



情報提供資料

TDAMフオワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

2024年6月6日

～動き始める日本の金利～

数年前まで、低金利で動きの乏しかった日本の金利が、足許は注目の的となっている。「無風通過」ばかりであった日銀金融政策決定会合も、今では注目を集める存在となっている。その中で、筆者のイメージではあるが、先行き日米の金利は連動性をやや失うのではないかとみている。

まず、主成分分析を用いた相関関係から考察したい。

日本と米国の主な年限の金利について、主成分分析*1を用いて第1主成分得点をそれぞれ算出し分析を行うことにした。なお、この第1主成分は金利の「水準」を示唆するものと推察される。日米の第1主成分得点の相関係数を示したものがグラフ①である。

過去を振り返ると、1990年代後半から2000年代初頭にかけて、日米の金利の相関は低い状況にあった。筆者の印象に過ぎないが、まだこの時代は相応に日本の財政政策や金融政策が注目を集め、日本の金利も「動き」を見せていた時代であったとみられる。しかしその後、日本の金利は低水準となり、グローバル化の流れもあって、日本と米国の景気も連動的となるなか、日本の金利は主体性を失っていったのではなかろうか。

しかし足許では、日米の金融政策の方向性の違いが意識される中、日本の金利が主体性を取り戻す可能性もあるとみている。つまり、日本の金利は必ずしも米国と連動するわけではなく、その結果、相関がやや落ちていくのではないかとみている。

グラフ① 日米金利から抽出した第1主成分得点の相関係数(52週)



*1 主成分分析とは、多くの観測変数を持つデータから、主成分(説明力の高い新たな変数)を抽出する統計的分析手法であり、多次元のデータを低次元に縮約(「次元の縮約」と呼ばれる)するものである。もともと、抽出された主成分については、分析者が解釈をしなければならぬため、この点については注意を要する。

注:各週において過去52週分のデータをもとに相関係数を算出している。
期間: 1997年1月3日～2024年5月31日(週次データ)

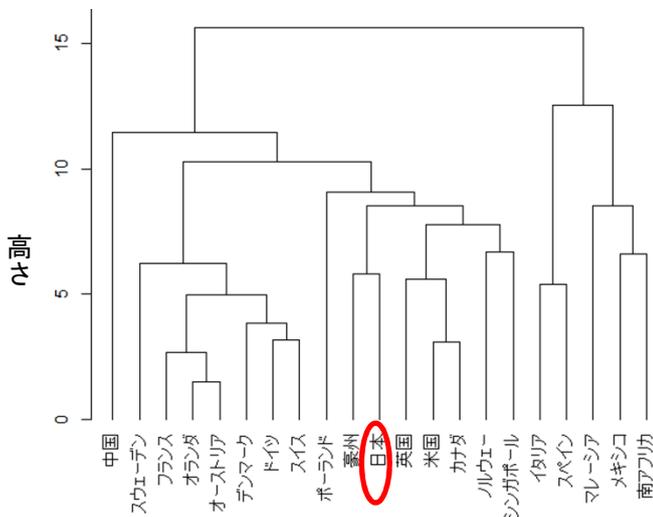
(次頁に続く)

出所: グラフ①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

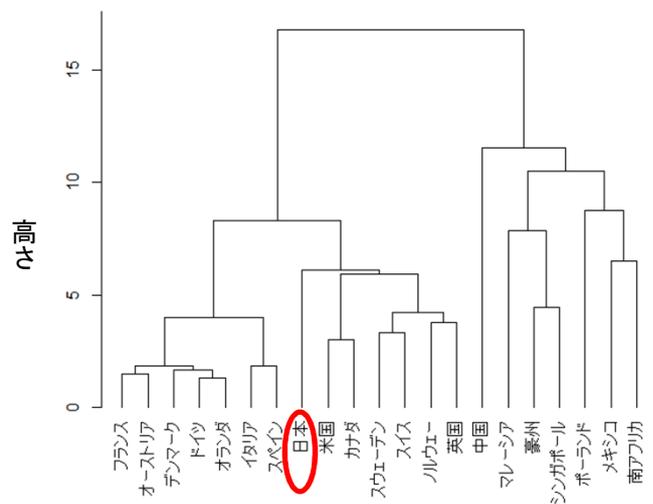
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

