

経済金融研究会
「金融史の一ページが塗り替わる2020年」
大和証券株式会社 チーフ・ストラテジスト 谷 栄一郎氏

令和2年2月18日

【自己紹介】

大和証券金融市場調査部の谷です。本日は、経済金融研究会で皆様にお話しさせていただく機会をいただきましたことに感謝いたします。

簡単に経歴をご紹介させていただきます。3年半ほどクレジット・リスク管理、6年間クレジット・アナリストを経験し、リーマンショックでクレジット・リスクが顕在化する中、トレーディングを5年半経験しました。それ以降、経験を活かし、ストラテジストとして活動し、昨年からはチーフ・ストラテジストとして、大和証券の金利見通しを立てる責任者をしています。

タイトルを「金融史の一ページが塗り替わる2020年」としていますが、変わったと思うことがたくさんあります。恐縮ながら、テレビに出演しています。債券の人間がテレビに出ることは、あまりないことだと思っています。100万人の方が視聴する「モーニングサテライト」で、実際に債券の売買をする人が何人いるか。3,000人程度かなと思います。では、残りの99万7,000人は、何のために債券の話聞くのか。毎月、出演する機会をいただいていますので、債券の話に関心があるのです。どういうことに関心があるのか。債券が、金利が、あまりにおかしい。金利が、ここまでおかしいと、株も為替も企業の活動も、いろいろなことが変わってくる。それを感じているから、テレビ出演の機会をいただいていると認識しています。

私は、金利の専門家ですが、クレジットのキャリアも長く持っていますので、そういった視点から見えることを、本日はご紹介したいと考えています。

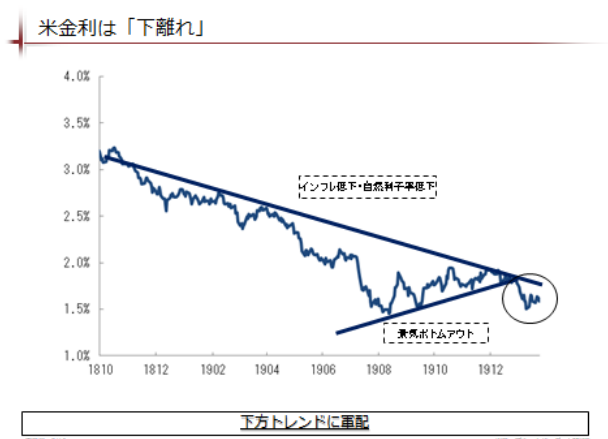
本日、お伝えしたいことは3点。1点目は低金利、次元が違う低金利です。ただ低いとは全く違う、レバレッジの意味が変わると言えるほどの低金利です。

2点目、あまりにも金利が低いので、金融政策のあり方が変わってくる。これが現実化してくる2020年。

最後に、SDGs(持続可能な開発目標)、一過性の現象ではないと考えています。これは、既存のフレームワークにひずみが生じてきて、その部分を修正しようという動きの中でのSDGsだと理解しています。10年後、20年後から見たら、あのとき変わるべきものが変わったと、振りかえることになるのだろうと思います。

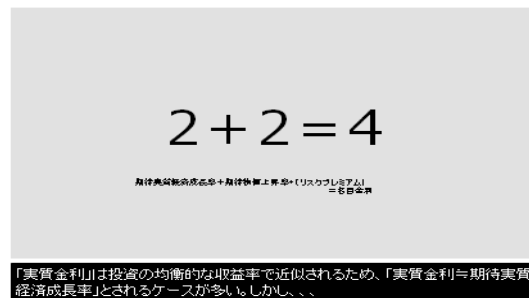
【①教科書を塗り替える低金利】

まず、教科書を塗りかえる低金利に関してご紹介させていただきます。



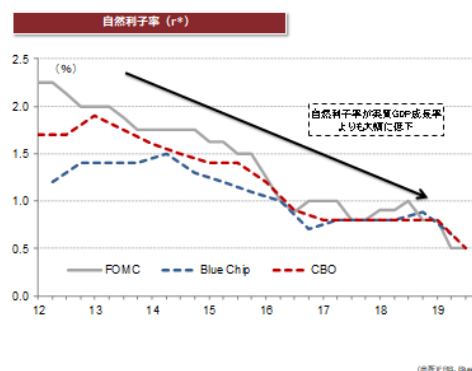
アメリカの10年金利の水準です。まず、30年間、金利は低下トレンドです。理由は簡単で、インフレが低下していることと自然利子率が低下していることです。でも、この半年間は、あまりにも下がり過ぎた金利が、ボトムアウトしてきている。実は、今年の1月は大変興味深いタイミングでした。この低下トレンドが勝つのか、それとも、この半年間の上昇トレンドが勝つのか。ぶつかり合うタイミングだったのです。やはり低下トレンドが勝って、下方トレンドに軍配ということにはなったわけですが、現在の10年金利の水準としては、米国の金利が1.6%を下回る水準になっています。これだけですと、ただ低いですねというお話です。

壊れた方程式



私が教科書1つ塗りかえたと思っていますのがこちらです。私が教科書で過去学んだことで、1つ目の2がGDP成長率、米国の事例でご紹介しているのですが、アメリカのGDP成長率、2%です。今もそうです。インフレは、大体2%。過去の常識でいえば、成長率が2%でインフレが2%ですから、米金利は4%前後。これが出てくる値になります。実質GDP成長率とインフレの合計値がおおよそ金利の水準。なぜそう言えるか。インフレは、貨幣価値としてですが、実質金利。GDPが2%で成長している国です。2%ぐらいのリターンは簡単に得られます。2%得られないのであれば、ほかにお金を使うわけです。ちゃんとしたリターンがないのであれば、貸しません。借り手と貸し手がぶつかり合って、金利が決まっています。例えば日本の高度経済成長期、借りたい人ばかりです。貸したい人はほとんどいけませんので、金利は高くなります。2%の成長の国であれば、2%ぐらい実質リターンをくださいねと。これが過去の常識であり、教科書に書かれていたことです。

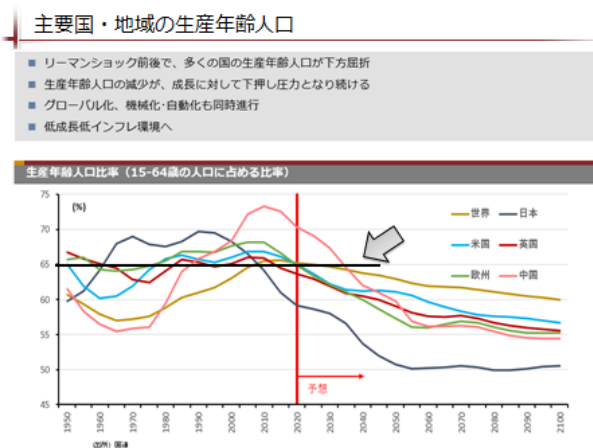
米国の中立金利水準



こちらは、自然利子率。実質金利、GDP成長率とほぼ同じ概念として使われているものです。2012年まで、アメリカの自然利子率はGDP成長率と同じ2%程度。教科書がちゃんと使えていたのです。2012年も金利は低かった、でも、まだ既存の教科書が使える状態の低金利でした。それが、2020年。今では、自然利子率0.5%、経済成長率が2%なのに自然利子率が0.5%です。これは、すさまじいことを示しています。誰でも簡単に2%の成長をつくれる国なのに、0.5%でお金を借りられたら、借りるほうは丸もうけです。裏を返せば、貸すほうはものすごく不利です。2012年の低金利と、今の低金利は全く違って、今の低金利は、お金を借りた人から貸している人に価値移転が起きている、そういうレベルの低金利になっています。

