

将来を見晴らす長期投資観測 vol.8

移り変わる最低金利国（下）

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 「心電図型」金利観からは、金利安定局面から金利上昇局面入りしており、失態を演じた中央銀行が再び「中央銀行プット」を稼働しがたい状況にある
- ◆ 歴史的に国債利回りの下限が2パーセントであったという点からは、最低金利国の国債利回りはこの水準に回帰する可能性もある
- ◆ 蓄積した富の維持可能性という観点からは、最低金利国として、スイスが位置づけられるようになるかもしれない

2022年の米国を中心とする政策金利の急速な引き上げは、過去30年間にわたる金融政策パターンとは様相を異にしている。経済危機に際しては、金融緩和を進め国債利回りを引き下げて株価を上昇させるという経路、すなわち「中央銀行プット」が消滅したことを意味している。そのため、われわれが経験してきた金融市場の常識を払拭し、それ以前の歴史的事実を見直してみる必要があるのではないか。このような課題認識に立って、以下では国債利回りの歴史的パターンについて考え、将来を見晴らしてみたい。まずは、2010年代以降と同じように政府が国債市場に積極介入した1940年代との比較から始めよう。

インフレなのに低金利時代と国債利回りの「心電図型」パターン

英米等の国債利回りは、インフレ率の上昇に応じて1910年代および1970年代に上昇したが、不思議なことに1940年代の国債利回りは低位で安定している。戦時体制下で、インフレ率は上昇したものの、政策的に国債利回りの上昇を回避する市場介入政策が採用されたからである。これは、2021年までの状況と近似している。

1941年から、米国政府は連邦準備制度理事会と一体となって、大恐慌の傷跡が残る戦時経済を支えるために国債利回りを抑制した。経済を刺激する国債価格支持政策を実施し、国債利回りを2パーセント程度に張り付けたのである（水準は異なるが、わが国も同様に三分半利国庫債券の利回りは3.7パーセントに釘づけされた）。1951年に至り、この国債価格支持政策を終わらせることで、市場機能に基づき金利が決定される平時に戻ったのが、いわゆる財務省と連邦準備制度理事会の「アコード」である。その後、上昇した国債利回りは、1981年にピークアウトし、その後は趨勢的な金利低下局面入りしている。

過去の推移を確認すると、概ね米国の国債利回りは、2パーセントラインまで低下した後、安定期を経て金利上昇期入りしている。やはり、2パーセント水準を下限に上昇期に転ずるというリズムが繰り返されているのである。その上で、数百年間にわたり、国債利回りの推移をパターン化すると、金利上昇、金利低下、金

利安定という3局面が繰り返されていることにも気がつく。上昇と低下の変動期の後には安定期が続くため、「心電図型」と表現してもよいだろう。

国債市場介入の箍が外れ反動局面入りした国債利回り

1929年の大恐慌に引き続き、経済混乱が終息しなかった1940年代に国債価格支持政策が実施されたのと同様に、2008年の金融危機以降、連邦準備制度理事会は、再び財務省証券等を購入する量的緩和政策を実施している。国債利回りは、2000年代の低下期から、低位安定期に突入しただけでなく、さらに2011年前後や2019年前後には米国の財務省証券利回り（残存年限10年）が2パーセントラインを割り込んでいる。一時的ならまだしも、今回は、2パーセント割れの水準が複数回にわたり試され、さらに、日本や欧州の国債利回りは2010年代後半からマイナス圏に突入した。これまでの国債利回りの歴史の中では、経験したことのない現象が大きくなうねりをもって示現したとしか考えられない状況である。

金利抑圧により生じる物価上昇圧力が高まらず、インフレ率が安定していたため、「心電図型」金利観の3局面における金利安定局面が長期にわたり続いていたのである。この間は、株価下落時に金融緩和による国債価格引き上げにより、株価下落をストップさせるという仕組みがうまくはたっていた。そのため、株式と国債の投資成果も逆相関関係となっていたのである。一方、歴史的には、両者の関係は、むしろ順相関である時期の方が長い点は再認識すべきだろう。インフレ率上昇による金融引締めが国債利回りを高め（国債価格を引き下げ）、株価の下落圧力が高まるという経路がはたらくからである。

