PGIM FIXED INCOME

低利回りから高利回り環境へのパラダイムシフト

PERSPECTIVES | 2023 年 8 月

著者

ROBERT TIPP, CFA
チーフ・インベストメント・ストラテジスト
兼グローバル債券責任者

- **金利環境は過去 10 年にわたる超低水準から、歴史的に見て「標準的な」3～5%のレンジに回帰した。**成長、インフレ、政策金利を押し下げ、長期金利の低下をもたらした要因が後退し、代わってコロナ禍後の高成長、高インフレ、そして財政政策によって、長期債利回りは歴史的に見ればより正常な水準（米ドル圏や英国の長期金利は 4%前後、フランスなどの欧州の主要国では 3%前後）へと上昇した。
- **こうした利回り水準の上方修正に伴い、投資適格債は一桁台半ばのリターンが期待され、ハイイールド社債やハードカレンシー建エマージング債などのより高リスクの資産クラスでは一桁台後半のリターンが期待できる。**
- 多くの先進国市場における逆イールド化は、景気後退の前兆というよりも、**投資家が全般的に依然として低金利時代に囚われ**、近い将来における長期債利回りの低下を確信していることを示唆している。投資家が過去 40 年間、構造的な利回り低下に対して常に後追いだったのと同様に、今般の逆イールドも当面解消されないと予想され、**イールドカーブ戦略に恩恵をもたらすことが期待される** [1]。さらに、利上げサイクルが既に概ね完了しつつある中、市場ボラティリティは低下に向かうと予想される。その先予想される「利回り追求」の再現がスプレッド商品の追い風となり、さらなるリターンが期待できると考えられる。
- **新たな高利回り環境への回帰によって 2022 年 10-12 月期に始まった債券の強気相場は、利回りの急低下ではなく利回りそのものによって後押しされる形で今後も継続するだろう。**

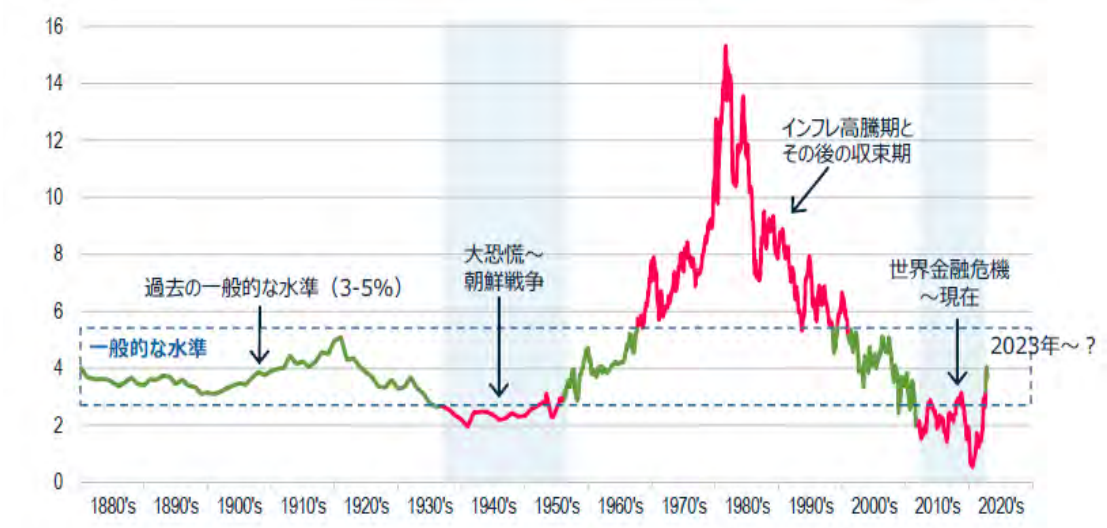
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

[1] 詳細については、PGIM フィクスト・インカムが 2013 年 9 月に発行した"The Low Ranger"、および 2003 年 12 月に発行した"Economic Recovery Creates Opportunities in Bonds"を参照。

パラダイムの転換

過去 150 年間、米国 10 年債の利回りは歴史的に 3～5%のレンジにあり、平均して凡そ 4%付近で推移してきた（図 1）。詳細は後述するが、3～5%のレンジからの乖離は、世界恐慌、1970 年代の石油危機、新型コロナウイルスの感染拡大といった異常事態が引き金となっている。

図 1：最近のパラダイムシフトにより、米国の長期金利は「標準的」なレンジに回帰した（%）



1875-1961： PGIM フィクスト・インカム、1962-現在：イェール大学教授 Robert Shiller、ブルームバーグ。

世界金融危機後の低金利パラダイム

パート 1：低成長、低インフレ

世界金融危機から新型コロナウイルス感染拡大までの 10 年以上の期間においては、1970 年代の高利回りをもたらした要因が当時とは逆方向に作用し、長期金利は平均 2%まで低下した。

