

2020年も「天気の子」、世界全体「金利水没」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

金利水没は拡大に

昨年の日本の人気映画、新海誠監督の『天気の子』では、3年降り続いた雨で東京全域が「水没」になった世界が描かれている。国連の予想では、21世紀末には世界の海面が1メートル以上上昇との予想があり世界規模で水没地域が拡大する不安が生じている。今や世界の金融市場でも水没現象が生じている。筆者は約6年前から以下の「世界の金利水没マップ」を紹介しており、筆者の講演等で定番の資料になっている。横軸は国債の年限を示し、縦軸は国名だ。最も水没したスイスは図表すべてがマイナス金利（水没）で、欧州ではドイツを含め現存する国債市場の大半が水没である。

図表1：世界の金利水没マップ

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.72	-0.70	-0.86	-0.84	-0.84	-0.84	-0.84	-0.85	-0.85	-0.83	-0.80	-0.76	-0.73	-0.69	-0.66	-0.54	-0.46	
オランダ	-0.66	-0.64	-0.67	-0.66	-0.62	-0.58	-0.53	-0.48	-0.45	-0.39	-0.36	-0.34	-0.31	-0.29	-0.26	-0.05	-0.01	
デンマーク	-0.75	-0.70	-0.69	-0.67	-0.65	-0.62	-0.58	-0.55	-0.50	-0.46	-0.44	-0.41	-0.39	-0.37	-0.35	-0.24		
ドイツ	-0.65	-0.67	-0.69	-0.66	-0.66	-0.65	-0.62	-0.58	-0.54	-0.48	-0.46	-0.44	-0.41	-0.39	-0.37	-0.22	0.00	
フィンランド	-0.68	-0.65	-0.64	-0.63	-0.61	-0.52	-0.46	-0.40	-0.35	-0.29	-0.24	-0.20	-0.16	-0.11	-0.07	0.01	0.17	
オーストリア	-0.54	-0.61	-0.63	-0.61	-0.56	-0.50	-0.45	-0.42	-0.37	-0.31	-0.25	-0.20	-0.15	-0.10	-0.05	0.01	0.25	
フランス	-0.58	-0.64	-0.60	-0.59	-0.52	-0.47	-0.39	-0.34	-0.27	-0.24	-0.19	-0.14	-0.09	-0.04	0.01	0.24	0.55	
アイルランド	-0.50	-0.53	-0.53	-0.48	-0.42	-0.34	-0.29	-0.24	-0.21	-0.17	-0.10	-0.03	-0.03	-0.06	0.17	0.23	0.57	
スウェーデン	-0.29	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.36	-0.34	-0.28	-0.22	-0.16	-0.08	0.00	0.03	0.05	0.07	0.20		
日本	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.16	-0.17	-0.17	-0.14	-0.10	-0.06	-0.03	0.00	0.04	0.07	0.10	0.22	0.34	0.36
スペイン	-0.47	-0.45	-0.45	-0.39	-0.26	-0.21	-0.11	-0.02	0.06	0.21	0.28	0.34	0.41	0.48	0.54	0.56	1.00	
ポルトガル	-0.45	-0.44	-0.34	-0.28	-0.13	-0.07	-0.03	0.07	0.12	0.18	0.24	0.29	0.34	0.39	0.45	0.64	0.98	
イタリア	-0.27	-0.15	-0.09	0.15	0.27	0.46	0.57	0.69	0.84	0.97	1.03	1.10	1.16	1.23	1.29	1.61	1.95	
英国	0.60	0.42	0.42	0.42	0.43	0.39	0.42	0.46	0.52	0.54	0.59	0.65	0.68	0.71	0.74	0.89	0.98	0.88
豪州	0.72	0.67	0.64	0.67	0.70	0.75	0.80	0.86	0.90	0.93	0.96	1.00	1.04	1.09	1.14	1.31	1.52	
米国	1.36	1.25	1.20	1.20	1.21	1.25	1.29	1.32	1.34	1.37	1.39	1.42	1.44	1.46	1.49	1.60	1.83	
ノルウェー	1.41	1.42	1.38	1.33	1.28	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34								
カナダ	1.53	1.35	1.32	1.28	1.22	1.21	1.21	1.21	1.20	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.30	1.32	
中国	2.09	2.42	2.44	2.52	2.61	2.72	2.83	2.85	2.86	2.87	2.95	3.03	3.10	3.18	3.26	3.28	3.45	
インド	5.30	5.50	5.73	5.90	5.93	6.23	6.48	6.54	6.57	6.37	6.74	6.64	6.66	6.64	6.79	6.82	6.89	

