

インフレ環境下の企業業績と企業行動

目次

- I. はじめに
- II. インフレ時代の歴史
- III. インフレ局面の企業業績と行動様式(マクロデータをベースにした分析)
- IV. 個別の企業データを基にした分析(個別企業データをベースにした分析)
- V. 新型コロナウイルス感染拡大以降のインフレ局面の今後
- VI. 総括

年金運用部 市場分析戦略 G 上級調査役 宮本 憲一

I. はじめに

新型コロナウイルス感染拡大によるサプライチェーンの断絶に加え、ウクライナ紛争による原材料価格高騰の影響から、世界各地でここ数十年にない急激なインフレが起こっている。企業への影響を確認すると、米国では原材料高に応じて価格転嫁を進めることで業績への大幅な悪影響は一部の業種に留まっており、全体としての悪化はかろうじて回避されている。国内企業については、原材料高に加え、インフレを遠因とした為替市場の円安進行が輸入価格の上昇を招き、内需系企業の業績を圧迫しているが、輸出関連企業には業績の追い風となり、上場企業に限れば全体では業績は踏みとどまっている。

ただし、仮にインフレ局面が長引く場合、企業活動や業績面での変化が市場の動揺を誘う可能性は否定できない。そこで本稿では、今後の投資環境予測の一助とすることを目的に、過去のインフレ局面における日米の企業活動の変化を精査し、予想される業績や企業行動を展望した。

II. インフレ時代の歴史

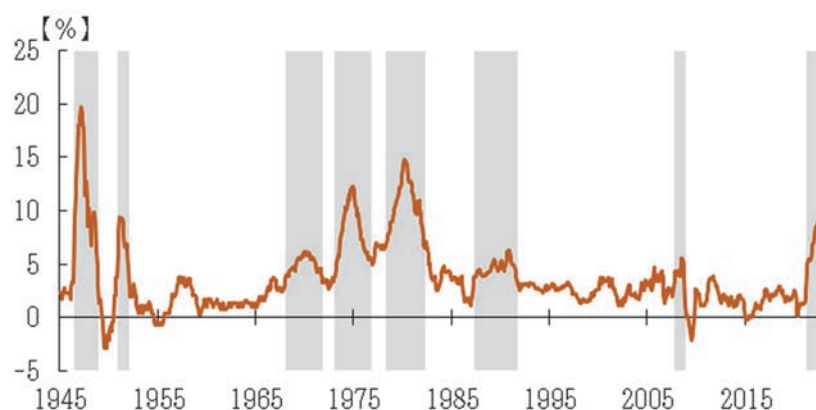
企業業績への影響を確認するうえで、過去のインフレ局面における特徴を振り返ることは重要である。本稿の分析対象はデータが入手可能な第二次世界大戦以降であるが、当時は第一次グローバル化が世界大戦という極端な形で終焉し、脱グローバル化局面に移行し始めた局面であった¹。特徴としては、戦争による特需が発生しやすいほか、東西冷戦にみられるようなグローバルの分断による貿易面の不安定さが供給ショックをもたらしやすい局面でも

¹ 経済産業省 通商白書 2020 第II部 第2章

あった。その間、ブレトンウッズ体制にみられるように、資本移動も規制されるなど、構造的にインフレ圧力が高まりやすかった²。その後、オイルショックを象徴として脱グローバル化の弊害が目立ってきたことから再びグローバル化へと局面が転換した。特徴としては、中国に代表される生産工場のアウトソーシング化が進んだことで、グローバルにディスインフレ圧力が働いたことが挙げられる³。ただし、資本移動の自由化、規制緩和を進めたことが、結果的にリーマンショックといった世界恐慌の一因となった⁴。現在は米中対立やウクライナ紛争にみられるように、再び脱グローバル化の局面に移行している可能性が否定できない状況となってきている。

こうした環境下で、米国の消費者物価をもとに第二次世界大戦後から直近までのインフレ局面において、過去の出来事を振り返りつつ局面を整理していきたい。

図表 1：米国消費者物価(対前年比)



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

【以降のグラフで、網掛けは高インフレ局面(米国のインフレが前年比で+4%程度以上)を示す】

1. 1940年代半ば～1960年代(戦争に関連したインフレ局面)

第二次世界大戦後(1940年代半ば)から1960年代までの間、米国のインフレが大きく加速した時期は大きく3つに分類できる。1つは第二次世界大戦からの転換期、次に1951年の朝鮮戦争によるインフレ、3つめは1960年代後半のインフレである。

第二次世界大戦直後のインフレでは、戦争という異常事態から通常の生活に戻る過程にあるなか、戦争のための武器や部品の生産から日用品の生産へ設備の切り替えに時間を要したことで、供給力不足に陥っていた。その状況下、拡張的な財政政策運営が需要を高水準に引

² 内閣府 世界経済の潮流 2012年II 第2章 第1節 ユーロ参加国における経験：ユーロ導入の評価

³ 内閣府 平成11年度年次経済報告 第3章 第3節 世界的なディスインフレの要因

⁴ 内閣府 平成21年度年次経済財政報告 第2章 第2節 金融危機の国際的波及：歴史的経験とメカニズム

き上げていたことから、一層の供給不足となり、結果的にインフレ圧力が非常に高まった。

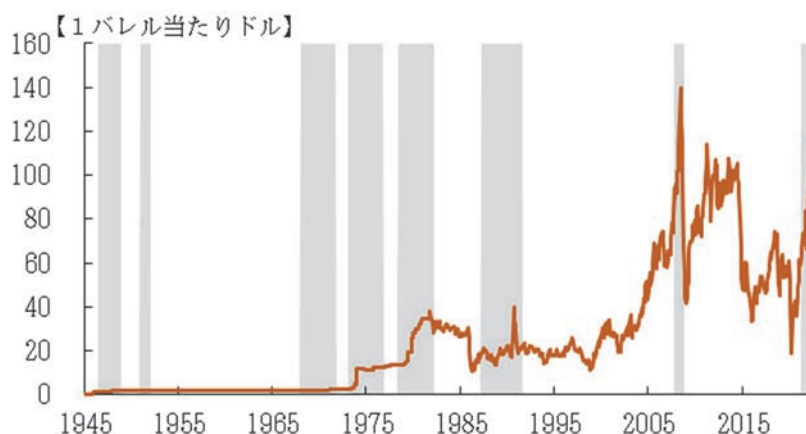
次のインフレ局面は1950年代の前半である。1950年には朝鮮戦争が勃発しているが、その際に武器輸出のための特需が発生し、景気を活性化させた一方で、生産設備の一部が武器生産に振り向けられたことで、第二次世界大戦直後と同様に供給力不足による超過需要が発生する構図に陥りインフレとなった⁵。また、1960年代後半のインフレについても、ベトナム戦争に伴う軍事支出の高まりがあるなかで、1963年に就任したジョンソン大統領による社会保障関連支出の増加⁶があり、供給を超えて国内需要が高まったことが背景にある。

この戦後の3つのインフレ局面では若干異なる点はあるものの、戦争に起因して需要が強いなか、供給が不足していたというのが基本的な構造であった。

2. 1970年代～1990年代(原油価格に起因するインフレ局面)

