

インフレとウクライナ情勢 & 投資スタンス

横山 泰史

業種:日本株ストラテジー

不透明感の高まりがマイナス材料

足元で世界の株価が不透明感を増している。今回の調整相場のそもそものスタートは、米国における金融政策の正常化への道筋がインフレの高まりによってスピードアップしたことからもたらされた。先週末までの株価の調整によって、ある程度の不透明要因は織り込まれてきたと思われる場面もあったが、ウクライナ情勢の緊迫が伝わると、株式市場の更なる不透明感が高まった。ウクライナ情勢によってもたらされた原油高もインフレ期待の高まりとコスト増による企業業績の悪化を連想させる。一方で、第3四半期(21年10-12月)の企業業績はデジタル関連を中心に好調な決算内容が目立った。主要指数をみると、年初からの騰落率は、NYダウが▼4.9%、ナスダックが▼11.9%、日経平均が▼6.3%である。株式市場が調整局面入りしているなか、好調な企業業績を株式市場が十分に評価しきれていないように映る。これが現在の相場環境といえよう。

インフレ進行による景気の腰折れは不安材料

金融政策の変化と地政学リスクの高まりといった不透明要因によって、優良株でも株価は調整局面を迎えており、タイミング的には優良株の仕込みどころであろう。現状は株価の長期の上昇トレンドを短期での不透明要因が足を引っ張っている印象である。もっとも長期では株価の上昇トレンドを描いているものの、怖いのは予想以上に強いインフレだ。インフレの進行は個人消費の腰折れや金利上昇によって経済成長に影を落とす。現時点では株式市場が米国の利上げ、地政学リスクをそれ相応に織り込めば、次に企業の成長期待を織り込み始めるとみているが、予想以上のインフレ進行と不適切な金融政策によって経済成長が停滞するようならば、株価調整が長引くといったところだろう。

2022年は上値3万3000円を想定

とはいえ、現状の日経平均については仕込みどころの見方に変化はない。来期の企業業績について、①円安、②夏場以降の半導体不足の解消による生産回復、などを考慮すれば増益期待は膨らむ。株式市場は米国の金融正常化を織り込んだ後には企業業績の方に目が向く。その時に景気が減速していないようならば日経平均はバリュエーションの見直しとともに上値をとりに行くといえ、その可能性が高いと判断しているからである。2022年の日経平均の上値目途としては3万3000円を想定している。

東京市場マーケットデータ

2022/2/14 現在

日経平均	2万7079円
東証1部売買代金	3兆1992億円
時価総額	703兆6245億円
日経平均予想PER	13.4倍
日経平均PBR	1.2倍
日経平均配当利回り	2.3%

出所: Quick

日経平均パフォーマンス

昨年来高値	3万795円	2021年9月14日
昨年来安値	2万6044円	2022年1月27日

出所: Quick

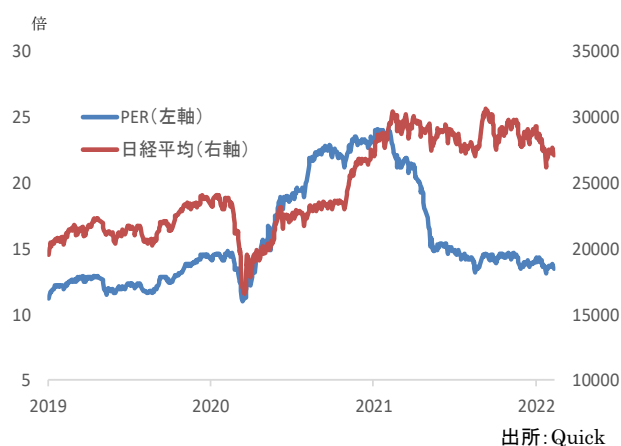
国内株式売買代金ランキング

2022/2/14 現在

	株価前日比
1 レーザーテック	▼3.5%
2 東京エレクトロン	▼0.9%
3 トヨタ	▼3.1%
4 日本郵船	0.0%
5 ソフトバンクグループ	▼3.9%
6 ソニーグループ	▼2.8%
7 三菱UFJFG	1.0%
8 キーエンス	▼5.8%
9 村田製作所	▼4.8%
10 商船三井	▼0.3%

