

インフレ下の米国株式市場

Topics

- ▶ 米国をはじめ世界的に高インフレが長期化しており、景気や金融市場への影響が懸念されています。
- ▶ 2022年の米国株式市場ではインフレが大きなテーマになるとみられます。米国では過去、高インフレ時にはPER（株価収益率）が低かったという傾向がみられました。
- ▶ インフレと地域別株価や業種別株価の相関をみると、局面によって相関が異なっていました。インフレの株式市場全体への影響は景気・政策動向次第であるものの、業種によっては大きな影響がある可能性には留意が必要です。

シニアストラテジスト 浅岡 均

インフレが株式市場のテーマに

2021年の株式市場では特に前半、ワクチン接種進展に伴う経済活動の再開が大きなテーマとなりましたが、2022年にかけてはインフレや各国中銀の金融政策の動向が最大のテーマになるとみられています。

米国をはじめ世界的に高インフレが長期化しており、景気や市場への影響が懸念されています。足元のインフレは、経済活動再開に伴う急速な需要回復、コロナ禍に伴う需要構造の変化、供給制約の長期化、脱炭素などエネルギー政策の影響など複数の要因が指摘されています。FRB（米連邦準備理事会）はこれまでインフレは一時的との見解を示してきましたが、今年12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）でその見方を撤回しました。

PER（株価収益率）とインフレ率の関係

インフレと株価の長期の関係についてみたものが、図表1です。縦軸にシラーPER（株価収益率、図表1の注を参照）、横軸に米国の消費者物価伸び率を取り、1970年1月以降の分布を示しています。分布の形状をみると、総じて右下がりの関係がみられます。インフレ率が高いほど、PERは低くなっており、高インフレ下ではPER拡大による株高が期待しにくいと考えられます。

なお、直近2021年9月はインフレ率が5.4%だった一方で、シラーPERは約38倍とPERの高さが顕著となっています。PERは、企業収益動向について市場のその時々を見方を反映しているとみられます。高いPERは、高インフレであっても企業収益が悪化せず、あるいは緩和的な金融政策が続くとみられているためと思われる。市場では現状、景気は持ちこたえろとみていると考えられます。

高インフレ下の米国株価はどうだったか

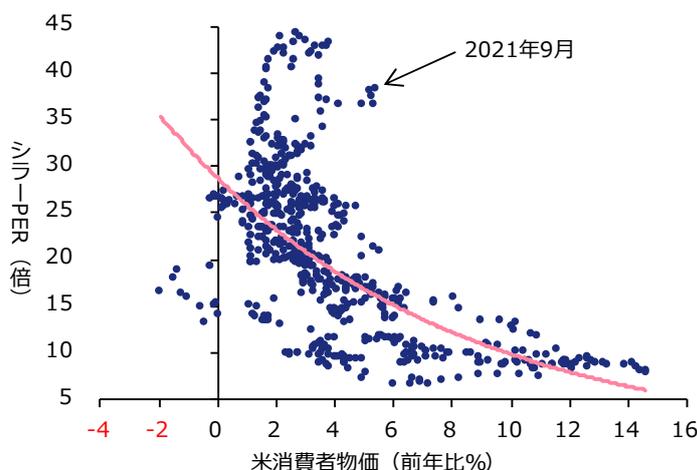
米国株（S&P500）とインフレ率（ここでは米国債券市場が織り込む期待インフレ率を使用）の相関をみると（図表2）、2000年以降では相関係数は非常に低いものの、マイナスでした。日・欧・エマージング株価との相対株価をみると全て負の相関で、米国株はやや長い期間でみるとインフレ下でアンダーパフォームする傾向がありました。

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。

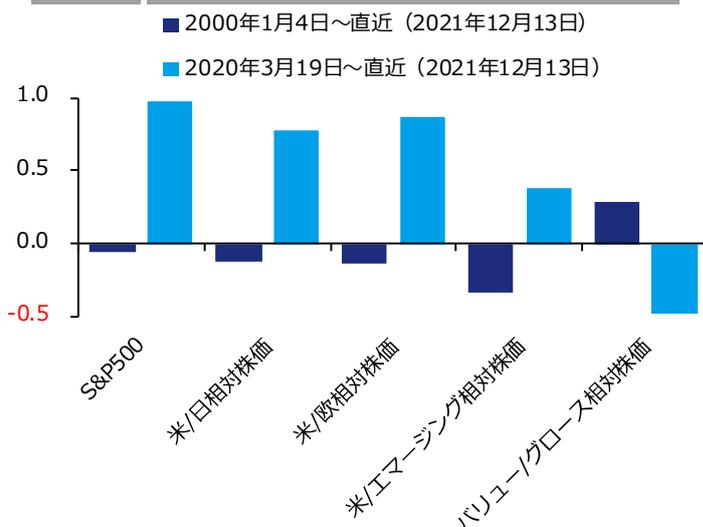
図表1 米インフレ率とPER（株価収益率）の関係



出所：ロバート・シラー氏HP、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

(注) シラーPERは、インフレ率で実質化した過去10年間の1株当たり純利益の平均値で株価を割って算出したS&P500の株価収益率、1970年1月から2021年9月までの月次データをプロット

図表2 米期待インフレ率と米国株などの相関係数



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

(注) 米/日相対株価はS&P500/TOPIX、米/欧相対株価はS&P500/ユーロストック600、米/エマージング相対株価はS&P500/MSCIエマージング、バリューストック相対株価はMSCIワールドバリュー/同グロース相対株価

