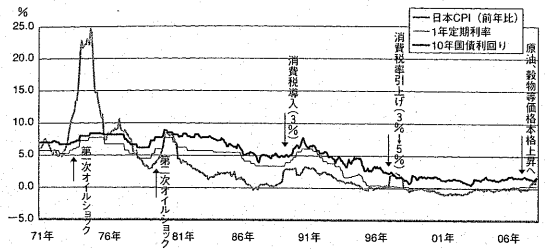
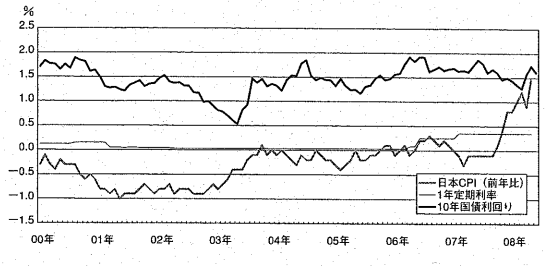


図表1 金利商品はインフレをヘッジしてきたか (1)



図表2 金利商品はインフレをヘッジしてきたか (2)



図表1は、1971年から2006年までの日本CPI（前年比）、1年定期利率、10年国債利率の推移を示している。1973年の第二次オイルショックで原油価格が暴落し、インフレが急上昇した。その後、1980年の第三次オイルショックでもインフレが急上昇した。1989年には消費税率が3%から5%に引き上げられ、1997年には5%から8%に引き上げられた。図表2は、2000年から2008年までの同様の推移を示している。2008年には原油価格が急騰し、インフレが急上昇した。

図表1のデータ（概略）:

年	日本CPI (前年比) (%)	1年定期利率 (%)	10年国債利率 (%)
71年	5.0	12.0	10.0
76年	5.0	12.0	10.0
81年	5.0	12.0	10.0
86年	5.0	12.0	10.0
91年	5.0	12.0	10.0
96年	5.0	12.0	10.0
01年	5.0	12.0	10.0
06年	5.0	12.0	10.0

図表2のデータ（概略）:

年	日本CPI (前年比) (%)	1年定期利率 (%)	10年国債利率 (%)
00年	0.0	1.5	2.0
01年	0.0	1.5	2.0
02年	0.0	1.5	2.0
03年	0.0	1.5	2.0
04年	0.0	1.5	2.0
05年	0.0	1.5	2.0
06年	0.0	1.5	2.0
07年	0.0	1.5	2.0
08年	0.0	1.5	2.0

別すると2つの理由による。  
1つ目はインフレ抑制のための政策金利の引上げ。2つ目はインフレを見越した消費の前倒し。資金需要の活発化による市場金利の上昇。さらに付加的に言うと、後者による金融逼迫によって債券売却がさかみ債券金利が上昇した。ところが、今回のインフレにおいては、以上のうち該当するものがひとつもない。

まず、現在0.5%をターゲットとして無担保コール翌日物レート（政策金利）は、インフレ率が直近の1.5%から2.0%台以上に上昇したとしても引き上げることがきわめて困難な情勢にある。株価が低迷、さらには明らかに景気が減速してきている中で、とても利上げは行えない。

インフレ時に金利が上がるための2つ目の条件は企業の資金需要の高まり。しかし、現在のように成長率が名目値で1%未満という状態では、企業が設備投資に積極的に出ることが考えられない。

さらに言うと、これから向こう10年間のわが国のインフレを見通した場合、絶対に避けて通れないのが消費税率の引上げだ。税率引上げに伴うインフレは過去の例を見ても分かるとおり、直接的にはほとんど金利上昇を促さない。

いも重要なテーマは、「来るべきインフレに対して預金等の金利商品はどの程度のヘッジ機能を持つか」ではないだろうか。この点について私は随分昔から「インフレに対して短期預金ならびに変動金利型の債券は相当のインフレヘッジ機能を持つことを基本にすべき」と考えてきた。しかし、昨今のインフレの質を多少なりとも分析的に見る限り、「預金等の金利商品のインフレヘッジ機能はこれから一時的にせよ、急速に弱くならざるを得ない」と考えるに至った。今回はその基本的な考え方を紹介しよう。

**金利がインフレ率に負ける局面と見るべきか**

なにはともあれ証拠から。わが国における長期にわたるインフレ率（消費者物価指数（CPI）の対前年比）と預金ならびに長期国債利回り（長短金利）の推移を見ておこう（図表1）。

①インフレ率と金利との間には相当程度、正の相関関係がある。つまり、大局的に見れば「インフレ率上昇・金利上昇」「インフレ率低下・金利低下」という傾向が明らかだ。  
②しかも、全体の90%以上の時点で「インフレ率へ金利」の関係にある。つまり、金利商品は基本的にはインフレヘッジ機能を持つ。  
③しかし全体を通じて詳しく見ると、3つの時点で金利はインフレ率に負けていることが分かる。「1973〜77年」「1980〜81年」「1997〜98年」だ。これらは前2期間が「1年間に原油価格が3倍以上にも急騰する」というオイルショック（第一次、第二次）による超インフレ、最後に消費税率の引上げ（3%→5%）による価格高騰だ。

「レ時を除く」「消費税率の引上げという制度的要因によるインフレ時を除く」の但し書き付きで。そしてその理屈として、「物価の上昇は金利の上昇を招き、物価の下落は金利の低下を招く」という基本的な経済メカニズムが働いたためである」と説明してきた。

**現行のインフレ局面はオイルショックの頃に似る**

従来、インフレ時に金利が上昇したのは、国内要因を見る限り大

レの様相を呈しているためだ。さらに言うと、これから向こう10年間のわが国のインフレを見通した場合、絶対に避けて通れないのが消費税率の引上げだ。税率引上げに伴うインフレは過去の例を見ても分かるとおり、直接的にはほとんど金利上昇を促さない。

以上のことから、しばらくは変動金利型国債も含め、金利商品のインフレヘッジ機能が大幅に低下すると心得たほうがよいと思う。図表2が示すように、現在のインフレ率（5月で前年比1.5%プラス）はすでに、1年定期預金金利（0.35%）はもろろんのこと、個人向け国債（5年固定金利もの7月発行債で1.2%、10年変動金利もの10月発行債で1.0%）を優に上回ってきた。わが国では指標的な存在とされる期間10年の新築国債の利回りをも上回ろうとしている。

従来、インフレ時に金利が上がるための2つの条件は企業の資金需要の高まり。しかし、現在のように成長率が名目値で1%未満という状態では、企業が設備投資に積極的に出ることが考えられない。さらにインフレが金利上昇を招く3つ目のプロセスとして考えられるのは、企業からの借入れ需要の増加が金融機関の貸出原資の不足を招き、それが金融機関の債券売却を促し、その結果債券利回りが上昇するというメカニズムだ。しかし、すでに国内企業物価指数は昨年10月に前年比で2%台に、さらには今年1月に3%台に、そして5月には4%台、6月は5%台と急速に上げ足を速めているにもかかわらず、金融機関の企業向け貸出は低迷、多くの金融機関で預貸率は低下する一方だ。つまり、以上の側面を見て、金利が上がる状況ではない。

つまり、我々はすでに預貯金など金利商品一般が実質的に目減りする時代に突入していることを認識すべきである。

角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File.030

預金、変動金利型国債のインフレヘッジ機能が急速に低下へ

預貯金が実質的に目減りする時代に突入している!?