



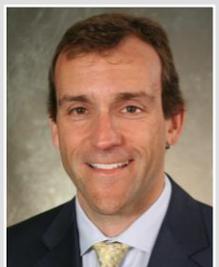
**Nathan Sheets, PhD.**

チーフ・エコノミスト  
グローバル・マクロ経済リサーチ責任者



**Robert Tipp, CFA**

チーフ・インベストメント・ストラテジスト  
グローバル債券責任者



**Richard Piccirillo**

シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
マルチセクター戦略

[WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM](http://WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM)

2019年8月

## 米国金利：しばらくは低い水準で推移するが、プラスの金利水準は維持される見込み

世界的にマイナス利回りの債券が急増しており、投資家は米国債もマイナス利回りとなるのではないかと懸念している。

今年5月に発行した「[ゼロ金利へのカウントダウン](#)」で詳説した通り、世界的に金利は想定以上に低い水準で推移するというのが我々の基本シナリオだが、既にマイナス金利となっている国と米国にはいくつかの大きな相違点があるため、最終的に米国金利はプラス圏内に留まると我々は予想している。

しかし、少なくとも景気の下振れリスクと世界経済に忍び寄る負のモメンタムを背景に、特に米国において、さらなる金利低下の余地は残っており、マイナス金利を非現実的なシナリオとして排除することはできない。

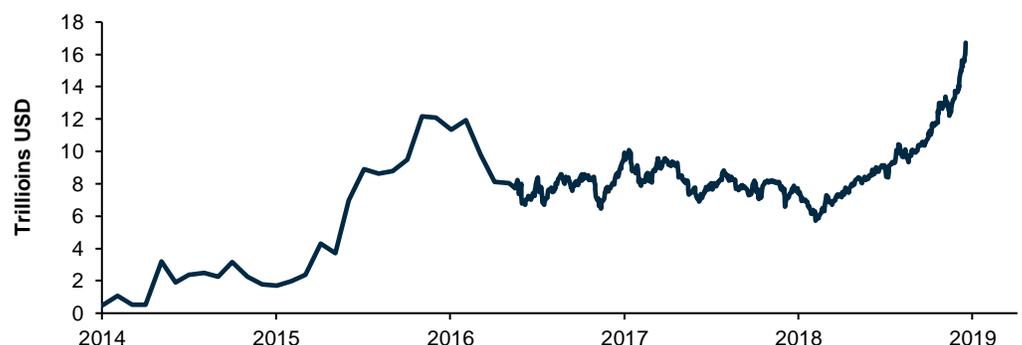
マイナス利回りとなっている債券の残高増加は2014年に初めて本格化した。その合計は2018年以降に急増し、2019年8月中旬時点では16.5兆米ドルを超えるまでになっている(図1参照)。米国におけるマイナス金利の可能性について、まずは利回りカーブの短期ゾーンの検証から始め、次いで連邦準備制度理事會(FRB)が名目フェデラル・ファンド(FF)金利をマイナスに誘導する可能性について検証する。

### マイナスの短期金利：よく見積もっても、まぢまぢの成果しか得られない

方向性としては、2%のインフレ目標の達成および維持、ならびに貿易戦争と海外製造業の不振による経済リスクを考慮し、FRBは緩和政策に軸足を置いている。今回の25bpsの利下げについては「サイクル中間における」調整と表現されており、今後のさらなる利下げが暗示されている。

さらに、FRBは、政策金利が比較的ゼロに近い水準にある場合には、潜在的なショックを未然に食い止めるため、政策立案者はより迅速かつ積極的に政策を打ち出す準備を整えておくべきという概念的フレームワークを定めている。どのような水準のショックに対してこうした対応が必要とされるのかについてFRBは具体的に定義していないものの、貿易戦争の著しい激化はこのようなケースに該当するであろう。

図1：2018年以降、利回りがマイナスとなっている債券は急増



出所：ブルームバーグ (2019年8月15日現在)

概して言えば、米国経済の拡大局面は11年目を迎え、景気後退リスクの兆候が表れ始めている。よって、例えば今後18ヶ月の間に、米国の名目短期金利がゼロ水準に戻る可能性もある。

