

投資のツボ

投資環境を読む

インフレヘッジの研究② 株式にどの程度インフレヘッジ機能期待できるか

預金金利であっても長期の金利であつても、これからしばらく続くインフレをヘッジすることはとても難しいだろうことを前回述べた。この意味では、1年や6カ月定期預金だけでなく、期間10年の変動金利型個人向け国債のインフレヘッジ機能も

一時的に低下するだろう。

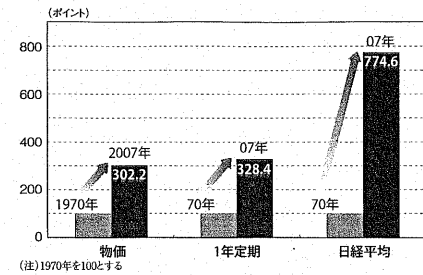
ところで、多くの方がここで思い起こされるのは「こんな時こそ、株式関連商品がインフレヘッジ機能を発揮するはず」ということではないか。実際、多くの投資セミナーなどでは「中長期にわたる株式のインフレヘッジ機能」が説かれる。

そして、この場面で必ずといっていいほど示されるのが、たとえば図1のような類の図である。資産運用の教科書や株式のパフレット、あるいは株式投資信託の販売用資料などでもよくお目にかかる。

ここでは1970年を起点に置いて、消費者物価指数、1年定期での運用、日経平均株価を持ち続けた場合それぞれについて、2007年時点での累積値がどの程度になっているかを示しておいた。

つまり、この図によると37年間に對し物価はおおむね3倍になったの

【図1】 株はインフレに強い



(注)1970年を100とする

して、1年定期を継続して利用した場合には3・3倍程度。これに対して日経平均は7・7倍にも上がっているのだ。ここでは「そうか、短期的にはともかく長期で株式を持てばインフレなんてイチャコロなのか」と分かる仕掛けなのだ。

データの恣意性に注意しよう

経済が拡大していく限り、物価も上がれば企業業績も上がり、それを見越して株価も上がるのは当然のことだ。また一般に景気が拡大すれば金利も上がるため、金利商品で運用していった場合も資産はより多く増えていく。

そして基本的に言えば、預金金利へ銀行貸出金利へ企業利潤率へ企業業績へ株価の上昇率という関係にある。さらに我々の経験では、経済の発展過程においては、物価上昇率へ預金金利、貸金の上昇率という関係にある。

だからこそ経済の発展に伴って個人の生活も豊かになるのだ。したがって、相当の長期で見れば、おおよ

ね物価上昇率へ預金金利へ株価の上昇率となると考えられる。これは、図1が示すとおりだ。

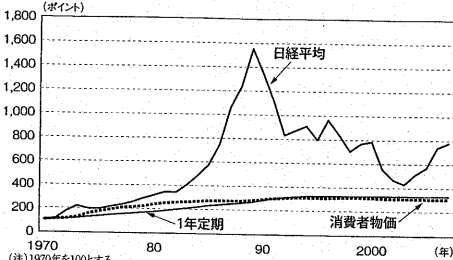
図1で示された70〜07年の間に對し日本の事情だけで見ると、株式は預金などをはるかに上回るインフレヘッジ能力を発揮している。しかし、こうした事情がこれからも続くかとの見のか。

「株はインフレに強い」ということは「株価とインフレ率の動きには正の相関関係がある」とを意味する。

では本当に株価とインフレ率はおおむね同じように動いているのだろうか。それを知るためには、図1のような累積値で最終的な結果にだけ示されるデータではなく、その過程プロセスを見る必要があると思う。そこで作成したのが図2だ。

これで分かることは、まず70年から89年までの約20年間にわたる株価の上昇ピッチがあまりにも速く、かつ急激であること。終戦後89年に至るまでは、わが国の株価はトレンドとしてはほとんど右肩上がりの一方方向であったことが改めて分かるの

