

〔論 文〕

# インフレ時代の資産運用に関する考察

——世界・新興国経済の視座で新 NISA の活用を考える——

酒 向 浩 二

## Abstract

The asset management landscape in Japan is at a turning point toward inflation, marked by the launch of the new NISA in 2024. Inflation is expected to persist due to global fragmentation and climate change issues. In Japan, with massive fiscal deficits, the room for interest rate hikes is limited, and a return to a strong yen appears challenging due to entrenched trade deficits. In such an environment, effectively utilizing the new NISA by incorporating risk assets, particularly stocks and foreign currency-denominated assets, into portfolios is advisable. For foreign-currency investments, primary targets include the U.S. for developed markets and India for emerging markets. When defining long-term investments, assets essential for sustaining daily life can be considered as “core” assets, with the aim of accumulation, while assets designated for aggressive growth can be seen as “satellite” assets. Here, developed markets align with the core, and emerging markets with the satellite. Special attention should be given to information asymmetry risks, especially in emerging markets.

## 要 旨

日本の資産運用はインフレへの転換期にあり、2024年には新NISAが開始された。インフレは世界的な分断や気候変動問題により継続するとみられ、日本では巨額の財政赤字で金利上昇余地は限られ、貿易赤字の定着で強い円の復活も難しいと考えられる。そのような環境では、新NISAを有効に活用して、株式に代表されるリスク性資産、さらには外貨建て資産をポートフォリオに組み込むことが望ましく、外貨建てであれば、先進国では米国など、新興国ではインドなどが主対象となる。長期投資で、生活に必要な資産を形成するコアと積極的な運用で資産を増やすサテライトと定義すると、前者は先進国、後者を新興国と捉えることができ、特に新興国では、情報非対称性への留意が必要となる。

## 目 次

- I はじめに
- II 先行研究
- III 日本の物価はどのように推移するのか
- IV 日本の金利はどのように推移するのか
- V 円の為替レートはどのように推移するのか
- VI 上記を踏まえた合理的な資産運用とは
- VII コア 新NISAで注目される外国投信、オルカンの内情
- VIII サテライト 高い成長が期待できる新興国、筆頭はインド
- IX さいごに

## I はじめに

2024年の日本において、資産運用への関心が高まっている背景にあるのは、マクロ経済環境がデフレからインフレへとシフトしていることが根底にあると考えられる。そこに、資産運用を制度面で後押しする新NISA (Nippon Individual Savings Account) の開始が追い風になったと考えるのが妥当であろう。

デフレ下であれば、銀行に預金を預け、仮にほぼゼロ金利であったとしても、モノの価格は下落するために、実質金利はプラスである。しかし、インフレ下となると、銀行預金に預けているだけでは、実質金利はマイナスになってしまう。投資リスクの許容範囲内で、貯蓄から投資へのシフトが起きるのは、必然と言ってもよいであろう。そのタイミングで、前述のように新NISAがスタートして、年間で積み立て投資枠は120万円、成長投資枠は240万円、一人当たり合計1,800万円の枠内で、キャピタルゲインもインカムゲインも非課税となったことで、資産運用への関心は各段に高まっているといえよう。新NISAを適切に活用すれば、インフレに負けない資産運用の遂行は中長期の5～10年の視座であれば可能である。同制度を活用して、資産を積極的に増やすというよりも、資産を減らさないようにインフレに備えて守るという意味合いが高まっていることになる。

そこで本稿では、まず日本の物価はどのように推移するのか、日本の金利はどのように推移するのか、円の為替レートはどのように推移するのかという日本を取り巻くマクロ経済環境の3点について論点を整理し、それらを踏まえた合理的な資産運用について勘案することとしたい。そのうえで、リターンにはリスクがあることを踏まえたうえで、外国株式・外国投信についての考察を行う。さらに、先進国投資では主に米国、よりハイリターン・ハイリスクの新興国投資では主にインドに焦点を当てて、現状と課題を整理する。世界・新興国投資の視座で、新NISAの活用には限定して全体像を把握し、課題を明らかにすることを本稿の目的とする。

