

2020年3月24日

40年サイクルの節目、 コロナショックで新たな時代への節目に

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

40年前、「こんなに面白い時代はない」

今から40年前の1980年、筆者が大学生の時、志望するゼミの説明会で当時、東京大学の小宮隆太郎教授が語った言葉が「こんなに面白い時代はない」だった。70年代以降、為替が変動相場制になり、マネタリズム等の潮流が生じ、金融市場が動き出すマーケットの時代になったことを受けたものだった。当時、その言葉を聞いても筆者はぴんと来なかったが、最近になって転換の重みを認識しだした。同様に、昨今、コロナショックのなか、新たな潮流に向けた節目を意識している。

40年サイクルの節目に向かう世界

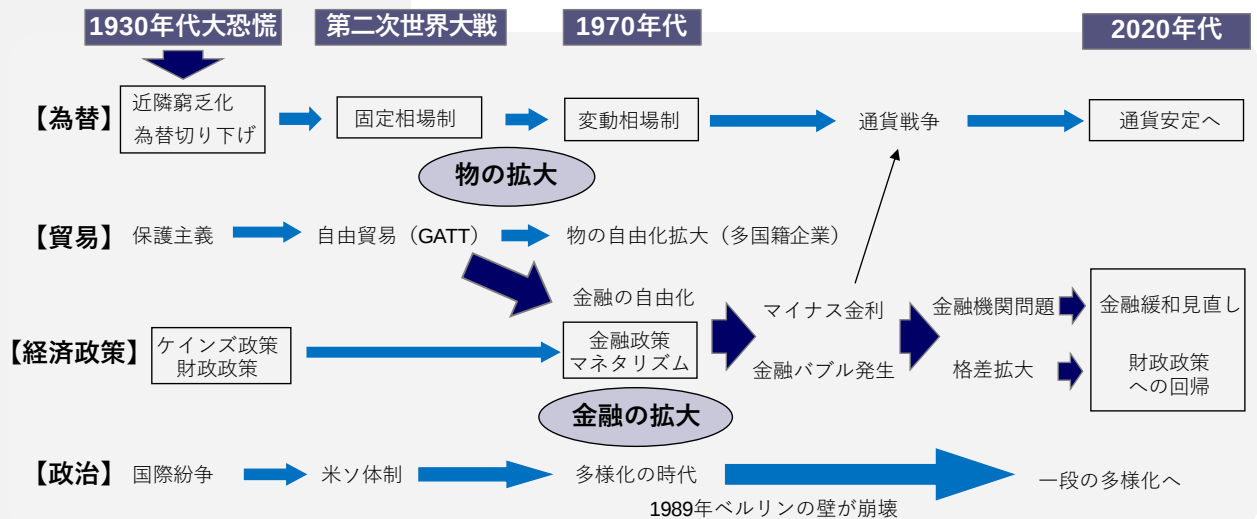
本論の趣旨は、今日の金融資本市場は40年サイクルの節目に差し掛かっているのではないかとの問題提起にある。歴史を遡れば、第1に1930年代の大恐慌に始まり、第2に1970年代のマネタリズム・金融政策偏重への潮流の転換、そして第3に2020年代の金融偏重からの見直しの動きだ。当面、1970年代以来の金融政策偏重トレンドが続くものの、副作用も生じるなか、転換へのマグマが溜まりつつある。40年前、1970年代後半に始まったマネタリズムへの転換を印象付けたのは1979年に米国FRB議長に就任したボルカーであった。彼が、昨年2019年11月に亡くなったのは40年の節目を暗示する。次ページの図表は、先に示した1930年代、1970年代の転換を示した概念図である。

■ マネタリズム全盛の時代が
節目を迎えた可能性も

1930年代、1970年代、2020年代の 節目とは

1970年代後半を境とした40年サイクルの起点は以下の3点、
①70年代に生じた為替市場の変動相場制化、②財政政策重視

70年代以降に進んだ市場化・グローバル化のプロセス



(作成) 岡三証券

のケインズ政策から金融政策重視のマネタリズムへの転換、③レーガン・サッチャー政権を始めとした規制緩和重視の新自由主義への転換にあった。70年代後半までのレジームを更に遡れば40年前の1930年代大恐慌後の状況に辿り着く。当時、金融政策にともなう緩和の行き過ぎが世界大恐慌につながり、その結果、各国が通貨切り下げ競争に向かった帰結が第二次世界大戦だった。その反省から、戦後、財政政策重視のケインズ政策、通貨を固定した戦後のブレトンウッズ体制が70年代まで続いた。1970年代の転換はケインズ政策に伴う財政拡張の非効率性とインフレ高騰のスタグフレーションへの対処であり、マネーが経済をコントロールするとのマネタリズムの考えに基づくものだった。その理論的支柱が米国の経済学者フリードマンであり、その理論を実践したのがFRB議長のボルカーだった。

金融政策偏重の潮流から ブレトンウッズ体制への回帰はあるか

1970年代以降、金融政策偏重のなか、今日に至るまで日米欧の中央銀行は押しなべて2%物価目標を掲げ、その目標到達まで金融政策の変更を繰り返した。なかでも欧州・日本の中央銀行が自国経済の底上げを図るべく、金利引き下げによる通貨切り下げ策を行った結果が、今日のマイナス金利にまで行きついた世界的な超低金利状態だ。

いまや金融政策偏重の行き過ぎの副作用が格差拡大として懸念され、米国では民主党大統領候補のサンダースなどの台頭につながった。今日、主要国での格差問題が引き起こす社会的不満、MMT（現代通貨理論）も含めた財政政策重視の

■70年代以降のマネタリズムはフリードマンが理論面を支え、ボルカーが実践

■金融政策偏重の結果、世界各国が超低金利状態に

■金融政策偏重の副作用への反発などから大きな潮流の変化が生じるだろう

■今回のコロナショックが新たな時代に向けた歯車を回すきっかけとなる可能性

考えの台頭、通貨戦争に伴う世界の金利消失は40年周期の大きな潮流の節目を暗示する。その結果、戦後体制であるブレトンウッズ体制への原点回帰の動きも生じやすい。すなわち、世界大恐慌という危機後のレジームへの回帰ともいえる。こうした動きを今回、図らずもコロナショックが後押ししているように見える。先週も当TODAY（3/18）で議論したように、米国がマイナス金利になるようなことがあれば、一気に動きが加速する可能性がある。また、過去40年近く金融政策偏重での過度な金融緩和が図らずも、コロナショックによってバブル状況の転換をもたらした可能性がある。

2020年代は世界的通貨戦争の見直し

2020年代を通じた課題は40年サイクルの見極めだ。金利水没を引き起こす世界的通貨戦争への反省から国際協調も生じうるだろう。その過程では、通貨戦争を排除し通貨価値を安定させつつ、世界的に金利を底上げさせる可能性がある。同時に金融政策偏重から財政政策の活用のポリシー・ミックスにも変わりうる。こうした転換が生じれば、40年以上続いた大きな市場の潮流も転換に至るだろう。今回、コロナショックでの市場の混乱は、新たな時代に向けた歯車を回すきっかけになる可能性もある。コロナショックという世界的な戦いの後の戦後体制、戦後復興が2020年度の課題になる。但し、戦後体制の新常態は金融への依存度を下げる新たな市場状況となるだろう。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)