

## 債券へのリアロケーションの意義を考察する

Robert Tipp, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト

Guillermo Felices, PhD, グローバル・インベストメント・ストラテジスト

George Jiranek, CFA, グローバル・マクロ経済リサーチ

米国では債券利回りは 10 年以上見られなかった水準まで上昇し、投資家から注目を集めていることは疑いようもない。しかし、株式市場は力強く上昇し、逆イールドを背景に投資家には資金をキャッシュに留め置くインセンティブが働く中、債券市場は魅力的なのだろうか？こうした中、PGIM フィクスト・インカムは、足元の市場環境を踏まえ、株式およびキャッシュから債券へのリアロケーションには説得力があると見ている。本レポートで掲載する図表は、キャッシュ、債券、株式のメリットとデメリットを示すとともに、ポートフォリオ構築におけるそれぞれの役割を表している。

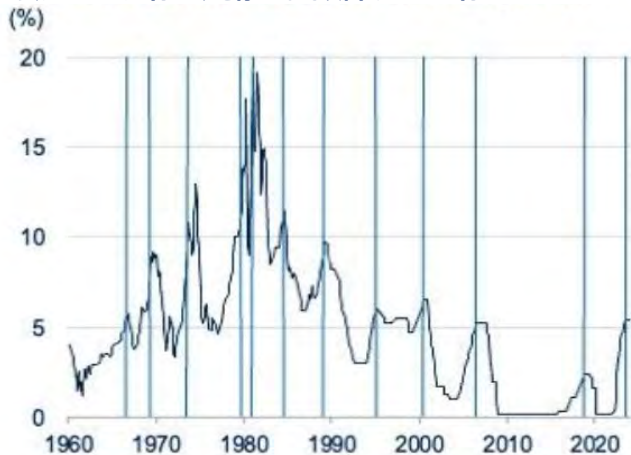
それぞれの図表の説明に入る前に、いくつか要旨を述べたい。

- キャッシュ利回りが高止まりしているのは事実である。しかし、債券と異なり、**キャッシュの長期的なリターンには不確実性が伴う**。これに加えて、主要な中央銀行は利下げに向かっている。
- **債券と比較して、株式のバリュエーションは目一杯のように見える**。これは株式を否定している訳ではない。しかし、株式が割高となれば、歴史的に、債券は平均を上回るリターンと良好なシャープ・レシオをもたらしている。
- **主要な中央銀行が利上げを停止している、あるいは利下げに向かっている局面において、債券は歴史的に市場のショックに対する緩衝材の機能を果たしてきた**。株式市場が急低下した際に、債券市場は全般的に底堅いプラスのリターンを創出し続けている。

## 図 1：逆イールド化しているものの、FRB が金融緩和に向かう中、キャッシュは長期にわたってアウトパフォームすることはないだろう

米国債利回りの逆イールドが続く中、一見するとキャッシュが投資に際して最高の選択肢であるように見えるかもしれない。しかし、歴史はそれを示していない。ひとたび中央銀行が利上げを停止すれば、キャッシュ利回りは低下に向かうことの方が、そうでない場合に比べて多い。確かに、多くの金融政策サイクルは急速な利下げをもって終了している。

過去に FRB が利上げを停止して以降の FF 金利



過去、FRB の利上げ停止以降の FF 金利の推移: 要約統計  
利上げ停止月を 0 としたその後の変化 (パーセンテージポイント)



出所：米連準準備制度、ハーバーアナリティクス、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 4 月現在。

