



Robert Tipp, CFA

マネージング・ディレクター  
チーフ・インベストメント・ストラテジスト  
グローバル・ボンド責任者

2019 年 5 月

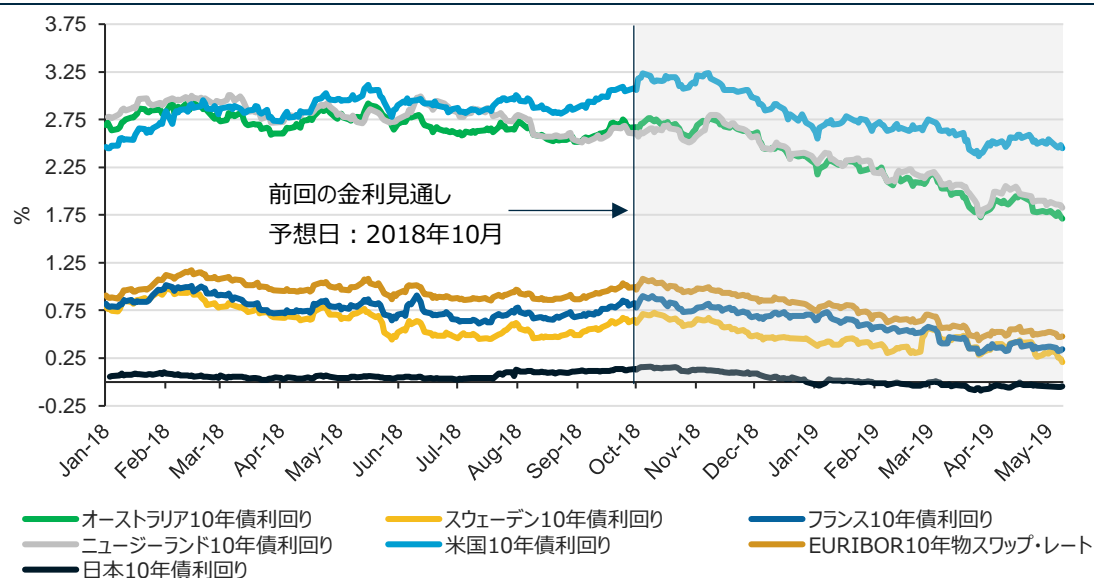
## ゼロ金利へのカウントダウン – 最終章

未解決の課題：実質金利と名目金利、どちらがゼロなのか？

前回の金利フォーカス・ペーパー(2018 年 秋号)において、経済成長の加速に対する懸念と、それに関連した中央銀行による金融政策の正常化、つまり量的緩和の縮小と政策金利の引き上げへの懸念により、G3 金利が一時的に上昇しているという仮説を立てた。そして、足元の経済成長の勢いが鈍化すれば、長期金利は徐々に下落するというのが我々の結論だった。これは世界経済の悲観的な成長見通しから導き出された結論ではなく、むしろ、先進国および多くの新興国における高齢化の進行、および過去数十年と比べて高い水準にある負債額を考慮すると、均衡金利水準は低下し、今後も徐々に低下し続けるとの考えに基づいたものだった。しかし、世界経済の成長率、インフレ率、長期金利は、我々が想定していたよりも急激に低下した(図 1 における網掛け部分は、世界的な金利低下を示している)。

10 年物米国債金利の長期的な中心値は 2.5%、10 年物ドイツ債は 1.0%未満、10 年物日本国債は 0.5%未満という我々の昨秋の予想はコンセンサスを下回るものだったにもかかわらず、既に市場はこれを下回る水準となっている。先進国国債の金利がゼロ金利に向けたカウントダウンを続ける中(米国では実質金利ベース、欧州主要国や日本では名目金利ベース)、本稿では、均衡金利水準の下げ圧力となってきた要因、および更なる低金利環境の長期化が市場に与える影響について考察する。

図 1：先進国の長期金利が軒並み低下—驚くべき展開ではないものの、均衡金利は既に我々の予想を下回っており、低下速度と低下幅を踏まえれば、さらに低いものとなる可能性がある。

