

将来を見晴らす長期投資観測 vol.5

エネルギー価格が支配した200年の長期金利？

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 主たるエネルギー源は、①獲得可能性、②価格の優位性、③エネルギー効率性といった基準で見ても優位なモノに緩やかに転じてきた。
- ◆ 20世紀後半以降は、この主役は石油であり、原油価格と長期金利も概ね連動して推移してきた。
- ◆ しかし、1940年代や2000年代末以降の非常時には、超金融緩和政策が実施されたため、長期金利と原油価格上昇率の連動性は絶たれてきた。
- ◆ 今後は、原油価格の上昇率が趨勢的に高まるか否か、グローバル政治経済が非常時モードに突入するか否かが、長期金利の方向性を見通すためのメルクマールとなるかもしれない。

これまで4回にわたり「人口からみる長期投資観測」について記してきたが、今回からは「物価・金利・為替からみる長期投資観測」について同じく4回にわたり連載していきたい。その第一回目として、「エネルギー価格が支配した200年の金利」を取り上げる。21世紀に入ってから、社会の構造転換により、産業社会から情報社会へとソフト化が進んでいるため、20世紀のようにエネルギー価格の変動に応じて、金利水準が左右されにくくなっている。しかしながら、エネルギーの希少性は否定することはできず、時としてエネルギー価格の上昇が中央銀行の金融政策に大きな影響を与えているのが現実。2022年の米連邦準備制度理事会（FRB）による急速な金融引締めも、エネルギー価格をはじめとするインフレ率の上昇をその理由の一つとしているからだ。以下では、超長期的にエネルギー価格はどのように推移してきたかを概観してみたい。

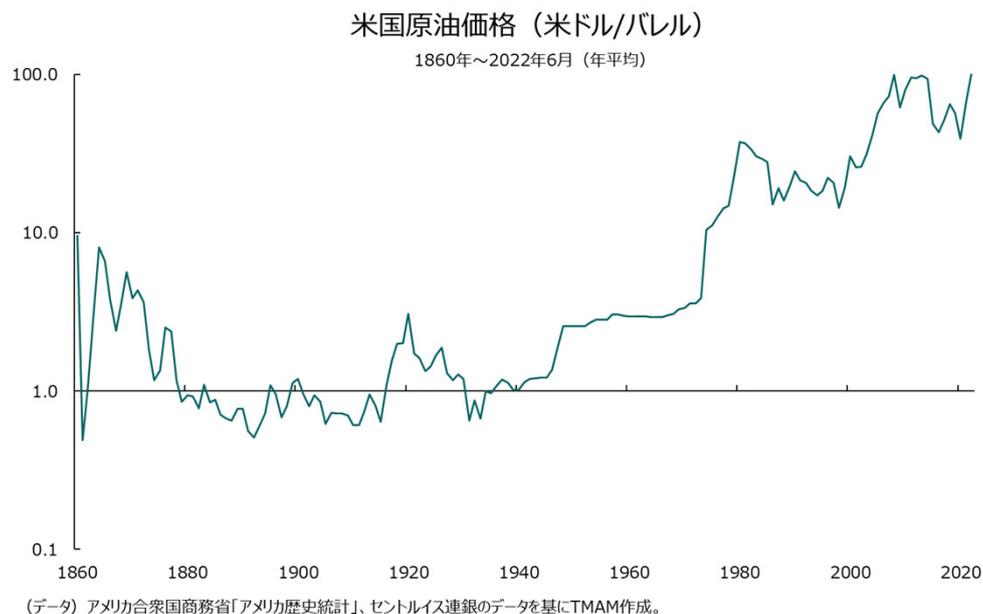
木材から石炭へ、そして石油に

第一に、農業革命の時代は森林が農地に転換され穀物の生産量が増加するにつれ、人口が拡大した時代であった。暖房需要も拡大するため木材が必要になるが、農地転換により森林が減少しておりかつての古代文明が経験したのと同じように社会が沈滞化するということが繰り返されてきた。13世紀も、15世紀から16世紀にかけても木材不足というボトルネックが社会にマイナスの影響を与えたが、18世紀の後半には、木材不足が蒸気機関のイノベーションを利用して石炭へのエネルギー転換を促したため、英国を中心とする欧州経済の飛躍的発展の契機を提供することになった。