【図2】 物価と比べて株式と定期預金はどのように増えたか



(注)1970年を100とする

だ。その後今日に至るまで総じて株価は低迷してきたのだが、89年までの上昇ピッチがあまりにも急だったため、07年現在でも物価ならびに預金での資産運用を大きく上回っていることが一目瞭然だ。

ここで多くの方は、以下のような感想を抱かれると思う。すなわち「先進国ではほとんど奇跡だと言われたわが国の戦後の急進産業復興のスピード、経済の立ち直り、そして株価の急騰はきわめて異例の事態であった」「これからはこんなスピードでの株価の上昇は到底望めない」「89年末に至るまでの5年間にわたる、これまた異常とも言へきバブルの発生時における株価の急騰。こうした事態もまたこれからはあるまい」。

つまり、「ほとんど奇跡」「異常とも言える株価の上昇」の時期を含んだデータを示して、その期初と期末の推移を示さないという図1のようなデータだけで株のインフレヘッジ機能を理解したつもりになることは、実際問題としては危険だ。

コストプッシュインフレは株価上昇を伴わない

株価と消費者物価の関係についてもう少し細かく見ていこう。図3は、

株価と消費者物価について、対前年比での変動率を描いた図だ。さてどうだろうか。これで見ると、到底「株と物価は正の相関を示している」とは言えない。

たとえば80年ごろの年率9%近くにも達したインフレは、その前年の第2次オイルショックによる原油価格の高騰が主たる原因だった。この時期には株価はほとんどインフレに反応していない。むしろ逆に82年にかけて株価は低下している。

あるいは、89〜91年の物価上昇に對しても株価はキャッチアップしていない。振り返ってみると、この時期は89年4月からわが国に初めて消費税(3%)が導入された時期、そしてそれに続いて90年8月からの湾岸戦争に伴う原油価格の高騰が国内物価を引き上げた時期にあたる。

また97年時の物価上昇は消費税率の引き上げ(3%→5%)が主因だったのだが、この時には税率引き上げが主に個人消費を萎縮させたことで景気は急速に減退、それを見越した株価も下落に向かった。

ここに至り、前回説明した「現在のインフレは金利の上昇を促すという種類のインフレではない」と同じように「今後のインフレは、株価の上昇を伴わない可能性が高い」と考えられる。なぜか。図3における80

〜82年、89〜91年、そして97〜98年当時のインフレ時における事情を振り返ってみればよく分かる。

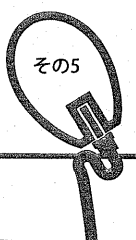
つまりこれらの時期には「インフレであるにもかかわらず株価が上がらなかつたところか、むしろ逆に低下した」のだが、その主たる理由は「この時期のインフレが原油など1次産品価格の急騰というコストプッシュインフレか、もしくは消費税の引き上げという個人消費を明らかに減退させるという効果を持つインフレ」だったからだ。

我々が教科書で習う「景気が好況で個人消費も強々、商品、サービスを受ける需給バランスが需要超過に傾いているため、製品価格は上がりやすい」というダイヤモンドブルーインフレ(需要超過インフレ)とは似ても似つかぬインフレであったのだ。

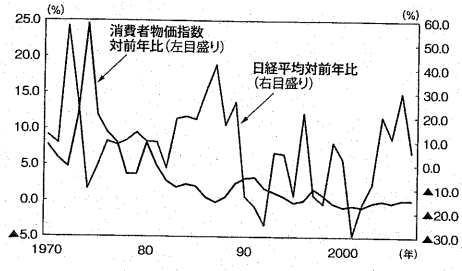
さて、現在足元で進行中のインフレはどんな性格のインフレだと見るべきか。

まずは「原油価格の高騰」が1番だ。そして2番目にはこれからの約10年間を見渡せば、間違いなく消費税率の引き上げによるインフレが現実のものとなる。実は、こうした類のインフレはいずれも株価の上昇にはつながらなかつたことを、図3は示している(次号に続く)。

その5



【図3】 これでも株価とインフレ率との間に関係がある?



(注)1970年を100とする