

# プライムタイムを迎えた債券投資

PIMCOの2024年の見通しでは、傑出した資産クラスとして債券に注目しています。その堅調な見通しや強靭性、分散効果のほか、株式と比較しても魅力的なバリュエーションを提供しています。

著者



エリン・ブラウン  
ポートフォリオ・マネージャー  
アセットアロケーション



ジェラルディン・サンドストロム  
ポートフォリオ・マネージャー  
アセットアロケーション



エマニュエル・シャレフ  
ポートフォリオ・マネージャー  
アセットアロケーションとマルチ・リアルアセット

## 要約

- マルチアセットのポートフォリオでは、債券を強く選好しています。現在のバリュエーションと、景気の先行きが厳しくインフレ率が低下するとの見通しを踏まえると、株式との対比で債券は滅多にないほど魅力的に見えます。マクロ経済リスクや市場リスクを鑑み、ポートフォリオの柔軟性を維持することにも留意しています。
- デフレーション(金利)は現在の利回りで魅力的なバリューを提供しています。PIMCOでは、米国をはじめ、オーストラリア、カナダ、英国、欧州でオーバーウエイトのポジションを保有しています。クレジットの分野では、住宅ローン担保債と厳選した証券化商品を選好しています。
- 株式については全体的に中立のスタンスを継続します。株式はいくつかの指標で割高に見えますが、時間の経過とともに妥当な水準に戻るはずで、分化した株式市場で投資機会を特定するにはアクティブ運用のアプローチが役立ちます。PIMCOでは質の高さと長期的な強靭性(レジリエンス)を重視しています。

世界経済の見通し、市場のバリュエーション、資産クラスのファンダメンタルズは、すべて債券を後押ししています。株式との対比で、現在の債券はこれまでにない魅力が高まっていると考えています。高インフレと金利上昇がポートフォリオの重荷になった激動の数年を経て、2024年は多くの地域で成長が妨げられる中でも、株式市場と債券市場はともに伝統的な動きに回帰する可能性があります。

こうした環境下で、債券は堅調な展開となりそうです。一方、株式市場は全般に過大評価されており、リスク調整後リターンは今度はプラスですが、低下する可能性があります。マクロ経済および地政学的な見通しをめぐるリスクが根強いことから、ポートフォリオの柔軟性が引き続きカギとなります。

## 株式と債券の逆相関関係の復活を示唆する、マクロ経済見通し

PIMCOの最新の短期経済展望「ピークの先に」では、先進国では成長が鈍化し、一部の地域では財政支援の終了と、典型的な遅れを伴って効果を見せる金融政策の影響から、2024年は景気後退に陥る可能性がある、との基本シナリオの見通しを示しました。PIMCOの景気サイクルモデルは、米国が現在「景気後期」にある確率は77%、米国が1年以内に景気後退に陥る確率は約50%と示唆しています。

成長はピークに達し、インフレもまたピークを越えたとPIMCOではみています。2024年は物価水準が中央銀行の目標に近づくのに伴い、債券と株式は典型的な逆相関（負の相関関係）に戻ると見込まれます。つまり、株式が軟調な時には債券が堅調で、株式が好調な時には債券が軟調になる関係です。マクロ経済予想では、こうしたトレードオフの関係において債券が選好されます。歴史的に見ると、こうした「ピーク後」の環境下では、米国債が魅力的なリスク調整後リターンを提供する傾向がある一方、株式は苦戦しています。

