

投資のツボ

投資環境を読む

2000年初頭のゼロ金利と
今日のゼロ金利の違い

再び事実上のゼロ金利時代の到来
である。

日本銀行は昨年12月19日、政策金利である無担保コール翌日物レートを0・2%引き下げて、年0・1%とした。名目上はプラス金利だが実質的にはゼロ金利時代に突入したと言っている。わが国がかつてゼロ金利に移行したのは1999年2月のこと。それ以来、2006年7月に至るまで実質的にゼロ金利時代が続いた。

「ゼロ金利とは、相当意味が異なる。今回はいくつかの具体的なデータをご覧いただきながら、このテーマについて改めて考えようと思う。」

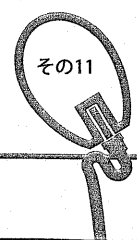
債券価格の上昇余地は小さい

図1で00年以降の主要各国の政策金利の推移を示しておいた。ここで容易に分かる通り、00年初頭の時点ではゼロ金利にあつたのは、わが国のみだ。この時には欧米主要国の政策金利はおおむね3〜6%程度であつたことが分かる。その後数年を経て欧米各国の金利は1〜5%程度のゾーンにまで下落してきているのだが、00年初頭は日本だけが超低金利国であつた。

これに対して現在明らかに様相が異なる。すでに米国金利は事実上ゼロ、そして過去数カ月以内に急速な切り下げを実施してきたユーロ、英国、豪州はすでに2%割れから4%程度の水準まで下がってきた。これらの金利がさらに下がるのは必至だ。おそらく政策金利ベースでいうと、今年1月中旬にもこれら先進国の金利はほぼ3%以下に収斂する可能性が高い。

つまり、まずここで「日本の金利が低いから海外の相対的な高金利にシフト」という手段はほとんど使えない。こういうと「まだ南アフリカをはじめ豪州あたりの高金利国には相当の魅力が」とおっしゃる方もおいでだと思ふ。しかし、昨今のこれら相対的な高金利通貨の相場が急落しつつあることは08年12月号の本欄で述べた通りだ。

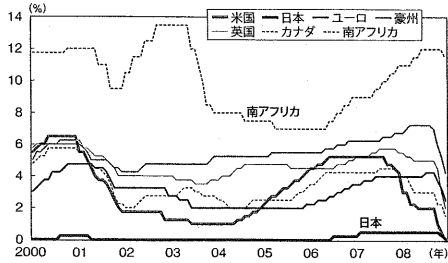
の1つの流れを成しているのが「高金利通貨ファンド」だ。が、これらのファンドは「金利が低下することに伴う債券価格の上昇」と「為替相場の下落による損失」を天秤にかけたうえで、「前者の方が後者よりも期待できる」と考える投資家にアピールしようとする商品だ。しかし、たとえばユーロの代表的な債券であるドイツ連邦債10年物利回りはすでに2・93%、英国のそれは3・12%。07年7月にはそれぞれ4・7%、5・5%を超える水準であつたことからすれば、これからの低下余地（債券価格の上昇余地）はそれほど大きくないと思ふ。



その11



図1 前回のゼロ金利時代と現在のそれとの違いを主要国政策金利で見ると



Tバブルならびに同時多発テロを受けて米国が機敏な金融緩和を実施、これが一種の過剰流動性を生んで米国の住宅価格を引き上げ、これが英国、カナダ、さらには中国などへも飛び火、不動産価格の上昇を示した。以上からいえることは、まず00年初頭から数年間は海外の高い金利にシフトすれば相当のリターンが得られたこと、さらには03年ごろからは株式にスイッチすることにより株式市場からのリターンが得られるというように、結果的には格好の投資環境であつたといえる。

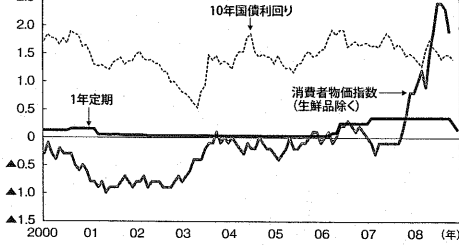
インフレ率上昇で資産の目減りも

では一方、国内での資産運用はどうだったか。「ゼロ金利だからとてもお話しにならなかつた」と振り返られる方もいらっしゃると思う。しかし図3が示すことは、少なくとも06年半まではわが国のインフレ率がほぼ一貫してマイナスを続けていたため、もともとポピュラーな1年定期預金でもその実質的な価値が損なわれることはなかつたことに注意してほしい。つまり、金利が持つインフレヘッジ機能がある程度は享受できた。

なるのは必至だ。原油価格、鉄鉱石、小麦など穀物類の価格急落の影響がこれから一気に出てくる。電力、ガスなどの公共料金はエネルギー資源価格の変動に対して相当遅行するため09年初頭にはいったん上昇するものの、09年4月以降は下落する公算が高い。もともと、その09年半ば以降の原油等1次産品価格動向ならびにその後のインフレに対する見方は分かれるところだ。

ただし、盲点になりがちなのは、向こう2〜3年先を見通した上でインフレを考慮した場合、消費税率の引き上げというインフレ要因がとてつもなく大きなファクターとして登場することだ。ところがこの税率引き上げに伴うインフレ率が上昇しても、預貯金などの金利上昇にはあまり期待できないことを07年当時（税率が3%〜5%へ上昇）のデータは示している。

図2 前回のゼロ金利時代と現在のそれとの違いを主要国株価で見ると



03年から始まった個人向け国債（最初は10年物変動金利型のみ）が爆発的な人気を呼んだことは、この時期には半年ごとの金利変動が最低限のインフレヘッジを果たすという特性が支持されたことを示す。実際、07年後半までは短期預金ならびに変動金利型国債では資産が目減りすることがなかつた。

以上のようにたどつてくると、これからしばらくは相当防衛的な資産運用を余儀なくされる可能性が高いと思ふ。各マーケットのポラリティ（価格変動性）は相当高い状態が続くだろう。このため、キャピタルロス（評価損）の可能性が高い資産のポジションは減らすとともに、資産の流動性を重視することが望まれる。