

インフレ経済と株式投資

目次

- I. インフレ加速局面では株式の投資リターンが低い
- II. 長期的にインフレを上回る株式の投資リターン
- III. 長期金利を上回る配当利回りと低い減配リスク
- IV. 分散投資の重要性

受託運用部 チーフストラテジスト 芳賀沼 千里

I. インフレ加速局面では株式の投資リターンが低い

株式はインフレヘッジになるといわれるが、昨年(2022年)は世界的にインフレ率が高まる中で株価が下落した。過去にも物価上昇率が加速する局面で株式投資のリターンが悪化している。日本では消費者物価上昇率が高まった1960年代中頃、1970年代前半にTOPIXの3年間リターンがマイナスに陥った。米国では1960年代末から1970年代中頃に、S&P500の3年間投資リターンがマイナスに陥った。インフレを考慮した実質リターンは更に低いことになる。

<1960年代日本：岩戸景気～証券不況>

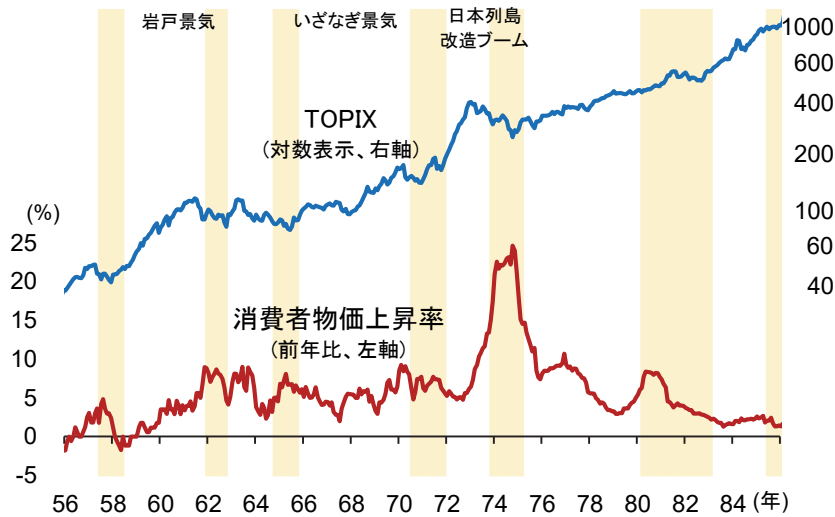
日本の1960年代を振り返ると、1959～61年度には経済成長率が年率15%以上となり(岩戸景気)、この間、TOPIXが年率35.3%上昇した。しかし、1961年に入ると、設備投資の拡大に伴って景気に過熱感が広がるなかで、需給関係が逼迫して卸売物価が上昇し、輸入が増加して経常収支が赤字に陥った。このため、日銀は5月に窓口規制を強化し、7月に公定歩合を引き上げて、日本株は調整局面に入った。1962年には景気調整が進み、国際収支が改善したことから、10月に利下げが行われたが、物価や雇用の調整が十分に進まないまま、経常収支の赤字拡大を受けて、1964年3月に再び利上げが決定された。その後、企業の倒産が増大して、株価低迷から個人投資家の株式離れが進んだ。TOPIXは高値から1965年7月の安値まで35.8%下落した。この時期は「証券不況」と称される。

<1970年代日本：列島改造ブーム～オイルショック>

1970年代前半をみると、物価や賃金の上昇率の高止まりにもかかわらず、1971年に景気後退と円切り上げを背景に、金融緩和策と公共投資などの財政拡大策が採られ、1972年の日本経済は年前半の緩やかな回復から後半には急速に拡大した(列島改造ブーム)。株式市場ではTOPIXが同年に101.4%上昇し、「金余り相場」と称された。雇用逼迫により賃金が大幅に上昇し、景気過熱的な様相が強まるなか、第4次中東戦争をきっかけに原油価格が急騰

して、日本の卸売物価と消費者物価は1973年度に各々前年比+22.6%、+16.1%上昇した。この状況下、日銀が1973年1月から預金準備率、4月から公定歩合を年末にかけて各々5回引き上げ、財政面からも需要抑制策が採られたため、日本経済は1974年度に戦後初のマイナス成長を経験した。TOPIXは1973年1月に高値をつけた後、1974年10月まで40.4%下落した。

図表1：日本株と消費者物価(1956-1985年)



(注) 消費者物価は1970年以前が持家の帰属家賃を除く総合。網掛け部分は景気後退期。

(出所) 東証、総務省の資料より三菱UFJ信託銀行作成

図表2：米国株と消費者物価(1956-1985年)