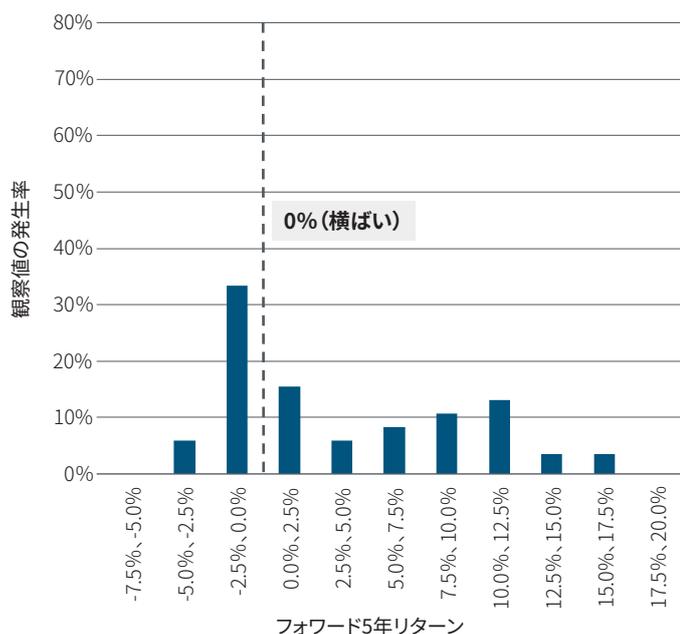
### バリュエーションと現在の水準は、債券を選好する強力な根拠

必ずしも完璧な指標ではありませんが、投資開始時点の債券利回りや株価収益率は、歴史的に将来のリターンを表す傾向があります。図表1は、高格付け債券に平均して見られる現在の利回り水準は、長期的なアウトパフォーマンス（通常、その後の5年間で5%～7%の魅力的なリターン）につながる傾向がある一方で、現在の景気循環調整後の株価収益率（CAPE）の株式は、長期にアンダーパフォーマンスする傾向にあることを示しています。しかも債券は歴史的に、株式よりも一貫してこうしたリターン水準を提供しています。リターンの結果の分布がより狭く、より正規分布に近いことをご確認ください。これは、債券投資を強く後押しする主張です。

