

## マイナス金利及び「貯蓄から投資へ」の流れで日本に先行している スイス、スウェーデン、デンマークの最新の預金・投信動向 ～マイナス金利下でも過去最高益となり時価総額で ドイツ銀行を上回ったダンスケ銀行の個人向け戦略～

三菱 UFJ 国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治(まつお けんじ)

- マイナス金利で日本に先行するスイス、スウェーデン、デンマークの投信残高世界ランキングは各々 12位、14位、20位と、日本の8位よりは低い。だが、一人当たり残高では各々 662万円、344万円、247万円と、日本の126万円よりは、はるかに大きい。家計金融資産の投信比率もスイスが9.5%、スウェーデンが8.3%と、日本の5.4%よりも高い。投信比率5.2%のデンマークも株式・出資金比率が24.0%だ。現金・預金比率は日本よりかなり小さく、日本よりもポートフォリオ・リバランス、「貯蓄から投資へ」の流れが進んでいると言える。
- スイスは昨年10月に中小銀行の一つが個人向け預金もマイナス金利としたが、その他の銀行は大口預金に対するマイナス金利にとどまる。投信はコーシャス・アセットアロケーション（慎重型）、その他債券、グローバル大型株、グローバル債の純流入が大きかった。その他債券は、スイス社債やエマージング債などである。
- スウェーデンはキャッシュレス社会でマイナス金利を適用しても個人は紙幣や貨幣を持つとしないため、預金が銀行に残る可能性が高い。だが、個人向け預金のマイナス金利は現状無いようである。「自行が最初の個人向け預金にマイナス金利を課した銀行になりたくない」からだ。また、預金がカバード債の代替となり、必ずしも収益を圧迫し続けているわけでない。投信は、その他欧州債、グローバル大型株、多種オルタナティブ、コーシャス・アセットアロケーション（慎重型）の純流入が大きかった。その他欧州債は社債ファンドなどである。
- デンマークは昨年3月に中小銀行の一つが個人向け預金もマイナス金利としたが、その他の銀行は大口預金に対するマイナス金利にとどまる。「個人向けの預金はマイナス金利から守られている」（デンマーク銀行協会）。一般個人対応をデジタル化するなど、戦略を大きく転換し最高益となるダンスケ銀行のような機関もある。投信は、その他欧州債、ハイールド債、グローバル大型株、グローバル債の純流入が大きかった。
- 以上、マイナス金利導入後は社債ファンドなどの純流入が大きかったが、リターンのおよ7、8ヵ月から1年前後までであり、その後、大きく純流入となっているのは、グローバル株など。「低リスク投資から高リスク投資への志向による投信残高の積み上がり」の過程とも言えよう。日本でもスイス、スウェーデン、デンマークのようなポートフォリオ・リバランス、「貯蓄から投資へ」の流れが進むことを期待する。

### マイナス金利で日本に先行する スイス、スウェーデン、デンマークは 「貯蓄から投資へ」の流れでも日本に先行している！

日本銀行（以下、日銀）がマイナス金利導入を発表（1月29日）してから2ヵ月以上が経過したものの、いまだ「マイナス金利、効果に時間」（4月4日付日本経済新聞朝刊）と言われる通り、不透明感が強いままだ。日銀が期待する資産のポートフォリオ・リバランス（株式などへの家計資産の組み替え）も進んでいるとは言えない状況だ。ポートフォリオ・リバランスが進んで「貯蓄から投資へ」の流れとなるシナリオはどうなるだろうか。この極めて重大であるマイナス金利について、先月（2016年4月号）の<Strategic Vistas>「マイナス金利政策及びマイナス国債利回りで運用難に苦しむ投資家が増えている!～国債等からの代替投資先として、高配当利回り株・REIT、ニューソブリン、アセットアロケーション・ファンド、ヘッジ付きソブリン債、そして、

新興国/アジア・ソブリン債を考える～」に続き、再度取り上げることとする。

マイナス金利の今後を考える上で参考となるのが海外の事例である。「日本に先駆けマイナス金利を導入している国はいくつか存在するが、中でもデンマークとスウェーデンはそのモデルケースとして知られる」（3月26日付週刊東洋経済）などと言われる通りである。日銀もマイナス金利導入発表時に「（日銀と）同様に階層構造方式を採用しているスイスでは▲0.75%、スウェーデンでは▲1.1%、デンマークでは▲0.65%など、大きめのマイナス金利が適用されている」と言っており（▲はマイナスを意味して以下同じ）、2月29日には日銀レビューで「欧州におけるマイナス金利政策と短期金融市場の動向」を発表した。国際決済銀行/BISも3月6日に発表した四季報で、欧州（ユーロ圏、スウェーデン、スイス、デンマーク）のマイナス金利についての検証をしていた。

図表①に先進国の政策金利を出したが、★印の付いたスウェーデン、デンマーク、スイスのマイナス金利の大きさがよくわかるだろう。なお、スウェーデンは日銀が1月29日に言った▲1.1%ではなく▲1.25%となっているが、これはその後、マイナス金利拡大があったためである(2月17日)。また、スイスではマイナス金利を預金金利で見ている、これは3ヵ月物LIBOR誘導目標レンジ中央値と同じ水準だが(3月31日現在▲0.75%)、政策金利(下限等)の3ヵ月物LIBOR誘導目標レンジ下限とは違うことは覚えておきたい。

図表②に示される通り、マイナス金利(の金融政策)で先行するのはスウェーデンだ。スウェーデン中央銀行/リクスバンクが預金ファシリティー金利(\*日本でいう準備預金の超過準備)を2009年7月8日~2010年9月7日に▲0.25%というマイナス金利(▲0.25%のみ)を行ったのが「金融緩和策としては『世界で初めて』(2009年7月12日付日経ヴェリタス)のマイナス金利(の金融政策)である。

ちなみに、市場でのマイナス金利はもっと以前に起きている。日本では1995年5月以降の先物オプション市場で、また、1998年11月以降の割引短期国債/TB市場で、邦銀の外貨資金繰り難を要因としてマイナス金利が実施されている。世界では1978年にスイスがスイスフラン高に歯止めをかけるために非居住者の銀行口座に「手数料」を課して実質マイナス金利が起きている(\*当時の預金者は銀行預金から現金を引き出し、銀行券でスイスフランを保有し続けた)。ただこれらは金融政策のマイナス金利ではない。

