

BASE Vol.11

マーケットの見方 新興国投資編(11)

2020/10/1

株式投資は、本当にインフレ対策として有効なのか？

インフレ対策として、最も効果的なアプローチの1つが株式投資と言われています。今回は、新興国株式のリターンが、各国の物価上昇率を上回り、本当にインフレ対策として有効だったのかを検証してみます。

インフレとは

まず、インフレについて、おさらいしてみましょう。インフレは、英語のインフレーションの略語で、さまざまなモノやサービスの値段、つまり物価全体が上昇することを指します。物価全体が上昇すると、さまざまなモノやサービスの値段が上がり、それを考慮して給与なども見直しされますが、物価全体が上昇した分というのは、単に値段がかさ上げされた分、実際には、豊かになっているわけではないのです。

たとえば、ある時、急に給与が2倍になったとします。ところが、これが物価上昇分を考慮したものだったとしたら、給与が2倍になったことを喜んでいいでしょうか？世の中の様々なモノやサービス値段が2倍になっていて給与が2倍になっても、全く豊かになりませんね。ですから、実質的にどのくらい経済が成長し、どのくらい豊かになったかを考える時に使う「実質成長率」は、単純に金額がどれくらい増えたかという「名目成長率」から「物価上昇率」を引くのです。

では、物価上昇は企業の収益と株価の面から見るとどうなるのでしょうか(図表1)。例えば、物価全体が上昇し、全てのものの値段が2倍に上昇したとします。このとき、単価100円の商品Aを製造・販売するZ社の売上は、単価が2倍の200円になったことで売上個数が増えなくても売上高は2倍になりました。一方で、人件費も2倍になり、その他のコストも2倍になりますが、利益率が変わらなくても、利益額は2倍になります。

すると、物価が上昇しても株式を発行しなければ発行済株式数は増えないので1株利益が2倍に増え、全く同じPERだったとしても株価は2倍になります。結果、株式投資のリターンは物価が2倍になったことについていけたということになります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

図表1：インフレにより株価が上昇するメカニズム

例：商品Aを製造販売するZ社の収益構造と株価

| |
|------------------------------------|
| ・売上高:100億円＝単価100円×1億個 |
| ・人件費:50億円＝一人当たり500万円×1,000人 |
| ・その他のコスト:30億円 |
| ・利益:20億円＝100億円-50億円-30億円 |
| ・発行済株式数:100万株 |
| ・一株当たり利益:2,000円＝利益20億円÷発行済株式数100万株 |
| ・株価:20,000円 |
| ・PER10倍＝株価20,000円÷一株当たり利益2,000円 |



物価が上昇し、全てのモノの値段が2倍に上昇



売上、コスト、利益がかさ上げされて増加

| |
|------------------------------------|
| ・売上高:200億円＝単価200円×1億個 |
| ・人件費:100億円＝一人当たり1,000万円×1,000人 |
| ・その他のコスト:60億円 |
| ・利益:40億円＝200億円-100億円-60億円 |
| ・発行済株式数:100万株 |
| ・一株当たり利益:4,000円＝利益40億円÷発行済株式数100万株 |
| ・株価40,000円 |
| ・PER10倍＝株価40,000円÷一株当たり利益4,000円 |

売上に対する利益の割合は20%のまま変わっていません。株価は一株当たり利益の10倍のまま高にはなっていません。ちなみに社債が30億円あったとしたら、30億円しか返済しなくていいので利益1年分より少なく、返済負担は楽になります。

実際のブラジルの例で検証

それでは、実際のブラジルの例で検証してみましょう。ブラジルも過去にハイパーインフレを経験し、90年代のインフレが特に酷く、年率2,000%を超える激しいインフレが発生し、90年代の10年間だけで物価は約167万倍になりました(図表2)。更に1997年に発生したアジア危機、1998年に発生したロシア危機の影響も大きく受け、IMFなどの支援を受けながら、金融経済を何とか立て直せたのは2000年代に入ってからのことでした。

2000年代に入ってからインフレ率は高めに推移し、2000年末から足元までの約20年間にブラジルの物価は約3.18倍になっています(図表3)。こうしたインフレの影響などもあり、ブラジルの通貨であるブラジルレアルの対円レートは1レアル=58.67円から19.65円に下がり、この期間に約3分の1の価値になりました。

一方、この期間中のブラジルの株式は物価上昇の3.18倍を大きく上回る6.51倍に上昇しており、株式のリターンが物価上昇率を上回ることを証明した一例となりました。もちろん、現地ブラジルの人々も、全ての金融資産を株式にするというわけにはいきませんから、あくまでも金融資産のうち、株式に投資していた分は、株式投資によりインフレから資産を守ることができていたということになります。

しかし、インフレが発生して通貨価値が落ちてしまったブラジルに日本から投資していたら大損してしまったのでは、と思われるかもしれませんが、円ベースでも2.18倍になっており、このときのブラジルのケースでは円ベースでもプラスになっています。

これは、物価が2倍になって、対円為替レートが2分の1になっていたとしても、株価が物価上昇と同じ2倍になっていけば、円ベースリターンはマイナスになりませんが、この時のブラジルのように株価上昇率が物価上昇率を上回っていれば円ベースでもプラスになるということです。

