

2026年 世界株式・債券市場における 「対称性」構造レポート

保険としての国債、中央銀行プット、安全資産の序列。
三つの構造的非対称が同時に摩耗する市場を読む。



構造的非対称性の摩耗

価格面に現れる帰結

作成基準日	2026年8月8日
データ・カットオフ	米国市場：2026年8月7日／日本市場：2026年8月6日
分析対象	世界株式・国債・クレジット・政策反応・資本フロー

中心命題

過去四半世紀の分散投資は、市場が「非対称」であることに依存していた。株が下がれば債券が上がる、中央銀行が下落にのみ強く反応する、米国債だけが別格の安全資産である。これらは低インフレと財政的余裕という特異な条件の産物だった。2026年、その三つが同時に摩耗している。市場の対称化は健全化とも読めるが、資産配分の観点では保険料の上昇を意味する。

構造	2026年の変化	資産配分上の意味
I 株債相関	負相関が条件付きに	必要な局面ほどバラストが消える
II 政策反応	引締め・緩和の双方向化	中央銀行プットの確度低下
III 安全資産	ソブリン序列のフラット化	単一財政への集中を見直す
IV 分布	株式で悪化、債券で改善	非対称性の再配分
V 期待収益	株と債券が接近	株式優位が自明でない

本稿の結論

政府債券の役割は変化した。バラストとしての性格は薄れ、インカムとしての性格が強まっている。したがって、債券配分は単一のデュレーション目標ではなく、「インカム勘定」と「バラスト勘定」に分離する必要がある。

CONTENTS

章	主題
0	定義、方法、データ規律
1	2026年8月初旬の市場地形
2	対称性 I：株債相関
3	対称性 II：政策反応関数
4	対称性 III：安全資産階層
5	対称性 IV：分布の非対称
6	対称性 V：期待リターン
7	六つのシナリオ
8	実務的含意
9	ウォッチリスト
10	結語

CHAPTER 00

本稿の設計 — 定義、方法、データ規律

0.1 「対称性」の五分割

「対称性」は単一の概念ではない。混同は誤った資産配分に直結するため、本稿では次の五つへ分解し、以後この番号と順序を厳守する。

#	名称	問い	位置づけ
I	方向の対称性（株債相関）	株が下がるとき、債券は上がるか	構造的非対称①
II	政策反応関数の対称性	中央銀行は下落と過熱に同じ強度で反応するか	構造的非対称②
III	安全資産階層の対称性	「米国債だけが真の安全資産」は今も成り立つか	構造的非対称③
IV	分布の対称性	上方の伸びしろと下方の落ちしろは釣り合うか	症状①
V	期待リターンの対称性	株と債券の期待収益は接近しているか	症状②
KEY DISTINCTION		I・II・IIIは分散投資を支えた構造的な非対称性。IV・Vは、それらが摩耗した結果として価格面に現れる症状である。IVは「対称化」ではなく、非対称性の資産クラス間での再配分（株式で悪化、債券で改善）である。	

0.2 中心命題

過去四半世紀の分散投資は、市場が「非対称」であることに依存していた。三つの構造的非対称は、低インフレと財政的余裕という歴史的に特異な条件の産物であった。2026年、これらが同時に摩耗しつつある。市場の「対称化」は健全化とも読めるが、資産配分の観点では保険料の上昇を意味する。

0.3 相関を語る際の測定約束

項目	本稿の採用	注意
観測頻度	日次と月次を区別	頻度で符号が異なりうる
窓長	1年ローリング／長期論は10年以上	窓長で転換時期が動く
対象	名目トータルリターン	実質ベースでは符号が変わる局面
資産	米大型株＋米総合債券／補助にグローバル	指数選択に敏感

