# 岡三証券

OKASAN SECURITIES

**TODAY** 

No. 35

2020年5月12日

## 「ステイホーム経済学」は 「LED戦略」から、緊急避難的「CDB戦略」

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

■世界的な需要減少に伴い 各所で「水没」が発生

### 金利水没は今も続くなかでどうするか

当TODAYではこれまで世界的な「金利水没」を何度か紹介してきた。以下の図表は金利水没を示す水没マップである。コロナショックも加わり、世界的な金利水没は続いている。しかも、最近は「原油水没」まで生じる有様だ。世界的な需要の減少において「水没」が各所で生じやすくなっている。

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	-0.35	-0.68	-0.67	-0.65	-0.66	-0.62	-0.59	-0.58	-0.55	-0.53	-0.49	-0.46	-0.42	-0.39	-0.36	-0.34	-0.35	
ドイツ	-0.57	-0.78	-0.80	-0.79	-0.75	-0.74	-0.70	-0.62	-0.60	-0.53	-0.50	-0.48	-0.45	-0.42	-0.39	-0.24	-0.07	
オランダ	-0.51	-0.69	-0.67	-0.64	-0.59	-0.53	-0.46	-0.39	-0.33	-0.26	-0.25	-0.23	-0.21	-0.20	-0.18	0.00	0.04	
デンマーク	-0.54	-0.52	-0.50	-0.51	-0.51	-0.47	-0.44	-0.40	-0.35	-0.30	-0.25	-0.19	-0.14	-0.09	-0.03	0.02		
フィンランド	-0.43	-0.61	-0.58	-0.55	-0.43	-0.40	-0.29	-0.18	-0.15	-0.13	-0.08	-0.04	0.00	0.04	0.08	0.15	0.28	
オーストリア	-0.61	-0.60	-0.58	-0.50	-0.42	-0.35	-0.25	-0.22	-0.15	-0.10	-0.06	-0.02	0.02	0.07	0.11	0.15	0.34	
スウェーデン	-0.28	-0.36	-0.34	-0.32	-0.30	-0.27	-0.24	-0.19	-0.14	-0.09	0.03	0.15	0.17	0.19	0.22	0.33		
フランス	-0.47	-0.54	-0.57	-0.52	-0.44	-0.34	-0.23	-0.16	-0.08	-0.03	0.03	0.08	0.14	0.20	0.26	0.49	0.75	
日本	-0.18	-0.17	-0.16	-0.15	-0.13	-0.13	-0.12	-0.09	-0.04	0.00	0.04	0.08	0.12	0.17	0.21	0.34	0.46	0.47
アイルランド	-0.35	-0.36	-0.35	-0.30	-0.21	-0.10	-0.02	0.05	0.10	0.14	0.22	0.30	0.37	0.45	0.53	0.61	0.90	
スペイン	-0.15	-0.13	-0.17	-0.10	0.14	0.36	0.55	0.62	0.72	0.87	0.93	0.98	1.04	1.09	1.15	1.34	1.61	
ポルトガル	-0.03	-0.15	0.03	0.11	0.36	0.49	0.65	0.77	0.83	0.93	0.98	1.03	1.07	1.12	1.17	1.37	1.72	
英国	0.06	0.00	0.03	0.05	0.07	0.05	0.10	0.13	0.20	0.23	0.29	0.35	0.37	0.39	0.41	0.52	0.55	0.46
ノルウェー	0.07	0.04	0.06	0.07	0.08	0.15	0.22	0.29	0.35	0.42							4.45	<u> </u>
カナダ	0.32	0.28	0.26	0.34	0.39	0.40	0.41	0.47	0.53	0.58	0.62	0.66	0.70	0.74	0.77	0.97	1.17	
豪州	0.23	0.23	0.24	0.30	0.39	0.50	0.61	0.74	0.83	0.90	0.96	1.02	1.09	1.17	1.24	1.52	1.70	
米国	0.15	0.15	0.21	0.27	0.32	0.43	0.53	0.58	0.63	0.68	0.72	0.75	0.79	0.82	0.86	1.03	1.38	<u> </u>
イタリア	0.25	0.64	0.82	1.14	1.33	1.46	1.51	1.71	1.78	1.79	1.87	1.95	2.04	2.12	2.20	2.38	2.63	
中国	1.22	1.44	1.55	1.74	1.92	2.18	2.44	2.50	2.57	2.63	2.73	2.83	2.93	3.03	3.13	3.26	3.42	
インド	3.87	4.30	4.62	4.92	5.50	5.55	5.93	6.06	6.14	5.97	6.24	6.38	6.26	6.27	6.51	6.61	6.82	

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5月8日時点(休場等で同日の値がない国は直近営業日時点) ※一部データは岡三証券推計値

# 平時の「LED戦略」、有事の「CDB戦略」

「金利水没」のなかでの対応策として「LED戦略」を紹介していた。LED戦略とは、金利水没下の運用戦略3つの次元

### 岡三証券 OKASAN SECURITIES

■嵐のような環境下ではCDB戦略の動きに

の頭文字で、LはLong(長期)、EはExternal(海外)、Dは Diversified(多様化)である。一方、足元の環境はコロナショックへの恐怖からリスク資産を回避する「質への逃避」が生じ、キャッシュや債券へのフローが進んでいる。こうした「嵐」が起こったような運用環境では一時的に「防波堤」に退避してキャッシュ化や債券を重視した「おコメ回帰」の行動となりやすい。それは、LEDの逆の動きが生じること、緊急避難的な「CDB戦略」だ。