1970年代に入るとインフレ発生の背景が少し変わってくる。1974年に第一次オイルショックが発生したが、そのきっかけは中東情勢の変化にある。1973年10月に中東諸国とイスラエルとの間で第四次中東戦争が勃発し、アラブ産油国がイスラエル寄りの国々に対して石油の輸出を禁止したことに端を発する⁷。その後、さらに1974年1月にはアラブ産油国が原油価格を2倍あまり引き上げ、インフレが発生した。米国では1974年末には対前年比で+12.4%の物価上昇を記録、このオイルショックは日本にも波及し、日本のインフレ率は1970年代前半では最大の25%を記録した(図表3)。

図表2：原油価格



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

【データ補足説明】

1945年から1950年までの価格は、BP統計レビューより
 1951年から1983年4月までは Bloomberg Arabian Gulf Arab Light Crude Spot
 1983年5月から現在までは Bloomberg West Texas Intermediate Cushing Crude Spot

⁵ 稲田義久 甲南大学 HP (<http://kccn.konan-u.ac.jp/keizai/america/02/04.html>)

⁶ 中島精也「米インフレの変遷と今後の展望」国際金融 1348号(2021. 9. 1)

⁷ ENEOS 石油便覧 資料編 第1章 第5節 石油危機と石油需要の停滞

図表3：日本消費者物価(対前年比)



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

1980年代前半には第二次オイルショックが発生した。世界有数の産油国であるイランで1978年10月に石油労働者のストライキが発生して一時的に原油の輸出が停止したことや、1979年のイラン革命をきっかけにイランでの原油生産が中断、産油量が減少したことから供給不足となり原油価格が大きく上昇したことが原因となった⁸。

1990年前後の物価上昇局面についても、イラクによるクウェート侵攻をきっかけに湾岸戦争が勃発し、世界的な油田地帯であるペルシャ湾の一部が戦場となったことが背景である⁹。つまり湾岸戦争によるインフレも、第一次、第二次のオイルショックと同様に、産油国で紛争・戦争が起こったことにより石油の産出が減少し、原油価格が高騰したことを背景としたインフレであった。

3. 2000年代(過剰流動性・資産効果に起因するインフレ局面)

1990年代終盤から2000年にかけては、過剰流動性を一因にITバブルが発生した¹⁰。インフレ率は小幅に留まったものの、設備投資ブームとともに極めて需要の強い時期となった(図表4)。ただし、ITバブル崩壊と共に需要が消滅し、インフレ圧力は抑制された。その後、2007年～2008年には原油高を理由にインフレ局面となったが、その原油価格上昇の背景は過剰流動性であり1970年代から1990年代の背景とは異なっていた。具体的には図表5にあるように、連邦準備制度理事会(FRB)が政策金利を引き下げるなど金融緩和政策を

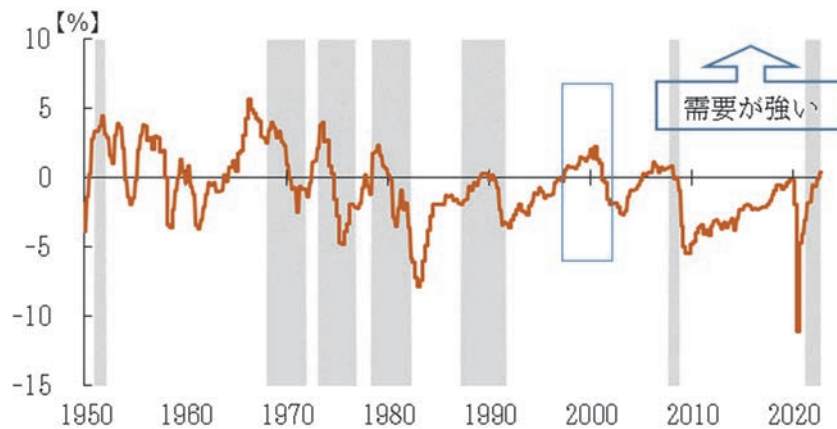
⁸ ENEOS 石油便覧 資料編 第1章 第5節 石油危機と石油需要の停滞

⁹ ENEOS 石油便覧 資料編 第1章 第6節 国際石油産業の構造変化

¹⁰ 内閣府 バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 11. ITバブル崩壊後の米国金融政策 - 2000年から2005年

とっていたことで株価や住宅価格が上昇し、資産効果が需要を後押しした。さらにこの局面の後期には、米国のサブプライム住宅ローン関連市場に流入していた資金が国際商品市況に流入し、エネルギー価格や食品価格が上昇したこともインフレの一因となった¹¹。これらの背景から、この局面では原油の供給面では大きな問題が生じていないにもかかわらず、原油価格は一時1バレル当たり140ドル台まで上昇した。

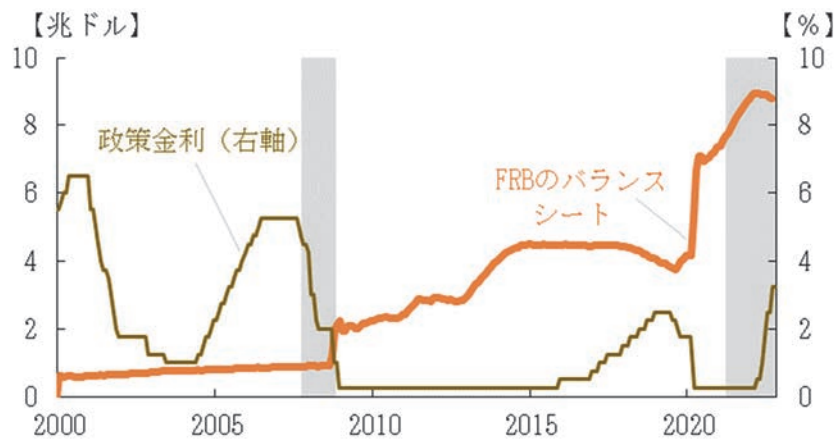
図表4：米国需給ギャップ※



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

※ 需給ギャップとは経済全体の総需要と供給力の差を示す指標。供給力より需要のほうが多いとプラスになり、物価が上がる原因となる。

図表5：FRBのバランスシートと政策金利



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

¹¹ 内閣府 世界経済の潮流 2008年I 第1章 変化するグローバルな資金の流れ

4. 2020年代(新型コロナに起因するインフレ局面)

最後に、ここもと発生しているインフレの現状整理を行いたい。2020年初から世界で猛威を奮っている新型コロナウイルスの拡大により、グローバルで工場停止や人員不足等を背景にサプライチェーンが断絶され供給が大きく減少した。そのなかで、各国政府が経済活動を維持するために拡張的な政策を行い需要が早急な回復を見せたことで、需要と供給のバランスが大きく崩れた。金融政策についても、FRBはゼロ金利まで利下げしたのち、無制限の国債買い入れや社債の買い入れも決定するなど、過去にない規模での金融緩和を実行したことで(図表5)、国際商品市場に資金が流れる結果になった¹²。2022年2月に勃発したロシアのウクライナ侵攻への制裁措置として、欧米の多くの国がエネルギー大国であるロシアからの原油や天然ガス等の取引を制限し、エネルギー価格が大幅に上昇したことも物価上昇を加速させる要因となった。すなわち、これまでの物価上昇要因の複合的なインフレであるといえる。