## II 先行研究

先行研究を確認しておくと、臼杵 (2022)<sup>1)</sup> は、「リスク資産投資の回避はインフレに脆弱」と指摘、さらに「分散投資商品の指定運用設定も一案」と建議している。インフレ時代の資産運用においては、インフレヘッジ機能の高い株式投資、さらに、そのリスクヘッジの手法として、積み立てによる投資タイミングの分散を推奨していることと同義である。

さらに、新NISAでは、外国株式や投資信託 (投信) も、売買対象となった。野崎 (2024)<sup>2)</sup> は、「デフレからインフレへの展開で無リスク資産および円建て資産は脆弱になった」と指摘している。無リスク資

Mar. 2025

インフレ時代の資産運用に関する考察

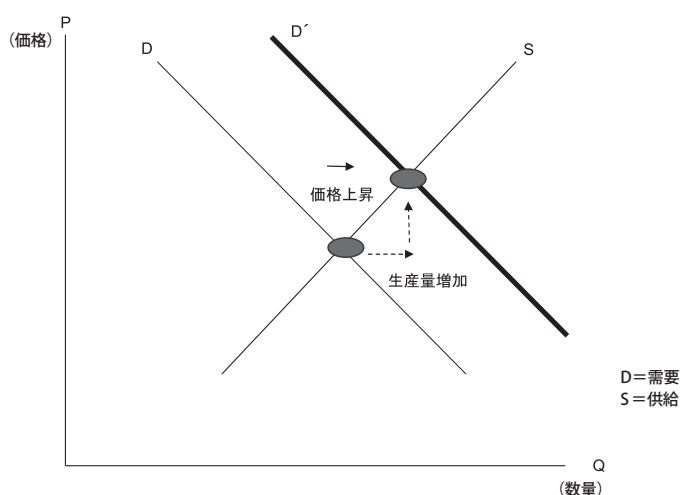
産は、銀行預金であり、加えて、その大宗は円建て資産である。従来は、有事の円買いと言われるほど、国際信用度の高い通貨として評価されてきた円だが、現在はその面影を急速に失いつつあるように見受けられる。強い円の背景にあった巨額の貿易黒字は、現在では鳴りを潜めて貿易赤字が恒常化するようになっている。そのため、ドルを主体とする外貨建て資産の一環として、外国株式・投信への関心が高まっており、これもまた、資産の目減りを防ぐという意味合いもある。

さらに、川北 (2022) <sup>3)</sup> は、「新しい資本主義では長期投資が本筋である」と指摘している。背景にあるのは、長期投資型なら、投資家は配当性向の高まりによって企業の利益を享受できる環境が整ってきたという投資環境の好転である。当然ながら、その際、投資先の選別が厳しく問われるということになる。

### Ⅲ 日本の物価はどのように推移するのか

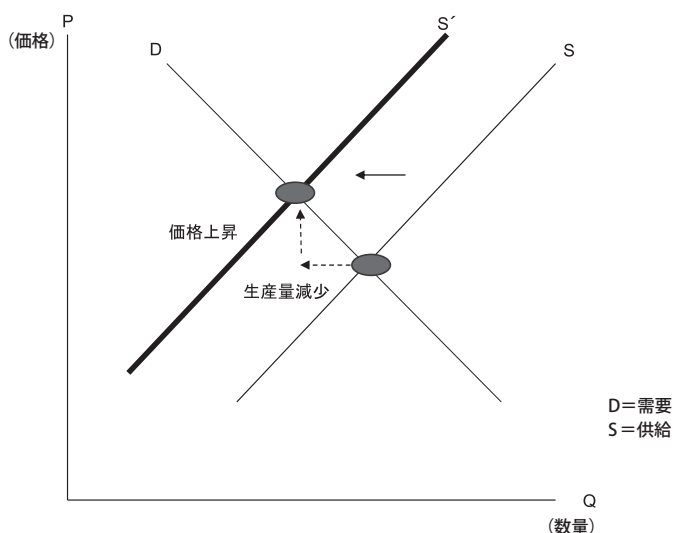
次いで主に日本を取り巻く物価、特にインフレの情勢について考察しておく。基礎ミクロ経済学の視座において、インフレには2つのパターンがある。通常は需要が強いことでインフレとなるパターンであり、デマンドプル型 (図表1) と言われるが、一般的にはこのパターンが多い。人口減少が加速する日本においては、需要は弱いとみなされてきた。藻谷 (2010) <sup>4)</sup> は、「日本の人口減少が、デフレの最大の要因」と指摘し、当時の日本では広く受け入れられたことは比較的記憶に新しい。