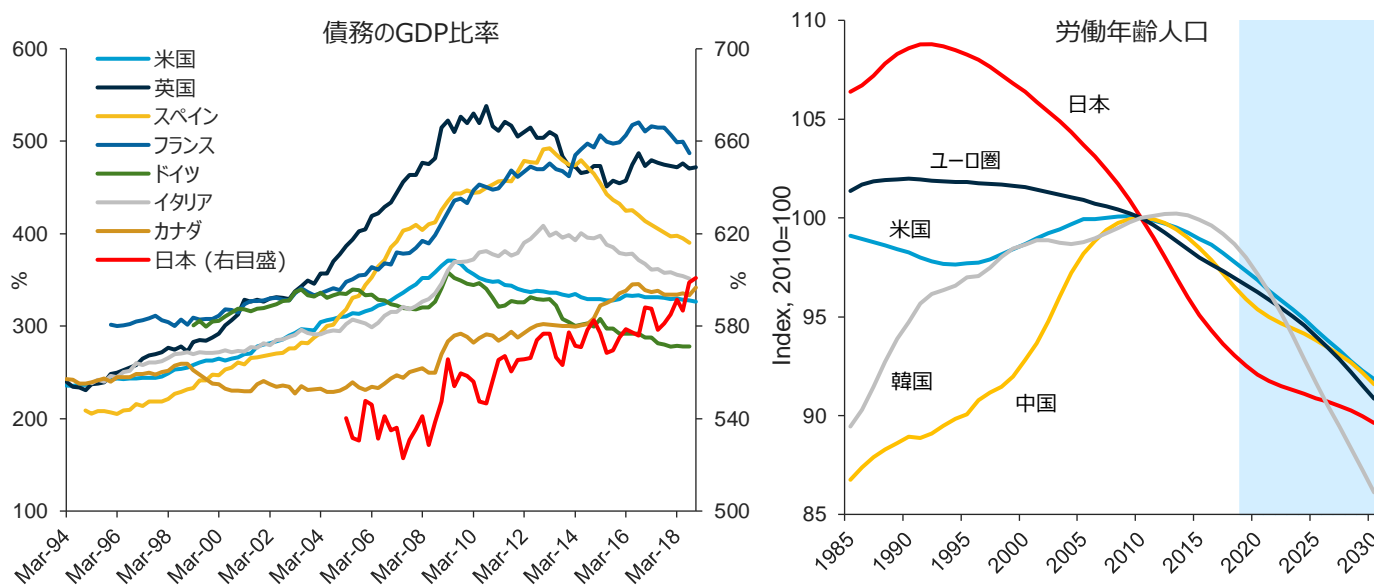


出所: ブルームバーグ (2019 年 5 月現在)

## 長期にわたる要因：全般的に強含みの債券市場

我々はかつて、高い負債水準、高齢化、格差拡大などの長期的な要因により、均衡金利水準が低下しているという仮説を立てた。<sup>1</sup> 過去数十年の間に、先進国における債務の GDP 比率が大幅に上昇したが(図 2)、これは世界経済の成長率上昇に寄与した。このような経済成長の下支えは、世界的な高齢化による経済の縮小を相殺する以上の効果があった(図 3)。少なくとも、世界金融危機により、負債水準が GDP 成長率を上回るようなペースで成長するような時代は終わった。したがって、世界金融危機以降は、債券発行を通じた資金調達による人為的な経済成長の押し上げ、およびそれに伴う金利上昇圧力がなくなっている。

図 2 と 3：債務水準の上昇は、高齢化による経済の縮小を相殺し、人為的に経済を下支えた。このため、債務拡大ペースの大幅な減速により金利引き続き低下するだろう。一方、高齢化は一層進行することが予想される。



