

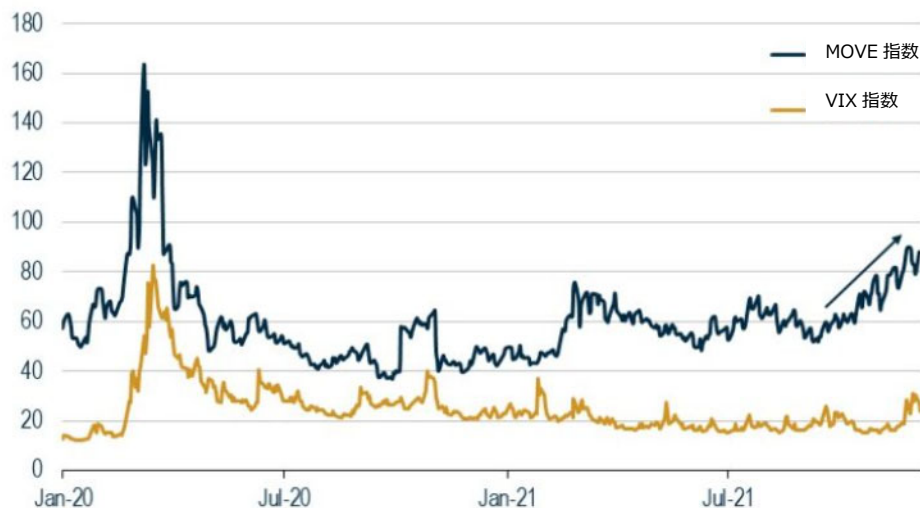
## 混乱する米国国債市場で拡大する投資機会

ミック・マイラー、先進国金利責任者

ジョン・ヤング、プリンシパル、先進国金利チーム

ここ数週間、クレジット市場や株式市場が概ね安定的に推移したのに対し、米国国債市場は非常に不安定な推移を示した（図 1）。先進国市場では、強いインフレ圧力の中で、金融政策の影響を受けやすい短期国債の利回りが 10 月末に急上昇し、投資家のポジションは大きく変化した。米国国債市場のボラティリティは歴史的に見ても高い水準にあり、通常は相関が高い銘柄間の価格関係が崩壊しており、相対価値（レティブバリュー）は非常に大きく乖離している。こうした現象は、2008 年の世界金融危機や新型コロナウイルスの感染拡大当初など、金融システム全体に影響を及ぼすような重大な危機が発生した際にもみ見られた。本稿では、市場に混乱をもたらした構造的な問題について簡単に解説した上で、米国債市場におけるレティブ・バリューに基づく非常に大きな投資機会を検証する。

**図 1：米国国債のインプライド・ボラティリティ（MOVE 指数）がコロナ禍後の最高水準に達する一方で、株式市場のインプライド・ボラティリティ（VIX 指数）は低下を続けている**



出所：ブルームバーグ、2021年11月現在。MOVE 指数は、1 カ月米国債オプション取引のインプライド・ボラティリティを標準化したものをイールドカーブで加重したインデックスであり、2 年・5 年・10 年・30 年国債のボラティリティの加重平均である。（インプライド・ボラティリティは、それぞれ 0.2/0.2/0.4/0.2 の割合で加重平均される。） VIX 指数は、S&P 500<sup>®</sup>インデックスの予想変動率に関する市場の最新予測を示す指標であり、リアルタイムの S&P 500<sup>®</sup>インデックスのオプション取引の売り/買い注文の中間点で計算される。

長期にわたり、米国国債は世界で最も安全で流動性の高い資産の 1 つだと考えられてきた。しかし、過去 10 年で市場構造は徐々に硬化化してきている。世界金融危機後に導入された規制により、プライマリー・ディーラーである証券会社が米国国債に資金を振り向けるイン

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。

センチは低下している（図2）。近年では、米国国債の発行が増加しているにも拘わらず、国債市場がストレスに晒された場合、プライマリー・ディーラーのリスク選好度が低下する局面も見られている。

図2：各種投資家による米国国債の保有額が増加する一方、プライマリー・ディーラーの保有額は減少している



出所：PGIM フィクスト・インカム、米国連邦準備制度理事会（FRB）、2021年9月30日時点。国債残高はFRB保有分を除く。

足元のプライマリー・ディーラーの米国国債保有総額は、18兆米ドル近い市場規模において、2,000億米ドル未満の比較的少額に留まっている<sup>1</sup>。以下の簡易シナリオは、通常の下況下、およびストレスに晒されて米国国債の保有許容額が逼迫する状況下で、市場がどのように機能するかを示したものである。