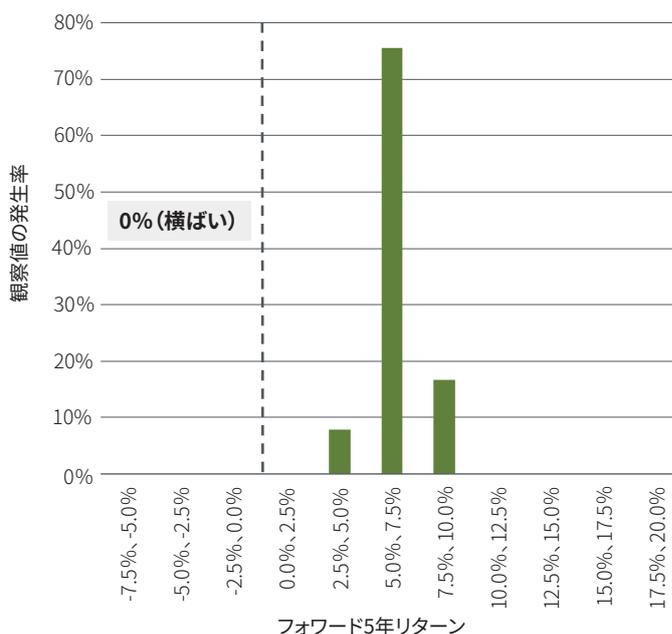
図表1: 今後の見通し—投資開始時点の利回りは株式より債券優位

資産クラス別フォワード・リターンの分布は過去と現在で類似

米国株式: 投資開始時点のCAPEが28以上



米国の高格付け債券: 投資開始時点利回りは5%～7%

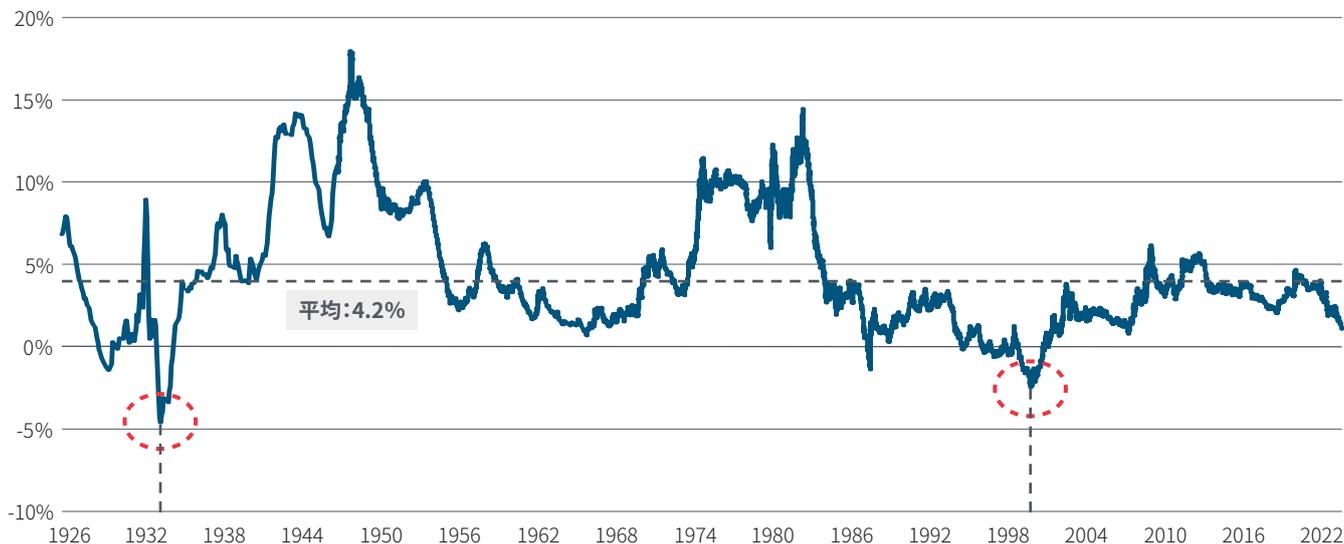


出所: ブルームバーグ・バークレイズ・ライブ・データ (1976年1月～2023年9月)、PIMCO算出。「過去と現在で類似」とは、株式のS&P500指数の景気循環調整後の株価収益率 (CAPE) が28以上、債券のブルームバーグ米国総合指数の最低利回りが5%～7%のレンジと定義されます。

過去のデータを深く掘り下げると、過去100年間、米国株が債券よりも割高になった時期は、大恐慌やドットコム・バブル時などごくわずかでした。債券と株式の相対バリュエーションを測定する一般的な方法の1つが、株式リスクプレミアム (ERP) です。ERPの計算方法はいくつかありますが、ここではS&P500の株価収益率の逆数から10年物米国債の利回りを差し引いたものを使用します。図表2は、現在、ERPが1%強で2007年以來の低水準となっていることを示しています。過去の歴史から、債券に比べて株式がこれほど割高な状態が長く続くとは考えづらく、今こそアセットアロケーションのポートフォリオにおいて債券のオーバーウェイトを検討する絶好の機会だとPIMCOは考えています。

図表2: 米国株は債券に比べて割高に見える

S&P500株式リスクプレミアム(ERP)、1926年~2023年



出所: ブルームバーグ、PIMCOの計算、2023年10月13日現在。株式リスクプレミアム(ERP)は、S&P500(1975年以前はS&P90)の景気調整後の10年益回りから、10年物米国債の実質利回りを差し引いて求められます。

株価収益率(PER)は、特に米国において株式が割高であることを確認するもう1つの方法であり、債券との対比だけでなく、絶対的な水準でも現在のPERは高いとPIMCOでは考えています。

過去20年間のS&P500の株価水準を見ると、NTM(今後12カ月)株価収益率(PER)は平均15.4倍でした。現在、NTM・PERは大幅に上昇し、18.1倍となっています。このバリュエーションは、今後1年の1株当たり利益(EPS)が12%増加するとの予想を考慮に入れているが、経済が景気減速に直面していることを考えると異例の高水準です。仮に2024年のEPS伸び率を通常に近い7%と想定すると、現在のS&Pの株価はNTM・PERが18.6倍とさらに割高になります。より保守的に2024年のEPSの伸び率を0%と想定した場合、現在の株価水準のNTM・PERは19.2倍に上昇します。このような極端な水準では、EPSが横ばいになった場合、利益が横ばいでも株価が下落するマルチプル・コントラクション(PERの低下)を引き起こす可能性が高いとPIMCOでは考えています。