(注) 網掛け部分は景気後退期。

(出所) 米国労働省、S&P社の資料より三菱UFJ信託銀行作成

<1960-70年代米国：黄金の60年代～ベトナム戦争～証券不況>

米国でもインフレ率が高まった1960年代末から1970年代中頃に、S&P500の3年間投資リターンがマイナスに陥った。米国経済は循環的な景気後退があったものの、1950年代から高い成長と物価の安定が続き、1960年代は「黄金の60年代」といわれた。1960年代後半には福祉国家をめざす政策が取られるなかでベトナム戦争が拡大し、雇用情勢が逼迫して消費者物価上昇率が4%前後になった。S&P500は1968年11月の高値から1970年5月の安値まで36.1%下落した。

米国経済は1969年12月から景気後退に陥ったが、金融緩和に加え、自動車物品税の廃止や個人の所得減税を含む積極的な財政政策を受けて、個人消費と住宅投資が牽引して1970年11月から回復局面に入った。株価はニフティ・フィフティと称される優良大型株を中心に上昇した。その後、世界経済が1972年後半から急速かつ同時期に拡大して過熱感が出るなかで、異常気象による食糧不足や原油などの資源制約を受けて、物価上昇が顕著になった。米国では政策金利が1973年2月から引き上げられ、S&P500は1973年1月の高値から1974年10月の安値まで48.2%下落した。

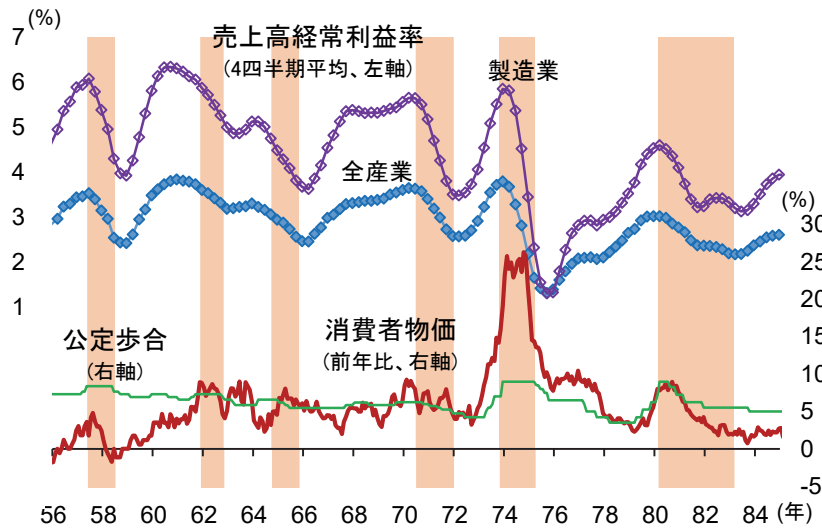
力強い景気拡大を背景に株価が大きく上昇した後、インフレ率が高まると、日米とも株価は大きく下落する傾向がある。

株価下落の要因として、まず、インフレが高まれば、金利が上昇し、バリュエーションが切り下がることがある。配当割引モデルなどのバリュエーションモデルでは、リスクフリー金利が実質金利とインフレ率の合計値である。インフレ率が高まる場合、金利上昇に伴って割引率が上昇するので、将来の利益の現在価値が低下する。需給関係で考えると、投資家は金利が上昇した債券を選好し、株式には積極的に資金を振り向けないだろう。利益見通しなどが同じであれば、インフレによって株式の魅力は相対的に低下することになる。

その他の要因として、景気・業績の悪化が挙げられる。インフレ率が加速すると、金融引締めなど需要抑制策が採られる。日本では1960～70年代に消費者物価上昇率が上昇すると、公定歩合や預金準備率が引き上げられて、景気後退に陥った。製品・サービス価格が上昇しても、需要が減少して売上数量が伸び悩めば、業績は悪化することになる。

インフレ経済下、企業はコストの上昇を製品・サービス価格に転嫁するが、これは段階的にしか進まない。原材料価格や人件費が上昇すると、短期的に利益率が悪化することになる。法人企業統計をみると、全産業の売上高経常利益率は1960年度の3.81%から1965年度の2.46%、1973年度の3.68%から1975年度の1.60%に低下した。需要が弱いならば、価格転嫁は更に難しい。景気悪化による売上高の減少の影響も大きいですが、インフレ率の加速局面では日米とも売上高経常利益率が低下している。

図表3：日本企業の売上高経常利益率とインフレ・政策金利(1956-1985年)