ただし、スウェーデンについても、先の日銀レビューに「当時(のスウェーデン)は、中銀発行証書オペやファインチューニング・オペといった中銀負債の金利がプラスであったことから、マイナス金利を回避することが可能であったこともあり、マイナス金利が適用された預金ファシリティーの残高は微少であった」とあった通り、スウェーデンのマイナス金利(の金融政策)は回避可能であり、デンマークが実質的にマイナス金利(の金融政策)で「最初」と日銀は見なしているようである。デンマーク中央銀行は譲渡性預金/CD金利を2012年7月6日(\*7月5日発表)から2014年4月24日までマイナス金利としている。

図表① 先進国の政策金利と国債利回り

\*先進国…ブルームバーグ「世界の国債利回り」における「先進国」。

□…マイナス 2016年3月31日

	政策金利 (下限等)	政策金利 (中心・参考)	政策金利 (上限等)	1年	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
日本(G7)	-0.100	-0.002	0.100	-0.186	-0.189	-0.219	-0.186	-0.177	-0.034	0.440	0.535
米国(G7)※1	-	0.500	1.000	0.580	0.720	0.852	1.205	1.533	1.769	-	2.612
英国(G7、EU・非ユーロ圏)	-	0.500	-	0.392	0.434	0.600	0.835	1.184	1.413	2.141	2.288
フランス(G7、EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.427	-0.450	-0.389	-0.204	0.048	0.485	1.065	1.372
ドイツ(G7、EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.485	-0.490	-0.485	-0.329	-0.211	0.152	0.581	0.827
イタリア(G7、EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.082	-0.023	0.016	0.276	0.661	1.219	1.948	2.359
カナダ(G7)	-	0.500	2.700	0.546	0.539	0.541	0.673	0.855	1.224	1.990	2.006
オーストラリア	-	2.000	-	1.925	1.889	1.893	2.084	2.272	2.483	3.048	-
ニュージーランド	-	2.250	-	-	1.914	1.994	2.227	2.462	2.864	-	-
★スウェーデン(EU・非ユーロ圏)	-1.250	-0.500	0.250	-	-0.662	-	-0.137	0.156	0.513	1.330	-
★デンマーク(EU・非ユーロ圏)	-0.650	0.000	0.050	-	-0.381	-	-0.076	-	0.415	-	0.933
ノルウェー(非EU・非ユーロ圏)	-	0.500	-	0.396	-	0.399	0.669	0.866	1.186	-	-
フィンランド(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.466	-0.422	-0.369	-0.199	0.038	0.434	-	0.995
★スイス(非EU・非ユーロ圏)※2	-1.250	-0.750	-0.250	-0.964	-0.963	-0.987	-0.812	-0.632	-0.359	0.028	0.195
オーストリア(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.466	-0.444	-0.376	-0.300	-0.048	0.349	1.019	1.242
ベルギー(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.440	-0.461	-0.429	-0.285	-0.071	0.509	1.044	1.496
オランダ(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-	-0.493	-0.445	-0.342	-0.027	0.357	0.759	0.951
アイルランド(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-	-0.341	-0.292	-0.008	0.322	0.720	-	1.663
ポルトガル(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	0.052	0.557	1.138	1.828	2.246	2.932	3.672	3.807
ギリシャ(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-	8.778	9.122	-	-	8.478	8.304	-
スペイン(EU・ユーロ圏)	-0.400	0.000	0.250	-0.075	-0.011	0.096	0.333	0.837	1.434	2.330	2.561
アイスランド(非EU・非ユーロ圏)	-	6.500	-	5.745	5.772	-	5.790	-	5.699	-	-
香港	-	0.750	-	0.289	0.525	0.805	0.919	1.042	1.232	-	-
シンガポール	-	0.080	-	0.899	0.792	-	1.435	-	1.827	2.319	2.507
イスラエル	-	0.100	-	0.170	0.180	0.210	0.660	-	1.850	-	2.950
G7平均(欠落は除く)	-0.325	0.214	0.758	0.048	0.077	0.131	0.324	0.556	0.890	1.361	1.714
25カ国平均(欠落は除く)	-0.475	0.497	0.432	0.390	0.699	0.651	0.669	0.668	1.566	2.001	1.739

(出所:ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※1:米国の政策金利(中心・参考)…短期金利の指標であるフェデラルファンド/FF金利の誘導目標の事で、正確には2015年12月16日より0.25~0.50%のレンジ。

※2:スイス…マイナス金利で使う預金金利(2014年12月18日~)は政策金利(中心・参考)にあり、3ヵ月物LIBOR誘導目標レンジ中央値と同じである(中央値±0.50で目標レンジの上限と下限になる)。

その後、フランスやドイツなど欧州19カ国からなるユーロ圏の中央銀行である欧州中央銀行/ECBが中銀預金金利(\*下限金利)を2014年6月5日からマイナス金利として現在にいたっている(\*2014年6月5日から▲0.10%、2014年9月4日から▲0.20%、2015年12月3日から▲0.30%、2016年3月10日から▲0.40%)。さらに、スイス国立銀行が預金金利(\*3ヵ月物LIBOR誘導目標レンジ中央値と同じ)を2014年12月18日からマイナス金利として現在にいたっている(\*2014年12月18日から▲0.25%、2015年1月15日から▲0.75%~3ヵ月物LIBOR誘導目標レンジ下限ではない)。

スウェーデン中央銀行/リクスバンクは2014年7月9日から再びマイナス金利としており、デンマーク中央銀行も2014年9月8日から再びマイナス金利として現在にいたる。そして、その後、欧州では(新興国で)、ハンガリー国立銀行(中央銀行)も翌日物預金金利を2016年3月22日に▲0.05%に引き下げマイナス金利とした。

世界で最初に金融政策としてマイナス金利を導入したスウェーデンは、北欧随一の経済大国であり、さらに、世界最古の中央銀行を持つ(\*1668年創立)。「世界の中央銀行が積極的なインフレ目標を追求すると何が起こるのか、スウェーデンはその検証でパーフェクト・プロトタイプ(完全な模範)である」(2016年4月4日付WSJ)とも言われる。だが、スイスやデンマークと同様、投信の話はあまり聞いたことがない。

