



「コロナ後の世界」を考える②

資本主義の限界が叫ばれ、コロナ禍によって個人や企業に対する国家の支援・介入が広がるなか、50-60年周期のコンドラチェフの長期波動が底打ちから上昇に転じる可能性が高まってきたと考えています。底打ちが現実になれば、今後の株式リターンは長期的に1985年に始まった波動の下降局面の平均的なリターンを下回る一方、長期国債リターンは徐々に上向いていくと予想しています。

低下する金融資産のリターン

前回のレポート(*)では「コロナ後の世界では、個人・企業の行動変化、政府の介入、環境意識の高まりなどを受けて、長期的に株式を中心とする金融資産のリターンが低下する」と論じました。今回のレポートでは、2人の経済学者の議論を取り上げ、歴史的な循環の観点からこれらの変化を考察したいと思います。

ノーベル賞を受賞した英国のジョン・ヒックス(1904-1989)は経済の「発展段階説」を認めるものの、それは進化的な発展ではなく「循環的な発展」だったと考えました。また、経済史を「市場組織」と「(国家に代表される)非市場組織」の対立の構図にとらえました。ロシアのニコライ・コンドラチェフ(1892-1938)は世界(古くは欧州)の物価、利子率には50-60年周期の長期波動が存在すると考えました。景気循環の理論としては、短期(キチン:在庫)、中期(ジュグラー:設備投資)、長期(クズネツ:建設)、超長期(コンドラチェフ:技術革新)の4つが広く知られています。しかし近年、コンドラチェフの長期波動を引き起こす要因として、技術革新に加えて社会思想やイデオロギーの変遷にも注目が集まっています。

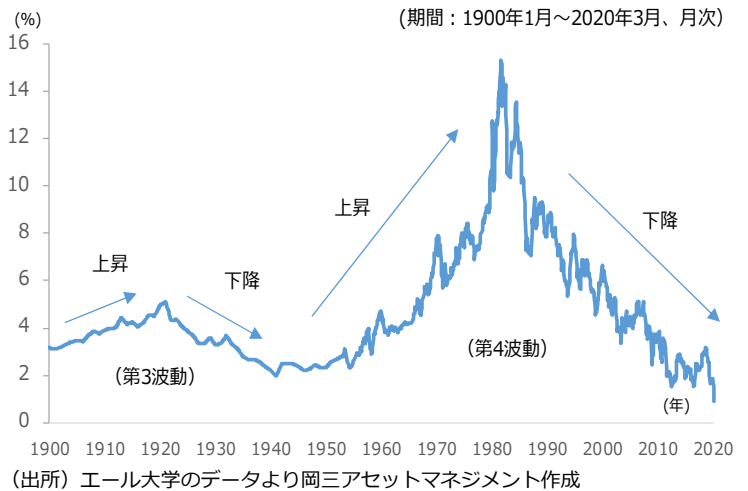
(*) 4月15日のストラテジストの眼「『コロナ後の世界』を考える①」を参照

コンドラチェフの長期波動

上記のヒックス、コンドラチェフの議論を総合すると、超長期の金利サイクル(波動)は「市場主義と非市場主義の力関係」や「社会思想やイデオロギー」によってもたらされると考えることができそうです。

20世紀初頭以降、米国金利は2つの大きな波動を描いてきました(図表1)。現在はフランス革命以降、4度目の波動が終焉を迎えつつあると考えています。

図表1 米国長期金利とコンドラチェフの長期波動



コンドラチェフの長期波動は一般的に次のように解釈されています。市場主義が強まり、競争が促進され、階級対立が激化すると、革命などによって弱者(新興勢力)が力をつけることによって新たな上昇波動が始まります。その前の下降局面で新たに開発された技術が経済を活性化しますが、国家(非市場)の介入により経済の効率が損なわれ、賃上げとともに物価が上昇します。この時期には市場主義よりも国家・民族主義が台頭し、資源獲得のために戦争が頻発しました。非市場主義が行き過ぎ、インフレが過熱すると、その反動で市場主義が台頭し、強者に主導された下降局面を迎えます。戦争が終わって軍需が減れば物価は安定しますが、低インフレ・低金利は時としてバブルを生み、行き過ぎればデフレに陥ります。その結果、保護主義が高まり、近隣窮乏化が進み、市場獲得を目的とした戦争に至ることもありました。市場主義が行き過ぎれば格差が拡大し、その反動で非市場主義が復活し、下降局面が終わり、上昇波動に転じます(次頁図表2)。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