私は、年間500件、企業様に経済ブリーフィングに伺わせていただく機会があるのですが、今までは、金融緩和しているから金利が低いけれども、しばらくしたら上がってくるであろうと思っていたわけです。今は、金利は、ずっと上がらなさそうですね。景気が悪いから上がらないのではなくて、成長率は悪くないのに上がらないですね。企業は、考え方が変化してきています。一過性の金利低下から、かなり持続する金利低下だと。何でこんな状態が継続するんでしょうかと。

なぜ、こんなおかしな均衡で金利が続くようになってしまったのか。ここが大事なポイントです。おそらく少子高齢化です



幾つも要因はあるのですが、一番大きいと私が考えているのが、少子高齢化です。日本が、一番最初に少子高齢化しました。誰もが知識としては知っています。その後、欧州が、米国がやや少子高齢化しています、誰もが知識としては知っていることです。これが何をもたらすのかをほんとうに知っていた人は、私はいないと思います。私を含めてです。

自然利子率が成長率よりも大幅に低下し、債権者から株主へ価値移転が起きます。それが実際に起きたこと。何で少子高齢化したらそんなことが起きるのか。

黒い横線が、生産年齢人口比率65%。人間は赤ん坊のころはお金を稼げません。老齢期も稼げません。生産年齢の時期にお金を稼いで、老後に向けて貯蓄します。例えば1980年代、90年代の日本は、働く人の全人口に占める比率がすごく高かった。経済には活気があります。これが低下してくる形は少子高齢化、特に高齢化していることを示しています。アメリカ、欧州が、日本から10年遅れでたどる形になっている。

生産年齢人口比率のときしかお金を稼げません。では、人間の貯蓄はいつ最大化されるか？答えは65歳です。最近、定年70歳まで延びておりますが、その場合は70歳が最大化されるポイントになります。老齢期に向かう、生産年齢人口としての年数が終わるタイミングで、人間の貯蓄は最大化される傾向が平均的にあるということです。そして、この生産年齢人口比率の世界の推移が示しているのは、日本のみならず、世界がかなりの程度、逆ピラミッドになっていて、全体に占める高齢者の割合が先進国において多いということです。

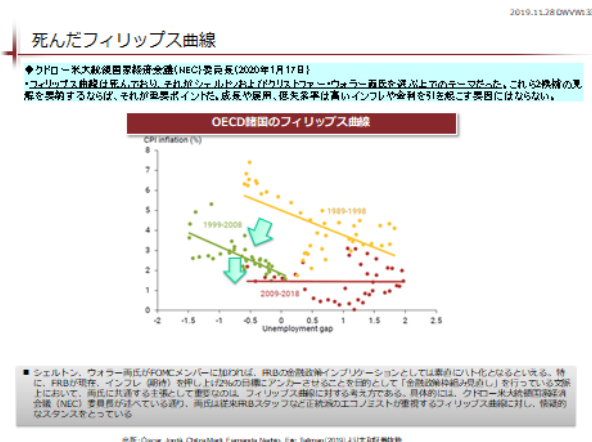
2つまとめると、貯蓄が最大化される人の人口のウエートが、大きい状態になっていて、金余りになります。高齢者の老後の資金です。老後に向けてしっかりためたお金ですから、計画的に取り崩して、しっかりやっていきたい。元本の安全性が一番大事です。ポトムラインとしては、お金を貸したがりです。お金を貸したがる人がものすごく人数として逆ピラミッドで増えた状態にあり、この人たちの貯蓄が最大化され、流れ込んできているのが、現在の債券市場です。

先ほど、成長が2%なのに、何で、0.5%で貸す人がいるのかと謎かけしました。自分の寿命が、あと10年、1

5年という時、十分なお金があれば、元本が保全されることが一番大事で、成長が2%で貸し出し金利が0.5%でも、実質、インフレを足し合わせると2%ぐらい得られるということで貸します。

結論として、少子高齢化すると、貯蓄が最大化された人が、元本の安全を求めてお金を貸し出し、預金のほうに流し込んでくる。結果として、需要と供給がマッチする金利の場所は、自然と下がっていくことになる、おそらくこれが低金利の背景です。日米欧が同時に高齢化し始めたところ、世界中の金利を全てたたき潰すような、金利低下が発生している。

人口の推移の予測は、一番当たりやすい予測だそうです。生産年齢人口比率は、改善しません。悪化します。債券市場に安全性を求めるお金が濁流のように流れ込んでいる状況はしばらく変わらないと思います。ですから金利は、上がりませんと自信を持ってお答えします。もちろん、景気サイクルはあります。景気サイクルはいいときは悪いときより多少上がります。しかし、長い目で見て、金利の低下トレンドはおそらく続いており、もっと加速すると、考えられる。からです。



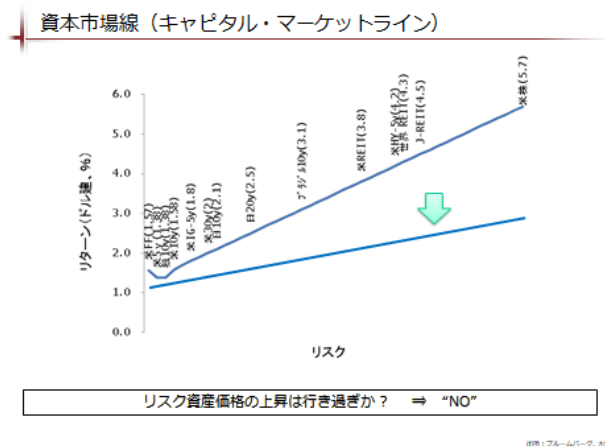
インフレのお話です。フィリップス曲線と呼ばれるのですが、失業率とインフレには関係がありました。黄色の線をごらんください。失業率が改善すると、インフレーションがぐっと上がっています。黄緑の線、2000年ごろになると、失業率が改善してもインフレがあまり上がらなくなってきました。まだ上がってはいます。しかし、赤色の線、2009年以降をごらんいただくと、インフレ等と失業率の関係が消失した形になっている。これが、フィリップス曲線がフラット化した、もしくはフィリップス曲線が死んだなんて言われる状態です。何が言いたいのか、インフレは上がりませんということです。2足す2の右側、インフレが上がりにくいです。おそらく下がります。じゃあ金利は、上がらなさそうというのがどうしても結論になります。

黄色から黄緑の変化とは、何があったのか。インフレが上がらなくなった理由が必ずあるはず。2つ申し上げます。1つは、Windows98の登場、PCのせいですね。生産性が、ホワイトカラーにおいて改善するようになった。もう1つ、中国がWTOに加盟したことによるもの。2001年ですが、おそらくこのせい。世界の工場として、中国がぐっと動くようになって、先進国のブルーカラーの工場労働者の賃金が上がりにくくなった。それが2000年以降の状態です。さらにその後、赤に入るころには、Windows98というレベルではないです。スマホ、AI、というレベルに突入して、中国が世界の工場として完全に1位を確立する状態になります。

