

# 金のインフレヘッジ効果と 金利上昇期における債券運用

金（きん）はインフレヘッジ効果があると言われていたが本当に効果があるのか。また日本は今後、金利上昇期に入ると言われているが、その際に債券運用に大きなリスクがあるのだろうか。2013年5月に開催された米国Qグループ会議での発表ではそれらの常識を疑う必要があることが示された。

日本では、日銀のいわゆる異次元の金融緩和策により、今後、インフレや金利上昇が起こると予想されている。インフレにより資産が目減りするのではないかと、金利上昇により債券ポートフォリオの価値が減少するのではないかなど、投資家にとって頭の痛い問題が多く、ヘッジ手段の手当など具体的な対策が必要になってくるだろう。

本稿では、2013年5月に開催された米国Qグループ<sup>1)</sup>の春の発表会でのインフレや金利上昇に関する資産運用の研究成果を紹介する。

## 疑わしい金（きん）の インフレヘッジ効果

インフレヘッジ効果がある資産と言えば、まず思いつくのは金（きん）ではないか。デューク大学のCampbell Harvey教授は、「金はインフレヘッジの一つの手段となる」という、世間に流布するこの仮説の検証を行う発表を行った。彼は2005年のQグループ会議で、商品先物がインフレヘッジにはならないことを示した実証研究を発表、高い評価を得た。今回、同様の分析を「金」に適用した実証研究を行ったのである<sup>2)</sup>。

Harvey教授は、米国のインフレ率と米国ドル建ての金価格のデータを使い、金とインフレ率のリターンを計算、インフレ率（消費者物価指数で代表）に対する金のリターンの説明力の大きさを確認している<sup>3)</sup>。投資期間を1年間から20年間と様々に変化させてチェックしたところ、金はインフレ率に対する説明力がほとんどなく、インフレヘッジ手段としてあまり効果が低いことが示された。

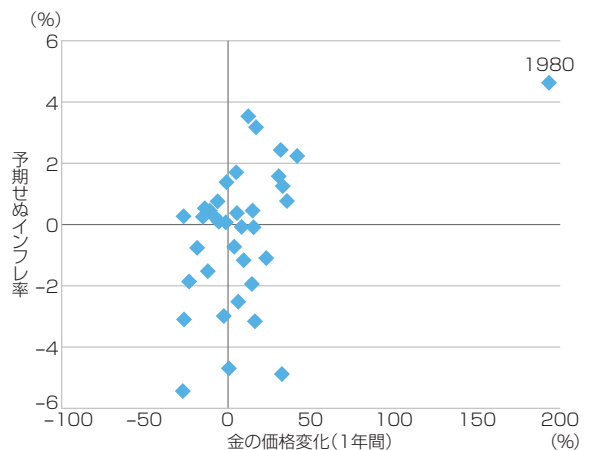
その理由はいくつか考えられるが、まず金の変動性がインフレ率よりもかなり大きいことが挙げられる。そ

のため、投資期間を長くしても金がインフレ率と連動しないのではないかとと思われる。また金の長期リターン（10年間）はインフレ率の動きとは関係なく、物価全体を表す消費者物価指数（CPI）に対して金価格が割高か割安かで決まる傾向が強いことも発表の中で示された。つまり、投資開始時点の商品指数に対する金の相対価格の高低といった単純な指標によって、金のリターンが決まる傾向があるというのである。

インフレヘッジ効果を確認する上で、予期しないインフレ（unexpected inflation）上昇に対して、資産価格が追随して上がるかどうかを確認することも重要である。図表は、縦軸に予期しない年間インフレ率（実際のインフレ率－予想インフレ率）、横軸に金の1年間のリターンを取ったものである。1980年を除くと、予期せぬ大幅なインフレ上昇に対しほとんど金がヘッジ効果を示さなかったことがわかる。

ただし、100年以上のような超長期間で見れば効果がある可能性や、ハイパーインフレ時には効果があるこ

図表 予期せぬインフレに対する金のヘッジ効果



(出所) Claude B. Erb & Campbell R. Harvey, 「The Golden Dilemma」(2013年)

