

公的債務水準の急上昇は、債券利回りの上昇（あるいは下落）をもたらすか？

PERSPECTIVES | 2021年6月



NATHAN SHEETS, PHD

チーフ・エコノミスト兼

グローバル・マクロ経済リサーチ責任者



GEORGE JIRANEK

アソシエイト

グローバル・マクロ経済リサーチ

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

- 古典的な経済学では、公的債務水準が上昇することによって金利が上昇し、経済や金融が混乱するリスクがもたらされるというのが定説であった。
- しかし、日本や他の先進国の過去の事例を見ると、これとは全く異なる状況が示唆されている。過去数十年にわたり、先進国では債務水準の上昇とともに10年債利回りが低下しており、概して言えば古典的な経済学の定説と一致しない状況がもたらされている。
- 実質GDP成長率、インフレ率、労働年齢人口の増加を考慮するとしても、高い債務水準が先進国の債券利回りの重石となっているように見受けられる。
- 先進国の事例とは対照的に、新興国の債務水準と金利の間には緩やかな正の関係があることを示すデータがある。これにより、新興国債券は先進国債券に対して新たな乖離要因となる可能性がある。

世界中の多くの国で公的債務が急増しており、債務負担の増加が、信用力、インフレ、債券利回りに及ぼす影響は、債券投資家にとって非常に重要となっている。こうした債務水準の上昇によって、金利の上昇とリスク・プレミアムの拡大がもたらされるのだろうか？あるいは、日本がそうであったように、債務の増大とともに金利は低下する可能性が高いのだろうか？

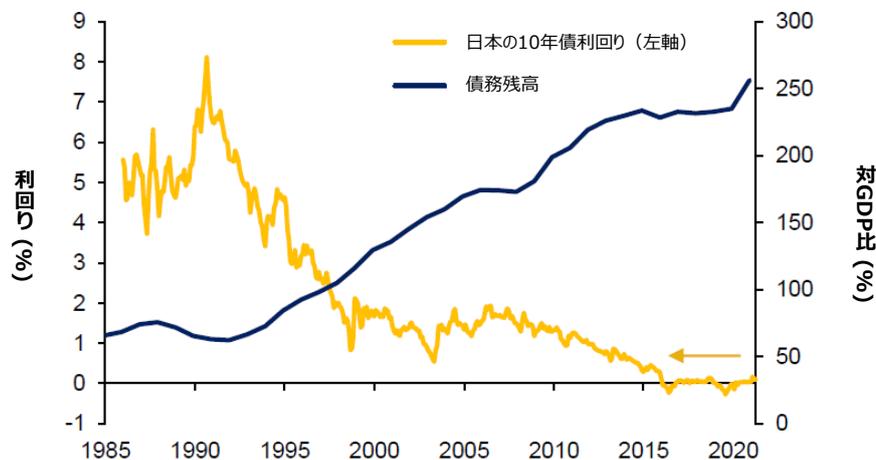
2つの異なる考え方

古典的な経済理論では、政府債務が増加するにつれて債券の発行が増加し、投資家がより多くの債券を保有し続けることを促すために、債券利回りは上昇するはずだとしている。また、債務水準が上昇すると、債務の管理能力が阻害されるようなイベントに対する脆弱性も高まる可能性がある。また、その結果として、マネタイゼーションやインフレの急上昇、あるいはデフォルトや債務の再編に対する懸念が高まる可能性がある。これを受けて債券利回りが上昇し、通貨は下落する中で、期待インフレ率が上昇し、デフォルト・プレミアムは拡大する。

こうした古典的な経済理論は、国際通貨基金（IMF）の伝統的な考え方の基盤となっており、格付会社が格付評価する際のフレームワークとなっている。

しかし、過去数十年にわたり、日本では全く異なる動きが見られた。図1が示す通り、日本の公的債務は過去30年以上にわたって急激に増加し、債務残高の名目国内総生産（GDP）比は約60%から足元では250%にまで高まっている一方で、10年物国債利回りはゼロ付近にまで低下している。

図1：日本の債務残高と10年物国債利回りの推移



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

我々の検証によると、日本および他の先進国では、高い債務水準によって民間部門の不確実性が助長されるという現象が見られた。こうした不確実性は、やがて支出への重石となる。また、家計や企業は、増税、あるいは政府支出の削減など、遠からず緊縮財政に転じることを懸念するかもしれない。