出所: Quick、アイザワ証券作成

日経平均と予想PERの推移



経済指標と NY ダウ

超金融緩和の終焉と地政学リスクが織り込まれる

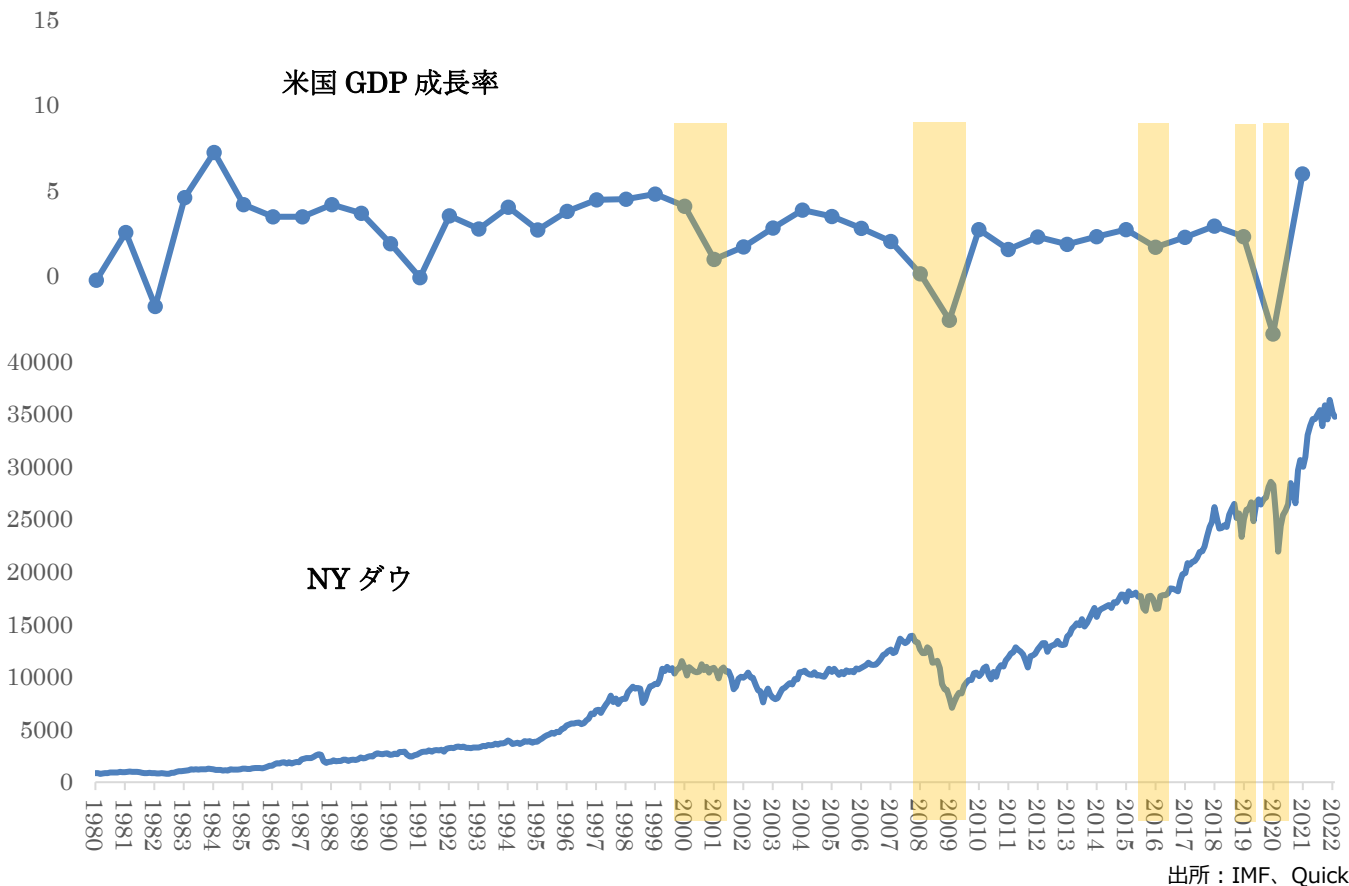
コロナ危機を乗り越え

足元で世界の株価が不透明感を増している。これは、コロナ禍において主要国による超金融緩和が終わりに近づいていることと、ウクライナ危機によって投資家がリスクオフの動きを強めたことが要因である。ただし、足元のような株価の調整は通常でも年に2~3回、5~10年間ではかなりの数で見られる。現在の調整相場はこれら相場の数多くの出来事に過ぎず、日米市場ともに調整をこなしながら上昇相場は継続するだろう。1980年から現在まで、NYダウは約44倍となった。この過程で、大きく調整した時期は何回もあった。ただし、今回のレポートのポイントはそこではない。投資行動として、その調整局面の前に売却したことが正解だったのだろうか？調整局面で買ったことが正解だったのだろうか？NYダウは今年1月に史上最高値を更新した。つまり、過去を振り返ると持ち続けたことが正解で、調整局面は買い場であったといえる。

