

債券の新時代

概要

- ・インフレ率の急上昇は、10年間にわたった債券の低利回り時代に終止符を打ちました。
- ・今後10年間は、債券利回りが最近のゼロに近い水準に戻ることも、過去30年間を象徴するような着実な債券価格の上昇が続くような状況も起こらないと思われず。
- ・むしろ、インフレ率と実質利回りは、中央銀行の政策、需給ダイナミクスの変化、インフレ率が再び急上昇するリスクなどを背景に、長期平均に近い水準で推移することが見込まれます。
- ・名目および実質利回りの上昇は、投資家の債券ニーズにとってよりシンプルで確実なリターンとなり、この資産クラスにおける新たな投資機会を提供することになるでしょう。

2020年の夏時点では、米10年国債の利回りは0.5%程度でした。それが2023年秋には、同利回りは5.0%弱まで急上昇しました¹。わずか3年の間に、10年間にわたって投資家の懸念となってきた低金利、あまりにも低い債券利回り、マイナス金利、インフレ環境を生み出せない中央銀行、といったものに対する懸念は一気になくなりました。少しでも利回りを追求しようとする投資家の意欲も、さらにはポートフォリオにクレジットリスクや非流動性リスクを追加しようとする動きも大きく後退しました。10年間続いた債券の低利回りの時代が、突然終わりを告げたのです。

現在の債券利回りの魅力や、金融緩和政策が進むにつれて絶対的なリターンが大きくなる可能性については、すでに多くのところで解説されています。しかし、低利回り時代からの突然の脱却が長期的にどのような意味を持つのかについては、これまでほとんど語られて来ませんでした。

現在の米国債は、プラスの実質金利（インフレ調整後）を提供し、よりバランスの取れたリスク・プロファイルとなっています。また、分散ポートフォリオにおいてより多くの役割を果たし、より多くの投資機会を提供することが可能です。債券は、今後数四半期における戦術的な投資配分として有効なだけでなく、投資家全般にとって戦略的な投資機会を提供します。そして、インカムやデューレーション、分散を必要とする多くの機関投資家にとって、10年ぶりに新たな目的を達成できる資産クラスとして復活したのです。

1. 出所：セントルイス連銀、2011年8月4日の米10年債利回りは0.52%、2023年10月8日は4.98%。
<https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10/>



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

当レポートでは、債券に到来した新時代が意味するところを詳しく見ていきます。今回はまず、歴史的な流れにおける低利回り時代の終焉を軸として、今後数年間において債券エクスポージャーをどのように管理していくべきか、幅広い考え方を提供していきます。

1981年から2021年までの債券：二つの時代の物語

1981年から2011年までは、積極的な債券運用が始まり、株式と債券の分散ポートフォリオを保有するという現代的な考え方がコンセンサスになった時代でした。債券利回りは景気サイクルごとに上昇と下落を繰り返したものの、基調としては着実に低下傾向を辿りました。

1970年代の「大インフレ期（great inflation）」が解消され、さまざまなデフレトレンドに後押しされる形で、事実上30年にわたる債券の強気相場が続きました。例えば、欧州連合（EU）の設立、中国の経済大国としての台頭、より広域にわたる新興国経済の統合などは、すべてグローバル化を進める動きでした。グローバル化は、効率性と生産性を高めるものと考えられていました。こうした環境下で、インフレが着実に低下していくのは自然なことでした。そして、（債券トレーディングの台頭を含む）金融市場の効率化とテクノロジーの急速な進歩も、世界のインフレを押し下げる一助となりました。当然のことながら、債券利回りもインフレの低下に追随し、米10年債利回りは1981年の約16%から徐々に低下して2011年には2%弱に達しました¹（図表1参照）。

この30年間は、短期的な急騰や急落はあったものの、債券の黄金時代だったと言えます。利回りは比較的高水準であったためインカムは十分で、それぞれの経済サイクルを通じて債券利回りが低下基調を辿ると値上がりの魅力も加わりました。その結果、分散ポートフォリオにおいて債券を多く保有することが、常識となったのです。