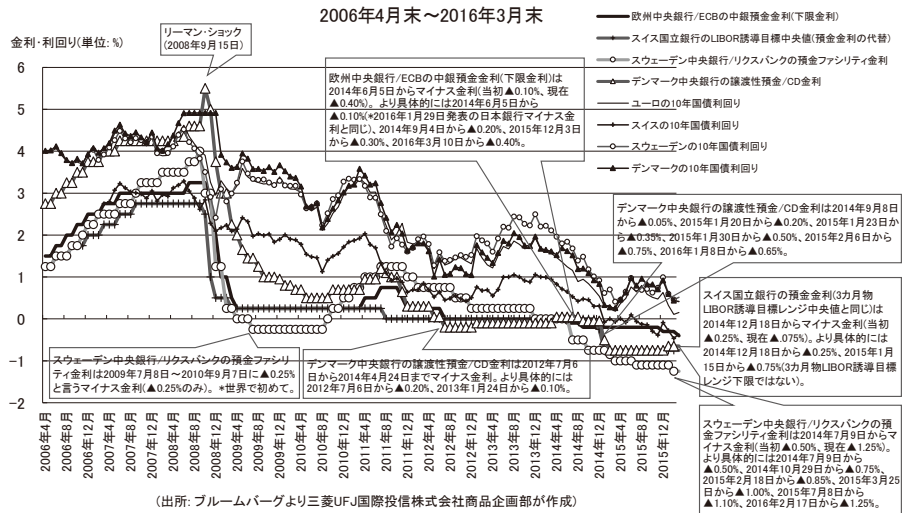
スイスやデンマーク、スウェーデンに籍のある投信を確認すべく、「投資信託の世界統計」の投信残高を見た。図表③に示される通り、日本が1兆3286億ドル/約159兆7284億円と世界8位であるのに対し、スイスは4572億ドル/約54兆9600億円で世界12位、スウェーデンは2800億ドル/約33兆6588億円で世界14位、デンマークは1167億ドル/約14兆292億円で世界20位となっている（\*世界各国の投信協会が加盟する国際組織である国際投資信託協会/International Investment Funds Association/IIFAによる2015年12月末データ）。ちなみに米国は17兆7524億ドル/約2134兆1934億円で世界1位である。

投信において参考となるだろうか。ここで注目したいのは人口である。日本が1億2657万人であるのに対して、スイスは830万人、スウェーデンは978万人、デンマークは567万人、日本の10分の1もない（\*国連の2015年人口見通し）。ちなみに米国は3億2177万人である。

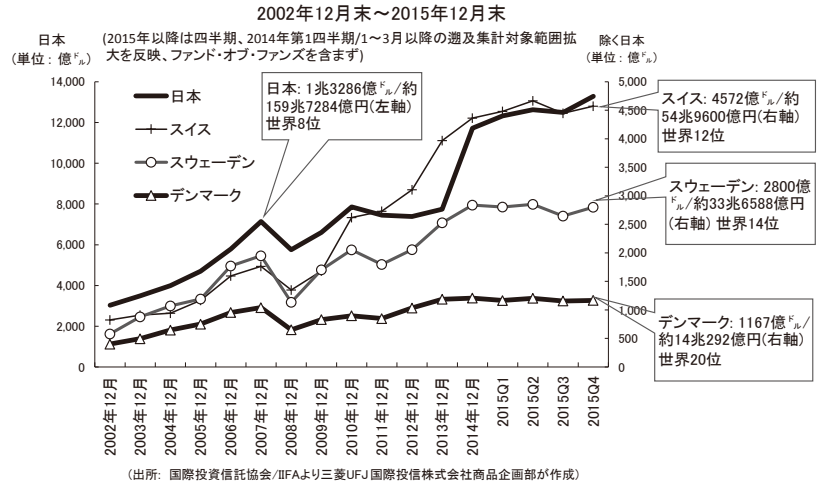
ただし、図表④に示される通り、一人当たり投信残高を計算すると、日本が11千ドル/約126万円であるのに対して、スイスは55千ドル/約662万円と日本の約5.3倍で、米国の55千ドル/約663万円と同じ水準となる。スウェーデンは29千ドル/約344万円、デンマークは21千ドル/約247万円と、各々、日本の約2.7倍と約2.0倍である。人口を加味すると、スイスやデンマーク、スウェーデンの方が投信の普及は進んでいると言える。

図表④に示される通り、家計だけで見ても、家計金融資産における投信比率でも、日本が5.4%であるのに対し、スイス9.5%、スウェーデン8.3%、デンマーク5.2%、米国12.9%と、日本は低水準であることがわかる。デンマークが日本と同様、低水準だが、株式・出資金比率は24.0%と日本の9.6%よりはるかに高い。年金基金比率について見ても、

図表② マイナス政策金利を導入した主な欧州の国の政策金利(下限金利)と10年国債利回りの推移



図表③ 主なマイナス金利国の投信残高推移



最も高齢化し蓄積が進んでいても良いはずの日本より、どの国も高い水準となっている。

一方で、家計金融資産における現金・預金比率はスウェーデンやデンマークにおいて（米国においても）、日本の3分の1も無い。これらの国の方が日本よりポートフォリオ・リバランス（リスク資産へのシフト）が進んで「貯蓄から投資へ」の流れも起きていると言える。その意味で、スイス、スウェーデン、デンマークは十分参考になる。

なお、前述の通り、フランスやドイツなど欧州19カ国のユーロ圏もマイナス金利が導入されている。「投資信託の世界統計」の投信残高では、ルクセンブルクが3兆5658億ドル/約428兆6753億円で世界2位、アイルランドが2兆673億ドル/約248兆5249億円で世界3位、フランスが1兆8321億ドル/約220兆2518億円で世界4位である。だが、ルクセンブルクやアイルランドは、世界の投資家（含む日本）向けに投信を輸

図表④ 主なマイナス金利国(参考としての米国)の投信残高・人口・一人当たり投信残高・家計金融資産における比率

国名	投信残高 2015年末		人口見通し (単位:千人) 2015年	一人当たり 投信残高 2015年末		家計金融資産における 比率(%) 2014年				
	(億米ドル)	(億円)		(米ドル)	(円)	現金・ 預金	株式・ 出資金	投信	年金 基金(*)	
マイナス 金利国	日本	13,286	1,597,284	126,573	10,497	1,261,942	52.0	9.6	5.4	16.6
	スイス	4,572	549,600	8,299	55,089	6,622,755	31.7	12.3	9.5	34.1
	スウェーデン	2,800	336,588	9,779	28,629	3,441,801	14.3	35.0	8.3	29.6
	デンマーク	1,167	140,292	5,669	20,585	2,474,686	16.7	24.0	5.2	21.8
参考	米国	177,524	21,341,934	321,774	55,170	6,632,593	13.2	34.8	12.9	30.6

