

■インフレ下の投資

直近 5 年間の全国消費者物価指数上昇率は 14%ほどですが、消費者の体感としては 5 割ほど物価が上がっているようです。まさにインフレです。消費者としてこのインフレにどう対処していくかは極めて重要で、消費を切り詰めるのか（量のやりくり）、スーパーをはしごしながら少しでも安い価格の商品をショップするのか（価格のやりくり）、あきらめて現状を受け入れるのかといったことです。

一方、投資家としての視点からもインフレ対策は重要です。これまで「安全」だと思っていた銀行預金や国債では最近のインフレ率に匹敵するだけのリターンを上げることはほぼ無理で、その実質価値は減少するばかりです。ただ、インフレが予想される局面で、どのような投資スタンスをとれば良いのだろうかと考えてみると、あらためてその難しさに頭を抱えるばかりです。ここ 5 年ほどの物価高局面では、おそらく内外株式または金や原油といったコモディティ、さらには暗号通貨などに投資していればインフレには十分に対応できて、かなりのお釣りがきたのかもしれませんが、しかし、これがそもそも不確実性下での正しい選択肢だったのか、それとも単なる結果論だったのかはよくわかりません。

そういったわけで、投資に対する考え方の教科書ともいえるべき、ベンジャミン・グレアムの『The Intelligent Investor（賢明なる投資家）』に立ち返ってみることにしました。この本の第 2 章はまさに「The Investor and Inflation（投資家とインフレ）」というタイトルで書かれています。インフレの恐怖に恐れおののく人々（私も含む）にとって、これほど頼りになる教えはありません。まさに投資のバイブルです。この『The Intelligent

Investor』第 2 章は、インフレ下における投資商品として株式と債券の比較から始まりますが、「ドル」を「円」に、「ウォール街」を「兜町」に置き換えれば、まさに今の日本が置かれた状況です。

近年、インフレとその対策は、人々の関心を強く集めている。過去におけるドルの購買力の低下、そしてとりわけ将来におけるさらなる深刻な下落への懸念（あるいは投機家にとっては期待）が、ウォール街の考え方に大きな影響を与えてきた。生活費が上昇すれば、ドル建ての固定収入を得ている人々が打撃を受けることは明らかであり、ドル建ての元本が一定額である場合も同様である。一方、株式保有者にとっては、ドルの購買力の低下が、配当金や株価の上昇によって相殺される可能性がある。これらの否定できない事実に基づき、多くの金融専門家は、(1)債券は本質的に望ましくない投資形態であり、(2)したがって、普通株式は債券よりも本質的に望ましい投資であるという結論に達している。慈善団体のポートフォリオを 100%株式、0%債券で構成すべきだと助言された事例も耳にしている。これは、信託投資が法律により高格付け債券（および一部の厳選された優先株）に限定されていたかつての時代とは、まさに一転した状況である。

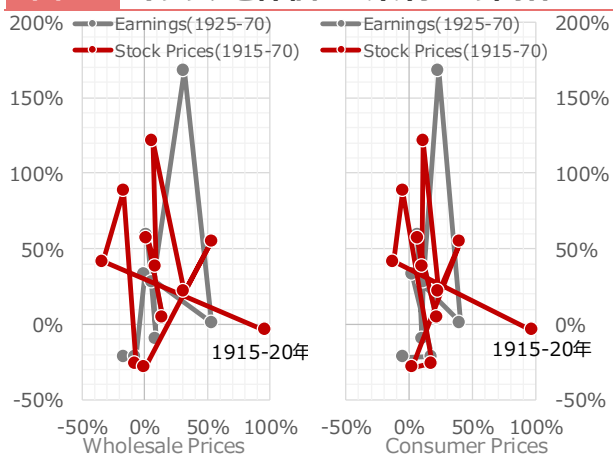
この第 2 章の冒頭部分を読むと、グレアムはインフレ対策として株式に投資すれば良いのだと言っていると勘違いされる人がいるかもしれませんが、そうではありません。続いてグレアムは、株式が常にインフレを上回ると盲目的に信じるのは、どんな債券も株式より安全だという従来の考え方と同様にやはり荒唐無稽な考え方なのだと断じます。

■インフレと株式

その根拠を示すために、グレアムは 1915 年から 1970 年までの米国のインフレと株価および企業利益の関係を分析しています。図 1 はその結果を示したもので、左のグラフがインフレ指標として卸売物価(Wholesale Prices)上昇率、右が消費者物価(Consumer Prices)上昇率を

とって、5 年間ごとの株価および企業利益との関係を示しています。なお、戦争の関係で 1945 年とすべきところを 1946 年で代用し、企業利益のデータは 1915-20 年がありません。

図 1 インフレと株価・企業利益の関係



(出所) 『The Intelligent Investor』より野村アセットマネジメント

この図が示していることを一言で言えば、インフレと株式相場や企業業績に関して明確な関係はないということです。例えば、1915-1920 年の 5 年間で物価はほぼ 2 倍になりましたが、株価は小幅のマイナスです（企業利益のデータはありません）。1965-70 年は消費者物価が 20% 強上昇しましたが、株価はほとんど上昇せず、企業利益の増加もわずかです。逆に 1920-25 年および 1925-30 年は物価が下落したにもかかわらず株価は大幅に上昇しています。まあ、この株価の異常な上昇がその後の暴落と世界恐慌につながったのだとも言えますが・・・。

インフレと株価・企業利益に一貫した関係がないと言われると、意外だと感じられる人は多いでしょう。株価にしても企業利益にしても、名目の金額で表されるものですからインフレによって上昇/増加すると考えるのが自然だからです。グレアムは、多くの人が抱く「株式はインフレに強い」という常識に疑問を投げかけています。

本来はインフレによる名目金額の上昇によって

株価や企業利益が上昇するはずであるにもかかわらず、そうっていないのはインフレがたとえ適度なものであっても企業の収益力に与える影響は限定的で、それが過度のインフレまたはデフレともなると収益力に対してはネガティブな影響を及ぼすのだと解釈できるのでしょう。企業の実質ベースの収益性に対するインフレの悪影響としてグレアムは、(1)生産性の向上を上回る賃金の上昇、(2)巨額の新規資本が必要とされていたことによる投下資本売上高比率の低下を挙げています。このあたりは、現在の環境におけるリスクとしても考慮しなければならないのではないかと思います。

■ 賢明なる投資家のインフレ対策

インフレ投資の定番だと昔も今も考えられている株式を否定してグレアムはどんな投資を奨めるのでしょうか。ちなみに、この『The Intelligent Investor』第 2 章ではインフレヘッジのための株式の代替手段（まさにオルタナ：alternatives）として、金や収集品、不動産などを検討しています。そして、それらのパフォーマンスの物足りなさ、保管などにかかるコスト、人為的な価格形成などを理由にあげて、どれもがインフレヘッジの切り札にはなり得ないだろうと結論付けています。

そして、グレアムが結論として推奨するのはどの資産でもなく、それらの資産のバランスがとれたポートフォリオです。インフレによって将来の不確実性が高まっているからこそ、投資家は資金を一つの籠に盛ってはいけません。どこか肩透かしを食らったような気もしますが、これこそが賢明なる投資家の賢明なる所以なのでしょう。インフレ期に債券に全額投資するのが愚かなことだということは誰もがわかりますが、株式に全額投資することもまた愚かだということなのでしょう。もちろん金もそうですし、いわんや暗号通貨をや、です。（K5）

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれ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、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年7月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価値証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。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ができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。