1970 年代の経済環境は、先進国に共通する硬直的な雇用構造、共産主義国経済の孤立、エネルギー供給の危機が相俟って、賃金・物価スパイラルをもたらしたことが特徴として挙げられる。対照的に、世界金融危機から新型コロナウイルス感染拡大までの期間においては、デフレ圧力を高める多くの要因が生じていた。例えば、中国の世界貿易機関（WTO）加盟に伴う世界貿易の急増がポジティブな供給ショックをもたらした他、アリババやアマゾンといったオンライン・プラットフォームの出現によって、インターネットがディスインフレ要因となることが示された。また、企業統合や労働組合の影響力低下などの労働市場の構造変化も、低金利環境をもたらすディスインフレ要因となった。

金融危機後は、いわゆる「ラインハート・ロゴフ」環境が低成長/低インフレの 10 年間をもたらした。各国政府は、金融機関と家計の資本増強を促進するために財政出動し、世界各国の中央銀行による低金利と流動性供給がさらにそのプロセスを支援した[2]。

加えて、2012 年のソブリン危機に伴う景気悪化局面で実施された欧州の緊縮財政や、2012 年の歳出強制削減措置を背景とした米国の緩やかな財政健全化が、景気へのさらなる逆風となり、ディスインフレ傾向を強めた。

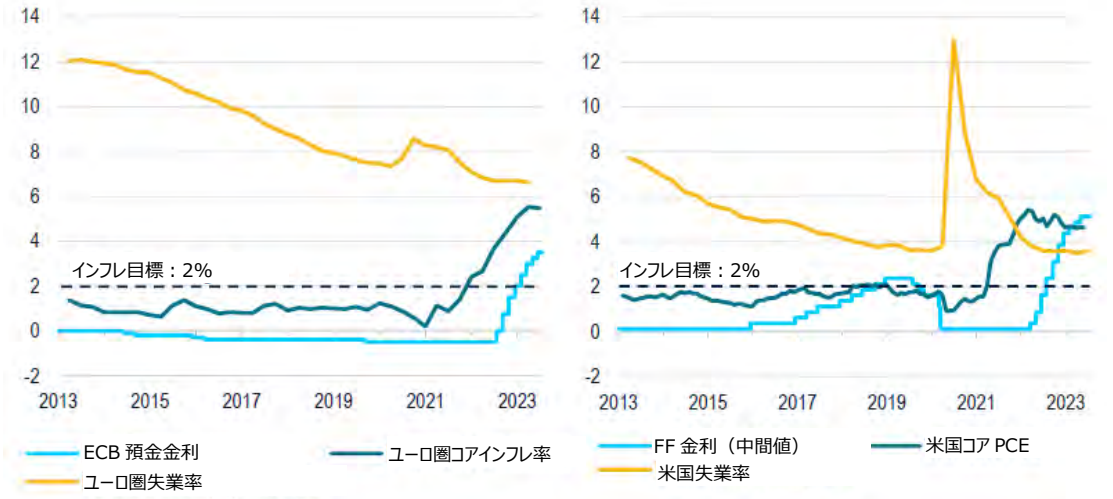
[2] 世界金融危機後の時代は、Carmen M. Reinhart および Kenneth S. Rogoff による"This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly"（プリンストン大学出版局、2009 年）で正確に予測されている。

パート 2：目標を下回るインフレ率と物価上昇に躍起になる各国中央銀行

中央銀行は極端な緩和政策を実施したものの、構造的な低インフレ率を反転上昇させるに至らなかった。

インフレ率が目標を下回ると、中央銀行は期待インフレ低下への懸念から、熱心に低金利政策（場合によってはマイナス金利政策）を追求した（図 2）。こうした量的緩和（QE）を含む金融緩和政策は、低成長/低インフレへの対策として、世界金融危機および欧州ソブリン危機後に開始された。しかし、こうした危機が去った後も極端な緩和政策が維持されたものの、構造的な低インフレを反転上昇させるに至らなかった（次ページのボックス記事を参照）。マイナス利回りを回避するために投資家の資金が長期債に向かう中、17 兆米ドルを超える債券の利回りがマイナス圏に低下した（図 3）。

図 2：新型コロナウイルス感染拡大前の 10 年間は、歴史的に低い失業率にも拘わらず中央銀行はインフレ率を 2%に引き上げるべく、欧州中央銀行（ECB）や日本銀行は QE さえも実施した。コロナ禍後では、中央銀行は目標の何倍ものインフレ率と過去最低水準の失業率に直面している（%）



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

図 3：投資家はマイナスの預金金利を回避すべくデュレーションを長期化し、前例のない債券バブルを生んだ。ピーク時には 17 兆米ドルを超える債券の利回りがマイナス圏に低下した（兆米ドル）

結論：新型コロナウイルス感染拡大前には常に目標を下回り続けるインフレ率と、中央銀行が躊躇なく政策金利を下限まで引き下げた（加えて、日本と欧州では無制限の QE プログラムを実施した）ことが相俟って、投資家は長期債利回りを大恐慌以来の水準まで押し下げた。

