

国際分散投資（6） - インフレの影響とヘッジ方法

世界のインフレ率推移を紹介した前回に引き続いて、今回は、主要資産のリターンに対するインフレの影響と、インフレ・ヘッジについて紹介する。

「名目リターン=実質リターン+インフレ」なので、長期的には、インフレは名目リターンに影響を与えるが、実質リターンには大きな影響を及ぼさないと言われている。したがって、株式のリターンも、長期的にはインフレ率を上回るため、実質価値の保全に最適と考えられている。しかし、先進7カ国の主要な資産について、年次リターンとインフレ率との関係をみた表1によると、短中期的には、株式リターンとインフレは負の相関関係がうかがえる。

表1 先進7カ国の主要資産リターンとインフレ率の関係（1971-1996、年次データ）

	資産	アルファ (%)	ベータ値	修正R ²
株式	日本	17.68	-0.93	0.03
	アメリカ	22.90	-1.64	0.11
	イギリス	6.86	1.53	0.07
	イタリア	14.56	0.08	0.00
	カナダ	16.97	-0.77	0.03
	ドイツ	18.51	-1.65	0.02
	フランス	22.15	-0.94	0.02
長期国債	日本	9.47	-0.31	0.06
	アメリカ	19.95	-1.84	0.24
	イギリス	14.49	-0.16	0.00
	イタリア	30.59	-1.45	0.21
	カナダ	14.82	-0.74	0.07
	ドイツ	9.97	-0.30	0.01
	フランス	15.85	-0.73	0.09
短期金利	日本	4.20	0.39	0.48
	アメリカ	4.35	0.47	0.32
	イギリス	8.17	0.24	0.20
	イタリア	10.14	0.46	0.50
	カナダ	6.17	0.51	0.22
	ドイツ	3.81	0.73	0.37
	フランス	6.87	0.42	0.33
金	日本	-6.25	3.62	0.19
	アメリカ	-18.01	5.70	0.30
	イギリス	0.11	1.65	0.09
	イタリア	-11.80	2.79	0.28
	カナダ	-7.49	3.75	0.14
	ドイツ	-14.30	6.27	0.20
	フランス	-10.81	3.50	0.23

(注) イボットソン・アソシエイツ社データによりニッセイ基礎研究所が作成。イタリアの短期金利は1978年から。「資産リターン=アルファ+ベータ値×インフレ率」の回帰式で数値を求めた。

ベータ値はインフレに対する感応度で、1であればインフレと同じ動き、0であれば関連なし、マイナスであれば逆の動きを意味する。そこで、ベータ値が1より大きい資産（上の例では金）を持てば、インフレ・ヘッジの手段として有効である。また、修正R²は感応度の度合いで、数値が大きければ、両者の関係が強いことを表している。

イギリス、イタリア以外の国では、株式リターンのベータ値がマイナスであり、短中期的には、インフレと逆の動きをすることが示されている。また、長期国債リターンについても、各国ともベータ値がマイナスである。ただし、株式、長期国債リターンは、ともに修正 R^2 が低い数値であることから、インフレとの関連性が弱いこともうかがえる。

短期金利のベータ値は、イギリス（やや低い）を除く各国で比較的高く、インフレとの関連性が高いので、インフレ・ヘッジとして、ある程度の効果は期待できよう。また、金（各国通貨建て）のベータ値は、各国で 1 を超す非常に高い数値で、インフレ感応度が高いことを示している。ただし、イギリスを例外として、アルファ（インフレ率が 0 のときのリターン）が大幅なマイナスになっており、金のリターン自体が低いことに、注意が必要である。

表 1 には載せていないが、アメリカには、インフレ・ヘッジに最適な資産がある。イボットソン・アソシエーツ社データ（1960-1989）によれば、商用地不動産のリターンがそれである（アルファ：3.96、ベータ：0.96、修正 R^2 ：0.45）。そこで、わが国の投資家がインフレ・リスクに将来さらされる可能性を考えて、表 1 の資産を円換算した中から、インフレ感応度（ベータ値）の高い資産を選び、表 2 にまとめてみた。

表 2 日本のインフレと連動性の高い資産（円建）（1971-1996、年次データ）

資産	アルファ (%)	ベータ	修正 R^2
短期金利 日本	4.20	0.39	0.48
短期金利 フランス	3.36	0.59	0.05
長期国債 ドイツ	5.21	0.70	0.07
短期金利 ドイツ	1.54	1.04	0.17
金	-6.25	3.62	0.19
ポートフォリオ	2.23	1.00	0.37

（注）イボットソン・アソシエーツ社データによりニッセイ基礎研究所が作成。ポートフォリオは、日本短期金利 78.0%、金 17.8%、ドイツ短期金利 4.2%を組合わせた。

フランスの短期金利、ドイツの長期国債は、日本の短期金利よりベータ値が高いが、修正 R^2 が低い。また、ドイツの短期金利は、日本のインフレと連動性が高いし（ベータ値が 1）、さらに、金と比べて、修正 R^2 は同じ程度だが、アルファが高く、インフレ・ヘッジに有効である。このことは、ドイツが、従来、「インフレ防止を最優先」にした金融政策を採用してきたことを反映しているものと思われる。

そこで、ベータ値が 1 になるポートフォリオ（日本短期金利 78.0%、金 17.8%、ドイツ短期金利 4.2%）を構築していれば、少なくともこの期間に限り、インフレ・ヘッジ効果があったことになる（アルファ：2.23、ベータ：1.0、修正 R^2 ：0.37）。