

2020年7月28日

日本は2020年代半ばまで利上げなし、「永遠のゼロ」か — 日米欧の金融政策の「5回のジンクス」、 日本の利上げはいつも最後

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

「5回のジンクス」、 「6回目」は成立せず

■過去の利上げサイクルでは
日本が最後に利上げを行い、
翌年に世界同時減速に陥る
傾向がみられた

筆者は長年にわたるストーリーラインとして以下の図表にある「5回のジンクス」の議論を行ってきた。それは、1970年代に為替が変動相場制に移行し日米欧の金融市場の連動性が強まるなかでの日米欧の政策金利の連動に関するものであった。米国が先頭になって利上げを行い、その利上げが継続する期間のなかで、日本の利上げがいつも最後となり、その翌年に世界同時減速に陥るとしたものだ。2010年代後半以降の状況は、2015年の米国の利上げから「6回目」のサイクルに入っていた。すなわち、「6回目」のサイクルで米国は2015年12月に利上げを開始し、その後、2018年12月まで利上げを続けていた。従って、従来の経験則上、その期間では米国の後を追って欧州も日本も利上げを行いうる状況

金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望

	米国引き締め 開始時公定歩合	ドイツ（ECB）引き締め 開始時公定歩合	日本の引き締め 開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1（二番目） 4.5% → 5%	1972/10（最初） 3% → 3.5%	1973/4（最後） 4.25% → 5%	74年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8（最初） 5.25% → 5.75%	1979/3（二番目） 3% → 4%	1979/4（最後） 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラテンアメリカ問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9（最初） 5.5% → 6%	1988/7（二番目） 2.5% → 3%	1989/5（最後） 2.5% → 3.25%	90年以降 世界的減速 S&L、LBO問題	イラク侵攻 原油価格上昇
4回目 1990年代 後半	1999/6（最初） 4.75% → 5% （FFレート）	1999/11（二番目） 2.5% → 3% （ECB政策金利）	2000/8（最後） 0% → 0.25% （O/Nコールレート）	01年 ITバブル崩壊	10年ぶり 原油価格高騰
5回目 2000年代 半ば	2004/6（最初） 1.00% → 1.25% （FFレート）	2005/12（二番目） 2% → 2.25% （ECB政策金利）	2006/7利上げ（最後） 0% → 0.25% （O/Nコールレート）	07年 サブプライム危機	原油価格高騰
6回目 今回	2015/12（最初） 0.25% → 0.50% （FFレート）	2019年夏以降出口を志向 していたが米利下げで 封印も	米利下げで出口見えず		

