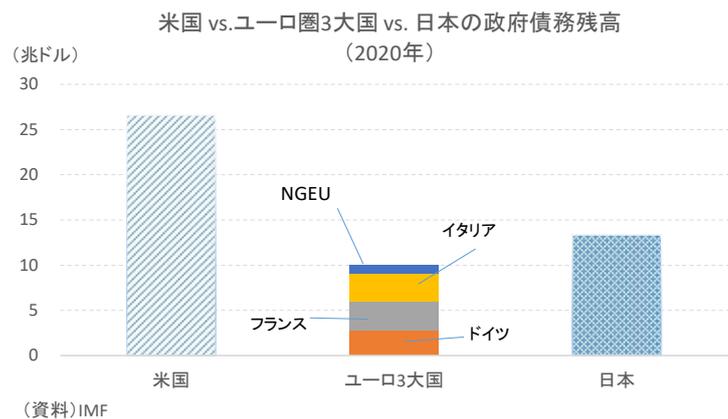
### ～世界的な安全資産不足への一石～

実際、安全資産は世界的に不足している(だから世界的に金利が消滅している)。NGEU 債は当然最高格付であり、米国債に次ぐ「新たな安全資産」になる可能性を秘めていると言って過言ではない。冒頭で紹介した初回発行の好調な滑り出しは、安全資産市場に一石を投じる存在としての注目度の高さを感じさせる。既に欧州委員会はコロナ禍の雇用維持を企図したプログラムである「緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策(SURE: The temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency)」の資金として 900 億ユーロのソーシャルボンド(SURE 債)を発行している。「社会問題解決のための資金」という時流に叶った発行方式もさることながら、「欧州委員会発行の債券」という事実が評価ポイントであろう。

NGEU 債の発行予定額は SURE 債(総額 1000 億ユーロ)の 8 倍であり、年限も長期間にわたる。NGEU 債も、発行総額の約 30%に相当する 2500 億ユーロが環境債(グリーンボンド)で発行される予定であり、これにより「金融市場における最大のソーシャルボンド(ESG 債、サステナブル債など呼称は色々だが、ここではソーシャルボンドと呼ぶ)発行体になる」と欧州委員会は標榜している。環境分野における主導権を握り、規範を作っていきたい EU にとって政治的な思惑を大いに含んだ財政計画にもなっていることもポイントである。ESG 礼賛への賛否はさておき、現状を前提とすれば、「欧州委員会の発行するソーシャルボンド」は引く手数多なのではないかと推測する。

### ～まだ米国債市場の半分以下という現実～

もちろん、世界で最も流動性に優れた格付けも高い米国債と、生まれたばかりの NGEU 債を比較するのは時期尚早ではある。政府債務残高(2020 年、IMF)をラフに国債市場の規模と見なし比較した場合、ドイツ、フランス、イタリアの 3 大国に NGEU 債の発行総額(8000 億ユーロ≒9760 億ドル、1 ユーロ=1.22 ドル)を足すと約 10 兆ドルになる。これは米国の半分以下であり、日本と比べても小さい。



ユーロ圏 GDP に対して 60%程度の金額であり、単一通貨導入のためのマーストリヒト基準から逸脱していないことが分かる。安定・成長協定のような財政出動に係る制約がユーロ圏経済および単一通貨ユーロの発展を妨げているという論調は根強いが、一理あるかもしれない。また、ドイツ国債はまだしも、イタリア国債はもちろん、フランス国債も最高格付けを得ているわけではなく、究極的に言えば「ユーロ建ての安全資産」はドイツ国債に限られる。そうした信用力の分断が、投資

