

ストラテジーブレティン (306号)

良いインフレが米国をソフトランディングに導く

武者サロンコラボセミナー開催のお知らせ

【特別企画】武者サロンコラボセミナー
『今後の世界経済と市場展望』
～世界3重苦のもと、円安から始まる日本の好循環～

2022年6月30日(木) 18:30～

会場：紀尾井フォーラム
東京都千代田区紀尾井町4-1
ニューオータニガーデンコート1F

宮田 直彦 武者 陵司

* 詳細は最終5ページをご覧ください。

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

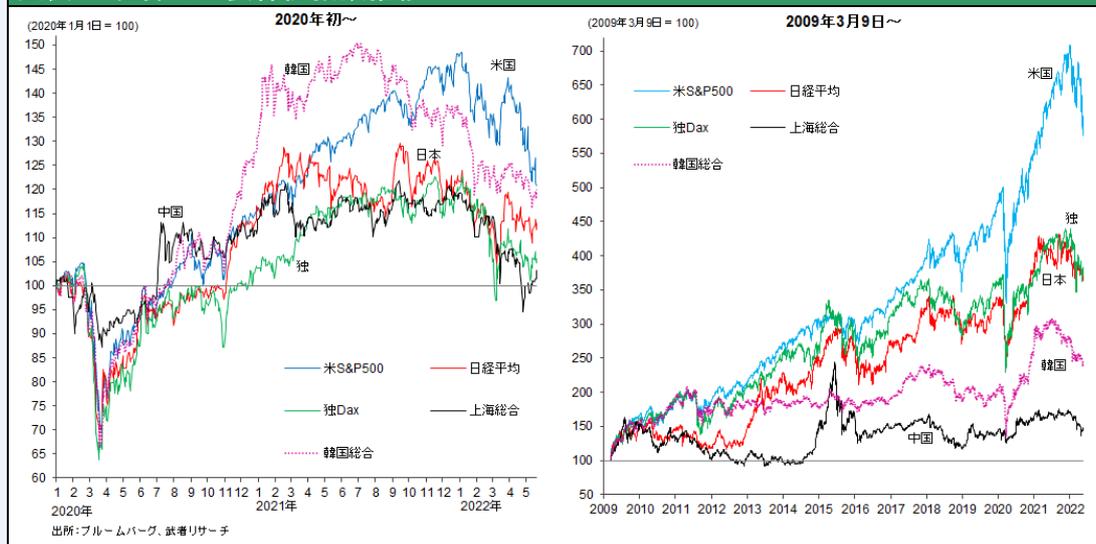
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

度を越えた市場心理の悪化

世界株式はコロナショック後最大の下落に見舞われた。S&P500 指数は年初来 20% の下落となり悲観一色となっている。機関投資家の弱気心理を代表する現金比率は 6% と 2001 年の米国同時多発テロ以来の高水準になっている。リセッション回避が可能とする意見はエコノミストの間では多数派であり、FRB 始め米国当局もそう主張しているが、株式市場はあまり信じていないようである。

図表 1: 世界の主要株価指数推移



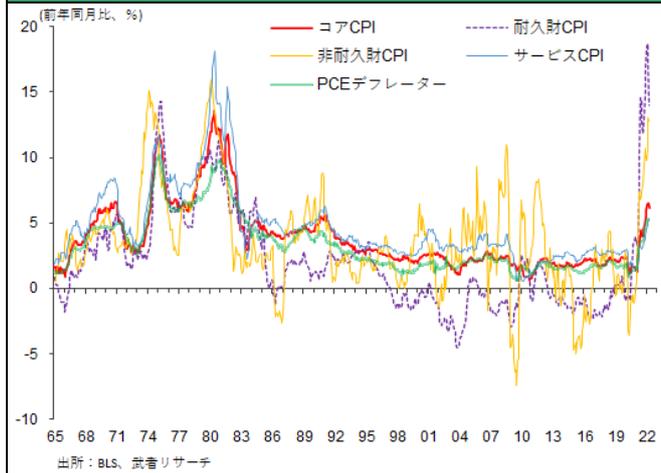
著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