インフレというのは給料が上がらないと上がりません。ホワイトカラーの給料、上がるでしょうか。給料が上がるのなら、AI、機械にやらせますというのが今の発想です。工場労働者の賃金が高い。では、ベトナムで、中国でつくればいい。競合財がいるのです。昔は、この競合財がいなかった。それが競合財が生まれて、非常に効率的になった結果、賃金が大幅に上がることが、ほぼ起きなくなった。この状況は変わらないと思います。どちらか

という、AIで武装したロボティクスが、雇用を奪っていく可能性すらあります。インフレではなくてデフレの方向に進む可能性が高いです。

この2つをまとめさせていただくと、1つ目は1990年代から2000年代に向けたフィリップス曲線の低下。その後のフィリップス曲線のフラット化。2+2=4の右側、インフレはなかなか上がらないでしょう。金利、債券運用、厳しいですね。一方で、それは明るいことも唆していると思っております。一番それを表現しやすいのが資本市場線。CAPM理論というものを皆様、お耳にされたことがあると思います。1969年に提唱された概念で、かいつまんで申しますと、リスクを取ると、リターンが平均的に上がります。それが1本の直線で引くことができ、資本市場線と呼ばれます。細かいことを言っていると、話が進みませんので、人が取るのが嫌なリスクを取れば、それだけリターンが上がるという関係です。



一番安全な原点は、アメリカの短期金利です。現在1.5%、そこから少し逆イールドになってしまっていますが、5年国債、米国の10年国債、30年国債、米国の社債と続きます。JGB、日本国債は、日本でいえば安全資産ですが、ドル換算すると、日本のJGBは、こんなに高いリターンになります。さらに、ブラジル国債があり、REITがあり、株がありと。

資本市場線、原点が低金利です。上がりません、フラット化します。米金利のパワーは、本当に強いので、全部をフラット化させるパワーがあります。そうするとどうなるでしょうか。昔は例えば日本のREITの利回りは6%でした。今、J-REITの利回りは3%台前半まで低下しています。それは株価が倍になったことも示しています。

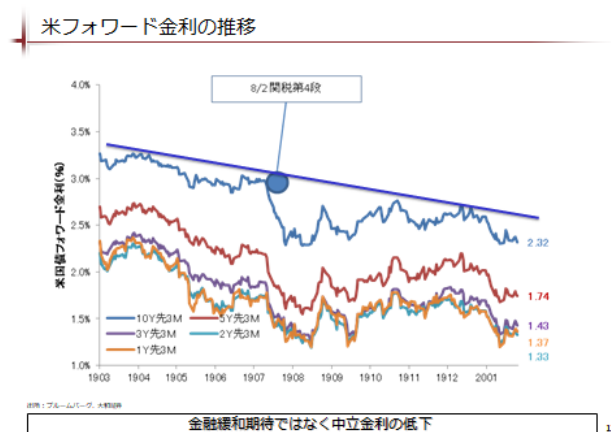
世界中で、金利が上がらなくなる、イールドカーブがフラット化する。債券価格も上昇しますが、株もREITも全リスク資産、上昇します。アベノミクス前の日本の不動産価格とアベノミクス後の不動産価格を思い返していただくと、都心部では、倍近く上昇したはずですが、そのときはバブルだと。でも、今までずっと続いています。これが実力値なのです。金利が高い状態から、低い状態に移行するとき、全リスク資産の価格が上昇します。このキャピタル・マーケットラインの低下、フラット化、これこそが現在起きてきていることであり、根っこにあるのは少子高齢化とテクノロジーでした。米REITとか、米株、おそらくもっと値上がりすることになると思います。いつですか、利下げしたとき。ちょっと違います。利下げというよりは、30年米国債と短期金利が両方低下したときです。それが、イールドカーブがフラット化し、資本市場線がフラット化し、今まで5%の利回りがあったものが、値上がりして4%になる。それでも信じられない、3%になる。それでも買いたい、2%になる。こういう大きな動きの流れの中にあると思っています。

とすると、これまで、金利の話をしてきたのですが、これは株を買う人にも、REITを買う人にも、みんなに影響がある話になります。金利が持続的に低下する、継続的に水準が切り下がるのであれば、リスク資産の価格は水準訂正と呼ぶべき変化が起こります。おそらくそれが起きているのが現状であり、米株、米REIT、日本株もそうですね、日本のREITもそういうことかなと。

こう考えると、低金利ですが、あまり暗い話でもないです。持っているもの全部が上がりますというお話ですから、リスクを取らずにいた人は、これをとって逃し、リスクを取った人は、全部恩恵を受けています。今、アメリカのFF金利は1.5%から1.75%、次の一手が、利上げか利下げか。どう考えても、利下げです。じゃあイールドカーブはスティープ化するのでしょうか。どう考えても、フラット化方向だと私は思っています。ということは、資本市場線もフラット化方向、おそらくリスク資産は値上がり方向です。やり過ぎるとバブルになりますが、現状がバブルかという、全くそうではないと私としては考えています。

低金利が、あまりに低くてあまりに継続すると、全ての資産のリスクプライシングをもたらすことが起きているというご紹介です。いいこともあるということです。

【②金融政策の枠組みレビュー】



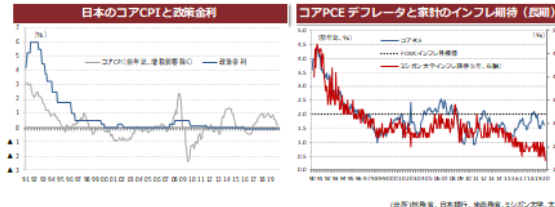
金融政策の枠組みのレビューが行われています。今年中に米国と欧州で結論が出ようとしています。何をやっているの？ そもそもなぜそんなことをしないといけないのか？

上の資料の青い線、5本記載していますが、全部3カ月金利です。1年先の3カ月金利、2年先、3年先、5年先、10年先です。10年先の3カ月金利は、人の予想とか、需給の予想では当たらないので、経済の実力値を反映して動く傾向があります。米国の10年先3カ月金利は、すごかったのです。昨年のは、まだ3%台を維持していました。米金利は、やがて3%に戻るのだと思っていたわけです。現在、これがどんどんどんどん低下してきて、現在2.3%、これは、利下げされるから下がっているのではありません。中立金利、インフレと自然利子率の合計値、アメリカの経済の金利の実力は、このあたりですねというものが、ずっと低下していることを反映しています。

そうすると、株も不動産も上がるのだ、というのが先ほどご説明したことです。ここでは中央銀行の観点から、実は今、機運が高まっているのが、インフレ・ターゲットの再考です。これはとても大事な論点だと思います。