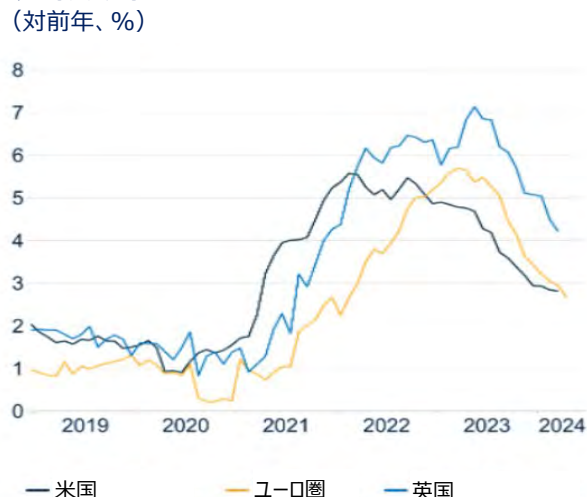
## 図 2：ECB とイングランド銀行も、FRB と同様に利上げを終え、今まさに利下げを検討している

同様のことがユーロ圏や英国の債券市場でも言えるだろう。米国と同様に、キャッシュ利回りは高く、国債利回りは逆イールド化している。しかし、インフレ率はかなり低下しており、どちらの中央銀行も次の政策アクションが利下げになる可能性が高いことを示唆している。逆イールド環境の下でキャッシュ利回りは魅力的に見えるが、今後期待される利下げによって、長期的視点に立てば高いリターンをもたらす投資先としてキャッシュは相応しくない可能性がある。

先進国金利



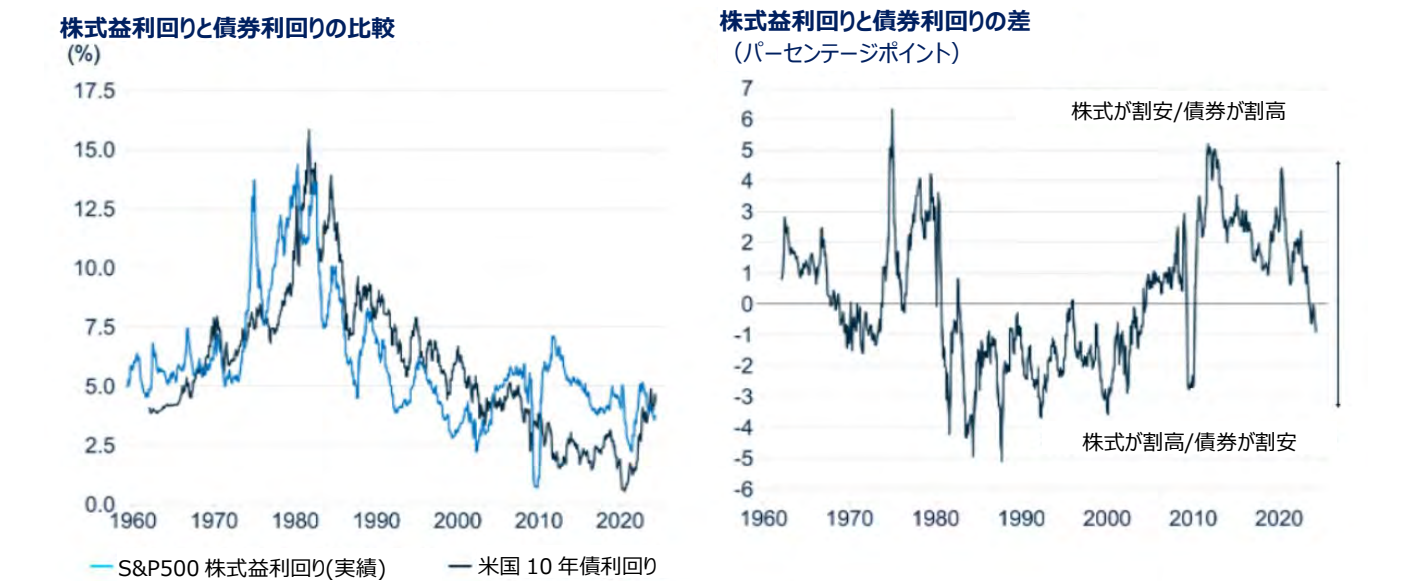
コア・インフレ率



出所：マクロボンド、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 5 月 15 日現在。

図 3：株式は債券と比べ、割安ではない

過去数年間を見ても、過去 1 世紀を見ても、株式市場に勝る投資先はないように見える。確かに株式は超長期にわたる優れた資産形成能力を有するが、足元では債券利回りは調整局面を経て歴史的な高水準に達している一方、株式のバリュエーションはそのような調整を経ていない。例えば、S&P500 指数の株式益利回りと米国 10 年債利回りを比べると、債券に対する株式のバリュエーション面での優位性が失われていることが分かる。これが、それぞれのリスクとリターンに与える潜在的な影響については後述したい。



