

将来を見晴らす長期投資観測 vol.11

21世紀の金利趨勢観（下）

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

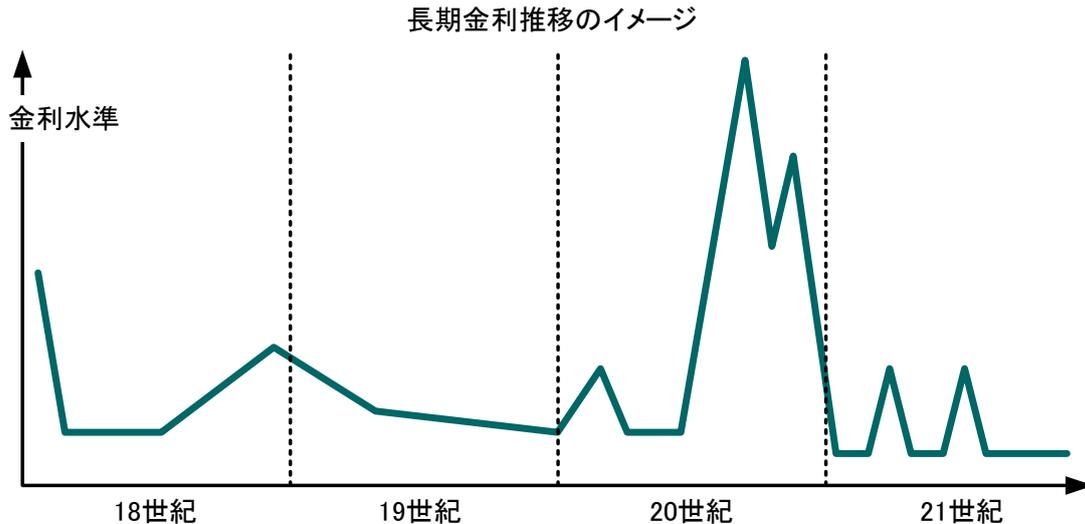
- ◆ 21世紀の長期金利は、1970年代から1980年代にかけて主要国が経験した10%を上回るような水準を維持する可能性は低いのではないか
- ◆ 21世紀は、長期安定を基調としつつも、2020年代初頭のように「対立の時代」には、物価上昇圧力がはたらき、一時的な金利上昇期に至るものの、「協調の時代」に振り子が振幅する際には、長期安定を目指した金利低下期に至るのではないか
- ◆ 概ね長期金利は、安定期→上昇期→低下期という心電図型パターンが数十年単位で繰り返されるイメージが描けよう

第9回（前々回）、第10回（前回）では、数百年単位の構造的な変化と、数十年単位の循環的な変化を前提として、物価や金利に与える影響について、おぼろげながらイメージを描いた。21世紀という長期間を対象とした金利趨勢観を描くこと自体が無茶であるのは承知しつつも、今回は、大胆にシナリオ化を図ってみたい。なお、国際通貨制度の転換というリスクシナリオにより、グローバル経済そのものの枠組みが非連続的にチェンジする可能性も否定できない点だけは付け加えておく。

長期安定基調がメインシナリオ（数百年単位）

今後の長期金利水準を見晴らすために、数百年単位の視座で20世紀を確認するならば、産業化の加速と高い人口増加率がドライバーとなって長期金利の水準を底上げたと総括できよう。もちろん、1971年のニクソンショックを契機に、金や銀などを本位とした通貨制度から管理通貨制度に移行したインパクトも付け加えなければならない。この影響もあり、1970年代から1980年代にかけては、特に物価上昇圧力が高まり、長期金利水準が過去300年間で最も高い水準となったのである。このような複数の要因が、20世紀後半の長期金利を18～19世紀のよりも格段に高い水準に引き上げたと考えられる。

われわれが、日頃、確認する長期金利は、趨勢的に低下してきた1980年代以降のデータに限定されるため、数百年の金利推移に対する無知から「現在の長期金利水準は低い」との思い込みを懐きやすかった。しかし、データを延長して数百年単位で確認するならば、長期金利水準は、2～6%のレンジで安定的に推移するのが常態であり、1970年代から1980年代にかけての水準が異常であったことが明らかになる¹。



それでは、21世紀の長期金利については、どのようなイメージを持つことができるであろうか。百年単位での変化に基づけば、ポスト産業化と人口増加率・中間層人口の低下を背景に、20世紀平均よりも低位での推移がイメージできるのではないか。人口増加率も19世紀の水準に近似する1%未満となり、実質経済成長率も1%台になれば、6%を超える長期金利水準は一時的な現象に限られ、長期安定基調がメインシナリオとなる。そのため**21世紀の長期金利水準は、1970年代から1980年代にかけて主要国で経験した10%を超える可能性は低いのではないか。**