ここまで簡単ではあるが、過去のインフレとその要因に関して整理してきた。まとめると、4つのインフレ局面に分類できると考えられる。1940年～1960年代は戦争等が関係した需要と供給のギャップによるインフレ、1970年～1990年代は産油国が関連した原油価格上昇によるインフレ、3つめは緩和的な金融政策を背景とした過剰流動性によるインフレ、そして4つめは感染症に端を発した供給制約の影響等が重複した複合型のインフレである。次章では、インフレ局面における企業業績や企業の投資行動及び金融市場動向について、マクロデータをもとに整理を行う。

Ⅲ. インフレ局面の企業業績と行動様式(マクロデータをベースにした分析)

1. インフレ局面での企業業績(売上高と利益)

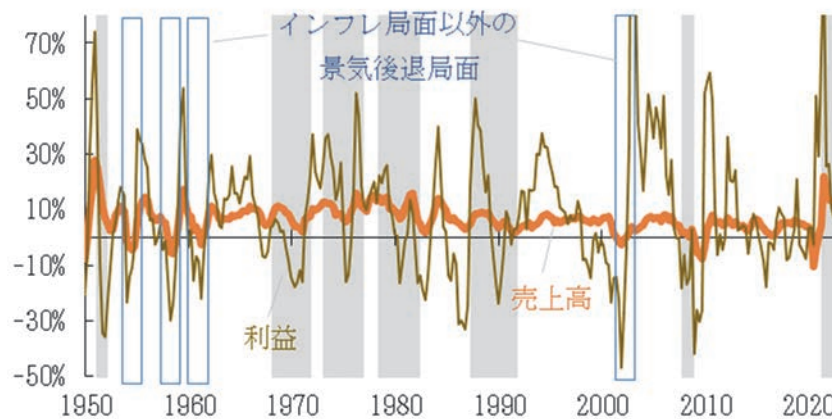
まずインフレ局面での企業業績の特徴について米国のマクロデータを用いて確認していきたい。データは、米国経済分析局(BEA)が四半期に一度公表している非金融企業の粗付加価値(gross value added)を売上高、利益としては税引き後利益(nonfinancial corporate business profits after tax)を用いる。

過去のインフレ局面(図表6、網掛け部分)での売上高及び利益を見てみると、売上高はインフレ局面全般を通して落ち込みは小さく安定的である。一方で、利益については、インフレ局面が始まった序盤では上昇から少なくとも横ばい圏で推移しているものの、インフレ後期には悪化していることが読み取れる。このため、図表7に示す企業の稼ぐ力を表す利益率(利益を売上高で割ったもの。以下、利益率と表記)を見てみると、インフレ局面では利益率が悪化している。ここで図表6に図示してある低インフレ時における景気後退局面の売上、

¹² 日本経済新聞 2020年6月20日「国際商品に緩和マネー 原油や非鉄、3カ月ぶり高値5年」

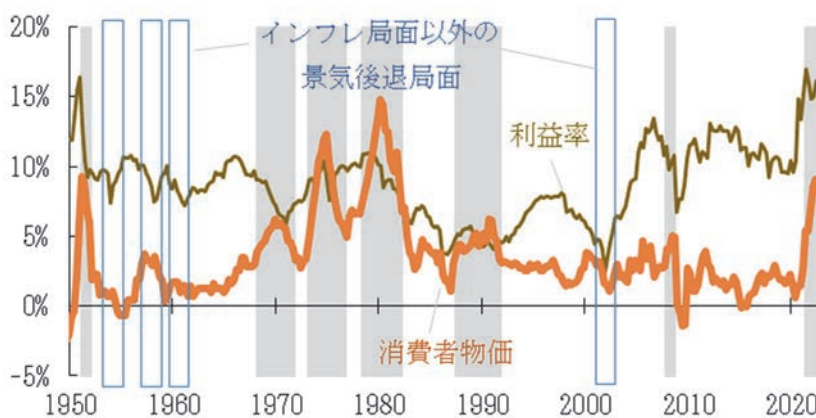
利益を確認すると、売上が多く落ち込むとともに利益水準も悪化しており、結果、利益率はインフレ局面ほどの落ち込みには至っていないことが多い。つまり、インフレ局面後期でみられる景気減速においては販売数量減少分を価格転嫁で補うことで売上高はさほど落ち込まないものの、原材料費や人件費等のコストがかさみ、利益が圧迫される構造が推測される。これはⅡ章で分類した戦争が関係しての需要と供給のギャップによるインフレや、原油価格上昇によるインフレ、過剰流動性を背景としたインフレの何れのタイプのインフレでも同様の傾向が見て取れる。

図表 6 : 米国企業の売上高・利益(対前年比)



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 7 : 米国消費者物価(対前年比)と米国企業の利益率



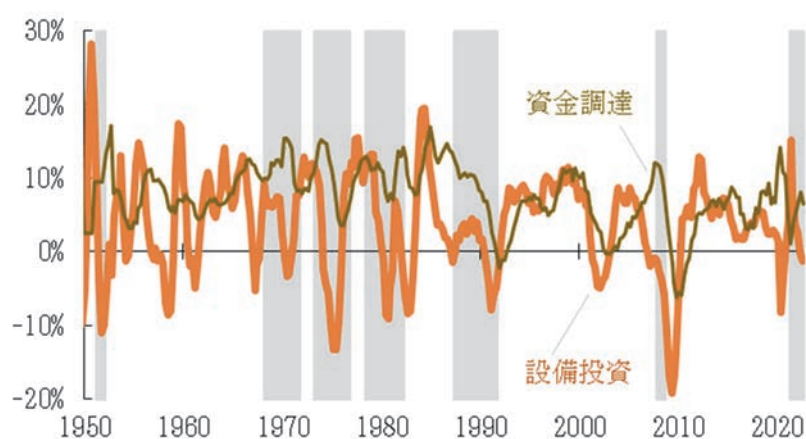
(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. インフレ局面での設備投資と資金調達

次にインフレ局面での企業行動の一端として設備投資と資金調達を見ていく。インフレ局面においては、将来よりも現在の投資にかかる買入費用や資金調達コスト(=金利)が低いとの思惑から設備投資を前倒して実行している可能性が考えられる。一方、前述のとおり、売上高は維持できるものの利益が獲得しにくい状況となり、加えて原材料費や資金調達コストも上昇しているという状況であれば企業の設備投資意欲が下がる可能性もあり得る。つまり、インフレは設備投資への意欲の減少を通じた景気抑制要因となりうるということである。その検証のために、インフレ局面における設備投資動向を観察していきたい。なお、ここでの設備投資は BEA が算出している総固定資本形成を、資金調達の指標は FRB が作成している資金循環統計の非金融法人についての債務残高を用いて前年同期比での増減を見ていく。

図表 8 をみると、設備投資はインフレ局面の前半では前年比一定水準を維持できるものの、その後は前年比で大きく落ち込むことが多い。前述のとおり、利益率の悪化にあわせ設備投資にも慎重な姿勢が出てきていた可能性が高い。その傾向は、高インフレの全ての局面に該当している。資金調達についてもインフレ初期では金融機関の貸出態度が軟化しているためか、資金調達額は増えているものの、先ほど設備投資の増減と比較すると設備投資には回されていないことが推測される。原材料価格や人件費などインフレ局面で単価が上昇しているものに回されている可能性が考えられる。

図表 8 : 資金調達と設備投資(前年比)