図表2:ブラジルの年間平均物価上昇率の推移

| 年 | 物価上昇率 | 年 | 物価上昇率 |
|------|----------|------|-------|
| 1980 | 90.2% | 2000 | 7.0% |
| 1981 | 101.7% | 2001 | 6.8% |
| 1982 | 100.6% | 2002 | 8.5% |
| 1983 | 135.0% | 2003 | 14.7% |
| 1984 | 192.1% | 2004 | 6.6% |
| 1985 | 226.0% | 2005 | 6.9% |
| 1986 | 147.1% | 2006 | 4.2% |
| 1987 | 228.3% | 2007 | 3.6% |
| 1988 | 629.1% | 2008 | 5.7% |
| 1989 | 1,430.7% | 2009 | 4.9% |
| 1990 | 2,947.7% | 2010 | 5.0% |
| 1991 | 432.8% | 2011 | 6.6% |
| 1992 | 952.0% | 2012 | 5.4% |
| 1993 | 1,927.4% | 2013 | 6.2% |
| 1994 | 2,075.8% | 2014 | 6.3% |
| 1995 | 66.0% | 2015 | 9.0% |
| 1996 | 15.8% | 2016 | 8.7% |
| 1997 | 6.9% | 2017 | 3.4% |
| 1998 | 3.2% | 2018 | 3.7% |
| 1999 | 4.9% | 2019 | 3.7% |

出所:IMFのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表3:過去約20年のブラジルの物価とインフレ

| | 2000年 12月末 | 2020年 8月末 | 倍 |
|-------------------------------|---------------|--------------|------|
| ブラジル 消費者物価指数 | 1,683.47 | 5,357.46 | 3.18 |
| ブラジルレアル 対円レート | 58.67 | 19.65 | 0.33 |
| ブラジル株式 ボベスパ指数 (現地通貨ベース) | 15,259.30 | 99,369.20 | 6.51 |
| ブラジル株式 ボベスパ指数 (円ベース) | 895,291 | 1,953,002 | 2.18 |

出所:Bloombergのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

香港、台湾、インドの例

それでは、ブラジル同様に、香港、台湾、インドで検証していきます。図表4をご覧ください。まず、一番上の香港です。約34年の期間で、物価は3.15倍、通貨は対円レートで0.69倍となっています。一方、この期間の香港の株式は、物価上昇の3.15倍を上回る8.75倍に上昇しており、株式のリターンが物価上昇率を上回りました。インフレによる通貨価値の下落が心配ですが、株式は円ベースでも6.04倍となっており、プラスになっていることが確認できました。

次に、図表4の真ん中の台湾です。約33年の間で、物価は1.67倍、通貨は対円レートで0.85倍になっています。この期間の台湾の株式は、物価上昇の1.67倍を上回る4.94倍に上昇、株式のリターンが物価上昇率を上回りました。円ベースの株式でも4.19倍とプラスが確認できました。

最後に図表4の一番下のインドです。約24年の間で、物価は4.47倍、通貨は対円レートで0.47倍、インド株式は物価上昇率を上回る16.20倍、円ベースでも7.63倍とインドでもプラスが確認できました。

いずれの国でも、これらの期間では、物価上昇率を上回る株式のリターンとなり、また、インフレに伴う通貨価値の下落を考慮しても、株式は円ベースでプラスのリターンとなりました。

日本の例

最後に、我々が生活している日本でも確認してみましょう。図表5をご覧ください。約50年の期間で、物価は3.31倍になりましたが、株式のリターンは10.03倍になり、株式は物価上昇率を上回りました。

今回の結果からは、株式投資がインフレ対策に有効であることが確認されました。もちろん、どの時点をスタートにするか、どの期間をとるかによって、結果は変わってきますが、中長期の株式投資では、新興国でもインフレへの有効な対策の一つと考えることが出来るのではないのでしょうか。

図表4: 香港、台湾、インドの物価と株価

| | 1987年 1月末 | 2020年 8月末 | 倍 |
|-----------------------------|--------------|--------------|------|
| 香港 消費者物価指数 | 34.40 | 108.20 | 3.15 |
| 香港ドル 対円レート | 19.79 | 13.66 | 0.69 |
| 香港株式 MSCI指数 (現地通貨ベース) | 1,634.75 | 14,296.80 | 8.75 |
| 香港株式 MSCI指数 (円ベース) | 32,356 | 195,364 | 6.04 |

| | 1987年 12月末 | 2020年 8月末 | 倍 |
|-----------------------------|---------------|--------------|------|
| 台湾 消費者物価指数 | 61.23 | 102.50 | 1.67 |
| 台湾ドル 対円レート | 4.24 | 3.60 | 0.85 |
| 台湾株式 MSCI指数 (現地通貨ベース) | 100.00 | 493.57 | 4.94 |
| 台湾株式 MSCI指数 (円ベース) | 424 | 1,778 | 4.19 |

| | 1996年 8月末 | 2020年 8月末 | 倍 |
|--------------------------------|--------------|--------------|-------|
| インド 消費者物価指数 | 42.26 | 188.73 | 4.47 |
| インドルピー 対円レート | 3.05 | 1.44 | 0.47 |
| インド株式 SENSEX指数 (現地通貨ベース) | 3,514.61 | 56,932.37 | 16.20 |
| インド株式 SENSEX指数 (円ベース) | 10,733 | 81,897 | 7.63 |

図表5: 日本の物価と株価

| | 1970年 1月末 | 2020年 8月末 | 倍 |
|----------------|--------------|--------------|-------|
| 日本 消費者物価指数 | 30.80 | 101.90 | 3.31 |
| 日本株式 MSCI指数 | 98 | 984 | 10.03 |

出所: Bloombergより、ピクテ投信投資顧問作成

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。