不自然な程の低金利の代償…インフレ目標の微調整

新型コロナウイルス感染拡大前の 10 年間、慢性的に目標を下回るインフレ率を背景に、中央銀行は極端な緩和政策を実施した。米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）が 1.6～1.9%で推移していたインフレ率（PCE）を 2%に引き上げるため、2019 年に政策金利を 2%未満に引き下げた。一方、ECB は 1%で安定推移するインフレ率を容認できないとし、マイナス 0.5%まで利下げを行い、無制限の QE プログラムを導入した。

物価上昇を狙って失敗したこれらの試みに価値があったかという疑問はさておき、こうした積極的な緩和政策が有する潜在的コストは幾つか考えられる。

マイナス金利などの積極的な政策手段を必要以上に継続すると、悪影響が生じる可能性がある。

1. 実際には貯蓄率の向上が必要な高齢化の進んだ先進国において、借入れが促され、貯蓄が妨げられる。
2. 財務上の不均衡を助長し、景気変動を高める。過去数回の景気後退それぞれが、直前の景気拡大期に生じた過剰債務の清算を伴っており、これは 1980 年～2020 年の期間において景気減速のたびに繰り返された積極的な利下げサイクルが原因かもしれない。
3. 退職者など、貯蓄からの収入で生計を立てる人々に悪影響を及ぼす。
4. 人々の老後資金の積み立てを妨げる。
5. 通常の金利環境下では投資しないような案件への投資を促すことで、不適切な資本配分とそれに伴う経済の効率性低下を招く可能性がある。
6. 中央銀行の政策手段を使い果たす可能性がある。最も効果的な政策手段を完全雇用が達成されている期間に実施してしまい、景気後退に陥った際に経済を立て直すことができないリスクに晒される。

金利水準が歴史的に標準的かつ高いレンジに回帰すれば、貯蓄の促進や過剰な借入れの抑制など、予想外の経済効果がもたらされる可能性がある。これにより、景気拡大期の成長率は鈍化することになるかも知れないが、借入れ依存の低下により経済の回復力が強化され、景気後退の周期性や深刻さの両方が軽減されると考えられる。

コロナ禍後：より高く、より正常な金利水準への回帰とその背景

コロナ禍以降、金利環境を巡るパラダイムは、大恐慌期以来の低水準から長期的な標準、あるいはそれを幾分上回る水準に回帰したように見受けられる。何故だろうか？

金融危機後の低成長、「ラインハート・ロゴフ」環境下の逆風、米国と欧州の緊縮財政、さらに一時的なディスインフレ要因としての中国の輸出大国としての台頭やアリババ/アマゾン効果等、**2010 年～2020 年の金利低下要因は後退した。さらに、こうした金利低下要因が単に後退しただけでなく、足元では成長率やインフレ率、ひいては金利上昇をもたらす新たな要因に取って代わられた。**

英国、オーストラリア、カナダ、米国の成長の加速は、予想を上回るコロナ禍後の大量の移民流入が牽引している。これら移民が労働市場に参加するか（米国では既にそうなっているように見受けられる）が需給への相対的な影響を左右するだろう。しかし、いずれにせよ移民は相当数に上り、それにより住宅需要と消費は間違いなく押し上げられている。例えば、過去 2 年間に 500 万人近い外国生まれの労働者が米国の労働力として流入した。これは、コロナ禍前の 10 年間の純流入数に匹敵する。オーストラリアにおける

歴史的にも大規模な移民が、成長の重要な原動力となる可能性がある。

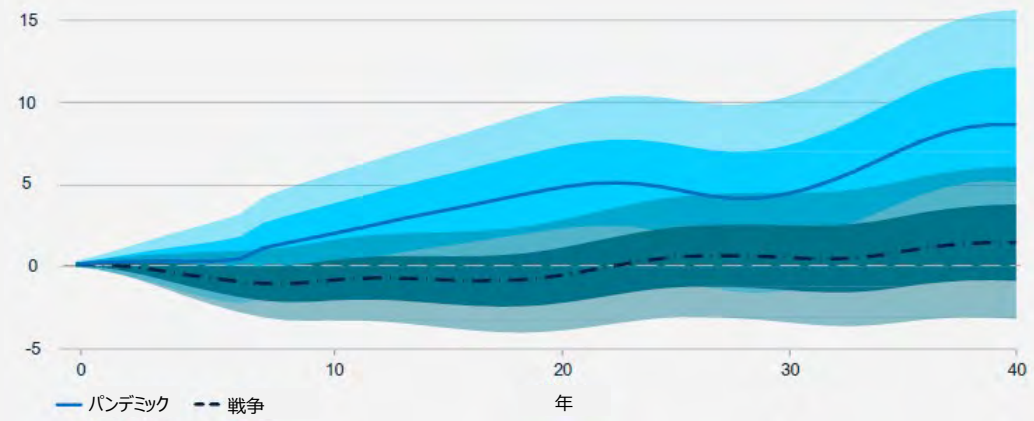
2023 年の海外からの移住者数は 40 万人と、コロナ禍前の約 2 倍の水準となった[3]。2022 年のカナダの 60 万人を超える移民流入は過去最高であり、同じく英国への移住者も過去最高となる 60 万人超（前年比 24%増）を記録した[4]。他の条件が同じであれば、金利低下要因となり得る人口の高齢化による影響に対して、少なくとも当面はこれら移民の効果が優勢となると考えられる。