(注)売上高経常利益率は全規模ベース、4四半期平均。網掛け部分は景気後退期。

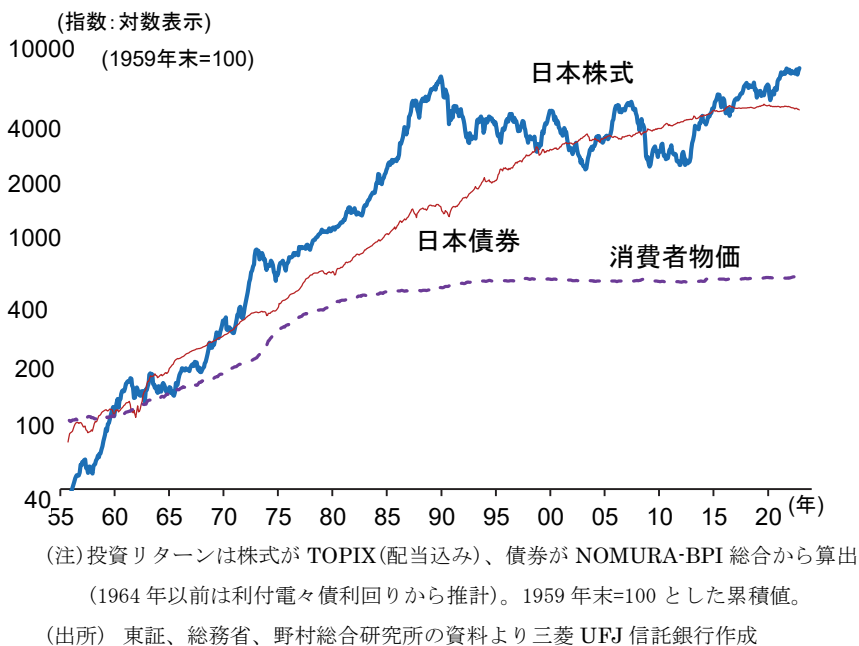
(出所)財務省、総務省、日本銀行の資料より三菱UFJ信託銀行作成

インフレと株式の投資リターンとの関係はアカデミズムでも 1970 年代後半から議論されるようになった。多くの分析では「予想外のインフレ」は株式の投資リターンを悪化させると結論付けられている。この理由として、割引率の上昇や利益率の悪化に加えて、予想外のインフレが進むと、先行きの不確実性が高まり、資金調達の高まるために、投資の抑制を通じて経済成長が低下することなどが挙げられる。

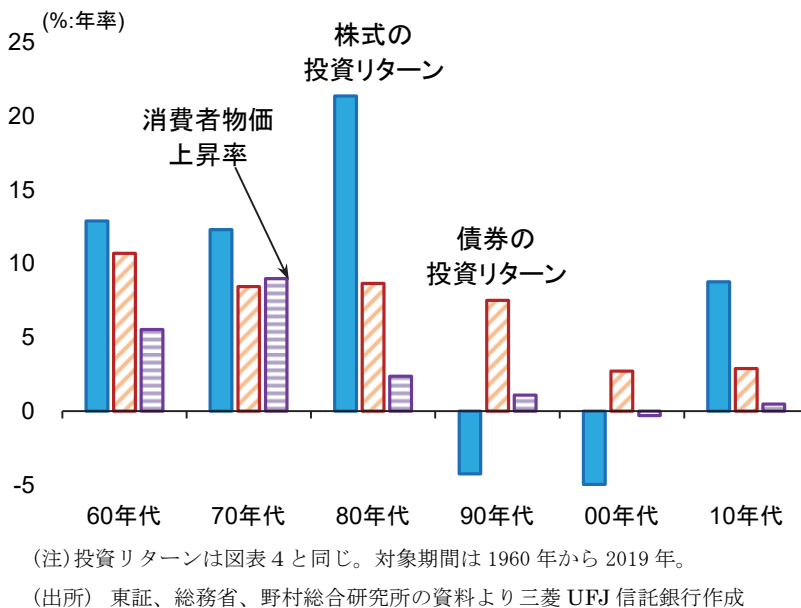
Ⅱ. 長期的にインフレを上回る株式の投資リターン

しかし、長期的な視点に立つと、株式投資にはインフレを上回るリターンが見込まれる。日本では1960年から2021年のTOPIXの配当込み投資リターンは年率7.3%と、消費者物価上昇率(同2.8%)を明確に上回る(消費者物価は1970年まで「持家の帰属家賃を除く総合」)。両者を10年ごとに比べると、消費者物価上昇率が2%以上であった1980年代までは株式の投資リターンはインフレ率を上回っていた。厳しいインフレを経験した1970年代はTOPIXの投資リターンと消費者物価上昇率は各々同12.3%、9.0%であった。日本株が厳しい調整を強いられた時期は、資産バブルが崩壊して経済がデフレに陥った1990年代以降である。