出典ごとに窓長・頻度・指数が異なるため、異なる機関の相関判断を直接統合しない。相関の符号を主題に据える以上、測定条件を固定しない議論は意味を持たない。

0.4 データ規律 — 掲載しなかった数値

一次または信頼できる二次情報で確認できた数値だけを、出所と基準日を付して掲載する。確認できなかった項目は推計・補間しない。

意図的な空白	理由
株価指数の具体的終値	検証済みデータなし
VIX・MOVEと相互相関	実測値を確認できず
IG・HYスプレッド（bp）	基準日の統一値なし
金価格・TIPS実質金利	基準日時点を確認できず
米2年・30年債利回り	同上
英国・ユーロ圏の8月金利	同上

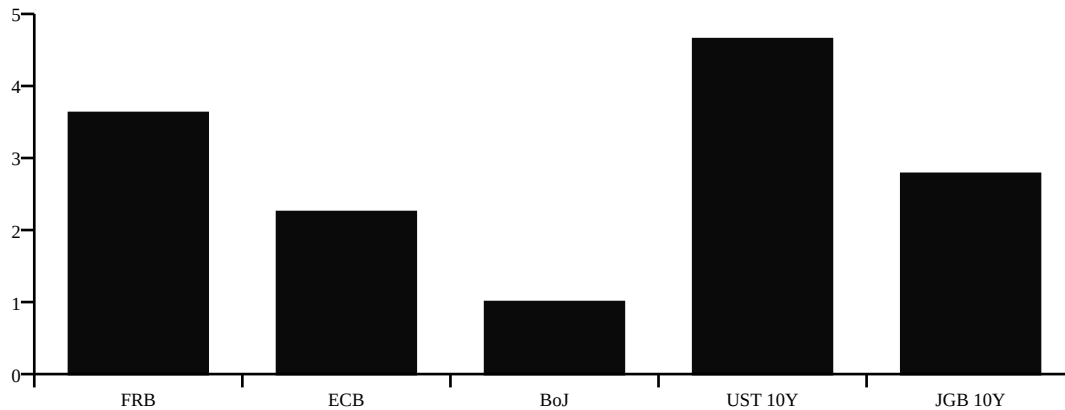
DATA DISCIPLINE | 米10年債は同一日でもベンダー間で数bpの差が生じる。8月6日の値は4.61%～4.69%。本稿は原則としてTrading Economicsの終値系列を採用し、必要に応じ差異を明示する。

CHAPTER 01

2026年8月初旬の市場地形

1.1 米国 — 政策金利と利回り曲線

Policy rates and benchmark yields (%)



As of Jul-Aug 2026; FRB midpoint shown.

7月会合でFRBはFF金利を3.50%～3.75%に据え置いた。しかし25bpの利上げを支持する反対票が3票出た。据え置きに対して「利上げ方向」の反対票が3票という構図は、政策バイアスの所在を示す。

10年債利回りは7月最終週に4.74%近辺で週を終え、2025年1月以来の高水準となった。8月7日には4.65%へ低下し、前日比0.03ポイント低下、1か月前比0.07ポイント上昇、1年前比0.37ポイント上昇。8月7日の予想外の雇用減少が低下の転換点となった。

時点	9月利上げ織り込み	出所
8月3日	68%	Trading Economics
8月6日	58%	Trading Economics
8月7日	雇用統計後に低下	CNBC

CONSISTENCY

弱い雇用統計後も利上げ確率が消えないのは矛盾ではない。「インフレが高止まりすれば」という条件が明示されているためである。雇用減速とインフレ高止まりが共存する局面では政策は雇用だけで決まらない。

1.2 インフレと成長 — 「弱いヘッドライン、強い中身」

6月コアPCEは前月比0.13%上昇、前年比3.29%。ヘッドラインPCEはエネルギー価格約6%下落を受け前月比0.11%低下した。第2四半期GDP速報は年率1.5%と予想を下回った一方、民間国内最終需要は3.9%増と2023年初以来の強さだった。総需要が強いままインフレが3%台に張り付く環境は、株債相関の正転換を起こしやすい。