推測の域を出ないものの、もう一つの金利上昇要因として、パンデミックそのものとパンデミック後の経済に典型的に見られる影響、つまりトレンドを上回る成長率と賃金上昇圧力が何十年も続くことが考えられる（下記のボックス記事を参照）。

パンデミック後の傾向に関する考察

1918 年のスペイン風邪の後に「狂騒の 20 年代」が到来したのは偶然だろうか？1957 年の世界的なインフルエンザの大流行後、1960 年代に 1950 年代と 1970 年代を上回る成長率が続いたのは偶然だろうか？そうではないだろう。**過去数世紀を振り返った研究によると、急速な経済成長と賃金上昇圧力は、歴史的にパンデミックに引き続いて発生している。**サンフランシスコ連銀による研究では、パンデミック後の典型的な現象として、実質金利の低下、賃金上昇圧力、パンデミック発生前のトレンドよりも速い成長が確認されている（図 4）。なお、こうした現象は、戦争がもたらす経済効果とは全く異なる。

図 4：戦争とは対照的に、パンデミックは成長に長期的なプラスの影響を与えると見られる（英国の一人当たり実質 GDP 成長率に対する影響、%）



出所：Longer-Run Economic Consequences of Pandemics、サンフランシスコ連銀、2020 年 6 月。

過去から今回のパンデミックを類推する際、調査対象となった過去の大半のパンデミックはワクチンなしで自然に終焉したことに留意すべきである。新型コロナウイルスがワクチンと大規模な財政刺激策によって収束したことを考えると、その経済効果は過去のパンデミックよりも一段と強固なものとなる可能性がある。

パンデミック後の景気拡大は長期にわたり、力強く、賃金の上昇圧力も伴う。

賃金上昇圧力という点では、例えば、労働時間を短縮させたいといった労働者の嗜好の変化を示す証拠があり、その結果として、過去のパンデミック後と同様に今回も賃金上昇が促される可能性がある。

いずれにせよ、現在の景気拡大が高い賃金上昇率を伴いつつ、その力強さと期間の長さという点で記録的なものとなれば、その一部はパンデミック後の典型的な傾向に由来するものであり、その副作用の一つが金利上昇だと考えられる。

[3] “Australian Migrant Population Growth Hits All-Time High as Borders Reopen”、オーストラリア放送協会、2023 年 4 月 28 日。
[4] “Canada’s Population Estimates: Record-High Population Growth in 2022”、カナダ統計局、2023 年 3 月 22 日、および”Rishi Sunak Faces Tory Backlash as Net Migration Reaches Record High”、ガーディアン紙、2023 年 5 月 25 日。

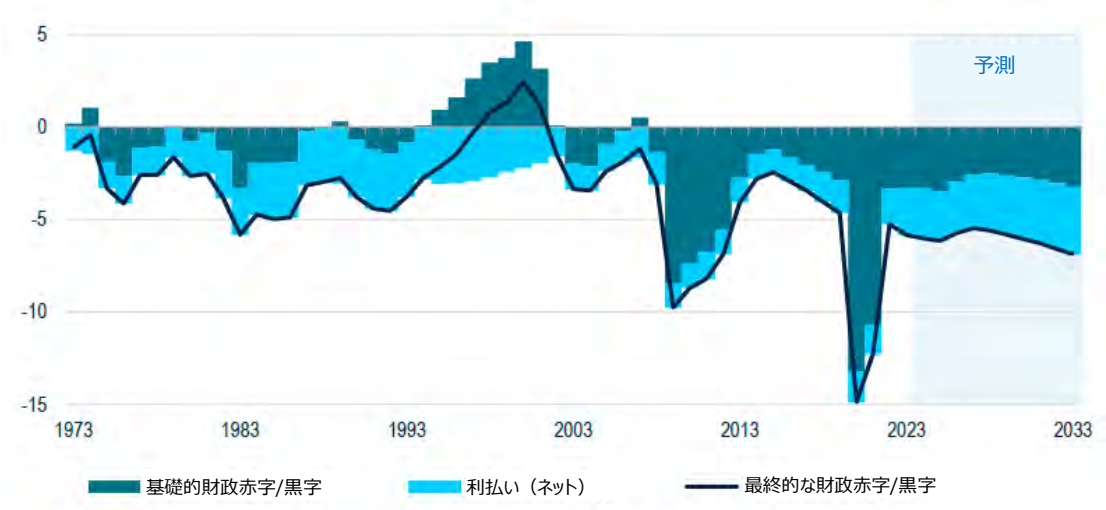
米国債の信用格付を「AAA」から「AA+」に引き下げたフィッチ・レーティングの最近の決定により、「負債は問題なのか？」との疑問が生じている。

