

2020年8月12日

金利水没・超低金利長期化で投資の常識が変わる

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

■投資対象に関する教科書的な常識に変化も

■金利水没のなか、企業の配当や不動産の賃料への注目度が高まる

債券はインカム、 株式はキャピタルとの常識の転換に

当TODAYではこれまで、金融市場のマイナス金利も含め「金利水没」とされる人類の歴史初の事態が生じていると議論してきた。本日は、こうした異例な金融市場において、教科書的な投資手法に見直しが生じていることを議論したい。同時にコロナショックも踏まえたなかでの対応も考えたい。

従来、投資に関する教科書では、債券への投資は利払いに伴うインカムを重視し、株式投資は配当よりも価格変動に伴うキャピタルゲインを期待するものとされてきた。

債券がキャピタル商品に、 株・不動産がインカム商品に

次ページの図表はこれまでも紹介してきた金利の水没マップである。金利水没における債券市場の現実とは、「水没」（マイナス）の環境において債券インカムに依存できず、むしろマイナス金利ゾーンでの価格変動、キャピタルゲイン・ロスに注目する状況にある。一方、以下の図表に示されるような「水没」環境下、債券はマイナス金利でも株式の配当はマイナスにならないため、配当の重要性が相対的に高まる。その結果、株式はインカムを重視して投資する考えが投資家の間に広まり、株式が新たなインカム商品として意識されてきた。同様に、マイナス金利下でも賃料はマイナスにならないことから、不動産投資への投資が重視されてきた。なかでもREITへの投資が着実なインカム商品として意識されていた。コロナショックで、株式市場で配当の安定性や不動産の賃料の安定性が問われる状況にはあるが、マイナス金利で水没領域も益々広がる中、インカムへの期待も強まる状況にある。

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
スイス	-0.55	-0.80	-0.76	-0.71	-0.69	-0.67	-0.63	-0.60	-0.56	-0.54	-0.50	-0.47	-0.44	-0.40	-0.37	-0.35	-0.37	
ドイツ	-0.58	-0.70	-0.75	-0.75	-0.71	-0.72	-0.65	-0.65	-0.59	-0.53	-0.49	-0.45	-0.41	-0.37	-0.33	-0.30	-0.10	
オランダ	-0.66	-0.65	-0.67	-0.66	-0.65	-0.62	-0.56	-0.53	-0.47	-0.41	-0.40	-0.38	-0.37	-0.35	-0.34	-0.14	-0.09	
フィンランド	-0.68	-0.59	-0.63	-0.65	-0.60	-0.56	-0.50	-0.44	-0.40	-0.37	-0.33	-0.29	-0.24	-0.20	-0.16	-0.08	0.08	
デンマーク	-0.62	-0.61	-0.62	-0.60	-0.58	-0.55	-0.52	-0.49	-0.44	-0.40	-0.35	-0.31	-0.27	-0.23	-0.18	-0.14		
オーストリア	-0.63	-0.64	-0.62	-0.60	-0.59	-0.54	-0.53	-0.45	-0.41	-0.34	-0.28	-0.23	-0.17	-0.12	-0.06	0.08	0.22	
フランス	-0.55	-0.61	-0.62	-0.62	-0.59	-0.55	-0.48	-0.42	-0.30	-0.24	-0.20	-0.17	-0.14	-0.11	-0.08	0.17	0.44	
アイルランド	-0.75	-0.55	-0.57	-0.56	-0.52	-0.47	-0.37	-0.33	-0.25	-0.16	-0.12	-0.07	-0.03	0.02	0.06	0.13	0.46	
スウェーデン	-0.24	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.26	-0.24	-0.19	-0.15	-0.10	-0.02	0.07	0.10	0.13	0.16	0.29		
日本	-0.14	-0.12	-0.13	-0.13	-0.11	-0.11	-0.11	-0.08	-0.03	0.01	0.06	0.10	0.15	0.19	0.24	0.39	0.55	0.58
スペイン	-0.44	-0.42	-0.39	-0.32	-0.24	-0.18	-0.02	0.03	0.12	0.27	0.33	0.39	0.44	0.50	0.56	0.81	1.04	
ポルトガル	-0.47	-0.44	-0.32	-0.31	-0.20	-0.15	0.01	0.10	0.16	0.29	0.36	0.43	0.50	0.57	0.64	0.68	1.00	
英国	0.08	-0.02	-0.08	-0.09	-0.07	-0.06	0.00	0.04	0.11	0.13	0.19	0.25	0.29	0.33	0.37	0.55	0.68	0.64
イタリア	-0.21	-0.09	0.02	0.24	0.42	0.52	0.59	0.77	0.83	0.99	1.05	1.12	1.19	1.26	1.33	1.53	1.87	
カナダ	0.22	0.28	0.27	0.24	0.33	0.33	0.32	0.38	0.44	0.50	0.52	0.55	0.58	0.60	0.63	0.76	0.98	
米国	0.13	0.13	0.14	0.19	0.23	0.32	0.42	0.47	0.52	0.57	0.62	0.66	0.71	0.75	0.80	1.02	1.25	
ノルウェー	0.11	0.16	0.21	0.27	0.34	0.39	0.45	0.51	0.56	0.62								
豪州	0.23	0.28	0.27	0.30	0.38	0.48	0.59	0.71	0.80	0.87	0.93	0.99	1.05	1.12	1.18	1.45	1.67	
中国	2.33	2.54	2.69	2.75	2.81	2.93	3.05	3.03	3.01	2.99	3.03	3.07	3.11	3.14	3.18	3.38	3.76	
インド	3.62	4.25	4.83	5.02	5.13	5.49	5.94	6.06	6.00	5.89	6.16	6.33	6.32	6.25	6.36	6.40	6.49	