1. 市場が正常に機能している状態：米国国債の投資家はプライマリー・ディーラーに連絡し、時価10億米ドル規模の特定の銘柄の買い取りを依頼する。ディーラーはこの銘柄を購入し、リスクをヘッジして一定期間保有した後、より高い価格で他の買い手に売却する。その結果、買いと売りの価格差が、ディーラーが当該銘柄を保有するために一時的にバランスシートを拡大し、それに伴うリスクを負ったことに対する対価となり、一連の取引の後にはディーラーの国債保有規模は前の状態に戻る。
2. 市場がストレスに晒された状態：米国国債の投資家はプライマリー・ディーラーに連絡し、上記と同じ銘柄の買い取りを依頼する。ディーラーはこの銘柄を購入して保有するものの、市場のストレス下では手元流動性を確保するための投資家による換金売りの動きが広がることから、すぐに別の投資家から同じ銘柄10億米ドルの買い取りを依頼される。ディーラーは、これらの債券をすぐには売却できないため、それぞれの取引の度に保有額が膨らみ、概してすぐにリスク許容度の限界に達してしまう。このようにして、米国国債市場は2,000億米ドル（米国国債発行残高の1%）程度の売り超になる場合、プライマリー・ディーラーのバランスシートは限度額に達してしまう可能性がある。

シナリオ2は、2020年3月の新型コロナウイルス感染拡大時の市場環境を非常に簡略化した例であるが、市場での売り圧力は遥かに大きかった<sup>2</sup>。米国国債の投資家がコロナ禍で換金売りを盛んに進める中、ディーラーは米国国債保有額を有意に増やすことができなかったことで国債価格のボラティリティが大幅に上昇した。

2020年3月とは異なり、足元の米国国債市場の混乱は、極度なインフレ高進を示すデータによって中央銀行の大規模金融緩和政策の妥当性が疑問視されたことが引き金となっている。世界的な利上げの可能性が急激に織り込まれたため、金利カーブのスティープ化を狙って過密となっていたポジションを解消するために、投資家は急激に国債を売却した。特に、通常から高いレバレッジをかけている投資家の一部は、このようなポジション解消を余儀なくされた一方、ディーラーは再びリスク回避的となり、売りを吸収できなくなった。このようにして、ポジション解消の動きが他の投資家層にも波及し、米国短期債は売りが売りを呼ぶ形となって下落した。

レバレッジをかけていた投資家がポジション解消を余儀なくされたことで、米国国債市場の様々な領域で前例のない価値の乖離が生じているが、これによってレティブ・バリューに基づく魅力的な投資機会が生まれている。その中から、次の2つの投資機会を取り上げる。

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。

### オフザラン銘柄の8年債（既発10年債）が著しく割高に

米国財務省は、毎月または四半期毎に新たに国債を発行している。通常の市場環境においては、投資家はオンザラン銘柄と呼ばれる新発債を選好する明らかな傾向がある。同程度の年限の他の銘柄と比較して、このような銘柄に対して投資家が支払うプレミアムは「流動性プレミアム」と呼ばれている。流動性プレミアムを測定する方法の1つとして、オンザラン銘柄のスワップに対するスプレッド（アセットスワップ・スプレッド）を計算し、それを同様の年限の銘柄と比較することが挙げられる。オンザラン銘柄は流動性が高く、取引コストも低い傾向にあるため、市場がストレスに晒されている状況下では、通常は流動性プレミアムが上昇し、アセットスワップ・スプレッドは拡大する。例えば、2020年3月には、2019年に発行されたオフザラン銘柄（既発10年債、残存期間8年程度）とオンザラン銘柄（新発7年債）のアセットスワップ・スプレッド較差が急激に拡大し、8.9標準偏差に相当する事象が発生した（図3）。

一方、足元の数週間では、かつてないほどに逆方向の動きが見られた。レバレッジをかけていた投資家が強制的にポジションを解消したことで、アセットスワップ・スプレッドが急速に縮小し、オフザラン銘柄が大幅に割高になった。多くのマクロ系ファンドが、イールドカーブのスティープ化を狙ったポジションを解消するために、既に割高な価格だったこれら残存期間8年前後のオフザラン銘柄の購入を余儀なくされ、当年限のレティブ・バリューが局所的に異常な水準に達したと我々は考えている。2020年3月当時は、極端な流動性プレミアムが間もなく元の水準に回帰したが、今回もオフザラン銘柄の価格は時間の経過とともに割安化し、平均回帰に向かうと我々は考えている。

図3：オフザラン銘柄の8年債は、オンザラン銘柄の7年債と比較して著しく割高



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021年11月現在。発行から2年が経過した米国既発10年債と新発の米国7年債のOISに基づく。文中の標準偏差は2年間の時間枠で3日毎の変化を用いて計算したZスコア（標準得点）。

### 信じられないほど割安な20年債

また、米国国債のイールドカーブ長期ゾーンに目を向けると、そこにもレティブ・バリューに基づく大きな投資機会が生まれている。米国20年債は、2020年5月に発行が再開されて以来、同年限の銘柄と比較して低い価格水準で取引されている。新発20年債が相対的に過小評価されていることを測定する1つの方法として、同程度の年限の米国国債先物との比較が挙げられる。直近の市場の混乱の最中には20年ゾーンに大規模な売却があったことで相対的な割安感が更に強まり、10月下旬には4.4標準偏差に相当する割安化が発生しているが、これはまだ正常化していない（図4）。