こうした懸念が現実のものとなったケースは、これまでも多く見られた。例えば日本では、慢性的な財政赤字に対処することを目的として、消費税率が何度か引き上げられ、これが経済への逆風となった。また、世界金融危機後には、膨れ上がった債務に対処するために緊縮財政の実施が不可避であると多くの国が感じていた。

更に、債務水準が高まるにつれ、将来的な危機に対する政府の対応能力に懸念が生じる可能性がある。コロナ禍に対して積極的な財政政策が実施されてきたが、それ以前の数年間にわたって「政策の対応余地」に関する多くの議論があった。極端な場合には、政府の債務借り換え能力、あるいは債務管理能力について、民間部門も懸念するようになる可能性がある。これらを背景として、個人消費支出が減少し、経済成長は鈍化し、それに応じて金利も低下する。

こうした議論は、公的債務の増加分は完全に民間部門の支出の減少によって埋め合わせされるという、いわゆる「リカードの等価定理」に関連したものであるが、それよりも幅広い内容となっている。民間部門は、少なくとも暗黙のうちに、このような政府債務の増加によって、将来の税負担が増加すると考えている。これによる効果も我々が言及したい事の一部ではあるが、我々の論点は更に多岐にわたっている。我々は公的債務の増大による「不確実性のカーテン」に焦点を当てており、これは様々なメカニズムを通じて最終的には経済活動と金利にとって重石となる¹。

注目すべきは、古典的な経済理論（債務水準が上昇することで金利が上昇する）や日本の事例（債務水準が上昇することで金利が低下する）からも明らかのように、債務水準が金利水準に影響を及ぼす様々な道筋は必ずしも互いに相容れないものではないということだ。これらは全て同時に発生しており、互いに相殺したり、軽減し合ったりしている可能性がある。よって、経験に照らし合わせて最も重要となる問題は、こうした要素のどれが発生するかということではなく、どの要素が最も大きな影響を及ぼすかと

¹ 我々が以前に発行した「世界的なインフレ率の急上昇は間近に迫っているか？」にて、これらの論点をより詳細に検証している。

我々の検証によると、日本および他の先進国では、高い債務水準によって民間部門の不確実性が助長されるという現象が見られた。

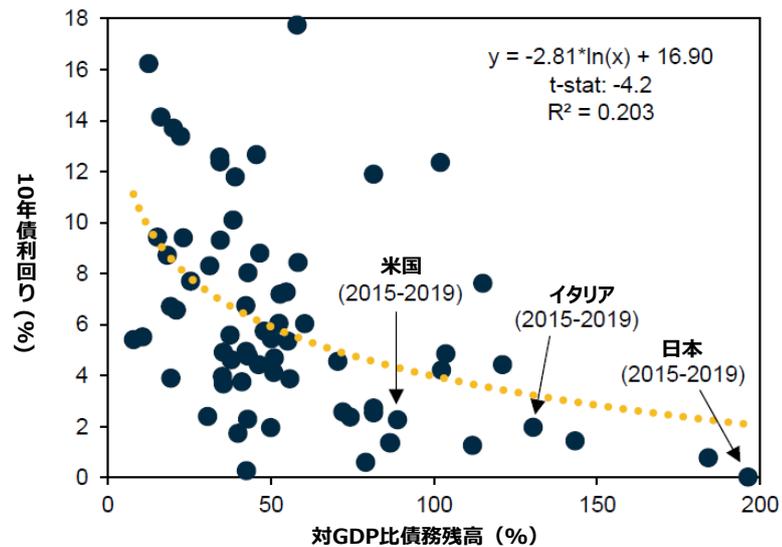
我々は公的債務の増大による「不確実性のカーテン」に焦点を当てており、これは様々なメカニズムを通じて最終的には経済活動と金利にとって重石となる。

ということになる。そして、結局のところ、公的債務水準の上昇によって、債券利回りは上昇、あるいは下落するのだろうか²？

債務水準と債券利回り

こうした疑問について検証するために、我々はデータに目を向けることにする。図2は、先進9カ国の政府債務と10年債名目利回りの対比を散布図にしたものである³。それぞれの点は、1980年代前半から5年毎の、各国の平均値を示している。例えば、矢印で示された3つの点は、2010年代後半の米国、日本、イタリアを表している。短期的な景気循環の影響を除外して、両者の長期的な関係性に焦点を当てるために、ここでは5年間の平均値を使用している。