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8月10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

運用の「おコメ」は債券だった

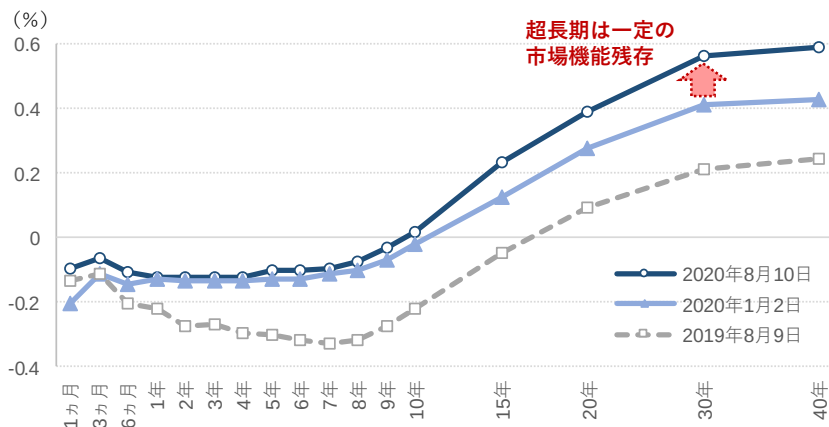
筆者は長年、債券アナリスト業務に従事してきたが、そのなかで常に、投資家にとって債券投資は投資の中心、「主食」であり、いつも食べる「おコメ」のようなものと説明してきた。特に、預金に資金調達を依存している預金金融機関にとって安定した資金を長期の期間リスクをテイクして収益を確保すべく債券投資を行うことは重要な金融機能の発揮と考えてきた。

ただし、ここで「おコメ」の味は長短金利差にあり、短期で調達した資金を長期間のリスクをとることによる収益が長短金利差として得られてきた。また、期間の経過に沿ってロールダウンによる収益も獲得可能になった。ここでロールダウンとは時間の経過とともに利回り水準がイールドカーブの傾斜を転がるように低下して債券価格が上昇することを指す。

その結果、従来の債券のメリットが活用できるのは、水没マップ上、水面にでた10年以上となる。すなわち、従来の10年債への投資が、10年までが水没下環境では20年の超長期分野への投資へ移ることになる。水没環境下では超長期分野をいかにポートフォリオに加えるかが重要な論点になる。超長期分野は、超長期先物市場が事実上機能しないなか、そのヘッジツールに欠ける面があるものの、リスク量を管理しつつも超長期分野の取り込みは重要だ。また、そうしたニーズを背景に超長期国債や社債市場の拡大も期待される。