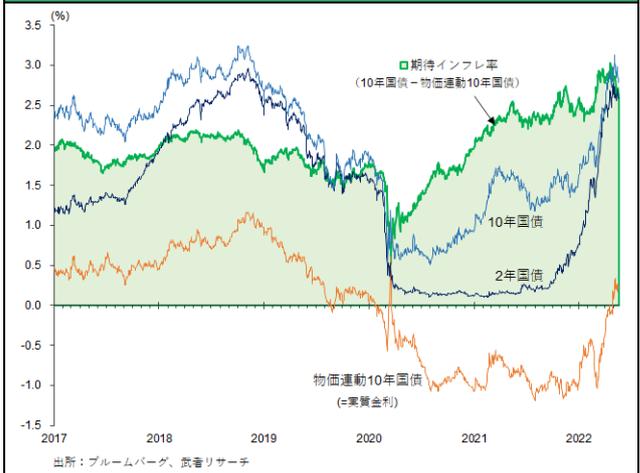
インフレは全方面でピークアウト

ただ、株式は往々にして楽観にも悲観にも極端に傾くものであり、絶望的になることはない。一番心配されているのは40年振りのレベルまで高まったインフレであるが、すでにピークアウトしつつある。4月のCPIは8.3%(食品エネルギーを除くコアCPIでは6.2%)だが、年後半には5%台に低下、3年先に2~3%台に入っていくと見られる。金融市場が織り込んでいる長期的物価予想は10年国債利回りと物価連動10年債(TIPS)利回りの格差で観測できるが、それは4月末の3.0%をピークに5月20日時点では2.6%まで低下してきた。インフレ期待がピークアウトしていく理由として、①サプライチェーンが原因のインフレは収まりつつあること、②原油・資源価格高騰もロシア原油代替源の模索に加えて中国・欧州の需要が鈍化することで落ち着くこと、③労働需給ひっ迫の米国では選択的賃金上昇が起きているが、全般的な賃金上昇ではないこと、④長期金利の上昇と株価の下落自体が景気抑制効果を住宅購入などですでにもたらしていること(いわゆる「債券自警団 Bond vigilant」効果)、などが指摘できる。