もう一つは、供給が制約されることでインフレを招くパターンである。コストプッシュ型 (図表2) と呼ばれるが、一時的な供給制約が解消されれば、インフレは終息に向かうのだが、現在、この解消に疑義が生まれている。背景にあるのが、世界の分断と気候変動問題である。世界の分断は、ロシアとウクライナ、イスラエルとパレスチナに局地的に代表されるし、アジア太平洋地域においては、米中の対峙はより深刻といえる。この分断は、1989年のベルリンの壁崩壊、1991年の旧ソ連崩壊以降一貫して、西側諸国と東側諸国が融合する形で続いてきたが、この潮流に抗う形となっている。自由貿易は阻害されると、供給制約を引き起こし、コストプッシュ型インフレを招く。前述した2022年2月のロシアのウクライナ侵攻は、両国が小麦の大生産地であることから世界的な食料高と、ロシアがエネルギー大国であること



出所) 筆者作成。

図表1 デマンドプルインフレ



出所) 筆者作成。

図表2 コストプッシュインフレ

から燃料高を招いたことは周知の通りである。

さらに、気候変動問題は、より身近なものになっている。異常気象はもはや常態化しつつある感はなく、農作物の生産高に多大な影響を与えるようになってきている。世界の分断と気候変動問題が、重なった事態が2023年に世界の物流に多大な影響を及ぼした。世界の2大運河といえば、スエズ運河とパナマ運河である。まず、欧州とアジアを結ぶスエズ運河は、イスラエルのパレスチナ進駐に反対する南イエメンのフーシ派によって、通行する船舶が無差別に攻撃されるケースが相次いだことから、スエズ運河を迂回して、アフリカの喜望峰経由の航路を取らざるを得ないケースが増えた。次いで、アメリカ東海岸と西海岸を結ぶパナマ運河は、運河の中継地と海面では海拔差があるため、区画毎の水路の水量を段階的に調整して、高低差を解消する構造になっているが、異常気象で降雨が少なく、水量が不足し、通過できる船舶数が平年に比べて制限されることとなった。つまり、2023年は、世界の分断と気候変動問題が、世界の2大運河の通行に支障をもたらした。この物流制約は、当然ながら供給制約につながり、世界のインフレの一因となった。

このように、世界の分断と気候変動問題は、日本国内の需要の頭打ちとは無関係にインフレ要因となる。この2つのグローバルイシューの重石が取れない限り、インフレは漸進的に継続する可能性が高いと考えられる。

#### Ⅳ 日本の金利はどのように推移するのか

インフレになれば、中央銀行は、その回避策として金融を引き締め、さらには金利を引き上げることになる。実際に、日本銀行は、2024年3月に17年ぶりに政策金利を引き上げてマイナス金利を解除し、日本において金利のある世界が復活している。

日本銀行が目標としている2%を超えるインフレが恒常化するのであれば、金利は物価との兼ね合いを図りながら上昇を続けていくことが想定される。日本銀行の植田総裁は、2024年9月時点では、「現状の金利水準について、インフレ率を考慮した実質金利は大幅なマイナス」との見方を示したうえで、「さ