出所：ブルームバーグ、ハーバーアナリティクス、S&P、マクロボンド、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 5 月 15 日現在。

図 4：債券利回りが 2002 年以来的水準に到達する中、債券市場の投資環境は有望

株価収益率が高く、株式益利回りが低い現状の株式市場とは対照的に、債券市場における調整局面は、債券利回りを 10 年以上振りの高水準に回帰させた。長期的視点に立った投資家にとって、これは非常に重要である。過去に照らすと、高い債券利回りは長期的には高いリターンとして実現していくことが期待できるからである（すなわち、債券にとって利回りは宿命である）。

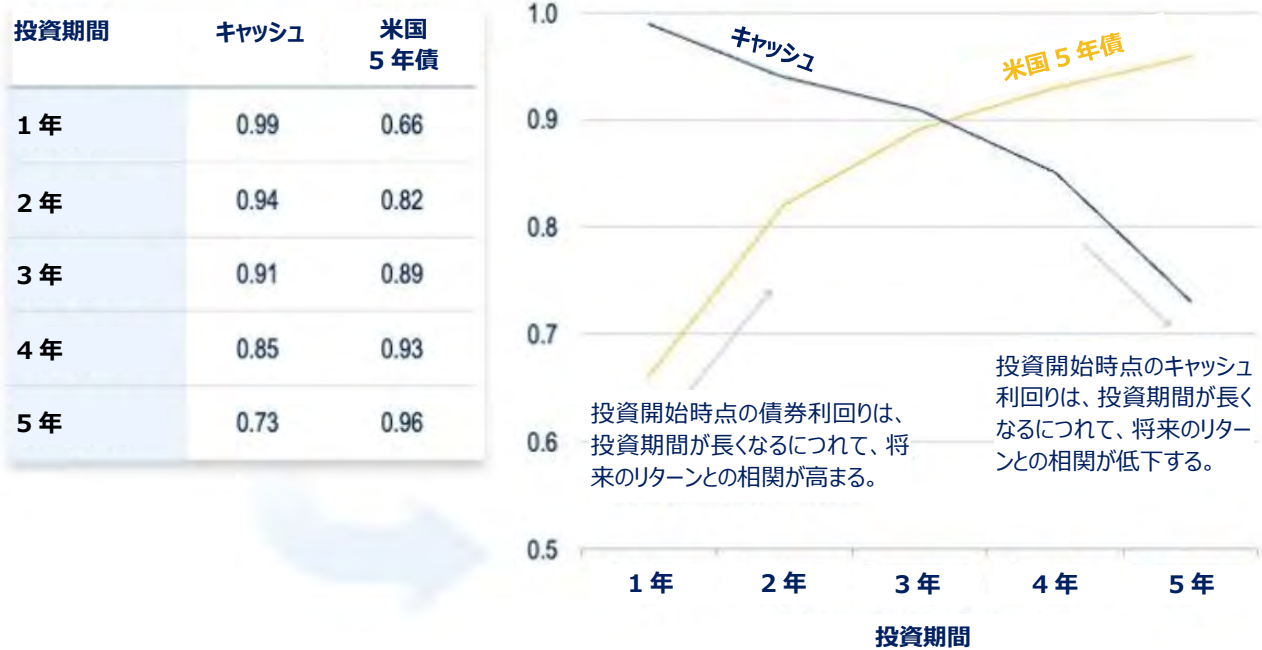


出所：左図はブルームバーグ、2024 年 5 月現在。右図は PGIM フィクスト・インカムが 2022 年 12 月に発行した「利回り上昇を受けて投資妙味が増す債券市場」からの準用。

