

# 高インフレ環境下のアセットアロケーション戦略について

## 目次

- I. はじめに
- II. インフレ環境別の米国株式・債券のパフォーマンス
- III. 高インフレ環境下におけるマルチアセット運用の取り得る戦略
- IV. 総括

資産運用部 資産配分戦略課 吉見 和真

## I. はじめに

伝統資産を用いたマルチアセット運用では、現代投資理論に基づき、債券と株式の相関が低いことを前提として分散投資によるリスク低減効果が期待されてきた。ただし、高インフレ環境では経済成長よりもインフレ抑制を優先する金融政策運営がなされることがあり、その場合は株式・債券がともに下落する逆金融相場となる。そのため、当該環境下ではマルチアセット運用で期待していたリターンや分散によるリスク低減効果が得られない場合がある。

本稿では、マルチアセット運用において、より一層の工夫が求められる高インフレ環境下で取り得る戦略とその効果について検証する。具体的には、過去の市場をインフレ環境別に分類し、各局面における米国株式および債券のパフォーマンスについて傾向分析を行う。さらに、マルチアセット運用における運用効率改善に向けた戦略として、①キャッシュの増減によりリスク量を調整するケース、②投資対象資産を拡大するケースを想定する。これらのケースにおいても傾向分析を行うことで高インフレ環境下におけるアロケーション戦略について考察する。

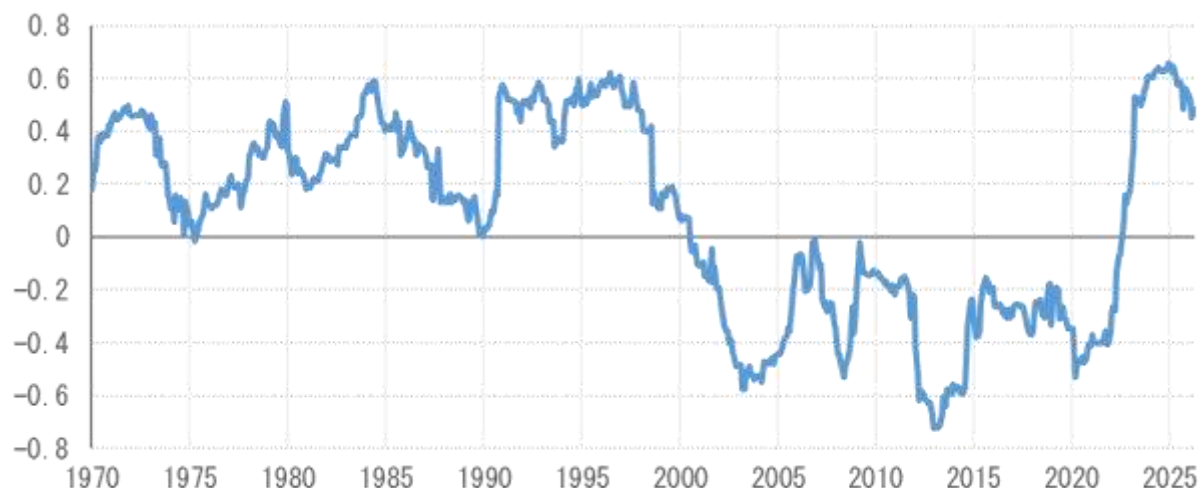
## II. インフレ環境別の米国株式・債券のパフォーマンス

### 1. 株式と債券の相関

伝統資産を用いたマルチアセット運用では、国内株式・国内債券・外国株式(先進国)・外国債券(先進国)を伝統的資産として位置づけている。この四資産を中心としたマルチアセット運用では、現代投資理論に基づき、株式と債券の相関が低いことを前提とする分散投資によりリスク低減効果が期待されてきた。例えば、代表的な資産である米国株式と米国債券の相関係数は、図表1で示す通り、2000年代~2022年は概ねマイナスで推移してきた。しかし、2000年以前と2023年以降はプラスで推移しており、長期的には逆相関を前提とした株式と債券の分散投資によるリスク低減効果は常には得られないことが確認できる。また、

相関係数がプラスに反転し始める 2021 年以降はグローバルな高インフレ環境が継続する局面でもあり、インフレ環境の変化がリスク低減効果にも影響を与えている可能性が示唆される。<sup>1</sup>