歴史は繰り返す

歴史は常に繰り返す。足元の調整局面も買い場提供として挑みたい。問題は、今回の調整局面が終了して底打ちするタイミングと下値の目途であろう。米国市場はコロナ禍において、パフォーマンスが相対的に高かったことから世界中から資金が集まる状況となり、短期的には株価は割高な状態となったともいえ、その分の調整が入ることが健全な姿であろう。当面の不安材料は今年1月に約40年ぶりの水準にまで上昇したインフレが進行することによる景気の減速である。今のところ、景気が大きく減速する懸念は小さいといえようが、米FRBが対応を誤れば景気減速に結び付く懸念は拭えない。金融政策の失敗によってバブル崩壊以降の日本経済は停滞を余儀なくされたといえようが、米FRBの金融政策の舵取りの難易度はかつてない水準まで高まっているといえよう。

米国 GDP 成長率 (%) と NY ダウ (ドル) の推移



コロナ危機のおさらい

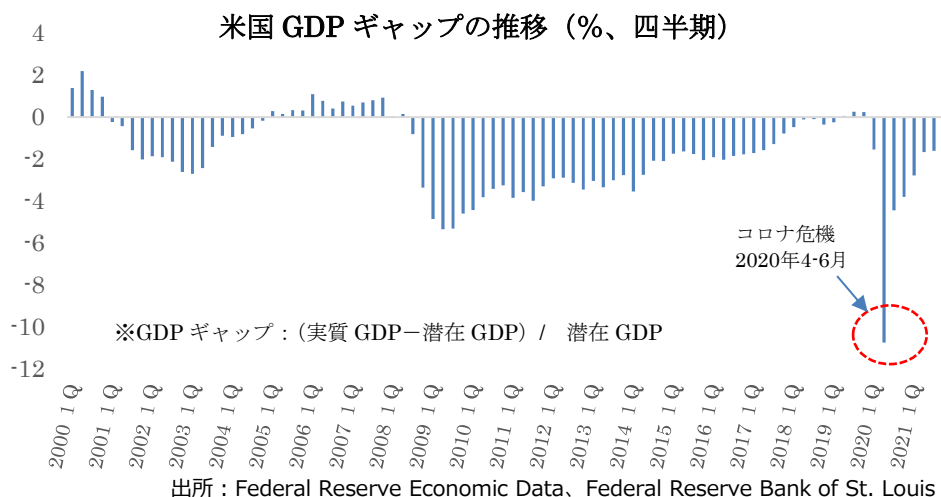
経済指標をチェック

コロナ危機を乗り越え

今回のレポートでは過去を振り返りながら日経平均の見通しについて触れたい。そもそもなぜ足元で歴史的な金融緩和が行われてきたのか。まずは米国の GDP ギャップをみてみたい。GDP ギャップとは実質 GDP と潜在 GDP の差で、潜在能力に対して実際の GDP がどのようなパフォーマンスなのか知ることができる。実質 GDP が潜在成長率を上回る(下回る)場合、GDP ギャップが生じる。GDP ギャップがマイナスとなった場合、経済は実力以下のパフォーマンスしか出していないとみられて何かしらの対策が行われる可能性が高い。

