

将来を見晴らす長期投資観測 vol.9

21世紀の金利趨勢観（上）

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 数百年単位の変化を考えると、エネルギーや資源を大量に必要とする産業社会から情報社会への転換が加速しており、ポスト産業化の流れを遮ることは難しい
- ◆ 一時的な供給懸念によるエネルギー価格上昇局面はあっても、ポスト産業化の加速と人口増加率の低下基調を理由として、趨勢的な需要増加が期待できないことから、エネルギー価格上昇率が、1970年代から80年代にかけてのような水準に至る可能性は低いのではないかと
- ◆ そのため、長期金利については、1970年代のような水準まで上昇する圧力がはたらくことは想定しにくい

第5回から第8回まで数百年単位での世界の金利変化について確認してきたが、今後の金利水準を見晴らすために、社会構造の変化という枠組みから再整理してみたい。日々の金利変化や金融政策の動向とはかけ離れるが、情報化の影響や人口動態が金利趨勢にどのように波及するかという視点は、数十年にわたり続いてきた物価安定期に変化の兆しがみられる2020年代初頭を生きるわれわれにとっても求められているはず。将来の金利趨勢を見晴らすためにも、百年単位の過去の構造変化を確認しておきたい。

世界の三層化と脱エネルギー循環

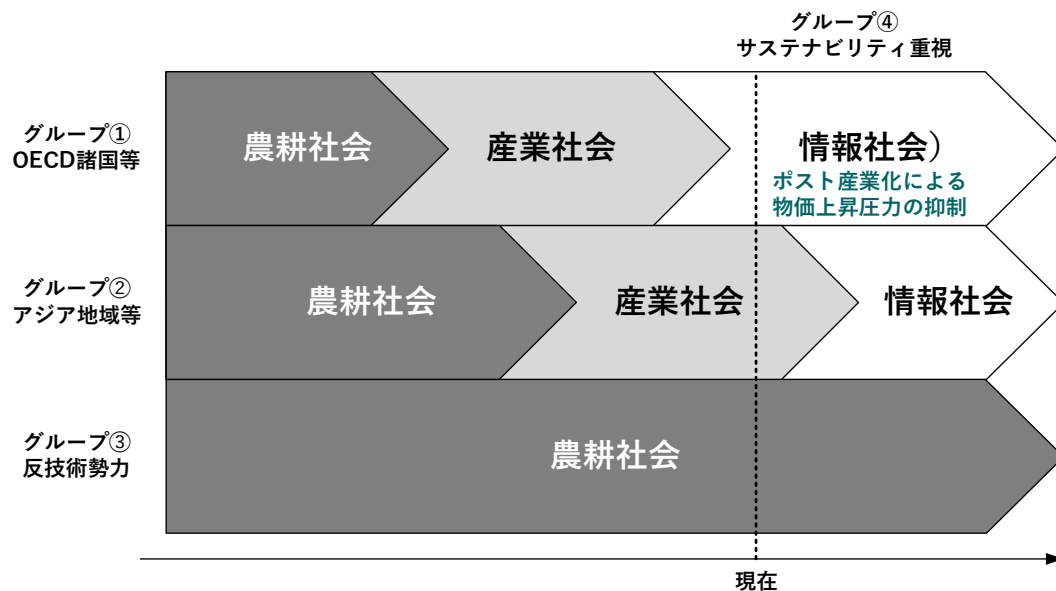
「第三の波」などの著作で有名なアルビン・トフラーは、今から20年前に、社会で起きつつある変化について、「**世界の三層化**」「**非マス化**（特別注文に応じる能力の高度化）」「**深い連合**（1648年ウェストファリア条約以降の国民国家を基本単位・アクターとする国際関係から、17世紀以前の欧州システム即ち乱立する政治組織の連合社会へと回帰）」がキーワードになると説いている¹。この3つのキーワードの中では、産業構造の変化と人口動態の変化を含むグループの変化という観点から「世界の三層化」が、そして国際関係の変化という観点からは「深い連合」が、経済社会のモノサシとなる金利の長期趨勢を考える際にもキーワードになるのではないかと。

まず確認しておきたいのは、トフラーの唱える文明観としての「世界の三層化」は、文明が長期の時間を経て徐々に発展していくという発展段階論を基にしたものであるという点だ。文明の盛衰は、**農耕社会→産業社会→知識を基盤とする社会（情報社会）**というステップを踏み発展してきたとするのである。しかも、現代社会の構造は、完全に情報社会に移行したものと捉えていないところがトフラー説のユニークなところであり、この3段階が三層をなして併存しているとする。さらに、その三層は互いに変化の経過途中にあるため、極めて不安定性が高い社会であると説いている。

