

## 将来を見晴らす長期投資観測 vol.10

## 21世紀の金利趨勢観（中）

参与 チーフストラテジスト  
平山 賢一

## 【要旨】

- ◆ レバレッジ消費（住宅購入含む）を主導してきた地域で、①多消費世代人口数が減少に転じており、耐久消費財を始めとした大型消費のドライバーが失われつつある
- ◆ 世界の②生産年齢人口増加率は、人口増加率並みの水準を維持してきたが、2030年代には生産年齢人口増加率が人口増加率を下回ることが推計されている
- ◆ ①は物価抑制圧力、②は物価上昇圧力になるが、数十年単位での人口動態は、この両者の綱引きとなって金利の変動に影響を与えよう
- ◆ 人口動態に加えて、2020年代の国際関係は「対立の時代」の渦中にあり、「4つの壁」によるコストプッシュ・インフレが鮮明になっており、金利に対しても上昇圧力になっている点は見逃せない

前回（第9回）のベースシナリオに対して、2020年代になって顕著になっている物価上昇圧力の高まりや世界的な金利上昇を、われわれは、どのように捉えたらよいだろうか。この足元の変化について以下では、数十年単位での人口動態の変化と国際関係の変化という点から整理してみたい

## インパクトにもなりうる労働力減少

まず、人口動態から見た場合に金利水準への影響は、前回記した通り人口増加率が1960年代をピークに低下基調で推移しており、今後は19世紀半ばの0.5%水準を目指すことから、エネルギー・資源の需要増加という観点からの物価上昇圧力は生じにくいはずである。また、中間（所得）層の増加も、20世紀半ばにグループ①（先進諸国等）で顕著に確認されたが、現在は低調に転じている。さらに、グループ②（新興国等）では、同様に21世紀初頭に中間層が拡大したが、その動きも収まってきている。かつての中間層増加は、エネルギー・資源需要の急増をもたらただけでなく、富の大衆化による物価上昇圧力となり金利上昇を現出させたが、現在はその勢いが止まっているのである。その代わりに期待されたアフリカ地域等での中間層の勃興も確認されていない。さらにグループ①の先進地域では、中間層の地盤沈下が顕著になり、所得階層の二極化と格差拡大により、富の大衆化の逆回転が始まっている。そのため、人口動態における社会階層分布についても物価や金利上昇圧力とはなりにくくなっていると言える。

次に35歳から54歳にかけての住宅購入層に相当する多消費世代人口の状況はどうなっているだろうか。この世代は、住宅ローンを始めとする借金を拡大して、可処分所得を上回る購買活動を行うため、一人当たりの消費が増加するはず。レバレッジをかけた消費（レバレッジ消費）拡大が需要増加に貢献すると共にダイヤモンドプル・インフレの要因となるのである。世界全体の多消費世代人口増加率は、2034年まで人口増加率を概ね上回っているため、人口増加率低下による影響を緩和する効果があると言えそうだ。

しかし、より詳しく見ていけば、耐久消費財や住宅の購入を主導する高所得国（国際連合区分）の多消費世代人口増加率は、グローバル金融危機以降に人口増加率を下回るようになってだけでなく、2019年以降（2022年を除く）にはマイナス圏になっている。さらに2000年代の世界消費の主演を演じた中国の多消費世代人口増加率も2018年以降、一部の年を除くとマイナス圏に突入し、今後も低下基調で推移すると推定されている。つまり、**住宅購入を含むレバレッジ消費を先導してきた地域で、多消費世代人口（増加率ではなく絶対数）が減少に転じており、耐久消費財を始めとした大型消費のドライバーが失われつつある。それだけ物価上昇圧力は低減すると共に、住宅ローン需要も減速するため金利上昇圧力が減退する要因の一つになっている。**

しかし、同じ人口動態でも労働力という側面から人口増加率を捉えていくと、異なる影響が明らかになってくる。2012年まで、経済成長の起爆剤となってきた生産年齢人口（15歳から64歳）の増加率は、人口増加率よりも高い水準を維持してきた。そのため、潤沢な労働力の供給により、低コストでの生産が容易になり、一人当たり経済成長率の底上げにも貢献してきたわけである。その後の**世界生産年齢人口増加率は、人口増加率並みの水準が保たれてきたが、2030年代には、生産年齢人口増加率が人口増加率を下回る可能性が高まっている**（国際連合2022年改訂版・中位推計）。グローバルゼーションを背景に潤沢な労働者が拡大してきた時代とは対照的に、今後は賃金上昇圧力として波及することが示唆される。もちろん情報化の進展により労働者に対する需要が減少すればこの限りではないが、むしろ格差社会による知識集約型人材の供給不足と、製造業からサービス産業への転換が加速する中での労働集約型産業での雇用増加が、労働のミスマッチを進行させるのではないか。これは、同じ人口動態でも賃金への影響という側面からは、2030年代には物価上昇圧力となることを意味する。さらに、企業経営におけるサステナビリティ重視や人的資本重視の潮流は、一層大きなものになる可能性もあり、労働分配率の底上げに貢献するという点も無視できない。