図表 2: 米国物価上昇率



図表 3: 米国金利と期待インフレ率推移



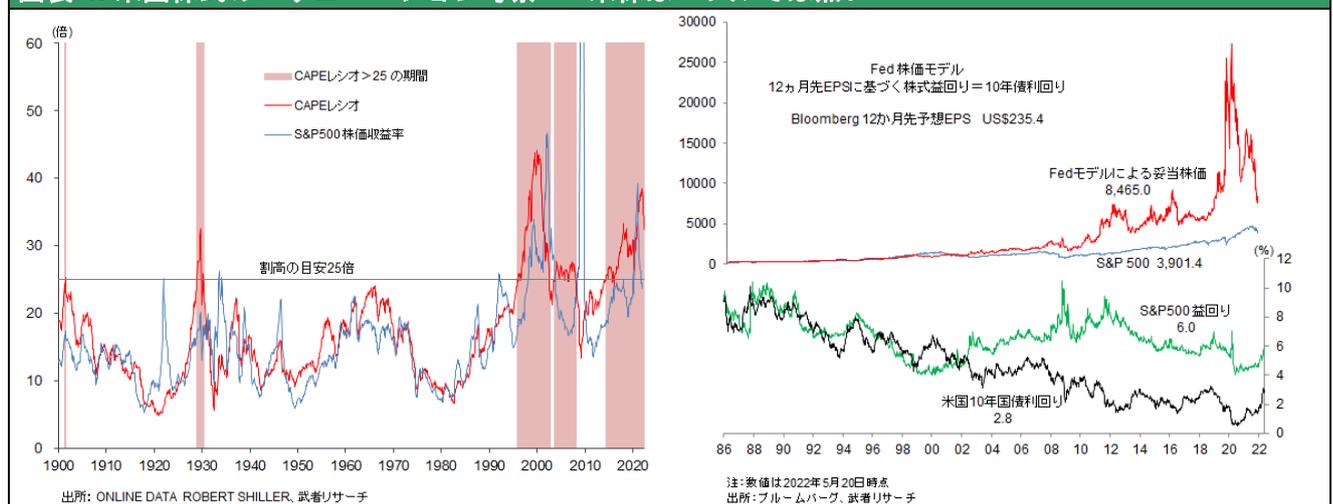
金融政策もタカ派バイアスが弱まっていくだろう

となると金融引き締め、利上げもどこかで落ち着くことになる。年後半には利上げ予想の一巡感が出てくるかもしれない。2年債利回り2.6%とはFF金利が2年後に2.6%になるということ市場は織り込んでいる。今後0.5%の利上げ4回という急速な利上げがすでに織り込まれており、これ以上のサプライズを招くタカ派的発言はないだろう。FRBは金融引き締めが遅れ慌てて過度の利上げを余儀なくされ、それは景気を殺してしまいかねないと心配されているが、その可能性は後述する理由により、小さい。加えて企業のイノベーション、生産性上昇により利益成長が続くと見込まれる。

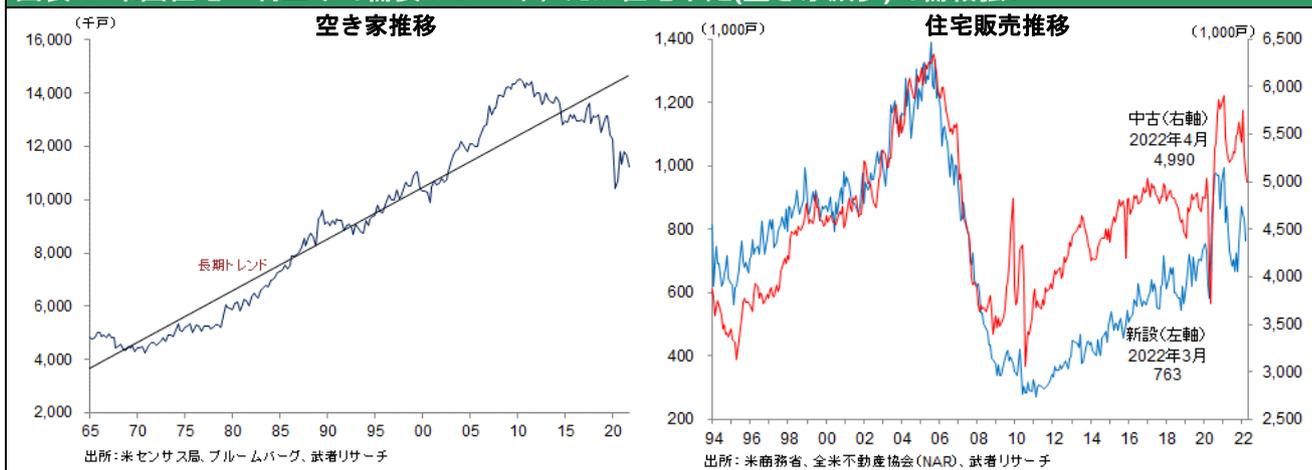
ソフトランディングに株価暴落回避は必須、米株・住宅価格はバブルでは無い

同義反復(トートロジー)に聞こえるかもしれないが、ソフトランディング失敗の最大条件は株価暴落による経済心理の悪化である。FRBは株価暴落により経済心理が凍り付くことを絶対に避ける、と考えられる。武者リサーチがかねてから主張しているように、今や米国のマクロ政策は銀行貸し出しによる需要創造から資産価格上昇による需要創造へと大きくシフトしてしまっている。FRBが資産価格を金融政策の暗黙のターゲットとしていることは今更変えようはない。そして株式、不動産などの資産価格は、3%程度の長期金利を前提とすればバブルとは到底言えず、これ以上の資産価格調整が必要な状況にないことは明白である。