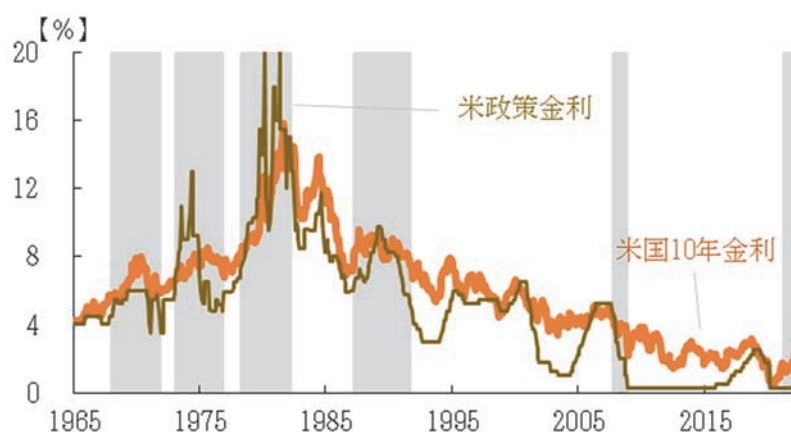
(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. インフレ局面での金融市場、企業のデフォルト状況

次にインフレ局面における金利、株価などの金融市場の動きと会社のデフォルト率を確認していく。

まず金利に関しては、過剰流動性がインフレの原因となった2007年を除き、足もとの中央銀行(FRB)が行っているのと同様にインフレ抑制のために政策金利の引き上げを行っている。これにより米国10年金利も上昇しており、インフレ局面の金利はインフレ局面に入る前と比較して金利水準が高くなっていることが確認できる(図表9)。

図表9：米国10年金利と政策金利

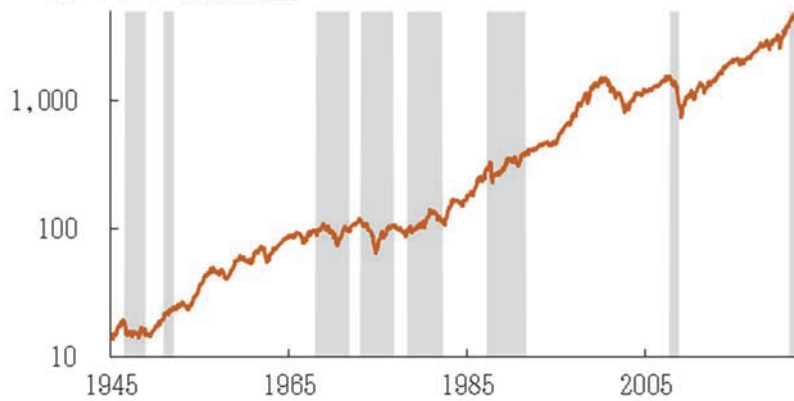


(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

次にインフレ局面下の株式市場の動向を見ていくと、上昇や下落、インフレ期中に下落したのちに上昇するケースもあるなど、規則性は感じられない(図表10)。ここで、株価は一株当たり利益(EPS)×株価収益率(PER)であるが、PERはリスクフリーレートや株式リスクプレミアム、長期の企業成長率見通しで構成される。リスクフリーレートは政策金利と考えられるが、株価は将来の動向も反映して価格付けされることを考慮すると、政策金利の先行き見通しも重要になると考えられる。

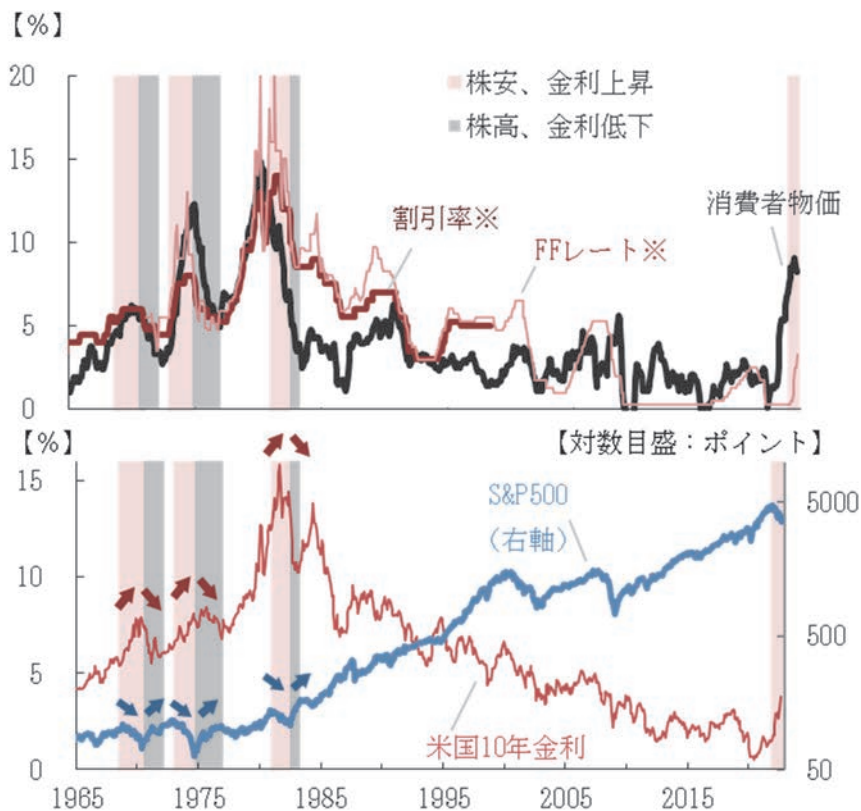
図表 10：インフレ局面での S&P500 の推移

【ポイント：対数目盛】



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 11：高インフレ局面の資産動向



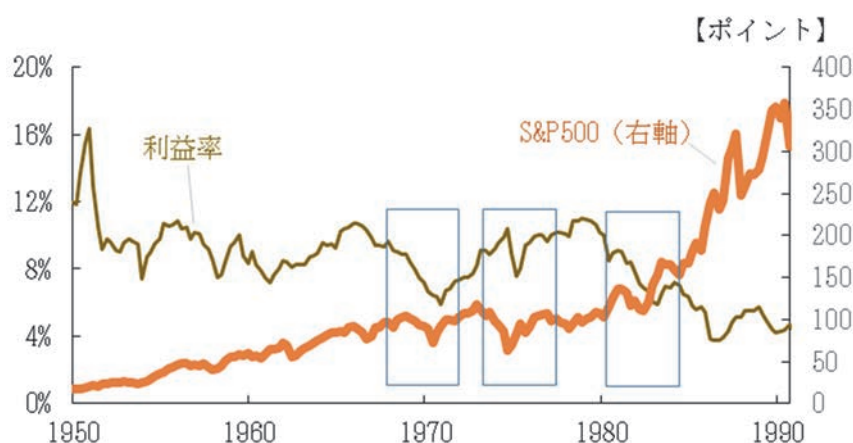
(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

※ FF レートとは FRB の政策運営のために用いられる短期金利。
1971 年以前のデータは取得できなかったため、FRB から主要金融機関が調達可能な金利である割引率を表示。

