

「インフレ」と「株式・債券の分散投資」

米国のインフレ率が約3%に上昇し、FRB（連邦準備制度理事会）が目標とする2%を大幅に上回りました。1960年以降の「コアCPI」と「株式と債券の相関係数」の関係を振り返ると、コアCPIが2.5%を下回ると相関係数はマイナス、2.5%を上回るとプラスになる傾向が見られました。足元で3%に乗せたコアCPIが今後もこの水準にとどまれば、相関係数がプラスに転じ、株式と債券に投資する分散効果が低減する可能性が高まります。

インフレが焦点に

米国のインフレ率を示すコアCPI、コアPCEデフレーターが4月に前年比+3%程度まで上昇し、FRBが目標とする同2%を大幅に上回りました（図表1）。コロナ禍から解放された消費者によるモノやサービスへの需要が急回復し、供給がそれに追いつけない「供給制約」が原因だと考えられます。金融市場では当面、インフレが議論の中心になると思われます。

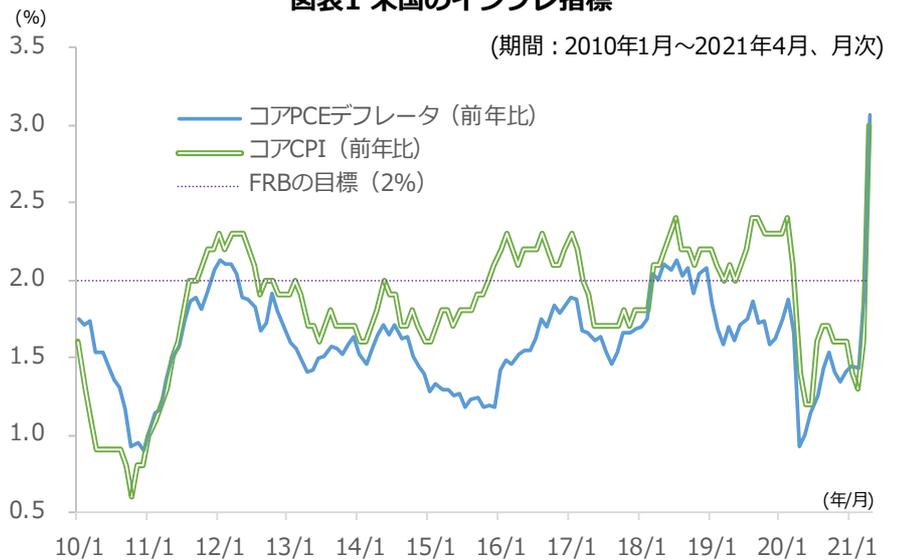
今後は供給制約が長期化し、人々のインフレ期待が高まり（適合的な期待形成）、実際のインフレ率が高止まる可能性がある一方、グローバル化、DXの進展などによって生産性が高まり、インフレが抑制されることも考えられます。長期的には先進国や中国で高齢化が進み、働き手が減り、賃上げを通してインフレが加速したり、カーボンゼロに向けた社会・経済の動きがインフレを促進するとの議論も聞かれます。

現時点でインフレの将来を見通すことは困難ですが、このレポートでは過去の「インフレ」と「株式リターンと債券リターンの相関係数」の関係を振り返ることを通して、株式と債券（国債）への分散投資の有効性を考えます。

株式60%/債券40%

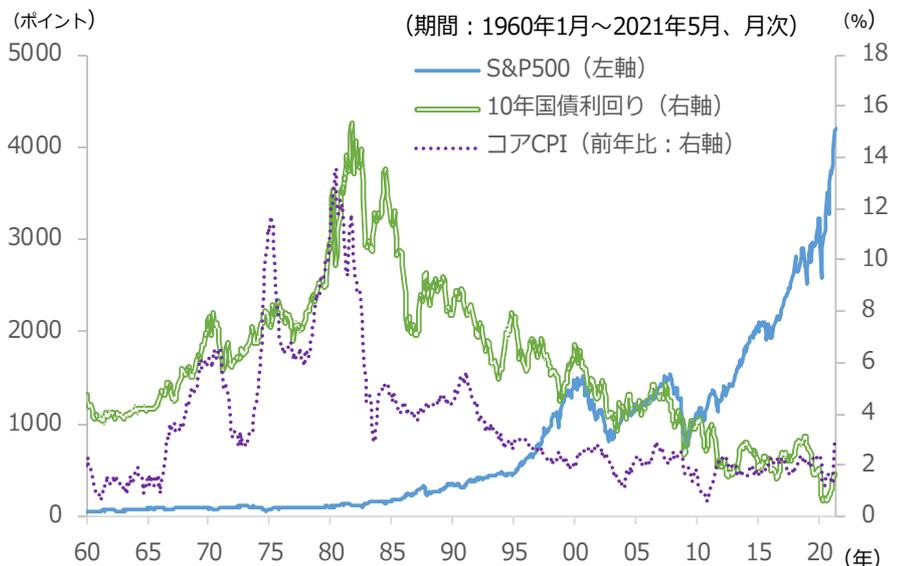
1960年以降の米国株式は1987年のブラックマンデー、2000年のITバブル後、2008年のリーマン危機後の調整局面を除けば、基調として上昇を続けてきたように見えます。10年国債利回りはインフレ（コアCPI）と連動しながらも、1980年初頭以降一貫して低下基調をたどり、利回りとは逆に動く国債価格は上昇基調をたどりました（図表2）。このような環境で、米国の年金、保険等が伝統的に取り入れてきた株式60%/債券40%の

