

Blog #17 インフレ警告はオオカミ少年だろうか？

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ
代表 伊藤 武

2021年2月15日 LOGOS Blog #17 インフレ警告はオオカミ少年だろうか？

世界的に高値を更新続ける株式市場でありながら、今後も更なる株高を予測する強気論が支配的となっています。100年に一度と言われる大パンデミックの襲撃を受け、世界は第二次世界大戦以降最悪の経済停滞に見舞われながら、そのようなことが可能であるのみならず当然として論じられています。その大前提は予見できる将来もインフレが大きく上昇に転ずることはないことを想定しています。世界の主要中央銀行はほぼ例外なくインフレターゲットを2%とし、長期的な好景気循環過程でもほぼその鞘に収まってきました。日本に至ってはデフレ環境でインフレ率を待望する2%目標としてきましたが、それは到底達成できていません。

リーマンショック後、主要中央銀行は積極的な異次元金融量的緩和（QE）を実施し、その効果により世界景気は中断なく経済成長を持続する結果を招いたのです。それ以来異次元の金融緩和は経済政策の常套手段として定着しています。それに対し財政は、金融危機後の一時的な大型出動後は一応従来の規律を保持する姿勢に戻りました。ところが2017年にトランプ大統領が1.5兆ドルの大型減税法案を可決させ、財政のタガが外されることとなり、それ相応の景気浮揚に貢献しました。それと前後して、ローレンス・サマーズ教授が「時代的停滞論」を発表し、積極財政の効用を唱え、またステファニー・ケルトン教授論説の現代貨幣理論（MMT）は民主党左派から大きな賛同を受けることとなりました。積極財政推進論の背景には世代的インフレが鎮静化し、今後構造的にもインフレの大きな再燃はないとの見通しが前提となっています。

コロナ禍での世界は未曾有の金融と財政対策が講じられています。最大の被災国アメリカは現在既に感染者数約2800万人、死者数約50万人となり突出した状況です。対応の救済策も他国を抜きんで果敢な対策が打ち出されてきました。一早く米連銀（FRB）は景気が正常化に回復するまでは、例えインフレ状況が一時的に2%目標を越えても、無制限に金融を供給することを公言。バイデン新大統領は年末に通過した9000億ドルに加え、追加1.9兆ドル財政支出の早期可決を求めています。昨年3月以降の支出3兆ドルに対する上乗せですから、財政支出総額はGDP比

25%超となる途方もない規模の救済策です。日欧も惜しみのないコロナ対策を打ち出しており、一時的には厳しい景気後退と失業者数が余儀なくされているものの、世界の資金事情は潤沢で、経済活動が復帰できる状態に戻れば、景気も急回復が期待されています。お金の行き場がなく米国個人の貯蓄率も大きく高まり、従来7%台から13.6%に上乗せされています。暇を持て余す個人投資家の投機熱が過熱するのも当然です。株式市場がバブルの域に入っていることは年初のブログでも指摘しました。

現在株式市場の評価基準が大きく変化しています。それはコロナ禍、突然認識されたことではなく、長期に亘るインフレ鎮静化環境では株価基準がすう勢的に高まり、ニューノーマルとして大々的に受け入れられるようになったのは今年の夏頃からです。株価理論上の指標として最も信頼度の高いCAPE（景気循環調整後株価収益率）は、ノーベル経済学賞受賞者ロバート・シラー教授が1999年に開発しました。それは従来の単年度株価収益率（PER）に対し、10年間の景気循環とインフレ調整済みで評価した指数です。開発以来20年経過し昨年12月にはシラー教授自身が、新たな調整を加味したECY指数を発表しています。株価収益率で換算すると長期的平均CAPEは約17倍となり、過去10年間は22～3倍に高まっています。CAPEはインフレ調整後の指数ですが、ECYはそれに加え実質金利を変数として取り入れています。その数式によると現時点の適正PERは25倍となり、過去の適性株価基準を大きく上方修正する結果を生じます。ここでは理論的数値を論ずるよりも、最も分かり易い説明は株式投資の期待値です。従来米国10年国債利回りは長期に亘り3～4%で回ってきました。リスク無くして3～4%の利回りが得られるのに対し、リスクのある株式投資は更に3%程度高いリターンを求めるのがリスクプレミアムです。そうすると株式投資では年間6%程度の収益を求めるのが妥当数値となります。その益利回り6%の逆数がPERで、まさにシラーCAPEの17倍の理論数値と一致します。現在米国10年国債利回りは約1%で、それに対して株式の期待益回りは4%となります。PERに換算すれば25倍です。現在米国主要株式指標S&P500種株価指数予想PERは30倍程度です。株価は明らかに割高ですが、強気見通しのブルマーケットでは株価が割高になるのは当然との見解です。

株価が上乗せされる理論値は、インフレ率が趨勢的に安定し、それに伴い金利が上昇しないことが大前提となります。即ち、リスクのない資産である国債利回りが低ければ、他の資産利回りもそれに準じて低くなります。そこで最大の課題となるのがインフレ率。ニューノーマル経済環境や資産利回り予測は、過去30年間の延長線上、高インフレ到来はない前提が現代貨幣理論（MMT）の基本原則です。事実過去30年間主要国の財政赤字が拡大しても、国家の金利返済負担は恒常的に軽減されてきました。赤字財政は問題ないとのMMTの理論的根拠となっています。1990年代に入って以来主要国のインフレ目標値は2%に設定され、インフレ率が2%を越え加速する懸念に対し抑制しなければならないメルクマールでした。抑制なくして自然

