

## 金利水没、長期停滞、日本化、マイナス自然利子率、欧州不安

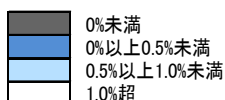
常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表、「世界の金利の『水没』マップ」から明らかなように、各国の各期間の金利は、未曾有の水準になっている。スイスは20年までが水没し、日本は15年までが水没、ドイツは9年までが水没している。ドイツでも10年金利が、0.02%と史上最低金利に低下したことが話題になっている。欧州では、フランスでも7年までが水没した。かつての欧州債務危機のころに「PIIGS」の重要な一角を占めたイタリア・スペインも水没している有様だ。こうした状況の背景には、欧州の不安、具体的には6月23日の英国の国民投票や6月26日のスペインの総選挙等で混乱の可能性の存在が指摘されている。また、水没している地域は、欧州や日本のように、マイナス金利政策が用いられ、通貨戦争に参戦して自国通貨安を志向する政策がとられてきたという特徴もある国々である。

ただし、もっと底流を流れる状況にも目を向ける必要がある。それは、世界全体のバランスシート調整、「日本化現象」、「長期停滞論(secular stagnation)」、マイナス自然利子率、「ニュー ニュー ノーマル(new new normal)」、「新たな凡庸(new mediocre)」等の表現で示される状況である。従って、この水没は、単にマイナス金利政策を採る欧州や日本に限定されたものではない。また、今日の欧州の不安も一つの要素に過ぎない。それ以外にも、米国の自然利子率がマイナスであることや、世界をけん引した中国がバランスシート調整にあり世界のけん引車が不在であること等、様々な構造要因が重なって根が深くなり長期にわたって経済金融に様々な現象を引き起こしていると考えられる。

■ 図表：世界の金利の「水没」マップ(2016年6月13日)

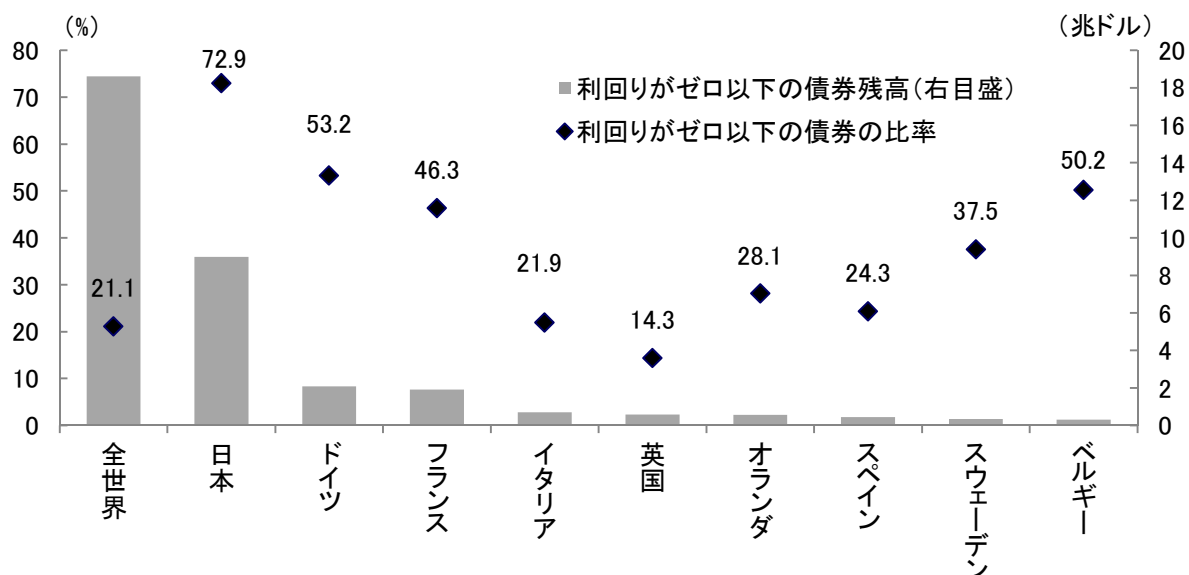
	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.89	-0.93	-0.99	-0.95	-0.91	-0.82	-0.78	-0.64	-0.54	-0.47	-0.43	-0.39	-0.33	-0.27	-0.21	-0.09	0.06	0.09
日本	-0.26	-0.27	-0.25	-0.27	-0.27	-0.26	-0.27	-0.25	-0.21	-0.16	-0.13	-0.10	-0.07	-0.05	-0.02	0.18	0.25	0.29
ドイツ	-0.54	-0.55	-0.56	-0.52	-0.43	-0.39	-0.31	-0.23	-0.11	0.02	0.04	0.06	0.08	0.09	0.11	0.34	0.62	
オーストリア	-0.50	-0.50	-0.42	-0.41	-0.38	-0.19	-0.14	-0.06	0.09	0.23	0.25	0.26	0.28	0.30	0.32	0.56	1.06	
オランダ	-0.51	-0.48	-0.45	-0.42	-0.24	-0.22	-0.10	0.01	0.14	0.26	0.30	0.34	0.38	0.42	0.46	0.52	0.73	
デンマーク	-0.49	-0.44	-0.35	-0.26	-0.17	-0.11	-0.05	0.01	0.14	0.28	0.31	0.33	0.35	0.37	0.40	0.51	0.73	
フィンランド	-0.52	-0.46	-0.44	-0.32	-0.28	-0.11	-0.06	0.04	0.17	0.35	0.39	0.43	0.48	0.52	0.56	0.63	0.76	
スウェーデン	-0.50	-0.62	-0.58	-0.55	-0.36	-0.23	-0.11	0.09	0.17	0.26	0.34	0.41	0.48	0.56	0.63	1.00		
フランス	-0.49	-0.44	-0.38	-0.31	-0.19	-0.13	-0.01	0.10	0.27	0.41	0.48	0.55	0.62	0.70	0.77	1.05	1.24	
イタリア	-0.09	0.00	0.06	0.26	0.49	0.68	0.88	1.09	1.29	1.46	1.52	1.58	1.65	1.71	1.78	2.10	2.50	
スペイン	-0.10	-0.01	0.08	0.33	0.54	0.59	0.82	1.17	1.32	1.50	1.58	1.65	1.73	1.81	1.88	2.14	2.66	
カナダ	0.54	0.49	0.48	0.54	0.56	0.69	0.80	0.89	1.00	1.11	1.18	1.24	1.31	1.37	1.44	1.76	1.79	
英国	0.40	0.38	0.51	0.64	0.73	0.89	1.01	1.12	1.10	1.21	1.32	1.43	1.54	1.65	1.76	1.92	2.04	1.83
ポルトガル	0.07	0.62	1.24	1.71	2.02	2.26	2.49	2.96	3.04	3.22	3.31	3.40	3.48	3.57	3.66	3.97	4.17	
ノルウェー	0.50	0.51	0.52	0.63	0.75	0.83	0.92	0.99	1.09	1.15								
米国	0.53	0.71	0.84	0.98	1.13	1.27	1.41	1.47	1.54	1.61	1.65	1.69	1.73	1.77	1.81	2.02	2.43	
オーストラリア	1.64	1.63	1.58	1.65	1.72	1.82	1.91	2.00	2.06	2.10	2.15	2.20	2.24	2.29	2.34	2.69		
中国	2.35	2.46	2.59	2.75	2.89	2.91	2.93	2.94	2.95	2.96	3.00	3.05	3.09	3.14	3.18			
インド	7.02	7.10	7.22	7.34	7.48	7.61	7.64	7.64	7.70	7.52	7.83	7.86	7.74	7.80	7.79	7.77	7.88	



