

米国は本当にマイナス金利に向かうのか ー米国もマイナス金利に陥れば、 逆説的にマイナス金利の見直しも生じうる

2020年5月27日

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

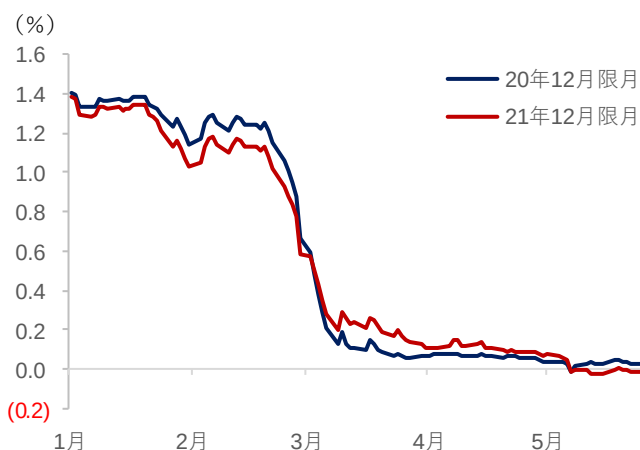
■ 自国通貨の上昇を避けるべく、通貨戦争の状況が継続

■ 先物市場ではマイナス金利の織り込みも生じている

副作用を認識しつつも抜けられない 日欧の中央銀行

このところ、米国ではFRBがマイナス金利を導入するとの観測が高まっている。今回は米国のマイナス金利を巡る環境について考える。今年3月の当TODAY（3/18）では、米国もマイナス金利になれば、逆説的に世界のマイナス金利が出口に向かうきっかけが生じるとの議論を行った。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、出口を展望できずにいる。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陥っており、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シナリオを描けない。ゲーム理論では「囚人のジレンマ」から脱出するには各プレイヤーが協調できる協調解を実現する必要がある。そこで理論上、もし、出口があるとすれば、米国も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協調解が見出されるという状況だろう。

FF金利先物レート



各種資料をもとに岡三証券作成、日次、直近は5月22日

■産業的、政治的にも
マイナス金利への抵抗力は
強いだろう

米国はマイナス金利には 非常に抵抗が強いが

米国は今年、3月にゼロ金利までの引き下げを行ったものの、マイナス金利にするのは大きなハードルがあると筆者は考えてきた。その要因として、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こと。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からだ。なかでもMMFという巨大な運用業の存在、銀行以外のシャドープランクの広がりに伴う政治力からもマイナス金利への抵抗は大きい。加えて、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、今日議論され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、伝統的な銀行業の観点からも、マイナス金利による銀行の収益性低下についての問題意識をFRBは有していると考えられる。FRBはマイナス金利をすでに導入する日本や欧州の状況を十分に認識しているだけに、敢えてマイナス金利を導入することには、パウエル議長を含めて抵抗感が強いだろう。筆者がもしFRBの立場であればマイナス金利の導入は避けるべきだと考える。

マイナス金利導入の圧力

■パウエル議長は危機対応と
して何でもやる姿勢を示す

最近、再びマイナス金利導入の観測が高まり、すでに短期金融市場ではマイナス金利の織り込みも生じている。直接的には、5月になってトランプ大統領がマイナス金利をFRBに求めるような発言を行ったことも大きく影響している。同様に英国でも5月20日、初のマイナス金利回りの中期国債が発行され、イングランド銀行のマイナス金利導入観測が高まっている。FRBはパウエル議長も含めてマイナス金利にはマイナスの要因もあるとして否定的な立場にあるとみられるものの、それでもマイナス金利が行われる可能性もあると筆者は考えている。その背景にはコロナショックに対し、3月以降、パウエル議長は幾度も“Will do whatever it takes.”として危機に対して行いうるすべてのことを行う用意があるとのスタンスを示していることだ。FRBは金融政策のマンデートとして“dual mandate”（二つの目的）「物価の安定と雇用の最大化」があり、日銀やECBのような物価安定に加え、もう一つの「雇用の最大化」という目的を有している。それだけに、これから雇用環境がもう一段悪化する可能性が高いなかで、FRBが金融政策の選択肢としてマイナス金利も含めた対応に追い込まれる可能性も否定できないと考えるからだ。

ブレトンウッズ体制への回帰も

■コロナショックが戦後体制 見直しのきっかけとなる

ここで米国が仮にマイナス金利に陥れば、以下の金利水没マップのなかで先進国は殆どが水没状態となる。すなわち、世界の金融機関の機能が棄損しかねない、さながら「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。

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大戦後のレジームへの回帰である。従来から議論してきた40年周期の節目をもたらす可能性もある。