インフレ・ターゲット再考

- 中立金利の低下が次の景気後退の際にELB（金利の有効下限）制約の可能性を高めること（＝金融政策余地が限定される懸念）を動機として、現在の各国中央銀行の政策運営の中心にあるインフレ目標（インフレ・ターゲット）を再考しようとする流れが世界的な潮流（テーマ）となっている
- ニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁は「インフレ目標：アンカーの確保」と題する講演で、インフレ期待は、伝統的な適合的期待のように、過去のインフレ率の機械的な平均によってではなく、「金融政策運営によって形成されるインフレの歴史的挙動に依存する」ことを強調した。そのため、現在インフレ率が過去6年間のFRBの目標水準を下回り続けているものの、「（適切な金融政策により）インフレ率が着実に目標水準に維持されれば、期待のさらなる下振れ傾向は防ぎ得る」と述べた



1つ目のポチ。中立金利の低下が、次の景気後退の際にELB (Effective Lower Bound) と呼ばれるのが、ゼロ下限制約。金利ってゼロより下に下げられないはずだ。ゼロ下限、Zero Lower Bound。マイナス金利もできるね、多少であれば。じゃあEffectiveなLower Boundはゼロより下かもしれないけれども、利下げに限界はある。だから、Zero Lower Boundではなくて、Effective Lower Boundという言葉が使われるようになっていきます。でもほんとうに最近の話です。2012年まで、バーナンキの論文を見ても、Zero Lower Boundって普通に書いてあります。それがいつしか、Effective Lower Boundに、みんな変わっています。

中立金利の低下は、次の景気後退の際に、ELB制約の可能性を高める。何かというと、利下げしたときに、限界まで張りついてしまうということです。今の日本や欧州は、既に張りついている状態ですが、米国においても、次の景気後退があると、ELBの下限まで張りつくことになる可能性が高い。金融緩和政策の余地が、限定される懸念がある。それを動機として、現在、各国中央銀行の政策運営の中心にあるインフレ目標を再考しようとする流れが、世界的な潮流（テーマ）となっている。間違いなくなっています。

ニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁は、「インフレ目標：アンカーの確保」と題する講演で、インフレ期待は、伝統的な適合的期待のように、過去のインフレ率の機械的な平均によってではなく、「金融政策運営によって形成されるインフレの歴史的挙動に依存する」ことを強調しました。そのため、現在インフレ率が、過去6年間のFRBの目標水準を、下回り続けているものの、「（適切な金融政策により）インフレ率が、着実に目標水準に維持されれば、期待のさらなる下振れ傾向は防ぎ得る」と述べました。どういうことかということ、ぎりぎりなのです、アメリカも。インフレ2%、実はもう達成できていなくて、ただ、まだ人々はインフレ2%が達成できるだろうと信じている状態です。

信じている限り大丈夫だというのが下の部分です。日銀の研究などでは、もうずっと2%より下だったから、もうインフレ期待として落ちてしまう。ウィリアムズさんが言っているのは、2%より下だったとしても、人が2%だとずっと信じていれば大丈夫。だから、そういう状態をキープしていけるようにしたいというふうに、ここで述べています。

ゼロ下限制約に当たりそうなわけです。今までのやり方では明らかにうまくいきません。今、アメリカは必死にこれを議論しています。これからの、金融の教科書の中心に座る議論が行われているわけです。

まず前提が、FOMC議事要旨の文章では「将来FF金利は、Effective Lower Boundに制約されるリスクがあります。だからいろいろ考えないとだめです。」という風に、作られています。言葉を変えれば、もう認めたわけです。次にFF金利がゼロになるのはもう必須だと。2019年9月のFOMC議事要旨で、もうEffective Lower Boundに現実的にヒットすると、彼らは言っています。

利下げ余地がない。どうしましょう。これは、Review of Monetary Strategy Tools and Communication Practices。全面的に戦い方を変えないとやれません。ツールというのは、マイナス金利の深掘りとか、量的緩和とかいうものです。そういうツールで、個別に戦うのではなくて、ストラテジーの戦い方をそもそも見直さないと、このインフレ

2%をキープするという戦いには勝てないわけです。そして、1つ唱えられているのが、a makeup strategyと呼ばれるものでして、インフレが2%よりもアンダーシュートしたときに、それを埋め合わせるという戦い方をしましょう。

ストラテジーの部分で2つご紹介する必要があります。1つは、インフレのレンジ化です。昨年9月の時点でわかっていたお話です。「インフレをレンジ化(the adoption of a target range for inflation)した上で、a makeup strategyで、the makeup strategies in the form of either average inflation targeting or price-level targeting。どちらがとられるかわかりませんが、いずれにせよインフレが2%より下に行ったら、将来、必ず埋め合わせる。しばらく低いかもしれないが、その後、必ず埋め合わせて2%にします」と中央銀行が宣言する。それによって、将来的に2%になると確信させ持たせておけば、目的は達成される。それには、インフレはレンジなのです。そしてmakeup strategiesを取りますよという戦い方にしていけないとできないだろう。

ツールは、4つ述べられています。日銀がやったことを全部調べて、どれが有効でどれが有効でないか確認したということが、はっきりわかります。forward guidance、有効です。弊害も少ないし、まずやります。次に、「量的緩和」、asset purchaseと呼ばれるものですが、これも有効です。どういうやり方が有効かに関しては、幾つか議論がされていたり、金利水準が高いときは量的緩和が有効ですが、金利が下がったら有効性は落ちるかもしれないと、いろいろ検討されています。彼らが保有しており、実際に使うツールとして申し上げると、forward guidanceは絶対に使います。量的緩和も絶対に使いますと、そういうことが書いてあります。

議論が分かれるのが、イールドカーブ・コントロール。使うのかどうか。私が解釈した結論を申し上げさせていただくと、使います。彼らは、おそらく導入します。でも、年限に日本と違いがありそうです。日本の事例から導いた結論だと思うのですが、10年ゼロめどはデメリットが多過ぎる。おそらく彼らが出している結論は、YCC(イールドカーブ・コントロール)はツールとしていいけれども、10年ゼロめどはやり過ぎであるというもの。正確な言葉を使うとshorter-term interest ratesのcapに関しては有効だけれども、long-maturity Treasuryを使うものに関してはあまりよくなさそうですねという結論です。

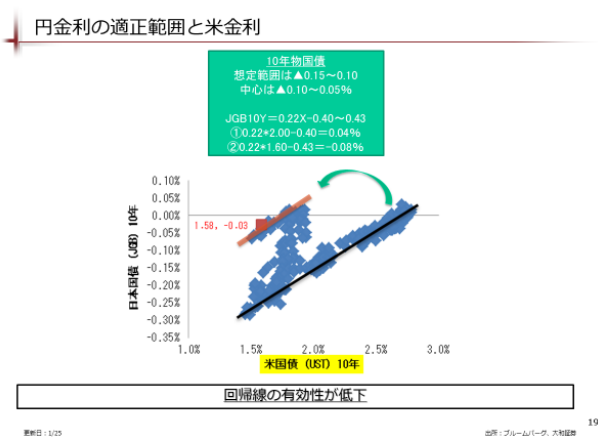
そう遠くない将来に、実際に発動されるので、もう一度確認しておく、彼らは、イールドカーブ・コントロールをおそらく使います。FFが0%まで下がって、その後、量的緩和しながら、3年ゼロめどまではおそらくやります。それほどこれから先のインフレ2%を維持するための戦いは厳しい。利上げできればこんなことは考えなくてもよかったのですが、実際はそこまで考えてやっていかないとできないくらい大変な戦いになります。