## 国際関係の悪化が与えるコストプッシュ・インフレ

今後の賃金上昇の可能性については、人口動態の世代変遷から無視しえないが、2020年代に表面化している国際関係の悪化も、多く分野での企業経営のコスト要因となっている。第9回のレポートで紹介したアルビン・トフラーの「**深い連合**」は、国家だけでなくあらゆる組織が連合を組む際に、状況に応じて組み合わせが変化していくことも示している。逆を言えば、A対Bという構図ではなく、様々な組織や国家が連合相手を変えていくという不安定な状況を意味している。現在、われわれが直面する国際関係も、国内での対立を深めつつ、国家対国家という分かりやすい対立構造から、複雑な連合・非連合が繰り返されていると言えよう。つまり深い連合とは、混沌とした対立の構図を意味しているのである。

この単純な連合か、もしくは複雑な連合かは別にして、国際関係動向を歴史的に確認していくと、数十年単位で「対立の時代」と「協調の時代」を繰り返しているのが確認できる。トフラーが示している「深い連合」を言い換えるならば、現在は「混沌とした対立の時代」と言えよう。この対立と協調の繰り返しは、次のように整理すると分かりやすい。

**対立の時代① ; 1910年代（第一次世界大戦）**

**協調の時代② ; 1920年代（戦間期）**

**対立の時代③ ; 1930年代～40年代前半（第二次世界大戦）**

**協調の時代④ ; 1940年代後半～60年代（戦後復興期から経済成長期）**

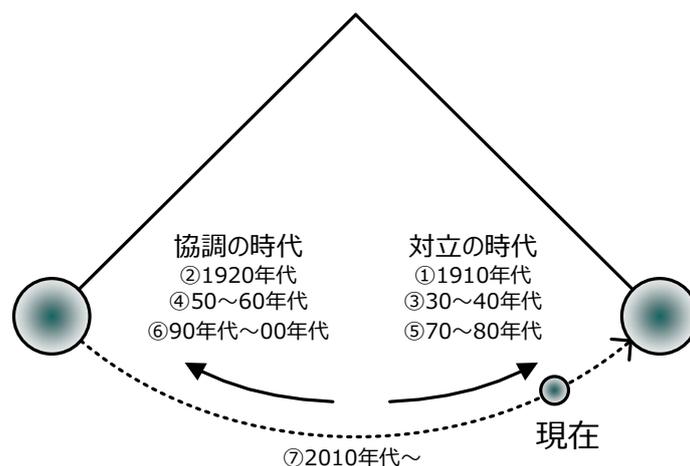
**対立の時代⑤ ; 1970年代～80年代（第四次中東戦争、米ソ冷戦）**

**協調の時代⑥ ; 1990年代～2000年代（グローバリゼーション）**

**対立の時代⑦ ; 2010年代以降（ウクライナへのロシア侵攻、米中対立）**

この国際関係の変化は、一方向に急速に悪化するというものではなく、悪化と改善を繰り返すことが想定されるため、数十年単位の「対立」の影響も、揺らぎつつ進行していく可能性が高い点は注意が必要かもしれない。おおまかに言えば、「対立」が物価上昇要因もしくは物価変動要因となり、「協調」が物価抑制要因もしくは物価安定要因と捉えるならば、当面は、「数十年単位の物価上昇要因」となって対立の時代が、構造的な「数百年単位の物価下落要因」を相殺していく局面になっていくと考えられる。この数十年単位で循環する国際関係は、「振り子」の振幅にたとえて説明すると分かりやすい。20世紀以降の国際関係を整理すると、対立の時代と協調の時代が繰り返され、現在は対立の時代⑦の局面に相当していると考えている。

数十年単位で振幅する対立と協調の国際関係



対立の時代には、対立地域への「ヒト」の移動が抑制され、対立地域への工場移転も回避される。そのため、移民や工場海外移転が滞り、安い賃金での生産プロセスの効率化にブレーキがかかり、賃金上昇につながる。また、保護貿易が一般化し、自由な「モノ」の動きが滞るだけでなく、「カネ」「データ」にも分断の波が押し寄せ、物価上昇圧力が勝るようになる。輸出入先が限定されて原材料価格が上昇し、国際資金移動が規制されて企業の調達金利や資本コストも上昇する。

また、価値あるデータの囲い込みとサイバー攻撃増加による情報コスト（セキュリティ・コスト）も上昇するだろう。深まる国際関係の悪化は、人の壁、モノの壁、カネの壁、データの壁という「**4つの壁**」が地域・国家間で高く立ちはだかる。企業活動にあっては、あらゆるコスト上昇圧力となり、全体的に企業業績を圧迫するため、経済成長にとってはマイナスの影響を与えるはず。企業経営者にとっては、賃金上昇等による利益率の低下を再認識すべきであり、投資家・株主にとっても、資本利益率（ROE）に下方圧力がはたらくことを覚悟すべきであろう。つまり、**数十年単位で人口動態や国際関係の変化を見ていくと、2020年代には長期的なポスト産業化による物価抑制圧力を相殺するように、生産年齢人口増加率の低下による賃金上昇圧力や国際関係悪化によるコストプッシュ・インフレがはたらいている姿が浮かび上がってくるのである。**

それでは、この物価上昇圧力による影響を踏まえて、21世紀の金利趨勢観をどのように描いたらよいのだろうか？ 次回の第11回では、そのベースシナリオを検討してみたい。

#### 参照文献

平山賢一（2008）『振り子の金融史観』シグマベイスキャピタル。

---

## 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러리・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おり、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](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。