各種資料をもとに岡三証券作成

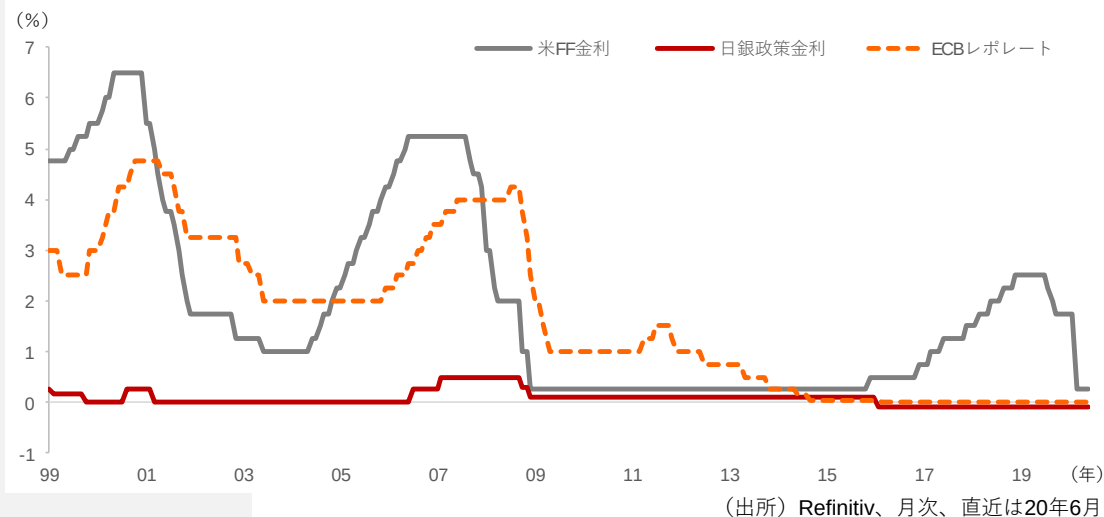
■「6回目」のサイクルは 米国の利下げで既に終了

にあった。事実、日本では2018年にかけて緩和政策からの出口に向けた第一歩が示され、ECBも2019年に向け出口策を明示していた。

日本の出口は早くて2023年以降か

しかし、現実には先述の「6回目」のサイクルは、2019年半ばに米国が利下げに転じたことで、日欧が出口に向かう前にすでに終了となった。欧州、日本の出口戦略は封印され、米国が再び利上げに向かうサイクルに戻るまで待たなくてはいけなくなった。しかも、問題はその時間軸だ。米国FRBは6月10日のFOMCで2022年末まで現在のゼロ金利状態を続けるとの姿勢を示している。その結果、先述の「5回のジंकス」に従えば、日本の出口は早くて2023年以降となる。さらに、先述の図表が示すように、過去5回の米国利上げから日本の利上げに至る期間の平均は、約1年半であることを勘案すれば、経験則上、2024年半ば頃まで日本の出口は先になることになる。この場合、2023年3月に任期を迎える黒田日銀総裁の期間の内には出口を実現できないことになる。

日米欧政策金利の推移



■YCC政策を導入する可能性は依然低いだろう

米国はマイナス金利には抵抗が強いが

米国は今年、3月にゼロ金利までの引き下げを行い、その後、市場ではマイナス金利政策への観測が生じたが、実際にマイナス金利には大きなハードルがあると筆者は考えてきた。また、イールドカーブコントロール（YCC）政策の観測も浮上したが、実際に導入する可能性は低いと考えてきた。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がある。米国では金融ビジネス、資産運用業が国家の基幹産業であり、その影響力が政治的にも強いだけにマイナス金利に対

■パウエル議長もYCC導入
には否定的な可能性■雇用環境が一段と悪化した
場合には、FRBが対応に
追い込まれる可能性

する批判も極めて強い。なかでもMMFという巨大な運用業の存在、銀行以外のシャドバ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。また、米国の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い。さらに、マイナス金利が引き起こす銀行の収益性の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。マイナス金利をすでに導入した日本や欧州での副作用を認識しているだけに、マイナス金利の導入には、パウエル議長も含めて抵抗感が強いだろう。同様に、実際にYCCを行っている日本で物価の改善や経済の活性化は、兆しも見えないだけに、パウエル議長としてもYCC導入へのインセンティブも強くないと考えられる。実際に日本におけるYCCの導入目的は、それまでの当座預金残高、「量」のターゲットで追加期待が続くことを回避し、金利目標に目先を変えることが主眼であっただけに、米国での導入の必然性は高くないだろう。

マイナス金利導入の圧力は残存

以上、FRBはパウエル議長も含めてマイナス金利には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導入される可能性を完全には否定できないと筆者は考えてきた。その背景にはコロナショックに対し、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がある。FRBは金融政策の運営にあたって課せられている法的使命“dual mandate”（二つの使命）として、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した場合、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。さらに、日欧ともにマイナス金利政策の導入は結局、通貨戦争で、事実上の通貨切り下げ策であっただけに、米国もドル安を志向する場合にはマイナス金利政策もオプションの一つになる。実際にドルは各国通貨に対して割高との見方は根強いだけに、ドル安へのインセンティブは常に存在する。同様に、YCCについても長期金利上昇を抑制してドル安を志向する場合には、導入の可能性も存在することには留意が必要だ。なかでも大統領選の前の時期だけに、より政治的圧力が加わりやすい面がある。