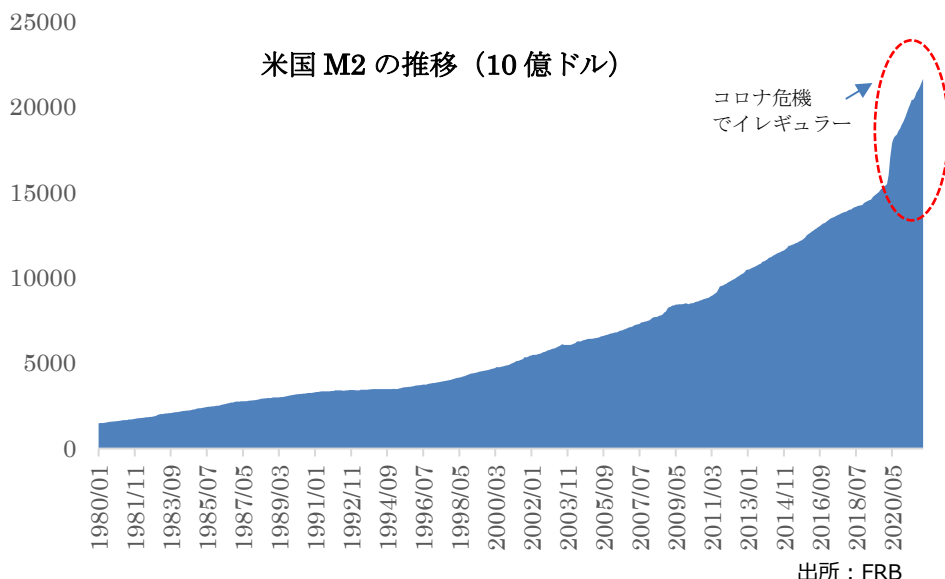
GDP ギャップは回復

米国の GDP ギャップの推移をみると、2020 年 4-6 月は新型コロナの影響によって、経済活動が大きく停滞したことから GDP ギャップは大きく拡大した。落ち込んだ実質 GDP を潜在レベルにまで引き上げるために、金融緩和や様々な経済対策が打たれた。そして、2021 年 10-12 月には GDP ギャップはほとんどない状態にまで回復している。金融緩和と経済対策が未曾有の経済危機となることを未然に防いだことが見てわかる。



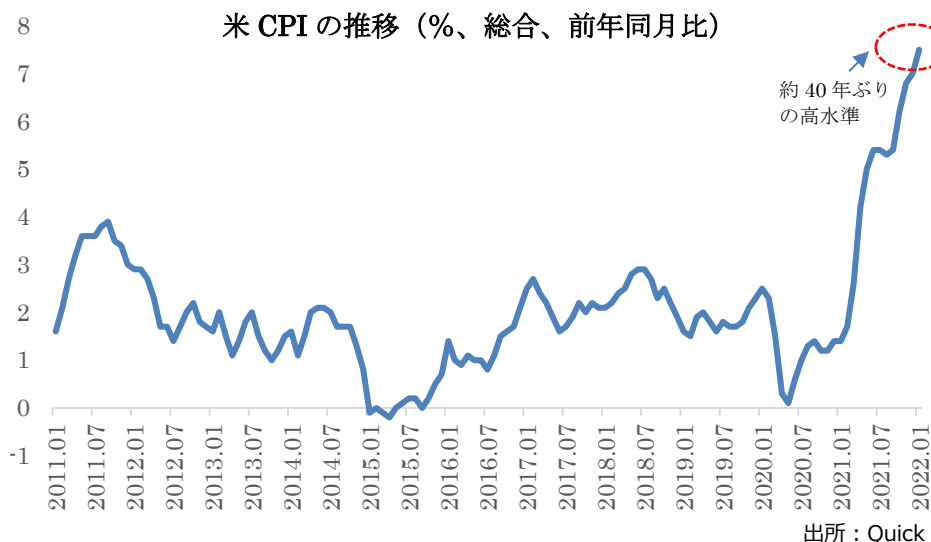
マネー供給量の拡大

では、金融緩和によって米国内に流通するマネーの量はどうなったのか？米国内を流通するマネーの量を図る代表的な指標である M2 は、昨年 12 月には 21 兆ドル(1ドル 115 円換算で 2415 兆円)を超えるレベルにまで拡大した。コロナという特殊要因による景気の落ち込みをマネー供給量の増加で防いだため、M2 がイレギュラーに増加したことがみてとれる。