図表4：日本の株式と債券の累積投資リターン

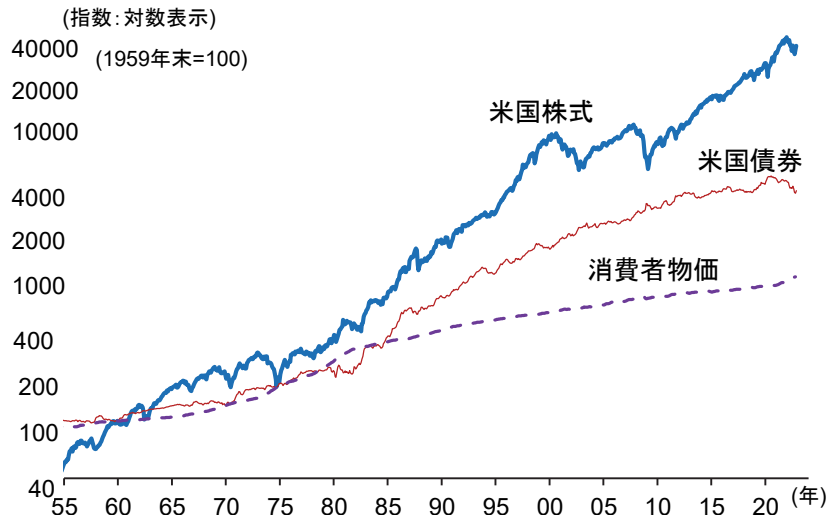


図表5：日本の年代別の株式・債券の投資リターン



米国株では1960年以降のS&P500の投資リターンが年率10.5%であり、消費者物価上昇率(同3.7%)を大きく上回る。1970年代はS&P500の投資リターンと消費者物価上昇率が各々年率5.9%、7.4%となったが、1980年代には各々同17.4%、5.1%となり、株式が極めて高いリターンを上げた。

図表6：米国の株式と債券の累積投資リターン



(注)投資リターンは株式がS&P500(配当込み)、債券が財務省証券(10年)利回りから推計。1959年末=100とした累積値。

(出所) 米国労働省、FRB、S&P社の資料より三菱UFJ信託銀行作成

この理由は、企業業績が名目値であり、インフレによって拡大するからであろう。米国のS&P500(除く金融)では1970年から2021年に一株当たりの売上高と利益が各々年率5.3%、7.2%増加した。この間、消費者物価上昇率と名目GDP上昇率は各々同3.8%、6.1%である。日本の場合、TOPIXの一株当たり利益は1980年から2021年に年率3.4%成長し、この間の消費者物価上昇率と名目GDP上昇率が各々同0.8%、1.8%である。日米とも上場企業の利益の成長が長期的には消費者物価の上昇率を上回る。

資産価値に注目すると、企業が保有する事業資産の市場価値はその資産を調達するコストと比較されて決まり、均衡状態では両者が等しくなる。インフレにより資産の再調達コストが上昇すれば、実物市場で事業資産を調達する(つまり、新しく実物投資を行う)より、株式市場で企業を買収する方が有利になり、株価が上昇することになる。

過度に楽観的な業績見通しに基づいて株価が形成されていないならば、インフレで利益が伸びるため、株式投資は高いリターンを上げることになる。株式は長期的にインフレ経済で強い資産であると言える。

ジェレミー・シーゲル(Jeremy Siegel)ペンシルベニア大ウォートンスクール教授(金融論)の言葉を借りれば、株式は短期的には価格が乱高下するが、長期的には最も安定した資産である。

一方、インフレが進む場合、債券はクーポンと償還額が決まっているため、価格が下落する。クーポンが高ければ、価格がある程度下落してもインカムゲインで補える。しかし、クーポンが低い場合、価格下落を吸収するクッション(キャリー効果)が小さくなり、キャピタルゲインに頼る投資リターンはマイナスになる可能性がある。更に、長期的な視点に立つと、債券は実質価値が目減りするリスクがある。

米国では1955年以降、クーポンを再投資して財務省証券(10年)を保有すると、債券投資のリターンは名目で年率+5.76%、実質で同+2.23%となる。しかし、経常的な支出の一部を投資収益で賄うためにクーポンを再投資しない場合、実質リターンは同▲3.38%であった。債券の実質的な価値は65年間で10分の1以下に下落した。期間を分けると、債券の投資リターンは、1970年代の前半と後半が各々7.3%、4.4%であるが、金利が低いなかでインフレ率が高まった1960年代後半はリターンが0.1%に留まった。金利水準が低いと、債券の投資リターンは厳しい。

日本は1980年以降、物価が安定しており、1990年代後半からはデフレが懸念されてきた。低金利にもかかわらず、債券投資の実質リターンは緩やかに上昇している。1970年から2021年までの実質リターンは年率+2.6%である(Nomura-BPI 総合)。ただし、物価が上昇した1970年代前半や1980年代末には短期間ながら実質リターンがマイナスになった。

債券はインフレ局面で満期に償還される額面の購買力が低下することになる。会計上の損失を計上しないという意味で債券投資はリスクが低いと言えるが、将来の支出を賄うことが目的ならば、長期的には目的に合わないことになる。学校や病院の場合、校舎・研究棟や病棟の建て替え資金が不足する可能性がある。個人の場合、老後に備えて債券を保有していると、経済的に期待どおりの生活を送れないかも知れない。