図2：先進国の政府債務と各国の10年債利回り*



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス *それぞれの点は、先進9カ国の各国の5年間（1980～2019年）の平均値である。

検証の結果、これらの国では、公的債務水準が高いほど10年債の利回りは低下するという重要な点が明らかになった。こうした関係性を推計（これは統計的にも非常に有意な推計値である）してみると、例えば、コロナ禍に対応するために米国連邦政府の対GDP比債務残高は75%から105%に上昇するが、これにより米国10年債の利回りは約95bps低下することが示唆されている。世界金融危機後の米国の平均利回りが2.5%であったことを踏まえると、今後数年にわたって1.5%近辺で推移することを意味している。更に、今後数十年間で対GDP比債務残高は150%にまで急増すると連邦議会予算局が予測する中、今回の検証のフレームワークに基づけば、長期的には米国の利回りは更に100bps低下し、日本やドイツの利回りに近づく可能性が高いことが示唆されている⁴。

より広い意味では、こうした検証結果は、過去数十年にわたる先進国債券の利回りは概して古典的な理論とは一致しない動きを示してきたという我々の仮説を裏付けるものである。高い負債水準が更に上

今後数十年間で対 GDP 比債務残高は 150%にまで急増すると連邦議会予算局が予測する中、今回の検証のフレームワークに基づけば、長期的には米国の利回りは更に 100bps 低下する可能性が高いことが示唆されている。

² これに関連する懸念として、因果関係は逆方向かもしれないということが挙げられる。つまり、債券利回りが下落することによって債権の維持コストが低下し、各国による更なる債券発行を誘発する可能性がある。この理屈は短期的には妥当である一方、依然として古典的なフレームワークによると、リスク・プレミアムは債務水準の上昇に応じて最終的には上昇するはずであることが示唆されている。同様に、過去 30 年間にわたる日本の経験を、主に債務発行コストの低下によるものだと説明することは難しいように思われる。とは言い、これらの関係性が複雑であることを踏まえれば、我々は厳密な因果関係について断言することには慎重である。

³ 先進 9 カ国には米国、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、日本、英国、オーストラリア、カナダが含まれる。

⁴ 後述の検証では、より広範な変数について検討（高い債務水準が及ぼす影響はそれほど大きくない）しているが、それでも高い債務水準が債券利回りに及ぼす影響は明らかである。

昇しているにも拘わらず、これら先進国のデフォルト・リスクは小さい（あるいはリスクは存在しない）と市場は見なしてきた⁵。そして、概して経済回復のペースがもたつく中で中央銀行による信頼性の高い金融政策が実施されていることから、インフレも引き続き十分に抑制された水準に留まると市場は考えている。

しかし、これらが常に強い関連性を有しているかという点については、明らかに疑問が残る。回帰分析は高い債務水準が債券利回りに及ぼす実際の影響を正しく捉えているだろうか、あるいは何か別の要素が影響したものなのだろうか？考えられる可能性として、過去数十年間にわたって成長率とインフレ率が低下する一方で、負債水準は上昇したということが挙げられる。こうした相関を踏まえると、債務水準は単に他の変数の代理変数である可能性があり、それによって金利も押し下げられた可能性がある⁶。

フレームワークを拡大する

この点を念頭に置き、我々は回帰分析のフレームワークを拡大し、実質GDP成長率、インフレ率、労働年齢人口の伸び率についても検証の対象に加える（図3）。特に、分析によって得られた政府債務に関する回帰係数はマイナスとなっており、統計的にも有意な水準(10%水準)を維持しているものの、図2に比べるとその相関性は若干低い。結論として、これらの追加要素による調整を行ったとしても、高い債務水準が債券利回りの重石になっているように見受けられる。

図3：国債利回り (%)

従属変数	10年債名目利回り	10年債実質利回り
CPIインフレ率 (%)	1.156 (14.0)	0.156 (1.9)
GDP成長率 (%)	0.513 (2.5)	0.513 (2.5)
政府債務 (対数：対GDP比)	-0.797 (-1.7)	-0.797 (-1.7)
労働年齢人口の伸び率 (%)	-0.569 (-1.1)	-0.569 (-1.1)
サンプル数	70	70
調整済みの決定係数	0.802	0.169