ここで、図表 11 が米国政策金利やインフレ率と株価及び米国 10 年金利を並べたものだが、インフレ期の中でもインフレが長期化していた 1960 年代後半から 1980 年代にかけては、物価もしくは政策金利のピークアウトまでは、金利上昇と株安がともに進んでいた一方、ピークアウト後は金利低下、株高となっていた。図表 12 はその間の利益率と株価を並べているが、EPS 鈍化を背景に利益率が低下も株価は利益率に先行して持ち直している。景気動向に連動する EPS の動向以上に、金利が構成要素として組み込まれている PER の上下動が高インフレ局面では株価に大きな影響を与えたものとみられる。一方、高インフレ以外のインフレ局面では、インフレ及び金利よりも景気後退による EPS 鈍化への警戒が高かったとみられ、景気動向に応じた動きとなっていた。

Ⅱ章までインフレ局面という言葉で一括りにしてきたが、金融市場の観点から見ると、インフレ水準が大きく変化し金融政策で抑制(政策金利の引き上げ)が試みられる局面と、そうでない局面で金融市場の動きが大きく異なっている点に留意したい。

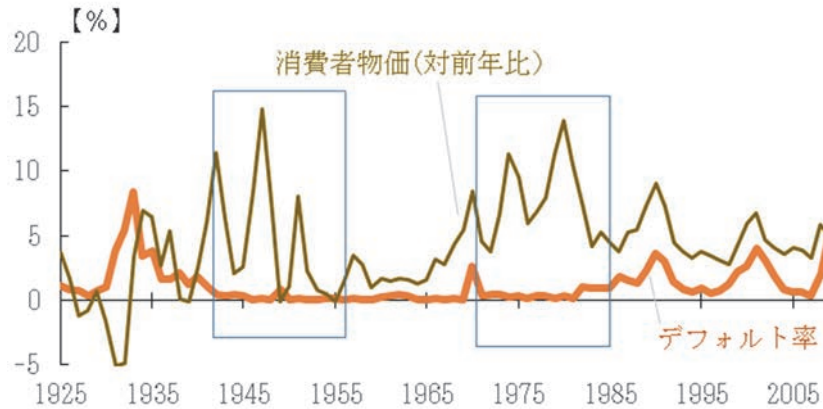
図表 12 : 利益率と S&P500



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

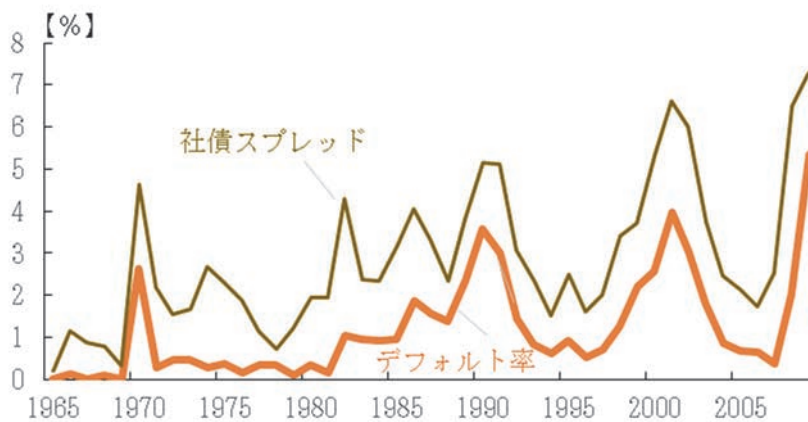
企業のデフォルト率については、先行研究の Figlewski, Frydman and Liang (2006) などで示されているように、インフレ局面においても必ずしも高まらないとみられる。図表 13 でその関係を確認すると、第二次世界大戦後や 1970 年代の石油危機時点のインフレとの関連性はみられず、むしろ IT バブル崩壊やリーマンショックといった、危機的状況の下で高まる傾向がみられる。当然ながら、デフォルト率が高まると社債スプレッドは拡大する傾向にあるため、IT バブル崩壊やリーマンショックなどの経済危機につながらないインフレであれば、過去のケースと同様にデフォルト率の低位安定、すなわち社債スプレッドが安定的に推移する可能性がある。

図表 13：デフォルト率と消費者物価



(出所)Moody's レポート、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 14：デフォルト率と社債スプレッド



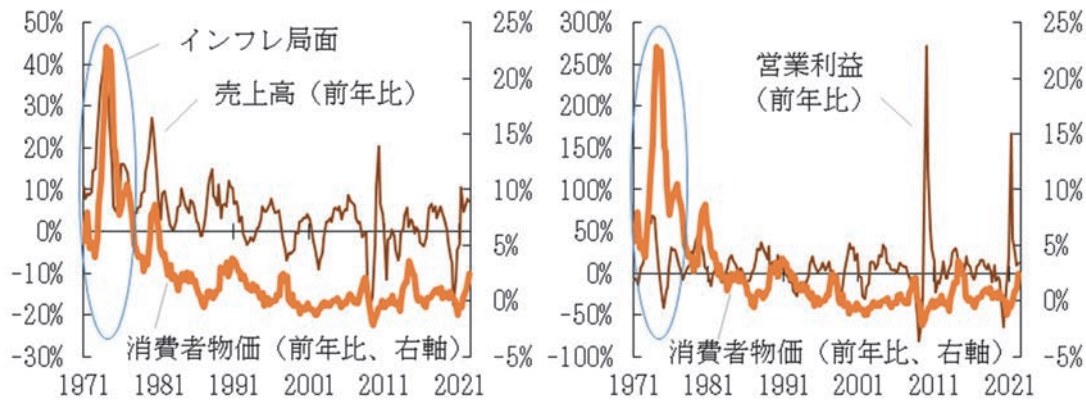
(出所)Moody's レポート、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

4. インフレ局面での日本企業

次に日本におけるインフレ局面の動向についてみていきたい。日本のインフレ局面は米国と比較すると少なく、1970年代前半と1980年近辺が挙げられる。この2局面でみると米国と同様に売上はインフレ局面でも悪化していないが、利益は最初、持ちこたえるものの、後に悪化する傾向が見て取れる(図表15)。設備投資の面でも1980年前後の方はインフレ局面での落ち込みが少ないが、高いインフレ率となった1970年代前半では設備投資が大きく落

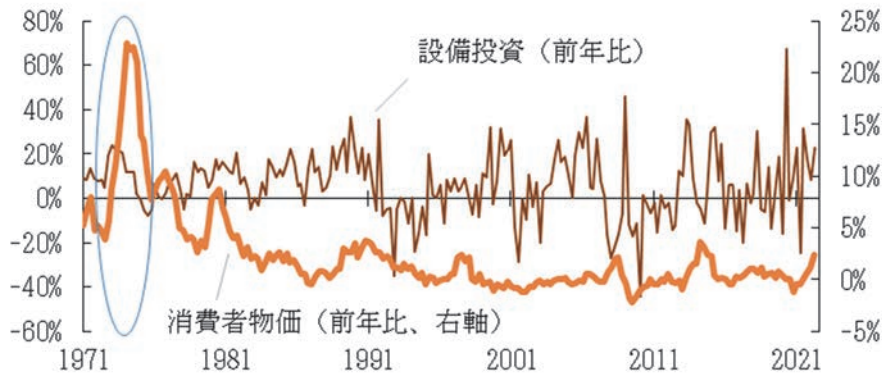
ち込んでいる(図表 16)。これらのことから前述のインフレ局面の企業業績や行動の特徴は米国特有のものではなく、インフレ局面が少ない日本でも確認できる。

図表 15 : インフレ局面での日本企業の業績



(出所) 法人企業統計より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 16 : インフレ局面での日本企業の設備投資



