

2020年代、金利低下40年の転換はあるか、 それとも「永遠のゼロ」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

金利水没と原油水没、 40年の節目をもたすか

当TODAY (3/5) では、以下の図表に示した40年間の長期金利の低下を議論した。今日、長期金利の指標である10年国債利回りは日本と欧州の主要国はマイナス水準まで「水没」し、米国はプラスとはいえ1%以下の水準となっている。世界金利水没、金利消失の状況で、原油価格も一時的にマイナス、「水没」した。さらに、米国もマイナス金利政策に向かうとの観測も生じている。こうした環境はコロナショックによる株式市場等のリスク資産からの資金シフト、不安から急速な「質への逃避」によって生じたものだけに、不安が一巡すれば揺り戻しもあるだろう。

超低金利が続くなかで40年サイクルの潮流の節目を迎えているのではないかとの問題意識が生じている。事実、世界各地で財政政策の拡大がみられているほか、いずれマイナス金利政策も見直しに向けた反動が生じうると展望される。ただし、過去40年続いた金利低下傾向は底入れするとしても

■ コロナショックで金利が底を付けた可能性も

主要国の長期金利の推移



(出所) OECD、日本の1988年12月以前はRefinitiv
※10年国債利回り、月次、直近は20年4月

低金利環境は必ずしも一時的な現象ではないというのが筆者の認識であり、コロナショック後の新常态は期待収益率の低下も含めた低金利環境の長期化というのが本日の論点だ。

超低金利の背景にある6要因

今日の日欧のマイナス金利は何千年にわたる人類の歴史始まって以来のことである。こうした世界的な低金利環境の背景にある要因に定説はない。ただし、考えられうる論点として以下の6点を紹介したい。第1は、世界的な高齢化の影響であり、その結果生じうる低成長に伴うものだ。第2は、世界的な生産性の低下であり、米国では“secular stagnation”（長期停滞）として米国の著名経済学者であるサマーズらによって議論されてきた。その結果、経済の需要と供給が均衡状態にある場合の実質金利も低下が生じた。次ページの図表は中立金利水準（経済・物価に対して引き締めのでも緩和的でもない金利水準）で、中長期的には潜在成長率と連動しており、主要国での低下が示されている。第3は、世界的な安全資産需要の拡大。第4は、構造的な要因によるもので、例えばシェアリング・エコノミーや「アマゾン効果」とされるようなデジタル化等の構造変化に伴って生じうるインフレ率の低下などが挙げられる。加えて、筆者が意識する第5の要因は、第2次世界大戦後3四半世紀にわたり世界規模での戦争が起こっていないなかで物が溢れる状況が続いていること。また、グローバル化のなかでの生産のフロンティアが世界中に拡大したことだ。しかし、金利低下要因として挙げた先述5要因があるにしても「水没」にまでなる必然性は乏しく、第6の要因として、金融政策偏重下での通貨戦争があるというのが筆者の問題意識である。1970年代以降、金融政策偏重のなか、今日に至るまで日米欧の中央銀行は押しなべて2%の物価目標を掲げ、その目標到達まで金融政策の変更を繰り返した。加えて欧州・日本の中央銀行が自国経済の底上げを図るべく通貨切り下げ策を金利引き下げで行った結果が、今日のマイナス金利にまで行きついた世界的な超低金利状態だ。さらに、今日、米国もマイナス金利政策で通貨戦争に参入するとの観測も生じている。

■世界的な戦争が3四半世紀の間、起こっていないことも超低金利の要因だろう

■金融政策偏重下の通貨戦争の側面も金利低下要因に

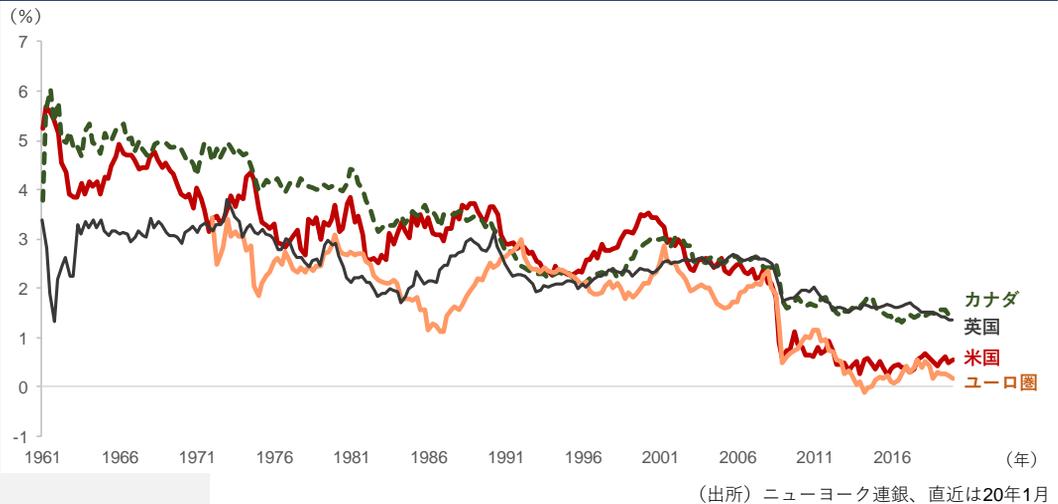
■金融政策偏重から財政政策に重点がシフト

金利低下40年に転換はあるか

これまで40年周期を議論しながらのメッセージは、先に示した6要因のなかでいくつかの変化も生じうることだ。

まず、第1に、金融政策がすべてであるという潮流から財政政策への重点シフトが生じたことだ。その結果、世界的に貯蓄投資バランスで民間セクターの過剰貯蓄の環境が転換する可能性もあり、マクロ的需給環境に変化も生じうる。こうした動きを図らずもコロナショックが生じさせたことになる。

中立金利の推移



■ 米国がマイナス金利に陥れば、逆説的に国際協調の動きが広がる可能性も

第2に、コロナショックによって「第3次世界大戦」とも称される環境になったなかで、金融財政政策の総動員、国家総動員的な動きが生じやすくなったことである。また、グローバル化に見直しも生じるなかでの供給の減少は構造変化の要因でもある。

第3に、将来、仮に米国もマイナス金利になるようなことがあれば、逆説的だが、マイナス金利から世界が協調して抜けるとの協調も生じうることも展望されることだ。

以上の結果、各国ともに長期・超長期の金利に上昇の兆しが生じていることに注目する必要がある。

底入れしても低金利環境は続くか

一方、依然として、コロナショックで世界各国では経済活動の停滞が続く中では、金利低下、物価下落が生じやすい。従って、金利の底入れと言っても「V字型」にはなりにくい、

「L」のような形での底這いが続くことになる。当TODAYでは、金利水没のなかの利回り追求としてLED戦略を議論し、一時的・緊急避難的な「CDB戦略」としたが、元のLED戦略に戻るにしても期待成長率や期待収益率の回復が生じにくい。こうした環境も、底入れしても回復感に乏しいとの状況が生じやすい要因になる。FRBのパウエル議長は現在、マイナス金利には慎重な姿勢を続けているが、現在のゼロ金利政策の継続には強い姿勢を示している。また、中期を中心に金利の上限を示す、日本でのイールドカーブコントロールに近い政策の導入も検討視野にあるとされる。コロナショックがデフレ的な影響をもたらすだけに低金利環境も続くと展望される。それは、「永遠のゼロ」に近い世界かも知れない。市場参加者にとって運用環境としては厳しい状況が続きそうだ。

■ 「永遠のゼロ」に近い
厳しい運用環境が続く公算

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しません。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)