出所：PGIMフィクスト・インカム。注記：回帰分析は、ここでは示されていない定数を含む。カッコ内はt値。

他の回帰分析結果を見てみると、インフレ率に関する回帰係数は統計的に非常に有意であり、1を若干上回っている。投資家は、インフレ率の上昇分が完全に埋め合わせられると予想しており、それに加えて、インフレがもたらす不確実性の増大に相当するだけの追加的なプレミアムを要求している。

右の列は別の視点による回帰分析結果であり、債券の実質利回り（すなわち名目利回りからインフレ率を差し引いたもの）を考慮したものである。これは、もとの方程式を組み替えたものに過ぎないため、回帰係数自体は変化しない（例外的に、インフレ率に関する回帰係数は1低下する）。それでも、このフレームワークは実質金利の変動要因を浮き彫りにするものであり、直感的に有用なものである。

重要なことは、実質GDP成長率が1%ポイント追加的に上昇することで、名目金利と実質金利は50bps押し上げられる傾向がある一方、インフレ率の1%ポイントの上昇は実質金利の15bpsの追加

実質 GDP 成長率が 1%ポイント追加的に上昇することで、名目金利と実質金利は 50bps 押し上げられる傾向がある一方、インフレ率の 1%ポイントの上昇は実質金利の 15bps の追加的な上昇をもたらす。

⁵ 2010年代前半に起こった欧州債務危機におけるイタリアとスペインの金利の急上昇は、重要な例外である。

⁶ 先述の通り、高い債務水準によって不確実性が生まれ、これが成長とインフレの重石となることは間違いないと我々は考えている。よって、高い債務水準が成長やインフレに対して影響を及ぼすのとは別に、単独で債券利回りに影響を与えるかどうかという点が問題となる。

的な上昇をもたらすということである。特筆すべきは、労働年齢人口の増加に関する回帰係数に統計的な有意性はなく、誤った係数であり、人口動態は主に他の3つの変数に影響を与えることによって債券利回りに影響していることを示唆している⁷。

こうした検証結果を更に明確にするために、図4は1980年代後半から2010年代後半にかけての米国、日本、ドイツの金利低下に対する、これら変数の寄与度を示したものである。この検証によって、いくつかの重要な点が明らかになった：

- 過去30年間、各国の状況は異なっていたにもかかわらず、これら3カ国の10年物国債利回りは軒並み大きく低下した。日本では530bps低下し、米国では650bps低下した。
- このモデルによると、日本は実際よりも大幅に金利が低下すると予測されている。これは、日本の金利がゼロ付近にまで近づいてしまったことで、これが抵抗線となって更なる金利低下が防げられた可能性があることを示唆している。
- このモデルによる米国の金利低下は、実際の金利低下の半分強となっている。連邦準備制度理事会（FRB）の信頼性の高まり、期待インフレ率の低下、ターム・プレミアムの低下など、他の要素も金利の低下に寄与したと見られる。
- ドイツに関しては、これら主要な変数の変化は比較的小さく、このモデルでは僅か110bpsの金利低下を予測している。ドイツの金利は、特にドイツ以外のその他ユーロ地域からの安全資産を求めての大規模な資金流入、米国および日本における金利低下による影響などが要因となって低下したという仮説を我々は立てた。
- そして、これら3カ国の全てにおいて、高い債務水準が金利低下に対して、若干ではありながら有意な影響を及ぼしたと推測される⁸。

図4：債券利回り変化への寄与度

	1985-1989*	2015-2019*	変化	寄与度
米国				
10年債利回り (%)	8.8	2.3	-6.5	
CPI インフレ率 (%)	3.6	1.6	-2.0	-2.4
GDP 成長率 (%)	3.8	2.4	-1.4	-0.7
政府債務 (対GDP比 %)	46.6	88.8	42.3	-0.5
日本				
10年債利回り (%)	5.4	0.0	-5.3	
CPI インフレ率 (%)	3.9	0.5	-3.4	-3.9
GDP 成長率 (%)	5.0	1.0	-4.0	-2.1
政府債務 (対GDP比 %)	55.2	196.3	141.1	-1.0
ドイツ				
10年債利回り (%)	6.6	0.3	-6.3	
CPI インフレ率 (%)	1.3	1.2	0.0	0.0
GDP 成長率 (%)	2.7	1.7	-1.0	-0.5
政府債務 (対GDP比 %)	21.0	42.5	21.5	-0.6