VERIFICATION	「負相関回帰」論はコアインフレ2.5～3.0%を前提としていたが、2026年6月のコアPCEは3.29%。前年比の水準は上振れる一方、月次の勢いは鈍化しており、前提は少なくとも部分的に侵食された。
--------------	--

1.3 地政学 — エネルギーという伝達経路

中東のエネルギー市場混乱はインフレを押し上げた。8月にはホルムズ海峡をめぐる緊張再燃が原油と米金利を下支えする一方、イランとオマーンの間で海運回廊合意による供給増加期待も報じられた。エネルギー価格は、地政学・金融政策・株債相関を接続する単一の変数である。

1.4 日本 — 序列の再評価が最も進んだ市場

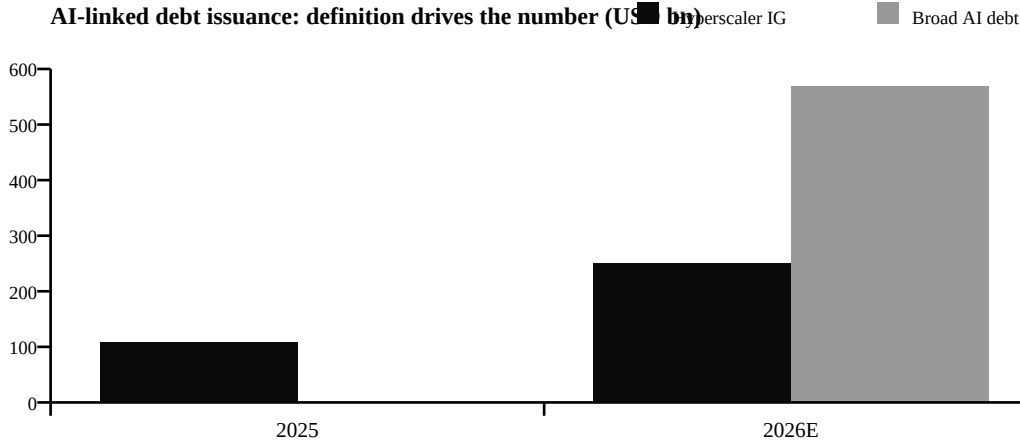
日銀は2025年12月に政策金利を0.75%へ引き上げ、2026年6月に1%へ追加利上げした。7月末は1%で据え置きつつ、需要主導の物価上振れリスクへの警戒を強調した。10年JGBは7月に2.901%、20年債は3.901%。8月6日は10年債が2.78%近辺で推移した。

政策金利1%に対し10年債2.8%前後という約180bpの傾斜は、日銀の追加利上げ期待、財政拡張懸念、国債買入減額の三つが重なった結果と解される。日銀は国債買入を四半期ごとに2,000億円ずつ減額し、2027年4月から月2兆円を維持する方針。

当局は5月に11.7兆円（735億ドル）の為替介入を実施したと報じられたが、円は6月の大半を対ドル160円近辺で推移した。国内利回り上昇に伴い日本の投資家は資本を還流させ、2026年第1四半期だけで296億ドルの米国債を売却した。これは世界のデフレーション需給の問題である。

1.5 需給構造 — AI起債と財政の同時膨張

AI-linked debt issuance: definition drives the number (US\$ bn)



Sources: Goldman Sachs / Morgan Stanley et al. Definitions are not comparable.

集計主体	定義	2025年	2026年
Goldman Sachs	ハイパースケーラーIG格グローバル債	1,080億ドル	上期1,940億ドル／通年約2,500億ドル
S&P Global	ハイパースケーラー＋関連企業社債	—	年央2,250億ドル／前年比973.7%増
Morgan Stanley等	グローバルAI関連債務全体	—	通年約5,700億ドル／5月末まで2,360億ドル
CreditSights	ハイパースケーラー米ドル建て起債	—	従来約930億ドル、上振れリスク

桁の差は誤りではなく対象範囲の違いである。2026年の上位5社設備投資は約7,500億ドル、前年比約3,000億ドル・67%増。売上高比はオラクル86%、メタ54%、マイクロソフト47%、アルファベット46%、アマゾン25%。UBSでは合計7,700億ドル超の可能性がある。