しかし、株式市場内での重要なばらつきには留意しています。上記の計算から大手テクノロジー企業7社を除外すると、残りのS&P企業の株式は長期平均に近い水準で取引されており、NTMのPERは長期平均15.6倍になります。こうしたばらつきは、アクティブ運用によりアルファ(超過収益)を創出する魅力的な機会になる可能性があります。

全体として、景気が減速する中、強気の増益予想は期待外れに終わる可能性があると考えています。市場の大半でバリュエーションも過大になっている中で、質の高さと相対バリュエーションを重視しつつ、株式については慎重で中立的なスタンスを取ることが望ましいでしょう。

### 株式のファンダメンタルズは慎重な姿勢を支持

PIMCOのモデルでは、株式投資家は企業クレジット投資家よりも経済に対して楽観的であるように見えます。PIMCOでは、ERP、EPS、CDX(クレジット・デフォルト・スワップ・インデックス)のスプレッドを用い、現在の水準と典型的な景気後退環境を比較して計算し、様々な資産クラスに織り込まれている景気後退の確率を推計しています。ERPとEPSのスプレッドによるS&P500に現在織り込まれている景気後退の確率は14%であり、CDXによるハイイールド債に織り込まれた予想の42%を大幅に下回っています。

こうした楽観論を裏付けているのが、S&P500の利益と売上高のコンセンサス予想で、減速ではなく景気の再過熱が予想されています(図表3を参照)。PIMCOでは、先述の基本シナリオのマクロ経済見通しと、こうした株式市場の利益予想やバリュエーションの乖離を懸念しています。これは、この資産クラスへの警戒感を強めるものです。

図表3: 売上高のコンセンサス予想は米国株の楽観的見通し



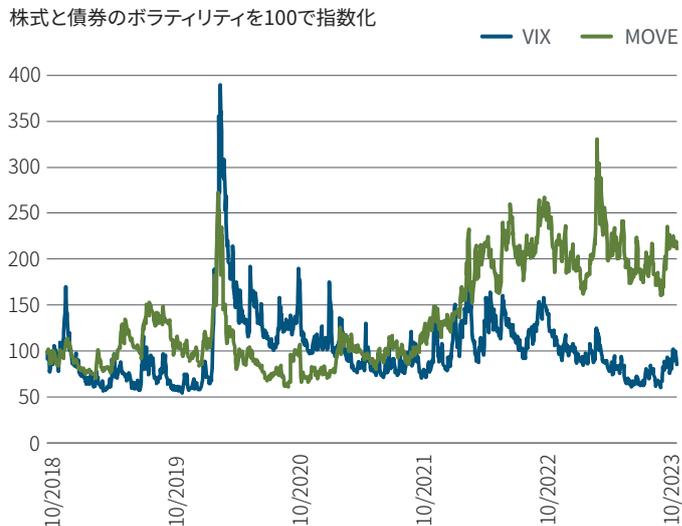
出所: 米経済分析局、ヘイバー・アナリティクス、ゴールドマン・サックス、PIMCO。S&P500の売上高伸び率の実績と予想(ボトムアップ・コンセンサス)は、2023年10月現在のゴールドマン・サックスの発表によります。米国の名目GDP成長率の実績値は米商務省経済分析局(BEA)とヘイバー・アナリティクスによるものであり、予測値はPIMCOの米国実質GDP予想と米国物価連動国債(TIPS)市場に織り込まれた米国消費者物価指数(CPI)を使ってPIMCOが算出したものです。GDPデータと予想は2023年11月3日現在。予測は破線で示しています。

