

Allocations

2018年10月

金利レンジの低下が債券の隠れ強気相場を牽引

前回 [2018年3月のレポート](#) で金利に関するアップデートを行った際、世界の長期金利は過去数年で最も高い水準にあった。それに対して我々は、債券の弱気相場の始まりではなく、先進国の金利は依然として低水準のレンジ内で推移し、水準はそのレンジの上限に近いと示唆した。力強い経済成長と中央銀行による金融引き締めや引き締めへの準備を踏まえ、一部では先進国の金利が弱気相場入りするとの見方を強めているようであり、直近の G3 の利回り上昇で、短期的には既に弱気相場入りした可能性がある。しかし、それとは反対に、過去数カ月の兆候は先進国の「低金利の長期化」というテーマを裏付けていると考えている。その結果、我々は米国の 10 年国債利回りの長期的な中心値の見通しを、以前の 2.75% から 2.50% に引き下げる。また、日本の 10 年国債利回りは引き続き 0.5% を下回り、ドイツの 10 年国債利回りは今後数ヶ月、場合によっては数四半期の間は 1.0% を下回ると予想する。「低金利の長期化」のテーマが成立するのであれば、2013 年のテーパー・タントラムから続いてきた債券の隠れ強気相場は継続し、債券市場の収益はキャッシュの収益を大幅に上回るはずである。



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・ストラテジスト兼
 グローバル債券責任者

図表 1 : 債券の隠れ強気相場において、2013 年のテーパー・タントラム以来、債券はキャッシュをアウトパフォームし、より高利回りの債券商品は著しいリターンを創出

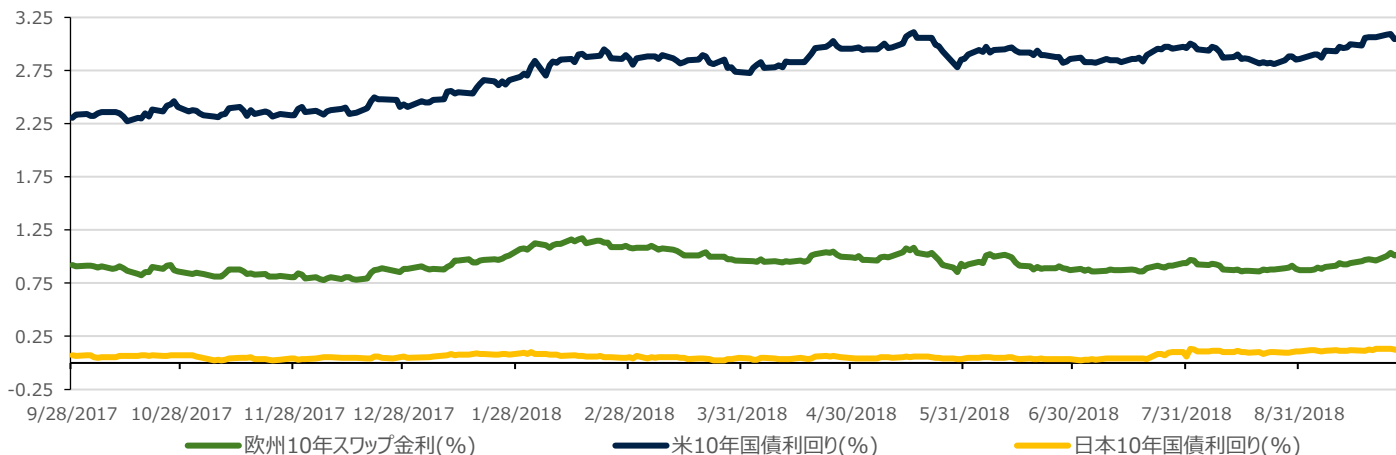
キャッシュ同等物	累積リターン (%) (2013年12月31日- 2018年6月30日)	2018年リターン (6月30日現在)	2017年 リターン	2016年 リターン	2015年 リターン	2014年 リターン
3ヵ月 LIBOR	3.5	1.7	1.2	0.7	0.3	0.2
3ヵ月 EURIBOR	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	0	0.2
3ヵ月円 LIBOR	0.2	0	0	0	0.1	0.1
債券マルチセクター		2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
円総合	9.4	0.6	0.2	3.0	1.1	4.3
グローバル総合 (ヘッジあり)	16.5	0.1	3.0	4.0	1.0	7.6
米国総合	11.5	-1.6	3.5	2.7	0.6	6.0
ユーロ総合	17.0	0.3	0.7	3.3	1.0	11.1
債券個別セクター		2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
米国ハイイールド債	23.5	0.1	7.5	17.5	-4.6	2.5
地方債	18.8	-0.3	5.5	0.3	3.3	9.1
米国レバレッジド・ローン	19.2	2.4	4.1	9.9	-0.4	2.1
モーゲージ担保証券(エージェンシー債)	11.2	-1.0	2.5	1.7	1.5	6.2
米国債	8.3	-1.1	2.3	1	0.8	5.1
CMBS	10.4	-1.4	3.4	3.3	1.0	3.9
欧州レバレッジド・ローン	17.8	0.7	3.7	5.4	4.39	2.5
欧州投資適格社債	14.8	-0.6	2.4	4.7	-0.6	8.4
米国投資適格社債	16.6	-3.3	6.4	6.1	-0.7	7.5
欧州ハイイールド債	23.1	-1.5	6.8	10.8	1.3	5.7
米国投資適格長期社債	28.1	-6.8	12.1	11	-4.6	15.7
エマージング債(現地通貨建ヘッジ有)	9.1	-1.3	3.7	4.7	-2.2	3.2
エマージング債(ハードカレンシー建て)	25.2	-5.2	10.3	10.2	1.2	7.4
エマージング通貨	-4.2	-3.4	11.5	3.5	-7.6	-7.0