出所：ブルームバーグ、およびハーバー・アナリティクス（2019 年 5 月現在）

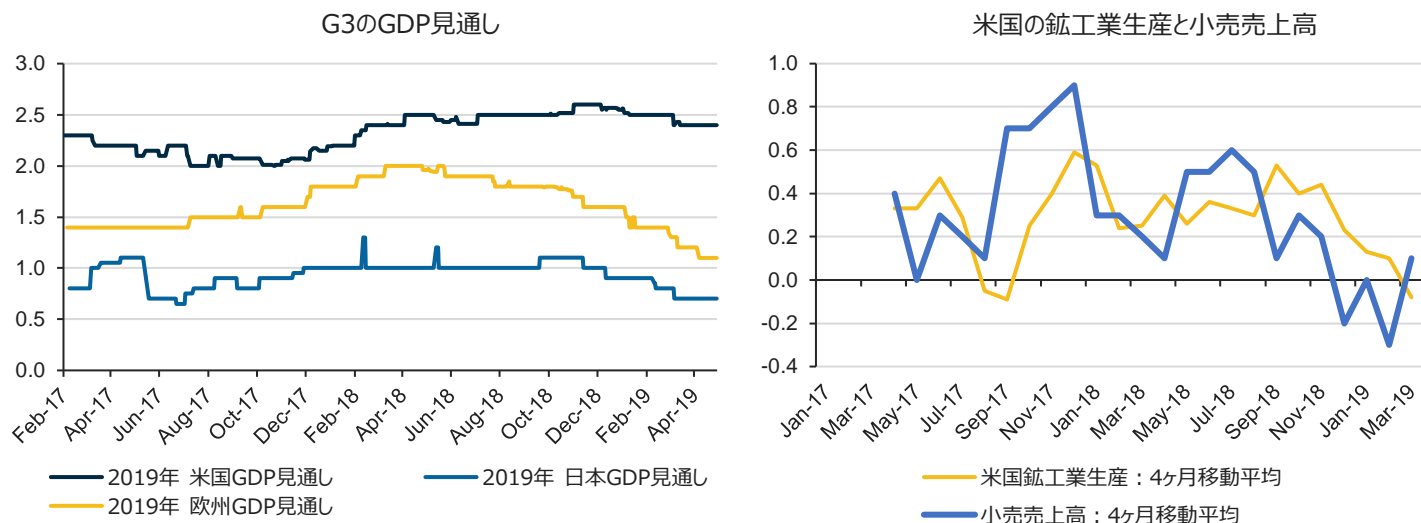
また、経済活動および経済格差拡大を共に牽引している個人部門や企業部門の経済主体の資金が潤沢であることから、こうした資本の集中が借り入れニーズを減退させ、結果として金利の上昇圧力を削いでいる可能性もある。つまり、経済成長を牽引する個人および企業は、過去数十年にわたって最大の懸念事項であった借り入れよりも、自分たちの資産運用に関心を寄せているのである。利払いに対する好意的とは言いがたい法人税の課税措置と相まって、債券市場では、より低い均衡水準に向かって下降し続ける金利が長期的に正当化されるような環境が整いつつある。

## これまでに 2 重のサプライズを経験

最近の情勢を見てみると、以前に我々が金利について理論化したレポートを発表して以降、これまで 2 重のサプライズがあった。第 1 に、金利低下のスピードは我々の予想以上であり、また低下幅も予想より大きい(図 1)。第 2 に、金利が低下したにもかかわらず、経済成長率もインフレ率も予想を下回る結果となっている。実際、世界経済全体の成長減速は、G3 の GDP 見通しの引き下げにも反映されている(図 4)。今年の経済成長見通しの引き下げがわずかなレベルにとどまる米国でさえも、鉱工業生産や小売売上高などの基礎的な経済指標は、足元では明らかに低下している(図 5)。

<sup>1</sup>過去のレポートについては、“[Economic Recovery Creates Opportunities in Bonds](#)”(2003 年 12 月)、“[The Low Ranger](#)”(2013 年 9 月)、“[Europe into Void](#)”(2014 年 10 月)、“[The Totally Mad World of Low Rates](#)”(2015 年 12 月)、および“[金利レンジの低下が債券の隠れ強気相場を牽引](#)”(2018 年 10 月)を参照。

