

投資のツボ

投資環境を読む

インフレヘッジの研究③ 物価上昇と企業利益や株価の関係

前号では、時系列のデータで見る限り、インフレ率に対する株価の感応度はあまり高くないことが分かった。では、この事実をどのように理解すればいいのか。以下、「株価」と「インフレ」に「企業業績」という要素を加えたうえで考えてみよう。

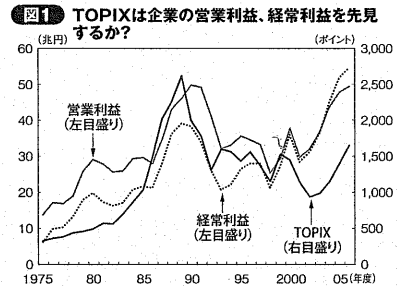


図1は、財務省が四半期ごとに取りまとめる法人企業統計季報から全産業の営業利益(本業での儲け)と経常利益(営業利益に銀行借入れや社債発行に伴う支払利息に保有預貯金、債券などの受取利息に営業外収支を加減したもの)を取り出し、TOPIXの動きとともに並べてみたものだ。

とてもよく似た動きを示していることが分かる。さらに言えば、それぞれのピーク、ボトムをよく観察してみると、企業利益が落ち込むときに、利益が増え始めて株価は下がっており、利益が先んじて株価はそれより先に株価は上がっていることが多いと読める。

さて、これは企業が稼いだ利益の絶対額の推移だが、ではこの利益水準を「前年度比」で示せばどうか。図2がそれを示す。もちろんここ

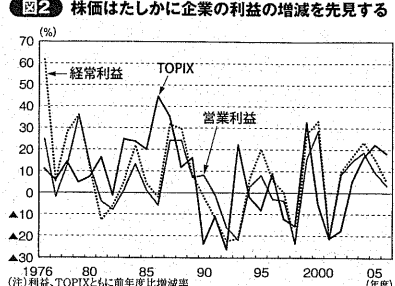
では次に図3を見てほしい。これは法人企業統計によるわが国の全産業の企業の営業利益の変動と、消費者物価指数(CPI)の変動を対比させたものだ。全体を通してみて、ほとんど因果関係は認められない。

企業利益と消費者物価には因果関係が認められない

つまり物価の上げ下げと企業業績(利益)の間にはほとんど因果関係は認められないのだ。

あえて言えば、1973年秋口からの第1次オイルショックでの原油価格高騰の影響を受けて、1年遅れで企業業績が急落したこと、あるいは89年の消費税導入で企業業績は急低下、あるいは物価が沈静化する一方の中で99、00年度にはハイテク、IT関連企業を中心に企業業績が急増したにもかかわらず、物価はむしろ低下していることが読める。「景気がいいときに企業業績は増加する。そのときには製品の値上げがすすんだり通りがちなので、物価は上昇することが多い」という教科書がよく記す関係では全くない。むしろ逆だ。

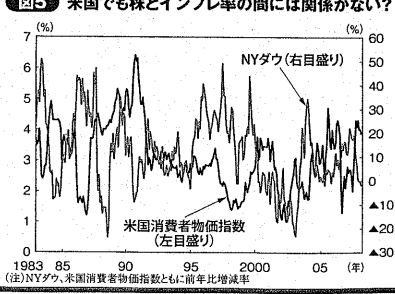
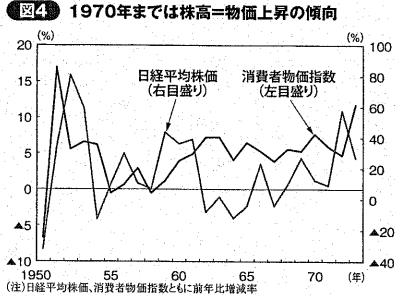
すなわち原油価格に象徴される原材料の短期的かつ急速な上昇は、企業業績を押し下げ、それを手戻した株価は下落することが多いということだ。この場合は、インフレにより一般の消費者の生活レベルは着実に低下するとともに、株式の時価も下がる、そしてもちろん景気は悪いと



低成長時代のインフレは株値上昇を伴わない

では、日本においては企業業績と消費者物価の間には正の因果関係を見いだすことはできないのか。実は、以上のデータは第1次オイルショック後の低成長経済に入った75(昭和50)年以降だけしか示していない。ではそれ以前はどうだったか。それを示すのが図4だ。

ここではわが国が、先進諸国ではほとんど最高と言つていいほどの急激な経済成長を示した昭和40年代半



ば過ぎまでの期間におけるインフレ率と株価の動きを前年比で示しておいた。この期間における株価と物価の関係には、ある程度「株高」物価上昇率高い「株安」物価上昇率低い」という関係が認められる。

これがいわゆる古典的な教科書が言う「物価の上昇」と「景気拡大」と「株価の上昇」がほぼ同時に進行しているという時期だ。

つまり、好景気でGDP(国内総生産)全体の過半を占める個人消費も堅調であり、それを見越して企業は積極的な経営に転じているときには、値上げがすすんだり通るとの見通しの下で製品価格はほとんど上昇する。相当程度値上がりするまでは、個人消費が減少する兆しは見えない。

以上はいずれも日本の場合だが、では米国の場合はどうか。

図5はNYダウの前年比と、CPIの前年比伸び率を対比させたものだ。これで見ても、株価とインフレ

率の間にはほとんど関係が認められない。少なくとも「物価高」株価上昇「物価安」株価低落」という関係にはない。むしろ逆であることが多い。

以上を通じていえることは、株価がインフレをヘッジするかどうかという問題は、「そのインフレであるのか」という種類のインフレであるのかによりまったく異なる、ということだろう。そして、今後しばらくは原油、穀物などがリードする格好でインフレ率がさらに上昇し、これに加えて消費税の税率引き上げがそのインフレ率をさらに引き上げる可能性が高いと見るなら「株はインフレに強いと安心することは到底できない(この項続く)。(角川 総二)

わけだから、株価についても同じく前年度比で示しておいた。

さてここでは、利益の前年度比での伸び率がピークあるいはボトムを示しているときには、それに先んじて株価(TOPIX)もそれぞれピーク、ボトムを形成していることが多いことに気づく。そのタイムラグはさまざまだが、おおむね数カ月、1年程度であることが多い。

個別銘柄の株価の動きを見ると、必ずしも企業利益と株価とは直接の関係がないように見えることがままある。しかし、このように日本企業全体として見た場合には、やはり相当程度、企業の利益水準を先取りしながら株価は動いているのだ。