図表1：新時代の米国債利回り



出所：ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント（データは2024年4月15日現在）



しかし、2011年から2021年の期間において、インフレ率も債券利回りも低下余地を失い始めました。他に先駆けて利回りがゼロになったのは日本で、ほとんどのエコノミストやストラテジストは（当たり前のように）日本特有の要因、とりわけ人口動態の悪化をその理由と考えました。その後、低インフレと利回り低下が世界中に広がりました。その理由を説明すべく数多くの理論が登場しましたが、その多くは、世界的なデフレ傾向があまりにも巨大で強力であったため、世界は「ニューノーマル」の状態にあり債券利回りは当面低水準で推移するだろうとの考えに落ち着きました。そして、中央銀行が金利の引き下げ（必要ならゼロ以下まで）から「量的緩和」による金融システムへの直接的な資金注入に軸足を移しているにもかかわらず、中央銀行にはインフレを起こす力がないというコンセンサスが生まれ始めたのです。

中央銀行が直面する問題は、2007年から2008年にかけての世界金融危機の影響によって増幅されました。消費者も企業セクターも動揺し、消費や投資よりもバランスシートの改善を追求しました。バランスシートに重点を置いたのは各国政府も同様で、景気刺激策を講じる一方で財政赤字と債務残高の削減を目指しました。そのため、各中央銀行が、経済成長とインフレの抑制という責任を担うことになったのです。今にして思えば、投資家は中央銀行を十分に評価せず、一方で世界的なデフレトレンドを過大に評価していたのかもしれません。

この時代を通じて、投資から得られるインカムに対する投資家のニーズは変わりませんでした。債券が引き続き分散投資のメリットを提供していること、つまり、デュレーションが株式相場の低迷に対する効果的なヘッジとなり得る（実際に多くの場合そうでした）という考えに異議を唱える者はほとんどいませんでしたが、国債利回りの低下から生じるインカムの少なさが問題となりました。そこで、さらなる利回りを求めて、投資家や企業はますますリスクの高い債券資産や複雑な仕組み商品、あるいはその2つの組み合わせの確保に奔走しました。

以上の過去40年間についての記述は事実を単純化したものですが、債券の現代史における2つの異なる時代、すなわち、1981年から2011年までの強気相場（当社ではこれを債券の黄金時代と呼んでいます）と、2011年から2021年までの低利回りの「失われた10年」からの流れに分けて、現在の投資環境を見ることが有益であると考えています。投資家が債券投資の将来を考える際、債券は今後10年間で必ずどちらかの時代に戻る運命にあると考えるのではなく、これらの時代のいずれかを「正常（ノーマル）」と見なさないよう注意を促したいと思います。

依然としてインフレが起こり得ると証明したパンデミック

現在の債券利回りの上昇は、インフレがわずか5年前には考えられなかった水準に急速に達し、各中央銀行が過去数十年で最も迅速かつ積極的な利上げでインフレに対応した直接的な結果です。しかし、当たり前のことかもしれませんが、それ以外は何も変わっていません。

2021年にグローバル化が突然再開したわけでもなく、EUが解体したわけでもなく、テクノロジーが突然非効率になったり、生産性を阻害し始めたわけでもなく、低インフレの根本原因としてよく言われる構造的要因は何も変わっていないのです。

インフレ率の上昇は、10年間にわたる極端な金融緩和策の必然的な結果であったと言えます。よりシンプルに言えば、世界中でインフレ率が急上昇したのは、巨大な外的ショックが原因であり、そのショックは高度に絡み合ったグローバル・サプライチェーンの圧迫と政府支出の急増によって増幅されました。供給のボトルネックがコストプッシュ型インフレに拍車をかけた一方で、前例のない財政刺激策がデマンドプル型インフレに拍車をかけました。緊縮財政を回避し、各国の景気回復を支援すべきという圧力の下、米国政府支出は2019年から2020年の間だけでも45%以上増加しました²。そしてその大部分は、それぞれ直接の現金注入と補助金を通じて消費者と企業を支援するために使われたのです。

要するに、新型コロナウイルス感染拡大は、インフレが消滅したわけではなく先進国でも依然として重大なリスクであることを証明したと言えます。外的ショックは予測不可能であり、その他のことについては楽観的だった2022年にインフレが2桁の急上昇を見せたのですから、また同じことが起こるかもしれません。