## マクロ経済の基本シナリオに対するリスク管理

成長とインフレの減速という、PIMCOの基本シナリオの見通しへのリスクは認識しています。米国経済の底堅さは景気後退を食い止めるかもしれませんが、より制限的な金融政策を招くような景気の過熱、インフレの加速をもたらす可能性があります。他方、景気が失速し、インフレが急低下するハードランディングの可能性もあります。

こうしたリスク・シナリオを踏まえると、ヘッジを組み入れて選択肢を持たせることが賢明であり、特に株式のボラティリティ管理は安価で魅力的だと考えています(図表4を参照)。PIMCOが選好する戦略、コールオプションを売ることで資金を調達するプット・スプレッド「リバース・シーガル」もその一例です。

図表4: 債券と比べて株式のボラティリティが比較的低いため、魅力的な価格ヘッジ促進



出所: ブルームバーグのデータ、2018年10月～2023年10月。VIX指数はシカゴ・オプション取引所(CBOE)が算出しているボラティリティ指数で、S&P500株価指数のボラティリティの指標です。MOVE指数はバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出しているボラティリティ指数で、債券市場のボラティリティの指標です。どちらの指標も、2018年10月を100として指数化されています。

## 不確実性が高まる中での投資テーマ

マルチアセットのポートフォリオでは、債券を 선호する強い根拠があると考えていますが、幅広い投資機会にも目を向けています。PIMCOでは様々なマクロ経済および市場環境に対応できる態勢をとっており、分散、質の高さ、柔軟性を重視しています。

### 金利: 質の高い機会

現在の投資開始時点利回りだけでみた場合、債券を 선호します。株式のバリュエーションと比較すると、この見方はいっそう固まります。債券は魅力的なリターンの可能性をもたらすとともに、下落時にポートフォリオの緩衝材になりえます。マクロ経済の不確実性を踏まえ、質の高さと強靱な利回りを重視しながら、デデュレーション(金利)ポジションのアクティブ運用と分散を行っています。

米国の中期金利は特に魅力的です。オーストラリア、カナダ、英国、欧州にも魅力的な機会があるとみています。オーストラリアとカナダは、住宅所有者の多くが変動金利型の住宅ローンを抱えていることから金利に敏感な傾向があります。英国と欧州については、最近のマクロデータから米国よりも景気後退に近い可能性があります。これらの地域の中央銀行の政策は異なる可能性があります。PIMCOでは、金利や関連するポジションに影響はないか、バランスシート上の保有債券の動向を注視していきます。

エマージング市場では、信用力と実質金利が高く、バリュエーションが魅力的で、リターン上昇の可能性がある国の金利をオーバーウエイトとしています。ブラジルとメキシコは、インフレ低下の過程で先行しており実質金利が明らかに高いとみています。

対照的に、日本の金利はアンダーウエイトにしています。日本ではインフレの過熱に伴い、金融政策が著しく引き締められる可能性があります。

現在のキャッシュレートは久々に魅力的であると認識していますが、中期的な利回りを固定しポートフォリオを安定させるために、満期までの期間に沿って移行することを選好しています。歴史を見ると、特に金融政策サイクルの現段階では、デフレーションがキャッシュをアウトパフォームする可能性は大いにあります。

**株式:相対バリューが重要**

S&P500は総じて割高に見えますが、ばらつく可能性があり、テーマ投資に好機があると考えています。マクロ経済的な観点からは、米国の消費の底堅さなど経済の強靭性が、現在の予想以上に株式市場を下支えする可能性もあります。そのため、マルチアセットのポートフォリオでは株式を中立としています。アクティブ運用のアプローチが、勝ち組になりうる銘柄の特定に役立ちます。

不確実な時期には、質の高い株式への投資を選好します。歴史的に、クオリティ・ファクターは、景気サイクルの終盤に魅力的な選択肢を提供してきました(図表5を参照)。PIMCOでは、株式全般のポジションを中立にする中で、米国株式(S&P500)をオーバーウエイトとしています。米国株式は、他の地域、特にエマージング市場よりも質が高い特性を示しています。また、欧州の成長は米国よりも厳しい可能性があり、バリュエーション上は魅力的ながらも欧州の株式市場をアンダーウエイトとしています。