図表 4: 米国株式のバリュエーション考察 → 米株はバブルでは無い



図表 5: 米国住宅 利上げで需要ブレーキ、だが住宅不足(空き家減少)で需給強い

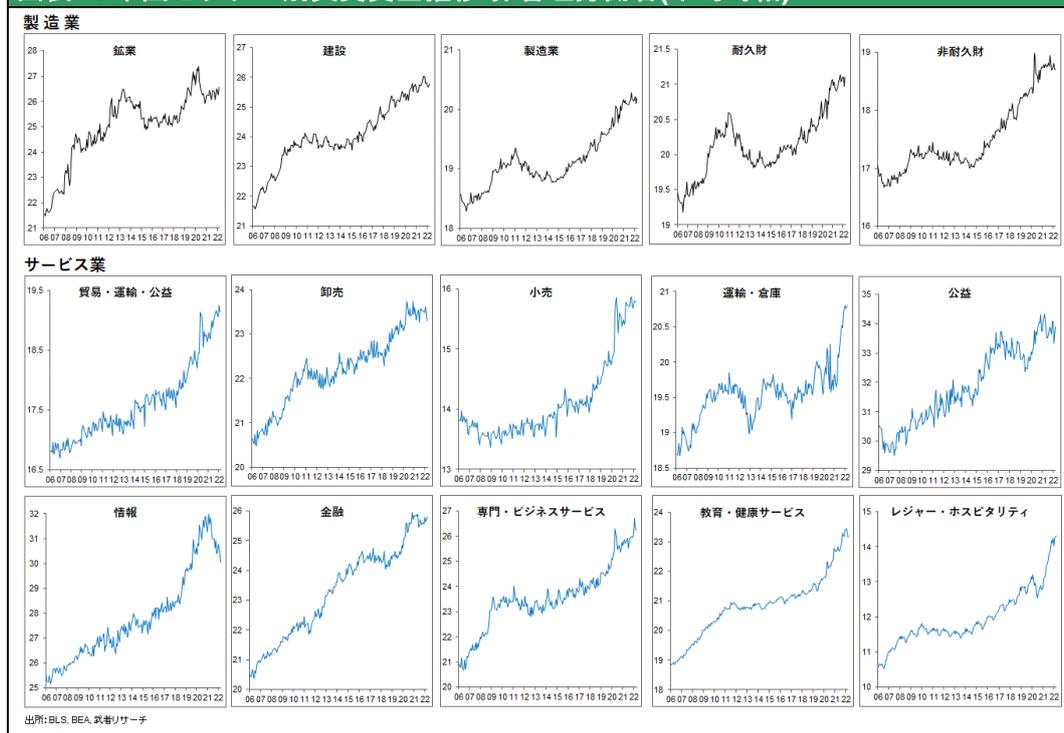


S&P500 指数の PER は年初の 23 倍弱から 17 倍以下まで低下した。図表 4 に見るように FED モデルで見た妥当株価 8465 に対して現在の 3900 ポイントは半分の水準である。また価格が高騰してきた住宅需要は、金利の上昇により一服している。しかし空き家戸数の下落に見るように、住宅不足がもたらす需給ひっ迫が続いており、サブプライムバブルの時のように、利上げで価格を抑制するべき状況にないことは明白である(図表 5)。