出所：PGIMフィクスト・インカム。*期間中の平均

⁷ この関係性については、以前に発行した“The Economics of Global Aging: Gray Skies, Ray of Policy Hope”(2018年12月)で検証している。

⁸ コロナ禍を通して更に債務水準が大幅に上昇したことから、このモデルによれば、金利の更なる低下圧力が発生する可能性が高いと予測されている。

各国が置かれた状況は異なっていたにもかかわらず、これら3カ国の10年物国債利回りは軒並み大きく低下した。

我々が実施した一連の実証的検証から得られた成果は、債務水準の急上昇に伴って先進国債券の利回りが上昇し、政府の資金調達コストも上昇する可能性があるかと懸念する人々にとって、そうした考えを裏付けるようなものではない。むしろ、これらの国々にとっては、日本の経験が今後数年間に向けてより示唆に富む事例になると見られる。

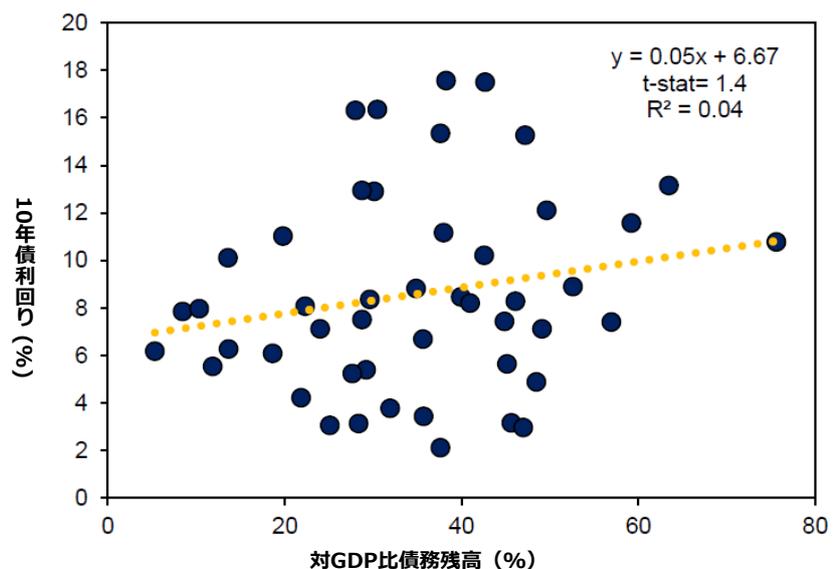
我々が実施した一連の実証的検証から得られた成果は、債務水準の急上昇に伴って先進国債券の利回りが上昇し、政府の資金調達コストも上昇する可能性があるかと懸念する人々にとって、そうした考えを裏付けるようなものではない。

新興国に目を向ける

最後に、図5は前掲の図2と同様に、主要新興国についても政府債務と10年債名目利回りの対比を散布図にしたものである。それぞれの点は、1980年代前半から5年毎の、各国政府の債務水準と自国通貨建て債券利回りの平均値を示している。主要な新興11カ国について、我々は1980年代早々のデータ（南アフリカ）から検証を始め、これら新興国の国内債券市場が立ち上がるのに伴い、検証の対象を拡大した⁹。

その結果、先進国とは対照的に、引き続き債務水準の上昇が新興国の債券利回りの上昇にある程度寄与していることが示された。回帰係数は統計的に有意な水準とは言えないものの、この検証結果によれば、新興国債券の投資家は、負債水準が上昇する中で債券を保有し続けるために、より高い見返りを要求し続けていることを示唆している。

図5：新興国の政府債務と各国の10年債利回り*



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス。*それぞれの点は、新興11カ国の5年間（1980～2019年）の平均値である。（5年間の平均インフレ率が20%を超えた2つの観測値については除外した。）

結論

我々が実施した検証では、先進国と新興国の金利動向に大きな相違があることが明らかになった。新興国に関しては、引き続き債務水準の上昇が債券市場に対する圧力となることが示唆されている。対照的に、先進国に関しては、明らかにこのような圧力は見られない。むしろ、高い債務水準によって生じるマクロ経済への逆風が金利を押し下げた。あるいは、少なくとも市場においてリスク・プレミアムが上乗せされているという証拠は見当たらない。

