

## 過去40年の金利低下トレンドは終焉？

金利・物価を押し下げてきた3つの理由が消滅

2022年9月13日

### お伝えしたいポイント

- ・ 過去40年にわたる金利低下トレンドが終わった可能性
- ・ 理由1：原油などエネルギー価格の下落による物価抑制効果の消滅
- ・ 理由2：グローバル化の進展による物価抑制効果の消滅
- ・ 理由3：安価で豊富な労働力の供給による物価抑制効果の消滅

### 過去40年にわたる金利低下トレンドが終わった可能性

大きく見れば、米国をはじめとする主要国の金利は1980年代前半をピークにほぼ一貫して低下トレンドにありましたが、ここ1-2年は上昇が顕著です。約40年にわたる金利低下トレンドは終わったのでしょうか。

一般に金融政策は物価の安定を目標とするため、金利と物価には連動性が認められます。足元の金利上昇は、新型コロナウイルスの感染拡大やロシアのウクライナ侵攻により物価が急騰した影響が大きいとみられます。そのため、これらによる物価上昇は一過性のものかもしれません。しかし、過去40年にわたり物価を低位に安定させていたであろう3つの理由が消えつつある点には注意すべきでしょう。物価の低位安定を背景とした長期的な金利低下トレンドが変化しつつあるように思われます。金利が上昇トレンドに入ったとまでは断定できませんが、少なくとも下がらなくなったとは言えそうです。

#### 米国長期金利（10年債利回り）とCPI（消費者物価指数）



※10年債利回りは月末値

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## 理由1：原油などエネルギー価格の下落による物価抑制効果の消滅

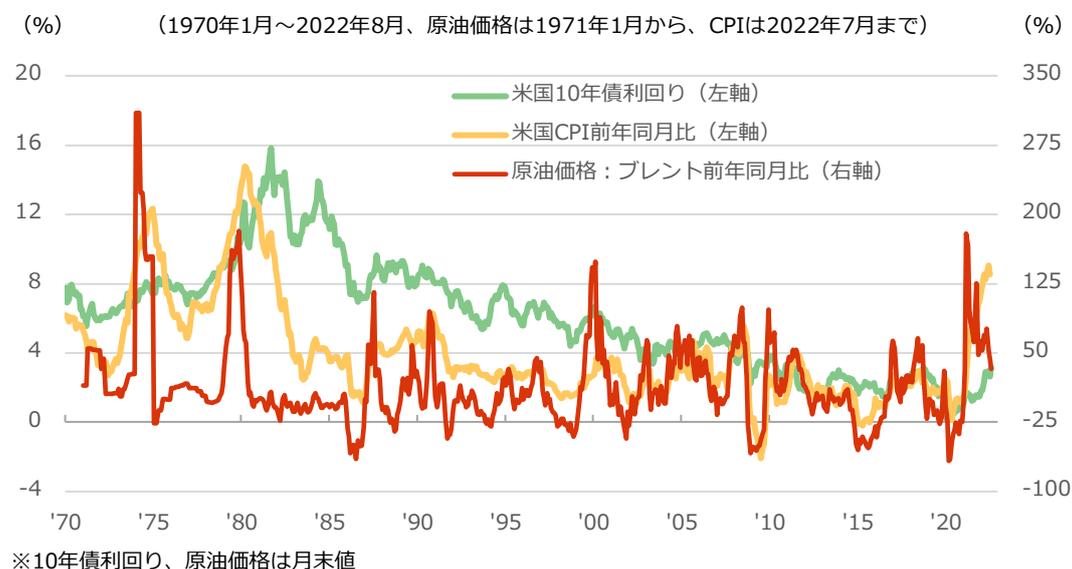
金利が低下トレンドに入る前の1970年代から1980年代前半、物価高・金利高だった主因は原油価格の高騰でしょう。中東産油国による石油採掘会社の国有化などにより、原油価格が売り手の一声で引き上げられるようになりました。供給源が限られているため、消費国は産油国の言い値で買うしかありませんでした。その結果、原油価格を発端として、ありとあらゆる広範な物価上昇が生じました。また、現在に比べると政府や中央銀行の物価抑制に関する知見も少なかったため、適切な政策がなかなか打てず、日本では狂乱物価と呼ばれるような状況にまで至りました。現在、米国をはじめ各国で行われている急速な金融引き締めは、この当時の反省に基づくものといえるでしょう。

しかし1980年代半ばになると物価上昇は急速に鈍化し、金利も低下基調となりました。金融引き締め策などが効果を発揮したこともあります。原油価格が急落したことも大きかったと考えられます。油種にもよりますが、1980年代前半に1バレル40米ドル程度まで上昇した原油価格は、1980年代後半になると一時10米ドルを割り込むような水準にまで下落しました。下落の理由として、需要面では消費国が省エネに努めたことが挙げられますが、供給面で大規模油田の開発が進んだことも大きかったと考えられます。価格の高騰が消費手控えなどによる需要の減退と新規参入などによる供給の増大をもたらし、それが時間の経過とともに価格の下落を招くという需給と価格のサイクルは、多くの産業でみられる動きです。