2. 出所： [Fiscaldata.treasury.gov](https://fiscaldata.treasury.gov) 総支出は2019年の5.31兆米ドルから2020年には7.72兆米ドルに増加
<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/federal-spending/#spending-trends-over-time-and-the-us-economy>

高い債券利回りの構造的論拠

中央銀行は、経済がある程度のインフレであることを好みます。インフレは消費を増やし、企業の収益性を維持し、イーロードカーブ（利回り曲線）を「正常な」右上がりの曲線にし、さらには経済運営に大きな柔軟性を与えます。過去10年間は金融政策当局者にとって困難な時期でした。経済運営に必要とされた極端な措置の一例として、住宅ローン金利がマイナスだったことが挙げられますが、あの時代に戻りたいという人はほとんどいないでしょう。中央銀行は今後、インフレ率を過去10年よりも高く維持しようとするでしょうし、この過去10年があったからこそ、インフレ率を確実に維持するためのツールやテクニックが開発され、実証されてきたと考えています。

構造的な要因ではなく、数回の景気サイクルを超越する可能性のある要因ではありますが、低金利の時代は財政赤字と中央銀行のバランスシートを膨らませる結果となりました。この2つが改善されるまで、債券利回りにはある程度の上昇圧力がかかるものと思われます。ただし、それはすぐに改善しそこにはありません。各国政府は資金調達戦略を再考し、ポピュリズムが台頭する時代にそれ（財政再建とバランスシート縮小）を実行に移す必要がありますが、これは簡単な仕事ではありません。

FRBはすでに「量的引き締め」に着手していますが、依然として米国GDPの約25～30%相当の資産を保有しています³。中央銀行のエコノミストによる研究⁴によれば、バランスシートが1%縮小するごとに、10年物国債のタームプレミアムは約10bp上昇します。この研究では、モデルに「かなりの不確実性」があることがすでに明らかになっていますが、常識的に考えれば、国債の供給が正常化するまで、供給が増えれば国債利回りに上昇圧力がかかることには変わりはありません。

一方で、長年安定してきた需要のダイナミズムが変化しつつある可能性もあります。過去10年間における米国債の最大の購入国は中国と日本でしたが、両国の国債購入意欲は過去10年よりも後退している可能性があります。先進国で初めてゼロ金利政策を試みた日本は、最近17年ぶりに金利を引き上げています。また、中国経済が次の景気サイクルで復活する可能性は十分にありますが、数十年にわたる成長全盛期に見られたような需要を回復する見込みは低いと思われます。

最後になりますが、高度に関わり合ったグローバル・サプライチェーンによって、供給ショックとそれに伴うインフレがグローバルに広がることが明らかになりました。それ以前の10年間において、市場は効率性を増すサプライチェーンの恩恵を受け、外部からのショックや貿易政策の対立の影響をほとんど受けずにきました。しかし、パンデミックによってそれが断ち切られただけでなく、多くの企業は自社のビジネスモデルをさらに強靱にすべく再検討せざるを得なくなりました。これは、プロセスの重複が増えることを意味し、コスト増につながります。その一方で、多くの先進国でポピュリズムが台頭しており、貿易摩擦の拡大や、少なくとも不確実性の増大を予感させています。つまり、世界はインフレ・ショックに脆弱であり、新たなショックのリスクは減少するよりも増加する可能性の方が高いということです。

例えば、2022年にロシアがウクライナに侵攻して以来、地政学的リスクは上昇傾向にあり、アジア（台湾）や中東（イスラエル、紅海）では長年くすぶっていた緊張が高まっています。さらに脱炭素化、気候変動、巨大テクノロジー企業の支配、人工知能、人口動態の高齢化など、リスク要因は山ほどあります。これらは新しいリスク要因ではないかもしれませんが、新しいのは、その影響がよりグローバルで、より突発的なものになり得るという点です。

3. 出所：米国連邦準備制度理事会（FRB）、2023年9月現在。

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/November-2023-Federal-Reserve-Balance-Sheet-Developments.htm>

4. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-between-balance-sheet-reductions-and-policy-rate-hikes-some-illustrations-20220603.html>

新時代における債券ポートフォリオの構築

過去10年間、そしてそれ以前の30年間、分散ポートフォリオにおける債券の役割について、指針となった前提を再評価する必要があると当社は考えています。より分かりやすく言えば、利回りが数十年來のような低下トレンドになく、低水準で推移している状況でもないときに、債券への最適なエクスポージャーはどのようにあるべきでしょうか？

債券が安定的な値上がりをもたらすわけではなく、利回りがゼロに近いかゼロを下回る運命にあるわけでもなければ、答えは驚くほど簡単だと考えています。むしろ今後10年間の債券は、最終的には教科書的な「正常」に近いものになるかもしれません。債券は、株式との分散効果を提供しながら、景気サイクルとともに上下するプラスの実質利回りを提供する証券になるということです。

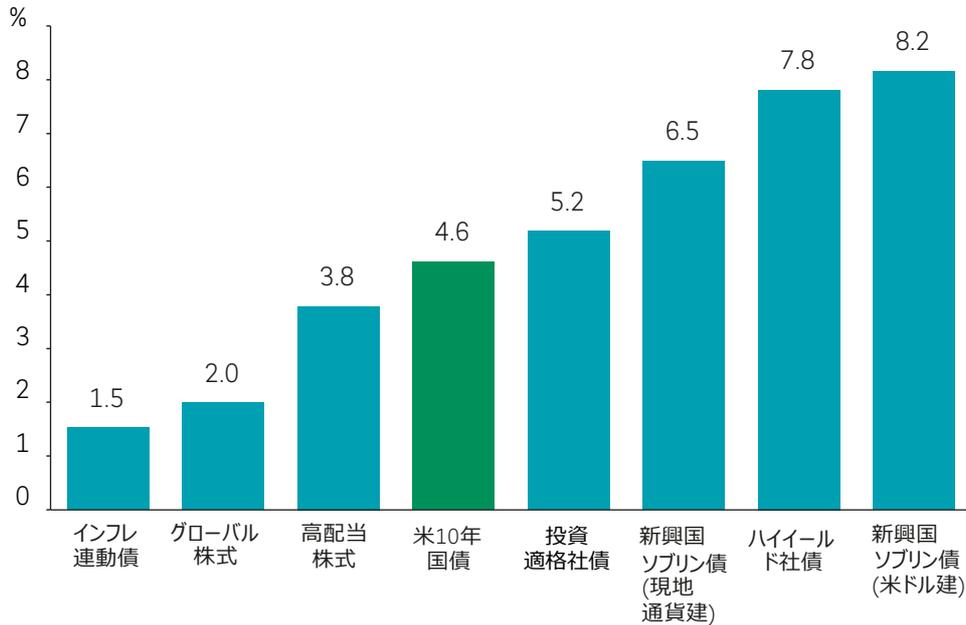
もっと言えば、中央銀行がインフレ率をプラスに維持することに関心を持つとともに、その手段を持っており、市場が外部ショックによるインフレ急上昇のリスクを現実的な脅威と見ているという仮定がおおよそ正しいければ、実質金利は当面プラスで推移する可能性が高いでしょう。つまり、貯蓄者に加えて資産・負債を管理している年金基金や保険会社など様々な投資家にとって、債券の広範なユニバースが再び実質的なインカムをもたらすこととなります。妥当な水準の実質インカムを獲得するために、こうしたすべての投資家がクレジットリスクや非流動性リスクを積極的に取る必要はもはやないかもしれません。

主要先進国のイールド・カーブはまだ順イールド（右上がりの曲線）になっていませんが、引き締め型の金融政策の必要性が薄れるにつれて、いずれ急勾配の右上がりになると予想されます。そうなれば、投資家は再び「ロールダウン」（債券の満期が時間の経過とともに短くなり、その結果、利回りが短い債券の低い利回りに見合うように債券価格が上昇すること）の恩恵を得ることができるようになるでしょう。景気サイクルによってロールダウンの恩恵は増減するでしょうが、こうした投資機会は投資家やアクティブ運用マネジャーにとって、今後数年間における債券投資のリターンを向上させる新たなツールとなるかもしれません。