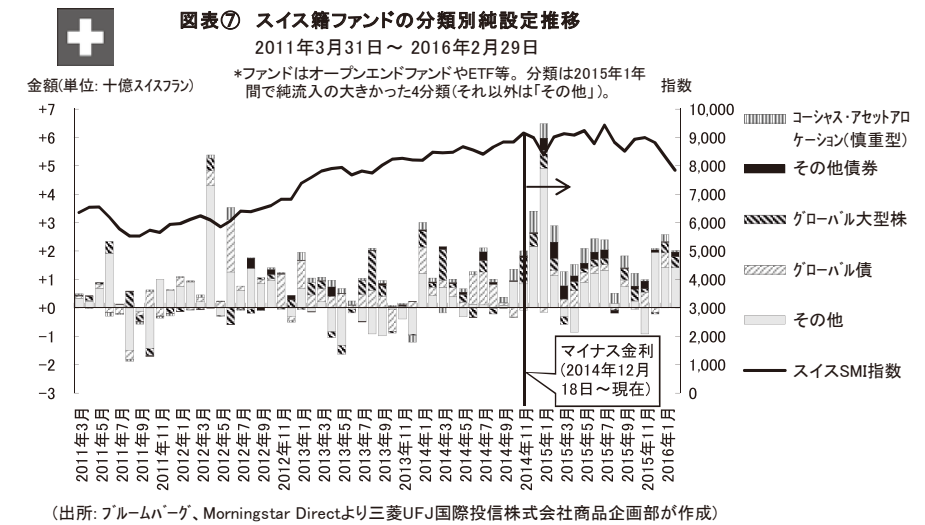
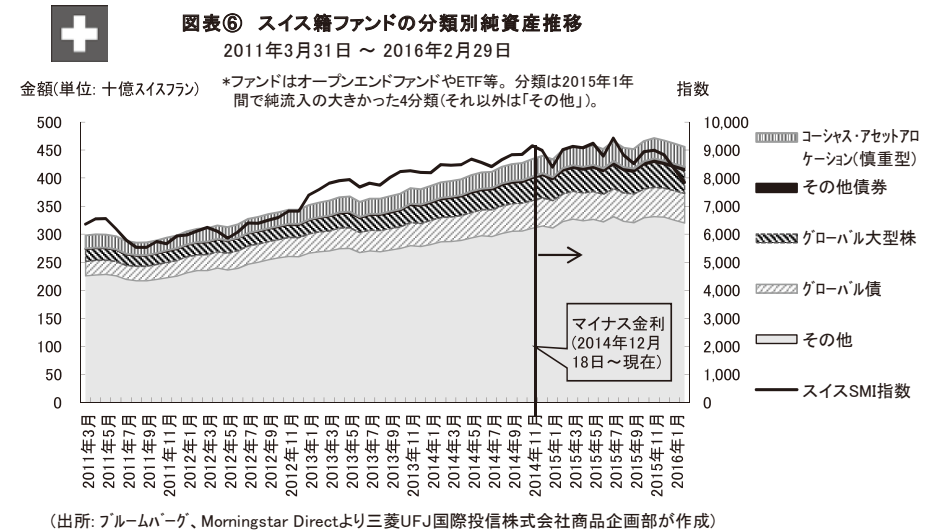
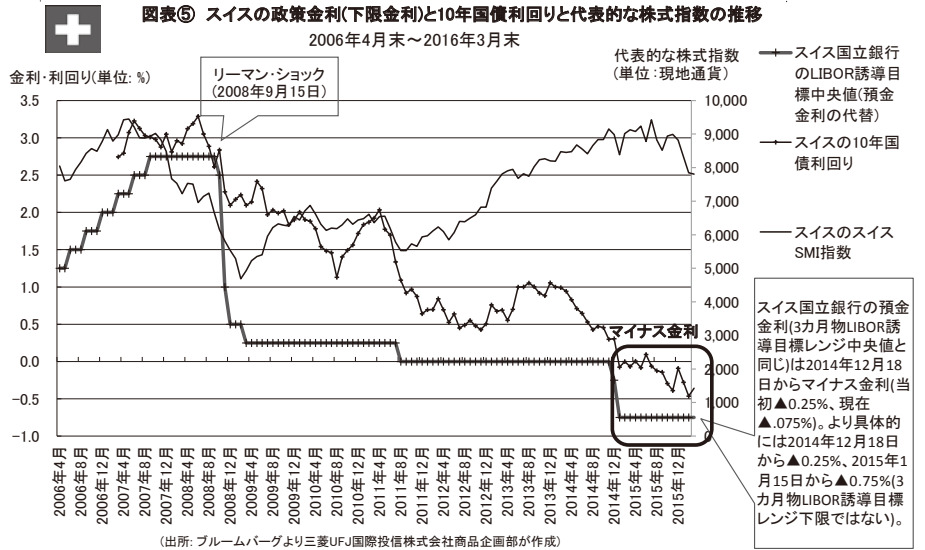
\*年金基金…日本は2014年末における「保険・年金・定型保証」から「生命保険受給権」を除くもの(非生命保険準備金+年金保険受給権+年金受給権)。  
(出所: 国際投資信託協会/IIFA・国連/UN・経済協力開発機構/OECD・日本銀行/BOJより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

出しており、その投信動向を見ても、  
 各々の国内投資家動向の把握は難しい。  
 フランスは欧州連合/European Union/EUの  
 ファンドパスポート制度ユーシツ/UCITS  
 投信の大国で、ユーロ圏以外にも販売され  
 ため、やはり国内投資家動向把握は難し  
 い。その中、スイスやスウェーデン、デン  
 マークはユーシツ/UCITS投信はあるもの  
 の、かなり小さい規模で、さらに、後述  
 する分析の対象をスイスフランやスウェー  
 デンクローナ、デンマーククローネとい  
 う各国通貨に限定することで、国内投資  
 家動向にかなり近付く。\*ファンドパス  
 ポート制度ユーシツ/UCITS投信につい  
 ては、先々月(2016年3月号)の<Strategic  
 Vistas>「2016年に世界最大になりそう  
 なアジア・太平洋の富裕層資産!アジア  
 地域ファンド・パスポート/ARFPが中  
 長期の日本の投信動向に大きな影響を  
 与える可能性」を参照。

スイスの最新の個人向け預金・投信動向

まずスイスからみると、図表⑤に示  
 される通り、スイス国立銀行は預金  
 金利(\*3ヵ月物LIBOR誘導目標レン  
 ジ中央値と同じ)を2014年12月18  
 日からマイナス金利として現在にいた  
 る(\*2014年12月18日から▲0.25%、  
 2015年1月15日から▲0.75%~3ヵ  
 月物LIBOR誘導目標レンジ下限では  
 ない)。