図表 1：米国株式と米国債券の相関係数の推移



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

## 2. インフレ環境別の米国株式と米国債券のパフォーマンス

インフレ環境によって、株式と債券の分散投資によるリスク低減効果が変化しうる点を踏まえ、過去の市場環境をインフレ環境別に分類し、各局面における米国株式および債券のパフォーマンスについて傾向分析を行う。分類においては、インフレの水準で高インフレ環境と「低インフレ」局面に分類した上で、高インフレ環境を金融政策の方向性で「金融引締」局面と「高インフレ」局面に分類した。最終的には市場環境は、「低インフレ」局面、「高インフレ」局面、「金融引締」局面の3つに分類されることになる。具体的には、まずインフレ期待が実際のインフレ率に先行する傾向があるとともに価格決定にも重要な影響があることから、1年後の予想インフレ率を用いて分類し、この指標が 3.5%以上の期間を高インフレ環境、3.5%未満の期間を「低インフレ」局面とした<sup>2</sup>。金融政策の方向性については、金融環境の緩和度を表す実質金利を用い、<sup>3</sup>実質金利が前月比でプラスとなる局面を「金融引締<sup>4</sup>」局面、それ以外を「高インフレ」局面として分類した。(図表 2)

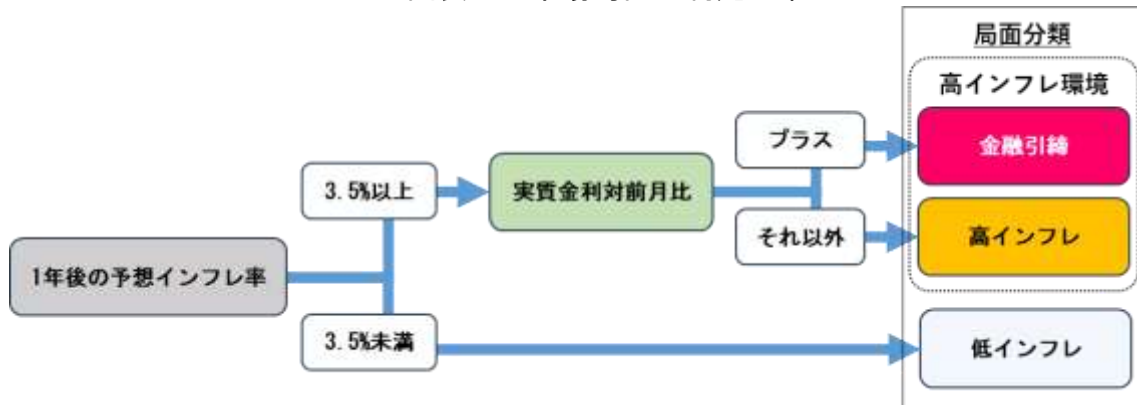
<sup>1</sup> 「インフレ環境下での株式・債券の分散効果」資産運用情報 2026 年 4 月号にて詳報

<sup>2</sup> 低インフレ/高インフレを分類する閾値として 3.5%は一般的な水準(CPI で 2.0%等)より高水準ではあるが、呼称のわかりやすさや予想インフレ率の水準は実績の CPI より高い傾向がある点等を勘案し本稿における分類では、この名称を用いる。

<sup>3</sup> 実質金利=10 年国債利回り-期待インフレ率とし、期待インフレ率は 10 年ブレイクイーブン・インフレ率を用いる。

<sup>4</sup> 「金融引締」の局面も高インフレ期間であるが、本稿における分類では、この名称を用いる。

図表2：市場局面の判定基準



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

本稿での分析対象期間は、各データを取得可能な1998年9月～2026年3月の331ヵ月とし、当該期間で「低インフレ」局面は270ヵ月、「高インフレ」局面は28ヵ月、「金融引締」局面は33ヵ月が該当する結果となった。(図表3)

図表3：期待インフレ率と実質金利の推移



(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

局面別の米国株式と米国債券のパフォーマンスは(図表4)のとおりとなる<sup>5</sup>。「高インフレ」局面では、「低インフレ」局面よりも、株式、債券共に高いリターンとなっている。一方で、「金融引締」局面では株式、債券共にリターンがマイナスとなっており、高インフレ環境下では、金融引締に留意した運用方針の策定が重要となる。

<sup>5</sup> 米国株式は S&P500 指数、米国債券は Bloomberg 米国債(米ドル建て)を使用。

図表4：各局面のパフォーマンス  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

局面	リターン（年率）		リスク（年率）		ROR（リターン/リスク）	
	米国株式	米国債券	米国株式	米国債券	米国株式	米国債券
通期	9.2%	3.4%	15.1%	4.6%	0.61	0.74
低インフレ	12.2%	4.2%	14.6%	4.5%	0.84	0.93
高インフレ	23.2%	11.8%	15.4%	4.2%	1.51	2.84
金融引締	-21.1%	-8.7%	16.6%	4.3%	-	-