しかし、FRBが欧州中央銀行(ECB)、日本銀行、その他いくつかの中央銀行に追随し、政策金利をマイナス水準まで低下させるとは考えにくい。マイナス金利政策を巡る世界的な経験と、政策手段としてのマイナス金利の有用性を比較検討すると、その成果はまちまちである。マイナス金利を採用している中央銀行は、この政策がもたらす潜在的な負の影響(すなわち、貯蓄者や投資家に対する罰金的な作用、および銀行資本を弱体化させる可能性)を回避するために、金利の階層化システムを設計する必要があった。

さらに言えば、FRBは金融危機時にマイナス金利政策の導入を検討したものの、短期金融市場の機能を下支えすべく、またMMF市場にもたらす潜在的な悪影響を考慮し、金利をわずかにプラス水準で維持することを選択した。

将来的に不況となった際に金利をゼロ水準まで引き下げた後、もしFOMCが追加的な景気刺激策が必要であると判断した場合には、FRBは資産買入れを再開する可能性が高い。また、おそらく新たなフォワード・ガイダンスの採用を試みるであろう。

## プラスの長期金利：いくつかの限られた先進諸国では、プラスの金利水準を維持

米国以外の多くの先進諸国と比べて、米国の長期金利が著しく高い水準を維持している背景には、2つの基礎的なマクロ経済的要因がある(図2参照)。1つ目としてインフレ率が若干高いこと、2つ目として実質GDP成長率が堅調であることが挙げられる。これらの要因のいずれかまたは両方の勢いは今後数年で弱まるかもしれないが、引き続き海外の金利と比較して高い米国金利の支援材料となる可能性が高い。