また、財政措置に支えられたサブ・セクターも選好しています。これらは長期サイクルのプロジェクトや、長期的な追い風の恩恵を受ける可能性があります。例えば、米国のインフレ抑制法は、大幅な税額控除で、水素、太陽光、風力など多くのクリーン・エネルギー・セクターを支えています。

株式アロケーションのショート部分では、金利に敏感な業界、特に住宅建設業者などの一般消費財セクターに注目しています。自動車セクターも、より高く、より長期化する金利に悩まされる可能性があります。供給が正常化するにつれ、需要が追いつくのに苦戦するのではないかとみています。

図表5:優良株は景気サイクル終盤に魅力的なリスク調整後リターンの可能性をもたらす

1984年以降の景気サイクル局面別の株式ファクター、シャープレシオの推移

局面	バリュー	質	モメンタム	サイズ	低ボラティリティ	低ベータ
景気拡大期-第1局面(序盤)	0.80	(0.05)	(0.04)	0.69	(0.22)	(0.39)
景気拡大期-第2局面(中盤)	0.16	0.52	(0.02)	(0.02)	0.16	0.15
<b>景気拡大期-第3局面(終盤)</b>	<b>(0.06)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.05)</b>
景気後退期-第1局面(序盤)	(1.68)	2.17	1.70	(1.02)	1.69	1.45
景気後退期-第2局面(中盤)	1.43	1.40	(0.36)	0.76	1.76	0.86
景気後退期-第3局面(終盤)	0.59	0.04	(1.85)	2.43	(1.56)	(1.91)
<b>景気サイクル平均</b>	<b>0.28</b>	<b>0.53</b>	<b>0.11</b>	<b>0.19</b>	<b>0.04</b>	<b>(0.07)</b>

出所:PIMCO、ブルームバーグ、NBER(全米経済研究所)、2023年10月24日現在。シャープレシオは、リスク調整後リターンの一般的な指標で、1984年以降のデータを用いて、ファーマ・フレンチの定義するバリュー、サイズ、クオリティ、モメンタムに基づき算出されています。景気後退および景気拡大の定義はNBERによります。