2015年1月15日はマイナス幅拡大  
 と共に対ユーロでの上限(1ユーロ  
 =1.20スイスフランの防衛ライン)撤  
 廃発表もあり、スイスフランが1ユーロ  
 =0.9755スイスフランの最高値まで急  
 騰。これを嫌気した株価は急落(\*1  
 月15日に-8.7%、1月16日に-6.0%)  
 したものの、その後、スイスフランが反  
 落したことから株価は回復、2015年  
 8月5日に8年2ヵ月ぶり高値(2007年  
 6月1日以来高値)をつけた。だが、  
 その後はまた株は軟調である。国債  
 (トータルリターン・インデックス値)  
 はマイナス金利導入(2014年12月  
 18日)から1ヵ月前後は堅調、その後  
 1年ほど乱高



下、その後は堅調となるものの、2016年2月29日に付けたトータルリターン・インデックス値の最高値を2016年3月31日現在(最終利回りは▲0.375%) 抜けないままである。

民間銀行での預金金利は、ゼロ金利となった2012年において既にスイス最大の銀行であるUBSが一定残高を超えた金融機関から手数料を徴収しており（\*残高を増やさないう呼びかけながら）、2012年12月10日にはクレディ・スイスが大手銀行として初めて預金にマイナス金利を適用した。だが、それは一定残高を持つ金融機関に対してであり、個人には適用されないものだった。

その後、2014年12月18日からマイナス金利となり、UBSは引き続き一定残高を超えた大口法人などから手数料を徴収した。その中、2015年10月、スイスの中小銀行であるオルタナティブ・バンク・スイス/Alternative Bank Schweiz/ABSが個人向けも含め全ての預金金利を▲0.125%にしたのである。スイスの大手銀行はまだ個人向けに適用していないが、「スイスの大手銀行の場合、大口の法人顧客に対してマイナス金利を導入している銀行は多いものの、個人客から手数料を取る銀行はまだない。だが、金利のマイナス幅がさらに拡大すれば、状況は変わる可能性がある」（2015年12月8日付WSJロンドン）と言われている。

そして投信は図表⑥・⑦に示される通りとなっている。2016年4月9日現在で最新の2016年2月末まで過去5年間のデータで見ている。図表の上段は純資産、下段は純設定である（折れ線は代表的株価指数）。分類についてはあまり数が多いので、2015年1年間で純設定の大きな分類を見ることとする（以下のスウェーデンやデンマークも同様）。

マイナス金利後、スイスでは、コーシャス・アセットアロケーション（慎重型）、その他債券、グローバル大型株、グローバル債の純流入が大きかった。その他債券というのはスイス社債やエマージング債などのことである。

## スウェーデンの最新の個人向け預金・投信動向

次いでスウェーデンであるが、図表⑧に示される通り、スウェーデン中央銀行/リクスバンクが預金ファシリティ金利（\*日本でいう準備預金の超過準備）を2009年7月8日～2010年9月7日に▲0.25%というマイナス金利（▲0.25%のみ）を行った。その後、スウェーデン中央銀行/リクスバンクは2014年7月9日から再びマイナス金利としている。

株式は最初のマイナス金利（2009年7月8日～2010年9月7日）では堅調だったが、直近のマイナス金利（2014年7月9日～）では軟調だ。国債（トータルリターン・インデックス値）は最初のマイナス金利（2009年7月8日～2010年9月7日）では堅調、その後、2014年7月9日（再びマイナス金利導入）の前後において堅調推移となるものの、2015年4月17日に付けたトータルリターン・インデックス値の最高値を2016年3月31日現在（最終利回りはプラス0.203%）抜けないままである。

民間銀行での預金金利において、個人向け預金のマイナス金利は現状無いようである。スウェーデンは世界一とも言われるキャッシュレス社会で、ATMも減り、銀行も現金での受付をしない方向にあり、紙幣や貨幣は減り続けている。そのため、マイナス金利を適用しても個人は紙幣や貨幣を持つとはしないので銀行には預金が残る可能性が高い。だが、「『個人から利息を徴収しようとしても、理解は得られない』（スウェーデンの大手銀行幹部）とちゅうちよしている」（2016年2月13日付週刊ダイヤモンド）の通りで、スウェーデン大手4行（ノルデア、スカンディナビスカ・エンスキルダ・バンケン/SEB、スベンスカ・ハンデルスバンケン、スウェドバンク）は「どこも自行が最初の個人向け預金にマイナス金利を課した銀行になりたくない。個人向け預金をすべて失いたくない」（2015年7月16日付WSJストックホルム）と言い、現在でも個人向けにマイナス金利を課していない。

3月6日に公表された国際決済銀行/BISの四季報のマイナス金利検証では「現在までの主な例外が小口預金金利で、今後、これもマイナスになれば、個人や金融機関にとって大きな不確実性となる。現在、小口の預金金利が例外となっているのは銀行が小口預金者に転嫁することを嫌がっているため。銀行は満期を延長するかりスクの高い融資をすることで、マイナス金利を回避しようとしている」とある。実際、四季報に出ていたユーロ圏とスウェーデンの小口（家計）預金金利グラフは2015年末現在で、ぎりぎりプラスである。

こうしてマイナス金利を個人に課さずにいたため、預金が増えた。しかしマイナスではないものの、ほぼゼロの超低金利資金調達となり、これは、これらの銀行によりこれまで発行されたカバード債/カバード・ボンド/Covered Bondsの代替資金調達手段となってきた（\*カバード債…金融機関の発行する住宅ローン等の担保付債券だが、倒産手続きに入っても元利払いが継続する債券）。つまり、マイナス金利が必ずしも収益を圧迫し続けているわけでないということである。さらに「デンマーク最大の銀行であるダンスケ銀行、スウェーデン大手4行（前掲）など大手北欧銀は金利感応度が低く、資産運用商品など手数料収入を生み出す事業に重点を置いている」（2016年2月19日付英ロイター）とも言い、収益源を多様化してマイナス金利に対応している。

以上から、欧州の銀行株が軟調となる中、これら北欧の銀行の株価は相対的に良好となっているのだ。欧州の銀行等株を代表するBBGヨーロッパ500銀行・金融株指数を見ると、2015年に▲33.4%の急落となり、中には半値を割る銀行もある中で、ダンスケ銀行などは+0.8%とプラスである。その他、スウェーデンのスウェドバンクは▲15.1%、スベンスカ・ハンデルスバンケン▲20.4%、スカンディナビスカ・エンスキルダ・バンケン/SEB▲23.1%、ノルデア▲

