

## 米国長期社債の投資妙味を考察する

本稿は、PGIM フィクスト・インカム米国投資適格社債チーム共同責任者である Rajat Shah、および同チームのポートフォリオ・マネージャーである Lee Friedman と Paul Zetterstrom が 2 月 9 日に執筆したブログ “A Rangebound Study in Long U.S. Corporates” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

### <要旨>

PGIM フィクスト・インカムでは、広範なグローバル債券市場において利回りはレンジ内での推移が続くと見ている。米国長期社債がもたらす投資機会を捉える際に重要なのは、投資のタイミングというよりも、むしろ、その高い利回りに影響を与え得る経路や要因を認識することにある。今後は、①米国の政策金利がピークを打ったと見られること、②米国長期社債利回りが歴史的な高水準にあること、③年金基金の積立水準が改善していること、④長期社債の発行が限定的であること、⑤株式と比較してバリュエーションが魅力的であることなどが支援材料となっており、米国長期社債は機関投資家に魅力的な投資機会を提供すると PGIM フィクスト・インカムは考えている。本レポートでは、これを踏まえた米国長期社債の投資妙味について考察する。

### 1. 米国長期社債の市場動向

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクルは終了に向かい、いずれ利下げが実施されると市場が予想する中、デュレーションの長い高格付債に資金が流入した結果、長期社債のトータル・リターンは広範な社債指数を大きく上回った。こうしたアウトパフォーマンスは、スプレッド縮小とスプレッド・カーブのフラット化によってもたらされ、一部の市場参加者の間ではバリュエーションに対する疑問が生じているものの、次の点について認識する必要がある。

- **金利上昇につれて米国 10 年社債と 30 年社債の利回り較差は縮小し、スプレッド・カーブはフラット化する傾向がある**：利回り追求を背景とした一貫した需要と、長期債の限定的な発行水準を背景に、利回り上昇が米国長期社債への大きな追い風となっている。
- **米国長期社債利回りはピーク水準からは低下したものの、過去 10 年来の最高水準である 5%近くで推移している**：米国長期社債利回りが 5%近くで安定的に推移する中、負債に見合うデュレーションや一定の利回り水準を求める機関投資家からの継続的な需要が見込まれる。

### 2. 米国長期社債を巡る今後の需給環境

株価市場によって牽引される足元の資産の増加、および複数年にわたる長期金利の上昇による負債の減少を受け、Milliman 社による米大手企業 100 社の年金基金の積立比率は足元で 100%を上回っている。こうした中、次の理由により米国長期社債に対する需要はさらに高まると考えられる。

- **年金基金の積立比率が 100%を上回る中、米国ストリップス債の保有額は増加し続けている**：年金基金の米国ストリップス債の保有額は長期債に対する需要を表す代替指標であり、積立比率が 100%を超える中で、その保有額も増加を続けている。Milliman 社によると 2025 年にかけて、積立比率のさらなる改善が見込まれ、年金スポンサーは株式といったリスク資産から長期債により資金を振り向ける可能性がある。

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。

- **2024年の純発行額は限定的と予想され、引き続き良好な需給環境が維持される**：米国投資適格社債市場の純発行額は減少傾向にあり、2024年はほぼゼロと予想される。また、総発行額に占める13年超の債券の割合は2023年に過去最低水準となり、今後も引き続き良好な需給環境が続くと考えられる。最近の予想以上にハト派色の薄いFRBや堅調な労働市場を背景に、米国債利回りが高い水準でレンジ推移していることを踏まえると、足元の5%近辺の長期社債利回りは維持される可能性がある。

### 3. 米国長期社債の投資妙味

トータル・リターン観点では、今後は利回り低下に伴うキャピタル・ゲインよりも、むしろ高い利回りによるインカム収入がリターンの牽引役になると考えられる。この点も踏まえ、投資家が米国長期社債を積み増す理由は以下の通りである。

- **債券市場の価格調整**：債券市場では過去2年にわたり価格調整が進んだ一方、株式市場では2024年に高値を更新するなど依然として調整の余地がある。米長期社債利回りはS&P500の株式益利回りを上回っており、株式に対するバリュエーションは魅力的である。
- **長期的な再投資リスクの回避**：予想外のショックが大幅利下げをもたらす場合、キャッシュ志向の投資家は、長期にわたる高い利回りを享受することができず、再投資リスクに直面することになる。
- **リスクオフのイベントに対するヘッジ**：2023年春のシリコンバレー銀行破綻のようなリスクオフのイベントが発生した場合、質の高い長期社債はポートフォリオ全体のトータル・リターンを安定させる役割を果たす可能性がある。
- **米国投資適格債市場のクオリティが改善**：Moody's社によると、過去10年間でシングルA格債の3分の1以上が格下げされ、これにより米国投資適格社債市場に占めるBBB格債の割合は2021年3月時点では50%を上回っていたが、足元では47%まで低下した。これは2016年以降の最低水準である。さらに、ポートフォリオレベルでは、豊富なリソースを用いたボトムアップ分析による業種・銘柄選択によって、市場サイクルを通じて格下げリスクを軽減することもできるだろう。

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2月9日現在。

## 留意事項

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 "A Rangebound Study in Long U.S. Corporate" をPGIMジャパン株式会社が要約したものです。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

PGIMJ106157