

将来を見晴らす長期投資観測 vol.6

逆イールドカーブと中央銀行

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 金融市場参加者から評判の悪い逆イールドカーブの発生は、将来の短期金利の低下を期待して発生しているとされるが、そもそも順イールドカーブが常態なのか？
- ◆ 英米の歴史からは、中央銀行による金融政策が確立される以前は、逆イールドカーブが常態であった。
- ◆ 将来的に中央銀行の位置づけが揺らぐ場合には、順イールドカーブが常態であるとする常識も再検討すべきかもしれない。

米国債のイールドカーブが逆イールド形状（短期金利よりも長期金利が低い形状）になると、金融市場は混乱する傾向があると考えられている。10年国債利回りと2年国債利回りは2022年7月に逆転状態に突入したが、ごく短期間の逆転を除くとそれほど多く出現する現象ではない（図1参照）。たとえばITバブル崩壊時の2000年、グローバル金融危機前の2006年から2007年にかけてなどに代表されるが、足元の金融引締めにもかかわらず長期金利が将来の低成長等を織り込んでいるとの見通しから生じる逆イールド形状であり、悲観の代名詞になってきた。さらに、高インフレ時代の1970年代から80年代前半にかけて逆イールドの発生頻度は高かったが、株価指数が横這う中で高インフレ率が続いたため実質的な投資成果（インフレ率調整後のリターン）は悪化していたことから、逆イールド形状の金融市場参加者からの評判は悪い。

順イールドカーブは常識？

われわれは、原則としてイールドカーブは順イールド形状（短期金利よりも長期金利が高い形状）が標準状態であると考えている。ファイナンスの教科書をひもといてみても、流動性プレミアム仮説（満期までの期間が長いほど流動性を失う度合いが大きいので、その分金利が高くなるという仮説）や特定期間選好仮説（長期・短期で需要要因が異なり、一般的に長期市場では短期市場よりも資金需要が多くなるという仮説）が有力であったのは記憶に新しい。これらの仮説に従えば、逆イールド形状を否定せざるを得なくなるため、現実的に即して期待理論（長期債保有と短期債保有の期待値は等しいとする仮説）の説明力が高くなっている。これは、将来の短期金利上昇が予想される場合には順イールドに、将来の短期金利低下が予想される場合には逆イールドになるというものだ。期待理論に従えば、現在の逆イールド形状は、経済状況の悪さから将来短期金利を引き下げざるを得なくなるため、長期金利が相対的に低くなっていることを意味するため、納得しやすい。

(図1) 米国長短金利差の推移



しかし、現在の中央銀行が金融政策を実施する以前は、この順イールド形状は一般的ではなかった点を忘れてはいけない。歴史を振り返り、現在のような中央銀行になる前のイールドカーブを確認しておくことは意義があるからである。中央銀行に対する信認が高く、そのオペレーションの有効性が受け入れられてきた足元の数十年が続くならば、期待理論も従来のパターンが通用するかもしれない。しかし、拡張された政府債務・通貨の急増現象を目の当たりにして、中央銀行に対する信認も揺らぎ始めているだけに、異なるパターンの検討を始めたところ。これは、市場が混乱すると中銀が救済してくれるという「中央銀行ブット」が当たり前でなくなった場合のシミュレーションと言えよう。

英米イールドカーブの歴史

まず特権会社としてイングランド銀行が創設されたのは1694年であったが、18世紀に手形市場をコントロール下に置くことにより、流動性を管理するようになった。イングランド銀行は、1833年に手形が非課税になると、柔軟に金利自体の調整をすることが可能になり、流動性供給という量的調整に加え、金利水準自体に影響を及ぼすようになる。この19世紀の英国の長短金利差を確認すると現在とは異なる状態にあったことに驚く。データ制約により現在のように2年国債利回りと10年国債利回りの比較は難しいが、バンクレートとコンソリ債（償還期限のない利付債）の利回り格差をみよう（表1参照）。10年ごとの年末・英長短金利差の平均は、なんと1920年代まで短期金利 > 長期金利になっており、短期金利 < 長期金利の年は31年/130年となり24%弱に過ぎない。金本位制停止後の戦間期以降は、1980年代の高インフレ期を除くと、順イールドが常態化しているが、現代的な中央銀行の位置づけが確立する以前は、短期金利が相対的に高かった点は興味深いはずだ。

つぎに、米国においては、英国から遅れること200年余り、中央銀行創設に信条的な抵抗がある人々も多かったが、1913年に米国連邦準備システムがスタートした。米国の場合も1900年代までは短期金利 > 長期金利の関係が常態化しており、短期金利 < 長期金利の年は14年/50年となり28%に過ぎない。

以上のように、現在の中央銀行による金融政策が機能するようになってからは、順イールドが定着していることになるが、中央銀行の位置づけが揺らげば、順イールドの常態も変化する可能性は否定できないだろう。頭の体操として、イールドカーブの常識を疑っておくことも、リスクシナリオの一つとして考えておきたい。

(表1) 年代別英米長短金利差推移

年代	英国長短金利差			米国長短金利差		
	平均 (%)	順 (年)	逆 (年)	平均 (%)	順 (年)	逆 (年)
1800	-0.25	2	8	-	-	-
1810	-0.45	2	8	-	-	-
1820	-0.77	0	10	-	-	-
1830	-0.97	0	10	-	-	-
1840	-0.47	4	6	-	-	-
1850	-1.21	5	5	-	-	-
1860	-1.06	5	5	-1.15	3	7
1870	-0.69	4	6	-1.96	2	8
1880	-1.69	1	9	-1.26	1	9
1890	-1.05	2	8	-0.66	4	6
1900	-1.44	1	9	-0.44	4	6
1910	-1.15	0	10	0.71	8	2
1920	-0.06	5	5	-1.14	2	8
1930	0.99	9	1	1.64	10	0
1940	1.05	10	0	1.31	10	0
1950	0.36	7	3	0.97	10	0
1960	0.52	7	3	0.54	8	2
1970	1.89	8	2	0.17	6	4
1980	-0.14	6	4	0.55	8	2
1990	0.12	5	5	1.48	9	1
2000	0.48	5	5	1.55	7	3
2010	1.40	10	0	1.74	10	0
2020	0.88	3	0	0.99	3	0

(注) 英国短期金利は、バンクレート、英国長期金利は1959年まではコンソリ国債利回り。

(出所) Homer, S. & Sylla R. E. (2013)、セントルイス連銀、Bloomberg等のデータを基にTMAM作成。

参考文献

平山賢一 (2001) 「金利史観」IRPテック。

Sylla, Richard, and Sidney Homer (2013), "A history of interest rates", Wiley.

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。(金融商品取引法第38条第三号)

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR(株式会社日本格付研究所)、R&I(株式会社格付投資情報センター)は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)、S&PグローバルSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第8号)

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジエンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<https://www.fitchratings.com/site/japan>)の「規制関連」セクションに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2021年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。