新たなインフレ要因も金利上昇を後押ししている。第一に、コロナ禍に伴うサプライチェーンの長引く混乱に加え、ロシア・ウクライナ紛争に起因するエネルギー、主要な一次産品、その他の製品のサプライチェーンの寸断が、製品価格に大きな上昇圧力をもたらした。第二に、地政学的な緊張や気候変動によって増幅された混乱に直面する中、サプライチェーンの耐性を高めたいとの意欲から**「フレンドショアリング」が促進され、再生可能エネルギーや従来型のエネルギー源に対する投資も増加した。こうした動きは長期的にはインフレを抑制する可能性はあるものの、長引くロシア・ウクライナ紛争や国防支出の増大も相俟って短期的には成長を押し上げ、インフレに拍車をかける可能性もある。**

こうしたミクロ要因の多くは、米国内外の地政学的な二極化など、より大きなマクロのテーマの一部であると見られる。ある意味、こうした二極化に伴う財政支配と制度疲弊によって「大いなる安定期」は終焉し、インフレ高進と財政赤字の拡大を通じて金利は押し上げられていると言えるかもしれない。

さらに、これまで考察してきた根本的な金利上昇要因に加え、米国債の大量発行が長期金利のさらなる上昇圧力となる可能性がある。米国債の大量発行および大規模な量的引き締めにも拘わらず、過去1 年にわたり米欧の長期金利が比較的安定していることからも示唆されるように、供給懸念は短期的には後退する可能性がある。一方、フィッチ・レーティングスによる米国の「AAA」から「AA+」への格下げによって、「負債は問題なのか？」との疑問が生じている [5]。既に米国は大規模な財政赤字を抱えており、今後も現在と同水準あるいはそれ以上となる可能性が高いことを考慮すれば、この問題は特に重要である（図 5）。

図 5：現在、既に米国は過去 50 年の景気後退時と同水準の大規模な財政赤字を抱えており、これを上回るのは世界金融危機と新型コロナウイルスの時期のみである。今後、より高い金利環境下で状況はさらに悪化すると見られる。近年の予測が、事後的に見ると、楽観的に偏していることも注目に値する（対 GDP 比、%）

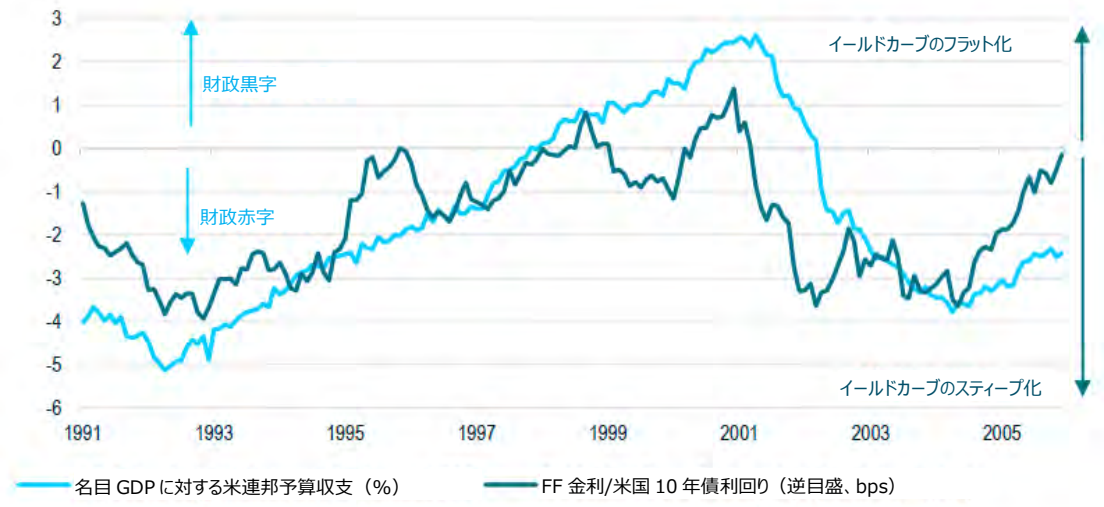


出所：PGIM フィクスト・インカム、連邦議会予算事務局。

[5] フィッチ・レーティングスによる格下げは、債務上限問題ではなく、米国の長期的なデフォルト見通しを背景としたもの。

図 6 は、1990 年代から 2000 年代初にかけて財政黒字から赤字に大きく振れたことが、明らかに長期金利の変動に影響していることを示している。

図 6：国債発行額は長期金利の重要な決定要因である。米国債のイールドカーブは、大規模な財政赤字が黒字に転じた 1993 年～2001 年にかけてブルフラット化したが、2002 年～2003 年にかけて財政赤字が膨れ上がると急速にスティープ化した。