図 5：長期的視点に立つ投資家にとって、キャッシュへの資産配分は債券以上にリスクが高い

ここまでキャッシュ、債券、株式を個別の資産クラスとして見てきたが、ここからはポートフォリオ構築の観点からそれらを見ていきたい。まずはキャッシュである。キャッシュ利回りは、逆イールド環境下で好ましい選択肢のように見える。しかし、時間の経過とともに、キャッシュの期待リターンの確実性は必然的に低下する。キャッシュとは対照的に、債券のデュレーションや満期の長さを踏まえると、債券は目標とするリターン水準に対して一定程度の確実性や信頼性を提供する。つまり、長期的に見れば、キャッシュは債券よりもリスクの高い選択肢となる。

当初利回りとその後のリターンの相関（1962 年～現在）



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバーアナリティクス、2024 年 5 月現在。注記：将来のリターンは、月次でキャッシュと債券にそれぞれに再投資することを前提に算出。投資期間はそれぞれ重複のない期間（ノンオーバーラッピングウィンドウ）を使用した。

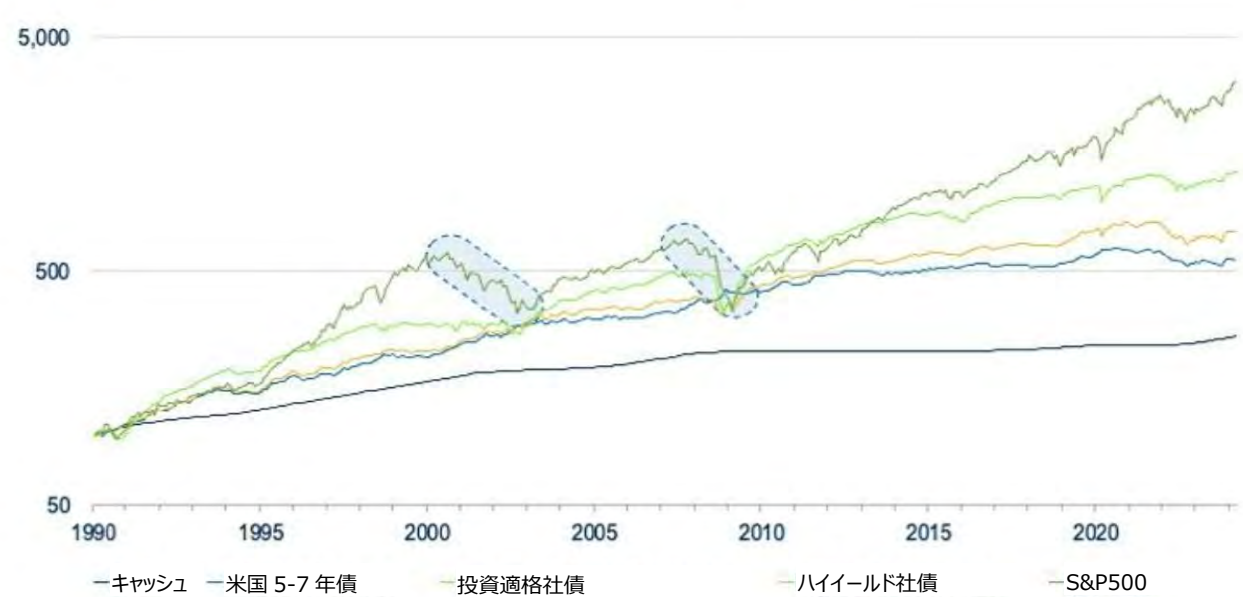
図 6：高いリターンには高いリスクが伴う

次ページに示す図では、高いリスクが長期的には高いリターンをもたらしていることが示されている。しかし、網掛けした期間では株式市場のボラティリティの高まりが顕著である。ポートフォリオ構築の観点からの二つ目のポイントとして、株式市場は今世紀に入って以降、約 50% の下落を 2 度経験し、10～15 年という長期間（2000 年～2012 年）にわたり、累積リターンがゼロ、あるいはマイナスにとどまったこともあるということが挙げられる。