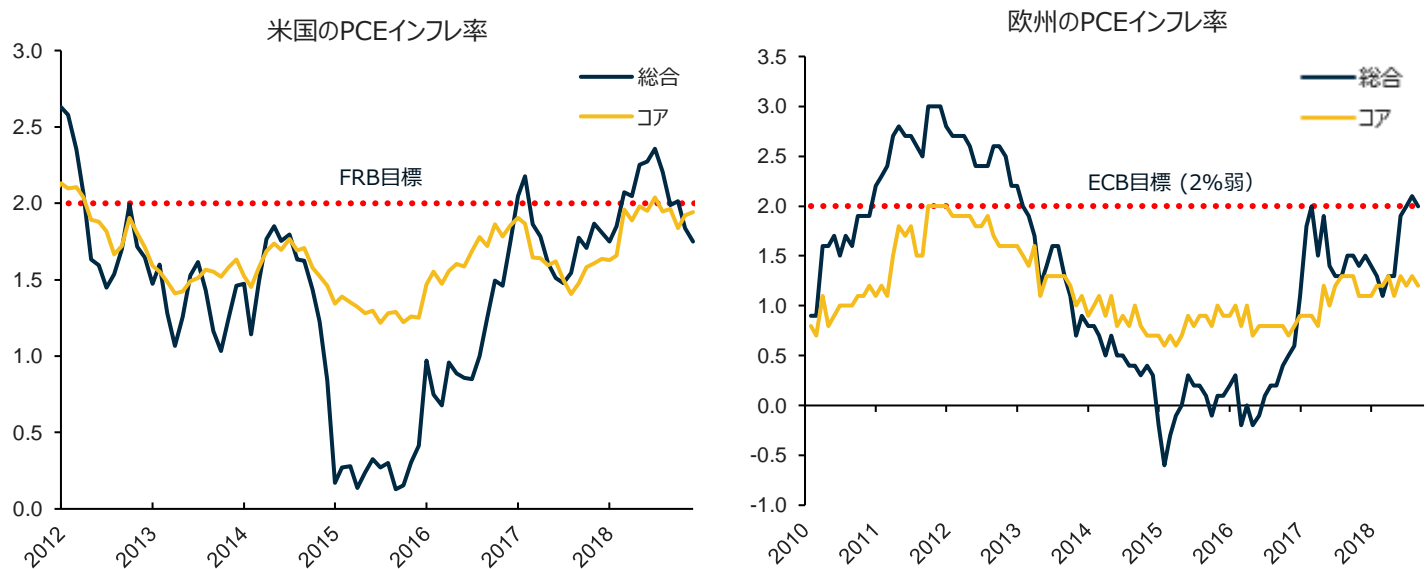
**図 4 と 5 : G3 全体にわたって経済成長の見通しが鈍化している。米国 GDP 成長率に明らかな鈍化は見られないものの、足元の鉱工業生産や小売売上高などの基礎データは軟調である。**



出所：ブルームバーグ（2019 年 5 月現在）

この間、コア・インフレ率は主要国において中央銀行の目標を下回って推移している。特に、ユーロ圏におけるコア・インフレ率は、依然として欧州中央銀行の目標値を大きく下回っている(図 6 と 7)。

**図 6 と 7 : 先進国全体にわたりインフレ圧力が低下している。**



出所：ブルームバーグ（2019 年 5 月現在）

強気な債券市場の見通しは、弱含みな経済見通しに基づいたものではなく、むしろ負債や人口動態といった長期的な要因の結果としてもたらされる均衡金利の低下に基づくものであると、我々は前回のレポートで解説した。しかし、その後の金利低下と経済活動の鈍化を見れば、金利の均衡水準は我々の推測よりもさらに低い可能性がある。なぜだろうか？

