

将来を見晴らす長期投資観測 vol.12

インフレ期の日本国債の投資成果（上）

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 物価水準が低位で粘着していた状況が過去のものになるとすれば、高インフレ時代の長期金利や国債投資成果の実態を認識しておくことは重要であろう
- ◆ 1956年に取引所に債券が上場された後も、上場銘柄数は限られ、国債価格も新発債の発行条件に合わせて流通市場の価格が人為的に決定されていた
- ◆ 2022年（暦年）の国債投資成果（マイナス5.5%¹）は、過去56年間で最低水準を記録していたが、日本銀行による国債価格の人為的管理はあったものの、低い複利回り・高デフレが1970年代対比でインフレ耐性を後退させている

2022年以降、わが国でもインフレ率が上昇傾向で推移しており、金融市場にも変化の兆しが見えている。長年にわたり物価が安定推移してきただけに、消費税引き上げの影響を伴わない世界的なコストプッシュ・インフレは、わが国の人々の物価観を揺るがす可能性がある。デフレマインドの強さが接着剤となり、物価水準が粘着していた状況が過去のものになるとすれば、金利水準に対する見通しも変わってくるはず。そこで気になるのは高インフレ時代の長期金利の状況であろう。果たして、戦前や、1960年代後半から1980年代初頭にかけて、国債投資成果は相当悪化したのであろうか？

しかし、残念なことに、わが国の国債投資成果を示す国債指数の大部分は、1980年代初頭から始まるものが多く、インフレ率が趨勢的に低下している時期に限られている。インフレ率が低下する局面では、金利水準も低下する傾向があるため、国債投資成果もプラスの下駄を履くことになる。さらに、経験的には、金利上昇よりも金利低下の方が変動率は低下する傾向もあり、ボラティリティも抑制されやすいと想定される。結果として、インフレ率の低下期の国債投資成果のリターンは高く、リスクは抑制され、投資効率を示すリスク調整後リターン（リターン／リスク）は上方バイアスがはたらくことが想定されるが、実態はどうか？以下では、戦後および戦前期（次回第13回レポート）のインフレ期の国債投資成果を、独自に作成した国債指数で確認したい。

人為的に低金利が維持された戦後の国債流通市場

戦後の国債流通市場は、取引所取引が再開されるまでは店頭取引であった。債券を上場して自由な価格形成を許すと、高インフレにより低金利政策が崩れ、経済復興に支障をきたすと考えられたからである。1956年に債券が取引所に上場された後も、上場銘柄数は限られ、国債価格も人為的に決定されていた。

国債の場合には、新発債の発行条件に合わせて、流通市場の価格が人為的に操作され、取引所価格が高めに維持されていたのである。発行市場の価格（利回り）が流通市場の価格（利回り）にそのまま写されることから、「写真相場」とも呼ばれた。この「写真相場」は1977年4月まで続いた後に、国債市場の価格決定も徐々に自由化されるようになり、この段階に至って、やっと利付電信電話債との連動性が高まったのである。

わが国の主たる国債指数は1980年代から始まるものの、戦後の国債発行は1966年から再開されているため、理屈上は1966年から国債指数を算出できるはずである。国債流通市場が必ずしも活発だったとは言えないため、流動性に難はあるものの投資成果を算出することは難しいことではない。戦後も国債は存在していたものの、それ以前については、利付電信電話債券の「電信電話債の気配交換に関する申合せ」による交換気配により、1961年9月までの長期金利の水準の目途を探ることができる。それ以降は、東京証券取引所上場電信電話債券による月中平均価格から利回りを算出することが可能である。電信電話債の発行条件は、利率6.5%もしくは7.2%で、期間10年、5年据置、毎半年発行額の4%以上抽選償還というのだが、国債に比較すれば一定程度スプレッドが付与されていたと考えられるため、国債の代替にするのには難がある。そもそも**自由な価格決定は、利付電信電話債で行われる一方、国債市場では人為的に価格が決定されていたため、投資成果という点で1977年4月頃までの両者を同じとみなすことはできない**。逆を言えば、長期金利の変動という観点から分析するならば、利付電信電話債を参照する必要があると言えよう。