超長期にわたってみれば、株式は最も高いトータル・リターンを提供しているが、短期的に見れば株式は高リスクであることには十分留意したい。次ページの図の通り、投資期間が 10～15 年という長期であったとしても、株式のリターンは債券やキャッシュと同等、あるいはそれにも及ばない可能性がある。



資産クラス別のトータル・リターン（1990 年 1 月を 100 として指数化、対数にて表示）

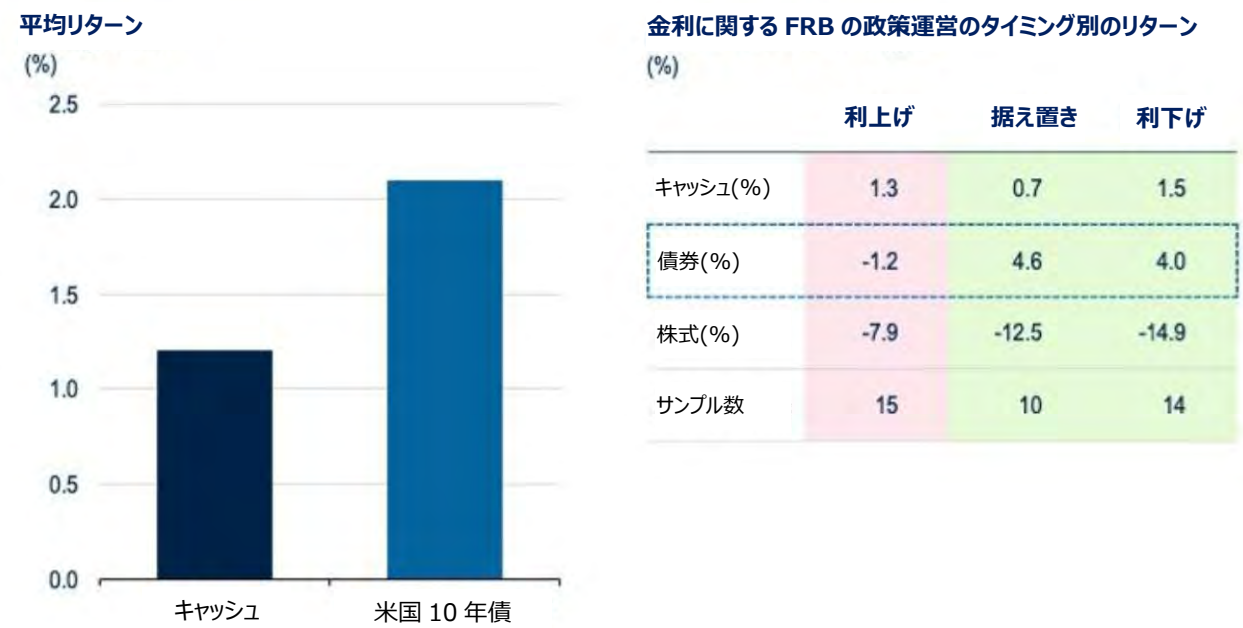


出所：ブルームバーグ、2024 年 3 月現在。

図 7：株式市場の下落局面で、債券はキャッシュ以上にショックに対する緩衝材としての機能を発揮する

キャッシュと債券、どちらがショックに対する緩衝材として優れているか？株式市場が 5%超下落した四半期を振り返ると、債券は株式とキャッシュのどちらよりも高いリターンを生み出している。さらに、FRB が利上げを停止している局面、あるいは利下げしている局面、すなわち我々が現在置かれている状況では、より大きくアウトパフォームする傾向が見られる。