Mar. 2025

インフレ時代の資産運用に関する考察

らに経済活動を刺激し、物価上昇率も押し上げる方向に作用している」と明言<sup>5)</sup>している。

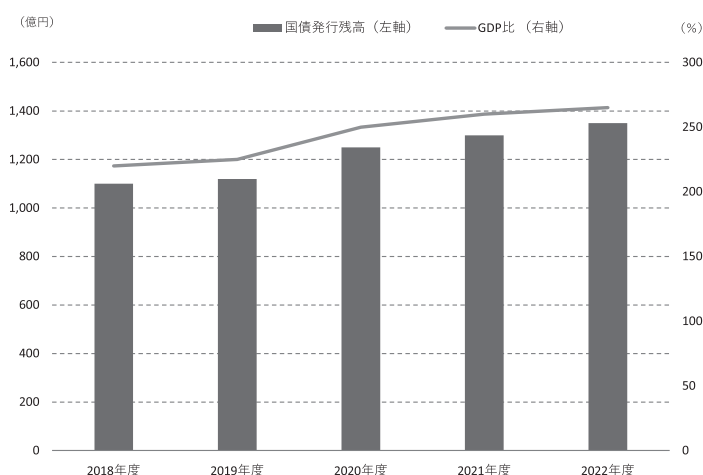
それでは、仮にインフレ率が、日本政府が想定している2%前後を超えて上昇を続けていった場合、政策金利の引き上げがそれに追従して続くのかと問われれば、否というのが現実的な回答であろう。理由は、先進国において最悪と指摘される日本の財政状態にある(図表3)。日本の財政悪化の背景にあるのは少子高齢化であり、社会保障費の増大が主因である。国家財政は、低金利を前提として構築されている。高金利下では、財政運営は非現実的である。金利のある世界は復活したが、インフレ率を金利が超えることはなく、むしろ、実質的にはマイナス金利が続く可能性が高いと考えられる。

## V 円の為替レートはどのように推移するのか

為替についてもインフレ時代の資産運用においては、重要な意味合いをもっている。とりわけ、円安の進展で、外貨建て資産をもつべきか否か、喫緊の選択を迫られているためである。新NISAでは、外国株式も投信主体ながら対象となっているため、日本株ではなく、外国株を投信形式で容易に購入することができるようになってきている。

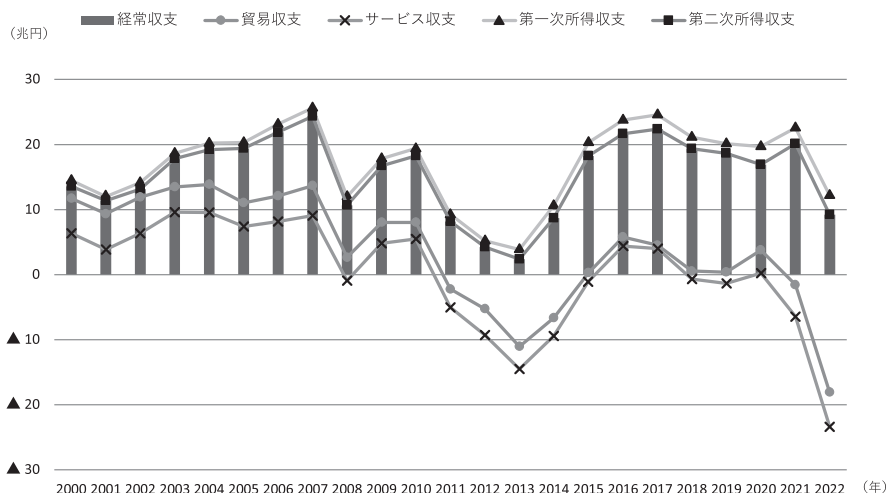
コロナ明けに、米国でインフレが進展して利上げが続き、日米金利の拡大によって、円安が進展している。米国は2024年9月に4年6カ月ぶりに利下げに転じており、今後、米国の利下げが続き、実質マイナス金利となっている日本において利上げが続けば、過度な円安は解消され则认为られる。短期的には、その見通しで説明がつく。2024年11月のトランプ大統領の当選は、企業減税や対中制裁関税が米国内のインフレを招いて、米国の利下げが遅れるとの見方と、同氏が、米国の中央銀行に相当するFRBに、低金利を強く要請して、低金利に向かうとの見方で分かれているが、いずれにせよ、短期的には日米金利差が為替レートに大きく影響する。

他方で、中長期的には、それでは説明がつかず、円安解消のハードルは高いとされる。その背景にあるのは、日本が、貿易黒字国から、2010年代に貿易赤字国へと変質(図表4)していることが背景にある。



出所) 日本財務省より筆者作成。

図表3 日本の国債発行残高とGDP比



図表4 日本の経常収支とその内訳

貿易、サービス、所得を合算した経常収支は黒字であるが、これは、所得収支、つまり日本企業の海外現地法人などが海外で稼いだ収益の黒字を意味しており、その外貨が、円転されるわけではない。他方で、貿易収支の場合は、通常は、黒字であれば外貨が円転される。これは、ドル円で考えると、ドル売り、円買いを意味する。したがって、円高要因となる。2010年代に入って、東日本大震災以降の日本は、原発停止などの余波もあってエネルギー・食料輸入を上回る輸出を維持できなくなった。円高で、生産拠点の海外移転も進んだ。結果的に、貿易黒字国から貿易赤字国へと変質している。佐藤(2024)<sup>6)</sup>は、円の実力は、「この構造変化を踏まえる必要がある」と指摘している。

