

2020年3月18日

米国もマイナス金利になれば 出口はむしろ近くなる

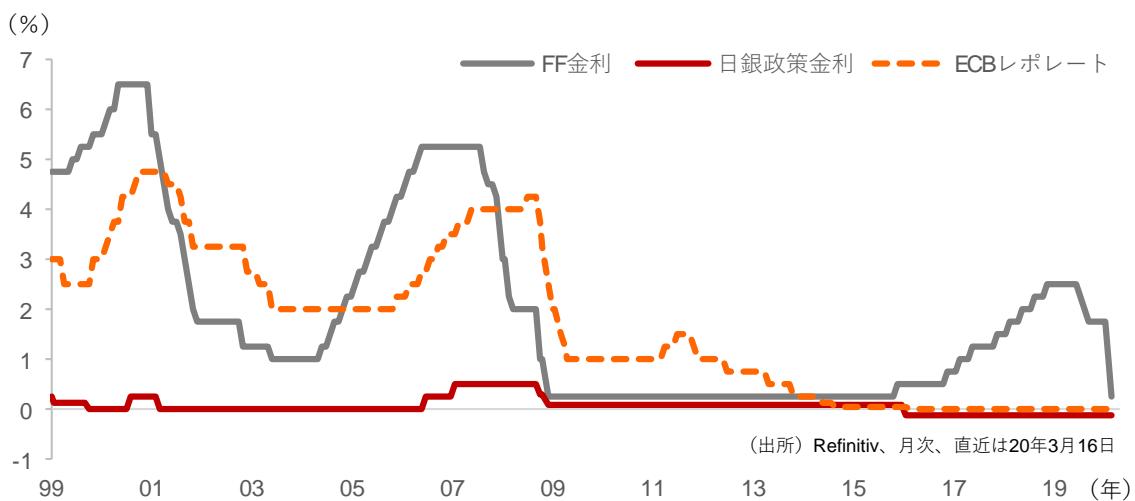
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

副作用を認識しつつも抜けられない 日欧の中央銀行

- 「囚人のジレンマ」からの脱出には各プレーヤーが協調できる協調解が必要

昨日のTODAY（3/17）では、今日、日欧中央銀行はマイナス金利政策の副作用を認識しつつも、通貨戦争の現実のなか、出口を展望できずにいるとした。各国中央銀行は金利引き上げによる通貨の上昇を嫌う、事実上の通貨戦争状況にあるだけに、ゲーム理論上の「囚人のジレンマ」のように、自分だけが金利を引き上げるというシナリオを描けない。ゲーム理論での「囚人のジレンマ」からの脱出には各プレーヤーが協調できる協調解を実現する必要がある。もし、協調解が得られるとすれば、米国もゼロ金利、又はマイナス金利に陥って、日米欧が協調して金利を引き上げるというケースを考えられよう。もしくは、日米欧の金融政策が図表のように連動性をもつなが、米国で世界をけん引する程のモメンタムの高まりが生じることでも、出口に近づくことも可能となる。

日米欧の政策金利



■米国も利下げの弾を撃ち尽くし、転換に向けた歯車が回る可能性

■米国は人口動態や資産運用業の根強い反対などからマイナス金利になりにくい

■金利を取り戻すべく、第二次世界大戦後のレジームに回帰する可能性も

米国もゼロに陥れば各国の協調も生じうる

2020年を展望した際には、どちらの選択肢も実現しにくくと考えてきた。2020年の米国景気は当初、底堅さが残存していたとは言え、グロース・リセッションの不安もあり、世界をけん引する状況にはなかった。一方で、米国もゼロ金利に陥ったなか、皆が揃ってマイナス金利を脱出する協調解が得られる蓋然性が急に浮上している。15日の緊急FOMCで1%の利下げが行われ、FRBが利下げの弾を撃ち尽くしたことで、初めて転換に向けた歯車が回る可能性が生じたと捉えられる。さらに米国がマイナス金利になれば、各国協調でマイナス金利からの出口を模索可能となろう。

米国はマイナス金利には非常に抵抗が強いが…

米国は日欧に比べ潜在成長率が高く、人口増加も続く中、そもそもマイナス金利にはなりにくい。加えて、米国では金融ビジネス、なかでも資産運用業が国家の基幹産業であり、その影響力が強いだけにマイナス金利に対する批判は極めて強い。FRBも現時点ではマイナス金利には一線を画していると考えられる。米国の2%の物価目標を中心とした金融政策を支える正統的アカデミズムでも、2%の物価目標への信奉が強く、今年行われようとしている金融政策の見直し議論でも、依然、2%の物価目標を前提にした議論が続き、その枠組みのなかで「make up strategy」（取り戻し戦略）などの議論も続いている。また、こうした動きを反映しECBで行われている金融政策の見直し論でも基本的には2%物価目標は堅持されている。マイナス金利の可能性が生じるとすれば、米国も通貨戦争に新たに参戦してドルの引き下げを意識する局面だろう。

ブレトンウッズ体制への回帰も

ここで米国が仮にマイナス金利に陥れば、世界の金融機関の機能が棄損しかねない。さらながら「資本主義の死」に近い状況に陥るだけに、変化のモメンタムを促すものとなりうる。そこで各国が金利を取り戻すには2つの論点が必要になる。その2点とは、第1に為替の安定化（固定化）、第2が財政政策重視への見直し、にあり、その両方は、第二次世界大戦後のレジームへの回帰、ブレトンウッズ体制への回帰ともいえる。

世界各国が金利を上げるには、通貨戦争の不安がなくなることが不可欠になる。そこでは、第二次世界大戦後続いた固定相場制も一つの選択肢になる。今日では、各国中央銀行が共通のデジタル通貨を作り上げることも選択肢となる。一方、

今日のようにデフレ圧力が生じたなかで金利を取り戻すことには、本来の方向性とは逆になるだけに財政での刺激が必要になる。これもケインズ政策への回帰として第二次世界大戦後のレジームへの回帰である。

コロナショックが 新たな時代への歯車を回す

- 過度な金融緩和から一線を引く対応の必然性が改めて高まろう

今回の新型肺炎は図らずも、新たな潮流に向けた見直しにつながる動きへのモメンタムを高めている。過度な金融緩和が今日の世界的な金利水没を招きその副作用も生じつつあるだけに、その副作用の顕現化へのトリガーをコロナショックによる恐怖が導いている。昨日のTODAY（3/17）で議論した金融政策の非対称性を認識したうえで、いずれコロナショックから平時に戻ったタイミングでは、過度な金融緩和から一線を引く、金融政策の「OKルール」の必要もあるのではないか。また、その必然性が改めて高まっている。

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ありますが、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)