過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではなく、信頼できる指標でもありません。重要な開示項目に関しては巻末の留意事項をご参照ください。全ての投資には元本毀損を含むリスクがあります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ（但し、エマージング債券は JP モルガン、ハイイールド債はバンクオブアメリカ・メリルリンチ、シニア・セキュアード・ローンはクレディ・スイス）。各指数のパフォーマンスは 2018 年 6 月 30 日現在。指数の正式名称は巻末の留意事項をご参照ください。指数に直接投資することはできません。

2018年3月以降に何が起きたのか？

国内総生産（GDP）の成長加速、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ、および財政刺激策を受けて米国10年国債利回りはこの1年で大幅に上昇したが、日本と欧州の金利は、極めて低い状態が続いている。なぜだろうか？我々はこれを例外的な出来事ではなく、いくつかの長期トレンドがもたらした金利の長期均衡水準の低下によるものと考えている。

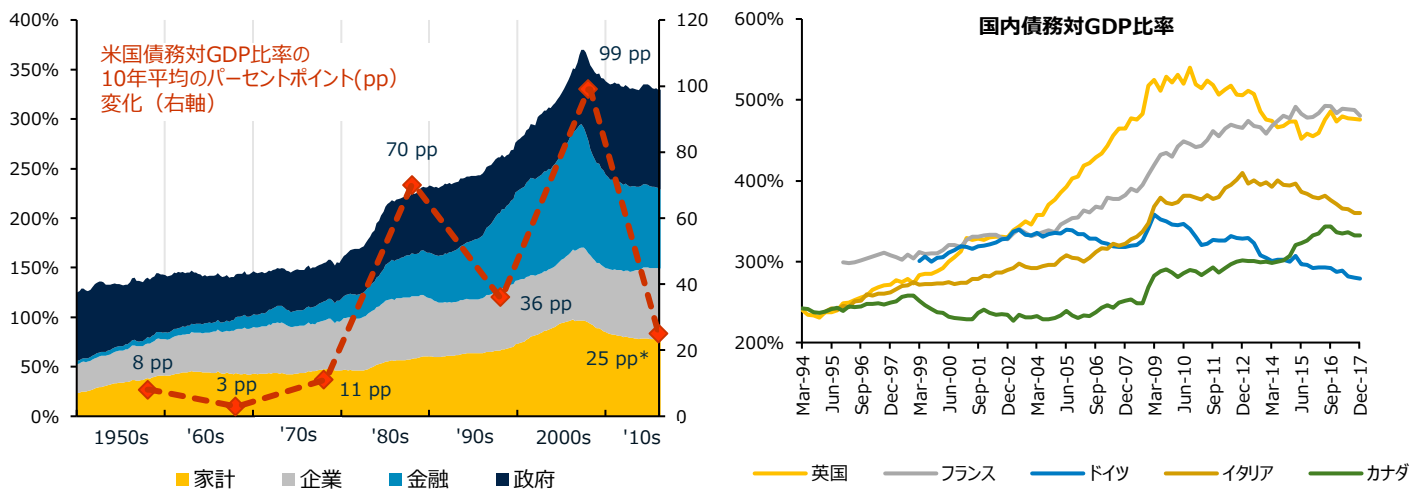
図表2：米国金利は今年大幅に上昇したものの、日本と欧州の金利は極めて低い状態が続く



