



I-OWA マンスリー・セミナー講演より インフレは株価にとってプラスか？

講演:小松原 幸明氏、レポーター:川元 由喜子

インフレは、株価にとって良いのか悪いのか。インフレのヘッジに株式投資とよく言いますが、これが本当に成り立つのでしょうか。実際 2013 年から物価は上昇し、2014 年は多分 3%位になっているでしょう。一方、預貯金はほぼゼロ金利ですから、実質マイナス金利で購買力をヘッジできません。マクロ的には、個人が政府にお金を拠出している「金融抑制」の状態ですが、そうでもしないとここまで膨れ上がった政府債務を返していけないということなのでしょう。

では株式はどうか。1970 年まで遡り、足元までの CPI、長期金利、名目 GDP 成長率を並べてみます。基本的に物価が上昇する速度が速い時は、GDP も成長率が高く、株式のリターンも高いということが分かります。ただインフレ・ショックの時など物価は上昇するけれどコストプッシュで企業収益が目減りしてしまうようだと、株価もマイナスになってしまう。これはイメージにも合うでしょう。しかし、ちょっと怖いのはこれからです。インフレ誘導策を実施しても、金融抑制で低金利の中で、実質マイナス金利という状態を日本はまだ経験していないのです。これまでの結果のまま行くものでしょうか。



改めて株式の価格がどうやって決まっているか、期待収益率が何によって決まっているのか考えてみます。株価には色々な理論式がありますが、次の式で表されるキャッシュフロー割引モデルを用いることにします。

$$P = (CF_1) / (k - g)$$

CF_1 が企業の稼ぐキャッシュフロー、 k は割引率、 g はキャッシュフローの成長率です。ある企業が 100 億円を稼いでいて、それが毎年 101 億円、102 億円、と増えていくなれば、成長率は約 1%、100 億円を $(10-1)\%$ で割るので、約 1100 億円の価値のある会社ということになります。成長率が高いほど株価は高くなる、こういう非常に単純な構造です。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

インフレになると、ほぼ売り上げは増加し、コスト構造が同じならば当然キャッシュフローは増えます。毎年増えていくということは、 g は上がる。 g が上がると分母全体は下がるので、CF が一定であっても株価は上がる。これがインフレから株価が上昇するという非常にわかりやすいストーリーです。

しかしインフレによってもたらされるのは、成長率の上昇だけでしょうか。インフレが k や g に与える影響を整理できれば、株価に与える影響が分かるのではないのでしょうか。

k は何から構成されているかという資本コストであり、株主の立場から見れば、その企業に投資する時の期待収益率になります。これはリスク・フリー・レートにエクイティー・プレミアムが乗ったものです。そしてリスク・フリー・レートは、インフレ率に実質金利と期間プレミアムが乗ったものです。かつては上に積み増されていたのだけれど、今は実質金利マイナスという変な状況です。

この状態において、インフレが起きたらどうなるのか。もし期間プレミアムと実質金利が一定であれば、インフレが高進するとリスク・フリー・レート自体も上がりますよね。簡単にわかります。エクイティー・プレミアムも一緒だとしましょう。すると同じように、期待収益率も上がるのです。期待収益率が上がるのは嬉しいのですが、先ほどの式をご覧くださいますと、 g が一緒なら、 k が上がった分だけ株価は下がるということが起き得るのです。

講演ではこの後、過去のインフレと期待収益率の関係を振り返り、さらに今後の金融政策と株式市場の展望などをお話いただきました。