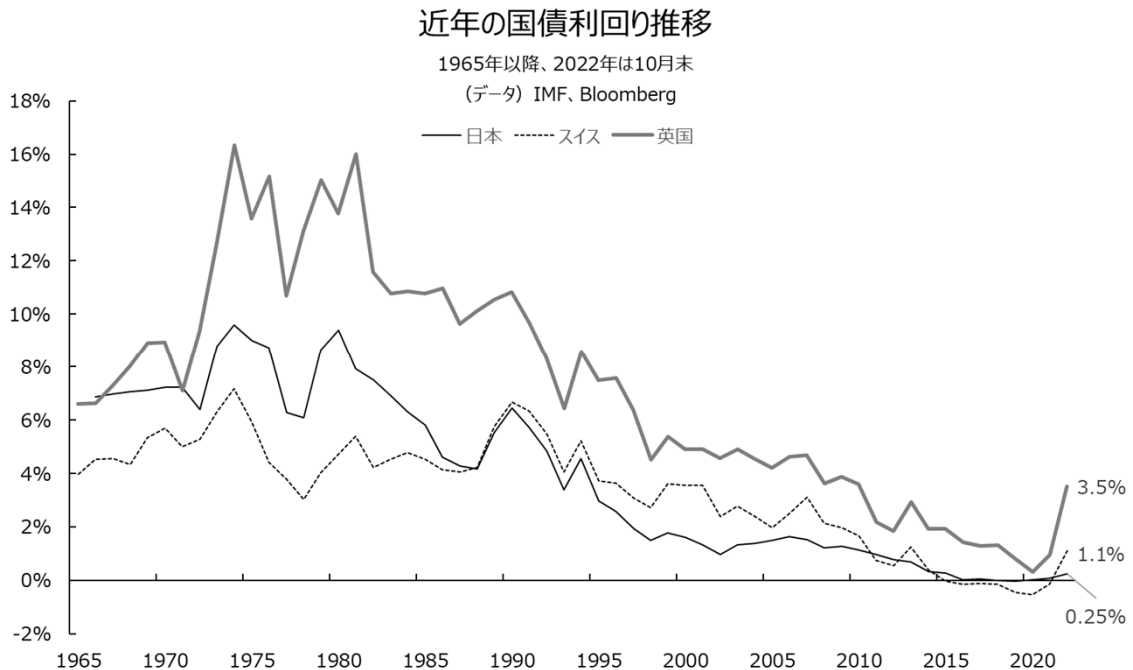
2022年以降は、この関係が順相関に戻ってきていることから、長く続いた金利安定局面も、金利上昇局面に移行した可能性が指摘され始めている。中央銀行による過剰な国債市場への介入が困難になっており、これまで強力に効いていた箍が外れただけに、その分上昇ペースが急になったと言えよう。インフレ率は対前年上昇率で把握されることから、2023年以降には落ち着きを見せ、国債利回りの再低下の可能性も十分考えられる。一方、インフレ見通しを誤り、失態を演じた中央銀行が、再び中央銀行プットを稼働させるのは期待しがたいため、金利安定局面に入るといっても、金利変動率を高めながら、富の蓄積の多い地域での最低金利国2パーセントラインが下限となる歴史のパターンに回帰するかもしれない。

最低金利国はどこか？

それでは、世界の国債利回りの基準になる最低金利国として、日本がその地位であり続けるのは可能だろうか？ 注目すべきは、すでに、2016年にマイナス金利に突入したわが国に先んじて、スイスは、マイナス金利圏に突入しており、スイスの国債利回りは、わが国の国債利回りよりも低くなっている点である。主要国という点では、スイスの地位は低かったが、1980年代後半までは、日本よりも国債利回りが低かった点は興味深い。いわば、最低金利国として通貨の強い日本と似た立ち位置にあるスイスは、国際金融市場における双子関係にあったとも言えよう。国富の毀損を回避するという点では、スイスフランの底堅さは重要な要因となり、国際関係の悪化が叫ばれる中で、相対的なスイスフランの位置づけは従来よりも高まっていると言えよう。この点でスイスは、通貨の脆弱性・国際関係上の不安定性を抱える日本よりも相対的に優位にある。

2022年10月現在では、このスイスの10年国債利回りは、0.25%を上限にイールドカーブ・コントロールにより抑え込まれている日本よりも高くなっており、再逆転している。しかし、日本は、これまで累積されてきた経常黒字に転換の兆しが見え、積み上げられた高齢者資金の取り崩しが進むならば、必ずしも最低金

利国としての地位が安定しているとは言えないだろう。日本銀行に代わる新たな国債保有者開拓（多様化）の成否によっては、英国のように国債利回りが急騰する可能性を否定することはできない（英国の場合には2022年9月に一時的に4.5%まで10年国債利回りが上昇している）。今後、日本銀行の金融緩和正常化の道程次第では、最低金利国としての日本の退位が確定するかもしれないだけに注意が必要であろう。



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

当社が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。