

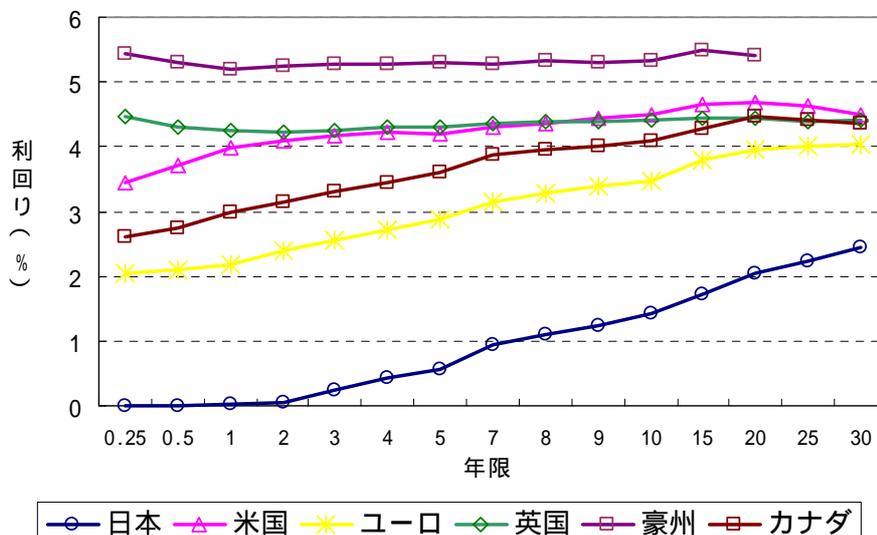
(年金運用)：世界的なイールドカーブ平坦化の意味

エコノミストや債券のファンドマネジャーには周知の事実であるが、多くの先進国で、直近1年間にイールドカーブが極端に平坦化(フラットニング)する異常現象が起きている。長期債利回りの低下は、株価下落で痛手を受けた年金基金にとり、新たな年金債務の増加 積立不足の拡大を意味する。この原因解明と対応とが運用戦略上、今後の大きなテーマになる。

グリーンSPAN議長が2005年2月16日、17日の議会証言で「謎(conundrum)」と指摘したように、FRBが利上げ誘導を10回も小刻みに繰り返した(FFレートが2004年央の1%から現在の3.5%まで)にもかかわらず、長期金利が一向に上昇せず、むしろ下振れ傾向にある現状は、多くのエコノミストを困惑させている。経済学の標準的な期待仮説によれば、短期金利の上昇は、順次、長い年限の金利水準に波及し、長期金利も押し上げられてゆくと考えられる。もっとも、短期金利の上昇幅に比べて、長期金利の上昇幅が相対的には大きくない「弱気の平坦化(ベア・フラットニング)」と呼ばれる現象が市場では良く観察される。ところが、米国で起こっているのは、長期金利が短期金利と逆方向に動く「強気の平坦化(ブル・フラットニング)」現象である。このような現象は、明らかに景気減速が予測される局面でなければ理解しがたいことなのである。

これに対し、米国経済成長の先行き懸念、世界経済の供給過剰によるインフレ期待の低減、世界的な企業のバランスシート圧縮による資金需要の減少 余剰資金の発生、年金基金の積立不足による追加的リスク回避 年金債務のデュレーション長期化ニーズなど、さまざまな原因が取りざたされている。一説には、のニーズを先取りして、潤沢な資金を持つヘッジファンドが「長期ゾーンの国債を購入、株式等を売却する」新戦略をとっているため、という穿った見方もあるが、真相については藪の中である。百聞は一見にしかず。まずは、現在(2005年8月5日)の先進国の国債イールドカーブを眺めてみることにしよう(図表1)。

図表1：先進諸国の国債イールドカーブ



(出所) The Bond Strategist (<http://www.bondheads.com/>)のデータより加工

米国のイールドカーブ平坦化は、期間 2 年で 4% 台をつけ、30 年でも 4% 台半ばといった有様である。しかし、英国や豪州の現状は、平坦化どころではなく、むしろ緩やかな逆イールドを描いている。日本、ユーロ、カナダでは水準こそ違いが、一応、順イールドを保っている。しかし、長短スプレッド（10 年 - 2 年）は 1 ~ 1.5% と極めて小さい。

超長期の資金需要者としては、住宅ローン資金や保険会社、年金基金といった長期の機関投資家があるが、過去たびたび紹介してきたように、特に年金基金については国際的な会計基準や財務規制の強化の動きが何らかの影響を及ぼしている可能性があるだろう。英国会計基準の FRS17 は数理的損益の遅延認識を改めて即時認識に移行し、国際会計基準 IAS19 も一部その方針を採用入れる改定を行った。米国では PBGC の積立不足により、積立状況と格付けによる保険料体系が、また英国では新支払保証制度（PPF ; Pension Protection Fund）、オランダでは新財務規制 FTK の導入が検討されている。このため、リスクの軽減が大きな命題となり、長期の年金債務をヘッジするニーズが生まれた結果、欧州では図表 2 のように超長期債の発行が相次いでいる。

図表 2 : 欧米における最近の超長期債の発行状況

発行年月	発行体	債券の内容
2004年11月	EIB	25年英国長寿債券
2005年2月	仏	ユーロ建て50年国債
2005年5月	英	ポンド建て49年国債
2005年7月	英	ポンド建て50年国債
2006年2月	米	ドル建て30年国債再開予定
未定	英	50年インフレ連動国債検討
未定	独	ユーロ建て50年国債検討
未定	伊	超長期債検討
未定	蘭	超長期債検討

（注）ソニー銀行の猪田氏のご教授による

米国、英国、EU などの年金基金は、程度の差こそあれ 3 年続きの世界的株安で大きな打撃を被り、深刻な積立不足に陥っている基金も多い。株式から債券へのシフトは世界的な動きとなっており、このニーズに応えるために続々と超長期債の発行が予定されているのである。しかし、このことが超長期金利を押し下げ、年金債務の過大評価を招いているとしたら、合成の誤謬による自縄自縛に陥っていることになる。実際、先進国の株式市場の先行きに漠然とした不安を持つ一方、成長機会が BRICs (Brazil, Russia, India, China) 諸国にしかないという見方をする基金も少なくない。

グローバルな株式、債券の配分を考える上で、イールドカーブの形状は客観的な情報として大きな意味を含んでいるに違いない。もしこれが一時的、投機的な動きであるとすれば、いずれ是正されるだろうが、そのとき起こる長期金利の上昇は、長期債価格の大幅な下落につながる。年金債務とマッチングしていれば、年金債務も大きく減少することになるが、そのときマッチングすることによる機会損失がどの程度であるか考えておく必要があるだろう。逆に、形状に何らかの理論的根拠があると信ずるのであれば、その原因について究明して、次の戦略を練っておく必要がある。いずれにせよ、運用戦略上の大きなテーマの一つであることは間違いない。

（田中 周二）