インフレ率が2%内に収まり推移することは想定外でした。従って現在は好景気環境でもインフレが長期に2%程度に収まることが予測されています。

一時的な景気や企業収益の変動を除くと、今後株高を阻止する最大の要因はインフレと金利上昇懸念であると考えます。然るにここで敢えてオオカミ少年となり、インフレ要因の分析を試みます。

コロナ禍の循環的インフレ要因

- リーマンショック後の異次元量的金融緩和策（QE）は経済環境の過小需要構造下、実態景気回復よりも資産価値の向上をもたらしました。日欧ではQEに対し財政規律が守られたために、同様にQEの効果は資産価値向上に貢献しました。いずれも、仲介業を担う金融機関は流動性に対する需要不足分は融資せずに中央銀行に余資を預ける手段を取ったのです。そしてマイナス金利政策はその対応策として導入されたのです。コロナ禍のQEは状況を異にしています。窮地に陥った産業や企業の資金需要は旺盛で、中央銀行を含めて金融機関の融資活動が活発となっています。そして、積極財政支出のための赤字国債が発行されています。それらは本来ならば、インフレ誘導要因ですが、経済停滞状況ではデフレ要因の相殺程度に止まっています。内在的なインフレ要因として注目すべきです。
- コロナ禍は移動を要する経済活動を阻害する結果、経済停滞と失業者の急増をもたらしました。しかし今回の不況と回復期待はパンデミックが要因となり、旧来の不況時と異にしています。失業率の高い産業は限定的で集中しています。交通、宿泊、観光、外食や娯楽等の労働集約産業が中心で、労働力が不足している諸産業への移転は限られ、失業率に伴う労働賃金の下方圧力が働きません。それとは逆に物流のサプライチェーン等でのひっ迫を引き起こし、一部中間物質の価格引上げ圧力を引き起こしています。需要が回復するに当たって、最終価格をも引き上げる可能性を高めます。
- それに反し、デフレ圧力が高まっているのがオフィスビル等の不動産価格や家賃です。と同時にテレワークや在宅要因の影響は住宅需要を高め相殺要因となっています。

長期構造要因 — ベルリンの壁崩壊以降、世界経済は自由資本主義体制を謳歌してきました。グローバル化、技術革新、労働人口構造それぞれが相乗効果をもたらし、構造的インフレ抑制効果を発揮してきました。既に一世代が経過し、多くの物価抑制要因にも変化が生じています。

- グローバル化 — 1990年代以降はサプライチェーン革命が進行して生産は低コスト諸国に転移し、長期に価格破壊を可能としてきました。中国の世界貿易機関（WTO）加盟後世界貿易は飛躍的に伸びました。しかし過去数年来世界貿易は各国経済成長の伸び率とほぼ同等に推移するのに留まっています。また自

然災害、貿易摩擦や国家主義台頭等の制約から自国生産の比率を高め、今後更なるグローバル化は進行しないと見られます。

- 技術革新 — GAFA等に象徴されるアメリカと中国を中心とした巨大テクノロジー企業はコロナ禍益々競争力を高めています。電動自動車テスラ等の技術革新をもたらす企業群には多大な株式資金が集中し、技術革新推進には未曾有の追い風が吹いています。技術革新に伴う生産性向上への期待は高く、インフレの相殺要因として今後も注目されるでしょう。と同時に巨大テクノロジー企業群は世界を席卷し、独禁法の対象として今後税負担は高まり、規制強化の対象となることが必至です。これら企業群は過去同様に、消費者に対し安価な財やサービスを提供できれば良い時代は終わりつつあります。
- 社会インフラ投資は老朽化したインフラの再構築と本格的な環境対策として喫緊の推進を控えています。需要回復に伴って雇用以外にも基礎商品需要を高めます。原油価格でさえ、開発投資が減退しカルテル効果も伴って価格が上昇する余地を残しています。
- 人口推移 — 少子高齢化と人口減少は長期的需要減退とデフレの最たる要因となっています。但し、主要国で今後は人口推移からデフレ圧力が軽減する傾向を迎えます。団塊の世代は既に大半が引退生活を営み、支出構造も次世代消費に対する貢献度を高めています。そしてミレニアル世代は家庭を営む年齢に達し支出構造を高めています。
- 中央銀行による超金融緩和策はそれ自身インフレを助長し、且ついずれ引き締めへ転ずる時期が到来します。その時点で金利上昇は外部的物価要因に伴って相乗効果の可能性を高めます。

さて株式市場動向を予測するに当たって、当面はバイデン新大統領の政策展開が注目されます。そして何よりもコロナワクチン接種の推進と1.9兆ドルの追加支援対策決議を目前に控えています。コロナの猛威は沈静化に転じ、支援対策の経済効果は速やかに実現するでしょう。当面の強気論所以です。最も注目すべきは金利動向で、米10年国債金利1.5~2%を一つのメルクマールとして捉えています。市場はFRBの緩和姿勢に変化がないと観察していますので、金利上昇が目前に迫ることとなれば、株式市場の調整局面も視野に入ってくるでしょう。

以上

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するもので

はありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。

2021年4月5日

2021年4月5日