図表1 米国のインフレ指標



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 米国：株式市場・長期金利・インフレ



(出所) エール大学、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



ポートフォリオは良好な実績を残してきました（図表3）。

インフレと相関係数の関係

一方、1960年以降の株式と債券の相関係数はコアCPIの水準によって説明することができそうです。コアCPIが2.5%を下回ると相関係数はマイナス、2.5%を上回ると相関係数はプラスになる傾向が見られました（図表4）。インフレが落ち着いているときは債券の下落（利回りの上昇）は景気にプラスと考えられて株式は上昇し、コアCPIが2.5%を超える局面では債券利回りの上昇から景気過熱がイメージされ株式は下落したと考えられます。

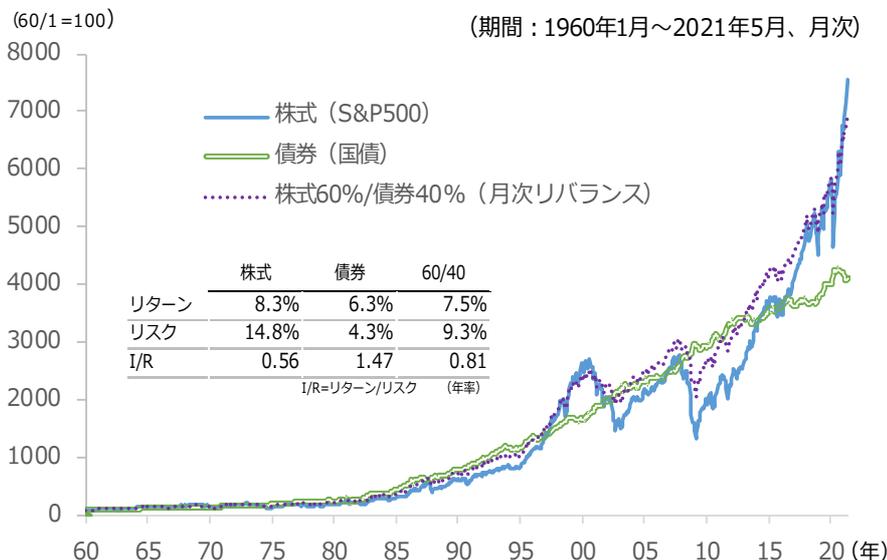
今後の投資戦略

2000年以降は株式と債券の相関係数がほぼマイナスだったことから、60/40のポートフォリオでは株式が下がれば債券が上がり、債券が下がれば株式が上がることでポートフォリオ全体のリターンは安定し、分散効果を楽しむことができました。しかし、足元で3%に乗せたコアCPIが今後もこの水準にとどまれば、相関係数はプラスに転じ、分散効果が低減する可能性が高まります。株式は2009年3月のリーマン危機後の底値から既に6倍以上に上昇し、足元の国債利回りも歴史的には極めて低い水準です（前頁図表2）。そのため株式が大幅下落しても国債によるヘッジ効果は期待薄となりそうです。

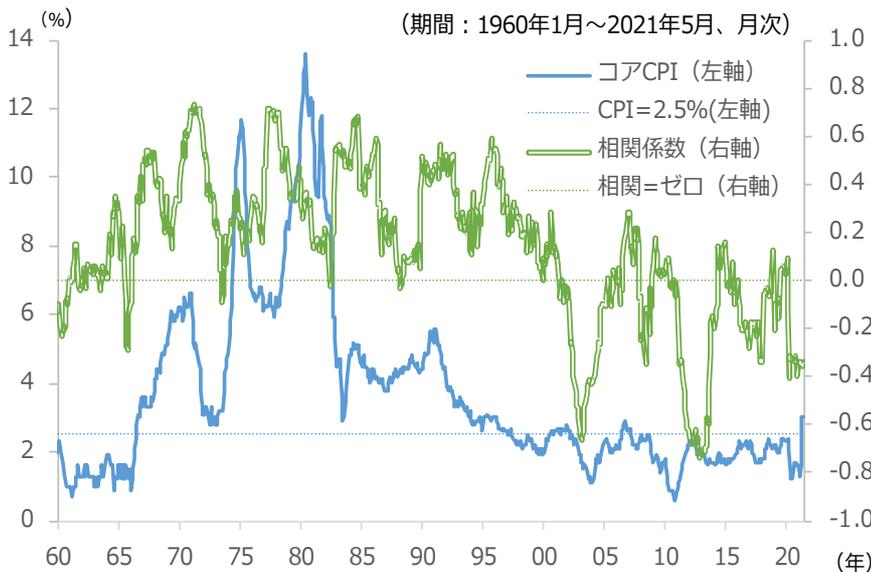
このように株式、債券などの伝統資産への運用が困難を極めるなか、世界の機関投資家は代替（Alternative）資産への投資を強化しています。具体的には、ヘッジファンド、プライベートエクイティ・クレジット、カナダの年金基金が得意とする不動産やインフラなどの現物資産への直接投資などです。先進国がカーボンニュートラルに突き進むなか、欧州が先導する排出量取引に関連する金融商品も魅力的と考えます。逆に、コアCPIが2.5%を下回ってくれば、株式と債券は相関係数はマイナスにとどまり、株式と債券が同時に上昇する適温（Goldilocks）相場がやってくることも期待されます。いずれにしても、今後数カ月間は米国のインフレから目が離せない相場が続くと考えています。

以上（ストラテジスト）

図表3 株式、債券、60/40ポートフォリオのリターン・リスク



図表4 コアCPIと株式・債券の相関係数



(図表3-4の出所) エール大学、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入金額(購入価額×購入口数)×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)