日経調査では、米テック大手の「隠れ債務」は4年間で8倍の1.65兆ドルとなり、貸借対照表計上の1.35兆ドルを上回る。GPU・サーバーの長期購入契約やデータセンターのリースが含まれ、多くは注記開示である。

同時に連邦政府は今年度2兆ドル近い財政赤字を賄う。FRBが大口買い手ではないため、民間の吸収負担が重い。社債と国債の発行総額対GDP比は、上期のペースが続けばパンデミック期を除く過去最高を上回るとの指摘がある。

指標	時点	値
ハイパースケーラー債 応札倍率	2026年2月	約5倍
同	2026年7月	2倍未満
IG債全体	同期間	低下は約0.5ポイント
Amazon 250億ドル起債	2026年7月	2.5倍（3月3.2倍）
30年JGB入札	2026年8月6日	3.86倍（前回4.55倍）

SUPPLY PRESSURE

財政赤字とAI設備投資は独立現象ではない。同一の資本プールを奪い合う競合的需要であり、需給の疲労は応札倍率に現れ始めている。

CHAPTER 02

対称性 I：株債相関 — ヘッジ機能の条件付き化

本章の対称性：株価と債券価格が同方向に動く度合い。正相関なら「対称」、負相関なら「非対称」
＝債券が保険として機能する。

2.1 レジームの歴史 — 負相関は例外である

負の株債相関は常態ではない。インターネット・バブル崩壊後からパンデミックまで、国債は有効なヘッジだったが、この期間こそ特異だった。IMFによれば転換点は2019年末頃。2021年以降、インフレが相関を負から正へ転じさせ、債券は一時「リスク増幅装置」となった。

メカニズムはショックの種類で整理できる。需要ショック（成長）では、株高・金利上昇・債券安となり相関は負。供給ショック（インフレ、地政学）では金融引締めが必要となり、株と債券が同時に下落し相関は正。相関は状態変数であり定数ではない。

ショック	株式	国債	相関
需要・成長	上昇	下落	負
景気後退・デスインフレ	下落	上昇	負
供給・再インフレ	下落	下落	正
流動性事故	下落	下落／換金売り	1へ収束

2.2 2026年時点の四つの立場

【予測①】負相関への回帰。インフレ鎮静、FRB緩和、バランスシート再拡大を根拠とする。BlackRockの2025年11月時点では相関はゼロ近傍からやや負。ただしコアPCE3.29%、利上げ方向の反対票3票という2026年の配置は前提を弱める。完全棄却はできないが、無条件採用もできない。

【予測②】正相関への回帰。ハト派的織り込みの修正、供給ショック、地政学、財政政策、ターム・プレミアムを理由に2026年の正相関復帰を予測する。実際に市場は年初の利下げ予想から利上げ織り込みへ傾いた。ただし、織り込み修正と実現相関の正転換は別命題であり、後者の実測データは入手できていない。

【メタ批判①】「正相関ゆえ分散が壊れた」という物語は不完全。代替資産の多くは実質的に株式リスクへ近く、複雑性・流動性・評価頻度の問題がある。

【メタ批判②】長期投資家には相関符号より戦略配分と出戻利回りが重要。世界株式が損失を出した6年中5年でグローバル債券がプラスだったという分析がある。

**MATERIAL
CAVEAT**

「6年中5年」の対象期間は参照資料で特定できなかった。デスインフレ期に偏るなら論点先取であり、2022年を含むか否かで意味が変わる。期間確認前に根拠として使用してはならない。

2.3 2026年の評価

相関はレジーム依存かつ状態依存である。本質的問題は平均相関ではなく、「分散効果が最も必要なインフレ・財政ショック時に分散効果が消える」という条件付き相関にある。2026年前半の乱気流はイラン・インフレ・成長が金利を翻弄したインフレ起点のショックであり、相関が正に振れやすい種類だった。

