T&Dアセットマネジメント株式会社
商号：T&Dアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第357号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

情報提供資料

TDAMフォワード・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

作成日：2025年2月19日

～日本の金利は更に上がる見通し～

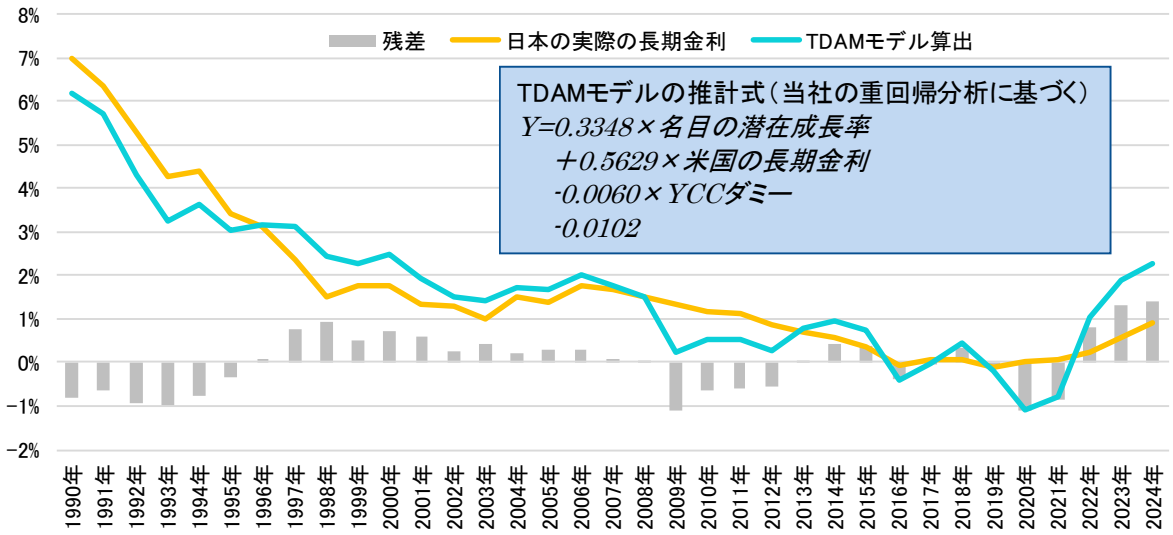
2016年、筆者が以前の職場で働いていた頃、とある運用会社のファンドマネージャーに「円債のファンドマネージャーになりたい」と円債ファンドマネージャーへの転身を相談したところ、「浪岡君、やめたほうがいいよ。円債市場は（金利も大して付かず）終わったから・・・。むしろ運用者は減らされるよ。」とアドバイスを受けた。あれから、およそ9年。日本の長期金利が15年ぶりの高水準をつけるなど、注目を集める時代になっている。「隔世之感」とはこのことを言うのだろう。

「日本の金利はもっと高い水準にあるべきだ。ただ、金利の低い時代が長かったことで、『日本の金利は上がらない』と思い込んでいる人が多いようだ。」これは、別の運用会社のファンドマネージャーが、約半年前に、ある懇親会の場で指摘していたことである。筆者は、この意見に同意した。名目の潜在成長率から考えればもっと上がってしかるべきだと考えていたからだ。そのうえで、「上がらない」と思っている市場参加者が多いのであれば、金利上昇時にはそうした参加者にとってはサプライズとなり、そのペースが速まるかもしれない、と当時の筆者は確信度を高めた。

それから半年、多少の変動はあったが、足許までに長期金利は約0.4%ポイント上昇した。そして、「金利はどこまで上がるのか」、「金利はどの水準が適正なのか」、こういう議論がよく聞かれる。

これらの問いに答えるべく、筆者はモデルを作成した（TDAMモデル）。先に述べた名目の潜在成長率に加えて、米国長期金利、YCCダミー（イールドカーブ・コントロール・ダミー）、という3つの独立変数から重回帰分析で導く、という極めてシンプルなものである。

（グラフ）日本の実際の長期金利とTDAMモデル



期間：1990年～2024年（年次データ）
注：年間平均値

（次頁に続く）

出所（グラフ）：Bloombergより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。したがいまして、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が、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。

T&Dアセットマネジメント株式会社
商号：T＆Dアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長 （金商） 第357号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

なお、名目の潜在成長率は、日本銀行が公表している潜在成長率に、消費増税の影響を考慮した消費者物価指数を足し合わせるなどの調整を行ったものを名目の潜在成長率としている。

YCCダミーについては、2016年から2023年に適用している。ちなみに、日銀の一部推計では、YCCの影響により長期金利がおおよそ1%押し下げられたことが示唆されている（もっとも、幅をとってみる必要があるとも示されている）。今回の筆者の分析では、60bp程度の押し下げ効果があったことがうかがえた。多少の違いはあれども、比較的近似している点は特筆に値する。

ちなみに、各独立変数に一定の仮定を置いて、このモデルで2025年の平均的な長期金利を推計してみた。すると、2.2%と弾かれた。レンジでは、1.5%～2.9%であった。

モデルによる推計については、賛否両論あろう。そもそも完璧なモデルを作るというのは不可能に近い。万人が納得するようなモデルを作ることもまた難しい。

もっとも、今回、筆者がモデルを作成した理由をより丁寧に述べると、やや長い期間のデータをもとに、日本の長期金利の居所を探りたかったからである。特に、黒田前総裁による大規模金融緩和の影響で債券市場に歪みが生じていたのではないか、もっと前のデータをもとに日本の長期金利の居所を探るとすればどうなのか、という点に関心があった。

その意味では、今回のモデルは債券運用等で実際に使用するというよりも、大まかな見通しを考える上での参考とするべきもの、と考えている。大局的に考えて、日本の金利水準とはどのようなものか、を求める一つのツールである。また、モデルの統計的な有意性については、相応の配慮をしているが、学術的な妥当性よりも実務での使用に重きを置いたものであることも付記しておく。

いずれにせよ、大まかにみれば、日本の長期金利について上昇余地はあるとみている。

【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。したがいまして、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が、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。