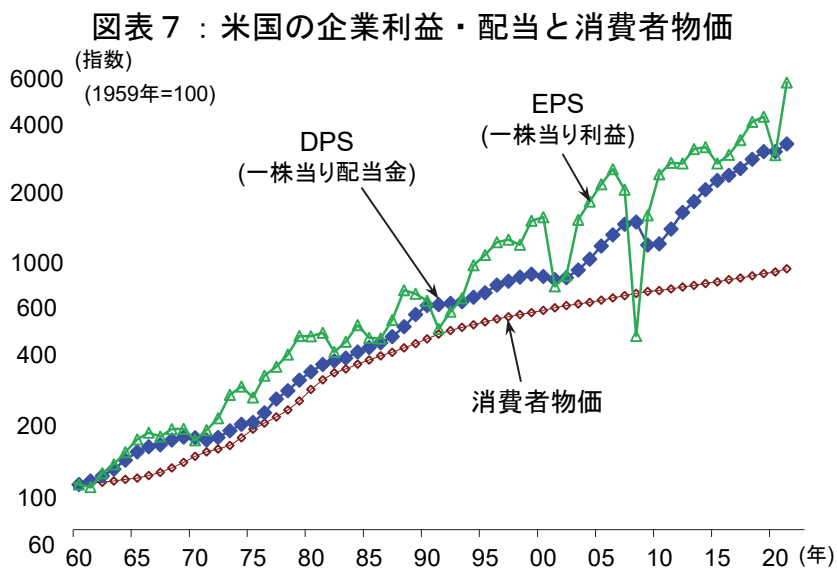
日本では長くデフレ的な環境が続いたために、実質価値の毀損リスクは意識されにくいだが、長期投資を考える際に極めて重要な問題である。運用の目的が実質的な購買力を維持することであれば、長期的には株式を重視した運用が望ましいだろう。

Ⅲ. 長期金利を上回る配当利回りと低い減配リスク

日本ではインカムゲインを重視する場合も、株式は相対的に魅力的な資産となる。国債利回りは10年債、20年債で各々0.25%、1.10%に対して、TOPIXの予想配当利回りは2.51%である(2022年11月)。世界金融危機が起きた2008年以降、配当利回りが長期金利を上回る状況が常態化しているが、デフレが意識されていなかった1990年代中頃まで配当利回りは長期金利を大きく下回っていた。

長期的にみれば、配当は利益の成長に伴って増加するが、債券のクーポンはあらかじめ決められているため、インフレになっても増えないからである。株式では配当が増えるので、株価が下落しなくとも投資家が求める利回りを得ることが可能になるが、債券の場合、価格が下落しなければ、利回りが上昇しない。一方、投資家が株式で懸念するのは業績悪化局面での減配リスクである。しかし、このリスクは懸念されているほど高くないとみる。

米国株をみると、配当は利益に比べて明らかに安定している。S&P500の一株当たり利益(EPS)が前年から減少した年は、1961年以降の62年間のうち19回であったが、一株当たり配当金(DPS)が減少した年は5回に留まる。S&P500のDPSは世界金融危機が起きた翌年(2009年)に前年比▲21.0%となったが、この年を除くと、最大の落込みが2001年の同▲3.3%である。



(注) EPSとDPSはS&P500ベース。1959年を100として指数化。

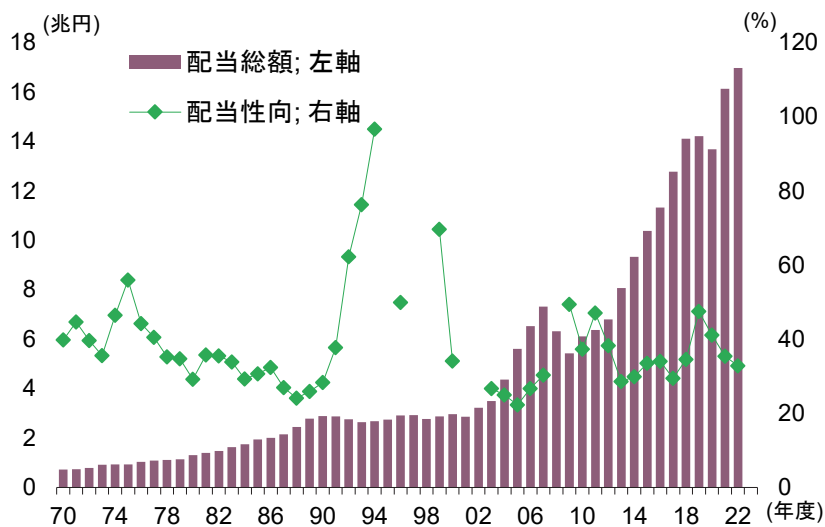
(出所) S&P社の資料より三菱UFJ信託銀行作成

米国企業は株主利益を考慮して配当の安定的な成長を重視する。減益に陥っても、翌年以降に業績回復を見込める場合、配当性向を引き上げて配当水準を維持する傾向がある。過去25年以上連続して増配した企業は配当貴族(Dividend Champions)と呼ばれる。S&P500企業のうち、10.9%に当たる55社が25年以上の連続増配企業である(2020年)。赤字決算となった年に配当を増やす企業も存在する。過去10年間でみると、S&P500の配当貴族企業

