

2020年3月10日

## 米国も水没へ、 「金利水没」第4ステージ、通貨戦争突入か

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

### 金利水没拡大、米国も「床下浸水」

3月9日、日本の株式市場が急落したほか、NY市場では歴史的な株価下落となった。同時に見過ごすことが出来ないのが、世界的な長期金利が歴史以来の低水準を大幅に更新していることだ。これは市場が新しい危険な領域に踏み入れていることを暗示するものだ。

先月、当TODAY（2/27）では「世界の金利水没マップ」を紹介した。同マップは筆者が6年前から用いるもので横軸は国債の年限を示し、縦軸は国名だ。そこで、金利水没状況が過去6年間で、3段階のステージにわたり進行してきたことを説明した。振り返れば、

第1ステージ：2014年、

ECBの通貨戦争参戦でのマイナス金利導入

第2ステージ：2016年、

日銀の通貨戦争参戦でのマイナス金利導入

第3ステージ：2019年、

米国の利下げ転換で世界の水没地域急拡大  
であった。

■米国も「床下浸水」、  
通貨戦争への参戦の兆しも

本日の問題意識は、2020年3月の米国FRBの緊急利下げに伴い、米国の水没リスクが生じる新たな局面、すなわち第4ステージに入る可能性にあるとの点だ。次ページの図表では、米国はまだ水没（マイナス）にはなっていない。しかし、節目となる1%の水準を割ったことで、米国の色も白から水色に変色し、米国は「水没」にはなっていないものの、さらには「床下浸水」の状況ともいえる。同時に、新興国の金利も軒並み低下が続き、世界規模で水没地域が拡大する不安が生じている。また、米国も通貨戦争に参戦の兆しがあることも大きな転換で、それは日本にとって深刻な円高不安をもたらす。すでに今週は大幅な円高となっている。

## 金利水没マップ（第4ステージの不安）

	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
イス	-0.89	-0.88	-0.89	-0.90	-0.89	-0.88	-0.87	-0.85	-0.85	-0.91	-0.87	-0.83	-0.79	-0.75	-0.71	-0.62	-0.54	
デンマーク	-0.88	-0.78	-0.87	-0.87	-0.86	-0.83	-0.79	-0.76	-0.72	-0.69	-0.66	-0.63	-0.60	-0.57	-0.53	-0.50		
ドイツ	-0.75	-0.87	-0.90	-0.88	-0.88	-0.88	-0.86	-0.80	-0.78	-0.73	-0.71	-0.69	-0.68	-0.66	-0.64	-0.51	-0.31	
オランダ	-0.77	-0.75	-0.77	-0.79	-0.77	-0.74	-0.69	-0.65	-0.62	-0.56	-0.54	-0.52	-0.49	-0.47	-0.45	-0.26	-0.23	
フィンランド	-0.78	-0.77	-0.72	-0.73	-0.71	-0.65	-0.59	-0.53	-0.47	-0.41	-0.36	-0.32	-0.28	-0.24	-0.20	-0.14	-0.02	
オーストリア	-0.59	-0.69	-0.74	-0.71	-0.70	-0.61	-0.54	-0.53	-0.49	-0.41	-0.37	-0.33	-0.29	-0.25	-0.21	-0.15	0.05	
スウェーデン	-0.35	-0.58	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.50	-0.46	-0.42	-0.38	-0.29	-0.20	-0.18	-0.15	-0.13	-0.01		
フランス	-0.66	-0.72	-0.70	-0.69	-0.63	-0.57	-0.51	-0.47	-0.40	-0.36	-0.32	-0.27	-0.23	-0.19	-0.14	0.07	0.37	
アイルランド	-0.47	-0.52	-0.57	-0.53	-0.48	-0.35	-0.31	-0.26	-0.22	-0.18	-0.12	-0.07	-0.01	0.04	0.10	0.18	0.50	
日本	-0.26	-0.29	-0.30	-0.28	-0.27	-0.31	-0.33	-0.28	-0.20	-0.14	-0.10	-0.06	-0.02	0.02	0.07	0.18	0.31	0.32
スペイン	-0.49	-0.43	-0.45	-0.35	-0.21	-0.17	-0.09	-0.01	0.07	0.22	0.28	0.34	0.40	0.46	0.53	0.55	0.95	
ポルトガル	-0.41	-0.37	-0.27	-0.21	-0.05	0.01	0.03	0.14	0.19	0.25	0.30	0.36	0.41	0.46	0.51	0.68	1.02	
イタリア	-0.13	0.06	0.14	0.36	0.47	0.65	0.74	0.83	0.95	1.08	1.17	1.26	1.35	1.44	1.53	1.71	2.04	
英国	0.24	0.09	0.12	0.12	0.13	0.10	0.12	0.15	0.21	0.23	0.28	0.33	0.36	0.38	0.41	0.57	0.67	0.59
豪州	0.45	0.41	0.37	0.39	0.43	0.47	0.51	0.55	0.58	0.60	0.64	0.67	0.72	0.76	0.80	0.97	1.15	
米国	0.39	0.48	0.51	0.53	0.55	0.61	0.66	0.68	0.69	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.96	1.22	
カナダ	0.76	0.71	0.69	0.69	0.68	0.69	0.70	0.71	0.72	0.73	0.74	0.76	0.78	0.80	0.81	0.90	0.96	
ノルウェー	1.09	0.93	0.86	0.79	0.72	0.77	0.81	0.86	0.90	0.95								
中国	2.06	2.29	2.33	2.43	2.52	2.59	2.66	2.67	2.67	2.68	2.77	2.86	2.94	3.03	3.12	3.18	3.32	
インド	4.96	5.25	5.42	5.62	5.82	6.08	6.35	6.42	6.47	6.19	6.67	6.55	6.55	6.56	6.67	6.67	6.68	