■債券投資では超長期分野の重要性が増している

イールドカーブ（日本）



（作成）岡三証券

LED戦略に

■長短金利差が縮小し、LED戦略の必要性が高まった

金利水没の環境においては、長短金利差は基本的に存在しにくい。すなわち、マイナス金利での資金調達が困難な状況においては、理論上の長短金利差は存在してもそのメリットを享受することは困難だ。その結果、「おコメ」の味がなくなってしまう状況になってしまった。「おコメ」の味がなくなったなか、「新たな主食」、「おかず」を探して栄養を確保する必要が生じた。これが、筆者が示してきたLED戦略でもあった。純然たる債券に依存する場合は、「L」、長期の次元で超長期分野の関与が必要になり、世界的に超長期分野への活用拡大になってきた。また、「E」、海外のフロンティア拡大が重要になった。また、「D」、多様化でキャッシュフローの源泉に向かう必要が生じた。金利マイナスでもクレジットスプレッドは残存することで、クレジット投資へのニーズがあった。また、配当・賃料はマイナスにならないなか、新たな「おコメ」として株式・不動産へ資金の流れが生じた。

コロナ後の新常態「修正LED」戦略

筆者は当TODAY（5/12）で、コロナショックで緊急避難的なCDB戦略が生じたとし、コロナショックの極端な不安が沈静化するなかで運用戦略は再びLED戦略に戻るものの、それ以前のLED戦略とは異なる、「修正LED戦略」となるとした。

平時においてはLED戦略でも有事では緊急避難的な「CDB戦略」とし、それぞれ、「L」の次元では、「キャッシュ」現金回帰「C」（Cash）、「E」の次元では、自国回帰、脱グローバル化に、「D」（Domestic）、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

■コロナショックを受け、
従来よりリスクを抑制した
対応が求められる

「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。その結果、従来のLED戦略に比してよりリスクを抑制した「修正LED戦略」の必要を議論してきた。また、機動的にリスクを抑制する対応に向かいやすいとした。

LED戦略とCDB戦略

	LED戦略 平時の対応、 攻めの対応	CDB戦略 有事対応(ステイホーム)、 守りの対応	修正LED戦略 「Withコロナ」での 運用戦略
Long – Cash	長期 Long	キャッシュ Cash	長期化へ回帰するも、 一定のCash水準を維持
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	海外に戻るも、 一定の国内比率維持
Diversified – Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券（おコメ）回帰	期待水準の引き下げ、 リスク抑制的な多様化戦略

■金利水没で金投資のデメリッ
ットが相対的に低下

金利水没でなぜ金上がるのか

従来の投資の常識では、利払いのない金の投資メリットは低かった。しかし、金利水没で金利を失った世界では、元々金利を生まない金投資のデメリットが相対的に低くなったことが金価格上昇の一因と考えられる。しかも、ドルに対する不安も存在するなかで、地政学的にも質への逃避で金への資金流入が生じやすかったと考えられる。すなわち、LED戦略とCDB戦略の要因が組み合わさったものとも考えることも出来る。

超低金利長期化で投資の常識が変わる

コロナショックでリスクを意識しつつも、LED戦略に戻るバイアスが根強く存在するのはなぜだろうか。その理由は、リスクフリー商品の存在が、マイナス金利で失われた面も大きいと考えられる。その結果、従来から運用上の常識であった、「債券＝リスクフリー」の前提が変わる可能性がある。そのなかでは、新たなリスクフリー商品を探すことが重要になる。新たな運用の主食、「おコメ」は、まず伝統的な債券を中心としたインカム商品ではクレジット商品、なかでもインフラを中心とした安定的な利払いが重視されやすい。また、安定配当の株式、安定賃料の不動産も新たなインカム商品の位置づけとなる。ただし、以上の「修正LED戦略」において

■一層、インカムに対する
選別が強化されよう

は、コロナショック以降、一層、インカムに対する選別が強化されることになる。株式市場では比較的高配当で安定したものに向かいやすい。不動産市場でもコロナショック以降、一時的にREIT市場は大きな下落圧力を受けた。ただし、その後のREIT市場では賃料の安定が見込まれるインフラや物流に目が向きやすいだろう。以上、コロナショック後の新常态、「修正LED戦略」では一層、インカムの安定度への選別が強まると展望される。また、超低金利長期化への期待が続くなか、資産価格上昇、金融不均衡の拡大が生じやすいだけに、「修正LED戦略」では過度な高騰に慎重な対応も望まれる。

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)