次に、主要国の長期金利のデータをもとにしたクラスター分析*2を行ってみた。すると、先述の仮説を支持するような結果もうかがえた。2020年度や2021年度では、日本は米国、ドイツ、英国などと距離が近いところにあった。つまり、日本の金利はこれらの国々と似た動きをしていたということである。ところが、黒田総裁時代の最終年度とも言える2022年度や植田総裁時代の初年度とも言える2023年度においては、日本は米国、ドイツ、英国などからは離れた位置にあるとの結果が得られた（グラフ②～⑤）。日本の長期金利はこれらの国々とは、金利の動きがやや異なる国へと位置づけがシフトしたと言えるだろう。これが一時的な動きかどうかはもう少し様子を見る必要があるが、筆者の印象としては、こういう展開は続くのではないかとみている。つまり、日本の長期金利は米国や他国との連動性がやや薄れていき、主体的に動くようになるとみている。こうしたなかで、日本の金利の分析を今まで以上にしっかりと行うことが重要だと考えている。

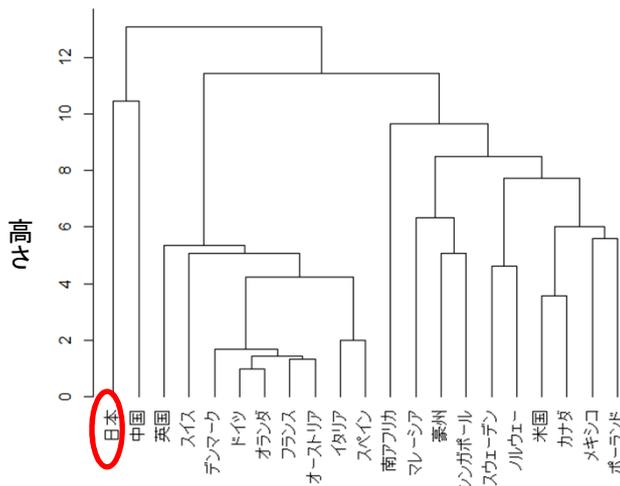
グラフ② クラスター分析（2020年度）



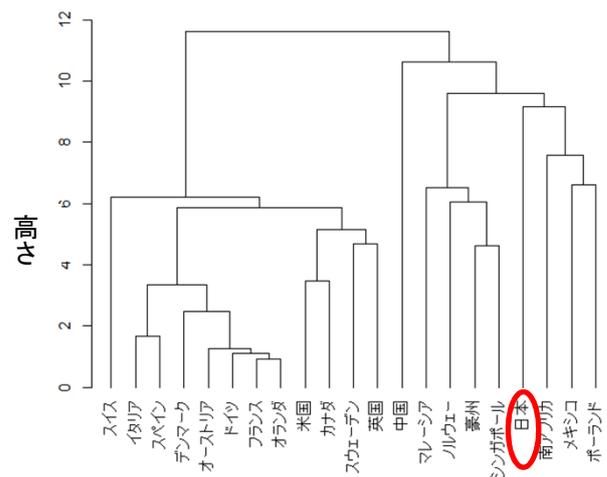
グラフ③ クラスター分析（2021年度）



グラフ④ クラスター分析（2022年度）



グラフ⑤ クラスター分析（2023年度）



*2 クラスター分析とは、様々な集団の中から、似たもの同士を集めてグループ（クラスター）に分類していくという統計的な分析手法のことをいう。なお、今回の分析では、各国の長期金利の前週差を年度毎に標準偏差で調整した上でクラスター分析にかけた。ユークリッド距離を用いて、ウォード法にてクラスタリングを行った。

出所：グラフ②～⑤はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメント作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。