



# 引き締めサイクルにおける 米国債利回りの推移は 4つの局面に分けられる

ポートフォリオ・マネジャーは協働を通じて、  
デュレーションのポジショニングを判断

2023年8月



**Arif Husain**  
債券部門CIO  
グローバル債券統括責任者

7月下旬時点で、債券ポートフォリオ・マネジャーが直面した最大の問題の一つが、米国のデュレーション戦略において、どのタイミングでロング・ポジションを取るかです。米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年3月に利上げを開始して以降、米国金利は急激に上昇し、高止まりしてきました。これが反転する場合、米国債のロング・ポジショニングはパフォーマンスを大きく押し上げる可能性があります。

しかし、現状の米国債利回りは短期が長期を上回る逆イールドであるため、ネガティブ・キャリーが発生することから、早期のデュレーションの長期化はコストが高くなります。現在、米10年国債の利回りは2年債よりも約1%低く、米長期国債がネガティブ・キャリーを相殺するほど金利低下により値上がりしない限り、10年債のロング・ポジションは利回りを大きく犠牲にすることになります。実際、3か月物の短期国債のような現金同等の債券を保有するだけで米長期国債よりはるかに高い利回りが見込めることが可能です。

1980年代初頭以降のFRBによる金融引き締めサイクルにおける米10年国債利回りの動きについて、当社のポートフォリオ・マネジャーSaurabh Sudを中心に分析しました。その結果、利回りの動きには通常、3つの明白な局面とその後に利回りが低下する第4の局面があることが分かりました。これらの局面はFRBの行動や市場環境の他の要因により多少変化しますが、すべての引き締めサイクルを通じて確認できました。

## 過去の引き締めサイクルにおける米国債利回りの局面

**局面1：**FRBの引き締めによる強力な利回り上昇トレンド

**局面2：**市場が引き締めサイクルのターミナルレート（利上げの最終到達点）の水準を見極めようとする中で、利回りは長期横ばい基調に

**局面3：**FRBの最終利上げ前後、最後の瞬間的な利回りの急上昇

**局面4：**本格的な利回り低下

7月初旬に米10年国債利回りが4%を大きく上回った後に急低下した動きは局面3に該当するのでしょうか？利回りが直近のピークだった2022年10月の4.25%に達するかどうかはまだ分かりませんが、一部のポートフォリオ・マネジャーは局面4への移行を見越し、デュレーションをロングにするシグナルと解釈した可能性があります。

ティー・ロウ・プライスの債券部門では、ポートフォリオ・マネジャーやアナリストが幅広く協働しており、各自が最良の投資判断を下すために同僚の意見を考慮し、自身の見解に取り入れ、投資判断を行います。一方で、ティー・ロウ・プライスにハウスビュー（統一見解）はなく、ポートフォリオ・マネジャーは各自のマンデートや見通しに従って投資戦略を運用する裁量が与えられています。実際、当社のポートフォリオ・マネジャーは米国のデュレーションに関して異なる戦略的ポジションを取っています。

## 強気派

米国債券ポートフォリオ・マネジャーのSteve Bartoliniは、米国債のポジショニングについて目先は慎重ながら、7月初旬の利回り上昇を局面3の可能性があると捉え、利回りが大きく低下する局面4に向けた決定的なブレイクアウト（レンジの脱出）につながると考えています。Bartoliniは米国のデフレーションに関して中長期的にポジティブな見方をしており、米国の成長鈍化、インフレ鈍化、FRBの引き締め政策の組み合わせが利回り低下につながり、2023年末にかけてイールドカーブはスティープ化すると予想しています。

## 弱気派

一方、グローバル債券ポートフォリオ・マネジャーのKen Orchardは、7月初旬の米10年国債利回り急騰を局面4につながる瞬間的な上昇ではなく、長期化する局面3の一部と見ています。エネルギー価格高騰など、中期的な見通しにおける景気後退の引き金となる要因は見当たらないと考えており、米国債利回りの上昇を想定してOrchardはポートフォリオにおける米国債のデフレーションを相対的に短くしています。

他の債券ポートフォリオ・マネジャーは、米国債のデフレーションに関する戦略的及び戦術的見解を異なる組み合わせで運用しているかもしれません。また、各自の戦略における見通しをもとに、デフレーションのポジショニング以外にも、通貨ポジション、他国のソブリン債への配分などをポジションとして活用する場合があります。

債券運用部門全体で見解を共有することで、情報に基づくより適切な投資判断につながると考えています。そうした投資判断は、最終的に個々のポートフォリオ・マネジャーに委ねられています。これはアクティブ債券ポートフォリオ運用の中核となる強みでもあります。つまり、ポートフォリオ・マネジャーが他の運用者と協働し、変化する市場環境に適応し、それに応じてポートフォリオを調整する能力が重要となるのです。

### INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘する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。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・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3043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