最後に、皆様にご関心が高いエリア、マイナス金利についてもFEDの結論。結論は出てないです、興味深いのは、結論が出てないという結論です。マイナス金利は(negative interest rates)、副作用が大きくなりがちです。やめたほうがいいかもしれない。金融機関の金融仲介機能を傷めるかもしれない。でも一方で、スウェーデンの事例に見られるように、実は金融機関がぴんぴんして、猛烈に貸し出しが伸びるケースも実際に観察されています。マイナス金利を入れたら、経済はどうなるか。答えがないのです。マイナス金利を入れたら、1つのケースは金融機関がものすごく体力が低下していて、信用収縮が起きる。もう1つは、マイナス金利を入れたら、バブル的に走って行って、コントロール不能な信用膨張が起きる。両方発生しています。ですから、彼らFEDとしてはちょっとまだよくわからない。わからないけれども、有効かもしれないです。ですから、状況次第では有効になる可能性はあるので排除していません。マイナス金利はだめだからやめていく流れだというのはいささか。時々、報道で見られるのですが、真っ赤なうそです。マイナス金利はよくわからないというのが、おそらく本当のところなのかと思えます。

事実上、日本のマイナス金利って、なんちゃってマイナス金利で、民間の借り入れって誰もマイナスになっていません。地公体ですら、なっていないで、マイナスになっているのは、国だけです。ですから、日本のマイナス金利では、あまりほんとうのマイナス金利ほどの弊害は出ていないはずで、深掘りに関してはまだ躊躇するでしょう。できる、できないで言えば、できると思いますが、副作用がやっぱり大きい可能性はそれなりにありますので、有効かもしれないですが、まだマイナス金利に関しては、海のものとも山のものともわからないというのが、あれほ

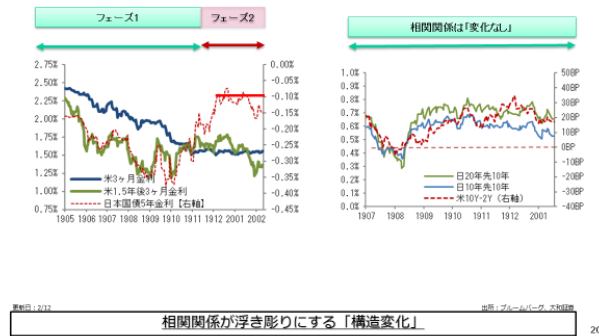
ど多くの国が採用した後でも、なお、こういう結論になっています。FEDとしては、武器としては一番後ろに置かれています。ほんとうにどうしようもなくなったときに使うかもしれないツール、武器ですということです。

長期金利は、操作はいま一つ。YCC、短期金利であれば有効ですね。マイナス金利は、よくわからない。これが、去年の10月の時点で得ている結論です。時期的なことと申し上げておきますと、今年の中ごろ(middle of 2020)に結論を出すと言っています。FOMCの会合で申し上げれば、6月か7月にFRBが金融緩和の新たな枠組みを出してまいりますので、歴史が変わる瞬間です。教科書が変わる。今までは、景気が悪ければ利下げ、景気が良ければ利上げ。昔の金融緩和って簡単だったのですね。そんなのあつという間に下限にヒットして、それからフォワード・ガイダンスをやるのか、量をやるのか、YCCをやるのか、マイナス金利をやるのか、そこが難しく、そこが金融緩和じゃないですかというふうに、将来、今までの金融緩和を切り捨てられるような、きっと幸せな時代だったのだろうか。ただし、金利低下は待ってくれませんので、変わりますというのが申し上げます。



日本の金利に関して簡単に、紹介できればと思っています。日本の金利はおもしろい動きがありました。何かというと、米金利を横軸に、円金利10年を縦軸にいたしますと、1本の線で引けていたのです。私は、こう言っておりました。「日本の金利なんて見なくていいですよ。だって米金利を見れば完全連動じゃないですか」と。昨年11月以降、米金利がほとんど変わらずに、円金利が上昇していきました。そこだけを捉えて、ベータが変わったとか、円金利と米金利の連動性はなくなったと。なくなるわけがありません。世界中の金利は、中立金利で連動していますので、それでも、そのときにこういう動きになったのは事実で、その後、再び米金利と同じベータで完全連動する形に戻っています。

円金利と米金利

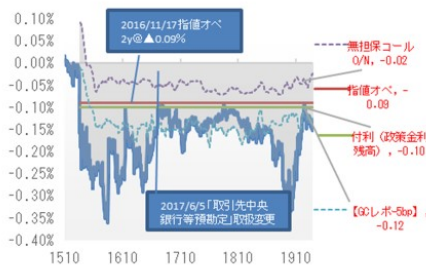


相関関係が浮き彫りにする「構造変化」

1本引けていた回帰線が壊れて、関係が変わりました。これはデータの性質が変わったということです。「確実に何か変わった。それを知らないのが、気味が悪い」というのが、事業会社のCFO、財務部長の方々がおっしゃっておられたことです。誰に説明を聞いても、腹落ちできる理由を教えてもらえなかったそうです。大変、手前みそですが、「谷さんの話を聞いて、初めてわかった」と多くの方が言ってくださりまして、左の図にご注目いただきたいのですが、黄緑の線がアメリカの1.5年先、3カ月金利。少し先の金利でして、利下げしそうであれば下がります。利上げがなさそうであれば戻りますと。こういう動き方をします。注目は赤い線、日本の5年金利でして、昨年10月まで完全連動しています。日本の短期金利は、アメリカの利上げ、利下げと完全連動していました。議論の余地はないはずで、それが昨年10月末までの動きになります。これが11月以降、何が起きたかということ、米金利が横ばいになる中で、日本の金利、5年金利だけずっと上昇していき、ついに、マイナス金利政策の場所より上まで来たのです。ここまで来た後は、ずっと米国との連動性を再び取り戻す。この2カ月間、11月と12月だけ、昨年、特異な動きになっていた。米金利との連動性が切れたように見えます。でも、右の超長期をばらばらとすると連動性は切れていない。このフェーズ1、完全に連動していた時期から、フェーズ2、いきなり連動性がなくなって、そしてぴたっとマイナス0.1で安定するというこの時期に何があったのかということです。日米金利の連動性がなくなったと。うそです。だって超長期、連動していますので、世界中の金利は連動しています。なのに、こういうことが起きていた。

日本国債2年

JGB 2Y 指値	JGB 2Y 指値	政策金利	無担保コール	JPY O/N	海外中粒
オベ	オベ	オベ	オベ	オベ	オベ
-0.09	-0.04	-0.10	-0.02	-0.07	-0.12

