

# インフレが影を落とす業績相場

## Topics

- ▶ 2021年の主要地域の株価推移は米欧で高値を更新する一方、日本は上昇はしているものの、米欧には出遅れた状態が継続しています。アジア地域の株価は年初来ではマイナス推移となっています。
- ▶ 日米欧では株価は上昇しているものの、PER（株価収益率）は上昇しておらず、業績改善が株価をけん引する「業績相場」に移行していると見られます。
- ▶ こうした中、世界的に川上の物価が上昇しており、企業業績の先行きが不透明になりつつあります。日本企業の価格転嫁力は弱いとみられ、物価が企業業績に与える影響を見極めることが重要です。

チーフストラテジスト 荻原 健

## 米欧株は高値更新、日本は米欧に出遅れ、アジアは低迷

2021年の日米欧アジアの株価の推移をみると、米欧株は何度か調整を挟みながら上昇しました。9月に一旦調整した後、10月以降上昇し、11月に入り史上最高値を更新しました。

日本でも株価は上昇しましたが、米欧には出遅れた状態が継続しています。アジアは総じて軟調に推移し年初来ではマイナスとなっています（図表1）。

10月以降の米欧株の上昇局面では、米実質金利が低下し株価上昇に寄与しました。特に米国株は米実質金利低下局面ではグロース株主導で上昇する傾向があり、企業業績の堅調さと合わせて4地域中では最も上昇しています。

日本株については、2月以降米欧株に対する出遅れが目立ちました。コロナワクチン接種の遅れ、東京オリンピックに対する不安、政治的な不透明感等が影響したと見られます。

菅元首相の退陣表明以降、政策期待等から相対株価が回復する局面もありましたが、短期に終わりました。

アジアでは中国株が軟調に推移したことが影響し低迷しました。中国では、人権問題をめぐる米欧の圧力強化、中国当局による規制強化、不動産大手の経営危機問題等が重しとなり、株価は軟調に推移しています。

## 業績相場へ移行、業績が株価を押し上げ

日米欧で株価は上昇しましたが、予想PER（株価収益率）の動きをみると、2021年に入ってから概ね横ばいから低下基調で推移しています。いわゆる金融相場（PER拡大が株価をけん引）から業績相場（業績改善が株価をけん引）に移行してきたことがうかがえます（図表2）。

FRB（米連邦準備理事会）のテーパリング（量的緩和の縮小）など主要中銀の緩和縮小に向けた動きなどを背景に、金利低下局面から金利上昇局面へ転換したことが背景にあるとみられます。

予想PERの水準をみると米国では20倍を超えて推移しており、割高な水準とみられます。この割高なPERを正当化してきたのは、低金利と流動性であり、すなわちFRBの金融政策が金融相場下での株価上昇の原動力でした。

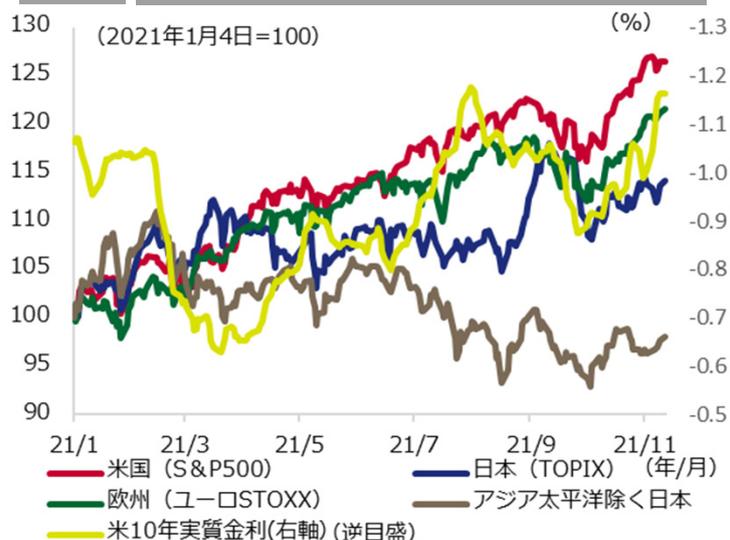
主要中銀の緩和縮小に向けた動きと、足元高まるインフレ懸念は金利上昇圧力となります。金利の大幅な上昇は今度は逆にPERの低下要因となりますので、業績拡大が継続しなければ株価を維持できない局面となります。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 2021年の日米欧アジア株価と米実質金利



期間：2021年1月4日～2021年11月15日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
米実質金利は、米10年国債利回りー期待インフレ率（10年）の5日平均  
アジア太平洋除く日本はMSCIACアジア・パシフィックインデックス除く日本

図表2 日米欧アジア株価の予想PER推移



期間：2020年1月1日～2021年11月15日（週次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
アジア太平洋除く日本はMSCIACアジア・パシフィックインデックス除く日本  
（注）PERは12か月先予想

## 物価上昇と企業の価格転嫁力に差

世界的に物価上昇が継続しています。特に川上の物価を表す生産者物価の上昇が目立ちます。

原油価格の上昇は各地域共通ですが、米国では人手不足や物流停滞による供給制約、欧州では天然ガス価格の上昇、日本では素材価格の上昇、中国では電力不足の影響がみられます。

FRBのパウエル議長はインフレについて当初一時的とみていましたが、10月以降は「供給制約とインフレはこれまでの予想よりも長引く可能性が高く、来年にかけて続くだろう」と見方を変えています。

企業収益の観点からは、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できれば収益は維持できます。消費者物価も同時に上がってれば価格転嫁がされているかのひとつの目安となります。