出所：ブルームバーグ 2018年9月現在

まず、世界金融危機後の規制強化、名目成長率の低下、人口の高齢化および高水準の債務等の複合的な要因により、資金需要が減少したと見られる。これらの現象は抽象的な概念のように聞こえるが、結果は目に見えるものであり、債務対GDP比率は多くの先進国で過去数十年にわたり上昇した後、全般に横ばいとなっている。また、これは公的債務と民間債務の両方にあてはまる。言い換えると、債務残高の伸び率が経済の成長速度にもはや追いついていないことになる。借り入れの減少によって金利上昇圧力が低下するという直接的な影響に加えて、消費と投資の減少、すなわち成長率の鈍化による間接的な影響があり、これも金利の均衡水準低下の一因となっている。

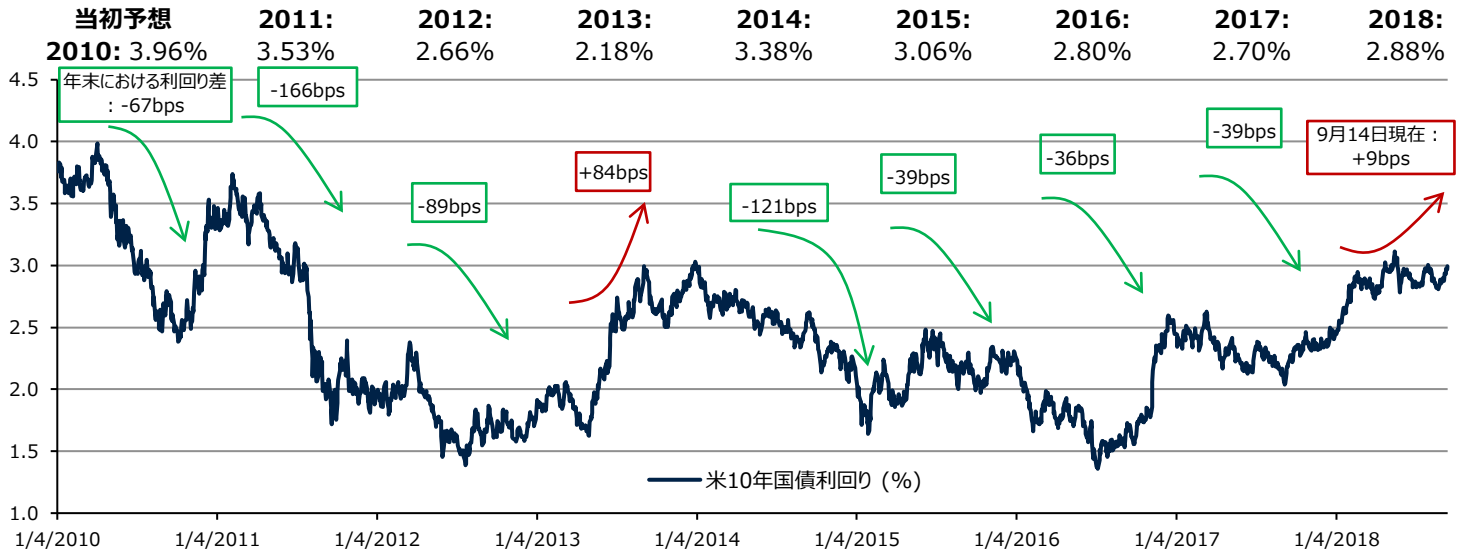
図表3・4：世界で長期間上昇していた債務対GDP比率は、横ばいか低下に転じた



出所：ブルームバーグ、ハーバー・アナリティクス それぞれ2018年3月31日、2017年12月31日現在。*2017年12月31日までの期間。

一方、人口高齢化という世界的な動向は、借り入れ減少の要因となっただけでなく、投資家からの債券需要の拡大を促した可能性がある。この需要は、個人投資家からの債券需要や、世界中の魅力的な債券資産を探求し続けている年金基金やソブリンウェルスファンドからの資金の流入を通じて間接的に表れており、その結果が長期金利の低下である。