(出所) 法人企業統計より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅲ章ではマクロデータをベースに、インフレ局面における企業業績と企業行動を観察してきた。インフレ局面では売上の落ち込みは少ないが、利益についてはインフレ初期こそ落ち込みが少ないものの後期に関しては落ち込み、その結果として利益率が悪化する傾向が確認された。設備投資に関しても業績の悪化を背景に落ち込むことが確認された。一方、企業のデフォルト率は必ずしも高くないということがマクロデータから見た企業の全体像であった。これらの全体像をふまえたうえで、次章では個別企業の財務データを用いて、インフレ局面における企業の業種ごとの特徴や企業規模別の状況を確認していきたい。

IV. 個別の企業データを基にした分析(個別企業データをベースにした分析)

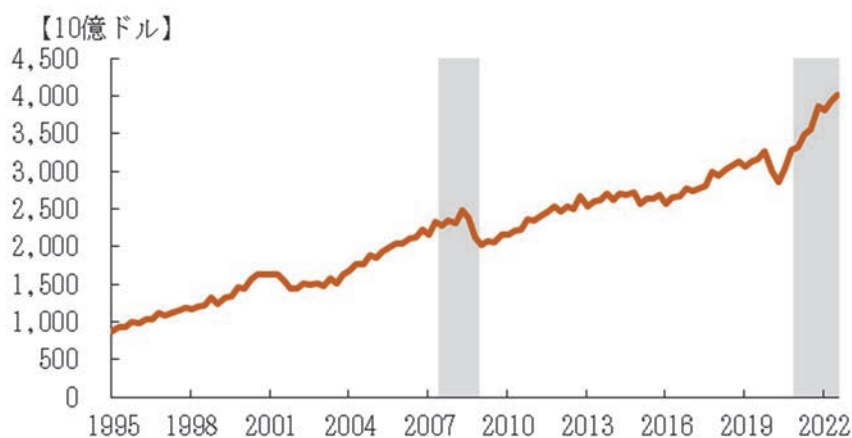
IV章では、S&P500 対象企業の個別企業のデータを用いて分析を進める。最初に、1990年代後半から直近の2022年までの期間の企業業績の特徴を把握するためS&P500社のデータをベースに企業業績(売上高と営業利益)の推移を確認する。

その後、仮説を整理し2007年と2011年の比較を行い、インフレ下での企業業績の特徴について検証する。また、2007年のインフレ局面はその後にリーマンショックがあり、金融を中心に影響が出ている可能性があることと、分析対象の期間が1つと少なくなってしまう。そのため、インフレ局面には至らないものの前述のとおり需要が強くインフレがそれなりに上昇していた局面であった1998年も分析対象期間とする。検証方法については、企業規模等の数値を用いてS&P500の構成500社を3つのグループに分割して各グループの増益率、利益率の変化幅を観察していく。業種についても、同様にグルーピングしインフレ下の特徴を観察していく。それ以前の局面については、日米で代表的な個別企業のケーススタディで分析を行う。

1. 1995年～2022年のS&P500社の企業業績推移(S&P500ベース)

1990年代後半以降のS&P500対象企業の企業業績について、2007年及びあしもとの2つの期間のインフレ局面を確認すると、売上高は2007年については小幅に下落、足もとは大きく上昇している(図表17)。利益は2007年のケースでは大きく下落するものの直近のインフレ局面ではまだインフレが開始する前と比較して利益水準が高い(図表18)。

図表 17 : S&P500 売上高



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 18 : S&P500 営業利益



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

これら全体の企業業績の流れをふまえたうえで、Ⅲ章から得られた考察をさらに細かく観察するべく仮説を置いて1998年と2007年、2011年の比較を行うほか、個別でデータが入手可能な企業については可能な限り過去のインフレ局面にさかのぼって同様の傾向がみられるか確認したい。

2. 業種と規模の観点からのインフレ局面での企業業績に関する仮説と検証

インフレ局面では、売上が堅調に推移する一方、利益率が悪化することをその特徴として述べた。ここで、業種や企業の規模別に考えてみると、インフレ局面における個人の動向としては、嗜好品よりも生活必需品を優先するであろうことから、業種別にはそのような特色が出るとみられる。また、大企業のほうがコスト削減は容易であると考えられることから、利益率の悪化幅は小さいと考えられる。すなわち、以下の仮説が考えられる。

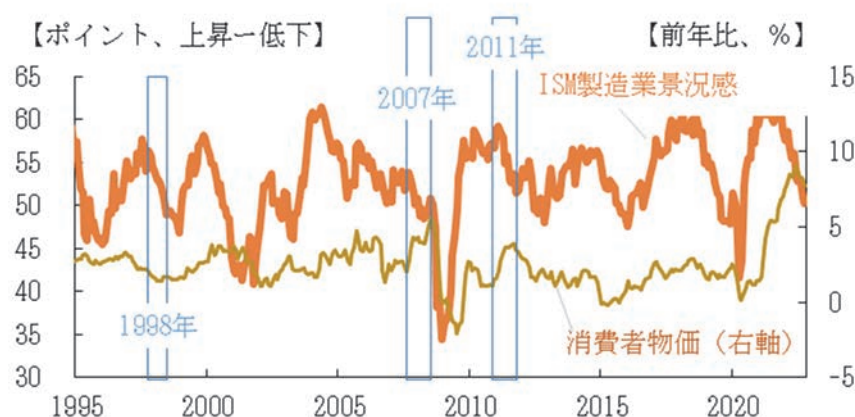
【仮説】市場全体では売上堅調、利益率悪化となる局面での業種別の業績の特色として、

- ・生活必需品等は底堅い需要に支えられ利益率の悪化が限定的
- ・一般消費財などは相対的に利益率の悪化が大きい
- ・コストが上昇するなか、コスト削減余地のある大企業の利益率の悪化幅は小さい

この仮説に関してデータの制約から1995年以降しか検証できないため、インフレ局面である2007年に加え、インフレ局面とまではいかないが、需要の強さが物価上昇圧力として働いていた1998年の企業業績の変化を確認したい。ここで、2007年は、2007年第2四半期と2008年第2四半期の比較、1998年は1998年第2四半期と1999年第2四半期の比較を対象とする。確認方法としては、2007年であればその前年2006年度末の財務データをベース

に、時価総額、売上、営業利益、利益率、総資産、自己資本の各6項目でS&P500対象企業を3つのグループに分類して、各グループの増益率(=2008年第2四半期の営業利益/2007年の第2四半期営業利益-1)と利益率変化幅(=2008年第2四半期の利益率-2007年第2四半期の利益率)の2つの数値を見てインフレ局面の企業の特徴をつかんでいく。1998年度については、1998年度の第2四半期と1999年度の第2四半期の比較を行う。ここで、売上高を例とすると売上高の大きい上位33%をグループ1、下位33%をグループ3、その間の企業群をグループ2とする。仮説が正しいのであれば、グループ1の増益率が高く(または減益率が小さい)、グループ3は反対の結果ということになる。この比較対象として、景況感指数の水準と方向性が2007年度と類似しており、かつ消費者物価が2%~3%と平時の水準であった2011年度(2011年度の第2四半期と2012年度の第2四半期)を選択する。