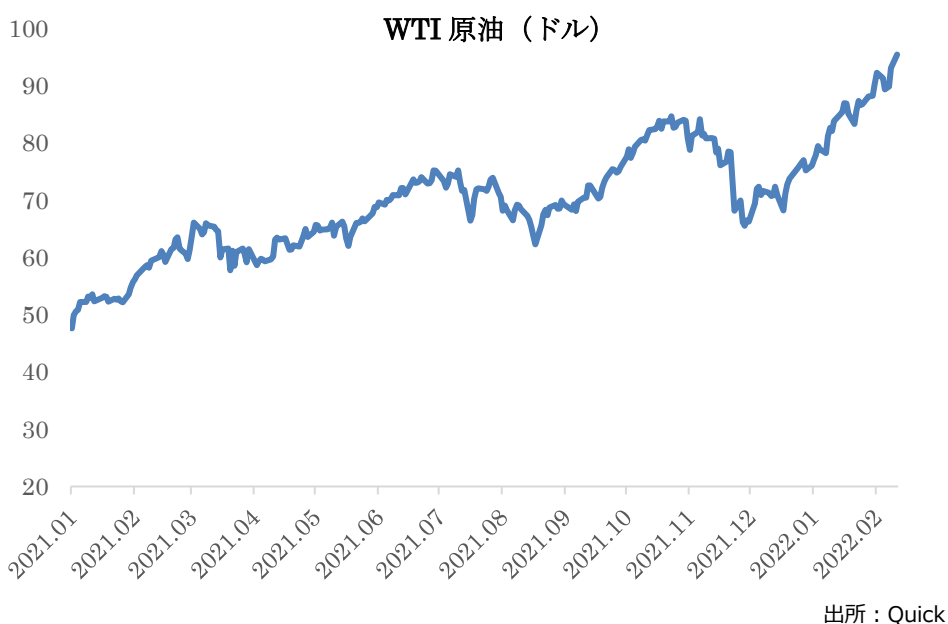
経済は正常化、次は金融の正常化へ

溢れるマネーは株、不動産、ビットコインなどに向かい、これらの価格を押し上げた。同時に副作用として物価上昇をもたらしている。米国の総合CPIの推移をみると昨年12月は前年同月比で+7.0%、今年1月は7.5%と実に約40年ぶりの高さである。物価の上昇は米国国民の生活に影響を与え、米国GDPの約7割は個人消費である。物価高を放置することは経済成長に悪影響を与え、景気を落ち込ませる可能性がある。米FRBの対応としては、インフレ率上昇の芽を摘むことによって景気の落ち込みを防ぐことが期待される。