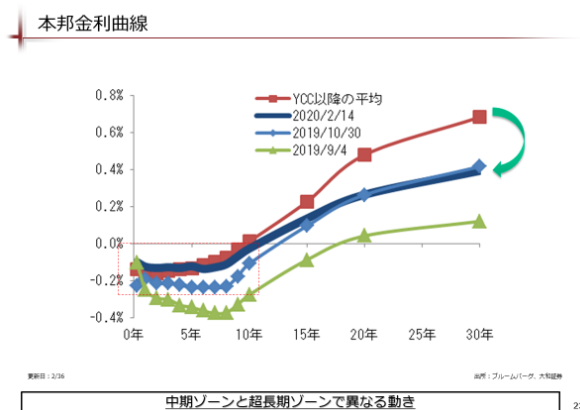


利上げ期待が出るまで-0.10%近辺が抵抗線

21ページの2年金利でばらばらと、よりすさまじい動きになっております。12月24日、2年国債の入札

がございました。これは、マイナス0.35%だった2年金利がマイナス0.1%より上までいって、日銀がマイナス金利を続けるのか続けないのかで、続けないかもしれないと思う状態にならないといけない水準までいったのです。ここで、入札で兆単位の国債が供給されますと、果たして流れるのか、バーンとプラスのほうに向けて金利が上がるのか、日銀はマイナス金利を続けるでしょうということになるのか大注目しておったんですが、結論は、おそらくは銀行勢に強烈に買われて、ここが天井になって、すーっとおりてくるということになりました。ですから、マイナス金利の解除までは読まれていないということです。

じゃああの5年の金利の動きのところって何だったのですかと。私なりの結論です。11月25日にIMFから日銀に対して提言がございました。そこで、この一文ががございます。「イールドカーブ・コントロール枠組みを調整する。日銀は、金融緩和政策の長期化が金融機関の収益性に与える影響を緩和するために、残存期間が比較的長い国債の購入を抑えつつ、イールドカーブ・コントロールにおいて利回り0%の目標値を設定している対象を10年物国債から、満期のより短い国債に変更し、イールドカーブをスティープ化することができる」と。これだけ見ますと、何を言っているの、IMFさん、ということになるわけですが、皆様には、昨年の10月のFOMC議事要旨をご紹介させていただきました。イールドカーブ・コントロール10年ゼロは長過ぎる。その結論を知っている人間が、IMFのこの提言を見ると、FRBとIMFが同じことを言うのですねと。10年ゼロめどが長過ぎる、これはもしかしたらあるかもしれないな。きっとそう感じるはず。私はそう感じました。ほかにも量をやめるのですとか、オーバーシュートコミットメントをやめるのですとか、物価安定目標レビューする。もうインフレはレンジ化したらいかがですかと。これらはFRBの議事要旨と同じ内容なのです。それが出てきているということは、おそらくこれは本物で、したがって、日銀に聞くと、いや、現時点において枠組みの変更は考えておりませんとおっしゃるわけですが、実際は米国が見直して、欧州が見直して、日本が見直さないということがあるでしょうかと考えれば、おそらく日本も2021年に見直しの動きに入ってもおかしくないだろうと思いたくなくなってしまいます。



薄いブルーと濃いブルーをご比較いただくと、この間に起きたことがよくわかります。薄いブルーはグローバルに金利が連動しながら上昇したときの場所です。世界中上がりました。日本も上がりました。その後の薄いブルーから濃いブルーは日本特有の動きになっています。どうなったか、5年、7年、10年金利は上昇しています。だから10年金利しか見ていない人からすると、金利が上昇したように見えたのです。しかしながら、超長期の金利をごらんいただくと、むしろこれは低下しています。世界中、金利低下していますので、日本も低下していたのです。その間、10年金利しか見ていない人は、金利が上昇したのに円高にならなくて不思議だと言っていたわけです。別に金利は上がっておりません。10年金利は上がりましたが、円金利は上がっていないです。だから、円高にもならないし、イールドカーブで見ないと実態を見落とす。そういう変化が昨年の10月末から12月にかけてあったのですというのが私の結論です。

しかし、これを運用という視点で考えると厳しいですね。赤い線、イールドカーブ・コントロール導入以降の日本のイールドカーブの平均と現状をご比較いただくと、実は猛烈にフラット化している様子をご確認いただけます。改善するでしょうか、しません。これは恐らく、世界中の中立金利の低下の動きを反映して、超長期の低下になっていますので、ですから実は投資家様の視点からこれを眺めますと、ただ単にプラスの金利が得られる部分がぐっと減って行って、かつ日銀のせいでそうなっている部分ではなくて、グローバル経済のせいでこうなっている部分がより悪化しているの、打つ手なし。言葉を変えれば、イールドカーブはフラット化し、資本市場線はフラット化し、だから株も上がるに決まっています。利回追求、いろんなアセットを、だんだんリスクをとって皆がやるようになるという環境だと思われま。

【③一過性の現象ではないSDGs(持続可能な開発目標)】

「世間では“SDGs” (Sustainable Development Goals : 持続可能な開発目標) の重要性が叫ばれている。」

(出所：筆者ヒアリング、2020年2月)

「一方、議決権行使助言大手インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス(ISS)は、ROE5%を下回る企業の取締役選任議案に反対を推奨している。」

(出所：筆者ヒアリング、2020年2月)

29

30

一過性の現象ではないSDGs。これは私が足を運んで、拾ってきている情報、会話ですので、皆様にもご関心を持っていただけるのではないかなと思うのですが、ある巨大な上場会社の副社長の方にお会いさせていただいた際におっしゃっていたことです。

「谷さん、SDGs、SDGsって大和証券さんは、すごくやっていますよね。世間ではSDGsが大事だと叫ばれていますよね。弊社でもSDGsをやるようにしました。ですが、ROE5%より下だと、取締役として選任が否認されてしまうのです。」

「決算説明会では、執拗にアナリストより“ROE” (Return On Equity:株主資本利益率) 改善を要求される

果たしてROE重視で進むべきなのか、ROEを多少犠牲にしてもSDGsに注力すべきなのか、混乱する」

(出所：筆者ヒアリング、2020年2月) 31

「決算説明会で、60分のうち30分をSDGs、グリーン、話しました。残りの時間で決算を話しました。アナリストの質問は、全部収益が低い、ROEが低い、前半の30分には誰も関心を示してくれなかったのです。一体どういことですか。果たして、私はどうしたらいいのですか。ROE重視で進んだらいいのですか、それとも、ROEは犠牲にしても、SDGsに貢献するエリアであればやっていくほうがいいのか。一体、世の中はどっちを求めているのか混乱します。少なくとも私はSDGsだと思って少し動いたところ、決算説明会で集中砲火を浴びていま

す」という実話がございました。

「カネ」「成長」
…これを最大化する数式の導出が既存経済学のフレームワーク
現在もこれは適切なのか？

32

すごくよくわかります。私の解釈では、SDGsというものが、こういう捉え方をすべきだと私としては思っています。カネ、成長、ROE、これは全部、カネの尺度です。エクイティー対比でリターンがどれだけ出たか。GDP成長率、高いほうがすばらしいですね。だからカネを追求して何が悪いの。日本は低成長だからだめで、中国は6%成長だからすばらしいですねと。このカネや成長を最大化するように組み上げます。既存のファイナンスのフレームワーク。そう組み上がっているはずですが。だからあるROE重視でやっていきましょうということになるわけですが、根本的な疑問として、これって今も適切なのでしょうか。この問いが一旦、必要になっているのかと、すごく感じる場所があります。

ジェネレーションY以前:

ジェネレーションY: 1980年代から1990年代に生まれた世代。幼少期から青年期にIT革命を経験

フレームワーク内の微修正で考える

ジェネレーションZ:

ジェネレーションZ: 2000年代以降に生まれた世代。幼少期からブロードバンド常時接続のインターネット、SNS、スマートフォンを前提として生活

物事をフレームワークから考える
(そもそも論で考える)

33

34

私自身はジェネレーションX。皆様の中のお若い方々でジェネレーションYなのかなと思っています。ジェネレーションYというのは、1980年代から90年代に生まれた方々で、幼少期から青年期にIT革命を経験している。自分が高校、大学ときにはパソコンやインターネットはあったよという時代の人たちまでは、先ほど既存のファイナンスのフレームワーク、ROE成長がすばらしい。それが一番すばらしいのだけど、でもこういうことも言われるのですよねと、フレーム枠内の微修正で考える傾向があるのだそうです。平均的に。

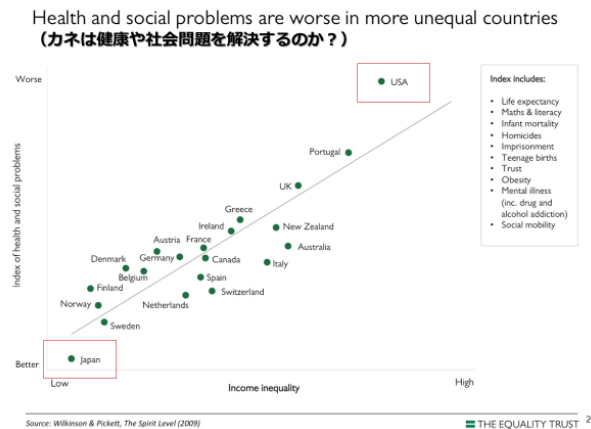
一方で、ジェネレーションZ。MITの教授の方に伺ったお話でおもしろいなと思ったのですが、MITの教授は2000年代以降に生まれた人たちの発想力が、ものすごく楽しみだと。なぜなら、ジェネレーションZは、もう生まれたときからブロードバンド。生まれたときから、スマホとか、もう常にインターネットに接続されてSNS、最初からそれが当たり前の状態になっています。教科書に書いてあることと、明らかに生まれて過ごしている環境が違います。彼らのジェネレーションZの特徴、物事をフレームワークから考える、そもそも論から考える力が強いのだそうです。何かそれが大事だって言っていますけれども、ROEってほんとうに大事なのですかと言ってしまう人たち。それがジェネレーションZ。私もXですからどうなるかというと、ROEは大事で確かに多くの人が見えています

から、最大限ROEを高めるのですが、ROEを傷めない範囲でなるべくいいことをするのがSDGsの概念に沿うのではないのでしょうか。こういうのはジェネレーションZより前です。



出所：BBC、大和証券 35

もう典型的にZだと、私が思いますのが、このグレタさん。「裏切ったら絶対に許さない」環境ですとかいったところのお話をしているわけです。それと一番好対照をなすと思うのがこちらのトランプ大統領。「おまえ精神病院に行ったらどうだ」みたいなことを平然とおっしゃる。もうこの2人の戦いを見ていると、ZとZより前の代表みたいな人たちの戦い方だと。もう全部の尺度がカネの人と、いや、カネって言うけれどもそれで環境とか悪かったら嫌じゃないですかという人。



なぜそう感じるようになったのか、おそらくこういうことです。一番右上と一番右下にご注目いただきたい。この図の見方ですが、収入の平等、不平等。右に行くほど不平等で、左に行くほど平等な国です。縦が健康ですとか社会問題、上に行くほど社会問題ですとか健康問題がひどい国。下に行くほどそれが優れている国です。実はものすごく強い相関関係があるのだそうできて、こちらがやっぱり平等が不平等になっていく国ほど、社会問題が大きい。麻薬ですとか。これが、一番世界で豊かな国はどこでしょうか。米国です。間違いなく、米国です。じゃあ米国ってお金を稼いで、ファイナンスの枠組みをそもそもつくった国ですね。で、成功して一番すばらしいのですかと。一番右上です。社会問題今、最悪です。稼いでいってその先に幸せがあったのかということ、カネ、カネ、カネ、カネで稼いでいった先に、必ずしも幸せがなかったんじゃないですか。豊かなことはいいことなのですが、もっと豊かになるために、例えば、我々、GDP成長率3%を取り戻すために、ものすごい高度経済成長期の病気がありましたよね。たしか四日市病とかイタイイタイ病とかあったと思うのですけれど、そういう状態になってもいいからGDP成長率3%に戻りたいという方が何名いるかといったらおそらくゼロだと思うのです。一定の

水準まで豊かになった後にカネを追求するののかというと、やっぱり別のものを重視する。そもそも、途上国の状態だったから、カネを最高のベクトルにして据えて進んでいくと、いい進み方ができたのだとすると、ちょっと先進国はもう違うステージに来ているのではないのでしょうか。何でブレグジットになるのですか。なぜトランプ大統領が生まれるのですかと。ひどいからですよ。なぜ日本でトランプ現象が起きないのですか。起きるわけがないじゃないですか。だってみんな、かなり幸せですよということですよ。

大人一人当たりの金融資産

	中央値	平均値	110万円以下	1.1億円以上
日本	1,142	2,500	5.3%	2.7%
米国	678	4,444	28.4%	7.1%
英国	1,069	3,070	17.5%	4.8%
フランス	1,175	3,086	13.9%	4.3%
オーストラリア	2,106	4,522	6.1%	7.0%
韓国	720	1,889	2.0%	1.8%
中国	180	526	33.4%	0.3%

(単位) 万円 出所: クレディスイス、大和証券

米国内の格差は突出

37

そして、SDGsと言いながら少し大統領選にもつながるところなのですが、大人1人当たりの金融資産をご紹介します。まずは、米国の平均値、世界で最も豊かな国です。1人当たりの金融資産、多いですね、4,444万円、円で換算しています。ただし、米国の平均値は高いのですが、日本の2,500万の倍近くあるのですけれども、中央値。人口で上から50%目、下から50%目、中央値を見ていただくと、別の米国が見えてくる。平均4,444万ですが、中央値は678万です。日本は1,142万です。つまり、平均的な、中央的な米国人は日本人よりずっと貧しいですよというのが、ここが示していること。110万以下の人は何%でしょうか。28.4%です。1億人近いですね。米国では、おそらく貧困層に当たる方々が、もう1億人近い規模にいるのです。世界で最も平均が高い国がですよ。日本で格差が拡大しましたと。貧困な人が多い。もちろん前よりは増えているのだと思いますが、米国とは文字どおり比べ物にならない。

これが、医療制度が、米国で崩壊しているという情報をここに追加すると、彼らが生命の危機に瀕しているということがわかります。我々、1,142万、病院に行ったら幾ら払いますでしょうか。ほとんど払わないですね。米国は盲腸の手術が日帰り600万だそうです。一気に中央的な米国人、貧困層に転落です。子供が盲腸になったら、重病になったらどうすればいいんですか。そういうレベルの人が数十%いるというのが米国の現状です。繰り返になりますが、世界で最も豊かな国で、兆円単位でお金を持っている人がごろごろいる国が、貧困層があふれていて、命の危機に瀕している人がたくさんいる、そういう国ですよ。うらやましいですか。あまりうらやましくないのかな。

The rich developed societies have reached a turning point in human history.