さらに、サービス収支の赤字も懸念材料である。近年は、インバウンド観光がそれを相殺する形で期待されてきているが、いわゆるGAFAM<sup>7)</sup>向けのクラウドサービスなどのサービス赤字が急増している。インバウンド観光の黒字で相殺しきれずに、唐鎌(2024)<sup>8)</sup>は、「サービス収支の赤字が拡大していく可能性が高い」と指摘している。

このような構造的な変化を踏まえると、日米金利差の縮小で、短期的に円高に振れることは想定されるが、構造的に、円の買い手が逡巡していることを踏まえると、中長期では円安傾向が続くと推察される。

## Ⅵ 上記を踏まえた合理的な資産運用とは

これまでの議論を踏まえた日本のマクロ経済環境は、インフレは、世界の分断と地球温暖化問題が、供給制約を招いてコストプッシュ要因となって続くと考えられる。

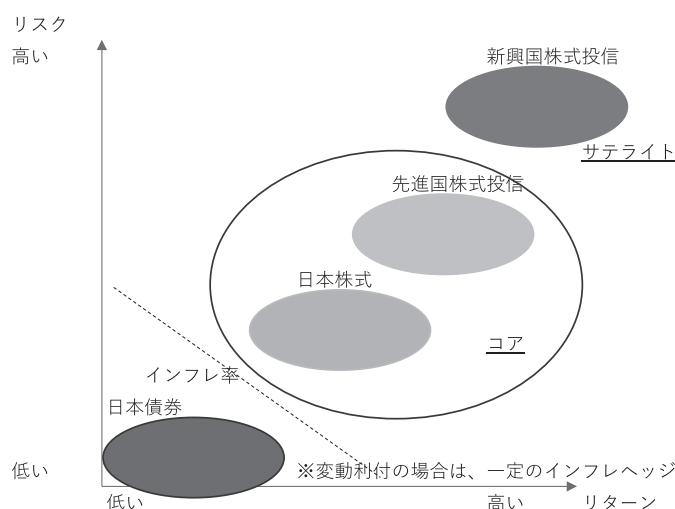
金利は、マイナス金利を脱するも、財政を踏まえるとインフレ率同等の金利への回帰は非現実的、さらに、短期では円高回帰は期待し得るも、中長期では、構造的に円安傾向が続くと考えられる。

総括すると、インフレヘッジ機能があり、円安に強い資産が望ましい。現金化しやすいという流動性を加味すると、変動利付国債、株式、外貨建て資産などが候補となる。



Mar. 2025

インフレ時代の資産運用に関する考察



出所) 金融庁より筆者作成。

図表5 コア・サテライトとリスク・リターンイメージ図

為替変動リスクを抑制したい場合は、日本債券、日本株式、とりわけ、海外売上高の高い国際優良銘柄に投資する手法はあろう。間接的に海外収益を享受できる。

ただし、それでも不十分な懸念は残り、新NISAで対象の外国投信も勘案する必要性は徐々に高まろう。さらに、投資を行ううえでは、生活に必要な資産を形成するコアと積極的な運用で資産を増やすサテライトこの2つに分けて検討することが重要であろう(図表5)。

## Ⅶ コア 新NISAで注目される外国投信、オルカンの内情

中長期の視座で資産形成を行う場合、円安の進展を勘案すると、外国株式への投資は有力な選択肢となる。

そこで、まずは、その中核となるコア投資を考えてみよう。その際、新NISAで一番人気となっているのは、全世界株式投信、いわゆるオルカン<sup>9)</sup>であるが、その内訳は約6割を時価総額の大きい米国株式が占めている。この背景にあるのが、GAFAMに、AIのために必要不可欠なGPUを設計する最先端半導体企業のエヌビディア、および世界のEV業界を牽引するテスラを加えた7社が、世界のトップ企業として存在感を高めていることがある(図表6)。