米期待インフレ率（10年）はブレイクイーブンインフレ率（10年）

一方、コロナ禍以降（2020年3月以降）で見ると、インフレと米国株の相関は大きくプラスで、相対株価も他地域を凌駕する形の相関が示され、2000年以降の長期の関係とは真逆の結果となっています。コロナ禍で米国では他国よりも経済活動再開が早く進んだこと、業績が景気やインフレ動向に左右されにくいとみなされている大型ハイテク銘柄の多くを擁していることなどが背景とみられます。こうした結果を踏まえると、インフレだけで米国株や地域別のパフォーマンスの動向を占うことは難しそうです。先進国のバリュー株/グロース株の相対株価も2020年3月以降はインフレとの相関がマイナスとなっており、直観と異なる結果となっています。これも最近の大型ハイテク株の堅調が効いた結果といえます（注：バリュー株とは、利益や資産など本来の企業価値に比べ株価に割安感がある株。一般に、市場が飽和し利益拡大期待が低いため、金融株など。グロース株とは、本来の企業価値に比べて割高感のある株。将来の利益拡大期待が大きい）。

インフレと米国株の業種別指数の関係

インフレと業種別株価の関係はどうでしょうか。図表3にはインフレ率とS&P500セクター（業種）指数の相関を示しています。セクター指数についてはS&P500で割って相対化しています。2000年以降の長期（図表3上段）で見ると、不動産、素材、金融などがインフレと正の相関を示す一方、情報技術（テクノロジー）、生活必需品（食品・飲料など）、ヘルスケアなどが負の相関です。

一方で、2020年3月以降のコロナ禍からのインフレ上昇局面に限ってみると（図表3下段）、金融、情報技術、素材などが正の相関を示す一方、ヘルスケア、公益（電力など）、生活必需品が負の相関となっており、2000年以降の場合と様相がやや異なっています。情報技術については前述したように、大型ハイテク株の堅調が背景とみられます。2000年以降、経済・市場においてこのセクターに分類される企業群の市場での位置づけが変化してきたことが相関の変化に影響したと思われます。生活必需品は、いずれの期間でも負の相関が大きく、インフレの悪影響を特に受けやすいセクターと推察されます。ヘルスケアについては一般に原材料高の影響を受けにくいと考えられ、やや直観と異なる結果です。過去の推移から判断すると、景気減速によりインフレが鈍化した局面でディフェンシブ性から買われやすかったことをより強く反映しているようです。

インフレの株式市場全体への影響は景気や政策次第だが、業種ごとに大きな差が生じる可能性

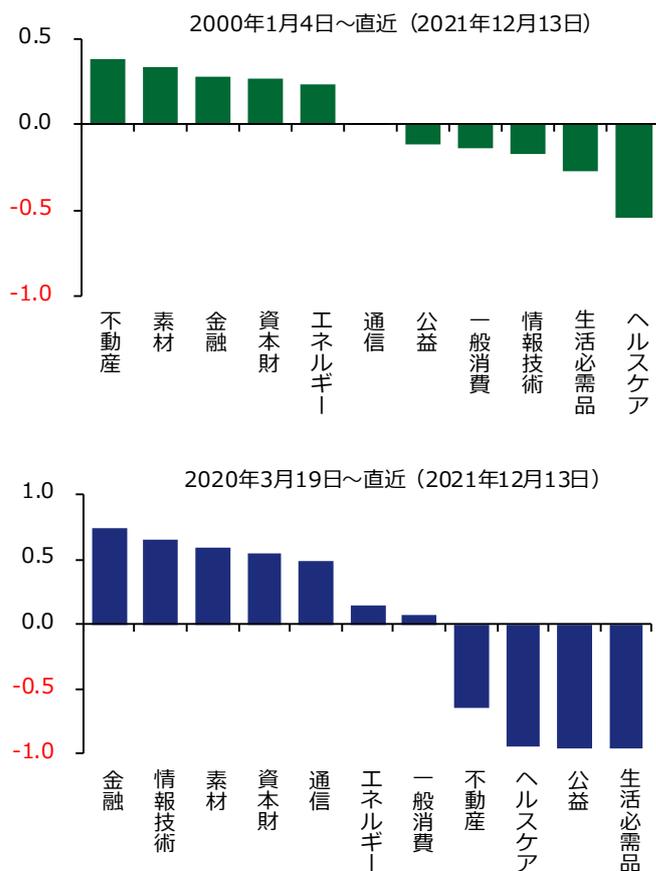
こうしてみると、インフレは株式市場全体への影響はその時の景気や財政・金融政策次第でまちまちな一方、業種ごとの動きは大きく差が生じる可能性があることがうかがえ、銘柄の選別が特に重要である局面だといえます。

米国では当面、インフレのマクロ消費への影響、FRBの金融政策引き締め転換による景気への影響が注視されています。2022年は特にFRBの引き締めが景気のオーバーキル（冷やしすぎ）につながるかが注目されます。さらに、当初パウエルFRB議長が主張していたようにインフレ

※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3 米期待インフレ率とS&P500セクター別指数との関係



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
 (注) S&P500の各セクター指数のS&P500に対する相対株価について、米期待インフレ率（10年）との相関係数を算出
 上段のグラフで、不動産については2001年10月9日～

・S&P500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・ホールディングズ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。

・東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）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、(株)東京証券取引所が有しています。

・ストックス・ヨーロッパ600指数及びユーロ・ストックス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。

・MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCIワールド・バリュー・インデックス、MSCIワールド・グロース・インデックスに関する著作権、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。

が一時的だったと判明し、沈静化する可能性も依然あります。その場合は中銀のタカ派化が大幅に後退するなど市場で様々な変動が起こる可能性もあり、留意が必要です。

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。