55 社のうち、23 社は利益を上回る配当を出した年があり、このうち 9 社は赤字を計上しても増配を続けた。近年、米国企業は自社株買いを通じて利益を株主に還元する割合が高いため、業績が悪化した場合は自社株買いを削減して配当を維持する傾向がみられる。

過去 20 年余り、日本企業は配当の成長という視点から見劣りする訳ではない。東証 1 部上場企業の配当総額は 2008～09 年度に減少したが、2000 年度の 3.0 兆円から 2021 年度に 16.1 兆円まで増加した。合理化やリストラを進めた日本企業は収益改善に合わせて配当を年率 8.3% で伸ばしてきた。

図表 8：日本の主要企業の配当総額と配当性向

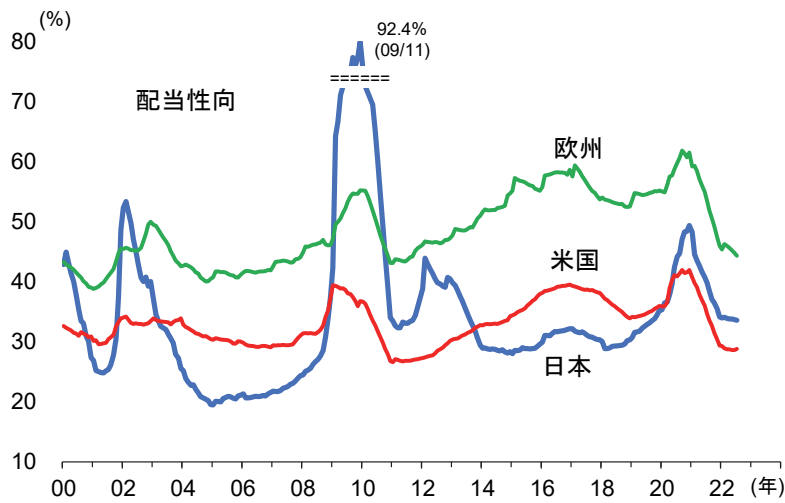


(注)対象は東証 1 部上場企業、2022 年度のみプライム市場上場企業。2022 年度は一株当たり配当金予想と普通株式数から推定。赤字決算の年度は配当性向を表示していない。
(出所) 三菱 UFJ モルガンスタンレー証券の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

日本企業は今後も配当を伸ばす可能性が高いだろう。まず、収益力の改善が挙げられる。コロナ禍による景気後退を受け、TOPIX の 2020 年度の ROE は 6.1% と、前年度 (8.6%) から悪化したが、2010～2012 年度の ROE を上回る水準を維持した。日本企業は収益力が改善しているが、配当性向が欧米企業に比べて相対的に低い。日本企業の配当性向は、2020 年以降、業績悪化から米国企業より高くなったが、2015～19 年の平均でみると、欧州・米国企業が各々 55.8%、36.8% に対して、30.8% に留まる。

次に、日本企業は財務体質が堅固である。MSCI Index 採用企業 (除く金融) でみると、ネットキャッシュ企業 (現預金と現金同等物が有利子負債を上回る企業) の比率が 1990 年代後半の 30% 前後から上昇して、2014 年以降、50% 前後で推移している。コロナ禍を受けて資金繰りに備えて借入が増えたが、同比率は 2021 年に 49.1% となった。米国と欧州をみると、ネットキャッシュ企業の比率が 2010 年代に低下しており、2021 年に各々 20.7%、17.0% であった。

