

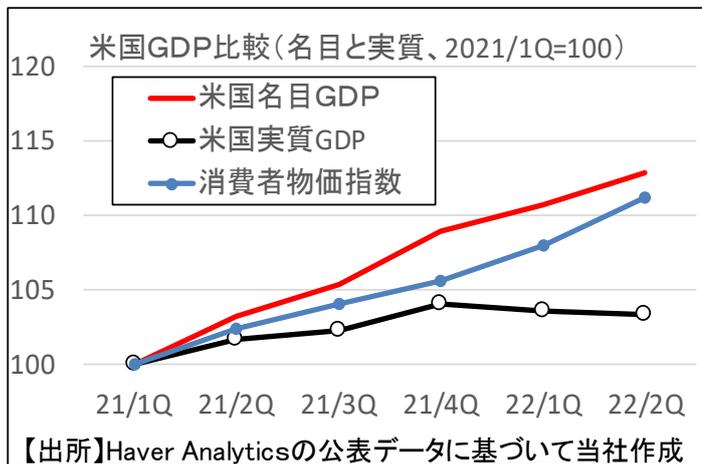


株価を下支え始めた実質と名目の乖離から来る「幽霊利益」

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

マクロの景気とミクロの企業収益は、増減の方向性が一致するのが通例だ。しかし、時として真逆の方向性に動くことがある。これをマクロとミクロの乖離と呼ぶ。これが発生する原因は2つある。1つは労働分配率、結果的に資本分配率が大きく変化することだ。もう1つは物価の大きな変動だ。後者はかつて石油ショックの時代に顕在化して「幽霊利益」と呼ばれたが、2022年にも世界中で発生した可能性が高い。特に悪徳商法とも言える程に便乗値上げを平気で行う企業ほど多くの幽霊利益を出す傾向がある。コロナ禍以降、世界で最も株価が大きく上昇した国にトルコがあげられるが、このメカニズムが効いている。

米国も例外ではない。7月末時点のS&P500の営業利益のコンセンサス予想は、2022年が+5%、2023年が+12%だ。2022年は前半が2四半期連続で実質GDP成長率がマイナスとなった。エコノミストの間では、2023年は景気後退は不可避であり、問題は浅いか深いかだとされている。プラスを維持する企業収益の実績と見通しは、明らかに悲観的なマクロ経済の状況とは違う。この原因を説明するのが下の図だ。2022年前半の実質GDPは2四半期連続で確かに下がった(白点マーカー入り黒線)。



しかし、企業収益の原資である名目GDPは力強く増加したのだ(赤線)。この乖離の原因は青線の物価にある。バイデン大統領はガソリン精製などエネルギー、トラック輸送、食料品などの分野で便乗値上げをする企業を批判し、アマゾンでは悪質な値上げを行う業者をサイトから排除した。青線の物価にはこうした動きも反映されている。実はもう1つ幽霊利益に影響を与えた要因がある。在庫と販売原価の評価だ。日本では先入先出法が一般的だが、米国は後入先出法が多く採用されている。これも粗利益の段階で足元だけでなく将来にも大きな影響を及ぼす。

また、企業収益は業種によって好不調の差異が大きいので注意が必要だ。コロナ禍の真ただ中の企業収益は、業種による二極化を称してK字型と呼ばれた。好調だったのは、港湾で輸入品を積んだ貨物船が行列をなす程、記録的な売上高を記録した家具、家電、PCやスマホやルーターなどのIT機器、更にはネットフリックスなどの巣籠もり関連業界だ。一方、赤字など不調だったのは外出を制約された旅行や外食などだ。しかし、2022年になってやっとコロナ禍が抑制され経済の再開が進むと共に、企業収益は逆K字型になる見通しだ。既にスマホやPCの販売は大きく落ち込み始めた。慣例として決算発表は順番が先にGAFAMなどハイテク系が出される。既に発表されたこれらIT企業は総じて減益の方向性だが、全体の基調ではない。これから遅れて決算発表が出されるサービス業は赤字から黒字への転換など大きく改善する可能性が高い。このように業種によって好不調の差異が大きいのだが、全体としてみればS&P500の営業利益のコンセンサス予想はプラスを維持している。

名目値である株価は言うまでもなく名目の企業収益に反応する。マクロ経済情勢は実質値で見るのが慣例であり正しいが、物価が大きく変動する時は、物価も含む名目値を含めバランスよく見るのが肝要だ。(脱稿 8月2日)

以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。