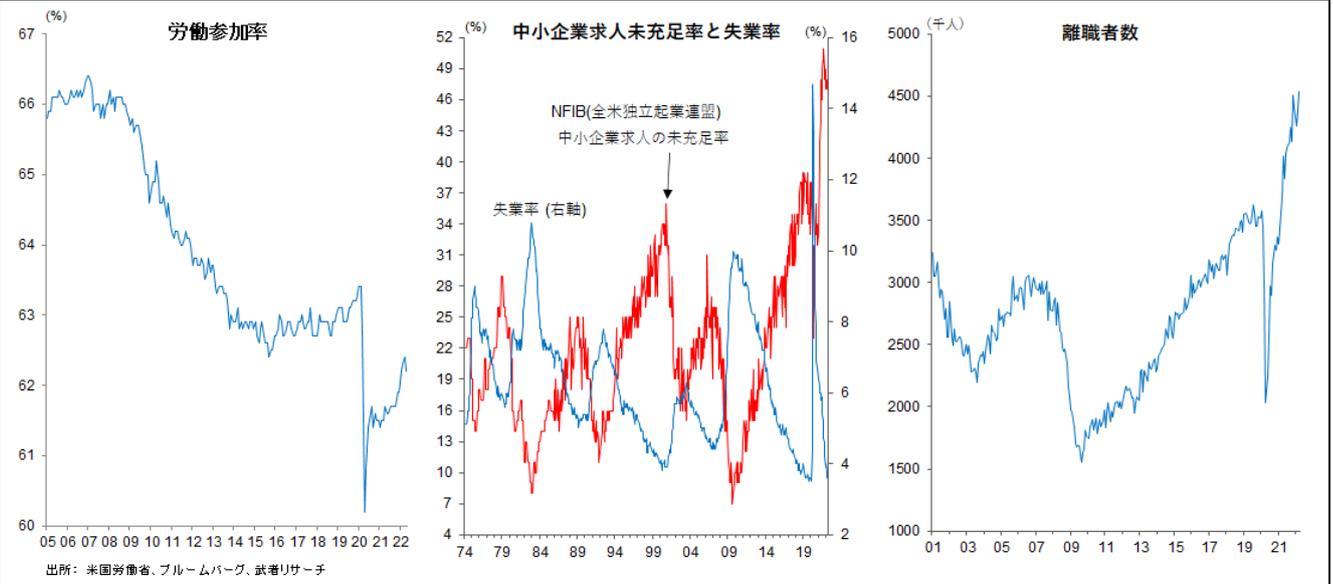
良いインフレ、格差縮小をもたらす賃金上昇が進行中

米国のインフレ情勢を過度に心配する必要がないと考える 2 つのトレンドを指摘したい。第一のトレンドは、良いインフレが進行しているということである。失業率が 3% 台と完全雇用状態にある米国の賃金上昇は確かに警戒すべき事柄である。しかし今の賃金上昇は経済成長にとって良い側面があり、スタグフレーションになるような悪い賃金上昇ではないことを強調したい。それは、今回の賃金上昇の 3 つの特徴から結論づけられる。①トラック運転手など低賃金のマッスルワーク労働者の賃金が上がっているが、高賃金の情報産業、公益産業、金融産業などでは大きく下がっており格差が縮小している(図表 6 参照)、②企業の求人難が続いている中で、労働者の自発的離職数が過去最高になっているが、これは労働者が職を選んでいることを示している、つまり労働者のバーゲニングパワーが高まっている(図表 7 参照)、③求人企業は価格転嫁能力がある企業であり、企業の超過利潤が賃金上昇に転換されることにより、消費が高まり成長率が上昇すると予想される、の 3 つである。図表 8、9 に見るように 2016 年頃より企業の単位労働コストが上昇し、労働分配率も底入れ反転し、その傾向がコロナショック以降も継続しているが、どちらも家計の労働所得を高めるもので、経済全体では大変ポジティブな動きと言える。米国経済の最大の問題は企業部門や富裕層に超過利潤が蓄積されそれが実需に結び付きにくいことにあるが、それが是正されつつあるのである。(その詳細分析は次号で展開したい)。なお 2022 年の米国の名目経済成長率は 10% と中国を超える と予想され、それ自体が企業利益に好影響を与える。