すなわち、平時においてはLED戦略でも、有事では、「L」の次元では、キャッシュ(現金)回帰の「C」(Cash)になる。「E」の次元では、自国回帰、脱グローバル化の「D」(Domestic)となりやすい。さらに、「D」の次元では、多様な商品への分散でなく、基本に戻る「B」(Basic)の動きだ。典型的には、株式よりも運用の基本・主食とした債券(おコメ)に流れやすい。

LED戦略とCDB戦略							
	LED戦略 「平時の対応、攻めの対応」	<b>CDB戦略</b> 「有事対応(ステイホーム)、 守りの対応」					
Long – Cash	長期 Long	キャッシュ Cash					
External – Domestic	海外 External、グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰					
Diversified – Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券(おコメ)回帰					

(作成) 岡三証券

### 「L」から「C」 「キャッシュ イズ キング」か

■危機対応としてキャッシュ 回帰の流れが強まる 第1の次元、「L」については、危機対応の基本としてまずは「キャッシュ イズ キング(Cash is king)」の潮流がある。

### 「E」から「D」、海外から自国回帰に

■海外よりも自国が選好され やすい環境 第2の次元、「E」については、為替リスクを回避して「D」(domestic)の自国回帰だ。今日、脱グローバル化、地産地消の動きも生じている。また、国家としても国境の重要性を認識することになる。

### 岡三証券 OKASAN SECURITIES

■運用は債券回帰の動きに

■効率性より安全性に対する 評価が高まる

■企業の生産活動も自国回帰 の流れが強まる可能性

■超低金利環境下でインカム 獲得の必要性は変わらず

### 「D」から「B」、 基本・原点回帰、「おコメー回帰

第3の次元、「D」については、多様性の潮流から、「B」 基本回帰(Back to basic)が生じやすい。株式から債券への 回帰、債券が運用の主食「おコメ」とした動きへの回帰でも ある。

### 企業金融の教科書の転換も

企業の現金保有について、最適資本構成の議論も修正が必要になる。企業も最適資本構成よりもキャッシュを保有する流れになりやすい。自社株買いよりも一定の自己資本比率を重視する流れになりやすい。すでに、投資家も自社株買いの評価を見直す動きも生じている。

### 企業行動の転換も

企業もサプライチェーンをグローバルで対応する最適生産地の発想から一定の国産化を考える状況にある。企業の在庫管理で「ジャストインタイム」等の無駄を無くした対応から、一定の在庫を抱えた対応となり、生産拠点も最適な生産拠点からリスク分散をさせること、一定の自国生産を残す動きにもつながる。これもポストコロナの「新常態」といえよう。そもそも最適な生産拠点を置くこと、主力工場での対応に集中させることは、ポートフォリオ理論ではすべてを集中させるに等しい。生産拠点の立地やサプライチェーンの構築への考え方にも変化が生じうる。

### 平時に戻ればLED戦略に向くが、 従来とは異なるLED戦略も

中長期的視点に立ってポートフォリオを構築するには、基本となる「LED戦略」で長期的視野に立った分散が重要になる。当面は、LEDのなかでも「L」の長期化にウェイトがかかる。ただし、従来、投資の常識である「無リスク資産」が消失し、待機資金として金利・インカムを生む運用手段もない。しかも、超低金利状態は長期化が必至なだけに、嵐が収まれば世界の投資マネーは何らかの形でインカムを確保せざるを得ない。

「ステイホーム経済」では緊急避難的に「CDB戦略」になるが「CDB戦略」はあくまでも守りの戦略になり、収益



確保の攻めの戦略にはなりにくい。平時なら「LED戦略」に 戻るが、今後は一定の制約付きのLED戦略にならざるを得な いのではないか。

### 新たな形のLED戦略、レバレッジ見直し、 金融緩和の修正も

LED戦略とは過去40年の潮流であった、自由化、グローバル化、市場化、レバレッジ拡大の潮流のなかでの「利回り追求」(yield hunting、search for yield)を意味していた。しかも、マイナス金利まで金融の拡張が生じたなかで、レバレッジを高めた対応を仕向ける状況になっていた。今日の環境は40年の潮流の節目が生じる中での戦略の見直しの意味合いも存在する。

ただし、依然として続くマイナス金利、足元一層高まる金融緩和の流れにあって、収益の消失の問題とレバレッジ拡大で過大なリスクの不安との綱引きをもたらすものでもある。コロナショックは「ステイホーム経済」で緊急避難的なCDB戦略をもたらすが、それは、単に一時的なものに止まらず、一定の運用の戦略の修正をもたらすものだ。同時に、そうした状況が意味するのは期待収益率の低下になる。そうした状況が意味するのは期待収益率の低下になる。また、つした不都合な真実に対峙し、世界的な投資家も投資に対する場合に追い込むようなマイナス金利の水没状態を改める必要もあるのではないか。さもなくば、世界の投資マネーが世界の金融市場を彷徨う状況が続くことになる。

■「ステイホーム経済学」で 運用戦略の修正が必要に

#### 重要な注意事項

#### <u>免責</u>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

#### <u>日本:</u>

〇金融商品は、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続料をいただきます。

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。

#### く投資信託>

・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)