Politics should now be about the quality of social relations and how we can develop harmonious and sustainable societies.

Source: Wilkinson & Pickett, The Spirit Level (2009)

「カネ」「成長」…ファイナンスの枠組みにおける最適解の追及がもたらした非人間的なひずみに焦点が当たりつつある (SDGsと左派台頭の共通点)

38

やはり、The rich developed societies have reached a turning point in human history. おそらく転換点にあるのだろうと。お金、成長、大事です。大事なのですが、このファイナンスの枠組みで最適解、それを全部の価値観をお金に落とし込んで、リダクションして、そのリダクションしたお金を最大化する最適解を求める。ファイナンスの枠組みはおそらく非人間的な環境ですとか、先ほどの格差もそうだと思うのです。これを変えないといけないということに焦点がおそらく当たり始めている。その1つの発露がSDGsであって、おそらく1つの発露が、今、サンダースさんが、左派がものすごい勢いで支持を集めていると。信じられません。だって、私が聞いていた米国の選挙の常識って、増税を言う人は絶対落ちる。これは日本でもそうですね。左派なんて勝つことはないのですよとも頭ごなしで、詳しい人間に聞くと言われて、もう議論すら始まらないのですね。だから、バイデン一択だと。見てみたらバイデンさん、どこにいるのですかというぐらい、もうサンダースさんと、あとブティジェッジさんですか。アメリカは変わろうとしていますね。

2020年の注目点その9：大統領選（谷）

- 米国の民主主義は機能するか

1月 ISM 製造業景気指数とグローバル製造業 PMI（山本）

- コロナウイルスの潜在的インパクトが大きいのは供給面のリスク

2020年の注目点その9：大統領選（谷）

米国の民主主義は機能するか

昨夜のアイオワを夜切りに、2020年の最大の注目点ともいえる米大統領選（予備選）がスタートする。狙いの詳細等は他に譲るとして、本稿では、今回の大統領選に際しての着眼点を紹介したい。

昨年、米ハーバード大学 David A. Moss 教授のお話を拝聴する機会に恵まれた。その際に印象的だったのが、同氏が米国における民主主義の弱体化を深く憂慮していることだった。米国内における「格差」問題の深刻化は明らかであり、もっと前に民主主義が機能して本問題への対応を検討すべきであったが、実際にはそうならず、トランプ大統領という過激な指導者を生み出してしまった。問題の性質に照らせば、過激な指導者の誕生は必然であり、むしろ真の問題点は、景気がそこまで悪化する前に米国の民主主義が機能しなかった点にある、と残念そうだった。

それでも同氏は、(たとえ遅れているとしても)最終的には民主主義の力を信じている、と述べた。民主主義は幾度も危機が叫ばれつつ、最終的に米国は機能してきたというのが、同氏の "Democracy" の一つの結論でもある。

39

今年の大統領選の注目点は、ですからSDGsと根っここの部分で私は重複するものがあると思っていますのですが、民主主義が機能するのか、これが注目点なのだそうです。誰に聞いたかという、ハーバードのDavid A. Moss教授です。お話を直接聞く機会がございまして、デモクラシーですとかいったものの権威の学者さんで、おそらくハーバードの学長になると言われている方で、ホワイトハウスにも頻繁に出入りして、アドバイスしている方なのですが、この方がおっしゃっておいりましたのが、「がっかりだと。何でこんな格差になるまで、アメリカって民主主義がきちんと機能して、格差を是正するように動けなかったの。こんな格差になったら、トランプさんとか、ああいう大統領が生まれてしまって当たり前じゃないか。もっとこんなひどい状態になる前に、米国の民主主義は機能すべきだったと。」もうがっかりだとおっしゃっていらっしやいました。ただし、Mossさんがおっしゃっていたのは、それでも自分は民主主義を信じていると。例えば人口の50%以上が貧困に落ちれば、その人たちが選挙に行けば、構造的に変えられるように民主主義というのは制度ができています。必ず多数の人が幸せになれるよう

にできている。発露は遅れたけれども、民主主義はきっと機能すると。先ほどの格差ですとかいったものをもらいいただくと、おそらく米国の状況は、国家緊急事態と呼ぶべきものになっていると思います。サンダースさんの台頭ですとか、ブティージェッジさんですとかバイデンさん、どこに行ってしまったの。今の状況を見ると、米国変わろうとしているなど、いよいよ民主主義が、やっぱり機能するんだなど。これはアイオワの前日に書きましたので、ほんとうに機能するかどうかわからない中で、Mossさんの思いを込めて書いたのですが、ほんとうに変わりそうです。であれば、米国が変われば、世界中が変化する流れにおそらく入っていくと思いますので、2020年、始まる時は何てつまらない年なのでしょうと。ご記憶でいらっしゃいますでしょうか。もう何もありませんかねと、2020年。ただ、株が上がってあまり金利が上がらなくて終わりでしょうね。結局のところ、株が上がって金利が上がってないのは合っているのですが、おそらく相当変革の年です。2010年代と2020年代で全然違いましたと言われるような、そういう変革に入っていく年だと私は思っています。

～金融の歴史が変わる2020年

- ①教科書を塗り替える低金利
(→レバレッジの意識が変わる)
- ②金融政策の枠組みレビュー
(→1.上がった金利がもたらす現実的な変化)
- ③一過性の現象ではないSDGs
(→既存ファイナンスのフレームワークに限界が露呈しつつある)

45

その中でもこれだと私が感じる部分をご紹介させていただいたのが最後の45ページ。もう一度、確認ですが、金利が低いです。低いんですが、ただ低いという次元の話ではない価値移転が起きるようなイールド、資本市場線がフラット化するような、リプライシングが起きるような、そしてそれは先進国の人口動態にひもづいており、しばらく続きそうな。これが過去の教科書にはない経済の状態をもたらしており、次々、新しいものがおそらく生まれてきます。自戒を込めて申し上げますと、過去の教科書を読んで、そのとおりになると思ってしまうと、ファイナンスの教科書ですとか、もう全然役に立たないと思いますから、これは気をつけないといけないと思っています。

2点目、金融政策の枠組みのレビュー。金融緩和のやり方が変わります。ずっと変わらなかったのは、それが適切だったからです。今、適切じゃなくなったので、変えるわけです。そういう環境の変化が実際にあって、FRBが動けば教科書が完全に変わる、認定される年になります。もう確実です。

3点目。一過性ではないでしょうと。SDGs、既存のファイナンスのフレームワークの限界と呼んだほうがいいのかもしいのですが、やっぱりひずみがあって、既存のフレームワークの中で、最大限どうやったらフィットできるかなと考えると、SDGsの考え方というのは一つすごく有効なのだろうと思います。でも、ここで止まるとも思いません。賢い方って大勢いらっしゃいますので、私は人類の英知を信じています。ファイナンスの枠組みにかわるような新たな枠組みに基づいて、10年後、20年後、動いていても全くおかしくはない、そういう動きの初動、発露としてのSDGsなんじゃないかなというふうに見ていただくと、そういう視点で見ていただくと、より本質が見えてくるのではないかなと考えておりまして、皆様にご紹介させていただきました。

私からは以上になります。

長時間にわたり、ご清聴まことにありがとうございました。(拍手)

— 了 —