図2：グローバル金利(%) - 利回りがプラスとなっている先進諸国には、いくつかの共通した特徴がある

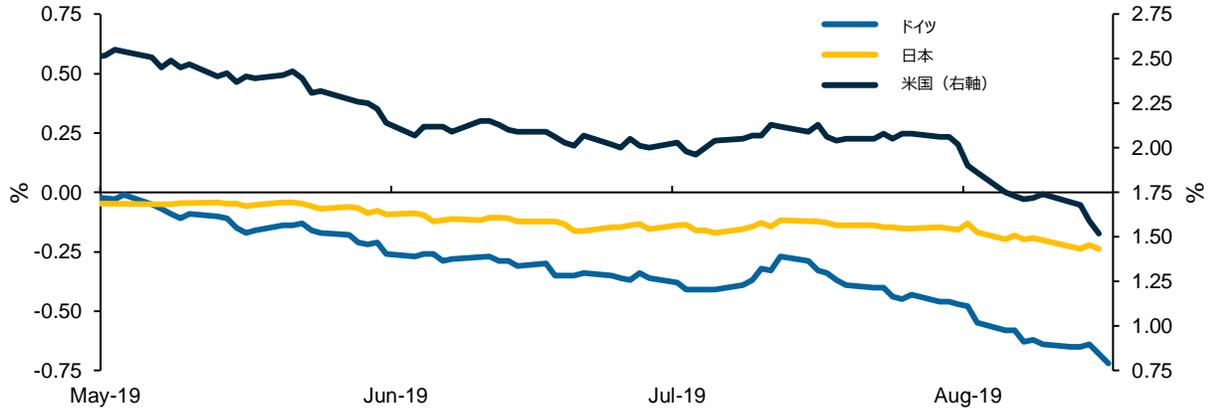
	1 Year	2 Year	3 Year	4 Year	5 Year	6 Year	7 Year	8 Year	9 Year	10 Year	15 Year	20 Year	30 Year
スイス	-0.97	-0.99	-1.00	-1.00	-1.00	-0.99	-0.99	-0.99	-0.97	-0.96	-0.86	-0.79	-0.69
ドイツ	-0.86	-0.93	-0.95	-0.94	-0.92	-0.88	-0.85	-0.80	-0.74	-0.69	-0.47	-0.33	-0.17
デンマーク	-0.82	-0.92	-0.87	-0.88	-0.82	-0.83	-0.83	-0.79	-0.73	-0.68	-0.49	-0.42	-0.38
オランダ	-0.80	-0.87	-0.88	-0.86	-0.83	-0.78	-0.73	-0.67	-0.61	-0.56	-0.37	-0.26	-0.20
フィンランド	-0.78	-0.83	-0.82	-0.78	-0.74	-0.68	-0.62	-0.55	-0.48	-0.41	-0.19	-0.07	0.08
ベルギー	-0.76	-0.80	-0.79	-0.75	-0.70	-0.64	-0.57	-0.50	-0.42	-0.35	-0.05	0.17	0.46
フランス	-0.72	-0.80	-0.81	-0.79	-0.76	-0.70	-0.64	-0.56	-0.48	-0.41	-0.11	0.09	0.39
スウェーデン	-0.66	-0.72	-0.75	-0.74	-0.66	-0.64	-0.62	-0.55	-0.49	-0.41	-0.09	0.11	0.15
ポルトガル	-0.59	-0.55	-0.46	-0.37	-0.27	-0.18	-0.09	0.00	0.09	0.17	0.55	0.85	1.10
スペイン	-0.53	-0.53	-0.47	-0.40	-0.33	-0.24	-0.16	-0.07	0.02	0.10	0.46	0.74	1.04
日本	-0.25	-0.27	-0.29	-0.31	-0.33	-0.32	-0.32	-0.30	-0.27	-0.24	-0.05	0.08	0.17
イタリア	0.03	0.23	0.44	0.64	0.81	0.95	1.10	1.22	1.34	1.45	1.88	2.20	2.36
ギリシャ	0.27	0.53	0.82	1.12	1.39	1.61	1.84	2.00	2.15	2.30	2.94	3.31	2.98
英国	0.59	0.48	0.43	0.40	0.40	0.41	0.42	0.45	0.48	0.52	0.73	0.90	1.01
オーストラリア	0.85	0.70	0.67	0.67	0.70	0.74	0.78	0.83	0.87	0.90	1.08	1.27	1.45
ノルウェー	1.18	1.06	1.04	0.99	1.18	1.07	0.95	0.97	0.98	1.01	1.10	1.14	1.13
チェコ	1.19	1.11	1.11	1.13	1.14	1.16	1.17	1.19	1.19	1.20	1.18	1.13	1.13
韓国	1.23	1.02	0.88	0.82	0.80	0.82	0.85	0.87	0.90	0.91	1.06	1.15	1.65
ポーランド	1.25	1.44	1.51	1.54	1.57	1.60	1.63	1.66	1.69	1.72	1.95	2.13	2.31
カナダ	1.50	1.31	1.23	1.19	1.14	1.12	1.10	1.09	1.09	1.09	1.23	1.33	1.29
英国	1.75	1.49	1.43	1.42	1.42	1.44	1.46	1.47	1.49	1.51	1.63	1.78	1.96
ブラジル	2.06	2.05	2.48	2.59	2.82	2.88	1.94	3.01	3.12	3.22	3.26	3.46	3.63
中国	2.49	2.60	2.76	2.73	2.88	2.91	3.02	3.01	2.99	2.99	3.24	3.39	3.56
インド	5.78	5.97	6.16	6.33	6.47	6.59	6.70	6.78	6.83	6.87	6.92	6.91	6.92
インドネシア	6.31	6.47	6.64	6.80	6.95	7.09	7.24	7.36	7.46	7.54	7.81	7.97	8.05
ロシア	6.82	6.84	6.89	6.93	7.00	7.04	7.08	7.15	7.21	7.25	7.36	7.39	7.39
南アフリカ	6.84	6.96	7.18	7.46	7.75	8.04	8.33	8.59	8.82	9.02	9.64	9.89	9.96
メキシコ	7.60	7.09	6.93	6.91	6.93	6.96	6.99	7.02	7.05	7.08	7.30	7.40	7.46
トルコ	15.60	15.14	15.25	15.32	15.12	15.13	15.15	15.07	15.05	15.03	--	--	--