※ROR：Return On Risk

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

当分析期間での、株式・債券分散投資ポートフォリオの局面別パフォーマンスを図表5に示す。なお米国株式と米国債券の構成比は、米国の伝統的な年金運用で用いられる「60：40%」を基準とした。その上で、後述のリスク量別ポートフォリオにおいてリスク量を増減できるようにするため、ドルキャッシュを一定割合組み入れ、米国株式 45%、米国債券 30%、米ドルキャッシュ 25%とした<sup>6</sup>。当該分散投資ポートフォリオのリターンを局面別に比較すると「高インフレ」>「低インフレ」>「金融引締」であり、特に「金融引締」の局面では大幅にマイナスとなる。また、ヒストリカルボラティリティ(以下、リスク)について比較すると「低インフレ」局面と比べて、「高インフレ」局面と「金融引締」局面でリスクが高くなっており、高インフレ環境においては株式・債券のウェイトを一定で運用した場合であってもリスクが高まる傾向が確認できた。

図表5：株式・債券分散投資ポートフォリオの局面別パフォーマンス  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

局面	分散投資ポートフォリオ		
	リターン (年率)	リスク (年率)	ROR
通期	6.0%	6.8%	0.88
低インフレ	7.5%	6.3%	1.19
高インフレ	14.6%	7.2%	2.01
金融引締	-11.6%	7.8%	-

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

### Ⅲ. 高インフレ環境下におけるマルチアセット運用の取り得る戦略

Ⅱ章では、局面に応じて米国株式、米国債券のリターン、リスクに傾向の差がある点を確

<sup>6</sup> ドルキャッシュのリターンはFOMC金利誘導目標の上限を使用した。リバランスは月次で実施し、回転率に対してリターンから取引コストを控除した。取引コストの水準は資産種類、金融環境等で差異がある中で一例として簡易的に一律0.10%とした。月次のリバランスにおいて単月の時価変動分の調整を行うこととなる。(以下同様)

認した。Ⅲ章では、実際のマルチアセット運用で取り得る戦略を想定し、局面別にパフォーマンスの傾向を確認する。

### 1. キャッシュの増減によりリスク量を調整するケース

株式・債券分散投資ポートフォリオにおいて、相場環境に応じて機動的にキャッシュを増減することでリスク量を調整するケースを想定し、局面別パフォーマンスの傾向をリスク量別に比較する。リスク量の調整では米国株式・米国債券の構成比は 60%：40%を維持し、ドルキャッシュの組み入れ比率を増減させる。具体的なポートフォリオは図表6のとおり。

図表6：リスク量別ポートフォリオ

リスク量	ポートフォリオ		
	米国株式	米国債券	ドルキャッシュ
低	30%	20%	50%
中	45%	30%	25%
高	60%	40%	0%

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

リスク量別ポートフォリオの局面別パフォーマンスを図表7に示す。「低インフレ」局面および「高インフレ」局面においては、リスク量を高めたポートフォリオほど高いリターンを獲得している。一方で「金融引締」局面においては、リスク量を抑えたポートフォリオの方が、リターンのマイナス幅を抑制できている。局面別の傾向分析から、高インフレ環境下においては金融引締に留意したポートフォリオのリスクコントロールの重要性が高い点を確認できる。

図表7：リスク量別ポートフォリオの局面別パフォーマンス  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

局面	リターン (年率)			リスク (年率)			ROR		
	リスク量			リスク量			リスク量		
	低	中	高	低	中	高	低	中	高
通期	4.8%	6.0%	7.2%	4.5%	6.8%	9.0%	1.05	0.88	0.79
低インフレ	5.7%	7.5%	9.2%	4.2%	6.3%	8.4%	1.36	1.19	1.10
高インフレ	10.4%	14.6%	18.8%	4.9%	7.2%	9.6%	2.13	2.01	1.96
金融引締	-7.0%	-11.6%	-16.1%	5.2%	7.8%	10.4%	-	-	-

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

### 2. 投資対象資産を拡大するケース

高インフレ環境においては、資産価値の上昇が期待される資産への分散投資を実施することが考えられる。本稿では、高インフレ環境で良好なパフォーマンスが期待されるアセット