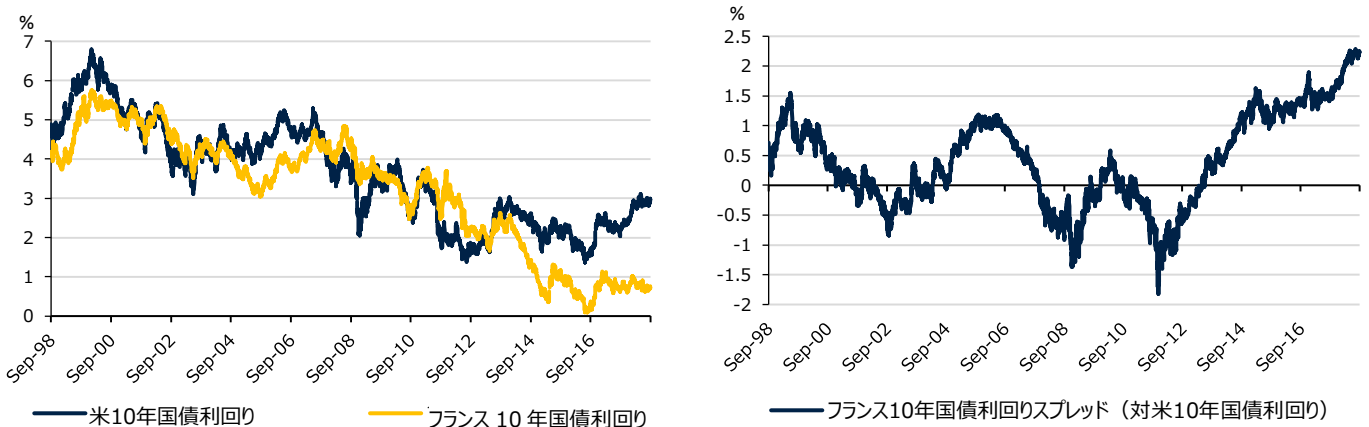
図表 5 : 年初における米国 10 年国債利回りの予想中央値と実際の結果。2010 年以降、予想は平均で 51bps も高い



出所 : ブルームバーグ 2018年9月現在

今年、多くの先進国で金利が低下する中、米国 10 年国債利回りが 3.0% 前後に上昇して推移したのはなぜだろうか。要因の一つは、財政刺激策による一時的な成長の加速と考えられる。もう一つの要因は、米国の財政赤字の拡大と FRB のバランスシート縮小に伴う供給増加を見越して市場が利回りを押し上げた可能性である。ほとんどの予測主体（図表 5 が示すように、その多くは近年一貫して弱気に傾いている）が、現在は米国の利回りがさらに上昇する手前にあると見る一方で、我々は、現在の市場の利回り水準は財政刺激策と FRB のバランスシート縮小を織り込んでいると考えている。従って、財政刺激策の影響が低下し、債券市場にとっての強気材料（人口の高齢化、高い債務水準が経済成長や信頼感への重石になっている）が再確認されることで、他の先進国の利回りと比較して歴史的な高水準にある米国の利回り（図表 6・7）は、現在の水準にとどまるか、今後数四半期か数年後には低下している可能性が高い。

図表 6・7 : 米国の利回りは他の先進国と比べて高水準。過去 20 年では、米国の利回りはフランス 10 年国債などの欧州中核国の利回りと比べて歴史的な高水準にある