25.9%の下落にとどまる。

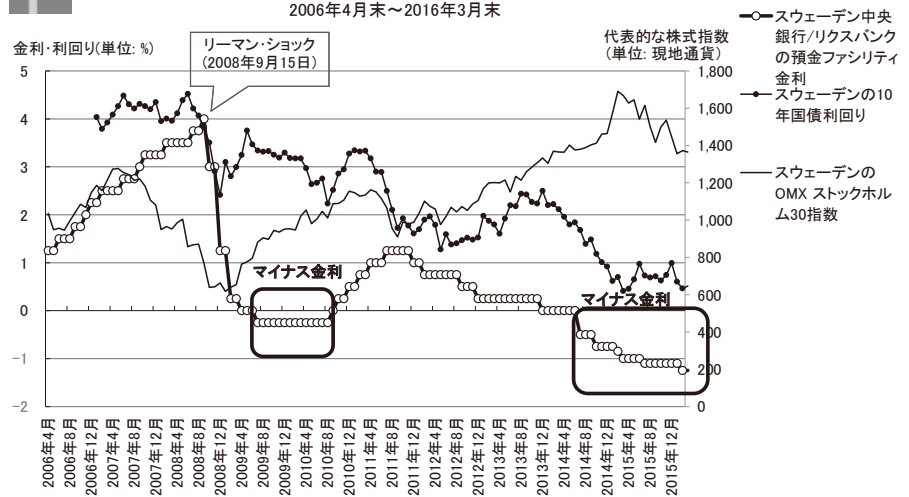
そして投信は図表⑨・⑩に示される通りとなっている。2016年4月9日現在で最新の2016年2月末まで過去5年間のデータで見ている。図表の上段は純資産、下段は純設定である（折れ線は代表的株価指数）。分類については、2015年1年間で純設定の大きな分類を見ることとする。

マイナス金利後、スウェーデンでは、その他欧州債、グローバル大型株、多種オルタナティブ、コーシャス・アセットアロケーション（慎重型）の純流入が大きかった。その他欧州債というのは、社債ファンドなどであり、スウェーデンで大きいのが「AP7 Röntefond」だ。これは公的年金基金/AP-fondenの確定拠出年金デフォルトファンド「AP7 Såfa」で使われる債券ファンドである。75歳時点で67%がこの国内債券ファンド「AP7 Röntefond」に投資される。多種オルタナティブについては、「The Catella HedgeFond Risk Control Index」というリスク抑制型インデックスをベンチマークにし、ボラティリティを3.5%未満に抑え債券や株に投資するヘッジファンドのようなものがある。※AP7について、さらなる詳細は、三菱UFJ国際投信株式会社HPの「NISA特集（URL… <https://www.am.mufj.jp/nisa/>）」に出ている2016年2月15日付日本版ISAの道 その131「日銀に追随、スウェーデン中銀が預金レートを▲1.25%へ！～マイナス金利大国であり、欧州最大級の投信をも持つスウェーデンの年金・投信（AP7とは）～」を参照。

デンマークの最新の個人向け預金・投信動向

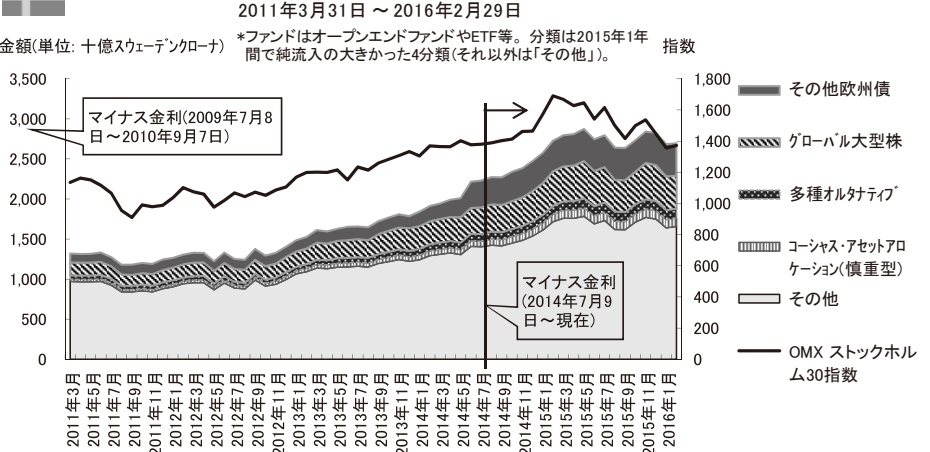
最後にデンマークであるが、図表⑪に示される通り、デンマーク中央銀行は譲渡性預金/CD金利を2012年7月6日から2014年4月24日までマイナス金利としている。その後、デンマーク中央銀行は2014年9月8日から再びマイナス金利として現在にいたる。

図表⑧ スウェーデンの政策金利(下限金利)と10年国債利回りと代表的な株式指数の推移



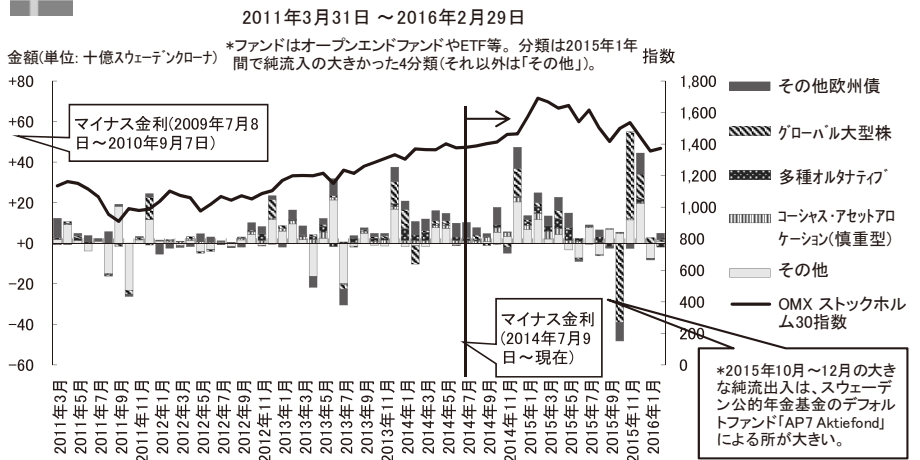
(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑨ スウェーデン籍スウェーデンクローナ建てファンドの分類別純資産推移



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑩ スウェーデン籍スウェーデンクローナ建てファンドの分類別純設定推移



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

株式はおおむね堅調傾向だ。国債（トータルリターン・インデックス値）は最初のマイナス金利期間（2012年7月6日～2014年4月24日）は軟調もしくは横這い傾向で、その後、2014年9月8日（再びマイナス金利導入）の前後で堅

