

将来を見晴らす長期投資観測 vol.7

移り変わる最低金利国（上）

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 世界的にインフレ懸念が高まり国債利回りが上昇しているが、金利の歴史からは現在の国債利回り水準の位置づけをどのように捉えられるか？
- ◆ 富の蓄積が進んだ地域では国債利回りが低下する傾向があり、最低金利国は富の蓄積の移転と共に、イタリア→オランダ→英国→米国→日本（スイス）と移行したとみなせる。
- ◆ 欧米国債利回りは、（一時的に下回ることがあっても）2パーセントを下限としていたが、2010年代以降は社会構造転換の影響もあり2パーセント以下が常態化した。

インフレ率の上昇を背景に、世界的に国債回りが上昇している。日本の国債利回りは、日本銀行の異次元金融緩和政策の一環としてイールドカーブ・コントロール（10年国債利回りターゲットを0.00%として、上下0.25%のレンジ内とする）が続いているため、他の地域とは異なる状況にあるものの、世界の国債利回り水準の落ち着きどころは気になるところ。果たして、現在の国債利回りは歴史的に見て高いのか低いのか。今回と次回を合わせて2回にわたり、17世紀以降の欧州・米国を中心とした国債利回りの推移を振り返って、現在の金利水準の位置づけを確認してみたい。

富の蓄積が欧米国債利回りを2パーセントまで押し下げた

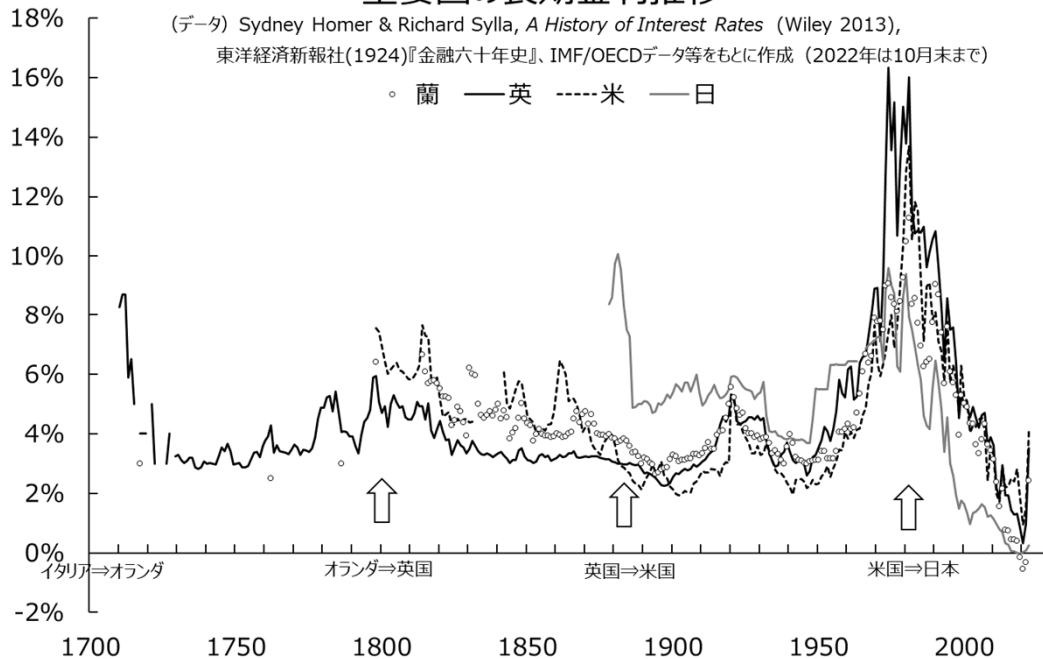
17世紀以降の欧州では、商人たちによって蓄積された富は膨大な戦費を調達する王室・政府による借入れや公債（国債）発行に吸収されることが多かった。「富の蓄積」が拡大すれば、世の中の資金需要に応じた資金供給が円滑になり、国債利回りは低下する。欧州や米国金利の歴史を振り返ると、その下限は概ね2パーセントであった。

中世以降の欧州金利の推移を確認しても2パーセントは重要な節目であり、ジェノヴァのルオーギ債・割引金利は17世紀に一時的に1.125パーセントまで低下したものの、すぐに5.5パーセント台まで急騰している。また、17世紀に栄華を誇ったオランダは欧州における商業の中心地の地位を得ると、交易による富を蓄積した。この蓄積された富はオランダの年金公債などに投資され、国債消化をサポートしたため国債利回りは低位で安定推移している。当時のオランダの国債利回りも、2パーセント台が下限であった。

一方、18世紀、フランスで発生したミシシッピバブル時に国債利回りは2パーセントまで低下したものの、そのバブル崩壊により国債価格は下落し、国債利回りは5パーセントまで上昇。英国のコンソール債（永久債）の下限も、19世紀末や20世紀前半に2パーセント台となっていることから、英国を含む欧州金利の推