図表2 コンドラチェフの長期波動（イメージ）

	底	⇒	天井	⇒
第1波	産業革命後のデフレ、フランス革命(1790)	産業の発展、ナポレオン戦争	ウィーン会議後の反動・保守化(1815)	資本主義の拡大
第2波	欧州諸国の市民革命(1850)	工業化、自由貿易、普仏戦争	普ビスマルク、英グラッドストーン(1870)	英国の黄金時代、関税戦争、帝国主義
第3波	労働者階級の政治参加(1895)	各種発明で経済活性化、資源獲得競争、第一次大戦	第一次大戦後の平和主義(1920)	大恐慌、金本位制でデフレ、ブロック経済化、第二次大戦
第4波	帝国主義の終焉、民族自決、戦後の福祉国家建設(1945)	揺りかごから墓場まで、ベトナム戦争、オイルショック	米レーガン、英サッチャー(1985)	冷戦終結・資本主義の勝利、リーマン危機、格差拡大、ポピュリスト

*このイメージは筆者独自の見解が含まれ、学術的に広く認められたものと異なる場合があります。

底打ちに向かう長期波動

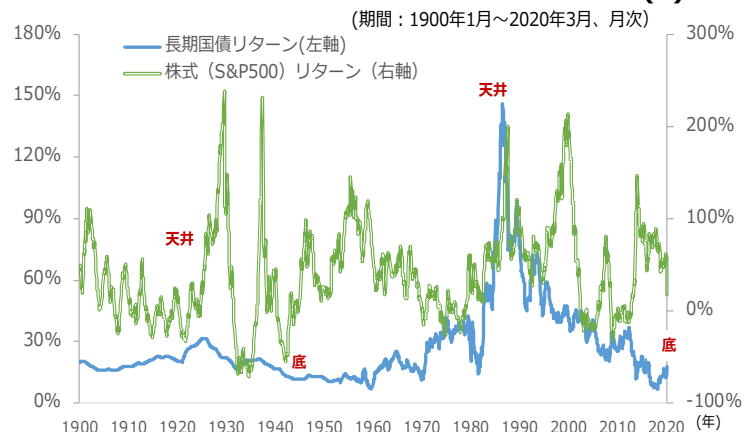
第4波は米国のレーガン大統領、英国のサッチャー首相による新自由主義的な経済運営で下降局面に入り、現在はその最終局面を迎えていると見ています。東西冷戦が資本主義陣営の勝利で終結し、1990年代に市場主義が大きく花開きました。しかし、2008年のリーマン危機はその欠点を浮き彫りにし、その後、世界中で格差の拡大に付け込んだポピュリスト、国家主義者が台頭しました。このように資本（市場）主義の限界が叫ばれるなか、コロナ禍によって個人や企業に対する国家の支援・介入が広まりつつあります。非市場組織が経済に占めるウェイトが徐々に上昇するなか、コンドラチェフの長期波動が底打ちから上昇に転じる可能性が高まってきたと考えています。

長期的な市場見通し

図表3は1900年以降の米国における株式、長期国債の5年保有リターン(*)を示しています。全期間を通せば株式のリターンが長期国債を上回っていますが、長期波動の上昇局面と下降局面に分けてみると、株式のリターンは上昇局面よりも下降局面の方が高く、長期国債リターンは長期波動とともに上下しました。単純化すれば、クーポン収入が中心の長期国債リターンは金利水準に依存し、株式リターンは市場（民間）経済の代理変数だったと考えることができそうです。

この事実は、近い将来にコンドラチェフの長期波動

図表3 米国：株式と長期国債の5年保有リターン(*)



(*) 5年保有リターンは5年前に株式(指数)または長期国債を買い、5年間保有したと仮定した場合のリターン
(出所) エール大学のデータより岡三アセットマネジメント作成

が上昇に転じれば、今後の株式リターンは長期的に1985年に始まった波動の下降局面の平均的なリターンを下回る一方、長期国債リターンは徐々に上向くことを示唆しています。この見通しは前回のレポートで述べた「コロナ後の世界では株式を中心とする金融資産のリターンは低下する」という予想と概ね一致します。一方、世界中で財政赤字が拡大しても、中央銀行がそれをファイナンスし、テクノロジーの進歩がインフレを抑制する環境で、金利が急上昇することはなかなか想定できません。ただし、数年単位で、政府から民間へ経済活動の主役をバトンタッチすることができず、金利がいつまでたっても上がらないことが最も懸念されることだと考えています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)