図4：徐々に需要は顕在化しつつも、米国20年債は過度に割安な水準にあると考えられる

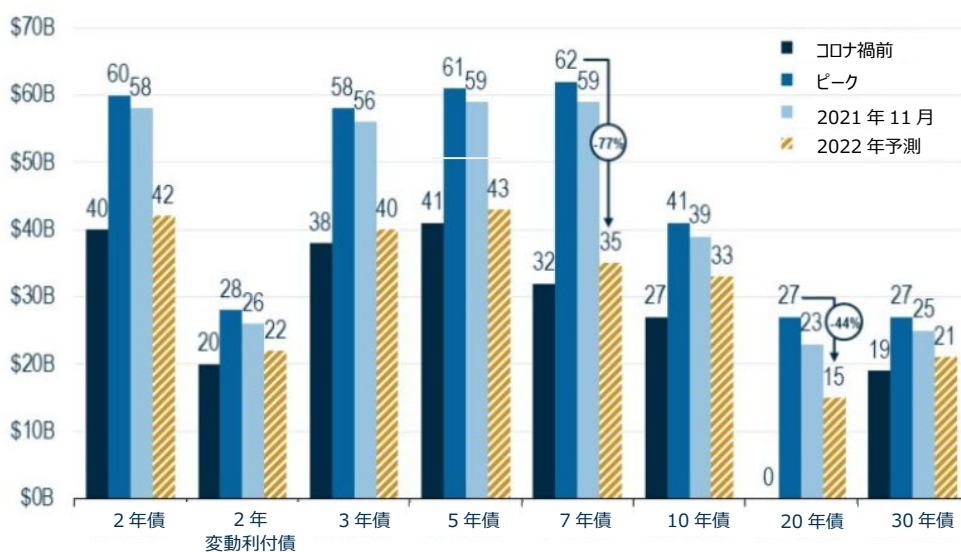


出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021年11月現在。文中の標準偏差は1年間の時間枠で3日毎の変化を用いて計算したZスコア（標準得点）。

米国政府は、20年債が相対的に割安となっていることを十分に認識しており、足元では需給の不均衡を緩和するために幾つかの措置を講じている。

2020年、コロナ禍に関連した財政刺激策の資金を賄うために財務省は国債発行を急増させたが、その中で7年債と20年債の発行が不均衡に増加した。こうした供給の大幅増は需要を上回るものであり、これを受けて7年債と20年債は相対的に割安となった。現時点では、急速な景気回復を背景に、財務省が大規模な国債発行を行う必要性が薄れている。その結果、財務省は全ての年限の国債について発行量を削減し、特に7年債と20年債の発行を大幅に削減した（図5）。また、財務省は今後数四半期にわたって更に発行量を削減する可能性を示唆している。

図5：2022年における7年債および20年債の発行量は、ピーク時からそれぞれ77%と44%減少する見込み



出所：PGIM フィクスト・インカム、米国財務省、2021年11月現在。予測は、PGIM フィクスト・インカムによる試算。

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。

更に、量的緩和政策の一環として国債を購入してきた連邦準備制度理事会（FRB）は、経済が概ね回復したことを受けて、11月から資産購入額を縮小し始めた。FRBは毎月100億米ドルのペースで購入額を縮小すると発表したが、驚くべきことに、購入する債券の構成も変更した。後に公表された資産購入スケジュールからは、20年債を除く全ての年限の債券購入が縮小されることが明らかになった。FRBによる資産購入が引き続き20年債にとって支援材料となっていることと発行量の減少が相俟って、20年債の相対的な割安感は後退すると見られる。

最後に、シカゴ・マーカント取引所も流動性向上に向けた取り組みに加わっており、20年債に関連した先物取引の原案を先日公表した。米国国債先物は、世界で最も流動性の高い商品の1つであり、20年債先物が実現すれば、投資家からの需要を高めることができるだろう。

歴史的に見てタイトな信用スプレッドと高水準の株式バリュエーションに投資家が直面する中、米国国債市場には稀に見る規模でレラティブ・バリューに基づく投資機会が残されている。このような異常事態は、米国国債市場が直面している需給の不均衡に起因して発生したものであるが、これまでもそうだったように、相関性の高いこれら国債銘柄間の価値の乖離は時間の経過とともに正常化に向かうと考えられる。

<sup>1</sup> 民間が保有する市場性のある国債（連邦準備制度公開市場勘定：SOMAによる保有を除く）

<sup>2</sup> 米国債市場における最近の混乱と改革の可能性：米国財務省経過報告レポート、2021年11月8日。

本資料は2021年12月8日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。

## 留意事項 1

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・アシュアランス・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。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、意見および提言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、および情報に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いません。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、およびそ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が適用されます。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.

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。

## 留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"FINDING VALUE IN TREASURY MARKET TURBULENCE"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

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。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨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  
PGIMJ86762