図表 19 : ISM 製造業景況指数と消費者物価



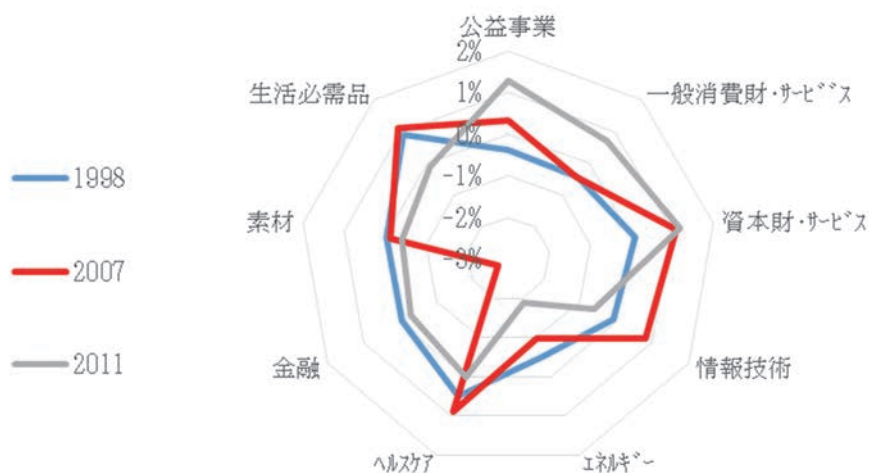
(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

検証結果を、まず業種別に見ると、インフレ局面である2007年度の生活必需品、ヘルスケアの利益率変化幅(全体平均との乖離幅)が他の年度、他の業種と比べて大きくなっており、仮説のとおり結果となった(図表20)。その他ではエネルギーの利益率の変化幅が小さいが、増益率が高くなっていることから売上高も大きくなっており、2007年は原油価格上昇の恩恵を受けた可能性が高い。反対に、嗜好品が含まれる一般消費財はインフレ局面では価格転嫁が相対的には難しいと考えられ、利益率を悪化させている。需要が強かった1998年でも、2007年同様にヘルスケア、生活必需品が優位、一般消費財が劣後している特徴が観察される。なお、2007年の金融についてはリーマンショック前の金融不安の時期であり特殊要素がはいっているため、一般的なインフレ環境下の動きとなっていない点に注意が必要である。

興味深い点として、景気敏感業種とされる情報技術の利益率変化幅がインフレ下でも悪化していない。これは図表21にあるように、同じ情報技術の業種で、年代は異なるものの1970年代~1980年代のインテルも黎明期の1970年を除いてインフレ局面でも高い利益率を維持することができていた。1970年代はこれまで企業が保有していた大型コンピューター

から個人向けのパソコンへの転換期であり、パソコン市場は大きく成長していた¹³(実際、インテルのこの期間の売上成長率は平均 80%程度)。また、2007 年の情報技術に関しても同年に初代 iPhone が発表されていることなどから、個人へのモバイル端末普及をきっかけに情報関連市場の多様化・グローバル化が本格的に進展した¹⁴。このように特定の大きく成長している業種の企業に関してはインフレ下においても利益率を悪化させない可能性がある。日本企業でも、1970 年代の財務データが取得可能かつ 1970 年～1990 年の売上成長率の平均が 20%程度であった松下通信工業のデータでみても第一次石油危機(1973 年)の際の利益率の下落は限定的であった。その他の業種で 1970 年代～1980 年代の財務データが取得できる企業をみると、生活必需品のウォルマートはインフレ局面にも利益率が悪化していないことが確認できる(図表 21)。

図表 20 : 仮説の検証結果(業種別の利益率変化幅 ; 全体平均からの乖離)



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

【凡例の補足】

1998 年=1999 年度第 2 四半期利益率-1998 年の第 2 四半期の利益率

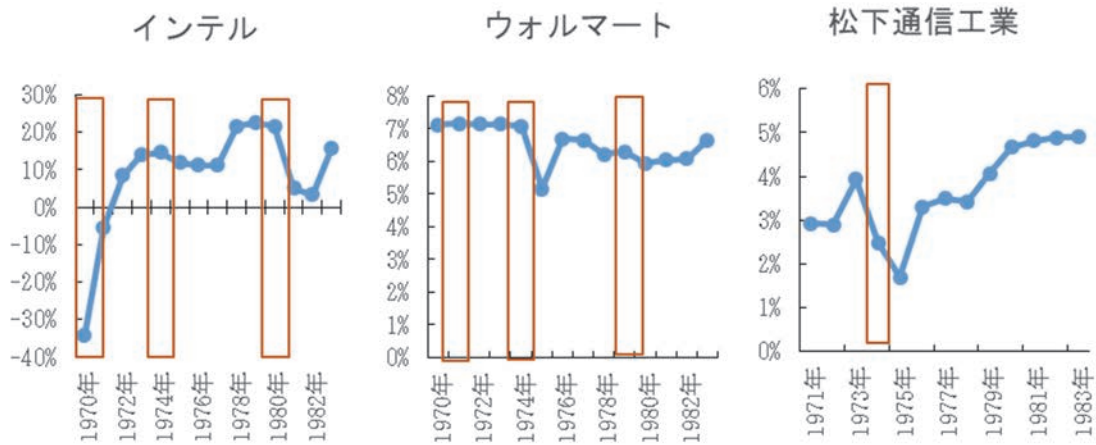
2007 年=2008 年度第 2 四半期利益率-2007 年の第 2 四半期の利益率

2011 年=2012 年度第 2 四半期利益率-2011 年の第 2 四半期の利益率

¹³ https://www.sanosemi.com/history_of_IBM-PC.htm#1970mid

¹⁴ <https://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/r01/html/nd111110.html>

図表 21 : 各社 1970 年代の利益率



(出所) 各社のアニュアルレポート、HP より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に企業規模による違いを検証するため、企業をグルーピングして検証する。結論としては、いくつかの業種で大企業が規模の小さい企業と比較し利益率の悪化幅が小幅に留まったという特徴はみられたものの、インフレ局面で大きく利益率を改善させるほどの効果はみられなかった(図表 22)。コスト削減余地があり、規模の経済が効く可能性が高いと考えられる大企業でも、インフレ局面で業績悪化を免れるのは難しいともいえる結果となった。

図表 22 : グループごとの利益率変化幅

全体：各指標によるグルーピング

	グループ1	グループ2	グループ3
時価総額	-6.4%	-3.5%	-1.7%
売上高	-6.2%	-2.7%	-3.0%
営業利益	-7.6%	-2.1%	-2.0%
設備投資	-4.3%	-2.8%	-7.7%
総資産	-8.4%	-2.3%	-1.0%
自己資本	-5.9%	-3.2%	-2.7%
利益率	-7.4%	-4.0%	-0.5%

業種別：売上高によるグルーピング

	グループ1	グループ2	グループ3
公益事業	-2.7%	-0.4%	0.9%
一般消費財・サービス	-0.7%	-2.3%	-3.0%
資本財・サービス	-0.6%	-0.1%	0.1%
情報技術	0.9%	-0.6%	-1.2%
エネルギー	-3.6%	0.4%	-3.4%
ヘルスケア	-0.3%	0.0%	-0.9%
金融	-6.0%	-3.0%	-3.5%
素材	-0.7%	-1.3%	-2.9%
生活必需品	-0.1%	-0.2%	-1.1%