出所： PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

図 7 では、PGIM フィクスト・インカム独自のタームプレミアム（リスク調整後のイールドカーブの傾き）測定モデルに基づくと、国債発行総額とタームプレミアムの間には明確な正の相関関係がある（つまり、国債発行が増加すればタームプレミアムが上昇する）ことが示される。

図 7：米国債の発行額と PGIM フィクスト・インカムのモデルが示唆するタームプレミアムの推移（左軸：bps、右軸：対 GDP 比、%）

出所： PGIM フィクスト・インカム。

最後に、図８が示す通り、国債発行額と金利スワップに対する米国債利回りの相対価値との間にも同様の相関関係が見られる。世界金融危機以降は相関関係が幾分弱まっているとは言え、長期的な傾向として相関関係があることは明らかであり、国債発行額の増加とともに長期国債利回りはスワップ金利を上回る水準まで押し上げられてきた。よって、将来的に大規模な財政赤字がさらに拡大するという見通しも、米国債利回りの上昇圧力となる。

図８：米国債の発行が米国のスワップ・スプレッドに大きな影響を及ぼしている（左軸：bps）

出所： PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。スワップ・スプレッドは、2022 年 10 月までは LIBOR、それ以降は SOFR に基づきます。

総合すると、パンデミック後の高成長と高インフレ、および国債供給量の増加は、金利が長期にわたって現在の「高い」水準付近で推移する可能性が高いことを示唆している。

高水準で推移する利回り：高水準でのレンジ推移が続く理由

前章では、利回りを「標準的な」水準に回帰させた経済動向について考察した。この章では、こうして新たにもたらされた高い水準付近に利回りを留め置く上で、中央銀行が果たすと考えられる役割に目を向ける。プラス/マイナスの材料が相殺される経済動向を背景に、中央銀行は政策金利を非常に安定的ながらも高い水準で維持し続ける可能性が高く、これにより長期金利はかつての 3～5%レンジの中間から上限付近に留め置かれると思われる。

中央銀行は「1970 年代の過ちを繰り返す」ことを避けるべく、過度に尚早な、あるいは積極的な利下げには消極的だろう。

経済成長とインフレが鈍化しつつある中、中央銀行は金融政策が制約的な領域、即ち最近の米国地方銀行の経営破綻がもたらした局所的な金融不安からも明らかなように、予期せぬ事態を起こし得る領域に入ったと考えている。このことは、今後利上げが実施されるとしても限定的であり、慎重に行われるであろうことを示唆している。こうした慎重なアプローチは景気拡大の長期化の可能性を高め、短期金利を現在の水準付近に留めると考えられる。

一方、中央銀行は、インフレが抑制されていると早計に判断した「1970 年代の過ちを繰り返す」ことを警戒し、積極的な利下げには消極的だろう。失業率は記録的な低水準にあり、労働者の価格決定力が増す中、中央銀行は予想以上に高水準で粘着的なインフレ高進を目の当たりにしている。間違いなく、金融当局は、インフレ期待が目標を上回る水準で固定化され、賃金と物価がスパイラル的に上昇するリスクを懸念していると思われる。

上述の制約によって、先進国では積極的な利上げと利下げが共に手控えられる可能性が高く、これにより各国の短期金利は現在の水準付近で推移し、その結果、長期金利も現在のレンジに留め置かれると考えられる。

景気後退に関する市場コンセンサス

パンデミック後の景気拡大の隠れた強みは、景気減速を景気後退にまで悪化させる金融市場の過剰さが存在しないことである。

利上げによってハードランディングが引き起こされる訳ではなく、むしろ隠れた氷山（利上げ後に表面化する、景気拡大期に蓄積され隠れた過剰要因）が景気を沈没させるとの見方もできる。1989 年の利上げサイクルでは、1980 年代の LBO ブームや貯蓄貸付組合（S&L）危機といった金融過剰が露呈し、1999 年～2000 年の利上げサイクルでは、大手企業の会計不正が明らかになり株式市場のバブルが崩壊した。また、2004 年～2006 年の利上げサイクルでは、積極的なレバレッジ、非流動性、不透明性が（金融革新という名目で）債券市場にもたらされた結果、これまでにない複雑性を伴って膨張した資産市場の泥沼に頭から突っ込むこととなった。

対照的に、1995 年と 2018 年をピークとする利上げサイクルでは、ソフトランディングがもたらされた（図 9）。どちらの利上げサイクルも非常に劇的な景気後退に引き続くものだったことから、景気高揚感やそれに伴う過剰さがまだ蓄積されておらず、その結果持続的な経済成長がもたらされ、それぞれの利上げサイクルは大過なく終了、即ちソフトランディングがもたらされた。

景気後退の可能性を低下させ得るもう 1 つの要因は、中央銀行の明確なコミュニケーションが挙げられる。特に、近年の金利政策を巡る高い透明性は、景気拡大期に危険な過剰さが蓄積することを防ぎ、景気後退の深刻さを軽減すると考えられる。