## 金利低下の中での経済活動の鈍化とインフレ率の停滞は、「均衡点のさらなる下落」という仮説を裏付けるものである

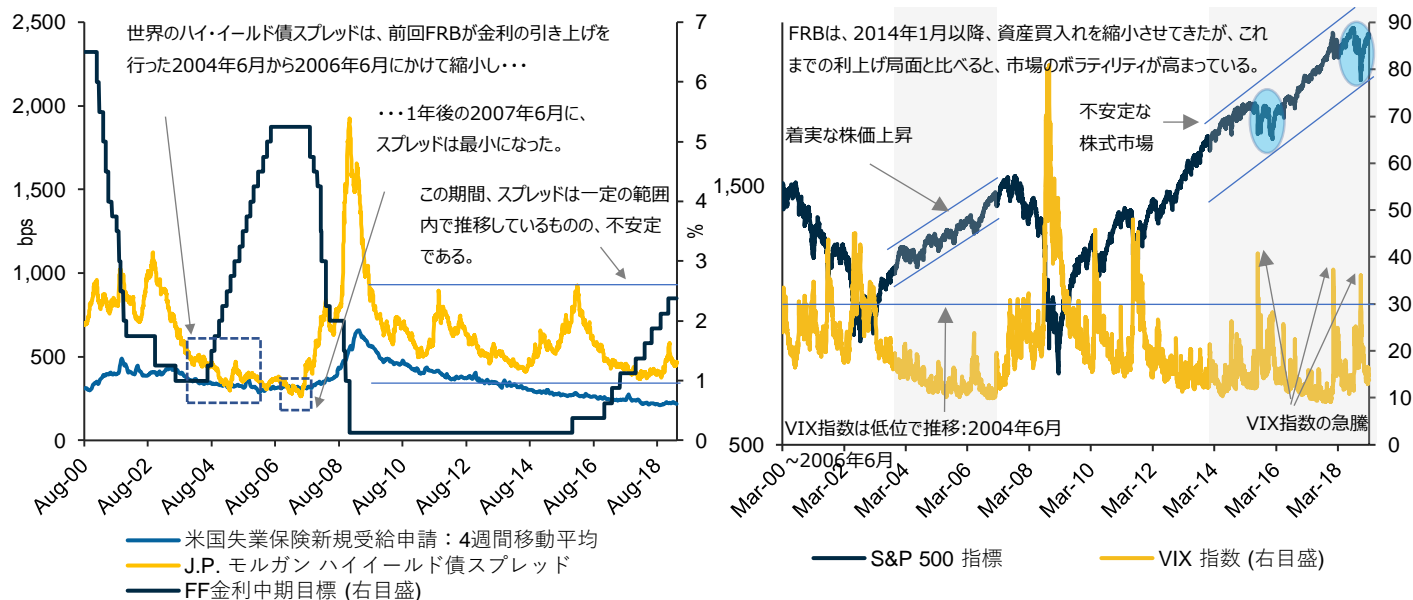
いくつかの点において、金利は経済に対する「インプット」であると考えることができるので、経済活動の推移を見れば、金利が高すぎるのか低すぎるのか兆候を知ることができるかもしれない。つまり、金利が中立水準を下回っていれば、おそらく借入れと経済成長が加速するだろう。逆に、金利が中立水準を上回っていれば、借入れは減少し経済成長も鈍化する。確かに、経済には多くの変動要素があり、比較的短い期間の金利の動きだけに注目すると、誤った理解を招くであろう。それでも、**金利が低下しているにもかかわらず経済成長率とインフレ率がともに鈍化していることを考えると、現在の金利水準は、依然として経済を安定させるために必要な均衡金利水準を上回っている可能性がある。**よって、経済成長の鈍化が財政刺激策の減退の結果として生じているのか、あるいは依然として高い金利水準の結果として生じているのかを問わず、均衡金利の水準は更に低下する可能性がある。

