

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員長 伊藤 敬介 CMA・CIIA

「40年ぶりのインフレ水準」。このようなニュースを昨年来、よく目にする。米国のインフレ率（CPI）は2022年6月に前年比9.1%上昇という40年ぶりの高水準を記録し（注1）、ユーロゾーンのインフレ率も2022年10月に10.7%という記録的高水準（注2）に達した。わが国でも、2022年12月の消費者物価指数（生鮮食品除く）前年比が41年ぶりに4%を突破し（注3）、米欧より低いとはいえ、インフレはわが国でも実感できるようになりつつある。ゼロ金利、デフレ、賃金横ばいがすっかり定着し、タンス預金を「もったいない」とも思わなくなっていたわれわれにとって、物価高騰やインフレという言葉はある意味懐かしく、新鮮ですらある。

米欧の中央銀行は2022年以降、相次いで量的緩和から金融引き締めへと舵を切り、わが国でも植田新総裁が就任した日本銀行の舵取りが注視されている。2008年の金融危機以降続いた世界的な量的緩和や超低金利環境が終焉し、インフレや金利上昇局面が当面続く場合、資産運用にどのような影響を及ぼすのであろうか。金利が上昇してタンス預金を「もったいない」と感じるようにな

る、という以外にも、例えば債券保有比率が高く、金利低下局面で債券価格上昇の恩恵を受けてきたリスク・パリティ・ファンドなどは、ゼロ金利からの金利上昇局面では逆に苦戦する可能性もあるかもしれない。また、デフレ環境下では注目されなかったインフレ連動債や、イールドカーブのフラットニング時に苦戦した変動利付国債などは、これからは魅力的な投資対象になる可能性もある。不動産やコモディティ投資も、単なるリターン分散の手段でなく、インフレヘッジというリスク管理の手段としても注目が高まる可能性がある。

そもそも2022年以降の世界的なインフレは何故発生し、その裏で世界経済にどのような構造変化があったのか。このインフレは短期的に解消するのか、ある程度持続するのか。これが日本に与える影響はどうか。そして、債券運用をはじめとする資産運用は、インフレ局面とデフレ局面とで何が異なり、インフレ局面で意識すべき留意点は何か。さらに、わが国でもゼロ金利やデフレ局面が終焉してインフレが持続した場合、これが貯蓄から投資への本格的な流れにつながる可能性がある

（注1） <https://edition.cnn.com/2022/07/13/economy/cpi-inflation-june/index.html>

（注2） <https://www.ft.com/content/d783e38e-7a58-4285-b68a-55e357bb8c4b>

（注3） <https://www.e-stat.go.jp/>

るのではないか。金利低下やデフレ局面しか経験していない市場関係者が増えた中で、このような論点を整理する意義は大きいとの思いから、2023年5月号では「インフレと資産運用」を特集テーマとし、インフレ局面下での資産運用のあり方をあらためて整理すべく、次の4本の論文を掲載する。

最初の小出論文「高インフレと金融市場—40年ぶりに訪れたインフレの、背景と金融市場に及ぼすマクロ的含意—」は、足元の世界的な高インフレが何故発生したか、各国中央銀行の対応はどうか、そしてこれらが金融・資本市場にどのような影響を与えらるかを包括的に整理する論文である。

同論文ではまず、現在進行中の高インフレは一過性のものではなく、コロナ禍を経た労働者の選好変容、世界的なサプライチェーンの構造変化、過剰流動性や財政支出加速、温室効果ガス排出規制の強化など、構造的な要因によるものであることを指摘している。そして、米国のインフレ鈍化は遅れ、今次利上げの終着点（ターミナルレート）は6%を超える可能性があること、またインフレ率が高く、その変動性が拡大する時期には、債券と株式のリターンの順相関関係が強まる傾向にあり、さらなる金利上昇を受けて債券・株式の双方が下落する可能性があること、などに言及している。

独自の原油価格（WTI）推計モデルに基づきエネルギー需給の逼迫を解説し、米国インフレ率（CPI）推計モデルを用いて2023年末でも米国インフレ率が5%前後で高止まりすることを定量的に示唆している点などは興味深い。そして最後に、2000年代以降の安定した低インフレ時代が終わりを告げたことを指摘し、この期間の経験に基づ

いた投資判断は危ういと警鐘を鳴らしているが、これに共感する市場関係者も多いのではないか。

続く山口論文「過去70年間の日米のインフレの歴史に学ぶ」は、インフレと株式や債券などの資産リターンに関する長期的な実証分析結果に基づき、インフレ水準に応じた資産運用のあり方を考察する論文である。過去70年間（1952～2021年）の日米のインフレ率、債券リターンおよび株式リターンのデータを用い、前半35年間（高インフレ期）と後半35年間（低インフレ期）に分けて債券・株式のインフレ調整後実質リターンを集計したところ、債券の実質リターンは日米とも低インフレ期に高く、高インフレ期には低かったこと、逆に、株式の実質リターンは日米とも高インフレ期には債券を大きく上回り、長期的にみれば株式に一定のインフレ抵抗力がみられたこと、そして低インフレ期の後半35年間では、日本の株式実質リターンは債券の実質リターンとほぼ同じ3.3%にとどまっていたこと、などを確認している。