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3月6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4ステージの背景にある 「ナイトの不確実性」とグローバル化

筆者が当TODAYで挙げてきた昨今の新型肺炎の及ぼす影響の本質は以下の2点、「ナイトの不確実性」(3/4)とグローバル化によるパンデミック(3/2)にあるとして議論してきた。「ナイトの不確実性」では、想定されるリスクの確率分布もわからずお化けが飛び出すかの不安・恐怖に対し、金融当局は常に市場の期待を上回る対応で恐怖を除去しようと反応しがちである。さらに、感染がグローバルに波及する現実に対し、その対策もグローバルな協調が必要になる。今週3月12日はECBの会合、来週は17・18日に米国のFOMC、さらに18・19日に日銀の金融政策決定会合が予定される。各国中央銀行の協調で市場の不安を抑える対応が求められるなか一層の金融緩和が進行する可能性がある。

## 金利水没「第4ステージ」の力ギは 米国の通貨戦争参戦

今日の金利水準の水没の要因は、金融政策偏重下での通貨戦争であるというのが筆者の基本認識だ。各国中央銀行が押しなべて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、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事実上の通貨切り下げ策をマイナス金利政策で行った結果が、今日の世界的水没だ。ただし、第3段階は米国の利下げ転換は生じたものの、米国自身は引き続き

■米国市場の「浮き輪」がなくなり、世界水没に向かう不安が広がる

ドル高を許容する余裕があり利下げペースも緩やかだった。一方、今回、第4ステージに入るとすれば、米国もドル高に問題意識を有しドル高は正対して利下げを割り当てることにつながりうる。その場合、最後の聖域であった米国市場の「浮き輪」がなくなり世界水没に向かう不安が現実化する。同時に、日本にとっては深刻な円高不安が生じうるだけに、日銀としてマイナス金利深掘りの選択肢も議論になりやすい。先の図表で、米国は水没していないが、1%以下のゾーンに突入して図表の色が転換しだしている。米国は、依然、「水没」にまでは至らないものの、「床下浸水」の不安が生じたことは、米国も水没する不安をすでに市場は感じ出したことになる。

## 米国も利下げの弾を撃ち尽くす不安、 日本もマイナス金利深掘りが焦点に

■米国の長期金利が限りなくゼロに近づく新局面に

2018年までの9回の利上げで9発の弾を込めたFRBは、2019年3発、2020年3月にすでに2発の弾を撃ち、残る弾は4発だ。その残った4発のなかから来週のFOMCで使えば、残る弾はもうわずかだ。今後、実際に米国の実体経済の減速が生じやすいだけに、まだ弾は必要だ。しかも、2%の物価目標や「make up strategy」を中心としたレジームに拘れば弾はいくらあっても足りない。さらに、ドル高への問題意識が生じ、トランプ政権からの圧力が加われば、弾を撃ち尽くす不安がより高まる。米国は資産運用業界への配慮が極めて大きいなか、マイナス金利へのハードルは大きいことからマイナス金利には至りにくいだろう。ただし、政策金利が限りなくゼロに近づき、長期金利も含め限りなくゼロに近づく蓋然性が生じている。

そこでは、日本に円高圧力が加わるだけに、それに対する為替防衛上の対策が検討材料になる。2016年にマイナス金利を導入したのは円高対策だった。同様に今回も、マイナス金利の深掘りが論点になりやすい。金融機関への副作用を認識する日銀とすれば出来ればマイナス金利の深掘りは回避したいものの、12日にECBがマイナス金利の一段の引き下げを決定すれば、為替戦争上、日本も動かざるを得ないだろう。

これは、新たな局面と言わざるをえない。米国も為替戦争に参戦し、米国も金利水没の場合、これまでの世界的な政策対応が変わる可能性もある、潮流転換も生じうることに留意が必要だ。

■世界的な政策対応が変化する可能性も

## 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るようお願いします。
- ・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、債権順位に従つ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(亞洲)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(亞洲)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、資格も有しておりません。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：

本レポートは参考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、使用等をする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)