図表 9：日米欧の主要企業の配当性向

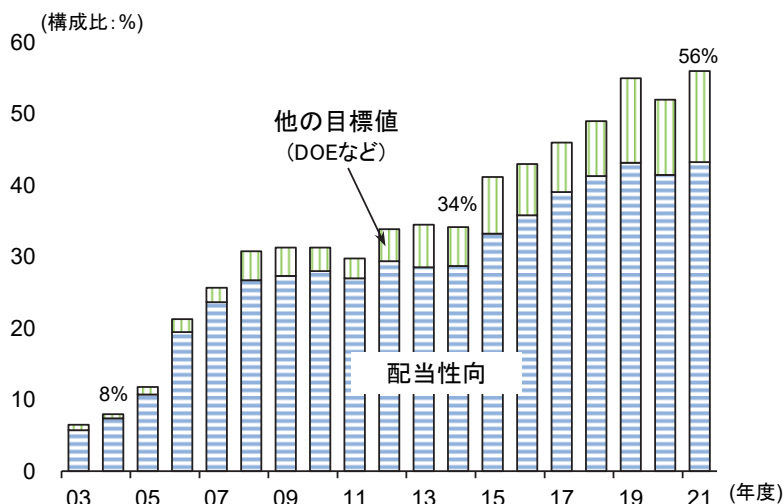


(注)対象は日本が TOPIX500、米国が S&P500、欧州が STOXX600。

(出所) FactSet より三菱 UFJ 信託銀行作成

最後に、コーポレートガバナンスに関する意識の高まりがある。生命保険協会によると、配当に関する具体的な数値基準を公表する企業の割合は 2000 年代に増加した後、2015 年度から再び増加している。2020 年度にコロナ禍で先行き不透明感が強いいため、具体的な数値目標の公表を見送った企業が存在したことから公表企業の割合は小幅に減少したが、2021 年度には 56%となった。株主・投資家との対話を通じて投資家が求める株主還元策の重要性を理解する企業が着実に増えているとみる。

図表 10：配当の具体的な数値基準を公表する日本企業の割合



(注)対象企業は上場・店頭公開企業時価総額上位 1,200 社。

(出所) 生命保険協会の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

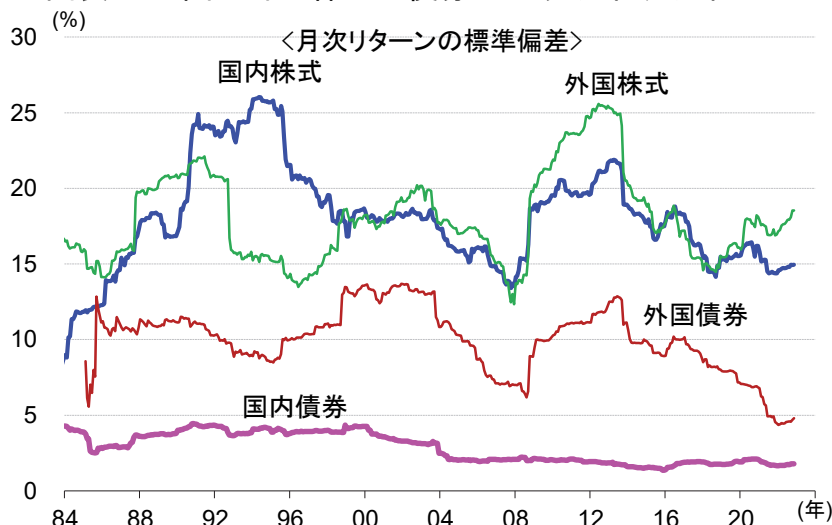
主要企業は配当性向が 30%台である。財務体質が堅固であり、上場企業が株主の利益を意識していることをふまえると、日本でも減配リスクは高くないだろう。

IV. 分散投資の重要性

株式投資は価格変動が大きい。過去3年間の円建て月次リターンのボラティリティは国内債券と国内株式が年率 1.8%、15.0%であり、外国債券と外国株式が同 4.8%、18.5%である(2022年11月)。価格変動リスクをふまえると、株式と債券の分散投資が望ましい。

過去10年間、国内債券と国内株式はリターンが年率 0.8%、12.8%、ボラティリティが同 1.9%、15.7%である(2022年11月)。株式と債券を50%ずつ保有するポートフォリオは、リターンとボラティリティが各々同 6.8%、7.7%になり、国内株式ほどリターンが高くないが、リスクをしっかりと抑制できると考えられる。

図表 11：国内外の株式・債券のボラティリティ



(注) ボラティリティは過去36ヵ月間の円建て月次リターンの標準偏差(年率換算値)。日本株が TOPIX(配当込み)、国内債券が NOMURA-BPI 総合、外国株式が MSCI-Kokusai (配当込み)、外国債券が FTSE 世界国債インデックス(除く日本)から算出。

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

景気循環に注目すると、株式と債券は価格が逆方向に動く展開が少なくないと考えられる。景気回復局面では業績改善を受けて株価が上昇する。後退期に景気への慎重論が強いならば、割安なバリュエーションの修正が進むだろう。景気回復が続いてインフレ率が上昇に向かう過程では、金融引締め策が採られて債券には価格下押し圧力がかかる。