割引キャッシュフロー（DCF）モデルに当てはめれば、高インフレ期の前半35年間はDCFの分子に当たる企業収益の成長が、そして後半35年間はDCFの分母の割引率の低下が株式リターンの源泉と捉えることができること、ただし現在の日本のインフレはコストプッシュ型と考えられるため、過去のインフレ期と同様に企業収益が成長するとは限らず、行動ファイナンスの観点からも、過去のデータだけに依拠して資産運用の将来を予想するのは危険であること、などを指摘している。

藤田論文「インフレ環境下でのライフサイクル投資」は、わが国の個人金融資産2,000兆円の約

55%が現金・預金にある中、デフレ環境からインフレ環境に突入することも想定した場合の個人投資家の資産形成・資産活用のあり方や、個人投資家顧客に対して金融機関の取るべき行動を整理する論文である。国際通貨基金（IMF）の予想では、2023～27年の日本のインフレ率は1.0～1.4%と現在よりも低下する可能性がある旨を指摘した上で、戦後、インフレは十数年に一度のペースでやってきており、いずれもエネルギー価格上昇によるものであったことをまず振り返っている。この中で日本の家計部門のリスク資産構成比が低い理由として、太平洋戦争などを遂行するために整えられた年功序列、終身雇用制、退職給付制度、厚生年金制度、貯蓄（預貯金）振興策が継続する一方で、個人投資家保護や確定拠出年金（DC）制度の普及が遅れたことを挙げている。

日本では構造的に若年層で余裕資金が不足し、退職金をもらった高齢者層に余裕資金が集中するため、若い頃からリスク資産に投資する機会が限定的であり、ノウハウを蓄積しづらいこと、ただし、①長期的に成長が続く米国市場などへのアクセス、②DC制度などの整備、③投資家保護と投資コストの低減、などが米国同様に進み、大手の銀行や証券会社が高コスト商品の販売から脱却して、「顧客とともに繁栄する」ビジネスモデルを確立できれば、日本でもリスク資産への資金流入が加速する可能性がある」と指摘している点などは、金融業界にとっても示唆が大きい。

最後の徳島論文「物価上昇と債券運用」は、インフレ環境下での債券運用のポイントや留意点を、過去事例も踏まえてフォワードルッキングに整理する論文である。物価上昇に対して預金や債券などは弱く、物価上昇局面では債券ポートフォリオのデュレーション短期化に加えて、物価連動

債の保有など様々な手法が考えられること、また基本的には債券運用に限定せず、株式や不動産、コモディティなどのより物価上昇に連動する可能性の高い資産を組み入れた分散投資の意義があること、などを解説している。

米欧では、過大な物価上昇を抑えるためにインフレターゲットが採用されたのに対し、日本では上昇しない物価を安定的に引き上げるために2%のインフレ目標が導入されたところに、問題設定や手法の誤りがあった可能性を指摘している点や、成熟度が高まって負債デュレーションが短いにもかかわらず、債券で市場インデックスをベンチマークとし、市場にあるほぼすべての債券を受動的に投資対象としている年金基金の、インフレ・金利上昇局面における危うさを指摘している点などは興味深い。インフレ時に内外の変動利付債や物価連動債、円金利スワップ、不動産なども含めて分散投資を徹底することの意義や、金利上昇時の債券投資に関する様々な論点を、債券分野に長く携わった著者ならではの知見を交えて整理しているため、本格的な物価上昇を経験していないアセットマネジャーやアセットオーナーにとって、様々なヒントが得られる内容であるように感じる。

世界的な少子高齢化や、それに伴う経済成長の鈍化で、過去のようなインフレ・高金利には構造的になりにくいのではないかと。今回の世界的なインフレや米欧の利上げも早期に終了し、再び利下げ局面に戻るのではないかと。2022年当初はそのような見方をする市場関係者も多かったが、米欧に加え、日本ですら40年ぶりのインフレ水準を記録し、賃金上昇の兆しもみえてきた。米欧で当初予想よりも高インフレの状態と、それに伴う高金利の状態が続き、わが国でも日本銀行がいずれ

出口戦略を見据えて行動する可能性を市場関係者が意識する中、金利低下やデフレ局面に慣れ切ったわれわれにとって、あらためてインフレ・金利上昇局面での資産運用のあり方を整理する意義は大きいものと思われる。

今回の世界的なインフレに至った構造的背景、歴史から読み解くインフレと株式・債券リターンの関係、インフレや高金利局面を見据えてわが国

でも貯蓄から投資への流れが本格化する可能性、そしてインフレ・金利上昇局面での債券運用のポイント。本号の特集では、このような観点からの示唆が多く含まれているように感じる。低金利・デフレ経済が長く続いた中で、当特集が、今後のインフレ・金利上昇局面に備えた資産運用のあり方を再点検するきっかけになれば幸いである。