GAFAMやエヌビディア、テスラの優位性は、将来的に揺らぐ可能性は十分にある。例えば、GAFAMの一角を占めるApple社のiPhoneは、現在iPhone16が最新バージョンであるが、これがiPhone50、iPhone100まで継続するかと問われれば、それは困難と考えるのが妥当であろう。しかしながら、それを代替する製品・サービスを提供するのは、やはり米国企業が有望であろう。世界の有能な人材が集まり、国際分業に適した環境、さらに、資金調達環境を備えている。

加えて、米国は先進国で唯一、人口動態上の優位性を中長期的に維持する。内需の厚みを維持できる実質的に唯一の先進国、それが米国である(図表7)。したがって、中長期では、米国株式は有望と考えられる。

図表6 マグニフィセント7の時価総額推移

| 年度／四半期  | Apple<br>(兆ドル) | Microsoft<br>(兆ドル) | Alphabet<br>(兆ドル) | Amazon<br>(兆ドル) | NVIDIA<br>(兆ドル) | Tesla<br>(兆ドル) | Meta<br>(兆ドル) |
|---------|----------------|--------------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|
| 2022 Q1 | 2.2            | 1.8                | 1.5               | 1.4             | 0.4             | 1.0            | 0.6           |
| 2022 Q2 | 2.0            | 1.6                | 1.4               | 1.3             | 0.5             | 0.9            | 0.5           |
| 2023 Q1 | 2.5            | 2.0                | 1.6               | 1.5             | 0.6             | 1.1            | 0.7           |
| 2023 Q2 | 2.8            | 2.2                | 1.7               | 1.6             | 0.7             | 1.2            | 0.8           |

出所) Yahoo ファイナンスより筆者作成。

図表7 インド、中国、米国、ナイジェリア、インドネシアの人口推移

| 年    | インド<br>(億人) | 中国<br>(億人) | 米国<br>(億人) | ナイジェリア<br>(億人) | インドネシア<br>(億人) |
|------|-------------|------------|------------|----------------|----------------|
| 2020 | 13.8        | 14.1       | 3.3        | 2.1            | 2.7            |
| 2025 | 14.3        | 14.0       | 3.4        | 2.4            | 2.8            |
| 2030 | 14.7        | 13.9       | 3.5        | 2.7            | 2.9            |
| 2035 | 15.1        | 13.7       | 3.6        | 3.0            | 3.1            |
| 2040 | 15.4        | 13.5       | 3.7        | 3.3            | 3.3            |
| 2045 | 15.7        | 13.2       | 3.8        | 3.6            | 3.4            |
| 2050 | 16.0        | 12.8       | 3.9        | 3.9            | 3.5            |

出所) 国連中位推計。

## VIII サテライト 高い成長が期待できる新興国、筆頭はインド

次いで、サテライト投資についても、考察してみよう。サテライトの場合は、リスクはより高いがリターンもまたより高いことが期待でき、コアを補完する投資が目的である。

現実的には、コアは表層的にはオルカンだが、実質的には先進国で米国主体とすれば、サテライトは、経済の成長余地が相対的に大きな新興国を主対象とするのが現実的であろう。新興国といえば、従来はその筆頭は中国であったが、米中摩擦の健在化、中国における政府介入の強化による民間企業、さらには外資系企業の経営自由度の減退などの懸念から、投資資金は、中国からインドなどに推移している傾向がうかがえる。

特に、インドは、中国を抜いて人口世界一になったと推計されており(図表7)、世界の注目が今後長らく集まる。インド株式の有望性は、中長期では揺るがないと考えられる。

ただし、現在のインドの実力を過大評価することは望ましくない。課税強化や不正会計についての報道<sup>10)</sup>もみられるが、インドの成長を示す報道に比べると劣後している感がある。中国ほど、日本企業の活動は活発ではないこともあって、インドに関しては、情報非対称が日常化している。

国力を図る指標は様々あるが、五輪のメダル数も、長期に亘る選手育成、最新の設備、多数の国際親善試合の開催など、国家の総合的な経済力と比例していることは、周知の通りである。米中2大国はメダル大国であり、日本はそれらとの乖離は大きい、メダル数では奮闘している。他方で、パリ五輪でインドが確保した金メダルは皆無であった(図表8)。成長ののりしろは大きい、国の総合力という視座では、中国との乖離が甚大であることは踏まえておく必要があろう。