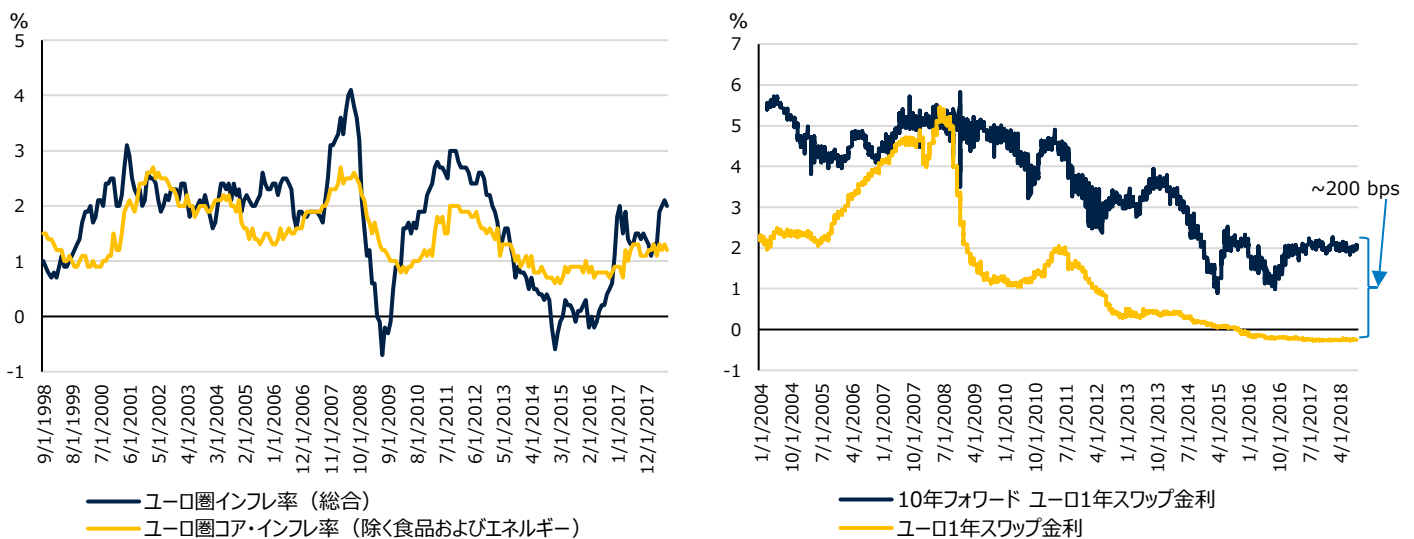


出所 : ブルームバーグ 2018年9月現在

むしろ、米国以外の金利が低すぎるのではないか？

米国の金利が高すぎるのではなく、むしろ米国以外の金利が低すぎるのではないか。世界的に先進国経済は堅調な成長を辿る一方、インフレ圧力は抑えられている。つまり経済は過熱状態ではない。それどころか、ほとんどの主要国経済において基調となるインフレ動向は、中央銀行の目標値を下回って極めて安定しているように見える。これは経済が完全雇用かそれを上回る状況になれば変わるかもしれないが、ユーロ圏や日本などの主要経済圏の低水準の金利は、一般に考えられるより**均衡点に近い**可能性がある。その結果、主要中央銀行による引き締め策は、それが起きたとしても最終的には市場のフォワード金利に織り込まれている金利水準を下回ることになり、主要先進国市場では長期的には長期債がキャッシュを上回るパフォーマンスを達成すると考える。

図表 8・9：ユーロ圏の総合インフレ率は 2%に上昇したが、変動の大きい食品やエネルギーを除いたコアインフレ率は 1%近辺にとどまっております、インフレ圧力が限定的で利上げが遅れる可能性を示唆。欧州の金利が低いとみる投資家もいるが、我々は、欧州の利回りがタームプレミアムと利上げ期待を過度に織り込んだ水準となっており、ユーロ建て債券がキャッシュに対して中長期的に大きくアウトパフォームすると見ている



出所：ブルームバーグ 2018年9月現在

先進国中央銀行にとっての主要課題ではないが、現在の先進国の低金利構造においても、エマージング国の一部では**安定性の維持に苦戦**しているのがわかる。これは貿易をめぐる緊張や**新興国の拙い政策選択**の結果かもしれないが、このことも現時点では世界的に金利がより低い均衡点を目指していることを示唆する。