2.4 制度・規制への含意

制度領域	影響経路
市場リスク資本	分散便益の過大評価により所要資本を過小算定
中央清算機関の証拠金	相関に基づく相殺が失効、ストレス時に追証が同時多発
HQLA前提	株安時に国債を換金する前提が同時下落で不成立
保険ソルベンシー	相関行列の較正が実勢から乖離

応力がかかるのはソブリンの信用リスクウェイトではなく、市場リスク資本、証拠金、流動性、保険資本の相関較正である。緊急時の中央銀行介入には限界とモラルハザードがあり、持続的なヘッジ機能回復には財政規律が必要となる。

CHAPTER 03

対称性 II：政策反応関数 — 「中央銀行プット」の消失

本章の対称性：中央銀行が市場下落と経済過熱に同じ強度で反応するか。

3.1 相関より深い論点

2000年代以降の分散投資を支えたのは相関そのものより、株安時に緩和し株高時には急いで引き締めない中央銀行の非対称な反応関数だった。これが株安→金利低下→債券高を生み、ヘッジ機能を保証した。相関は結果であり、反応関数は原因に近い。

3.2 2026年の反応関数

方向	観測	含意
引締め	利上げ支持の反対票3名。インフレ高止まりなら9月利上げ	政策バイアスは上方向にも開く
緩和	予想外の雇用減少に市場は即応	下方向も残る
発信	簡素化、データ依存、フォワードガイダンス後退	各統計の市場インパクト増大

フォワードガイダンスの後退は、中央銀行が「市場に対する保険の売り手」であることをやめつつあることを意味する。中立性の観点では健全だが、株式投資家には自動発動する保険の消失である。

3.3 対立見解 — 長期据え置き説

粘着的インフレ、財政懸念、世界金利、高いターム・プレミアム、原油を踏まえ、FRBが忍耐強く据え置くとの見方もある。Schwabは6月時点で10年債を4%~4.5%レンジと見たが、7月末に4.74%へ上抜けた。これは機関の質ではなく、2026年の予測困難性を示す。本稿にも同じ脆さがある。

3.4 日本の反応関数

日銀は成長よりインフレへの注意を強め、通貨防衛も政策変数へ格上げされた。円安への不寛容が高まるほど、株安だけを理由に緩和する余地は狭くなり、日本でも政策プットは機能しにくくなる。

CHAPTER 04

対称性 III：安全資産階層 — 序列のフラット化

本章の対称性：「米国債だけが別格」という30年来の非対称な序列が相対化しているか。

4.1 米国 — 供給側の構造変化

米国債の地位を揺るがすのは信用力より需給と財政である。2兆ドル近い赤字、中央銀行のバランスシート縮小、価格感応度の高い民間投資家への吸収依存がターム・プレミアムを押し上げる。企業設備投資の債券調達が増えれば、同じ資本プールへの圧力は一段と強まる。

財政赤字とAI設備投資の債務調達は、同一の資本プールを奪い合う競合的需要である。投資家が長期保有の対価を多く要求するとターム・プレミアムが上昇し、国債のヘッジ適性がさらに損なわれる。

4.2 日本 — 「投資不能」から「投資可能」へ

数十年ぶりの高利回りによりJGBは再検討の対象となった。強気論は長期JGBを世界で最も魅力的と評価する一方、反対論は欧州の高い政策金利と安定性、日本の債務対GDP比200%超（IMFでは約230%）を問題視する。

評価軸	JGBの強み	留保
利回り	10年2.8%前後、長期債は数十年ぶり	追加利上げ・供給でさらに上昇しうる
信用・財政	国内投資家基盤	債務比率は世界最高水準
国際投資	ドル投資家はヘッジプレミアムの可能性	通貨基盤で魅力が逆転

決着はない。しかし議論の位相が「投資対象になりうるか」へ移ったこと自体が序列のフラット化を示す。

4.3 欧州

ECBの政策金利は2.25%。英国・ユーロ圏の8月長期金利と政策見通しは検証済みデータを入手できず記述を控える。これは本稿の空白であり、実務判断には別途情報源を要する。