低い複利利回り・高デレージョンが現代の国債指数の特徴

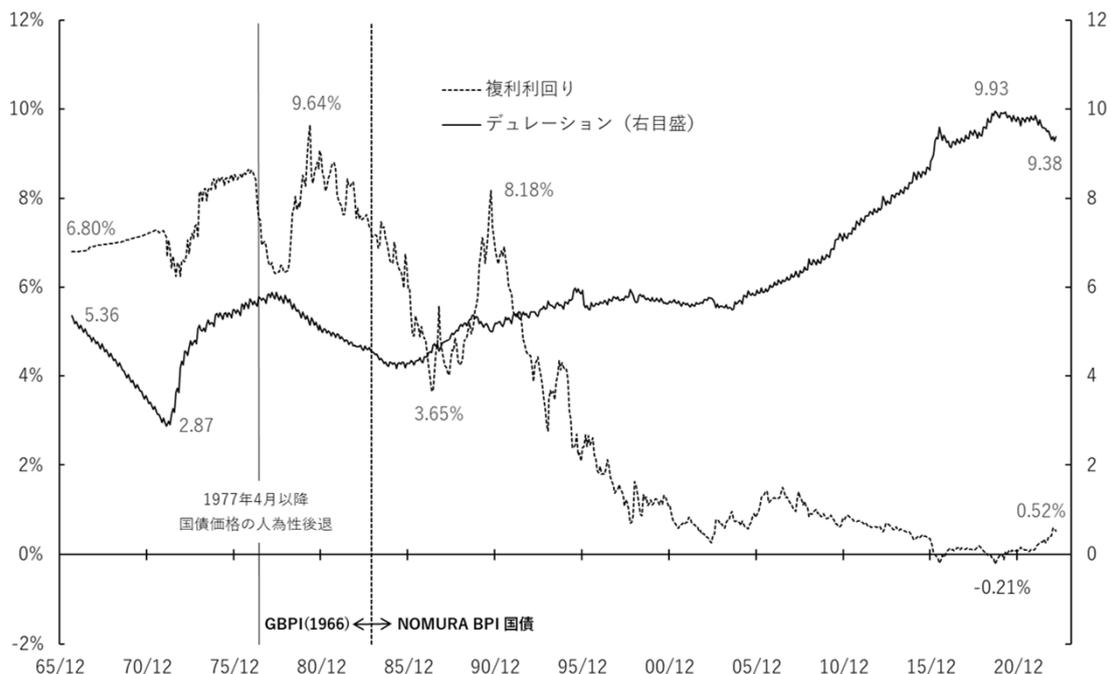
時代をさかのぼって1966年以降の国債指数の算出を試みてみると、1966年以降発行された主な国債は、（1）六分半利国庫債券（7年債）、（2）七分利付国庫債券（10年債）、（3）7.75%利国庫債券（10年債）、（4）八分利国庫債券（10年債）、そして、1977年5月以降現在まで発行が続いている（5）利付国庫債券（10年）であり、このほかに中期国債や超長期国債があるものの、これら5種類の国債に限って時価総額加重平均型の国債指数を試みた（1966年7月～1984年3月）。その結果、次の2点が再確認できた。

第一に、1966年7月末以降の国債投資成果を確認すると、2022年（暦年）の国債投資成果であるマイナス5.5%は、過去56年間で最低水準を記録していたという点である。インフレ率が高かった時期を含めてのワーストワンを2022年に記録していたというのは注目すべきであろう。しかも暦年ベースでは、2020年から2022年まで3年連続のマイナスであり、インフレ率が高かった1970年代でも経験しなかった連続安に、日本国債市場が陥っている。

日本銀行によるイールドカーブ・コントロール（YCC）が実施されていても、過去半世紀を通して国債市場の混乱は最悪を極めているという事実を、われわれは再認識すべきである。1970年代前後は、金融機関が引き受けた国債も、1年経過後には日本銀行が買オペレーションにより吸収するという官製相場であったが、それを強化して発行後であればいつでも購入できるというYCCが行われているにもかかわらず、大幅なマイナスを2022年に記録したのである。

日本銀行による政策の行き詰まり以外に、この理由として考えられるのは、現在の国債指数の複利利回りが0.52%に対して、1970年代の国債指数の複利利回りは7.5%であり、7%も利回り水準が高かったためと考える。キャリー収益が大きく、国債価格下落に対する耐性が高かったわけである。つまり、1970年代の場合には、金利上昇に対するバッファーが大きかったと言えよう。さらに、2022年末の国債指数のデュレーションが9.38に対して、1970年代の国債指数のデュレーションは4.81であり、約2倍になっているため、金利上昇による価格感応度も大きくなっているという要因もあるはずである（図参照）。