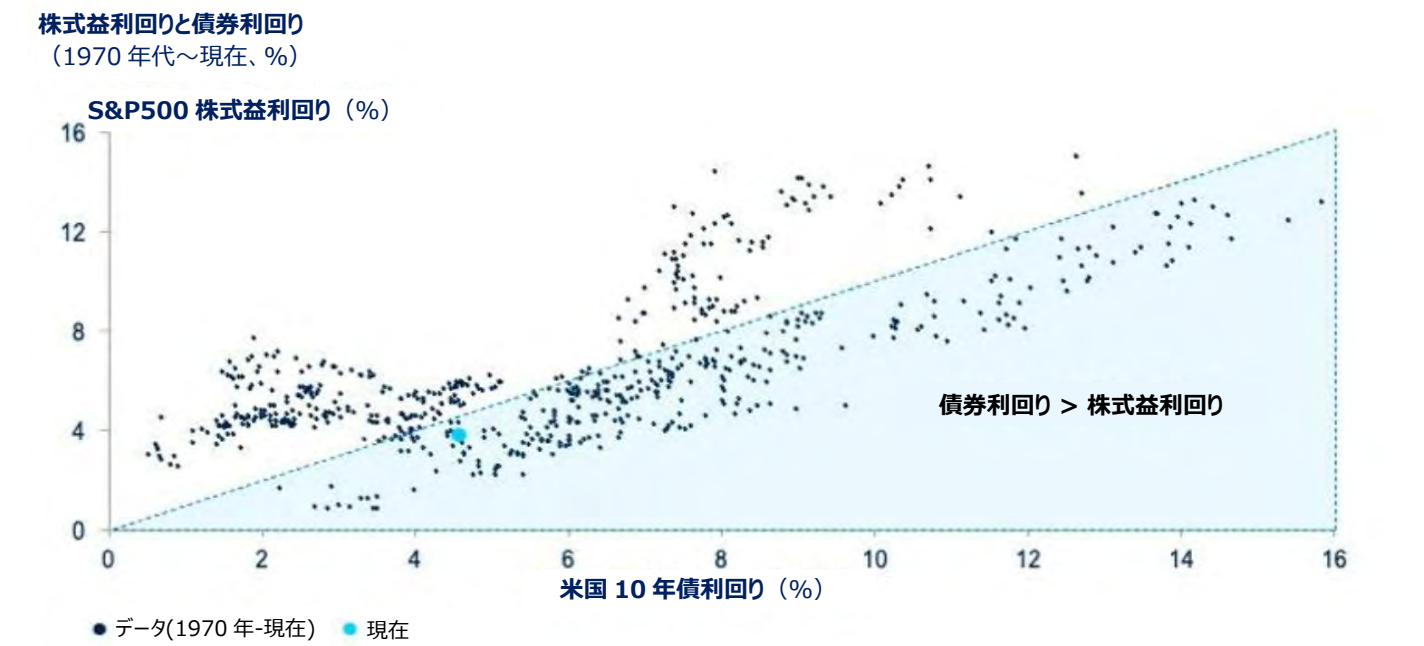
株式市場が 5%超下落した四半期におけるキャッシュと債券のリターンの比較（1962 年～現在）