0%未満
0%以上0.5%未満
0.5%以上1.0%未満
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成
※2020年2月24日時点、値がない場合は直近値
※一部データは岡三証券推計値

「水没マップ」第1ステージはECBの 為替戦争参戦

筆者がこの「水没マップ」を使ったきっかけは、2014年6月に欧州中央銀行（ECB）が政策金利である預金ファシリティ金利をマイナス0.1%に引き下げ、事実上マイナス金利政策を始めたことにある。その要因はECBによる事実上の通貨戦争の参戦であった。

2010年代初に欧州債務危機が起き、財政赤字を縮小すべく欧州各国が極端な財政緊縮を行うことで更なる内需減退が生じた。その結果、外需に依存すべく自国通貨引き下げ策が必要となり、マイナス金利政策につながった。周辺のスイスや北欧諸国も自国通貨上昇を抑制しようと、マイナス金利政策に踏み出し、欧州大陸全域にマイナス金利が波及した。以上が金利水没の第1ステージである。

- 欧州債務危機を発端として欧州大陸全域にマイナス金利が波及

第2ステージは2016年の日銀の参戦

第2ステージは2016年の日本の参戦だ。2015年後半以降の中国発の世界経済減速が転機となった。15年12月に米国が利上げに転じたものの、その後、世界経済減速で米国金利が急低下し、日米金利差縮小で急な円高が進行した。2012年以降のアベノミクスの好循環は円安に伴う株高がもたらしたものでただけに、その好循環が崩れる不安を危惧して日銀は2016年1月にマイナス金利政策を決断、日銀当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を適用するとした。日本の対応も自国通貨安政策、円安誘導が主因の通貨戦争に因るものだった。ただし、第2ステージまでの水没は現時点に比べて限られたものだった。次ページの図表2は2018年段階の水没状況を示したものだ。

- 第2ステージまでは、米国の「浮き輪」があった

第2ステージまで、日欧の水没のなか、米国は水面上にあり、米国は世界の水没のなかで「浮き輪」のように世界全体の水没を防ぐ防波堤だった。米国で政策金利であるFFレートを2015年12月から9回引き上げられたことが「浮き輪」の役目を果たした。

その結果、日欧のマイナス金利下、自国で利回りが確保できないなか、日欧の運用者が「運用難民」として米国の「浮き輪」にすぎるように殺到し、長短金利差逆転が生じた。同時に、日本も含め米国債へのニーズの高まりから、ベーシススワップ（異なる変動金利同士を一定の期間にわたって交換するスワップ取引）上昇に伴う米ドル調達金利上昇につながった。