石炭は大量に採取可能であり、その価格は木材よりも格段に安かったことや、石炭は木材よりもエネルギー効率がよかったこと、そして技術革新により鉱山の表層部ではなく地中深くから高質の石炭を採掘可能になったため、エネルギーの主軸が石炭に移行したわけである。この①獲得可能性、②価格の優位性、③エネルギー効率性という三つの条件は、そのまま石炭から石油へのエネルギー移行の条件ともなり、現代へとつながるわけである。現在私たちが重要課題として挙げる化石燃料の使用抑制も、この三つの条件から考えてみる必要があるだろう。次世代型エネルギーへの転換により、サステナブル社会を構築するためにも、獲得可能性、価格の優位性、エネルギー効率性を満たす必要があるという「歴史から考えるヒント」が隠されていると言えよう。

石油の時代

米国では、1880年前後からエネルギー消費の中心は燃料用木材・木炭から石炭に転換し、1950年前後から石炭から石油へと移行したとされるが、その原油自体の生産は少ないながらも1860年ころから本格化した。石油消費の歴史は木材や石炭消費の歴史ほど長くない、高々150年程度の歴史でしかないことになるが、メジャーズの時代、OPECの時代、原油価格下落時代、潮目の変化の20世紀末の四期間に分けて原油価格の推移を確認してみよう。



（第1期）1860年代～1960年代

メジャーズと言われた欧米の大手石油会社が支配した時代の原油価格は、1860年代こそ石炭価格の変動に歩調を揃えるように上昇と下落を経験したが、19世紀末から第一次世界大戦前にかけては安定的な価格推移となった。また、第一次世界大戦および第二次世界大戦での需要拡大は石油価格の上昇をもたらしたが、1950年代と60年代は約2.5ドル/バレルから約3ドル/バレルまで緩やかな上昇となるように、変動と安定の時代が繰り返されたのである。この間メジャーズは、原油および石油製品の需給をコントロールし石油生産量を統制することによって、価格を維持することを目指したが、1970年代以降は米国の原油海外依存度が高まり、その役割をサウジアラビアに委ねざるを得なくなる。

(第2期) 1970年代

1960年には原油価格引き下げを要求するメジャーズに対抗するために、サウジアラビアを含む産油国は石油輸出国機構OPECを設立し、結集してメジャーズと価格交渉をするようになった。OPECを主軸とした1970年代は、原油生産コストが他国に比べて非常に安価であるサウジアラビアを中心とした時代である。1974年には、約2ドル/バレルであった原油価格が10ドルを超える水準まで上昇し（第一次オイルショック）、さらに1979年のイラン革命とその後1980年に発生するイラン・イラク戦争を背景に、1980年には35ドル/バレルを上回る原油価格上昇期を形成した(第二次オイルショック)。

(第3期) 1980年代～1990年代

20世紀末には、需給調整役を引き受けていたサウジアラビアのパワーが低下し、世界各地での需給に応じて価格が決定する市場型の価格調整が主流になった。結果的には、各国の生産が需要を上回り、1990年のイラクによるクウェート侵攻(湾岸戦争)で一時的に上昇する局面はあったものの、原油価格は趨勢的に下落傾向で推移し、1998年のアジア危機をきっかけに1999年には10ドル/バレル台(WTIベース)まで下落した。

(第4期) 2000年代～

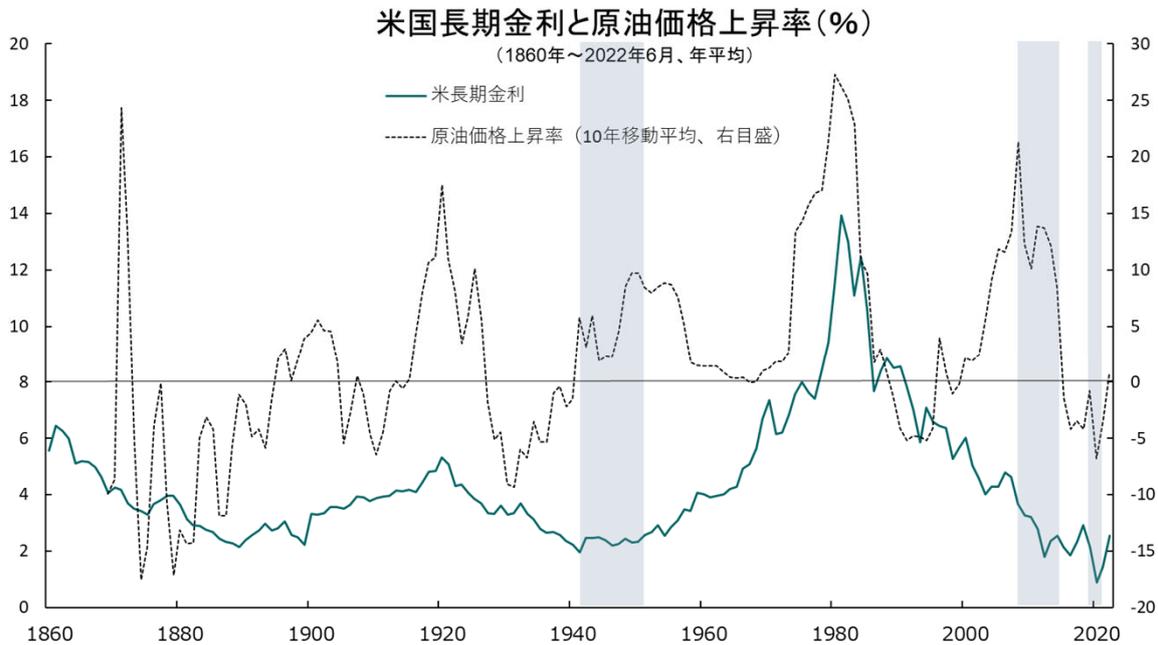
21世紀にはいると、新興国経済による持続的な需要拡大が期待されたことに加え、石油精製設備の精製余力が縮小していることなどから石油製品の供給不安が高まり、原油価格をはじめとする石油製品価格が急上昇する展開となった。2008年以降のグローバル金融危機の影響で原油価格はいったん弱含むものの、超金融緩和政策が断続的に採用される過程で、地政学リスクの台頭による供給懸念から再度上昇基調に転じて現在を迎えている。