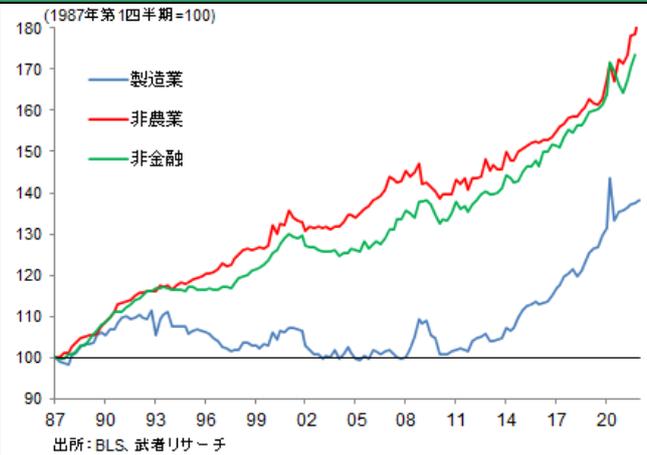
図表 6: 米国セクター別実質賃金推移-非管理労働者(平均時給)



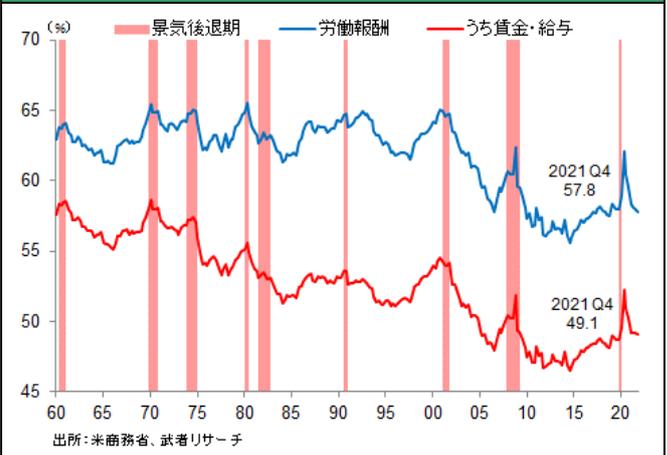
図表 7: 米国における低労働参加率の下での求人難・離職者増 (特に接客/運転手)