出所：ブルームバーグのソブリン債フェア・バリュエーション曲線(中国とブラジルの金利は、ブルームバーグのジェネリック債券)。注：赤色はマイナス金利、黄色は1%未満のプラス金利。金利は2019年8月15日の終値。

インフレ面では、FRB は金融危機時に予想インフレ率が下落するのを防ぐため、積極的な政策運営を行った。これまでのところ、2%を超える実質コアインフレ率の維持に苦戦してきたものの、こうした努力はおおむね成功を収めている。FRB 高官はインフレ率 2%を維持するとのコミットメントを強調し、それ故に目標インフレ率を達成するための政策を実施してきた。大まかに言えば、こうした状況が、現在進行中の FRB による金融政策の「見直し」を動機づけている。

別の言い方をすれば、金融危機以降、FRB は米国の実際のインフレ率や予想インフレ率が欧州や日本のように急落することを容認してこなかった。また、インフレ率 2%を維持するとの FRB のコミットメントを踏まえると、米国のインフレ率を欧州や日本を上回る水準で推移させることが関心事となるであろう(図 3 参照)。

図 3：米国 10 年債利回りの、対ドイツ債券、日本債券との格差の推移

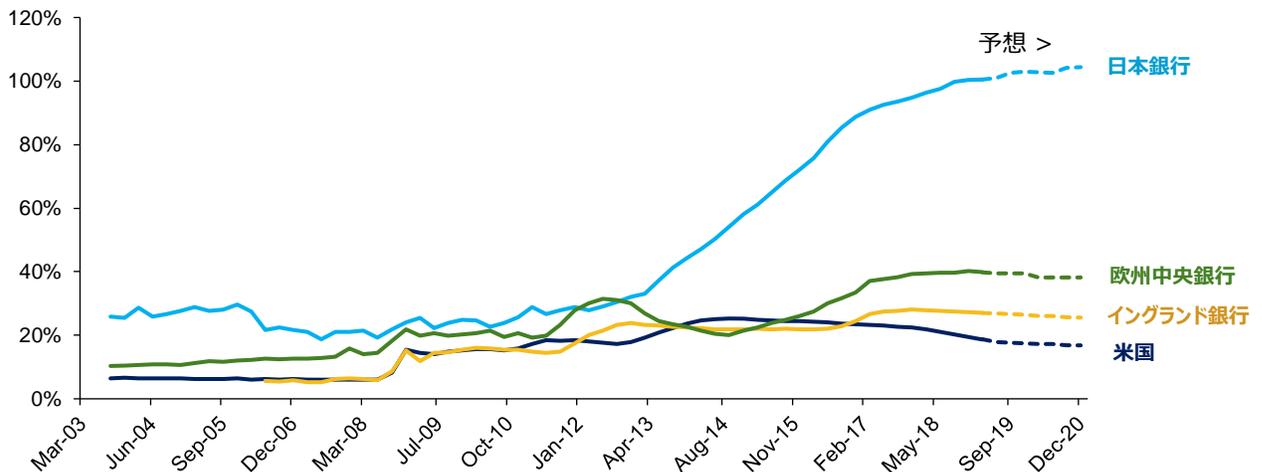


出所：ブルームバーグ (2019年8月15日現在)

成長面では、2つの要因が支援材料となって、米国経済の実質 GDP 成長率は他の先進諸国よりも比較的堅調に推移してきた。1つ目の要素は、昨年より実施している企業減税および最近可決された連邦予算を通じて米国経済が大型財政刺激策の恩恵を受けたことである。これとは対照的に、ドイツは依然として財政刺激策の導入に非常に慎重な姿勢を示している。

今後数年間の財政赤字の拡大を賄うために多額の米国債発行が必要となるが、FRB による米国債の買い入れ再開(7月の FOMC において、2019年8月に前倒しされることが決定)によって部分的に相殺される可能性がある。2019年の残り期間に 2,560 億米ドル、2020年に 5,250 億米ドル、2021年に 4,680 億米ドルに達する資産を買い入れると我々は推測している。当然ながら、対 GDP 比で ECB が高い資産保有率(図 4 参照)を持つドイツでは、ECB がドイツ国債市場の大きな部分を占めており、欧州において「安全」資産が不足していることを浮き彫りにしている。