クラスとして、現物資産(金、原油、不動産)や物価連動債について考察する。

これらの各資産の局面別リターン(年率)は図表8のとおりとなる<sup>7</sup>。「高インフレ」局面では、拡大対象資産のリターンは大きくプラスとなっている。とりわけ金、原油の米国株式に対するアウトパフォーマンス、および物価連動債の米国債券に対するアウトパフォーマンスが目立つ。「金融引締」局面においては、現物資産である金、原油は「高インフレ」局面と同様に米国株式をアウトパフォーマンスする。一方で、物価連動債は米国債券を大きくアンダーパフォーマンスしており、実質金利上昇時に生じる期待インフレ率の低下が影響しているものと推察される。

図表8：各資産の局面別リターン(年率)  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

局面	リターン(年率)					
	拡大対象資産				伝統的資産	
	金	原油	不動産	物価連動債	米国株式	米国債券
通期	10.1%	4.5%	8.0%	4.1%	9.2%	3.4%
低インフレ	9.8%	5.4%	12.1%	6.2%	12.2%	4.2%
高インフレ	53.0%	25.3%	20.0%	24.6%	23.2%	11.8%
金融引締	-15.3%	-16.0%	-27.7%	-23.5%	-21.1%	-8.7%

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

各資産間の局面別リターン相関係数は図表9のとおり。米国株式と米国債券の相関係数は、「低インフレ」局面では負の相関係数となった。一方で、「高インフレ」局面と「金融引締」局面においては正の相関係数となっており、分散投資によるリスク低減効果が低下する点を確認された。拡大対象資産と伝統資産の相関係数についてみると、「高インフレ」局面では、金と米国株式、原油と米国債券の相関係数がいずれも負となり、リスク削減効果が確認できる。その一方で、「金融引締」局面では、原油と米国債券は負の相関を維持するものの、全体として各資産の相関が高まる傾向にあり、対象資産の拡大によるリスク分散効果は低下している。このため、リスクコントロールの重要性が高まる高インフレ環境のうち、「高インフレ」局面では対象資産の拡大により資産分散効果を確保する。それとともに、資産分散効果が弱まる「金融引締」局面においては、前述のキャッシュの組み入れによるリスク調整が有効であると推察する。

<sup>7</sup> 金はブルームバーグ金サブ指数トータルリターン、原油は同原油サブ指数、不動産はS&P500不動産セクター指数、物価連動債はブルームバーググローバルインフレ連動債インデックスを使用。なお、S&P500不動産セクター指数での月次リターンが取得できない2001年10月以前については、米国株式(S&P500指数)のリターンと同一とした。

図表9：対伝統資産間の局面別リターンの相関係数  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

局面	2資産間の相関係数						
	米国株式	米国株式			米国債券		
	米国債券	金	原油	物価連動債	金	原油	物価連動債
通期	-0.12	0.05	0.24	0.39	0.30	-0.22	0.55
低インフレ	-0.27	-0.01	0.26	0.25	0.29	-0.22	0.52
高インフレ	0.15	-0.31	-0.01	0.46	0.21	-0.54	0.55
金融引締	0.15	0.35	0.26	0.74	0.05	-0.31	0.43

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

投資対象資産の拡大によるパフォーマンス改善効果を評価するために、拡大対象資産の一つを伝統的資産の代替として保有するケース、そして伝統資産のみを保有するケースを比較する。一例として前述の株式・債券分散投資ポートフォリオ(米国株式45%、米国債券30%、米ドルキャッシュ25%)をベースに、代替するウェイトは資産ごとに一律とし、ポートフォリオ全体の10%とした。代替資産は、米国株式とリスクが同程度、ないし上回る金、原油を米国株式の代替とする。また、米国債券とリスク水準が相対的に近い物価連動債を米国債券の代替とする。不動産は「高インフレ」と「金融引締」局面のリターンが米国株式を下回っており、分析対象外とした。資産別のリスクは図表10、投資対象を拡大したポートフォリオの各資産構成比は図表11のとおり。

図表10：資産別のリスク  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

	拡大対象資産			伝統的資産	
	金	原油	物価連動債	米国株式	米国債券
リスク(年率)	16.5%	36.7%	7.8%	15.1%	4.6%
代替する資産	米国株式	米国株式	米国債券	-	

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図表11：拡大対象資産別のポートフォリオ

ポートフォリオ	投資対象資産の構成比(%)					
	米国株式	米国債券	金	原油	物価連動債	ドルキャッシュ
伝統資産のみ	45%	30%	0%	0%	0%	25%
株債+金	35%	30%	10%	0%	0%	25%
株債+原油	35%	30%	0%	10%	0%	25%
株債+物価連動債	45%	20%	0%	0%	10%	25%