調となるものの、2015年4月20日に付けたトータルリターン・インデックス値の最高値を2016年3月31日現在（最終利回りはプラス0.287%）抜けないままである。

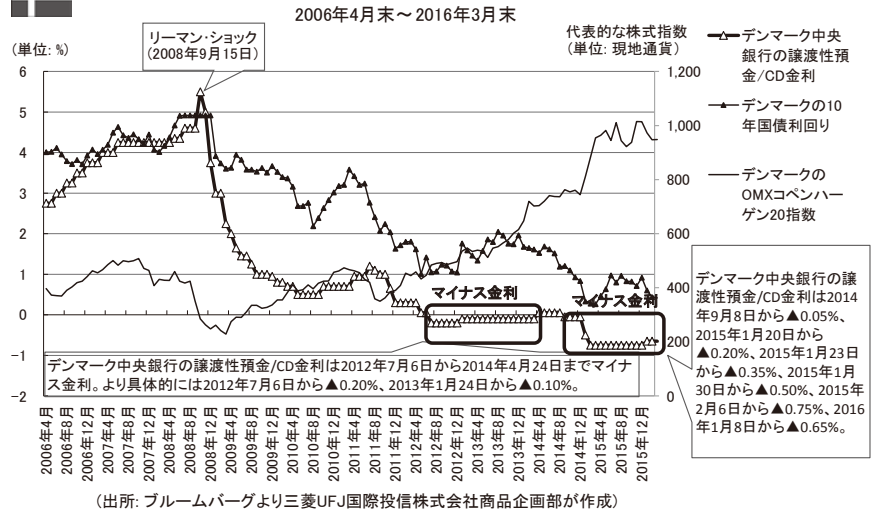
民間銀行での預金金利は、デンマーク最大の銀行であるダンスケ銀行/Danske Bankが2015年2月に法人顧客のうち、数千社の預金に手数料を導入すると発表しているが、2016年2月に個人向け預金にはマイナス金利を課す計画は無いと言って（後述※1参照）。「個人向けの預金はマイナス金利から守られている」（デンマーク銀行協会）とも言う。ただ、デンマークの中小銀行であるFIH商業銀行/FIH Erhvervsbankは2015年3月からデンマークで初めて個人の預金に▲0.50%のマイナス金利を課した。

スウェーデンの繰り返しになるが、「デンマーク最大の銀行であるダンスケ銀行、スウェーデン大手4行（前掲）など大手北欧銀は金利感応度が低く、資産運用商品など手数料収入を生み出す事業に重点を置いている」（2016年2月19日付英ロイター）である。さらに「デンマークでは、マイナス金利下でも収益を維持している銀行が多い。伝統的な銀行業務で資金利ザヤを稼ぐモデルから、資産運用や株式売買、M&A（企業の合併・買収）での手数料収入を得るモデルへの転換に成功したためだ」（2016年3月26日付週刊東洋経済）でもある。

そして投信は図表⑫・⑬に示される通りとなっている。2016年4月9日現在で最新の2016年2月末まで過去5年間のデータで見ている。次頁の上段は純資産、下段は純設定である（折れ線は代表的株価指数）。分類については、2015年1年間で純設定の大きな分類を見ることとする。

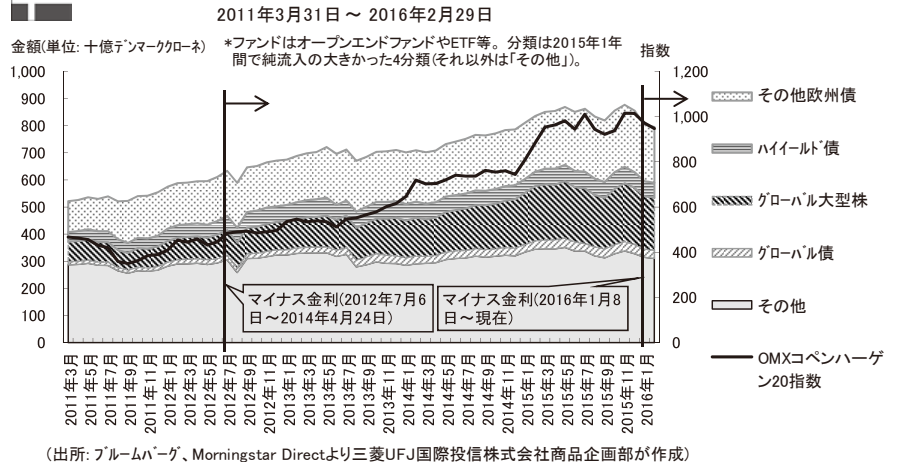
マイナス金利後、その他欧州債、ハイイールド債、グローバル大型株、グローバル債の純流入が大きかった。その他欧州債は「Danske Invest Eng Flexinvest Korte Obl」というファンドの純流入が大きかった。デンマークの社債を9割近く組み入れるファンドで、純資産243億スウェーデンクローネ/約3991億円は同国オープンエンドファンド最大である。販売手数料が最大0.2%で、経費率が年0.61%、運用はDanske Capitalというデンマーク最大の銀行であるダ

図表⑪ デンマークの政策金利(下限金利)と10年国債利回りと代表的な株式指数の推移



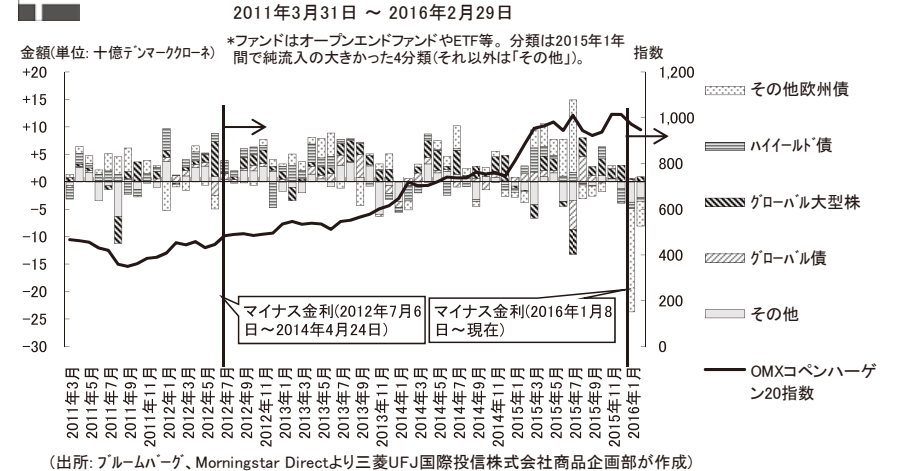
(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑫ デンマーク籍ファンドの分類別純資産推移