移を長期にわたり観察していくと、2パーセントラインというのは次の金利上昇期への節目、金利の下限として重要な水準だったと言える。

主要国の長期金利推移



富の蓄積と最低金利国サイクル

交易や産業革命により、富の蓄積が進んだ地域や国では、持てる者の潤沢な運用資金が持たざる者の調達資金となって資金融通が円滑に機能した分だけ、金利水準も低下する。そのため、最低金利国は富の蓄積が進んだ地域であることが多い。興味深いことに、この最低金利国は時代と共に覇権循環のように移り変わっている。中世から近世にかけての最低金利国はイタリア諸都市群であり、17世紀にはその地位をオランダに譲り、18世紀を通してオランダの富は資金供給センターとしてのアムステルダムを支えた。実際、オランダの金利水準（図の白丸点）は、英国（図の実線）を下回り低位で安定的に推移している。

その後19世紀に入ると、産業革命による富の蓄積が最低金利国の地位を英国に移行させるものの、19世紀末には、南北戦争を乗り越えた米国（図の点線）の金利水準が英国を下回るようになった。世界の富の供給センターが英国から米国に変化し、20世紀が米国主軸の時代になる兆候がすでに表れていたものであった。

しかし、米国の時代も、ニクソンショックを挟み、石油ショックが世界を席巻した1970年代に、膨大な累積経常黒字国となる日本に転移する（図の灰色線、1980年代半ばまではスイスの国債利回りの方が低かった点は注意が必要）。主要最低金利国は、富の蓄積センターの移転と共に、イタリア⇒オランダ⇒英国⇒米国⇒日本（スイス）という具合に移行してきているのである。

エネルギー危機と金利サイクル、そして通貨制度の転換

ところで、20世紀にはエネルギー価格の上昇が急激なインフレ懸念と金利上昇（金利サイクルの上方振幅）を促している。具体的には、1910年代、1940年代、1970年代に第一次世界大戦、第二次世界大戦、中東戦争といった戦乱に紐づけられた石油ショックなどが発生し、世界的なインフレが発生してい

る。戦争によるエネルギーや資源といった実物資産に対する需要の増大や供給不安は、インフレ期待を高めるため、現預金から物資へと人々を駆り立てるのであった。

蓄積された富も、極端なインフレ懸念が台頭する時代には、現預金や有価証券といった「カネ」から、「モノ」に関連付けられた実物資産への組み換えが加速する。戦争や世界的な混乱は政府の債務急増を招き、国債も売却対象となることから、国債利回りには強い上昇圧力がはたらくようになるのである。政府はこの国債利回りの上昇で金利負担に耐え切れなくなり、通貨の切り下げや紙幣の大量発行といった通貨制度の大転換が同時発生している点は見逃せない。

1860年代の米国の政府紙幣の発行も、南北戦争の混乱とインフレ懸念から苦肉の策として実施された通貨の転換であった。戦間期には、金（銀）本位制からの離脱が相次ぎ、第二次世界大戦後は新たにブレトンウッズ体制が構築され、1971年にはニクソンショックによる変動相場制が始まっているように、インフレ懸念の台頭は結果的に通貨制度の転換を誘発してきたのである。

産業構造転換で安定化する物価と金利

このような通貨制度の転換を促すエネルギー価格上昇圧力は、21世紀に入ると、産業社会から情報社会への構造転換が進む中で沈静化している。エネルギーや資源を中心とした産業基盤の構築や製造業主体の構造が転換し、データを基盤とした情報社会へとソフト化してきているだけに、エネルギー需要の増加ペースが緩慢になっているからであろう。

過去30年程度、われわれはインフレ率が落ち着いた「物価の皿」時代の恩恵を得ることが可能になったのである。中央銀行は景況感が悪化したとき（株価が大きく下落したとき）には、積極的な金融緩和による経済安定化に成功してきた。物価上昇が激しければ、中央銀行は金融引締めをせざるを得ないため、経済安定化の手段が限られたであろう。情報化の進展による物価安定は、断続的な金融緩和により経済の安定成長に貢献してきたのである。

物価の安定は緩和的な金融情勢を許容し、ついに2010年代には国債利回りも2パーセントを下回ることが多くなっている。17世紀以降の国債利回り下限の常識が破られ、国債利回りの低位安定こそが常識化したのである。経済危機にあつては、金融を緩和すればよいという「一種の緩み」が台頭していたと言ってよいだろう。

しかし、エネルギー等の供給ショックに対してはこの金融緩和モデルは通用しない。2021年末以降のポストコロナの経済環境はウクライナショックによる供給分断を伴い、金融緩和モデルが通用しなくなっている。各中央銀行は、金融引締めを加速させ、各国の国債利回りも上昇してきている。次回の「移り変わる最低金利国（下）」では、今後の国債利回りを見通す上で、この現象をどのように捉えていったらよいのかについて考えてみたい。

参考文献

東洋経済新報社(1924)『金融六十年史』。

平山賢一(2016)「金利史からみるマイナス金利」『企業会計』第68巻10号、1359～1366頁。

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
 当社で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、デューデリジェ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.moodys.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、いかなる保証も行いません。
 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。