4.4 実務的帰結

「安全資産＝米国債」という単一前提は、単一の財政・政治リスクへの集中露出である。地理的分散の合理性は高まるが、為替ヘッジコストが重大な制約となる。

CHAPTER 05

対称性 IV：分布の非対称 — 症状①

観測されるのは対称化ではなく、非対称性の資産クラス間での再配分 — 株式で悪化し、債券で改善している。

5.1 株式 — 上方の推進力が下方の脆弱性を生む

例外的な企業収益、安定した労働市場、前例のないAI設備投資が上方を作る一方、同じ推進力が集中リスクを作る。

下方要因	伝達経路
収益集中	世界利益成長がAI設備投資に結びつく少数企業へ依存
債務依存	設備投資がエクイティ・リスクから信用力の問題へ移行
陳腐化	3年で技術が代替すれば5～8年貸出のデータセンター価値が毀損

株式の分布は上方の凸性を保ちつつ、下方の裾が厚くなっている。

5.2 債券 — 非対称性の改善

高い出発利回りがクーポンによる緩衝を生む。5月31日時点のBloomberg米国総合債券指数の年初来リターンは0.38%。利回り上昇による価格下落を経過クーポンが相殺した。道のりが平坦でなくとも、債券は時間をかけてリターンを生み出しやすい位置にある。

MECHANICS

「5月中旬に10年債が4.5%を上抜け」と「5月末の総合債券指数が+0.38%」は矛盾しない。価格下落が5か月分のクーポンに相殺されうる。

5.3 クレジット — 構造的に不利な非対称

AI発行体が成功しても債券の上昇は限定される一方、格下げ時には損失が大きい。スプレッドがサイクル低位にあると、上方は閉じ下方は開く。これはファンダメンタルズより価格の問題である。

5.4 格付け・階層内部の変化

最高品質の発行体はAA格を維持し、ネットレバレッジも健全とされる。ただし「資産軽量型から資産重量型」への移行は信用分析の枠組み変更を要求する。減価償却の重い設備を大量に持つことで、格付けが下がる前にリターン分布が変わる。

CHAPTER 06

対称性 V：期待リターンの接近 — 症状②

長期の期待収益において、株式と債券がどれだけ接近しているか。

6.1 各社の長期資本市場想定

機関	米国株	米国総合債券	期間	基準日
Research Affiliates	3.1%	4.7%	10年	2025/12/31
Morningstar (MAR)	5.3%	4.5%	10年	2025/12/31
Charles Schwab	5.9%	4.8%	10年	2025/10/31
J.P. Morgan	6.7%	4.8%	10～15年	2025/09/30

比較には三つの警告がある。J.P. Morganのみ期間が10～15年、基準日は2025年秋～年末に散在し2026年8月を反映しない、手法はバリュエーション回帰型とビルディングブロック型で異なる。低い数字＝悲観、高い数字＝楽観とは読めない。

6.2 読み取れること

4社中2社は米国株の期待リターンを米国総合債券と同等かそれ以下とする。株式予想は3.1%～6.7%と2倍以上の幅だが、債券は4.5%～4.8%と狭い。債券は出発利回りに拘束され、株式はバリュエーション回帰仮定に強く依存するためである。

「株式は債券より確実に儲かる」という命題は、今後10年の名目期待値では自明でない。高い株式バリュエーションと高い債券出発利回りという二つの独立要因の合成である。

CHAPTER 07

シナリオ分析 — 反証条件を付した六分岐

#	シナリオ	展開	相関	帰結	反証条件
A	成長優位・インフレ鎮静	生産性向上、据置～緩和	負	60/40回復	コアPCE>3.5%／実際の利上げ
B	エネルギー再インフレ	ホルムズ悪化、原油高、利上げ	強い正	最悪：株債同時安	恒久再開合意／原油持続低下
C	AI設備投資失速	設備投資と利益集中が逆回転	国債に負	国債は機能、信用は悪化	設備投資ガイダンス継続上方修正
D	財政・需給ショック	入札不調、タームプレミアム急騰	正	長期債が損失源	主要入札倍率の安定
E	古典的景気後退	雇用悪化、利下げ、利益縮小	負	60/40は機能するが痛い	民間最終需要の高成長継続
F	流動性・レバレッジ事故	追証、強制デレバレッジ	1へ収束	現金以外の分散無効	VIX/MOVE・レボ市場の安定