図表 8: 米国単位労働コスト推移



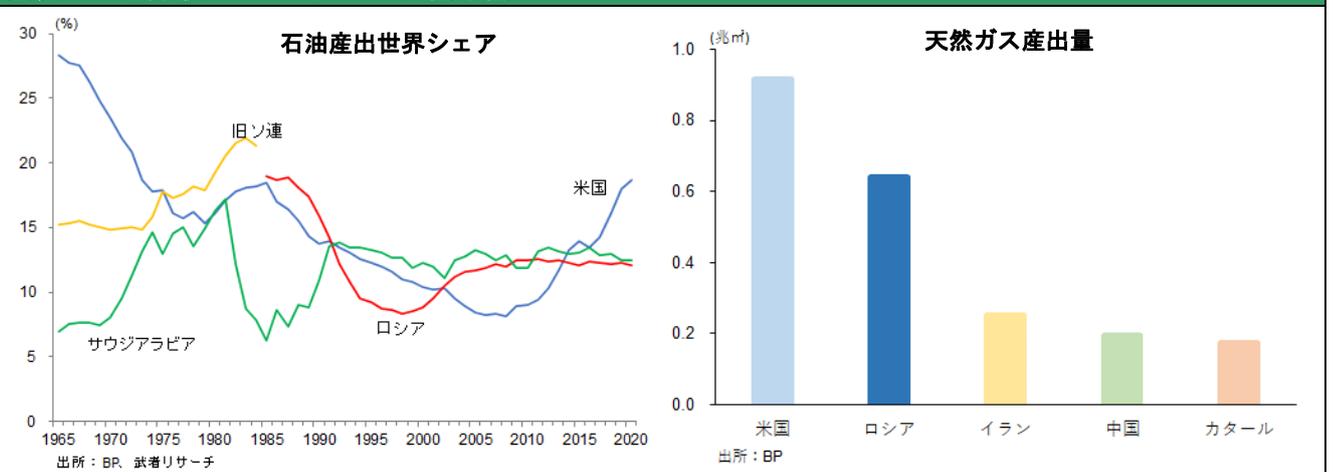
図表 9: 米国労働分配率推移



ドル高、資源輸出国の米国は輸入インフレに最も抵抗力強い

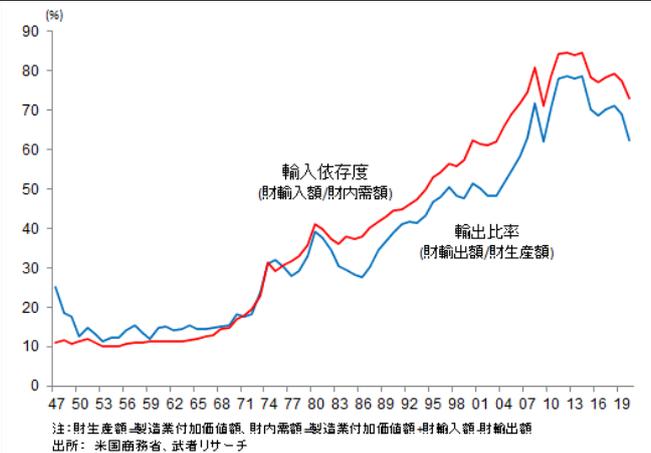
第二のインフレを過度に心配する必要がないと考えるトレンドは、米国の産業的強さとドル高である。米国は高騰している原油と天然ガスの世界最大の産出国かつ純輸出国であり、資源価格の高騰は国全体ではプラス、原油価格上昇は消費者の懐を痛めるが、エネルギー関連企業の収益を大きく押し上げるという構図となっている。同様に高騰している穀物も米国は世界最大の輸出国であり、国全体としてマイナスではない。

図表 10: 世界最大のエネルギー大国米国



さらにドル高が米国物価抑制の大きな力になるだろう。今回のインフレの特徴は図表2に見るように、ここ数十年間で初めて財価格主導(特に耐久財)のインフレであることである。これまで米国のインフレはサービスと資産価格に由来するものであり、アパレルやエレクトロニクス製品等財(製造業製品)の価格はデフレが続いた日本と同様に停滞ないしは下落基調にあった。しかし今回のインフレは国際的供給網の混乱により、財の価格上昇が全体をけん引している。4月のCPI前年比上昇率は耐久財14.0%、非耐久財12.8%、サービス5.4%となっている。そして図表11に見るように、米国で消費される財の70%が輸入依存である。とすることは、前年比14%上昇しているドル高(図表12)は輸入コストを抑えることで財のインフレを抑える決定打になりえることを示唆している。

図表 11: 米国の財輸入依存度と輸出比率推移



図表 12: ドルインデックス推移



このように考えると、今の米国にとってインフレはスタグフレーションに結び付く悪性のものではないと結論付けられる。むしろ世界経済において米国の優位性をより強めるものになる。

以上が米国株のここからの大幅下落が考えられないという理由である。

武者サロンコラボセミナー開催のお知らせ

「今後の世界経済と市場展望 ~世界3重苦のもと、円安から始まる日本の好循環」と題しまして、特別企画コラボセミナーを開催いたします。テクニカルアナリストとして長年ご活躍されている **宮田直彦氏**をお迎えし、ファンダメンタルズとテクニカルの両面から、将来を展望します。

詳細・申込方法は弊社 HP > [武者サロンコラボセミナー 6月30日 詳細・申込](#)

【開催概要】

日時 **2022年6月30日(木)18:30開演 (18:00受付開始)~ 21:20**

会場 **紀尾井フォーラム** 千代田区紀尾井町 4-1 ニューオータニガーデンコート 1F

参加費 **2万円(税込) 受付にて現金のみ**

※お席に簡単なお食事をご用意致します。キャンセルは6月28日迄。

定員 **50名**

【プログラム】

司会 **内田まさみ氏**

講演① **アメリカ悲観論は正しいのか、「悪い円安」は本当か**
株式会社武者リサーチ 代表 **武者 陵司**

講演② **日本再起動へ~日経平均4万円・1ドル=150円に備えよ!**
~ エリオット波動からみた相場展望

株式会社マネースクエア チーフテクニカルアナリスト **宮田直彦氏**

質疑応答と参加者によるディスカッション