

角川総一の 金融 60 逆さメガネ

今 回のテーマは「日本人の家計の半分以上を占める預貯金は、インフレによって目減りするか」だ。

数年前から今に至るまで、一部のエコノミスト等が口裏を合わせたように、次のように言う。

「日本人の家計金融資産残高は1400兆円。このうち現預金が55%で50%が預金だ。ところがこの部分はともインフレに弱い。インフレになればひとたまりもない。目減りするのには必須だ。今後インフレの可能性が以上、これらの預貯金の一部は株式にシフトしておいたほうがいい。なぜな

第3回

「預貯金はインフレに弱く、株はインフレに強い」は本当か (前編)

インフレになると預貯金はひとたまりもないため、その一部は株式にしておいたほうがいいとよく言われる。しかし、実際に過去のデータを当たってみると…。

ら株式はインフレヘッジ機能を「持つから」と。そして少なくとも人が「確かに」と領いてしまうのだ。私から

見れば「なぜ」となる。「なぜこんな理屈が成り立つの？」ではなく、まず「なぜこんな理屈にコロコロといつてしまうのか」なのだ。

以上の理屈が合理性を持つためには（あるいは私がそれに同意するためには）、少なくとも二つの点が明らかであらねばならない。

まず一つは、過去において預貯金がインフレをヘッジできなかったことであり、二つめには同じく過去において株式がインフレをヘッジしてきたことだ。そのためデータの要求する。しかし、以上のような意見にデータが付されていた記憶は私にはない。

であれば、自分でデータを作成してみなければなるまい。これはごく簡単だ。少なくとも過去20年程度の定期預金金利とインフレ率の相関グラフ程度は誰にでも作れる（エクセルが何であるかを知らない人でも、これは1時間で習得可能。これホント）。

インフレ時には金利が高いのが当然
図表1は、過去20年あまりの間

ことを狙って「短期の政策金利を引き上げる」と考えられるからだ。

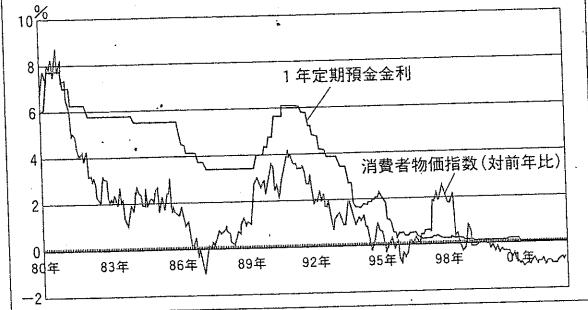
しかし、グラフで見る限り、この理屈に合わない局面が2箇所ある。この点には注意が必要だ。すなわち80〜81年と97〜98年だ。

これも簡単。前者は79年からの異常なインフレ（第二次オイルショック）のピークに当たっていたためであり、後者は97年4月からの消費税率2%アップの影響に伴うものだ（企画庁「現内閣府では、これによる消費者物価の上昇幅は1・6%と推計している」）。

つまり、よほど異常な事態が起こらないかぎり、おおむね平時にあつては預金金利はインフレを最低限ヘッジしてくれると見るべきなのだ。

これに対して日本株はどうか。図表2が何よりもその事情をよく示している。さすがに70年頃まではタイムラグを持ちながらも株価

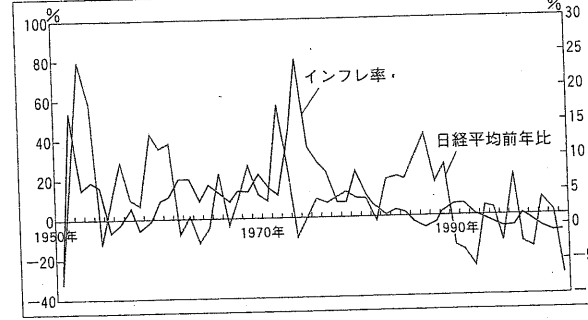
図表1 預金はインフレをヘッジするか



の動きはインフレの動きに必ずまずキヤッチアップしている。

しかしその後はどうか。インフレ率と株価の間にはほとんど因果関係らしきものは認められない。ここでは株価収益率ではなく、日経平均株価の対前年比しか示されていない。つまり配当率などは捨象してある。が、それでも「株価はインフレをヘッジする」とは到

図表2 株はインフレをヘッジするか



底言えまい。

消費税率引上げによるインフレにはヘッジ期待薄

では、これからもインフレリスクは1年金利でヘッジできると考えていいのだろうか。これについては私は疑問だ。おそらく従来とは若干異なったものの見方が必要になってきたのだと思う。

まず一つは、少なくとも短期の政策金利は現在の超低位に据え置かれる可能性が高いこと。ただし一方では、国債の増発により、長期金利は市場の思惑、自由な需給バランスによって上昇気味に推移する公算が高い。つまり、長短金利市場が分断される可能性があると思う。

これから数年先を見渡せば、短期金利が底バイの一方で長期金利が上昇することにより、長短金利差は拡大していく可能性が高い。その場合、1年定期預金よりも長期金利に連動する個人向け国債のインフレヘッジ機能の方が高くなる可能性が高いと思う。

二つめ。インフレは金利の上昇を予期させるのが原則だが、少なくとも今後5〜10年にわたるインフレを考えるうえで、消費税率の継続的な引上げというファクターが非常に重要な役割を演じるはずだ。

であれば、こうした税制面からのインフレに関しては、金利の上昇は期待できないと考えておいたほうがいい。

におけるインフレ率と預金金利を対比させて描いたものだ。インフレ率として消費者物価指数の対前年同月比を、預金金利としては1年定期金利を採用した。

一目にして歴然、この程度にはインフレ率と預金金利とは正の相関関係にあるのだ。多分、相関係数で言えばプラス0・2とか0・3程度はあるんじゃないか。

つまり、インフレが昂進している時期にはまず預金金利も高い。上昇傾向にある。しかもこのグラフで見る限り、ほとんどの時期にあつては預金金利はインフレ率を凌駕している。ということは、確率的に言うと預金でインフレを防御することは、相当程度の確率で可能なのだ。

これは経済原則から言うと簡単。インフレ傾向が顕著になれば「消費の前倒し」→「資金需要（資金調達）の前倒し」→「調達金利の上昇」という自律的なメカニズムが働く。さらにはインフレに対しては、通貨価値の下落を嫌がる日銀が、物価沈静化のためにマネーサプライの伸び率を下げる