量的引き締めについて：皮肉にも債券市場にとって好材料か？

主要中央銀行のバランスシートの全体のトレンドは、欧州中央銀行（ECB）および日銀の買い入れ額減少とFRBのバランスシート縮小（量的引き締め策）を背景に、2018年中に拡大から縮小に転じるだろう。中央銀行のバランスシート縮小が金利上昇につながると想定したくなるが、FRBによる三度の量的緩和（QE）を見ると反対の結果が示唆される。中央銀行の緩和プログラムが実施される前に金利は低下していた。しかしQE開始後、市場はある程度一貫した動きを見せた。すなわちイールドカーブのベアスティープ化、株価上昇、そして株価ボラティリティの低下である。これらの市場動向は、FRBの購入プログラムが開始されるまでに、債券市場がその追い風を既に十分織り込んでいたことを示唆する。プログラムが進むにつれて、金利は株価と共に上昇し、市場のボラティリティは低下した。逆に、量的引き締め（QT）の場合はおおよそ反対に考えるのが合理的だと思われる。すなわち、QTの効果が表れ始めて2018年末にかけて加速する中でボラティリティが高まり、リスク市場では手控えムードが強まり、長期金利は頭打ちとなるというものだ。市場のボラティリティの高まりとリスク市場での軟調は既に見られたが、長期金利の頭打ちは未だ明確になっていない。おそらくそれが起こるのは、FRBのバランスシート縮小ペースが2018年第4四半期にピークを迎え、主要中央銀行のバランスシートが全体として拡大から縮小に向かうときだろう。つまり、QTに関する我々の仮説の正しさは、今年見られた株式やスプレッド市場の乱高下に顕れているようだが、次は米国の長期金利が安定するか低下するかというところで試されることになろう。

図表 10：米国の量的緩和前に金利は低下。QEが開始されるとイールドカーブはベアスティープ化したが、株式市場とスプレッド市場はボラティリティ低下の中で好パフォーマンスとなった。量的引き締めの場合、イールドカーブのブルフラット化とリスク市場のボラティリティの高まりという、逆のことが起こるだろうか？



出所：ブルームバーグ 2018年9月現在

強気テーマに対するリスクは何か？

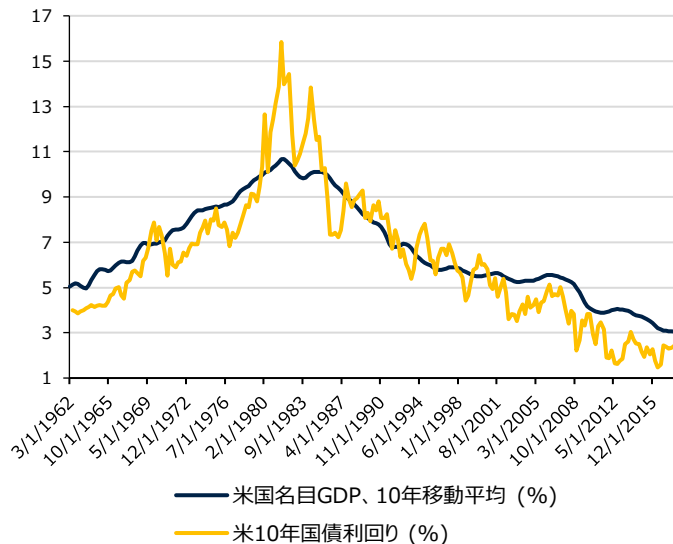
世界金融危機による一時的な逆風は収まりつつあるのか？ もちろん、我々の前向きな債券市場の長期見通しにもリスクがないわけではない。まず、金利低下は足元の経済ファンダメンタルズによるものではなく、世界金融危機がもたらした様々な逆風により落ち込んだ一時的な要因である可能性がある。その場合、そうした逆風が収まると世界の金利上昇につながるかもしれない。同様の脅威は、生産性の向上もしくは追加的な財政刺激策のような特殊要因の結果としてもたらされる成長率の上方サプライズによって起こる可能性もある。