図 4：中央銀行が保有する資産 (対 GDP 比%、2019年8月時点)



出所：ブルームバーグとハーブ・アナリティクス 予想の出所：PGIM フクスト・インカム ここに記載されている予想値は、情報提供のみを目的として、資料作成時点におけるデータに基づき試算されたものです。これらは独自のモデルに基づいて試算されたものであり、実際の結果を保証するものではありません。ここで記載されている情報については、巻末の「留意事項」をご参照ください。

2 つ目の要因は、他の先進諸国よりも良好な人口動態である。この 10 年間における米国の労働年齢人口の増加率は、欧州と日本をそれぞれ 0.75 パーセント・ポイント、1.5 パーセント・ポイント上回っている(“The Economics of Global Aging: Gray Skies, Rays of Policy Hope?”を参照)。今後数十年にわたって米国の人口動態は著しく減速するものの、欧州と日本をはるかに上回るペースで推移すると国連は予測している。

図 5：労働年齢人口 (平均成長率 %)\*

	2000-2009	2010-2017	2018-2040 (予測)
<b>先進諸国</b>			
米国	1.1	0.5	0.3
欧州諸国	0.3	-0.2	-0.6
日本	-0.5	-1.0	-0.9
英国	0.8	0.2	0.1

出所：国連、ハーバー・アナリティクス、および PGIM フィクスト・インカム（2018年12月現在）\*15-64歳

人口増加率が高く、かつ名目成長率が高いオーストラリア、ニュージーランド、カナダなどの他の国々における金利は、利幅は縮小しているとは言え、ゼロ水準を上回っている(図 2 参照)。高い成長率を背景に、このような国々の金利はプラス水準を維持する可能性がある。

結局のところ、大きな影響力を持ついくつかの要因が、引き続き米国の長期金利の下押し要素となる可能性が高い。第 1 に、上述の通り、人口動態が減速し、これまでのような支援材料とはならないことが予想される。第 2 に、政府の負債水準が高まれば、家計が増税の可能性を懸念するようになり、景気センチメントと需要に影響を及ぼす可能性がある。こうした増税は、低所得者層を対象としない可能性が高いものの、上位 20%の世帯層は追加課税に直面する可能性がある。これは所得のおよそ 3 分の 2、消費の 40%近くを占める。<sup>1</sup> 第 3 に、金融規制改革やバランスシート縮小戦略の政策変更を受け、大手金融機関は米国債を中心とした安全かつ流動性の高い金融商品への需要を高めている。このような需要の拡大も、金利を押し下げる要因の一つとなっている。第 4 に、FRB が保有する資産額は、日本銀行や ECB と比較すればかなり小さいが、金融危機発生時に比べれば依然としてかなり大きい。最後に、多くの国が永続的に、あるいは常態的にマイナス金利政策(例えば、日本や欧州など)を実施するようになると、インフレや経済的不均衡から通貨を守るために、米国も最終的にはマイナス金利政策を実施せざるを得なくなるかもしれない。

## 結論

中長期的に見ると金利格差は若干縮小傾向にあると思われるが、米国金利を他国よりも高く押し上げてきた要因は、今後数年にわたって概ね現状の効力を維持する可能性が高いと考えられる。ただし全体的には、米国を含む世界の先進国市場の金利は、過去の水準に比べ低水準で推移することが予想される。

<sup>1</sup>米国の家計所得と消費の格差については、“[The Surprisingly Restrained U.S. Consumer: A Source of Stability for the Global Economy?](#)”を参照。

## 留意事項 1

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、2019年8月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。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社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールのPGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社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、米国労働省によって定義されている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、意見及び推奨を示したものです。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。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが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庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、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行っています。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）

© 2019 PFI and its related entities.

2019-4005

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"U.S. Rates: Low for Long, but Likely Positive"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。

"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  
PGIMJ201908230923