その後も2000年代にかけて原油価格は比較的低位で安定していましたが、2000年代中頃から上昇基調が強まりました。これは中国に代表される新興国の原油需要が経済発展を背景に大きく増加したためとみられます。価格の上昇を受けて、供給面では米国でのシェールオイルの開発などが進みましたが、需給バランスが崩れるまでには至らず、原油価格は比較的高位を保ちました。

さらに気候変動対策の観点から原油など化石燃料の使用が問題視されるようになると、需要の減少要因となる一方で、投資の抑制による供給面でのマイナスの影響も大きく、価格にはむしろ上昇圧力がかかっているようです。再生エネルギーなども一部ではかなり安価になってきたとはいえ、気候変動対策に配慮していなかった頃に比べれば様々なエネルギーがコスト高になることは否めません。したがって、今後は原油などのエネルギー価格が物価・金利の長期的な低下に寄与することは期待しづらいでしょう。

### 米国長期金利・CPIと原油価格



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## 理由2：グローバル化の進展による物価抑制効果の消滅

経済のグローバル化は長年にわたり徐々に進んできましたが、実感を伴って進展したのは1980年代以降でしょう。製造業を中心に海外生産が増え始め、身の回りでもアジア諸国で製造された工業製品をよく見かけるようになったのがこの頃です。韓国、シンガポール、台湾、香港などを指して、NICS（新興工業国）やNIES（新興工業経済地域）という言葉が広まったのも1980年代からです。

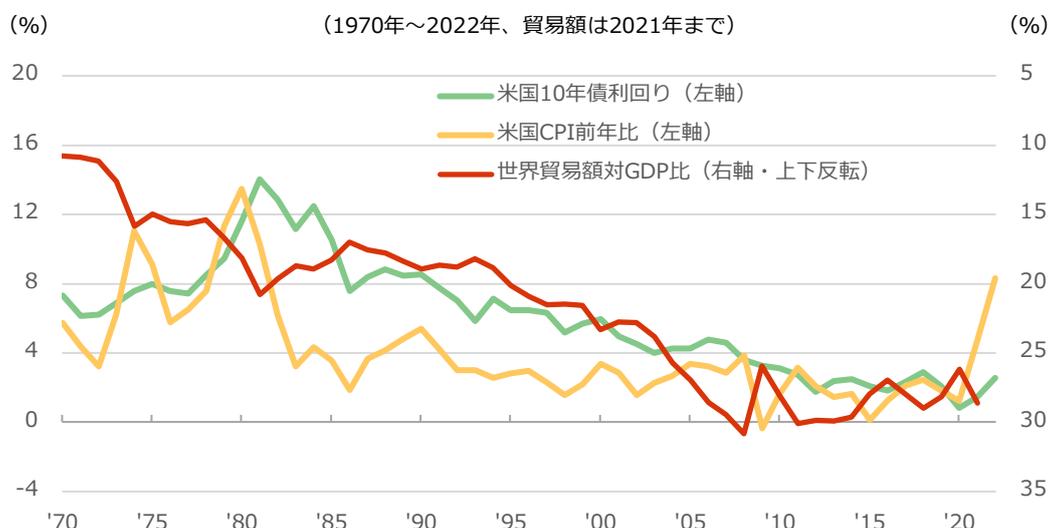
1990年代に入ると、旧ソ連の崩壊により旧共産圏諸国が「西側」の資本主義経済に組み込まれる形となり、グローバル化が一段と進展しました。中国に関して1990年代以降は改革開放路線が軌道に乗り、世界経済との関係を強めました。特に2001年にWTO（世界貿易機関）に加盟後は、海外からの直接投資を呼び込み、世界の工場と言われるようになるまでその影響力を増大させました。

このように以前はグローバル経済といっても実態は欧米＋一部地域だったものが、正に地球規模に拡大したのが1980年代から2000年代の30年間だったでしょう。この結果、世界の貿易額の増加ペースは経済規模の拡大ペースを上回る状況が続きました。貿易額の対GDP比率は1970年代の10%台から2000年代には30%程度にまで上昇しましたが、これは物価・金利の低下と反比例の状況にあります。拡大した「世界」の中でコストの低い国を探して生産し高所得の消費国に輸出するという経済モデルが、物価・金利の低下に果たした役割は少なくないと考えられます。