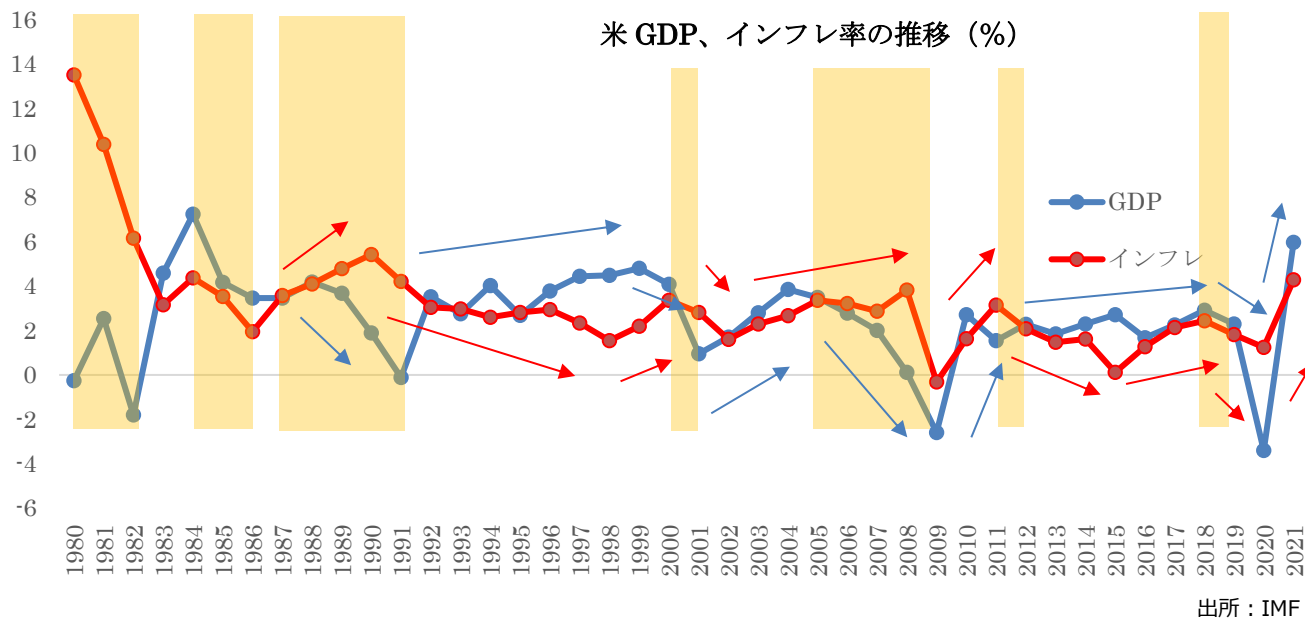
ウクライナ情勢の緊迫で原油高

上昇するインフレに拍車をかけているのが原油価格の上昇である。原油価格の上昇は様々な分野のコストを押し上げる。WTIの原油価格は1年前と比較すると約2倍に上昇している。足元の原油価格の上昇はウクライナ情勢の緊迫化が背景にあるともいえ、地政学リスクの高まりを反映している。ウクライナ情勢の緊迫が緩和されることに期待したい。



インフレと経済成長率の関係

米国ではCPIの伸び率は2%程度が金融政策の目標とされている。1980年からのインフレ率とGDPの推移をみると、景気が過熱するとインフレ率は4%程度にまで上昇する。そのレベルでは、物価高による個人消費の落ち込みや、金融政策によって、翌年の実質GDPの伸び率は落ち込む傾向にあるといえる。足元のインフレ率や経済政策が経済成長に与える影響が今後の株価に重要となるといえよう。



過去から学ぶ

BCO(米国議会予算局)によると、1990年から2019年の間、米国の実質GDP成長率の平均は2.5%、インフレ率(CPI)が2.4%で米10年債利回りは4.5%であった。資料が発表された時点では現在のようなインフレが起こることは予想されていなかったことから2020年-2030年の米10年債利回りは2.0%となっていた。足元の米10年債利回りは2.0%程度で推移しており、今後、金融正常化が進めば3-4%程度が視野に入るといえよう。

米国の過去の経済指標と今後の見通し (%)

	1990-2019	2020-2030	2031-2040	2041-2050	2020-2050
実質GDP成長率	2.5	1.6	1.6	1.5	1.6
実質潜在GDP成長率	2.4	1.8	1.6	1.5	1.6
失業率	5.8	6.1	4.2	4.0	4.8
完全雇用状態の失業率	5.0	4.3	4.0	3.8	4.0
インフレ率 (CPI)	2.4	2.0	2.2	2.2	2.1
10年債利回り	4.5	2.0	3.6	4.4	3.3

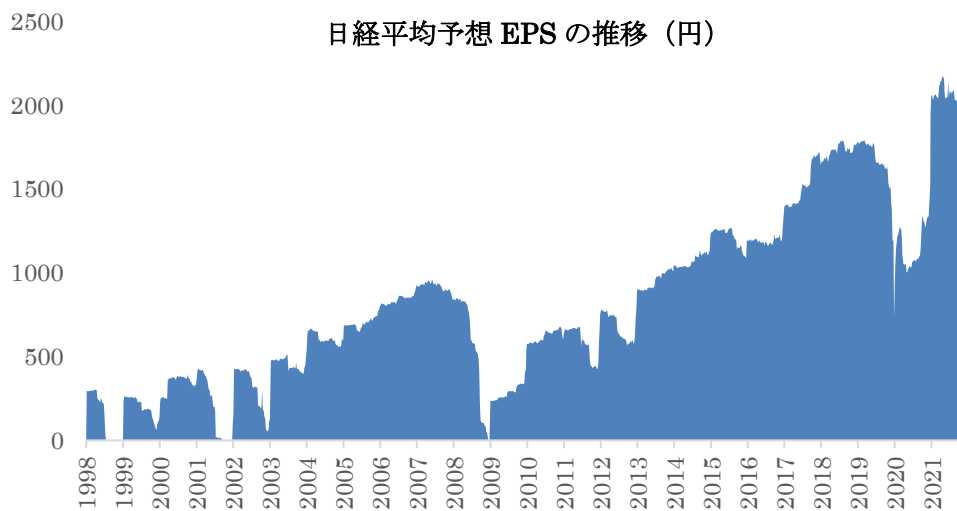
出所：Congressional Budget Office, The 2020 Long-Term Budget Outlook
2020-2030、2031-2040、2041-2050、2020-2050 は予想