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

そこで、改めて世界の債券市場がどの程度「水没」しているかを把握する必要がある。下記の図表は、足下の水没比率を示す。世界全体で約19兆ドルが水没し、日本では73%、3分の2以上が水没した状況にある。同様に、ドイツでも53%が水没し、次いでフランスでも半分近くが水没している。世界全体でも21%が水没しており、予想以上に世界の債券市場が水没していることがわかる。

■図表: 利回りがゼロ以下の債券残高と割合



(注) 国債と社債の合計。2016年6月13日現在。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

先述の、世界全体のバランスシート調整とは、「日本化現象」と表現することもできる。日本はこの現象の先進国であるが、この病は欧米だけでなく、中国にも波及したと考えることができる。バランスシート調整の後遺症が、米国でサマーズ元財務長官が指摘した「長期停滞論 (secular stagnation)」につながる。理論的に長期停滞は、マイナスの自然利子率により生じる。みずほ総合研究所は米国の自然利子率は1.7%程度のマイナス圏にあるとの試算を行っている<sup>1</sup>。その結果、金融政策が効果を示しにくい状況にある。「新たな凡庸 (new mediocre)」は、IMFのラガルド専務理事が言い始めた表現だが、これも世界経済全体の回復力の減退を示す。「ニュー ニュー ノーマル (new new normal)」は、世界的な運用機関のピムコが用いている表現である。以上はいずれも長期に停滞する新たな世界の到来を暗示する。

そもそも第二次大戦後の20世紀後半以降、世界の平和が70年以上継続したことは、ここ数百年の世界の歴史になかった幸運なことである。我々はその平和の果実を享受することと同時に、このなかで生じる過剰な供給能力、さらには、ベルリンの壁崩壊以降の東側陣営の経済社会への参入、加えて中国を中心とした新興国の参入で供給力が増すなか、価格低下の圧力が世界的に生じる状況が続いている。したがって低金利と低物価状況は世界的レベルでそう簡単には変わりにくいのではないか。

<sup>1</sup> 小野 亮 「長期停滞リスクの下で米国にとり重要性増す為替相場の行方」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年5月2日)