具体的には、OECD諸国等の先進地域のグループ①は産業社会から情報社会への移行期、中国を含むアジア諸地域等の新興地域のグループ②は産業社会の深化と部分的な情報社会化の進行期に相当しているが、一部には産業化を批判し農耕社会に回帰しようとする勢力（グループ③）²も存在しているとしている。

この世界の三層化は、2020年代初頭の現在にあっても成立しているが、特に産業社会から情報社会への移行は加速度を増し、不可逆的なものであると言える。さらにグループ①・②の中から、サステナビリティを重視する潮流が台頭しており、グループ③のような単なる反技術革新とは異なるグループ④も生まれてきている。いずれにしてもエネルギーや資源を大量に必要とする産業社会からの脱出を目指すものであり、ポスト産業化の流れを遮ることは難しいだろう。そのため、金利水準（特に長期金利）が、19世紀から続いてきたエネルギー価格の長期循環に左右されてきたという関係が変化していくことを視野に入れてもよいのではないかな。

世界の三層化のイメージ



ポスト産業化と金利上昇圧力の低下

コンドラチェフ・サイクル（物価の長期循環）として認識されてきた50年前後の物価上昇率（インフレ率）の波は、時代時代の主要エネルギーである木炭・石炭・石油価格の需給変化に応じて生じてきたとされる。主に長期金利も、この動きに抗うことはできずに、同様のサイクルを形成してきたのである。しかし、ポスト産業化は、構造的にエネルギー依存度を低下させるため、物価循環のエネルギー感応度は低下していくと考えられる。1980年初頭にピークアウトした世界のインフレ率が、数十年にわたり低下傾向で推移し、2010年代まで約40年間にわたり上昇期を迎えることが無かったのも、長期的なポスト産業化によるものと考えられる。コンドラチェフサイクルが所与のものであるならば、50年周期の循環で40年にわたり低下・安定期が継続するというのは、このような構造的な変化が影響していたと考えざるを得ない。

特に2000年代と2010年代は、情報社会化の成果が広範囲に浸透し始めたこともあり、一時的なエネルギー価格の上昇はあったものの、消費者物価を基にしたインフレ率は低位で安定しており、20世紀特有のインフレ率の不安定性が消失されている。情報通信（ITC）革命は、情報活用による効率化の推進で中間マージンを始めとする様々なコスト削減に貢献し、著しく物価上昇圧力を減退させる効果があったと言えそうだ。各地域の中央銀行も、インフレ率の変動を気にすることなく、経済悪化時に金融緩和が可能であったという「**中銀プット**」時代を過ごしたのは記憶に新しい。また、世界の人口増加率は低下傾向で推移し、2050年には0.5%を割れると推定されており、20世紀の半ばに2%超を記録していた時代とは様相を異にしている。特に21世紀初頭の経済成長の牽引役となっていた中国の人口が減少に転じており、人口増加率がマイナスに転じている点は再認識しておくべきだろう。そのため、**一時的な供給懸念によるエネルギー価格上昇局面はあっても、ポスト産業化の加速と人口増加率の低下基調を理由として趨勢的な需要増加が期待できないことから、エネルギー価格の上昇率が、1970年代から80年代にかけてのような水準に至る可能性は低いのではないか**。そのため、特に長期金利については、1970年代のような水準まで上昇する圧力がはたらくことは想定しにくいという（数百年単位の）ベースシナリオが描けよう。

次回は、数百年単位のベースシナリオに加えて、数十年単位の影響について確認したい。

参考文献

アルビン・トフラー(2000)「世界はいっそう不安定になろうとしている」『Foresight』11巻1号（通号119）、40～46頁、2000年1月。

(注釈)

1. トフラー(2000)、参照。一階（第一の波；農耕社会）→二階（第二の波；労働集約型の産業社会）→三階（第三の波；知識を基盤とする社会）と表現されている。
2. トフラーは、2000年の段階での勢力は、産業社会に対する反動から自由貿易等の恩恵を放棄する回帰運動を想定していた。これは、反技術革新ともいうべき単なるノスタルジーとは言え、効率性を低下させ、物価上昇圧力として影響する可能性があると言えよう。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード・プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っていません。また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。