日本株ストラテジー

3万3000円を上値目途

見直しに期待したい日本株

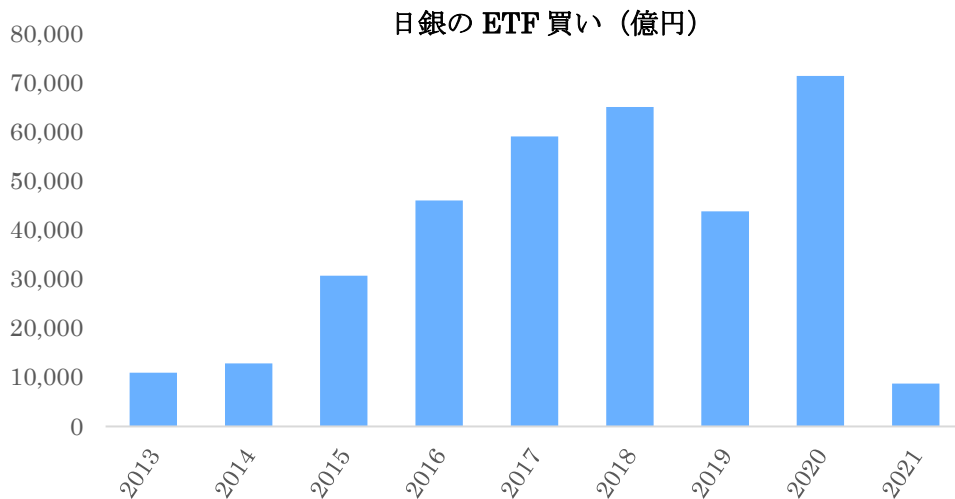
2020年の日本株相場をどのように読むのか？2022年の日経平均の上値目途は3万3000円を想定している。株式市場は相場であり、景気も変動があることから調整は免れないものの、日本株は2012年からスタートした長期の上昇トレンドは継続するものとみている。その根拠としては、企業業績の成長ポテンシャルである。1998年から日経平均の予想EPSの推移をみると、景気後退局面では落ち込みが見られるものの、基本的には拡大トレンドが続いていることがわかる。足元では若干ながら減少しているが、予想数字には、①企業の保守的な業績予想、②足元の半導体不足による生産調整、などを織り込んでいることが要因であろうとみており、実績は予想を上回るだろう。来期については、円安ドル高期待、半導体不足の解消による生産の回復、が期待され、業績の拡大トレンドは続くものとみている。



調整しながら上昇トレンドは続く

日経平均は2012年の後半を節目に上昇トレンドにある。ざっくりと2012年の日経平均を1万円、昨年高値を3万円で上昇率を計算すると3倍となる。そして、昨年4月以降は日銀によるETF買いが鳴りを潜めたことにより、買いの主体が消えてパフォーマンスは低調となった。そのため、日本人を含めた投資家は日本株離れとなり、グローバルな上昇トレンドから出遅れた。ここが、グローバルで投資家の資金を集めて上昇した米国市場と日本市場の違いであり、日本株にはバリュエーション面から見直し余地が残されているとみる。





出所：Quick、アイザワ証券作成、2021年は12月20日まで累計

円安メリットを享受

今後の日本株にとって追い風と期待されるはドル円である。かつての企業業績は円高によって苦しめられる時期もあったが、ドル円は2012年を境に円安トレンドとなっていることがわかる。今後、米国で金融正常化が進捗するようならば、米国の10年債利回りの更なる上昇が予想され、ドル円も円安ドル高が期待される。

グローバル化が進んだ現在、製造業では海外生産、海外販売が進んでおり、海外売上高が8割以上の企業もみられる。グローバルな製造業を中心に円安の進行はドルを円換算した際に増益要因として織り込めるといえるだろう。



金融商品取引法に基づく表示事項

■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

株式の主なリスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。お取引の際は、契約締結前交付書面をよくお読み下さい。

お客様にご負担いただく手数料等について

国内株式は、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます。

対面口座：約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

インターネット口座「ブルートレード」：インターネット発注 最大 1,650 円

コールセンター発注 約定代金が 55 万円以下の場合は 1,650 円、

約定代金が 55 万円超 3,000 万円以下の場合は 3,300 円

コンサルネット発注 約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

アイザワ証券 免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者または弊社と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