図 9：過去 3 回の利上げサイクルのうち 2 回（1994/1995 年と 2015/2018 年）はソフトランディングで終了した

出所： PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

1995 年と 2018 年のより弊害の少ない景気回復は、今回の新型コロナウイルス後の環境と類似しており、足元の景気拡大は景気後退を引き起こす典型的な金融市場の行き過ぎを回避しているように見受けられる。財政刺激策の終了後もコロナ禍以降の景気拡大が持続するかという懸念が残る中、家計や企業は慎重に行動した。その後、ロシア・ウクライナ紛争が勃発し、全般に不安感が煽られるとともにコモディティ価格の上昇を通じて購買力が失われ、それに続いて世界的に金利上昇が起こった。こうした脅威が重なったことを受け、エコノミストは一斉にハードランディングを予測したが、恐らくこれも家計や企業の慎重な行動を促したもう 1 つの要因になったと思われる。

要約すると、昨年の住宅用不動産の調整や、今年のオフィス用不動産の低迷や地方銀行の経営不安など、今後も経済において幾つかの不安要因が浮かび上がる可能性がある。しかし、これらは経済を沈没させる可能性がある氷山というよりも、むしろ日常的な漂流物に過ぎず、**経済成長の足枷になるほど大きな障害とはならない可能性が高いだろう。**

逆イールド化は景気後退が差し迫っている兆候ではないのか？

足元の逆イールドは、信用収縮や差し迫った景気後退の兆候というよりも、金利サイクルがピークに近づいているとの債券投資家の確信に起因していると我々は考えている。投資家は、たとえ短期的には利回りを多少犠牲にするとしても、新たにもたらされた高金利水準の恩恵を長期にわたって享受すべくデュレーションを長期化しており、これによって長期債利回りは押し下げられている。我々は、近い将来に景気後退に陥るとは想定していない[6]。

こうした中、次の 2 つの疑問が生じる。

1. どのくらいの期間、投資家は利回り水準について誤った評価をし続ける可能性があるか？（次ページのボックス記事を参照。）
2. 慢性的な逆イールドは、投資にどのような影響を及ぼすか？

[6] 本レポートの発行時点においては、「ウィークフレーション」を米国経済の基本シナリオとしています。詳細については、グローバル債券 2023 年第 3 四半期見通しを参照。

逆イールドは景気後退を示唆するものではない。むしろ、利上げサイクルのピーク時に高水準の長期債利回りの恩恵を確保したいとの投資家の意欲を反映したものである。

投資家は金利水準を誤って評価をする可能性があるか？その場合、どのくらいの期間、誤った評価をし続けるか？

過去 60 年間が参考になるとすれば、市場参加者は新しいパラダイムが過ぎ去るまで、そのパラダイムを受け入れない。経済学者や投資家は、1980 年に始まった「長期にわたる低金利」を 2022 年まで完全に受け入れることはなく、受け入れた時には既にこのパラダイムは終了していた。この直近の事例を図 10 が示している。年始時点の市場の年末予想は毎年、概ね市場を上回る水準から始まり、時間の経過とともに実際の利回りに収斂している。イールドカーブが正の傾きを示す中、1980 年～2020 年にデュレーションを短期化していた投資家は、利回りとイールドカーブのロールダウン効果を放棄し、新たなパラダイムへの適応が遅れた結果、リターンを犠牲にした。逆に、同期間にデュレーションを長期化した投資家は、平均して高い利回りを確保し、金利低下による債券価格の上昇だけでなく、イールドカーブのロールダウン効果の恩恵も受けた。

こうした市場予想を巡る現象は 2022 年半ばまで続き、その後に逆転した。その後の予想は市場を下回る水準で始まり、時間の経過とともに現実の水準に収斂している。我々は、こうした予測は標準的な利回り水準へのパラダイムシフトを見逃していることを示唆すると考えている。

金利が現在の水準付近に止まる場合、金利低下を期待してデュレーションを長期化する投資家は、最終的に利回りを犠牲にするだけでなく、逆イールドの「ロールアップ効果」によって損失を被る可能性がある。逆に、新しいパラダイムを受け入れることができる投資家は、**期間構成を上手く利用したポジショニングによるアクティブ運用を通じて、投資収益を高めることができるだろう。**

図 10：コロナ禍前：30 年にわたる強気相場が見逃されてきたにも拘わらず、市場コンセンサスは依然として金利上昇を予想していた。こうした弱気予想が続いた期間の大半において、FF 金利は米国 10 年債利回りを下回り、これは投資家がキャリーとロールダウンの機会を逸したことを示唆している。

コロナ禍後：状況は逆転し、足元で市場コンセンサスは強気となり、金利低下を予想している。逆イールドが生じる中、再び市場参加者はキャリーとロールの機会を誤って捉えている可能性がある。過去に基づくと、こうした誤った評価は何世代にもわたって続く可能性がある（%、各予測年の年末予想、黒線は実際の米国 10 年債の利回り）

出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

より高い利回り、より高いリターン：債券にとって利回りは宿命である

債券市場は再び堅実なリターンをもたらす環境が整っている（図 11）。これは、利回りの急低下ではなく、単に高い利回りそのものによってもたらされる。利回りは 2000 年代初頭の水準まで上昇しており、債券市場は今後数年にわたり、堅調なリターンを生み出すと考えられる。

図 11：新たな強気相場における収益は、高い利回りそのものによってもたらされる可能性が高い（%）

期間	1992-2002	2002-2012	2012-2022	2022-
期初の利回り	6.76	4.38	1.75	4.38
	↓	↓	↓	↓
合計リターン	7.45	5.29	1.27	?