## 低金利は市場に対し一長一短の影響を与える

低金利は、それが特にゼロ金利下限(ZLB)や事実上の下限(ELB)に近づけば、確かに問題を引き起こすであろうが、必ずしもすべて悪いものではない。資産価格に関して言えば、他の条件が同じであれば、**均衡金利水準が低下すれば国債の利回りも低下するため、投資家はより高いリターンを求めてより高いリスクを選択するようになり、株式や非国債のスプレッド商品といった投資において、より高いバリュエーション(例えば、高い株価収益率倍数)をもたらす可能性がある。**

しかしながら、高い負債水準、低い名目成長率、超低金利の組合せがもたらす潜在的なマイナス面は、経済危機や景気の減退期に、景気浮揚の政策余地(特に積極的な利下げの可能性)が限られることである。その結果、ファンダメンタルズの潜在的な問題に対して先行き懸念が生じた場合、投資家はより速やかにリスク資産を売却する可能性がある。実際、過去数年間のスプレッドは、前回サイクルにおける同様の時期よりもはるかに大きな変動を繰り返しながら推移しており(図表 8)、株価もより大きく変動している(図 9)。**低金利の良い面は平均的に高いバリュエーションがもたらされることであり、悪い面は市場がより激しい変動にさらされる可能性があるということである。**

図 8 と 9 : 現行サイクルでは、スプレッドおよび株価は大きく変動しながら推移している



出所: ブルームバーグ (2019 年 5 月現在)

## 低金利見通しに対するリスク

「長期間にわたる低金利」シナリオに対するリスクは何だろう？ **投資や支出を目的とした借入を飛躍的に増加させるもの、あるいは債券への需要を大幅に減退させるものは何であれ脅威となるだろう。**例えば、ここ数カ月の景気減速が、英国の EU 離脱問題、あるいは中国の景気減速への懸念を背景とした一時的なものに過ぎないということが判明した場合に、経済成長が再加速してクレジット需要が高まり、引いては金利が上昇する可能性がある。また、気候変動に対応するために公共・民間支出が急速かつ大幅に増加するなど設備投資の必要性を後押しするようなイノベーションの高まり、あるいは財政刺激策や大規模な軍事紛争による長期的な政府支出の大幅な増加の結果として生じる経済の過熱も、上記同様に経済成長および資本需要を押し上げ、引いては金利が上昇する可能性がある。これらはどれも、今すぐに起こり得るようなシナリオではないが、それでも我々は心積もりしておく必要がある。

## 結論：しばらくの間、金利は想定以上に低い水準で推移する可能性が高い

以上をまとめると、世界経済の環境は想定していたよりも軟調であり、これを受けて均衡金利水準も我々が考えていたよりも低いように思われる。さもないと、低い金利はすでに経済成長を刺激し、インフレ率を押し上げ、安定させているのではないだろうか。現在の状況が、すべて一時的な要因の結果であるかどうかについて我々は今後も注視していくものの、**これらは景気循環的な要因というよりはもっと構造的なものであり、したがって、均衡金利水準はさらに下方にシフトし続けるとの仮説を我々は立てている。**実際に、間もなくゼロ金利へのカウントダウンが始まろうとしているのではないだろうか。すなわち、**10 年物米国債金利の長期的な中心値はおそらく 2.00%~2.25% の水準まで低下すると我々の予想を踏まえれば、実質金利はゼロに近づくであろう。**欧州と日本に関しては、**10 年物ユーロ・スワップ金利が 1.0% 未満(ドイツ 10 年物国債金利が 0.50% 未満)、10 年物日本国債金利が 0.25% 未満**という我々の予想を踏まえれば、高格付の債券の名目金利は、今後多くの期間にわたりゼロ近辺で推移すると予想される。

さらに、均衡金利の低下は、他の条件がすべて同じであれば、資産クラス全体のバリュエーションを押し上げるかもしれないが、負債水準の高さと景気後退期における政策オプションの手詰まりは、すでに長期にわたるボラティリティ水準の大幅な上昇の一因となっているのかもしれない。

## 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 5 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 インクおよびブルデンシャル・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みます。(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。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルー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、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、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職員が、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しています。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.

2019-2350

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Countdown to Zero—The Final Chapters"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  
PGIMJ201905270540