しかし、結局のところ、新しい時代の債券見通しは、上述したすべての見通しよりも単純なものとなる可能性もあります。黄金時代（1981年-2011年）も失われた10年（2011年-2021年）も一貫して変わらず、そして今後10年も変わらないと私たちが考えているのは、債券の直接利回りがその期間を通じて将来のリターンを決定する最大の要因だということです。現在、米10年国債の利回りは4.60%程度であり、長期（10年）投資としても短期投資と同様に魅力的な水準です。長期的な平均期待リターン程度のボラティリティを考慮しても、年4%を超える長期リターンは、「無リスク」の国債エクスポージャーとしては納得できる水準であると考えられます。



**図表2：国債利回りが再び魅力的に
各資産クラスの利回り（株式は配当利回り）**



出所：ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント（データは2024年4月15日現在）

新時代における成功のカギ

債券の「ニューノーマル」はまだ定まっていませんが、過去10年よりも平均利回りは高くなり、過去30年のような着実な値上がりはなくなると当社は見えています。最近、市場参加者やストラテジストは債券の短期的な投資機会に注目しているようですが、より重要なポイントが見過ごされるリスクがあると考えています。つまり、私たちの多くは過去10年間にわたり、中央銀行というものはインフレを起こそうと躍起になる存在だと考えてきましたが、現在、中央銀行はインフレ水準を管理できる存在だと見直す必要があるということです。

私たちの見通しが正しければ、低利回り時代にはより大きなリスクを取らざるを得なかったインカムニーズに対して、幅広いタイプの投資家が今までよりもはるかに従来型的手段で債券投資を行えるようになるかもしれません。

当社は今後、主な投資課題、懸念事項、疑問点についてご説明するとともに、この新しい投資環境において債券への投資配分をどのように位置づけるのがベストなのかという問題に挑戦していく所存です。現在取り組んでいるトピックは、株式と債券の最適配分はどのように変化したか、債券のアクティブ運用はどのように進化したか、高い利回りの世界においてデュレーションと資産・負債管理（ALM：asset-liability management）はどのように変化すべきか、などといった内容です。

BNPパリバ・アセットマネジメントは、資本構造全体にわたる国、資産クラス、セクターにまたがる債券の専門家を擁し、さらに債券の直接投資、デリバティブ、ストラクチャード商品に関する専門知識も備えています。私たちは、この新しい時代を投資家の皆様とともに歩んでいけると確信しています。

BNPパリバ・アセットマネジメントの債券投資については、当社ウェブサイトをご覧ください

ご留意事項

- 本資料はBNPパリバ・アセットマネジメントグループが作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料には専門用語や専門的な内容が含まれる可能性がある点をご留意ください。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。
- 投資した資産の価値や分配金は変動する可能性があり、投資家は投資元本を回収できない可能性があります。新興国市場、または専門的なセクター、制限されたセクターへの投資は、入手可能な情報が少なく流動性が低いため、また市場の状況（社会的、政治的、経済的状況）の変化により敏感に反応しやすいため、より不安定性があり、大きな変動を受ける可能性があります。
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）投資に関するリスク：ESGと持続可能性を統合する際、EU基準で共通または統一された定義やラベルがないため、ESG目標を設定する際に資産運用会社によって異なるアプローチが取られる場合があります。これはESGと持続可能性の基準を統合した投資戦略を比較することが困難であることを意味しており、同じ名称が用いられていても異なる測定方法に基づいている場合があるということです。保有銘柄のESGや持続可能性に関する評価において、資産運用会社は、外部のESG調査会社から提供されたデータソースを活用する場合があります。ESG投資は発展途上の分野であるため、こうしたデータソースは不完全、不正確、または利用できない場合があります。投資プロセスにおいて責任ある企業行動指針を適用することで、特定の発行体やセクターが除外される場合があります。その結果、当該指針を適用しない類似の投資戦略のパフォーマンスよりも良くなったり、悪くなったりする場合があります。

BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第378号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world