原油上昇下の金融緩和政策からの離脱

それでは、この原油価格の動きと米国長期金利の動きを重ね合わせると、どのようなことが明らかになるだろうか？

石油の時代・第1期における2つの世界大戦の前後では、需給逼迫から原油価格は上昇基調で推移したものの、米長期金利は対照的な動きをしている。第一次世界大戦の物価上昇では、それに応じて長期金利も上昇して5%を上回っているものの、第二次世界大戦では世界大恐慌からの回復や戦争経済による原油価格上昇にもかかわらず、米長期金利は低位で抑え込まれているのである。戦時経済であったこともあり、財務省とFRBは、非常時の金融政策として国債価格支持政策を実施したのである。1930年代半ばからFRBは3回にわたりマネタリーベースを拡大させる量的緩和を実施し、1941年から1951年までの10年間においては、長期金利が2.5%を下回る水準で推移するように抑制した。つまり政府による非常時の国債市場介入が強化され物価安定政策が封印されたため、原油等のエネルギー価格の上昇にもかかわらず長期金利が上昇しなかったのである。

石油の時代・第2期には、OPECによる原油供給抑制のみならず、1973年のニクソン・ショックによる通貨不安や一般物価上昇も伴い、人類史上でも特筆する水準にまでインフレ率は上昇した。このインフレ率の上昇に応じて米長期金利も1981年には16%程度まで上昇したが、石油の時代・第3期に原油価格の上昇が沈静化すると、米長期金利も趨勢的な低下期に突入するのであった。



石油の時代・第4期は、第3期から引き続き米長期金利は低下基調で推移する一方、原油価格は復調した。本来であれば、世界中の中央銀行が積極的な金融引締めにより、エネルギー価格上昇を抑制するはずだが、消費者物価指数に代表される一般物価上昇につながらなかったため、エネルギー価格の上昇が許容されたと言えよう。社会構造のソフト化といった転換もその理由として考えられよう。さらに2008年以降のグローバル金融危機やコロナ禍対応では、非常時対応としての国債等の買入政策やマイナス金利政策といった超金融緩和政策が1940年代と同様に採用されたため、米長期金利も低位で抑制されていたわけである。

つまりエネルギー価格が上昇しても、非常時対応としての超金融緩和政策や国債市場介入が実施される時代には長期金利が抑制される一方、非常時対応が解除されればエネルギー価格と長期金利の連動性が高まる可能性があると言えよう。特に足下の物価情勢は、英米において一般物価上昇も伴うインフレ上昇が鮮明になっているため、各中央銀行が金融引締め政策を強化し長期金利も上昇基調で推移していると整理することができよう。過去200年程度に限って言えば、エネルギー価格が長期金利を支配して連動する傾向が強かったものの、非常時対応として中央銀行が超金融緩和政策を実施した際には、エネルギー価格の上昇と長期金利との連動性が絶たれてきた。

このパターンが続くとするならば、原油価格の上昇率が趨勢的に高まるか否か、グローバル政治経済が非常時モードに突入するか否かが、今後の長期金利の方向性を見通すためのメルクマールとなるかもしれない。

参考文献

平山賢一（2008）「振り子の金融史観」シグマベイスキャピタル。

Sylla, Richard, and Sidney Homer (2013), "A history of interest rates", Wiley.

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

当社から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

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

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)、S&PグローバルSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第8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(https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付」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

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3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

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

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/site/japan>)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、2021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。