⁹ 新興 11 カ国には次の国が含まれる（カッコ内は検証に加えた年）。チリ（2000年）、ブラジル（2005年）、メキシコ（1990年）、中国（2000年）、インド（1995年）、インドネシア（2010年）、韓国（2000年）、ポーランド（1995年）、ロシア（2000年）、南アフリカ（1980年）、トルコ（2005年）。

市場が新興国における過大な債務を巡るリスクを織り込む中、投資家には相対的なリターンの獲得機会が生まれている。

これを受けて、どのような要因によってこうした相違が生じるのかという重要な問題が浮かび上がる。先進国に関して言えば、3つの要因が作用している。第1に、デフォルトや債務の再編に陥る危険性が実際にはほとんどないということが挙げられる。これら先進国は自国に信頼性の高い中央銀行を有しており、欧州諸国に関しては、EU域内の大規模な財政支援を利用することができる。また、たとえ多額の債務負担であっても、それをやり繰りできるだけの潤沢な資金源を有しており、デフォルトに陥る可能性は低いだろう。第2に、過去数十年にわたって、先進国の中央銀行は完全にインフレを抑え込んできた。総需要が低調で、企業の価格決定力が限定的であることが構造的な足枷となり、インフレ上昇は持続しにくくなっている¹⁰。第3に、先進国のソブリン債に対する需要が高いことが挙げられる。こうした需要の高さは、貯蓄の投資先を求める手段について探求している高齢者、金融規制を満たしながらバランスシートの保全に努める金融機関、そして中央銀行による金融緩和政策に基づく資産購入を背景としたものである。

こうした状況は新興国においても同様だが、その影響は先進国ほど大きくない。更に、足元ではデフォルトや債務再編となったエマージング債券が見られるほか、インフレ率が急上昇した新興国もある。よって、こうしたデフォルトや債務再編を巡るリスクは、投資家にとってより差し迫った重大なものに見えるかもしれない。

これを踏まえると、こうしたリスクに関して、新興国が先進国とは異なる状況にあることで、エマージング債の投資妙味が大きいのか、小さいのかという別の疑問が浮かび上がる。これは、一方では、これら新興国における過大な債務が引き続き市場から嫌気される可能性が高いことを示唆するものである。これによって、エマージング債と先進国債券との間の相違は更に大きくなる可能性がある。他方では、こうした市場からの圧力が、より一貫性のある経済政策にうまく繋がれば、中期的にはより良好なパフォーマンスとより高いリターン生む可能性がある。更に、市場がこうしたリスクを織り込む中、債務をやり繰りする上での課題をうまく乗り越えられるような債券を選択できる投資家にとって、市場平均を上回るリターンの獲得機会が生まれている。

最後に、こうした相違は永続的に続くものなのかという点が疑問として残る。強気なシナリオとして、新興国が徐々に先進国と同等のファンダメンタルズに収斂していくことが考えられる。これは、韓国、ポーランド、チリなど、いくつかの高い信用力を有する新興国について確かに当てはまる。弱気なシナリオでは、市場が先進国の債券を巡るリスクを過度に楽観視し、それに基づくリスク・プレミアムが最終的にエマージング債にも反映されることが考えられる。この場合、唯一の疑問点は、いつそれが発生するかということである。

もう1つの見方として、上述したシナリオの中間的な好ましいシナリオが考えられる。つまり、実際には先進国と新興国との間の大きな相違が持続し、これに対して市場は投資妙味を探るであろう。この場合であっても、時間の経過とともに一部のエマージング債券が先進国債券と同様の動きを見せたとしても、それは驚くべきことではないと考えている。更に、先進国は大きな債務負担の更なる拡大に、うまく対応するであろうと市場が評価していることについて、我々も同様の評価をしている。しかし、これに関しては引き続き注視していきたいと考えている。

¹⁰ こうした動向とも一致するが、足元のインフレ圧力の急激な高まりは一時的なものであると我々は考えている。詳細は、2021年5月12日に発行した「米国におけるインフレ率の急上昇、これが次なる方向性か」を参照。

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、ブルームバーグ、2021年6月現在。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニー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ブック・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、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が**必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください**。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、および意見について示したものです。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おりません。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、およびこ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。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して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、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、およびまたは第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、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。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。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) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities. 2021-4653

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した" Do Surging Public Debt Levels Bring Higher (or Lower) Bond Yields?"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
PGIMJ83080