



図1 日米インフレ率とCRB指数(前年比)の推移

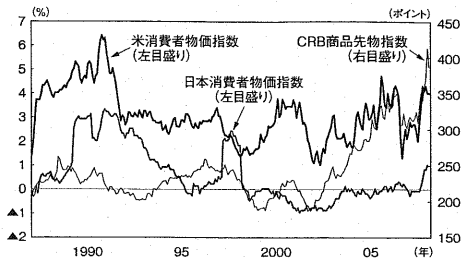
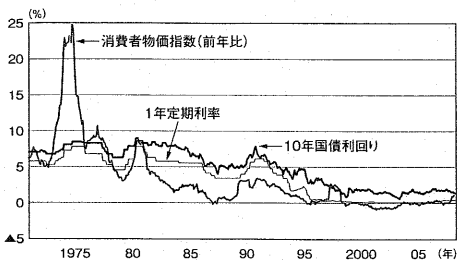


図2 日本の金利商品はインフレをヘッジしてきたか(長期)



ていことが分かる。「1973〜76年」「80〜81年」「97〜98年」だ。これらは前2者が「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による超インフレ、最後に消費税率の引き上げ(3→5%)による価格高騰だ。

図2に基づき私は以前から「基本的に短期の預金ならびに(利率が半年ごとに変更される)変動金利型国債はインフレに強い商品」と主張してきた。もちろん「原油価格の急騰による2ケタ台あるいはそれに迫る超インフレ時を除く」「消費税率の引き上げという制度的要因によるインフレ時を除く」というただし書き付きだ。

**従来型メカニズムが働かない理由**

しかし、今私たちの足元で進行しつつあるインフレは、従来のそれとは相当ニュアンスを異にすると思えるを得ない。結論を急げば、「しぼらくは、インフレ率の上昇を金利が追いつける可能性はとて低い」と見ざるを得ないからだ。

元来、インフレが政策金利を引き上げ、さらにはそれを見越して中長期の債券の利回りが自然に上昇し、長期の貸出金利が上昇するというメカニズムが働くためには、いくつか

の条件が必要だった。

まず1つは「インフレ抑制のために政策金利を引き上げられること」だ。もちろんこれは「政策金利引き上げ」→「マネーサプライ伸び率の抑制」→「民間全体での購買力を抑制」→「物価引き下げ」という効果を期待してのことだ。

しかし、現在0.5%をターゲットとしていたコール翌日物レートは、インフレ率が直近の1.2%から1.5〜2.0%に上昇したとしても引き上げることが無理。今年の秋にかけてまだ20%近い住宅価格の下落が見込まれている米国の事情を考慮すれば、とてもしも利上げが行える状態ではない。もちろん、米国がさらなる利下げを指向している中で、日本が利上げすれば円高を促進しかねないし、それは日本株の急落を招く。

インフレ時に金利が上がるための2つ目の必要条件是、物価上昇に備えて消費の前倒しが生じ、それが資金需要の高まりを促すことだ。特に企業サイドでの資金需要の高まりが長期の貸出金利を引き上げるという点がこれまでの一般的なパターンだった。

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、企業は資金調達しただけで設備投資に

利回り(長短金利)の推移を見ておこう。図2がそれを示す。

この図を全体として見れば、まず以下のようなある種の規則性を見いだすことができるであろう。

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%以上の時点において、「インフレ率↑金利↑」の関係にある。つまり、金利商品は基本的にインフレヘッジ機能を果たす。

③しかし全体を通じて見ると、3つの時期に金利はインフレ率に負け

積極的になることは考えられない。実際、98年度から06年度に至る年間で法人企業(金融業を除く)は、全体として見れば資金余剰部門であり続けている。多少の資金需要は外部負債の取り入れではなく、内部留保の取り崩しで対処可能だ。つまり、銀行借入れも増えないし、社債の発行も(現状に見る通り)盛り上がりがない。

インフレが金利上昇を招く3つ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し出し原資の不足を招き(金融逼迫)、それが金融機関の債券売却を促し、その結果債券価格が下落、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%台へ、そして3月には3.9%と急速に上げ足を速めているにもかかわらず、現在金融機関の企業向け貸し出しは低迷、多くの金融機関で預貸率(預金残高に占める貸出残高のシェア)は低下する一方だ。

つまり、以上どの側面をとってみても、インフレ圧力が着実に高まっているにもかかわらず、金利が上がる状況ではない(次号に続く)。

(角川 総一)

# 投資のツボ 投資環境を読む

## インフレヘッジの研究① インフレ率上昇が金利上昇を促さないのはなぜか

資産運用を本気で考えようとした場合、これからは「インフレ」の戦いを意識せざるを得なくなると思う。特に2007年後半からのインフレ率の上昇は日米ともに著しいものがある。これは図1に見るとおりだ。これにより、日米ともに実質金利が完全にマイナスになった。

米国では昨年9月以降の相次ぐ利下げ(FF金利を5.25%から2.25%に引き下げ)により、実質金利は完全にマイナスになった。米国の

インフレ率(消費者物価指数の対前年比)は昨年11月以降一貫して4%台を維持してきたのだが、現在3カ月金利(TB=財務省短期国債利回り)は1%台前半、10年もの国債利回りも3%台前半まで下げてきたためだ。

日本も同じ。政策金利(無担保コール翌日物)が1年にわたって0.5%を維持、これに伴い1年定期預金金利がおおむね0.35%程度で推移してきた中で、インフレ率は昨年9月にプラスに転じた後は上昇

一途、3月はプラス2.0%まで上がってきた。

米国は利下げにより、日本はインフレ率の急上昇によりと、プロセスは多少異なるが、いずれにせよ実質金利はマイナスだ。言うまでもなく、預金に象徴される金利商品では物価の上昇を防げない時代に入りつつあるのだ。

**従来はインフレ率と金利は正の相関関係**

ではインフレがさらに進行するのなら、私たちはどのような手段を講じるべきか。

まずわが国における長期にわたるインフレ率と預金ならびに長期国債