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
ドイツ	-0.58	-0.68	-0.69	-0.69	-0.68	-0.67	-0.59	-0.55	-0.55	-0.49	-0.44	-0.40	-0.36	-0.31	-0.27	-0.21	-0.04	
スイス	-0.40	-0.69	-0.66	-0.64	-0.64	-0.62	-0.60	-0.57	-0.53	-0.50	-0.47	-0.44	-0.41	-0.38	-0.35	-0.33	-0.36	
オランダ	-0.57	-0.60	-0.59	-0.56	-0.52	-0.46	-0.42	-0.37	-0.31	-0.25	-0.24	-0.23	-0.21	-0.20	-0.18	-0.03	0.02	
デンマーク	-0.52	-0.41	-0.47	-0.45	-0.43	-0.41	-0.40	-0.38	-0.33	-0.29	-0.24	-0.19	-0.14	-0.10	-0.05	0.00		
フィンランド	-0.53	-0.55	-0.53	-0.51	-0.39	-0.36	-0.28	-0.19	-0.16	-0.14	-0.10	-0.06	-0.02	0.02	0.05	0.11	0.23	
オーストリア	-0.48	-0.52	-0.51	-0.46	-0.38	-0.33	-0.29	-0.22	-0.16	-0.11	-0.07	-0.04	0.00	0.04	0.07	0.13	0.31	
フランス	-0.52	-0.52	-0.51	-0.48	-0.40	-0.32	-0.22	-0.16	-0.09	-0.04	0.02	0.08	0.14	0.19	0.25	0.49	0.73	
スウェーデン	-0.25	-0.32	-0.30	-0.29	-0.27	-0.24	-0.20	-0.15	-0.10	-0.06	0.06	0.17	0.19	0.22	0.24	0.36		
日本	-0.18	-0.17	-0.17	-0.15	-0.13	-0.13	-0.12	-0.09	-0.03	0.01	0.05	0.09	0.13	0.17	0.22	0.34	0.48	0.50
アイルランド	-0.43	-0.39	-0.34	-0.28	-0.20	-0.10	-0.03	0.04	0.09	0.13	0.20	0.27	0.34	0.41	0.48	0.56	0.84	
スペイン	-0.31	-0.35	-0.30	-0.24	-0.05	0.17	0.36	0.42	0.54	0.70	0.76	0.83	0.89	0.95	1.02	1.21	1.49	
ポルトガル	-0.33	-0.34	-0.18	-0.10	0.16	0.27	0.47	0.55	0.62	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.16	1.51	
英国	0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.02	-0.03	0.03	0.06	0.13	0.18	0.23	0.28	0.31	0.34	0.37	0.52	0.58	0.50
カナダ	0.32	0.29	0.28	0.32	0.36	0.37	0.37	0.41	0.45	0.49	0.52	0.56	0.59	0.63	0.66	0.83	1.04	
ノルウェー	0.08	0.09	0.13	0.17	0.22	0.28	0.35	0.41	0.48	0.55								
豪州	0.27	0.27	0.26	0.32	0.40	0.49	0.59	0.71	0.79	0.86	0.92	0.97	1.04	1.12	1.19	1.48	1.66	
米国	0.17	0.17	0.21	0.27	0.33	0.42	0.51	0.56	0.61	0.66	0.71	0.75	0.80	0.85	0.89	1.13	1.37	
イタリア	0.17	0.51	0.71	0.98	1.16	1.27	1.31	1.50	1.56	1.59	1.67	1.76	1.84	1.93	2.01	2.20	2.47	
中国	1.50	1.64	1.71	1.91	2.12	2.34	2.55	2.58	2.61	2.64	2.77	2.90	3.02	3.15	3.28	3.32	3.51	
インド	3.55	4.34	4.67	4.98	5.43	5.63	5.90	6.02	6.08	5.96	6.18	6.34	6.28	6.25	6.44	6.55	6.77	

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25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

コロナショックが 新たな時代への歯車を回す

■過度な金融政策から 一線を引く、金融政策の 「OKルール」の必要も

今回のコロナショックは図らずも、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。今後、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な。

そもそも、コロナショックに伴い米国を始め世界的に大きな変動を迎えたのは、世界の金融市場が「水没」したなかで「水没」した地域から炙り出されるように、リスクテイクに向かったことの反動が生じた面もある。その方向性は従来から議論してきたLED戦略というリスクテイクにあった。

マイナス金利がLED戦略でもたらす副作用も

先の水没マップのなか、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。LED戦略とは、金利水没下の運用戦略3つの次元の頭文字で、LはLong(長期)、EはExternal(海外)、DはDiversified(多様)である。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。一方、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。そこでは、緊急避難的に「LED戦略」の見直しとして「CDB戦略」も生じうる。ここで、「CDB戦略」とは、「キャッシュ」回帰のC(Cash)、自国回帰・脱グローバル化のD(Domestic)、基本に戻るB(Basic)への動きだ。

■40年の潮流の節目を迎え
運用戦略の見直しが重要に

マイナス金利政策転換のトリガーを引くことも

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、投資家は運用難の強まりに悩む状況にある。コロナショックは「ステイホーム経済」で一時的、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とどまらず、一定の運用戦略の修正、期待収益率の低下をもたらすことになる。そうした不都合な真実に対峙し、世界的な投資家が投資に対する視線を下げる必要がある。同時に金融当局も本来、レバレッジを上げる投資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。今後、適正なリスクテイクに向かうためにもマイナス金利を回避した新たな新常态を構築することも重要になると考えられる。米国もマイナス金利に陥った段階では漸くそうした正論が議論される可能性もあると考えられる。これまで日欧の「金利水没」の中で資本主義の中心であるアングロサクソンの米英はプラス金利を保っていた。それらの国々でさえもマイナス金利で「水没」することは「資本主義の死」の側面もあるだけに長い目で見て転換に向けた逆バネが働く可能性もあるだろう。

■世界的に期待収益率の低下
がもたらされる可能性

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)