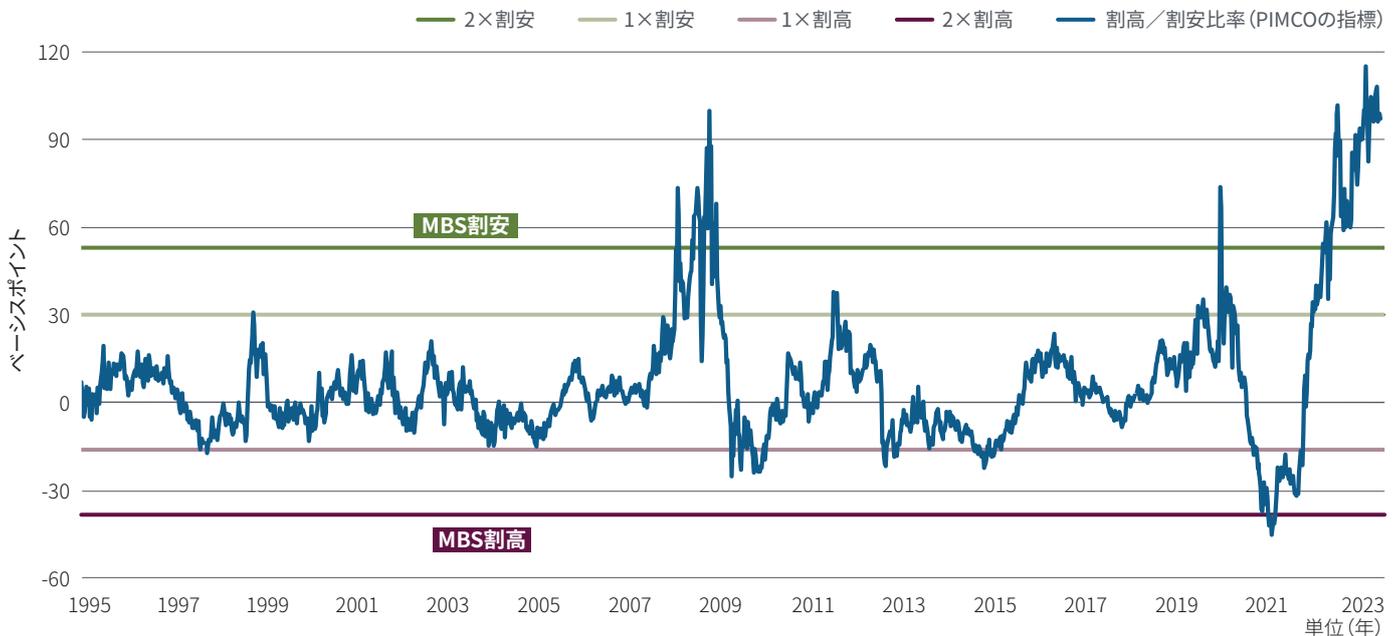
## クレジットと証券化商品

クレジット分野では、強靱性(レジリエンス)を选好し、相対バリュウの機会を重視しています。企業クレジットについては慎重な見方を継続していますが、個別セクターに積極的に焦点を当てることは、下落時のリスク軽減に役立つと考えています。バンクローンや一部のプライベート・アセットなど、質が低い変動金利型の企業クレジットはアンダーウエイトとしています。これらは依然として高金利の影響を最も受けやすく、既に苦境の兆しが見られます。

社債とは対照的に、モーゲージ債や証券化商品には魅力的なスプレッドが見られます。PIMCOでは、米政府系モーゲージ債(MBS)へのアロケーションを高く設定しています。MBSは信用力が高く、流動性があり、非常に魅力的なバリュエーションで取引されています(図表6を参照)。また、ローン担保証券(CLO)や住宅ローン担保証券(CMO)など、特定の証券化資産のシニア債にも価値を見出しています。

図表6: MBS投資は魅力的なスプレッドを提供

ボラティリティ調整後の米政府系モーゲージ債(MBS)スプレッド



出所: ブルームバーグ、PIMCO、2023年9月30日現在。「1x割高」と「1x割安」は、平均オプション調整後スプレッド(OAS)から1標準偏差として定義されます。「2x割高」と「2x割安」は、平均OASから2標準偏差として定義されます。ここでの「割安」「割高」という用語は、当該証券や資産クラスの長期平均並びに運用担当者の将来予想価格を大幅に下回る、あるいは上回るという意味で使われています。

### 主な結論

資産クラス全体を見渡すと、マクロ経済の基本シナリオの見通しにおける堅調な見通しに加え、その強靱性、分散効果、とりわけバリュエーションの観点で、債券が際立っていると考えています。割高な株式市場に対するリスクを踏まえると、質の高い債券へのアロケーションはかなり説得力があります。