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

前述の方針に従って構築したポートフォリオのパフォーマンスを確認した(図表 12)。高インフレ環境におけるパフォーマンスをみると、「金融引締」局面で物価連動債に投資を拡大したケースを除いて、各ポートフォリオともに「伝統資産のみ」を上回っている。超過の程度も「低インフレ」局面より大きくなった。「伝統資産のみ」のポートフォリオと、リスクレベルについて比較すると、各ポートフォリオともに「金融引締」局面>「低インフレ」局面>「高インフレ」局面の順となっている。また、「金融引締」局面では、「伝統資産のみ」と比較してリスクが抑制されたのは拡大対象資産として「金」を組み入れるポートフォリオのみとなった。このことから、高インフレ環境下における現物資産組み入れの有効性が示される。それとともに、「金融引締」局面においては、伝統資産、拡大対象資産が同時に下落する傾向が強まり、リスクレベルが相対的に高まることが示唆される結果となった。

図表 12：拡大対象資産別のパフォーマンス  
(1998年9月～2026年3月、米ドル建)

		リターン(年率)			
局面		伝統資産のみ	株債+金	株債+原油	株債+物価連動債
通期		6.0% [ - ]	6.2% [+0.2%]	6.1% [+0.1%]	6.1% [+0.1%]
	低インフレ	7.5% [ - ]	7.3% [-0.1%]	7.4% [-0.1%]	7.7% [+0.2%]
	高インフレ	14.6% [ - ]	17.2% [+2.7%]	15.2% [+0.6%]	15.8% [+1.2%]
	金融引締	-11.6% [ - ]	-10.9% [+0.7%]	-10.3% [+1.3%]	-13.2% [-1.6%]

		リスク(年率)			
局面		伝統資産のみ	株債+金	株債+原油	株債+物価連動債
通期		6.8% [ - ]	5.8% [-1.0%]	7.0% [+0.2%]	7.2% [+0.4%]
	低インフレ	6.3% [ - ]	5.3% [-1.1%]	6.7% [+0.3%]	6.6% [+0.3%]
	高インフレ	7.2% [ - ]	5.6% [-1.7%]	6.1% [-1.2%]	7.5% [+0.2%]
	金融引締	7.8% [ - ]	7.0% [-0.8%]	8.5% [+0.7%]	8.5% [+0.7%]

		ROR			
局面		伝統資産のみ	株債+金	株債+原油	株債+物価連動債
通期		0.88	1.07	0.87	0.85
	低インフレ	1.19	1.40	1.11	1.16
	高インフレ	2.01	3.09	2.50	2.12
	金融引締	-	-	-	-

※[ ]内は「伝統資産のみ」との差分

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

#### IV. 総括

本稿では、マルチアセット運用における伝統資産である米国株式と米国債券が、高インフレ環境下では分散によるリスク低減効果を発揮しにくく、金融引締局面ではパフォーマンス

が悪化することを示した。そのうえで、高インフレ環境下におけるマルチアセット運用の戦略としてキャッシュの増減を通じたリスク量の調整、および投資対象資産の拡大という観点から、その有効性について確認した。その結果、金融引締を伴わない「高インフレ」局面では、対象資産の拡大がリターンの向上とリスク抑制の双方に寄与する傾向が確認された。一方で、金融引締局面では各資産が同時に下落する傾向が見られることから、機動的なキャッシュの増減によるリスク量調整の重要性が高まることを確認した。

2021年以降、グローバルな高インフレ環境の継続により、マルチアセット運用においても伝統資産の分散効果に依拠した従来の運用手法が機能しにくくなる可能性が高まっている。本稿では、高インフレ環境に関して比較的長い期間のデータが取得できる米国株式および米国債券について分析を行ったが、日本においてもデフレからインフレへのシフトが起こっており、今後は緩和的な金融環境から脱却局面に入ることが見込まれる。フォワード・ルッキングな見地からは、円建資産の運用においても、今回の分析が示唆するようなキャッシュの増減によるリスク量の調整や投資対象資産の拡大が、有効に機能する可能性があると考えられる。

(2026年5月29日記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

#### 【参考文献】

- ・三菱UFJ信託銀行資産運用情報 2026年4月号  
「インフレ環境下での株式・債券の分散効果」

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都港区東新橋1丁目9番1号  
お問合せ：shisanunyo-joho\_post@tr.mufg.jp