業種別：営業利益によるグルーピング

	グループ1	グループ2	グループ3
公益事業	-3.7%	0.9%	1.7%
一般消費財・サービス	-0.8%	-2.0%	-2.5%
資本財・サービス	-0.6%	-0.2%	0.1%
情報技術	0.1%	-0.1%	-0.9%
エネルギー	-2.7%	-2.2%	-1.8%
ヘルスケア	-0.4%	-0.5%	-0.6%
金融	-6.0%	-2.7%	-2.2%
素材	-0.8%	-3.0%	-1.0%
生活必需品	-0.2%	-0.2%	-0.8%

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

IV章では、マクロデータでみられた傾向を個別企業のデータを用いてより詳細に特徴分析を行った。その結果、生活必需品やエネルギー、先行きへの成長期待の高い業種は、売上・利益率の悪化幅は限定的であり、インフレ耐性の比較的高い業種と言えそうである。一方、一般消費財などいわゆる嗜好品についてはインフレ下では優先順位が後回しとなっている可能性が確認された。高金利に伴うコスト負担も背景にはあるとみられる。

次章ではこれらの傾向を考慮しながら現在のインフレ局面の状況を整理し、そのうえで投資戦略について検討していきたい。

V. 新型コロナウイルス感染拡大以降のインフレ局面の今後

1. 過去の例と比較

現在の新型コロナウイルス感染症拡大とウクライナ紛争を背景としたインフレ局面に前章の分析を当てはめて考えてみたい。まず、マクロデータやS&P500の数値を集計した前述の図表6や図表18でみられるように、足もとの企業利益は大きくは悪化しておらず、業種別でも目立った業種はない(図表23)。これらのことから、まだ企業群全体として価格転嫁ができていない状況であり、インフレ局面が企業業績に影響を及ぼすステージとしては初期段階であると考えられる。

図表 23 : 2021 年第 2 四半期と 2022 年第 2 四半期の利益率変化幅

	2022
公益事業	-0.7%
一般消費財・サービス	-1.3%
資本財・サービス	0.2%
情報技術	-0.4%
エネルギー	-2.2%
ヘルスケア	-0.3%
金融	-1.9%
素材	1.6%
生活必需品	-1.6%
全体平均	-0.7%

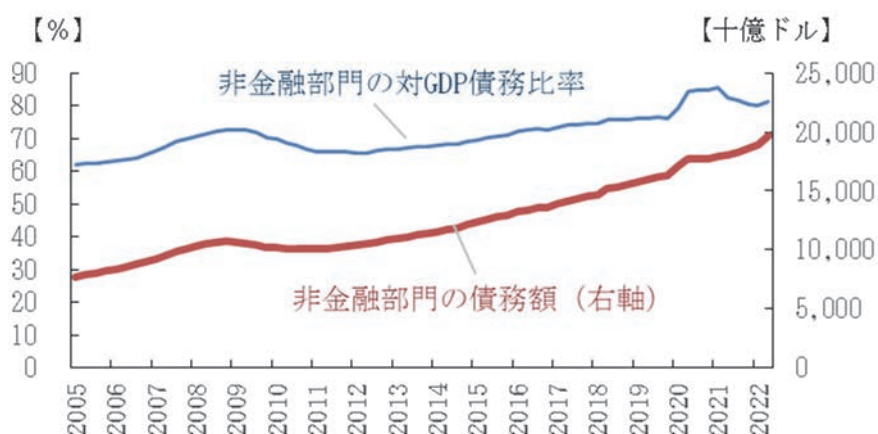
(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

2. 今後の見通しと有効な投資戦略

今後の見通しを過去のケースから推測すると、影響を受けやすい業種からインフレによる原材料や生産コストの価格転嫁が厳しくなり、企業業績の悪化が見込まれ、短期的には

EPSの悪化から株価が下落する局面が考えられる。しかし、EPSの悪化は続くものの、図表11で示したとおり過去の高インフレ局面で前半は株価下落と金利が上昇(債券価格が下落)する局面が来た後に、株価が反転上昇、金利が低下(債券価格は上昇)する傾向がみられる。つまり、EPSの悪化分よりも金利低下を主因としたPERの回復分が大きくなり、結果的に株価は上昇している。過去の局面では、株価反転の1つの参考シグナルとして、インフレのピークアウト後にこのような動きがみられる傾向があり、足元の局面でも同様の傾向が出た場合には株価が上昇する可能性がある。また、米国の債務が積み上がっている点(図表24)には注意が十分必要ではあるが、図表11で示したとおり、インフレ局面で必ずしも企業のデフォルト率が高まるわけでないためクレジットへの投資も有効な選択肢の一つであると考えられる。

図表24：米非金融部門の債務状況



(出所) The Institute of International Finance より三菱UFJ信託銀行作成

VI. 総括

ここまで過去のインフレ局面を振り返り、その時々での企業業績、行動をマクロデータ、ミクロデータの両面から確認してきた。過去の数値で確認すると、インフレ局面は企業業績と行動、さらには金融市場についても大きな影響を与えてきたということが確認できた。簡単に特徴を再確認すると、インフレ局面では売上高の悪化は限定的に留まるも、利益はインフレ局面では悪化傾向(利益率の低下)となる。さらに、1970年代のような高いインフレ率を金融政策で抑制していた局面の後半では、企業業績(EPS)は悪化したもののPERの上昇により株価が反発していたことが確認できた。また、債務が増加している点には注意が必要であるものの、インフレ局面ではクレジットへの投資も有効な選択肢の一つであることも確認できた。

足もとのインフレに関しては、米国の消費者物価などではピークアウトの兆しがみられるものの、FRBが目標とする水準やここ数年の水準と比較しても著しく高い状況であり、コロナショック前のインフレ水準に戻るにはまだ時間がかかる可能性が高い。このため、今後

は全体として企業業績が悪化する可能性もあり、警戒する必要がある。本稿では過去の例としてEPSの悪化時にもPERの回復により株価が上昇する局面も確認できたが、足もとのインフレ局面の要因は複合的である。有名な市場の格言である「歴史は同じようには繰り返さないが、韻を踏む」との言葉のとおり、過去の局面を分析・整理したうえで、先例の結論のみを安直に踏襲するのではなく、過去の局面と今回の局面の「韻」は何であるのかという問いを持ち続け、現在のインフレ局面の分析や、有効な経済・市場見通しの作成に取り組んでいきたい。

(2022年11月21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】

- ・ ENEOS 石油便覧
- ・ Figlewski, Frydman and Liang (2006) "Modeling the Effect of Macroeconomic Factors on Corporate Default and Credit Rating Transitions"
- ・ Intel 各年のアニュアルレポート
- ・ Walmart 各年のアニュアルレポート
- ・ 経済産業省 通商白書 2020
- ・ 内閣府 世界経済の潮流 2008年Ⅰ
- ・ 内閣府 世界経済の潮流 2012年Ⅱ
- ・ 内閣府 平成11年度 年次経済報告
- ・ 内閣府 平成16年度 年次経済財政報告
- ・ 内閣府 平成20年度 年次経済財政報告
- ・ 内閣府 平成21年度 年次経済財政報告
- ・ 中島精也「米インフレの変遷と今後の展望」国際金融 1348号
- ・ 松下通信物語「未来づくりの半世紀」<https://www.top5.co.jp/pana-mci/>

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のですが、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
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）