### 過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する可能性があります。債券市場への投資は市場、金利、発行体、信用、インフレ、流動性などに関するリスクを伴うことがあります。ほぼ全ての債券及び債券戦略の価値は金利変動の影響を受けます。デュレーションの長い債券及び債券戦略は、より短い債券及び債券戦略と比べて金利感応度と価格変動性が高い傾向にあります。一般に債券価格は金利が上昇すると下落し、低金利環境ではリスクが高まります。債券取引におけるカウンターパーティーの取引能力の低下が市場流動性の低下や価格変動性の上昇をもたらす可能性があります。債券への投資では換金時に当初元本を上回ることも下回ることもあります。為替レートは短期間に大きく変動する場合があります。ポートフォリオのリターンを減少させる可能性があります。株式の価値は一般的な市場、経済、産業の実体と見込み両方の状況によって減少する可能性があります。外貨建てあるいは外国籍の証券への投資には投資対象国の通貨価値の変動や経済及び政治情勢に起因するリスクを伴うことがあり、新興成長市場への投資ではかかるリスクが増大することがあります。高利回りで低格付けの証券はより高格付けの証券よりも高いリスクを伴います。また、それらへ投資しているポートフォリオは投資していないポートフォリオに比べてより高いクレジット・リスクと流動性リスクを伴う場合があります。モーゲージ担保証券と資産担保証券は金利水準に対する感応度が高い場合があります。期限前償還リスクを伴い、また、発行体の信用力に対する何らかの保証が付されていますが、民間保証機関が債務を履行する保証はありません。ジニーメイ（GNMA、連邦政府抵当金庫）が発行する米国政府機関系モーゲージ債は、米国政府による元利金支払の保証付き債券です。フレディマック（連邦住宅金融抵当金庫）及びファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）が発行する債券は当該機関が期日通りの元利金支払いの保証をするものの、米国政府による保証はありません。政府系および非政府系モーゲージ担保証券は、米国で発行されたモーゲージ債を指しています。不動産及び不動産に投資するポートフォリオの価値は、災害または収用による損失、地域経済または経済全般の状況の変化、需給、金利、固定資産税率、家賃に関する規制、都市計画法または運営費などにより変動します。バンクローンは通常、他の債券よりも換金性が低くなっています。バンクローンの早期償還は正確に予期することは難しく、一般市場および財務状況により影響を受ける場合があります。バンクローンの担保が実行され借り手の債務を満たす保証はなく、また担保が実行される保証もありません。分散投資によって、損失を完全に回避できるわけではありません。

各種インデックスや証券の相互間の相関やインフレ相関は、特定の期間のデータに基づくものです。こうした相関は将来的に、もしくは異なる期間においては大きく変化する可能性があり、その結果、ボラティリティの上昇を招く可能性があります。

ここでの「割安、割高」という用語は、当該証券や資産クラスの長期平均並びに運用担当者の将来予想価格を大幅に下回る、あるいは上回るという意味で使われています。将来の運用成果の保証や、証券の評価が利益の確保、または損失を回避する保証はありません。

本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。予測や推計は本質的な限界があり、実際のパフォーマンス・レコードとは異なり、現実の取引や流動性の制約、手数料およびその他の費用が反映されていません。さらに、将来の成果に関する記述は、投資家のポートフォリオの運用成果の見込みや保証をするものではありません。

特定の証券の信用格付により、ポートフォリオ全体の安定性や安全性が保証されるものではありません。個別の銘柄、および発行体の信用格付はそれらの信用度を示すため付与されており、一般的には、信用格付会社スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、フィッチそれぞれ、最高格付のAAA、Aaa、AAAから最低格付D、C、Dまでの幅があります。

PIMCOは法律及び税金に関する助言はご提供しておりません。税金及び法律に関する具体的な質問や問題につきましては、税金及び法律の専門家にご相談ください。

金融市場動向やポートフォリオ戦略に関する説明は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に相応しいという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。

言及されている発行体は、広く知られており言及されたセクターに該当するとPIMCOが考える発行体の例示です。特定の発行体への言及は、当該発行体の証券の売買や保有継続の推奨を目的としたものではありません。PIMCOの商品および戦略で言及された発行体の証券を保有している場合がありますが、その場合においてかかる証券を保有し続けることを表明するものではありません。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、その見解は予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的としたものです。本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものでも、将来の結果の信頼可能な指標でもありません。PIMCOは一般的に適格機関、金融機関および機関投資家にサービスを提供いたします。個人投資家の皆様は、皆様の資金状況に応じた最適な投資の選択について、担当の金融の専門家にご相談ください。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。PIMCOは、アライアンス・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エルエルシーの米国およびその他の国における商標です。©2023, PIMCO.

### ピムコジャパンリミテッド

東京都港区虎ノ門4-1-28虎ノ門タワーズオフィス18階 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382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