米国の財政赤字は金利を上昇させるか？ まず、世界金融危機以降、先進国における政府債務対 GDP 比率は上昇した一方、金利が全般的に低下したことから、膨大な財政赤字が金利上昇につながるという考えに疑問が残る点を念頭に入れておきたい。過去 40 年を振り返ると、先進国における債務対 GDP 比率の上昇と名目長期金利の低下は、例外というよりも一般的な事象となっている（図表 11）。金利水準は名目 GDP 成長率とより密接に対応すると考えるほうが妥当であり（図表 12）、現時点で先進国の名目 GDP 成長率の加速が見られないことは長期金利が「低位でレンジ内」にあるという仮説と整合的である。ただし、供給という点で米国の財政赤字は拡大が見込まれるが、その他多くの主要先進国の財政赤字は極めて適度な水準で、減少している場合もあり、国債発行額の変動は一般に認識されているより小さくなっている。

図表 11：政府債務の拡大が金利上昇につながるという数十年来の懸念は概ね実現しておらず・・・



図表 12：名目経済成長率等のその他の要因が、金利水準を決定づける要因となっているように見える



出所：ブルームバーグ 2018年9月現在

結論：金利レンジの低下が債券の隠れ強気相場を牽引

結論として、経済成長の拡大や中央銀行の段階的な引き締めにもかかわらず、我々は先進国の債券に対して全般的に強気のスタンスを維持している。欧州の経済成長が年央の停滞からリバウンドする（もしくは米国における新たな財政刺激策の可能性もあり得る）など変動要因は間違いなくあるだろうが、我々の基本的な考えは、長期的に米国10年国債利回りの中心値が2.5%に向けて低下するというものである。また、同様に他の主要先進国の債券市場でもそれに対応する形で利回りは低いレンジにとどまると見られ、今後数ヶ月、場合によっては数四半期の間はドイツ10年国債の利回りは1.0%を下回る水準、日本の10年国債利回りは0.5%を下回る水準を維持すると思われる。

図表 13：FRBの政策が維持されるとしても、米国10年国債利回りの中心値は長期的に2.5%に向けて低下すると見る



出所：ブルームバーグ 2018年9月現在

留意事項（原本の Notice を翻訳）

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、2018年10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、世界的にみると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 ジャパン)、(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デンシャル社とはならん関係がありません。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ありますが、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なく、誤謬についての責任を負うものでもありません。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。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となるものでもありません。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) 内の様々な法域では、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本社住所は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構 (FCA) の認可を受けており、FCA の規制が適用される他（登録番号 193418）、EEA 内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理庁 (MAS) に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM シンガポールが担当しています。日本では、金融庁に登録されている投資顧問会社である PGIM ジャパン株式会社が担当しています。韓国では、韓国国内の投資家に直接投資一任運用サービスを提供することを認可されている PGIM, Inc. が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録している PGIM (Hong Kong) Limited が証券先物条例スケジュール 1 パート 1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

© 2018 PFI and its related entities.

各セクターのパフォーマンスは下記インデックスを参照しています：

- 米国投資適格社債：ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス
- 欧州投資適格社債：ブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス（ヘッジなし）
- 米国ハイイールド債：ICE BofA メリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス
- 欧州ハイイールド債：ICE BofA メリルリンチ欧州通貨建てハイ・イールド・インデックス
- 米国優先担保付きローン：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス
- 欧州優先担保付きローン：クレディ・スイス・ウエスタン・ヨーロッパ・レバレッジド・ローン・インデックス：（全ての通貨に対するヘッジなし）
- ナドル建てエマージング・ソブリン債：JP モルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバーシファイド
- 現地通貨建てエマージング債（ヘッジなし）：JP モルガン ガバメント・ボンド・インデックス-エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド
- エマージング社債：JP モルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・ブロード・ディバーシファイド
- エマージング市場通貨：JP モルガン・エマージング・ローカル・マーケット・インデックス・プラス
- 地方債：ブルームバーグ・バークレイズ米国地方債インデックス
- 米国国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国国債インデックス
- MBS：ブルームバーグ・バークレイズ米国 MBS-エージェンシー固定金利インデックス
- CMBS：ブルームバーグ・バークレイズ CMBS: ERISA 適格インデックス
- 米国総合インデックス：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス

留意事項 2

本資料はPGIM フィクスト・インカムが作成した"LOWER RANGE TO DRIVE STEALTH BULL MARKET IN BONDS"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。詳細は原文（英語版）をご参照ください。

"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

PGIMJ201810241098