(図) 国債指数の複利利回り・デュレーション



(データ) 文末注記2参照

1970年代よりもインフレ耐性が弱い2020年代の国債市場

第二に、インフレ率が18%、21%を記録した1973年、1974年でも国債投資成果は0.4%、6.2%であり、プラス水準を維持している。確かに実質収益率は各マイナス18%、マイナス15%程度まで低下しているが、名目収益率はプラスを維持していた。流通市場を人為的に発行市場に寄せていた効果とは言え、このお蔭で金融機関は、巨額の評価損を被ることはなかったのである。まさに、戦前期の日本銀行による無制限国債買付や「国債の価額計算に関する法律」による標準発行価格評価に匹敵する状況と云ってよいだろう。

また、1970年代の国債投資成果は、平均リターン6.8%（年）であり、平均インフレ率8.9%（年）と比べて下回ったものの、高インフレ率下にあっても名目収益率はプラスを維持している。さらに、1970年代の国債リスクは2.7%であり、意外なほど低い。2020年代の国債リスク水準の2.0%と比較しても、それほど高くないと言える。想定とは異なり高インフレの1970年代の国債リターンは高く、リスクは低かったわけである。つまり、国債の複利利回り水準の高さが、インフレ率の上昇に伴う国債利回りの上昇によるキャピタルロスをカバーし、収益率の変動を抑制していたと言える。

(表)インフレ率と国債指数のリスク特性・投資成果

期間	インフレ率	複利利回り	デュレーション	リターン	リスク
1966/08-69/12	5.02%	6.94%	4.65	6.57%	0.16%
1970年代	8.86%	7.48%	4.81	6.75%	2.70%
1980年代	2.32%	6.52%	4.73	7.95%	4.62%
1990年代	1.06%	3.53%	5.55	6.54%	4.95%
2000年代	-0.28%	0.91%	5.91	1.76%	2.14%
2010年代	0.59%	0.39%	8.45	2.03%	1.91%
2020/01-23/02	1.34%	0.18%	9.70	-2.24%	2.06%
通期	2.55%	3.76%	6.03	4.66%	3.43%

(データ) 文末注記2参照

また、国債利回りの上昇が人為的に抑制されていたことも大きな理由の一つである。同じ人為的な価格形成（YCC）が続く現在の国債市場でも、その微調整だけで戦後最低水準の国債投資成果に陥るのは、低い国債利回り水準がキャピタルロスを補えずに、名目収益率をマイナス化させてしまっていると言えよう。**戦前から政策当局が行ってきた「金融機関に配慮した国債管理政策」も、現在は成立しなくなっていると考えられよう。**その意味では、2020年代のインフレ率上昇が国債投資成果に及ぼす影響は、1970年代よりも大きくなっており、インフレに対する金融機関の耐性が試されていると言ってよいだろう。次回第13回レポートでは、この金融機関に配慮した国債管理政策を確認し、わが国の国債に対する政策的特性が、特に異次元金融緩和後に大きく変化していた点を明らかにしたい。

(参照文献)

内田健三・沖津正恒・加藤隼人編（2007）「座談会 戦後公社債市場の歴史を語る」『証券レビュー』第47巻別冊、1～60頁。

平山賢一（2018）「昭和初期国債市場のパフォーマンスインデックス算出による検証」『金融経済研究』第40号、54～65頁。

平山賢一（2021）「戦時末期の国債売買と投資成果」『証券経済研究』第113号、19～45頁。

(注記)

1. NOMURA BPI国債の2022年暦年のパフォーマンス
2. 1966年8月～1983年11月は、日本証券業協会『公社債月報』等のデータを基に作成した時価総額加重型国債指数（GBPI（1966））、1983年12月～2023年2月は、NOMURA BPI 国債。

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

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）

■ 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（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付け」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

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2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

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/ja>）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、2022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。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等 TOPIX に関するすべての権利・ノウハウおよび TOPIX にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIX の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI 社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI 社に帰属します。また、MSCI 社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI 社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI 社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE 世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。