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバーアナリティクス、2024 年 4 月現在。

図 8：債券利回りが株式益利回りを上回ると、債券のリスク調整後リターンは株式を上回る

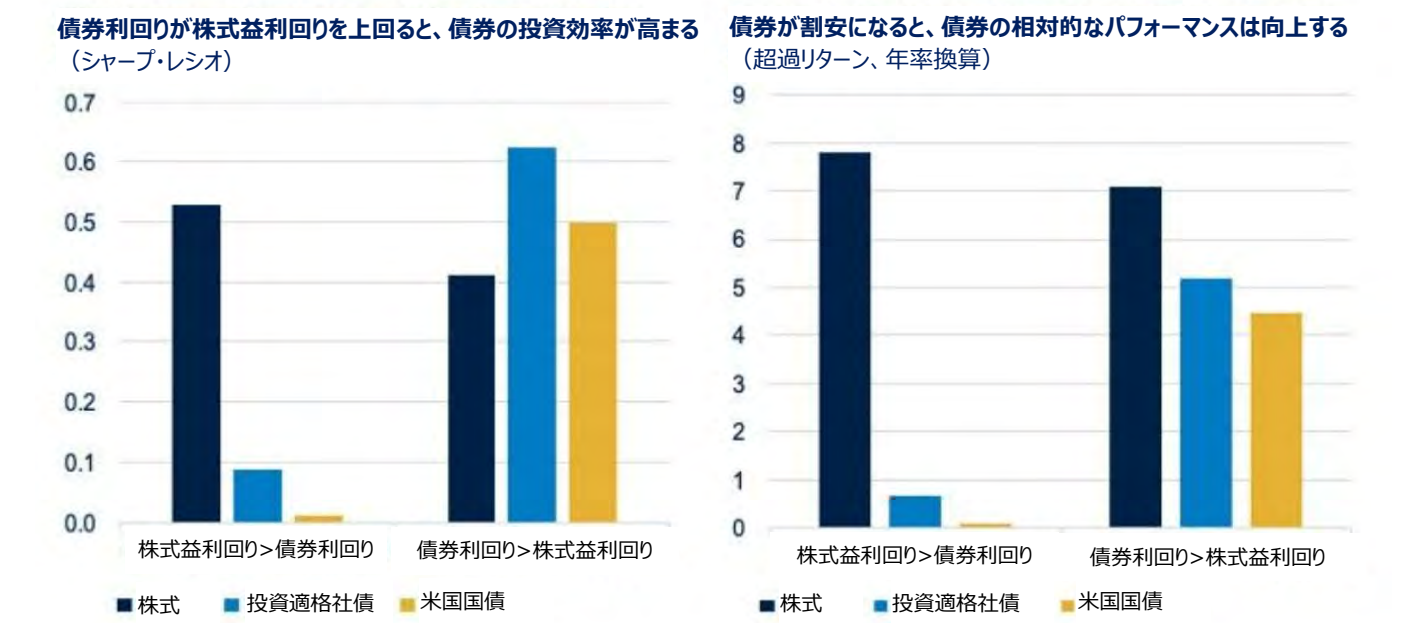
株式市場のバリュエーションの優位性が失われた今、リスクとリターンにはどのような示唆があるだろうか？



出所：ブルームバーグ、ハーバーアナリティクス、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 4 月現在。注記：上のグラフの点線は 45 度線であり、点線の下にプロットされれば、債券利回りが株式益利回りを上回ること示す。この分析においては、過去 12 ヶ月間の株式利回りを使用。

過去の局面から得られる考察は以下の通りである。

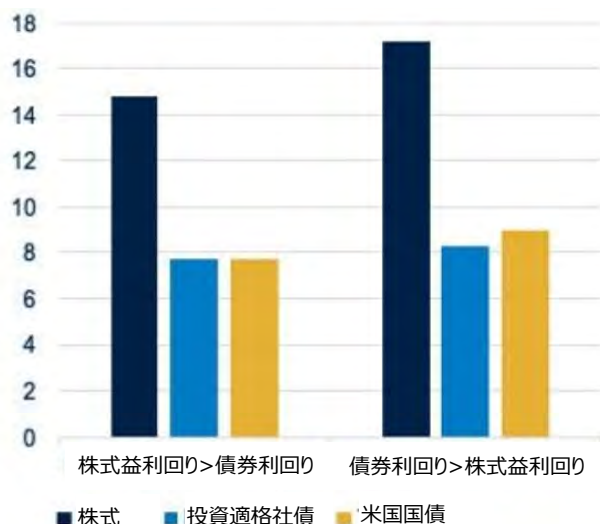
- 債券利回りが足元のように株式益利回りを上回ると、債券は株式よりも投資効率が高まる（すなわち、高いシャープ・レシオを実現する）傾向がある。