7.1 根拠と留意点

A：インフレ変動性の低下と将来の緩和が根拠。ただし現状は緩和ではなく利上げが議論され、前提が弱い。

B：供給ショックは株債同時下落を最も確実に引き起こす。8月初旬は緊張再燃と海運回廊合意が交錯して方向が定まらない。

C：AI失速は国債買いだけでなく、税収悪化→財政悪化→ターム・プレミアム上昇を生みうる。2026年の構築は事前調達済みで、急停止リスクは2027年以降へ繰り延べられた可能性が高い。

D：応札倍率の5倍から2倍未満への低下は吸収能力の限界に近づく実測値。

F：株債同時下落時は売るべき明白な資産がなく、追証が重なると全資産が売られる。

実務的含意 — 一般論であり、投資助言ではない

8.1 【最重要】デュレーションの二勘定分離

短期デュレーション選好と、債券を株式下落時のバラストとして使うことは、同一の推奨として並べられない。価格上昇はデュレーションに比例するため、2年債は株式急落時のヘッジとしてほとんど機能しない。

INCOME ACCOUNT

短期～中期

目的：収益・キャリー

相関は問わない

BALLAST ACCOUNT

長期

目的：保険・価格上昇

保険料からサイズを逆算

両者を単一のデュレーション目標に混ぜると、どちらの目的も達成できない。これは2026年の資産配分における最大の設計判断である。

8.2 ヘッジの担い手を分散する

コモディティやプライベート資産は部分解となりうるが、実質的に株式リスクの再包装でないかを検証する。評価頻度の低さは、報告上のボラティリティを真の経済リスクより低く見せる。

8.3 金 — 適格性に疑問符

金は非ソブリン準備資産の候補だが、2026年は株式、特にモメンタム株との正相関が指摘される。採用前に直近相関を実測する必要がある。本稿は8月時点の金価格と実測相関を検証できていない。

8.4 物価連動債 — 論理的に直接的な解

インフレ起点ショックで名目債が機能しないなら、期待インフレ上昇を元本で補償する物価連動債が先に検討されるべきである。ただし発行残高・流動性に制約があり、実質金利上昇を伴う財政ショックには弱い。シナリオBには有効、Dには無効という選択性を理解する。

8.5 ソブリン分散と為替ヘッジコスト

中央銀行	政策金利	基準
FRB	3.50%～3.75%	2026年7月会合
ECB	2.25%	2026年7月
日銀	1.00%	2026年6月利上げ／7月据置

円投資家が米ドル債をヘッジ付きで買くと、米国債の高い名目利回りの相当部分が短期金利差で消える。逆にドル投資家がJGBをヘッジ付きで買くと、差がプレミアムになりうる。「どの通貨の投資家か」を明示せずソブリン分散を論じてはならない。

8.6 クレジットは質と忍耐

IG、HY、優先証券には選別機会があるが、タイトなスプレッド、景気感応度、ボラティリティを認識する。スプレッドがタイトな局面では「機会を待つ能力」自体が価値あるポジションとなる。