心電図型の上下動が繰り返される（数十年単位）

数十年単位での変化としては、消費を牽引してきた地域での多消費世代人口が減少に転じることで物価上昇圧力が低減する一方、2030年代には生産年齢人口増加率が人口増加率を下回り、賃金上昇による物価上昇圧力となって、物価低下圧力を相殺するだろう。**人口動態における世代構成（多消費世代人口増加率・生産年齢人口増加率）は、今後、ラグを伴いながら綱引き状態になると考えられ、賃金上昇圧力が高まる際には、物価上昇・長期金利上昇が一時的に発生する可能性が高まるだろう。**

また、国際関係における対立の時代と協調の時代の振幅は、数十年単位で物価上昇圧力を左右する傾向がある。協調の時代には、ヒト・モノ・カネ・データの需要と供給がグローバルにマッチングされるため、より効率的な配分が実現され、物価の過度な上昇が抑制される。一方、対立の時代には、ヒト・モノ・カネ・データの自由な移動が阻害されるために、物価上昇圧力が高まる傾向がある。そのため、2020年代から2030年代にかけては、米中対立に加えて各地での紛争長期化により、対立の時代による、サプライチェーンの断層が続くだろう。ヒト・モノ・カネ・データの供給が、「**4つの壁**」により分断されるわけである。具体的には、移民や工場海外移転の抑制による賃金上昇（ヒト）、輸出入先が限定されて原材料費が上昇し（モノ）、国際資金移動が規制されて金利・資本コストが上昇し（カネ）、そして、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（データ）も上昇する。つまりコスト・プッシュインフレの傾向性が高まるのである。この対立の構図が、長期金利に対して上昇圧力となってはたらくのである。

しかし、このような対立の時代も、過去の事例に基づけば、やがて協調の時代へと振り子のように反転する。反転した後は、逆の現象が発生するため、物価上昇圧力が消失し、金利水準も低下傾向で推移するようになるだろう。**国際関係の動向は、対立の時代に物価の上昇圧力が高まり、協調の時代に物価の抑制傾向が強まるため、それぞれ金利の上昇圧力と金利の低下傾向となって影響を及ぼす**と考えられよう。

つまり十年単位での金利動向は、人口動態のラグと国際関係動向に左右され、数百年単位での長期安定基調というメインシナリオに対して、金利上昇期と金利低下期という「山場」を数十年単位で発生させるのではないかと。長期金利の趨勢は、上下動を繰り返すというよりも「**心電図型**」を形成することが多いことが金利の長期データから読み取れる。安定期→上昇期→低下期という3局面が繰り返されるわけだ。このイメージに沿えば、21世紀は、長期安定を基調としつつも、2020年代初頭のように「対立の時代」による物価上昇圧力がはたらく金利上昇期を経て、「協調の時代」の金利低下期に至るといった心電図型パターンが数十年単位で繰り返されると描けるのである。

ただし、グローバルな通貨制度が転換する場合には、物価上昇圧力を大きく左右する可能性がある。米ドルを主軸とした一極国際通貨制度が二分化もしくは多極化するケースでは、従来の常識が機能しなくなるだろう。併存する複数の国際通貨制度どうしでの資金移動が難しくなれば（流動性が確保されなくなれば）、インフレ率や金利水準におけるグローバル連動性が著しく低下し、長期金利の見通しも通貨制度ブロックごとに大きく異なる状況になるだろう。

不確実性が高まる現代においては、以上のような大胆なシナリオが発生する可能性は、高くないかもしれないが、インフレ率が気になり始めた2020年代初頭にあつては、基準となるシナリオを描く価値は高いのではないかと。環境の変化に応じて、当然、シナリオは修正されるものの、長期シナリオ無しには、今後のPDCAを実施することはできない。このような立場から、視線を足元から水平線の先に移して長期シナリオ作成を試みた次第である。今から20年前に作成した長期シナリオである平山（2001）を改めて振り返ってみると、表現や細部は異なるものの、金融市場の変化に対してブレない一つの羅針盤となってきたことが確認された。

21世紀の入り口の20年前もそうだったが、過去数十年とは異なる事象が多く発生する2020年代初頭だからこそ、少し遠くを見てシナリオを描く格好の時期であるような気がしてならない。

参考文献

平山賢一（2001）『金利史観』ISコム。

（注釈）

1. 平山（2001）では、数百年単位での長期金利の歴史的推移から、2001年現在の日本国債利回り（10年債）1.5%程度は低位であるが、異常に低いものではないと記している。21世紀当初のわが国の債券市場では、大部分の市場参加者が1980年代以降の金利データを基に、長期金利が急上昇するというシナリオを強く信じていた。特に、そのシナリオは、生命保険会社等のポートフォリオの平均デュレーションが極端に低かったことに反映されていた。その後、資金運用部ショックによる一時的長期金利上昇はあったものの、預金取扱金融機関等の預貸率低下による国債投資の活発化を背景に、長期金利が低位で推移したのは記憶に新しいだろう。

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）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。