



2023年2月16日 森本紀行はこう見る

## イールドカーブは金融政策の先を読んで姿を変える

金融政策の動向とイールドカーブの形状との間には、論理的な連関があります。債券投資とは、この連関を把握し、金利変化の裏の動態を洞察することに帰着します。

イールドカーブとは、縦軸が国債の利回り、横軸が満期までの年限となっている曲線です。現実には、全ての国債の銘柄について、縦軸に利回り、横軸に満期までの年限をとって作図しても、銀河のような帯ができるだけで、曲線にはなりませんし、そもそも線になりません。その帯のなかに数学的な工夫を凝らして曲線としてのイールドカーブを引くことは、それ自体が債券投資の技術です。

イールドカーブが重要なのは、金利と時間の関係を示すからですが、厳密には、金利が純粋な時間に対応する資金の使用料だとしたとき、利回りは金利ではなく、満期までの年限は時間ではありません。純粋に時間だけに対応する金利はスポットレートと呼ばれますが、縦軸にスポットレート、横軸に時間をとった曲線を引くには、数学的に更に高度な工夫が必要で、そこに債券投資の奥義があるわけです。

曲線の形状だけを問題にするのならば、スポットレート曲線は不要ではありませんか。

スポットレート曲線は、債券投資にとって大事な道具で、特に、債券の理論価格を静態的に計測し、銘柄間の割安割高を判断するのに威力を発揮します。しかし、金利変化の動態的分析では、曲線の位置と形状が重要であって、スポットレート曲線とイールドカーブの間には、位置と形状における本質的な差はないのですから、敢えてスポットレート曲線を用いる必要はなく、イールドカーブで十分です。

イールドカーブは緩やかな右肩上がりになるのが基本でしょうか。

金利と時間との関係は、金利の期間構造の名のもとで、経済学の重要な研究課題になっていて、いくつかの仮説が提示されています。そのうち、流動性プレミアム仮説は、資金を固定化させる時間が長くなれば、急な資金用途の発生に対応できなくなるので、その危

険に対する補償が必要だというものであって、プレミアムとは、補償のための上乗せ金利のことです。この仮説のもとでは、時間が長くなると、金利は高くなるので、イールドカーブは緩やかな右肩上がりになります。

物価上昇の補償という側面はないのですか。

経済の持続的成長のもとで、緩やかな物価の上昇が見込まれるとき、金利も物価に連動して緩やかに上昇するとの期待が成立し、イールドカーブは右肩上がりになります。これが期待仮説であって、この仮説のもとでも、経済が正常であれば、イールドカーブは基本的に緩やかな右肩上がりになるわけです。

なお、念のためですが、金利上昇期待のもとでイールドカーブが右肩上がりになるのは、例えば、1年の金利での2年連続の運用と、2年の金利での2年間の運用とが等価であるとしたら、1年後の1年の金利が上昇しているとの期待は、現時点において、1年の金利よりも2年の金利を高くするからです。

金融市場が短期と長期に分かれているという可能性はないでしょうか。

企業の資金調達には、運転資金等の短期の調達と、設備投資資金等の長期の調達があり、資金供給側でも、銀行等の預金取扱金融機関の主力は短期融資で、長期融資には、生命保険会社、信託銀行、系統金融機関などがあるように、金融市場には、短期と長期との区分があると考えられます。このとき、資金は短期市場に偏在しやすいので、短期金利が長期金利よりも低くなります。つまり、イールドカーブは基本的に緩やかな右肩上がりになるのです。これが市場分断仮説です。

緩やかな右肩上がりのイールドカーブは、どのようにして形状変化するのでしょうか。

経済の好況と不況の循環、それに対応した金融政策の引締めと緩和の循環、その結果生じる金利の上昇と低下の循環、この三つの循環の連関を解明することに、債券投資の要諦は帰着しますが、とりわけイールドカーブの形状と位置の分析が重要なのは、そこに金利変化の期待が先行的に表現されるからです。故に、金利の期間構造の分析においては、期待仮説が重視されるわけです。