出所： PGIM フィクスト・インカム。ブルームバーグ米国総合債券インデックスに基づく利回りとリターン。

さらなるリターンの追い風：ボラティリティ低下がスプレッド商品のパフォーマンスの支援材料となる

過去 2 年間、金利変動を巡る懸念がスプレッドセクターの敵であり、パフォーマンスが相対的に良好で安定した過去数年間においても、金利のインプライド・ボラティリティの変化が信用スプレッドの主な変動要因だった（図 12）[7]。2022 年の量的緩和縮小によるボラティリティの高まりであれ、2023 年の地方銀行の経営不安であれ、金利の突然の変動によって投資家は動揺し、これが債券市場からの資金流出と信用スプレッドの拡大に繋がった [8]。中央銀行の利上げサイクルが終了に近付く中、金利ボラティリティは低下し、スプレッドはレンジ内で推移、もしくは縮小する可能性が高い。これにより、債券のリターンはさらに押し上げられると考えられる。

図 12：最近の市場環境固有の特徴として、金利のインプライド・ボラティリティと信用スプレッドの緊密な相関関係が挙げられる。2022 年後半に FRB が利上げペースを減速し始めると、ボラティリティとスプレッドはピークを打ったように見える。先進国中央銀行の金利政策がますます慎重になるにつれ、金利ボラティリティは低下し、これにより信用スプレッドは安定推移ないしは縮小して債券のリターンが押し上げられる可能性が高い（左軸：bps、右軸：%）

出所： PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

[7] 予想される変動の大きさと方向に関する不確実性の尺度。
[8] スプレッド商品とは、ハイイールド債および投資適格債に加え、証券化商品、エマージング債券、社債などの幅広い資産クラスを指します

結論

投資家は痛手を被る可能性があるが、実際に金利にはパラダイムシフトが起こると考えられる。

金利環境は過去 10 年にわたる超低水準から、歴史的に見て「標準的な」3～5%のレンジに回帰した。成長、インフレ、政策金利を押し下げ、長期金利の低下をもたらした要因が後退し、代わってコロナ禍後の高成長、高インフレ、そして財政政策によって、長期債利回りは歴史的に見ればより正常な水準（米ドル圏や英国の長期金利は 4%前後、フランスなどの欧州の主要国では 3%前後）へと上昇した。

こうした利回り水準の上方修正に伴い、投資適格債は一桁台半ばのリターンが期待され、ハイイールド社債やハードカレンシー建エマージング債などのより高リスクの資産クラスでは一桁台後半のリターンが期待できる。

多くの先進国市場における逆イールド化は、景気後退の前兆というよりも、**投資家が全般的に依然として低金利時代に囚われ、**近い将来における長期債利回りの低下を確信していることを示唆している。投資家が過去 40 年間、構造的な利回り低下に対して常に後追いだったのと同様に、今般の逆イールドも当面解消されないと予想され、**イールドカーブ戦略に恩恵をもたらすことが期待される**[9]**。**さらに、利上げサイクルが既に概ね完了しつつある中、市場ボラティリティは低下に向かうと予想される。その先予想される「利回り追求」の再現がスプレッド商品の追い風となり、さらなるリターンが期待できると考えられる。

新たな高利回り環境への回帰によって 2022 年 10-12 月期に始まった債券の強気相場は、利回りの急低下ではなく利回りそのものによって後押しされる形で今後も継続するだろう。

結局のところ、債券にとって利回りは宿命なのである。

[9] 詳細については、PGIM フィクスト・インカムが 2013 年 9 月に発行した"The Low Ranger"、および 2003 年 12 月に発行した"Economic Recovery Creates Opportunities in Bonds"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、2023年8月現在。

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。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。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。

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ーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャルル・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のではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料に掲載されている予測、予想および特定の情報は当社独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案または勧誘、あるいはいかなる金融商品の購入または販売を意図したものではありません。予測や予想自体には限界があり、実際のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の取引、流動性の制約、手数料などについても反映されていません。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、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が、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はありません。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。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。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けます。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があり、これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証は有りません。

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(Autoritiet 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.

© 2023 PFI and its related entities. 2022-5926

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"From Low Ranger to High Plains Drifter"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。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の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。

本資料は、プロの投資家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。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

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。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等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。

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、英国プルー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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
PGIMJ101721