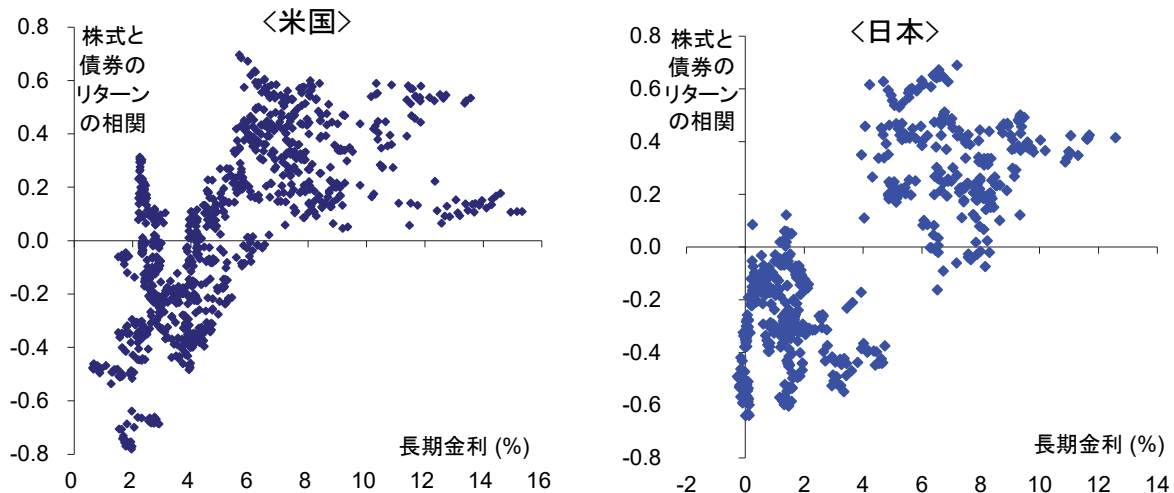
逆に、景気後退局面では株式が下落して債券が上昇することが多くなる。景気悪化に伴って業績が下方修正されれば、株価は下落する。一部の企業は経営破綻のリスクが出てくる。インフレがピークアウトして金融緩和策が採られる場合、債券が買われるだろう。

株式と債券のリターンをみると、株式は景気回復期に高いリターンを上げると期待される一方、債券は景気後退期にリターンが高まると期待される。

過去の間接性をみると、長期金利が5%以上の局面では債券と株式とのリターンの相関がプラスとなるが、5%未満の局面はマイナスとなり、長期金利の水準により相関が異なる傾向

がある。日本では1980年代まで景気後退期に金利低下による株式への資金流入が、しばしば株価上昇に繋がった。しかし、1990年代以降、デフレ圧力が強まって低金利が続くなか、景気後退局面では株価が下落して債券が上昇する傾向が明確になった。この関係は米国でも同様であり、長期金利が5%未満の場合、株式とのリターンの相関がマイナスである。

図表 12：米国・日本の長期金利と株式・債券のリターンの相関係数



(注)株式のリターンは米国がS&P500、日本がTOPIX(共に配当込み)、債券のリターンは米国が財務省証券(10年)利回り、日本がNOMURA-BPI総合から算出。相関係数は過去36ヵ月間の月次リターンから算出。長期金利は10年国債利回り。対象期間は米国が1950年～2022年9月、日本が1970年～2022年9月。

(出所) Robert Shiller 教授のHP、Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

この理由として、配当割引モデルと現実の金融市場の違いがあるだろう。割引モデルでは「リスクフリー金利」が業績の期待成長率と独立して決められる。しかし、現実にはリスクフリー金利とされる国債利回りは必ずしも期待成長率と独立していない。将来の景気に楽観的な見通しが広がる場合、業績の期待成長率が高まるので株価が上昇する一方、安全資産である国債への投資意欲が後退して利回りが上昇する(価格が下落する)と考えられる。

物価が安定して長期金利が低い経済では、インフレ期待が変動しにくいので、将来の景気見通しが国債利回りに強く影響する。一方、インフレが厳しい経済ではインフレ期待が変動するので、景気回復が続いて物価上昇率が高まると、国債利回りが上昇する。同時に、景気に過熱感が広がると、金融引締め策が採られ、その後の景気悪化の懸念を通じて株価下落に結び付くと考えられる。

現在のインフレには一時的な要因だけではなく、経済グローバル化の鈍化、所得格差是正をめざす経済政策や防衛費増大による大きな政府、環境・社会を重視する価値観など構造的な要因も影響している。冷戦終焉後、約30年間続いた世界的なデスインフレ時代が終わる可能性がある。この環境下、長期的な視点に立つと、株式を重視した分散投資が基本となるだろう。

(2022年11月29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】

- ・ 内閣府 経済白書(昭和 35 年度～昭和 40 年度、昭和 45 年度～昭和 49 年度)
- ・ 内閣府 世界経済白書(昭和 42 年度～昭和 49 年度)
- ・ Neville, Draaisma, Funnell, Harvey and Hemert (2021) ” The Best Strategies for Inflationary Times”
- ・ Santis (2022) ” Unexpected Inflation and Real Stock Returns”
- ・ Siegel (2008) ” Stocks for the Long Run”
- ・ Wilcox (2012) ” Equity Valuation and Inflation: A Review”
- ・ Zhang (2021) ” Stock Returns and Inflation Redux: An Explanation from Monetary Policy in Advanced and Emerging Markets”

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ものです。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）