家にとってユーロ建て資産の運用を難しくしているという現実が透けて見える。「第二の基軸通貨」という大仰な言い方をするかどうかはさておき、欧州委員会がユーロの利用を一段と促し、外貨準備などにおける保有・運用も期待するのであれば、NGEU 債の継続的な発行と保有主体の多様化は追求すべき1つの道と考えられる。実際のところ、米国債に次ぐ安全資産が今後登場するとすれば、それはNGEU債以外にないだろう。外貨準備の運用多様化は四半世紀の潮流であり<sup>1</sup>、NGEU債に関心を持つ海外金融当局は少なくないはずだ。また、何かにつけて「買うものがない」という状況に直面しやすい ECB の金融緩和においても NGEU 債の存在は重宝されるだろう(欧州委員会発行の債券を ECB が購入するという構図が健全かどうかはさておき)。

### ～気の長い話となる恒久化議論の行方～

もちろん、NGEU という名称はあくまで現行の多年度予算におけるものであり、時限的な枠組みである。当然、NGEU 債も時限的な資金調達手段にとどまり、それゆえに「復興基金合意はハミルトン・モーメントではない」という主張もある。しかし、既存の危機対応基金である欧州安定メカニズム (ESM) も当初は欧州金融安定ファシリティ (EFSF) という時限的な存在から発展したものであり、これが債務危機中に恒久化されたという経緯がある。危機が仕組みを変えたのであり、今回もパンデミックなかりせば NGEU 債など到底実現していないだろう。結局、ハミルトン・モーメントかどうかは事後的にしか分からないものであり、今決断を下すものではない。

現行の多年度予算が終わる頃、次の多年度予算 (2028～34 年) を検討する際に、債務共有化は正式に議論されることになるだろう。筆者は共同債券市場の拡がりは結果的にユーロの存在感を高め、価値安定にも繋がる必須の動きだと考えるものの、その道のりはいつも通り、非常に多くの内輪揉めを乗り越え、折衷案に折衷案を重ねなければならないだろう。それでも完成形に至るかどうかは確証が持てない。共通の財務省を作り、共通の予算の下で財政政策を統一化するという試みは「今世紀中に可能かどうか」というくらいの超長期的目線で進展を見守る必要がある。

市場営業部兼金融市場部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

<sup>1</sup> 本欄 2021 年 4 月 14 日号『多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて~PEPPのその先を考える~)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党~最後の前哨戦~
2021年6月8日	試され始めた「双循環」~元高容認に変調~
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に~どうあれドル/円相場の行く先は変わらず~)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場~細る取引高~
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク~試されるワクチンのカ~)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨~テーバリングが必要なのは財政政策?~
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境~Q1を終えて~
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A~現状と展望~
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまいうイェレン長官の存在~選きたい「院政」状態~)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏&日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて~6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒~)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査~与信環境の厳しさは継続~
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読み方から~イェレン長官の思惑は~
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか~まずはパウエルショックの回避が至上命題~)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備~ドル離れが顕著に~
2021年4月13日	ユーロ相場の展望~盤石の需給が支えに~
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」~中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア~)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方~長期失業者割合は上昇~
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム~EU 離脱を象徴するワクチン戦争~)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検~上下のリスクを検討する~
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」~「需給」は小休止~)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版「実質金利ゼロ」が次の節目?~ハイライトは4~6月期か?~)
2021年3月18日	FOMCレビュー~現状維持に見る強気の足音~
2021年3月16日	FOMCレビュー~ドットチャート&議長会見~
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本~コロナ対応の明暗~
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて~significantly higher paceの解釈~)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー~PEPPの加速を示唆~
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景~経済対策、ワクチン、成長率~
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利~ECBは容認できず~
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB~前提が変わった2か月間~
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて~パウエルショック~)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず~パウエル公聴会~
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて~明記された「ユーロ高反転」~)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念~10年1.3%到達を受けて~
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について~「拳闘一致」と「寄せ集め」の狭間~
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状~やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目~)
2021年2月9日	円相場の需給環境~貿易均衡という新常态~
2021年2月8日	試される「双循環」~人民元の上昇は容認されるか~
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?~一過性のまやかかし~)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか~世界の実験室~
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB~その理由はどこに?~)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「次の一手」はYCC?~)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイェレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨~ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年~)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方~ヘッドラインに引きずられずに~
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス~いつも通りの済し崩し~)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待