また、旧ソ連の崩壊によるグローバル化の進展が冷戦の終結による平和の配当を世界にもたらした点も、物価・金利の低下に寄与した面があったのではないかと思います。冷戦が続いた場合と比べれば、政府においては国防費の縮減が財政収支の改善をもたらし、国債発行の抑制を通じて金利低下要因になったと考えられますし、民間においてはカントリーリスクの低減が積極的な海外投資をもたらし、生産コストの抑制を実現可能にしたとみられます。

ところが2010年代に入ると「世界」の拡大も一巡したようで、世界貿易額対GDP比の上昇は頭打ちになっています。また、ロシアによるウクライナ侵攻や米中関係の緊張の高まりを受けて「新冷戦」といった言葉も聞かれる状況になってきており、グローバル化の逆行も懸念されます。少なくともグローバル化によるさらなる物価・金利の押し下げは期待しづらくなったと考えられます。

### ■ 米国長期金利・CPIと世界貿易額対GDP比



※10年債は月末平均値で2022年は8月まで、CPIの2022年は1-7月の前年同期比、貿易額は輸出・輸入平均額

(出所) リフィニティブ、世界銀行、世界貿易機関より大和アセット作成

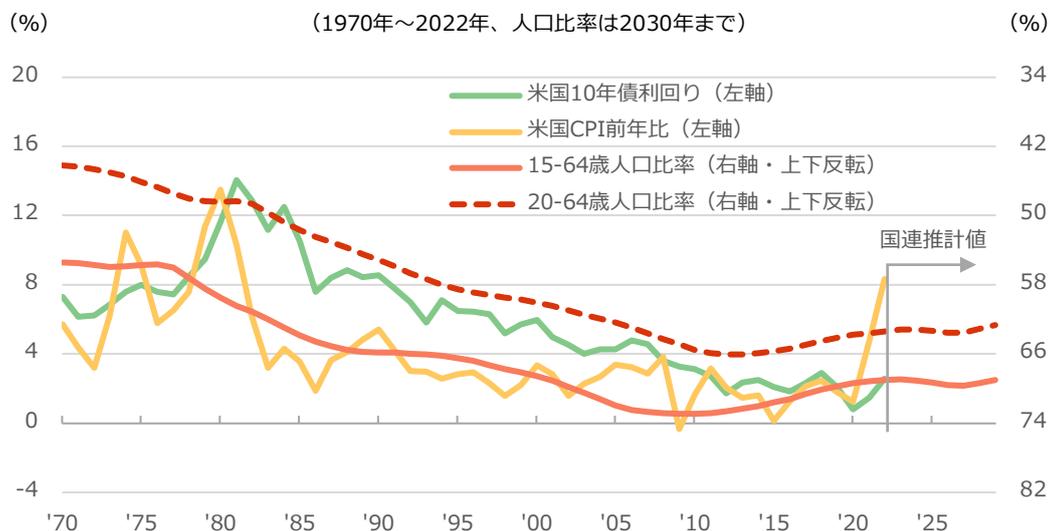
### 理由3：安価で豊富な労働力の供給による物価抑制効果の消滅

グローバル化の進展が物価・金利の低下に寄与した要因としては、単に地域的な拡大だけでなく、各々の新興国で安価な労働力が豊富に供給されるという人口構成上の追い風もあったと推測されます。人口の絶対数と経済発展段階からみて、特に中国の状況が重要と考えられますが、中国では改革開放政策が始まった1978年から2010年頃にかけて、生産年齢人口比率（15-64歳人口の全人口比）は15%ポイントほど上昇しました。このような豊富な労働力が農村から都市に流入することで、安価な工業製品を世界に供給することが可能になったと考えられます。

ところが2010年頃をピークに生産年齢人口比率はピークアウトしたようです。また、中国でも2000年頃から大学進学者が急増し始めたこともあり、実態としての生産年齢人口の下限が切り上がってきている可能性があります。ちなみに20-64歳人口比率は15-64歳人口比率よりも5%ポイント以上、低くなっています。労働力の供給増加が鈍れば、賃金は上がりやすくなると考えられます。実際、中国での賃金上昇を受けて、ベトナムなどさらに賃金の安い国に生産を移転する動きなども報じられていますが、中国での生産を全て代替することは難しいでしょうし、移転先の国の賃金も上昇が加速しているようです。

以上のように、1980年代から2000年代にかけて、物価・金利の低下をもたらしたであろう経済の構造的な変化は過去のものになりつつあると考えられます。確かに足元の物価上昇とそれに対応するための金融引き締めによる金利の上昇は、一過性の要因による部分が大きいとみられます。しかし、その要因が剥落した時に、以前のような物価・金利の低位安定状態に無条件に回帰すると想定するのは、リスクが大きいかもしれません。

#### 米国長期金利・CPIと中国年齢層別人口比率



(出所) リフィニティブ、国連人口推計2022より大和アセット作成

#### 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は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・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。