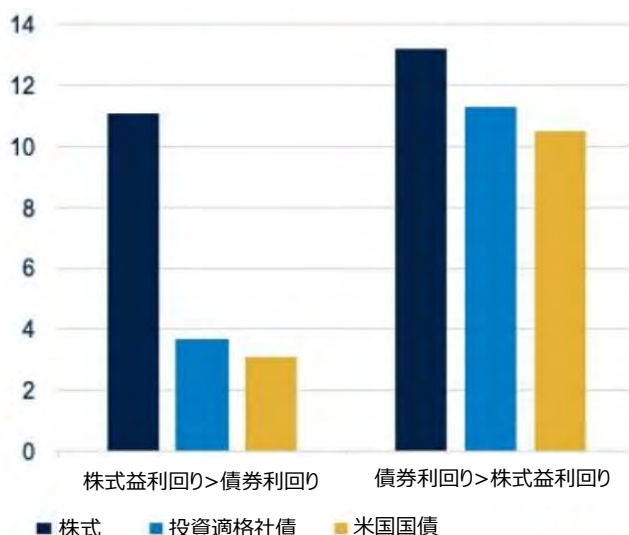
出所：PGIM フィクスト・インカム。注記：シャープ・レシオの計算には評価開始時点からの 12 ヶ月間におけるキャッシュに対する超過リターンを使用。

- 長期的に株式のリターンは優れているが、ボラティリティやダウンサイド・リスクは、10 年以上という長期にわたり、そのリターンを食い潰してしまう可能性がある。
- 債券市場のボラティリティは、債券と株式の相対価値にかかわらず平均的な水準にとどまる一方で、債券利回りが株式益利回りを上回ると、債券リターンは上昇する。

債券が割安になると、相対的な債券のパフォーマンスは向上する  
(ボラティリティ、年率換算)



債券が割安になると、債券の相対的なパフォーマンスは向上する  
(トータル・リターン、年率換算)



出所：PGIM フィクスト・インカム。

## 結論

債券利回りが高止まりする「高利回り環境」へと回帰（これについては、[過去に発行したレポート](#)、[グローバル債券 2024 年第 1 四半期見通し](#)、および[第 2 四半期見通し](#)でも取り上げている）する中で、投資環境は変化し続けている。ただし、債券利回りが足元の高水準にあっても、債券にとって弱気なシナリオが今後展開される可能性には注意が必要である。これは、債券そのものという絶対的な視点でも、キャッシュと株式との相対的な視点でも同様である。

しかし、株式市場が最高値を更新し、政策金利がピークアウトする中、本レポートで取り上げた図は資産配分を債券市場に分散させていく意義を示している。以下のように本レポートをまとめたい。

- 主要な中央銀行が金融政策の正常化に向かう中、キャッシュ利回りは低下する可能性が高い。
- このことは、長期的にポートフォリオの利回りを確定するために投資家が債券にシフトすることを後押しする。
- 株式市場の上昇によって、株式は割高となっている可能性があり、株式のオーバーウェイトには黄色信号が灯っている。
- 過去に照らすと、足元のように債券利回りが株式益利回りを上回る局面では、債券は堅実なリスク調整後リターンをもたらしてきた。
- 株式市場における潜在的なボラティリティの高まりを考慮すれば、株式市場の急落時に債券が市場のショックに対する緩衝材としてディフェンシブな機能を発揮してきたことは特筆に値する。特に、足元のように中央銀行が利上げを停止し、緩和に向かおうとしている局面においてはなおさらである。

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、2024 年 5 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。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。



## 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、ブルデンシャル・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）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・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、ブルデンシャル・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 の監督下であり（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.

© 2024 PFI and its related entities.  
2023-4090

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、当初元本に損失が生じる可能性があります。

## 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"The Case for Rebalancing into Bonds, in Pictures"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。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。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。

PGIMジャパン株式会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、ブルデンシャル・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ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブ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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ108913

3609402-20240529