日米欧の生産者物価と消費者物価の推移をみると米国では消費者物価も同時に上昇しており、ある程度価格転嫁が進んでいることがうかがえます。欧州でも消費者物価の上昇がみられます。

日本では消費者物価の伸び率はゼロ近辺で推移しています。日本は消費の基調が弱いため値上げをすると販売が鈍化する傾向があり、価格転嫁ができていない状況がうかがえます(図表3)。

日本で消費の基調が弱いことは、賃金の上昇しない等の構造的な問題も背景にあり、短期間では解消しないため、原材料価格の上昇が長引けば日本の企業収益の圧迫要因となります。

## 今後の収益回復は格差が生じる可能性

各地域の予想EPS(一株当たり利益)の推移をみると、昨年半ば以降増益が続いています。いずれもコロナ禍前の水準を上回って推移しており、業績相場下での株価押し上げの原動力となりました。

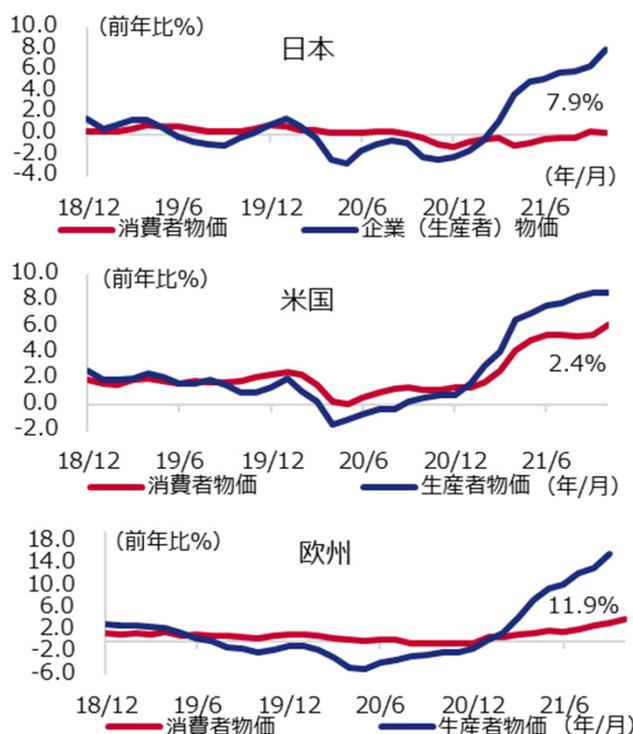
米国の業績回復力は強く、株価の強さを裏付けています。また原材料価格上昇に対する価格転嫁力も強いとみられます。RI(リビジョンインデックス：(上方修正予想銘柄数-下方修正予想銘柄数)/予想銘柄数、リフィニティブの11月15日データ)はプラス圏で上昇しており増益基調を維持できる可能性は高いとみられます。

アジアではすでに増益率の鈍化がみられます。中国企業の増益率の弱さが反映されています。原材料価格上昇の影響を受けるほか、不動産販売の低迷、電力の供給不足、当局の規制強化の動きなど企業収益を下押し材料が増えています。RI(同)はマイナス圏に入っており、増益率の回復は当面見込みにくい状況です。

日本では増益基調が維持されていますがやや鈍化傾向がみられます。企業の価格転嫁力は弱いとみられ、原材料価格の上昇が長期化した場合、企業収益に下押し圧力がかかります。RI(同)は低下傾向でゼロに接近しており、今後増益率が鈍化する懸念があります。

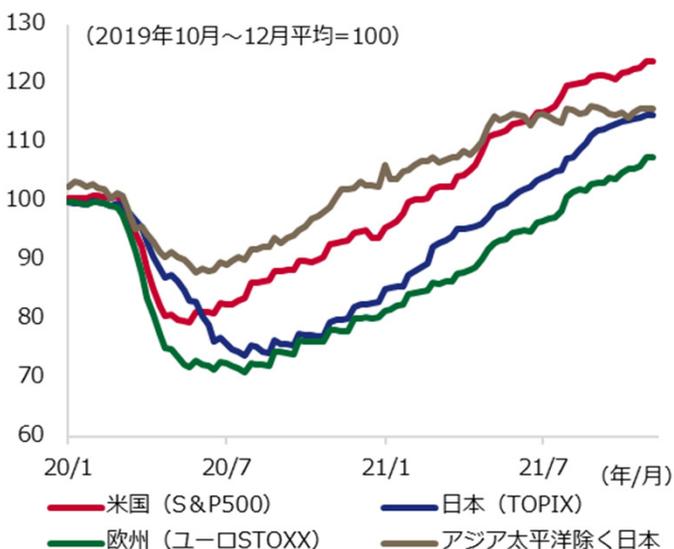
これまで、収益回復が株価を押し上げる状況が続いてきましたが、今後は地域間での収益回復に格差が生じる可能性が高くなっています。特に日本の企業業績は物価上昇に弱いとみられることから、インフレ動向には一段の注意が必要です。

図表3 日米欧(ユーロ圏)の生産者物価と消費者物価



期間：2018年12月～2021年10月(月次、欧州生産者物価は9月まで)  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
グラフ内の数値は各地域における直近の生産者物価と消費者物価の差

図表4 日米欧アジア株価の予想EPS推移



期間：2020年1月6日～2021年11月15日(週次)  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
アジア太平洋除く日本はMSCIACアジア・パシフィックインデックス除く日本  
(注) 予想EPSは一株当たり利益12か月先予想  
2019年10月～12月平均は10月7日～12月30日の平均

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所（㈱東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、㈱東京証券取引所が有しています。
- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- MSCI AC アジア・パシフィックインデックス（除く日本）に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.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。
- ユーロ・ストック指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。