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑬ デンマーク籍ファンドの分類別純設定推移



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ンスケ銀行の一部が行っている（ダンスケ銀行については後述※1参照）。

ただ、その他欧州債は2016年1月・2月と大幅純流出となっている。先述通り、国債（トータルリターン・インデックス値）が2015年4月20日に付けたトータルリターン・インデックス値の最高値を2016年3月31日現在（最終利回りはプラ

ス0.287%)でも抜けないままでいることに示される通り、債券相場全体が軟調で、その他欧州債もリターンにマイナスが目立つようになったのである。「Danske Invest Engros Flexinvest Korte Obl」の2016年1月末現在のポートフォ

リオの最終利回り1.73%から経費率0.61%を引くと1.12%で、ボラティリティが2%近くあるため、相場次第でリターンはマイナスになりやすいのである。

< ※ 1: マイナス金利下でも過去最高益となり時価総額でドイツ銀行を上回った Danske 銀行の個人向け戦略 >

デンマーク最大の銀行である Danske 銀行(\*ダンスクともいう)/Danske Bank はマイナス金利下の 2015 年に過去最高益を記録、BBG ヨーロッパ 500 銀行・金融株指数が 2015 年に▲ 33.4% の急落となる中、株価は +0.8% とプラスであった。2016 年 3 月末現在、Danske 銀行の時価総額は、欧州最大の総資産 (\* Danske 銀行の 4 倍弱) を誇るドイツ銀行の時価総額をも上回っている。

Danske 銀行はマイナス金利を受けてすぐ、2012 年 10 月に「金融サービスのニュー・スタンダードズ/new standards in financial services」という戦略を発表、2013 年から着手した。個人向けについて見てみると、一般顧客については、顧客のニーズに合わせて支店網モデルをデジタル・チャンネルモデルにすることなどしてコストを大幅に削減、(マイナス金利下でも)手数料を無料とすることなどをめざした。マイナス金利によりフィンテックが進んだ結果とも言える(\*フィンテックについては、2016 年 2 月号の<Strategic Vistas>「フィンテックはグローバルなトレンド! 資産運用ではロボアドバイザー!! ~米国の主要ロボアドバイザー会社別/サービス別最新動向~」を参照)。

Danske 銀行は一方でアドバイス等を必要とする顧客には最先端のアドバイスを提供して顧客満足度を引き上げることをめざした。多様な対顧客チャンネルと手数料、クロスセリング(追加的な商品勧誘)などにより利益を増加させるものである。

Danske 銀行の新戦略は奏功し、先述通り、2015 年に過去最高益となり、株価も好調となっている。それも、2016 年 2 月、個人向け預金にマイナス金利を課す計画はないと言っているのだ。

Danske 銀行の新戦略の具体的な方法は、ホームページでわかる。ホームページには、最初にネット取引「イーバンク/eBanking」があって、ここで「手数料無料」とある(\*マイナス金利ではない)。その近くに「カスタマー・プログラム/customer programme」があって、そこで顧客は利用状況に応じて(取引金額の合計で判定)、4 つに分けられている。2016 年 3 月 31 日現在、① 6 万デンマーククローネ未満/約 100 万円未満は「ベース/ Basis」、② 6 万~ 75 万デンマーククローネ/約 100 万円~約 1300 万円は「エクストラ/Ekstra」、③ 75 万~ 200 万デンマーククローネ/約 1300 万円~約 3400 万円は「エクスクルーシブ/Eksklusiv」、そして、④ 200 万デンマーククローネ以上/約 3400 万円以上は「エクスクルーシブ・プラス/Eksklusiv+」となっている(\*円換算は 2016 年 3 月 31 日の 1 デンマーククローネ=17.19 円)。

取引金額の合計が大きくなるほど、保険・クレジットカード・送金などの各種手数料無料が増えて、ローン金利も優遇されることになる。先の新戦略にあったアドバイスについては次のようなイメージである。①「ベース/Basis」が②「エクストラ/Ekstra」になると、支店もしくはオンラインでアドバイザー・チームとコンタクトできる(\*①・②ともカスタマーサービスは 24 時間対応)。これが③・④「エクスクルーシブ/Eksklusiv」・「エクスクルーシブ・プラス/Eksklusiv+」になると、支店もしくはオンラインで選任アドバイザーとコンタクトでき、夕刻や土日を含めスペシャリストによるアドバイザー・サービスが受けられる(\*③・④ともカスタマーサービスは 24 時間対応かつ優先利用可)。

以上は筆者の抄訳であり、正確なもの、法人向けなどについては Danske 銀行のホームページ「<http://www.danskebank.com>」を参照。

## まとめ

以上、スイス、スウェーデン、デンマークと見てきたが、マイナス金利導入後は社債ファンドなどの純流入が大きかった。だが、それも、リターンが良好な導入後 7、8 ヶ月から 1 年前後までであり、その後は社債ファンドのリターン軟調もあり、大幅純流出になる場合もあった。そして、その次に来るのは、グローバル株などのようである。

デンマークにおいてマイナス金利を受けた 2015 年、その他欧州債の「Danske Invest Engros Flexinvest Korte Obl」が大きな純流入となったものの、2016 年 1 月・2 月は大幅純流出となった。だが、「Danske Invest Engros Global Equity Sol」シリーズは同時期、大きな流入となっている。この「Danske Invest Engros Global

Equity Sol」シリーズは米国株を 6 割強組み入れるグローバル大型株ファンドであり(\*ほかに日本株を約 9%、ドイツ株や英国株を各々約 6%)、販売手数料が最大 0.3%、経費率が年 0.99% である。運用は Danske Capital というデンマーク最大の銀行である Danske 銀行の一部門が行っている。つまり「Danske Invest Engros Flexinvest Korte Obl」と同じ運用会社で、低リスク/リターン投資から高リスク/リターン投資へのシフトとも言える。「低リスク投資から高リスク投資への志向による投信残高の積み上がり」(月刊「投資信託事情」2014 年 3 月号<Strategic Vistas>参照)の過程とも言え、デンマークでは投信残高の積み上がり起きてきている可能性がある。日本でもスイス、スウェーデン、デンマークのようなポートフォリオ・リバランス、「貯蓄から投資へ」の流れが進むことを期待する。

略歴：1959 年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネジャー、リッパー・ジャパン(ロイター・ジャパン)のアナリスト、ドイチェ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て 2015 年 7 月より現職。1987 年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。  
著書：日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」(2007 年)、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」(2003 年)、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす! 外貨投資入門編」(2006 年)、など。