

## ■運用部ショックから 27 年半

4月13日の国内債券市場では、指標となる10年国債の利回りが2.490%まで上昇し、1999年2月3日に付けた2.440%を約27年ぶりに上回りました。27年以上も上回ることができなかったこの2.440%という長期金利は、いわゆる運用部ショック直後の金利の急騰時に付けたものです。その後、5月18日には長期金利は一時2.8%台まで上昇する場面もあり、今でも2.5%を超える水準での推移が続いています。

今では実際に経験した人はおろか、その名前すら知る人が少なくなった運用部ショックですが、国内債券市場では悪い金利上昇の典型例として語り継がれてきました。知る人も少なくなったこの歴史的イベントについて簡単に書いておきたいのですが、そのためにはまずそもそも「運用部」とは何かを説明しておく必要があるのでしょうか。

運用部とは「大蔵省資金運用部」のことですが、この名称からは財務省の前身である旧大蔵省の一組織のように見えます。しかし、これは実体のある組織ではなく、実際には理財局が管理する資金運用部資金という勘定科目でした。その歴史を遡ると明治初期にまで行き着きます。民間金融機関が未発達だった明治初期に、大蔵省に集まった預金を運用するために預金規則が制定され、国庫勘定科目として「預金部」が設けられたのがルーツです。その勘定科目を管理するために預金部預金法が制定されて、実体のある組織として「預金部」が設立されたのが1925年、その後1932年には大蔵省の外局となりました。しかし、第二次世界大戦による紆余曲折を経て、戦後の1951年に資金運用部資

金法が制定され、郵便貯金や年金積立金等の政府資金を資金運用部に統合して一元運用を図ることが明確にされました。この資金運用部資金は預金部時代に比べてはるかに大きなものでしたが、現実組織としての「部」は設立されず、1925年以前にも似たように大蔵省内の勘定科目という形で運用されることになりました<sup>\*1</sup>。

<sup>\*1</sup> 参議院「財投の歴史を振り返る—大蔵省資金運用部とは何だったのか—」、経済のプリズム No.173、2018年12月  
[https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai\\_prism/backnumber/h30pdf/201817305.pdf](https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h30pdf/201817305.pdf)

この資金運用部のバランスシートは、負債側に巨額の郵便貯金・年金積立金等からの預託金を持ち、それを財政投融資で運用するという巨大な銀行のような構造でした。また、その余資は国債購入にも充てられていて、1990年代後半は月間1000~2000億円の定例買い入れを行っていたと思います（金額については記憶が怪しいのですが確認はできていません）。その国債定例買い入れ、いわゆる運用部オペの停止を1998年12月に当時の宮澤喜一蔵相が発表したことを受けて長期金利が急上昇したのがいわゆる運用部ショックです。

ロシア危機やLTCMの破綻などによってこの年の10月に0.8%割れまで低下していた長期金利は11月末には1%前後の水準にありました。それが、この運用部ショックによって12月末には2%台、年が明けて2月上旬には2.5%目前まで上昇しました。高々月間1000~2000億円の国債購入をやめたからといって需給面に与える影響は知れていますが、それがときに思いがけないショックを市場に与えてしまうことは、2022年9~10月に英国で起こった長期金利上昇（英

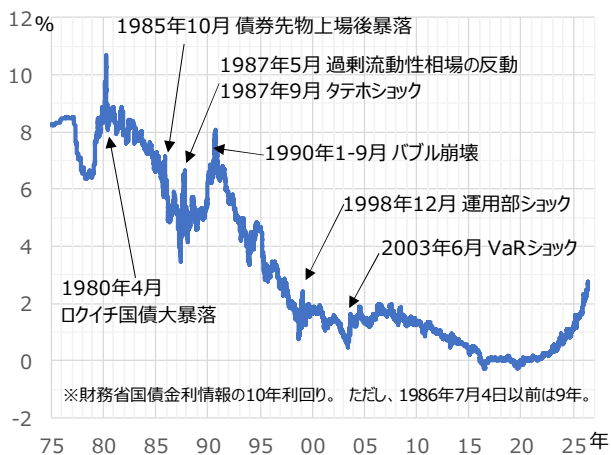
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

国債の暴落)、いわゆる「トラス・ショック」にも通ずるものがあります。この英国の事例でも、「ミニ・バジェット」と称する大規模な減税政策が引き金となって長期金利が上昇し、トラス首相はそれから1ヵ月もたずに辞任に追い込まれました。

### ■ 長期金利上昇の歴史

運用部ショックは高々1%あまりの上昇幅にすぎず、その前の長期金利が最低水準にあったところからの調整を含めても1.6~1.7%の上昇です。金利上昇の期間は短かつ急激でしたが、長い金利の歴史からみればそれほど大きなショックだったとは言えないでしょう。そして、1999年2月12日のゼロ金利政策導入や運用部オペ再開の発表などによってこのショックは収束に向かいました。それ以降、わが国の金融市場は長期金利2%を上限とする四半世紀にも及ぶ長い超低金利期を経験することになります。

図1 国内長期金利の半世紀



(出所) 財務省(<https://www.mof.go.jp/>)などより  
野村アセットマネジメント作成

日本の国債自由化によって流通市場での価格形成が行われるようになったのは1970年代後半ですが、それから約半世紀の歴史を振り返ってみると、それよりも大きなショックが何度かありました。その中で、今でも語り継がれている(べき

だがおそらく語り継がれていない)のは1980年前後のロクイチ国債の大暴落です。ロクイチ国債というのは表面利率6.1%の国債の通称ですが、額面付近(つまり利回り6.1%前後)で発行されたこの国債が単価60円台半ばまで下落し、利回り(単利)が13%近くまで上昇したのがこのロクイチ国債の大暴落です。いうまでもなく背景には二度のオイルショック(特に第二次オイルショック)によるインフレと金融引き締めがありました。財政赤字が拡大する中で、その再建がままならなかったことも要因としてあったのでしょう。最近の長期金利上昇については運用部ショックよりもこのロクイチ国債大暴落から学ぶ点が多いのではないかと思います。

### ■ 債券自警団の警鐘

金利上昇期に財政支出を拡大すれば、国債のリスクプレミアムが拡大し、長期金利上昇につながりやすいことは容易に想像できます(最近では異論を唱える人も多そうですが)。ロクイチ国債大暴落のときも運用部ショックのときもそうでしたが、なんとか金融政策で抑え込んだように見えます。ロクイチ国債暴落後の10年はバブル経済を生み、運用部ショック後の20年は「失われた10年」を「失われた30年」に長期化させました。

長期金利の上昇が重大な影響を及ぼし得るのは、トラス・ショックの事例を見ればよくわかります。クリントン元米大統領の顧問、ジェームズ・カービル氏は1994年、「もし生まれ変われるものなら、私は債券市場になりたい。誰をも脅かすことができるからだ」と語ったとされます。それほどに債券市場が発するメッセージは重いものなのだと思います。足下の長期金利上昇を重い警鐘として受け止めるのか、それともただ聞き流すのか、その判断は重要なでしょう。(K5)

## 野村アセットマネジメントからのお知らせ

### ■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### ■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年6月現在

<b>ご購入時手数料</b> 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
<b>運用管理費用（信託報酬）</b> 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
<b>信託財産留保額</b> 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
<b>その他の費用</b>	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。