Mar. 2025

インフレ時代の資産運用に関する考察

図表 8 パリ五輪におけるメダル獲得数と経済規模

| 国    | 金メダル数 | 銀メダル数 | 銅メダル数 | 総メダル数 | GDP<br>(兆ドル) | 一人当たり<br>GDP (ドル) |
|------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------------------|
| 米国   | 40    | 44    | 42    | 126   | 23.0         | 69,000            |
| 中国   | 40    | 27    | 24    | 91    | 17.7         | 12,000            |
| 日本   | 20    | 12    | 13    | 45    | 5.0          | 39,000            |
| フランス | 16    | 26    | 22    | 64    | 3.0          | 45,000            |
| ドイツ  | 12    | 13    | 8     | 33    | 4.5          | 50,000            |
| インド  | 0     | 1     | 5     | 6     | 3.5          | 2,500             |

出所) 国際オリンピックより筆者作成。

## Ⅹ さいごに

結論としては、以下のように整理できよう。

第一に分断と気候変動が落ち着いた限り、食料・燃料高は止まらずインフレが続く。

第二に金利のある世界に戻ったが、高金利の世界には戻らない。

第三に短期的には円高もあるが、中長期では強い円復活のハードルは高い。

第四にコアでは、オルカン重視は続く。為替リスクを回避するために、ドルコスト平均法（積み立て）を活用。無論、よりリスクを抑えたければ、日本の国際優良銘柄に投資して、間接的な受益を得るのも良策。

第五にサテライトでは、インド重視は続く。ただし、情報非対称が続くため、あくまでサテライトとして長期戦の心構えは必要。

本稿では、中長期の5～10年程度のスパンで、資産運用を推察し、インフレ時代の資産運用を考察した。足元を見ると、米国におけるトランプ政権の発足、日本における与党の基盤減退など、短期的には、市場の変動はより激しくなることは想定しておくべきであろうが、あくまで、中長期の構造的な変化に着目することで、本研究が、インフレ時代の資産運用に関する考察の一助となることに期待したい。

加えて、今般は鳥観図的な概論に止めたが、今後は、インフレ時代かつ地政学時代の資産運用の視座で、各論について深耕していくことと致したい。

## 【付 記】

本稿は、2024年10月26日に阪南大学公開講座として「インフレ時代における資産運用」の講師を務めた際の発表資料を基に論文化したものである。本稿における見解は、個人としての見解であり、所属機関の見解ではない。

## 注

- 1) 白杵 (2022) 参照。
- 2) 野崎 (2024) 参照。
- 3) 川北 (2022) 参照。
- 4) 藻谷 (2010) 参照。
- 5) 大阪における講演会での発言。
- 6) 佐藤 (2024) 参照。
- 7) Google (Alphabet), Apple, Facebook (Meta), Amazon, Microsoft の総称。
- 8) 唐鎌 (2024) 参照。
- 9) 正式名称は「MSCI All Country World Index (MSCI ACWI)」などで、日本の投資家からは「オルカン」と略して呼

ばれている。

10) 日本経済新聞「インド株 上昇にブレーキ 家電強化・不正関係疑惑が重荷」(2024年8月9日付) 参照。

### 参考文献

白杵政治 (2022)「経済教室 長期分散投資, 誘導へ工夫を 高齢化時代の金融資産問題」『日本経済新聞』2022年11月16日。

川北英隆 (2022)「経済教室 企業選別・長期投資こそ本筋 「新しい資本主義」の視点」『日本経済新聞』2022年7月29日。

唐鎌大輔 (2024)『弱い円の正体 仮面の黒字国・日本』日経BP・日本経済新聞出版社, 2024年7月, 27-52ページ。

佐藤清隆 (2024)『円の実力ー為替変動と日本企業の通貨戦略』慶應義塾大学出版会, 2024年1月, 98-104ページ。

野崎浩成 (2024)「経済教室 資産運用立国の道筋, 家計が「投資の連鎖」軌道の鍵」『日本経済新聞』2024年2月9日。

藻谷浩介 (2010)「デフレの正体 経済は「人口の波」で動く」角川新書, 2010年6月。

(2024年11月15日掲載決定)