NOTE

- 1) 正式名称は The Institute for Quantitative Research in Finance。1966年に創設された最も古い歴史を誇る、金融工学を活用した金融機関の協会である。会員数は約146社。運用会社が約7割、残りは年金基金、投資銀行、コンサルティング会社、大学などから構成される。日本からのメンバーは野村総合研究所を含め3社。春と秋の年2回、学者及び実務家が最新の研究成果を発表し活発な議論を行っている。
- 2) 詳細については、Claude B. Erb & Campbell R. Harvey, 「The Golden Dilemma」(2013年)を参照のこと。
- 3) 米国で金を保有することが法的に認められた1975年以降2012年までの38年間のデータで検証。
- 4) 現代的な債券分析の基礎を築き、株式分析でもフランチャイズファクター分析などの標準理論を確立した、世界のクオンツの先生ともいふべき、世界で最も尊敬を集めるクオンツの一人。
- 5) デュレーションは債券の平均回収期間であり、支払われるクーポン・元本を残存年数で加重したもの。
- 6) 詳細は、Martin Leibowitz & Anthony Bowa, 「Duration Targeting: A New Look at Bond Portfolios」(2012年12月18日)を参照のこと。
- 7) 正確には、投資期間が投資開始時のポートフォリオのデュレーションの2倍から1を引いた期間であることが必要。
- 8) 金利が上昇すれば価格は下がるが、金利収入は上昇する。
- 9) パークレイズ債券指数の平均デュレーションは5年を超えており、金利変動の影響を中立化するには6~9年が必要。

とも示しており、異常な事象が起こった場合の、テールリスクをヘッジする効果は期待できるかもしれない。

### 金利上昇は債券ポートフォリオにマイナスか

投資家のもう一つの懸念点は、金利上昇が予想される中での債券ポートフォリオのリターン悪化であろう。モルガンスタンレーのMartin Leibowitz<sup>4)</sup>は、「デュレーション<sup>5)</sup>ターゲティング」と呼ばれる、債券ポートフォリオのデュレーションをリバランス等によって一定に保つ投資戦略の特徴を解説した<sup>6)</sup>。

この分析の最も重要な知見は、投資期間がある程度長ければ、金利の上昇・下降といった投資後の金利パスにかかわらず、投資リターンが、投資開始時点の最終利回りに近づくことを示したことにある<sup>7)</sup>。金利の上下変動による価格リターンの変化と、債券を保有することによる金利収入の変化は逆の動きをするが<sup>8)</sup>、ある投資期間でその変化幅が相殺し合うことを数式化したものである。

例えば、5年のデュレーションを持つポートフォリオの、金利収入を含めたトータルリターンは、6~9年程度の投資期間ならば、今後の金利変動に関わらず、投資開始時の利回り水準から一定の幅の間の値を取る。日本債券の標準的なベンチマークである、野村BPIの平均デュレーションは現在7年超、平均利回りは1%弱だが、投資期間が10~13年程度であれば、金利上昇があったとしても、年平均のリターンは1%程度を確保できることになる。

グローバル債券の標準的なベンチマークであるパークレイズ指数の1985年~2011年の実際のデータを使い、保有期間6年間<sup>9)</sup>のリターンを、投資開始時点の利

回りと比較しているが、そのリターンは投資開始時点の利回りと似ており、決定係数ベースでは0.77~0.8の範囲に入る高い説明力を持つことが示されている。

この分析が持つ、債券投資に対する意味合いは重大である。例えば、この結果を日本の債券市場に当てはめて考えると、先ほどの例のように、投資期間が10~13年といった長期間で見ると、今後の金利上昇があったとしても、年率の投資リターンが1%程度になることを意味している。長期間で見れば、金利上昇があったとしても、投資リターンが現在の利回りとさほど大きな違いがないことは、投資家にとって良いニュースと言えるだろう。しかし同時に、現在の利回り程度の低リターンしか長期的には見込めないということも意味する。例えば期待リターンを、企業年金の想定する平均値の3%、債券比率を7割と仮定すると、債券から得られるリターンはせいぜい0.7% (1%×0.7) であり、残り3割の資産で2.3%の利回りを稼がなければならない。3割で2.3%を稼ぐには、その他資産で8%弱の期待リターンが必要になる。現在の大手運用会社の株式の中期の期待リターンは7%弱の水準であり、今のままではファンド全体の期待リターンを達成できないことが分かる。

長期投資家にとって、金利変動にかかわらず当初の利回りが将来の債券リターンを近似できるというこの分析結果は大きな意味を持つ。現実的な資産配分比率を決定する場合に活用する意味があるのではないか。

### Writer's Profile



**堀江 貞之** Sadayuki Horie  
 金融ITイノベーション研究部  
 上席研究員  
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
 focus@nri.co.jp