図表2：世界の金利水没マップ（2018年段階）

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.70	-0.73	-0.61	-0.46	-0.43	-0.29	-0.23	-0.20	-0.14	-0.04	0.03	0.09	0.16	0.23	0.30	0.45	0.61	
日本	-0.12	-0.11	-0.09	-0.08	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.08	0.11	0.16	0.20	0.25	0.30	0.34	0.61	0.84	0.97
デンマーク	-0.53	-0.47	-0.40	-0.26	-0.11	-0.03	0.05	0.13	0.25	0.37	0.45	0.52	0.60	0.67	0.75	0.82		
ドイツ	-0.58	-0.56	-0.45	-0.33	-0.20	-0.07	0.05	0.18	0.30	0.42	0.47	0.53	0.58	0.64	0.70	0.79	1.09	
オランダ	-0.41	-0.56	-0.45	-0.34	-0.26	-0.03	0.14	0.27	0.41	0.52	0.57	0.62	0.67	0.72	0.77	0.85	1.07	
フィンランド	-0.30	-0.49	-0.42	-0.22	-0.03	0.03	0.19	0.36	0.49	0.63	0.70	0.77	0.84	0.91	0.97	1.07	1.25	
オーストリア	-0.42	-0.45	-0.36	-0.27	-0.04	0.10	0.27	0.27	0.53	0.63	0.71	0.79	0.87	0.95	1.03	1.10	1.45	
アイルランド	-0.47	-0.36	-0.25	-0.15	-0.04	0.19	0.39	0.56	0.73	0.90	1.00	1.10	1.19	1.29	1.39	1.54	1.73	
スウェーデン	-0.60	-0.46	-0.30	-0.14	0.02	0.11	0.20	0.31	0.43	0.55	0.63	0.71	0.80	0.88	0.96	1.25		
フランス	-0.55	-0.50	-0.38	-0.24	0.09	0.14	0.30	0.45	0.54	0.73	0.81	0.89	0.98	1.06	1.14	1.26	1.64	
スペイン	-0.40	-0.25	-0.04	0.12	0.46	0.64	0.82	1.07	1.27	1.48	1.58	1.68	1.78	1.87	1.97	2.08	2.61	
ポルトガル	-0.37	-0.10	-0.01	0.34	0.68	0.87	1.35	1.55	1.70	1.87	1.93	1.98	2.03	2.08	2.14	2.67	2.95	
イタリア	0.45	0.83	1.27	1.68	1.98	2.31	2.49	2.58	2.74	2.79	2.86	2.93	3.00	3.07	3.14	3.40	3.57	
英国	0.76	0.78	0.83	0.96	1.08	1.15	1.20	1.29	1.39	1.48	1.52	1.55	1.58	1.60	1.63	1.81	1.84	1.75
ノルウェー	0.81	1.02	1.23	1.36	1.48	1.56	1.64	1.72	1.80	1.88								
カナダ	1.97	2.14	2.18	2.23	2.26	2.28	2.30	2.31	2.32	2.34	2.34	2.34	2.35	2.35	2.35	2.37	2.35	
豪州	1.99	2.01	2.02	2.08	2.16	2.29	2.40	2.47	2.58	2.59	2.62	2.64	2.68	2.72	2.76	2.92	3.09	
米国	2.55	2.75	2.82	2.84	2.86	2.89	2.93	2.94	2.95	2.96	2.97	2.98	2.98	2.99	3.00	3.03	3.11	
中国	2.85	3.18	3.42	3.48	3.53	3.62	3.70	3.70	3.70	3.70	3.76	3.82	3.88	3.94	4.00	4.02	4.28	
インド	7.98	8.01	8.11	8.19	8.19	8.21	8.29	8.32	8.29	8.13	8.28	8.28	8.25	8.33	8.36	8.37	8.38	

0%未満
0%以上0.5%未満
0.5%以上1.0%未満
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成
※2018年9月12日時点、値がない場合は直近値
※一部データは岡三証券推計値

第3ステージは2019年の米国の利下げ 転換

第3ステージは、「浮き輪」であった米国の利下げで沈む転換によって生じた。2019年に米国は3回にわたる利下げを行い、その結果、先の図表1に示されるように欧州中心に広範囲にわたる水没につながった。水没マップでは、長年、日本の順位は上から1、2位のランクにあり、日本はマイナス金利の先頭の位置にあったが、2019年半ば以降、欧州の急速な水没で、日本のランクは図表の中央にまで低下し、欧州も含めた世界規模での水没状況が生じた。

米国は2019年末以降、それまでの利下げのスタンスから中立的なスタンスに戻して、一旦、様子見の姿勢に転じている。加えて、最も初めにマイナス金利を導入したスウェーデンが2019年12月にマイナス金利政策を終結させたことも、水没地域縮小の動きにつながった。ただし、この1か月余り、再び、金利水没地域が広がる動きが生じている。その背景には、昨今の新型コロナウイルス拡大による世界的な先行きへのマインド低下があり、各国中央銀行のマイナス金利政策が続くとの思惑が広がったことにある。日本の10年金利は一時的に水面上に浮き出たが、再び水没している。ドイツの10年金利も一時的に水面近くまで浮上したが、再び▲0.5%前後の水準にある。米国10年金利は節目の1.50%を割り、史上最低の1.30%まで一時的に低下した。まさに世界水没への道だ。

こうした環境下でのグローバルな投資家の生き残り戦略はなにか次回で改めて考えてみたい。

■新型コロナウイルス拡大等を背景にマイナス金利政策の長期化観測が強まる

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は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)