

(年金運用)：株式投資とインフレ

政府の掲げる2%、あるいはそれ以上のインフレが起こった際、株式投資はインフレリスクをヘッジできるのか。日米のデータをみると、それは難しい。株式投資のメリットは長期的にインフレ率以上のリターンを上げ、購買力を維持する点にあると考えるべきであろう。

アベノミクスの下、政府・日銀はインフレ率を2%に引き上げる目標を立てている。2%のインフレが実現、あるいはさらにインフレが進んだ時、株価が上昇し、株式はインフレヘッジになるのか。言い換えると、インフレ率の増減通りに株式のリターンが増減するのか。

米国ではこの話題が40年以上前から議論されてきた。例えば、株価に関する簡単な配当割引モデルでは、株価(P)は、来期の配当 D_1 、リスクフリーレート r_f 、リスクプレミアム r_p 、配当(収益)の予想成長率 g 、を用いて次のような式で表される。

$$P = \frac{D_1}{r_f + r_p - g} \dots \dots (1)$$

$D_1=10$ 円、 $r_f=2\%$ 、 $r_p=4\%$ 、 $g=1\%$ なら、株価は200円となる。この時、インフレ率などが想定通りになれば、2期目の配当 D_2 10.1円を元にした1期間後の株価は202円(値上がり益1%)となり、5%の配当と合わせた当初1期間のリターンは6%である。

ところで、米国の経済学者フィッシャーによると、リスクフリーレートは実質金利と期待インフレ率の合計である。そこで当初の実質金利を2%、期待インフレ率を0%とする。ところが、最初の1期の実績インフレ率が2%となり、期待インフレ率が2%に上昇、実質金利と合計した r_f (リスクフリーレート)が4%になったとする。もしも、配当の予想成長率 g が1%から3%に上昇し、さらに2期目の配当 D_2 がインフレを反映して10.3円になれば株価は206円になる。すると、リターンは8%(=配当5%+値上がり益3%)となり、当初期待された6%からインフレ率分だけ上昇する。このように、①フィッシャーの仮説のように金利が期待インフレ率に連動し、②企業の配当(配当性向が一定なら利益水準)がインフレ率に連動する、という2つの条件が満たされれば、株式のリターンがインフレ率に連動し、株式はインフレヘッジ機能を持つ。

図表1： 投資期間別の短資・株式リターン、企業売上高・当期純利益とインフレ率の相関
(短資株式は1952~2012年度、企業収益は1964~2011年度)

	短資(リスクフリーレート)		株式リターン	
	1年	5年	1年	5年
インフレ率	0.621	0.746	0.002	0.301
期待インフレ率	0.794	0.810	0.223	0.646

	売上高増加率		当期純利益増加率	
	1年	5年	1年	5年
インフレ率	0.823	0.888	0.152	0.287

(出所) インフレ率、短資、株式はイボットソンアソシエイツ、売上高及び当期純利益は法人企業統計年報データ(金融・保険業を含まない)より筆者作成。

現実にはどうか。まず、リスクフリーレート（短資リターン）とインフレ率及び期待インフレ率^注の過去の相関を投資期間別（1年、5年）に検証した（左頁図表1）。その結果、インフレ率との相関係数は1年で0.621、5年では0.746であり、また、期待インフレ率との相関係数は0.794、0.810と高い。フィッシャーの指摘通り、短資リターンには期待インフレ率が反映されていると考えられる。

次ぎに株式のリターンとインフレ率の相関係数は0.002、0.301と低い。他方、期待インフレ率との相関係数が0.223、0.646であった。このように投資期間が長くなるにつれて、リスクフリーレートだけでなく株価にも期待インフレ率が反映されている。それでも、株式とインフレ率の間の相関は低い値にとどまっている。配当割引モデル（式（1））に戻ると、インフレ率は分母の r_f を通じて、株価に織り込まれていく。それでも、株式リターンとインフレ率の相関係数が低い点は、配当（利益）の成長率（ g や D_2/D_1 ）にインフレ率の変動がほとんど反映されていないことを示唆している。

図表1の下段に示すように、インフレ率と売上高との相関係数が0.823（1年）、0.888（5年）と高いものの、当期純利益との相関係数は0.152（1年）、0.287（5年）と低い。売上高にはインフレ率が反映されて増減するものの、企業の利益にはインフレ率が反映されず、両者の間にはほとんど相関がないのである。実際、インフレが起これば製品やサービスの単価を値上げして売上高を増やすことができる。しかし、売上高利益率に示される利益マージンは一定ではない。例えば、需給ギャップ（供給>需要）のあるデフレに近い状況では、仕入原価が値上がりしても、直ちに製品やサービスの価格を値上げし、コストアップ分を転嫁するのは難しい。他方、製品やサービスを値上げして売上高がインフレ率にスライドしても、減価償却費などの固定費が費用に占める割合が高いと、利益の額はインフレ率以上に増加する。利益の伸び率とインフレ率との相関が低い背景には、こうした事情がある。

米国のデータ（1927年～直近）を用いて同じ検証をすると、株式リターンとインフレ率の相関係数は1年0.070、5年0.459と日本とほぼ同様の水準であった。米国でも株式投資がインフレヘッジになるとは言えないのである。

米国の公的な年金基金では通常、給付額がインフレ率に連動する。それらの年金基金がインフレによる給付額の変動リスクをヘッジする目的で投資している対象は、物価連動国債の他、不動産、商品先物などであり、株式や固定利付債券ではない。ただ、物価連動国債の利回りはせいぜいインフレ率に2%～3%を上乗せされる程度である。多くの公的年金基金の名目目標リターンは7～8%とかなり高い。そうした高いリターンを達成するには、物価連動国債でなく株式にかなりの割合の資産を配分する必要がある。実際、米国の検証期間中の株式の平均リターンは年12.8%であり、インフレ率（平均3.1%）を大きく上回っていた。株式投資には、そのリターンが一時的にインフレ率から乖離するデメリットがあっても、長期的にインフレ率よりずっと高いリターンを上げられるメリットがあると考えているようだ。

（名古屋市立大学 大学院経済学研究科 臼杵 政治）

注 期待インフレ率は四半期インフレ率が1次の自己回帰過程（AR(1)過程）に従うとして、過去40四半期（10年分）のローリング・データを用いた最小二乗法による推計式から計算した。