8.7 ストレステスト

平時相関ではなく危機時同時下落を基準に流動性・担保余力を設計する。シナリオB（再インフレ）とF（強制デレバレッジ）を同時に走らせた流動性需要を計測すべきである。

CHAPTER 09

ウォッチリスト

領域	具体的指標	判定	関連
相関	株債1年ローリング（日次・月次）	対称性Iの直接観測	A/B/D
第二階層	VIXとMOVEの連動度	危機時同時下落（要実測）	F
インフレ	コアPCE 3.29%からの方向	負相関回帰説の前提	A/B
エネルギー	原油、ホルムズ航行	再インフレの引き金	B
政策	9月確率、反対票の方向	対称性II	全て
金利構造	タームプレミアム、2-30年	財政・需給起点	D
米国需給	国債入札倍率・テール	吸収能力	D
社債需給	ハイパースケーラー倍率	供給疲労	C/D
日本需給	JGB入札倍率	日本発圧力	D
資本フロー	日本投資家の対外債売買	円キャリー巻戻し	D
株式内部	breadth、AI利益集中、EPS改定	分布の裾	C
AI設備投資	四半期ガイダンス	Cの反証	C
信用	格付見通し、CDS	下方の裾	C
為替	ドル円、介入、日米協調	日本の政策自由度	—
政治	米中間選挙、歳出期限	財政リスクの暦	D
通商	関税政策変更	第三の供給源	B

9.1 円キャリー巻き戻しという伝播チャネル

段階	因果連鎖
1	日銀正常化・財政懸念 → JGB利回り上昇
2	国内利回り上昇 → 日本投資家が本国還流。Q1に米国債296億ドル売却
3	米欧市場から安定買い手が退場
4	米欧のターム・プレミアム上昇 → 世界の株債相関へ波及

日本は「良好な信用の候補」であると同時に、世界のデュレーション需給を動かす変数である。

CHAPTER 10

結語 —

対称性の回復は、投資家にとって朗報ではない

三つの構造的非対称 — 株安時に債券が上がる、中央銀行が下落にのみ反応する、米国債だけが別格である — は、低インフレと財政的余裕の産物だった。2026年、インフレ、財政膨張、AI設備投資による資本需要、地政学的分断が三つを同時に削る。

市場はより「対称」に動く。株も債券も同じマクロ因子に晒され、政策は双方向に動き、ソブリン序列は流動化する。価格面には、株式の下方の裾の肥大とクレジット上方の閉塞（IV）、株債期待リターンの接近（V）として現れる。

政策プットの消失はモラルハザード縮小でもある。しかし資産配分上は保険料の上昇を意味する。かつて無料だった長期国債という保険は有料になり、保障が出るかはショックの種類に依存する。

政府債券の役割は変化した。バラストとしての性格は薄れ、インカムとしての性格が強まっている。

10.1 反対証拠

第一に、高い出発利回りは相関の符号にかかわらずクーポンの緩衝を提供する。第二に、歴史的には世界株式の損失年6年中5年でグローバル債券がプラスだったとの分析がある。ただし対象期間不明で、デスインフレ期への偏りと2022年の包含を確認すべきである。第三に、負相関回帰を支持する権威ある見解が現に存在し、本稿は完全には棄却していない。

SOURCES & DATA NOTES

出典一覧（主要なもの）

分類	情報源	参照日／基準日
米金利・政策	Trading Economics（米10年債）	2026/08/07
米金利・政策	CNBC（米10年債、雇用統計）	2026/08/07
米金利・政策	Penn Mutual Asset Management	2026/08/03
米債券見通し	Fidelity / Charles Schwab	2026/06
株債相関	IMF Blog	2026/02/18
株債相関	BlackRock / Russ Koesterich	2025/11/25
株債相関	Oxford Economics	2025/11/19
株債相関	Vanguard	2026/01
期待リターン	Morningstar	2026/01
日本	CNBC / Trading Economics	各記事日／2026/08/06
AI起債	Fortune	2026/07/17・07/31
AI起債	Forbes / Goldman Sachs / CreditSights / Sage / CNBC	2026年各記事日

DISCLAIMER

本資料は一般的な市場分析であり、特定の証券の取得・売却や投資行動を推奨するものではない。数値は記載した基準日に依存し、将来予測には不確実性がある。

END OF REPORT