期待仮説に従えば、緩やかな右肩上がりのイールドカーブは、安定した経済成長と中立的な金融政策のもとで形成されていて、金利変化の期待の起点となります。そこから、例えば、イールドカーブが傾斜を強めながら上方に遷移するとしたら、景気の拡大が見込まれて、金融政策が引締めへ転じるとの予想が成立するからです。

ベア・スティーピングですね。

投資の世界では、ベア、即ち熊は価格の下落を意味し、ブル、即ち雄牛は価格の上昇を意味します。債券では、金利上昇で価格は下落し、金利低下で価格は上昇しますから、イールドカーブは、ベアで上方に遷移し、ブルで下方に遷移します。また、イールドカーブの傾斜がスティーピングになる、即ち急になることをスティーピング、傾斜がフラットになる、即ち緩くなることをフラットニングといいます。

景気の拡大に伴い、金融政策が引締めへ転じると予想されるとき、金利は上昇し始めますが、未だ短期の政策金利は上昇していないなかで、長期金利の上昇が先行すると想定されます。これがベア・スティーピングです。

実際に金融政策が引締めに変更されたときには、金利が更に上昇するなかで、短期金利の上昇幅が大きくなる一方で、景気が循環するとの前提では、将来における金融政策の緩和が期待されるので、長期金利の上昇幅は小さくなると想定されます。これがベア・フラットニングです。

右肩下がりのイールドカーブは、どのようなときに生じるのでしょうか。

景気の過熱や、資源価格の高騰などにより、物価の急騰が生じ、連鎖的な物価上昇に波及していくような状況において、金融政策が急激かつ大幅な引締めへ転じるとき、それが非常事態対応であって、長期的に継続するものではないとの期待が成立します。そこで、イールドカーブが大きく上方に遷移するなかで、短期金利の大幅な上昇ほどには、長期金利は上昇せず、イールドカーブは右肩下がりになります。これをインバート、即ち逆転したイールドカーブといいます。

いうまでもなく、インバートしたイールドカーブは非常事態において生じるものですから、世界的に、また歴史的に、稀にしか現れていませんし、それが長期間存続することは更に稀です。

金融政策が緩和に転じると、どうなるでしょうか。

金融政策が緩和に転じれば、一方で、短期金利の低下が生じ、他方で、再引締めの可能性が残って、長期金利の低下は遅くなるので、イールドカーブは下方に遷移しつつ、スティープになると想定されます。これがブル・スティープニングです。その後、金融政策が中立化していくなかで、長期金利の低下が続き、ブル・フラットニングが生じて、イールドカーブは、緩やかな右肩上がりという正常態に戻るわけです。

イールドカーブが緩やかな右肩上がりのときに、金融政策が緩和されたら、どうなるでしょうか。

安定的な経済成長のもとで景気が悪化するということは、著しい成長率の低下を意味するのですから、物価の高騰と同じように、非常事態であるわけです。この場合、そもそも金融政策の緩和が有効な対策なのか、緩和されたとして、短期的なものになると予想されて、ブル・スティープニングが生じるかどうかなど、わかりにくいことが多いようです。

日本銀行は、2013年4月以降、量的・質的金融緩和に転じて、長期間継続していますね。

日本では、2013年以前においても、長期間にわたって経済の低成長が定着するなかで、金融緩和が継続していたのですが、2013年4月に、緩和が新たなる緩和に転じるという未曾有の事態が生じました。しかも、以来10年間も、それが継続しているのですから、まさに次元が異なっているわけで、イールドカーブに関する通説は妥当し得ない状況にあります。

重大かつ深刻な問題は、どこかの時点で、この異次元にある金融政策の転換は不可避であることです。その際、イールドカーブの上方遷移が生じますが、経済の力強い拡大が見込みにくい以上は、長期金利の上昇が抑制されて、インバートしたイールドカーブもあり得るのかもしれませんが、いずれにしても、異次元緩和とは別の次元において、異次元になるでしょう。