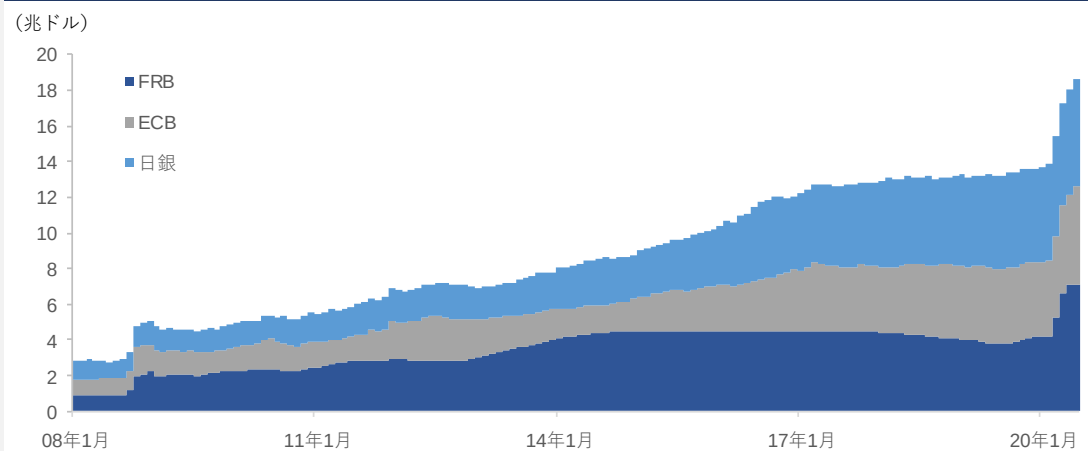
中央銀行の緩和が続く、永遠のゼロ

以上、米国のマイナス金利やYCCのような追加緩和策の可能性は高くない。ただし、日米欧の金融政策を先導する米国の金融政策は当面、出口を封印された状況が続きそうだ。その結果、次ページの図表のように、世界的な金融緩和で中

■ 市場への資金供給が金融の不均衡を生みやすい点に留意が必要

中央銀行のバランスシートが非連続的に拡大することの影響が資産市場を中心に生じやすい。また、FRBが、当初の市場の思惑以上に長期間にわたり現在のゼロ金利政策を維持するとの姿勢であることによる市場センチメントへの影響も大きい。先述の「5回のジンクス」に従えば、日欧の金融政策も出口を封印され、量的にも大量な資金を世界中にばらまく状況が続くことになる。このようにばらまかれた資金は、マネー量の拡大効果以上に、むしろ心理面も含めた効果により資産市場の拡張を生じやすく、金融の不均衡が生まれやすいことには留意が必要だろう。市場参加者のリスクテイク姿勢が前のめりになり、リスクへの意識が次第に薄れることが生じやすい。

日米欧の中央銀行のバランスシートの推移



(出所) FRB、ECB、日本銀行 ※各月末の為替の値で米ドルに換算、月次、直近は20年6月

■ 中央銀行の緩和策が一段と社会的格差を拡大させる要因に

緩和の長期化に伴う金融不均衡

市場では、「音楽が終わるまで踊らなくてはいけない」とされたり、「パンチボールが片付けられるまでパーティが続く」との表現で中央銀行の緩和が続く限りリスクテイクが続くとされる。その趣旨からすれば、今日の中央銀行のスタンスは、なかなかパーティが終わらないとの安心感を市場に与えることにつながる。しかも、コロナショックが残存する限りは緩和が続くとの観測が社会における一層の格差拡大の副作用をもたらすことになることに留意が必要だ。また、こうした金融不均衡が何らかの形で逆流するリスクにも注視が求められよう。FRBはいずれ、2023年までを展望した政策金利見通しを示すが、秋を視野に大統領選も含めて政策見通しの市場の思惑に変化が生じる場合には留意が必要だ。

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)