



# インフレのピークはどこか？ 株式投資家が見逃してはならない兆候



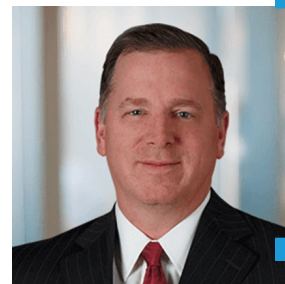
2022年8月26日



ジム・ティアニー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

米国成長株集中投資戦略 最高投資責任者



2022年の株式市場では、インフレが常に重要なトピックとなってきた。しかし、インフレはいずれピークに達するだろう。景気悪化による在庫の急増は 価格を押し下げる可能性が高いからだ。そして、そうなれば企業の利益や株価バリュエーションにも影響が及ぶであろう。

この2年間、消費者は値上がりしていない商品を見つけ出すのに苦慮してきたが、今や風向きが変わりつつある。世界中で在庫が積み上がり始めており、その処分に苦しむ企業は値下げを余儀なくされるだろう。このようにインフレ圧力が後退してくると、この1年ほど株式市場で株価バリュエーションを圧迫してきた要因が剥落する一方で、売上高を維持するために利益率を犠牲にせざるを得ない企業も出てくる。いち早くインフレ

がピークを打つセクターでは、こうした動きが投資に与える影響について考える時期が来ている。

## 自動車市場は正常化へ

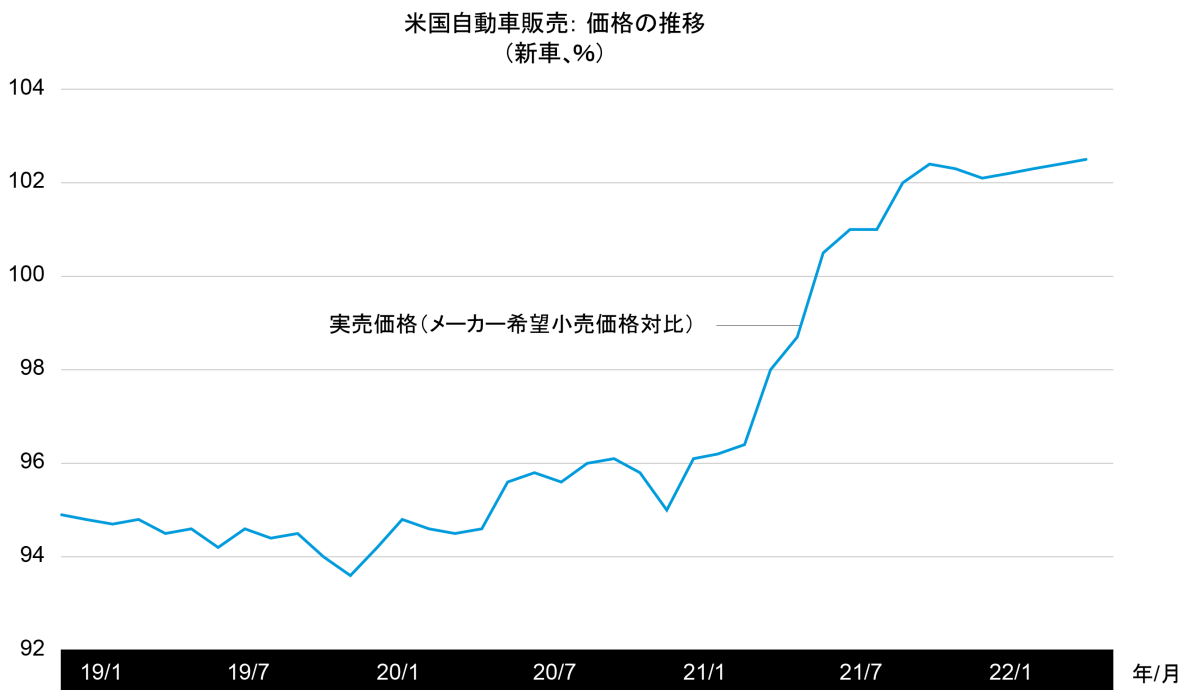
その好例となるのが米国自動車業界である。自動車を購入する消費者は、販売店で価格を交渉し、メーカー希望小売価格から値引きをしてもらうのが長年の通例だが、コロナ禍前の平均的な値引き率は約5%であった(次ページの図表1)。しかし、ここ数年は半導体不足、コロナ禍による工場閉鎖、ウクライナ紛争などが相まって、広範なサプライチェーンの分断が生じ、自動車生産は世界的に大きく制約を受けた。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「ABJ」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年8月1日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABJはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 自動車販売価格はきわめて割高な水準に



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2022年6月30日現在  
出所:コックス・オートモーティブ

ディーラー各社は儲かり過ぎて笑いが止まらなかっただろう。交渉を優位に進めることができるため、2021年の平均販売価格は、メーカー希望小売価格の102%であった。つまり、ディーラーは、在庫不足や市場調整を理由に、定価を上回る値段で販売できていたのだ。言い換えれば、消費者は全く同じ自動車に通常価格の7%増しの代金を支払っていたことになる。ディーラーが大きな利益を享受している一方で、この傾向はインフレに拍車をかけてきた。

では、供給不足が解消すればどうなるのだろうか？最も起こり得ることは、販売価格がメーカー希望小売価格以下に戻り、ディーラーの利益率が低下するというシナリオである。自動車業界は、市況がどのようにデフレに向かい、一部企業の利益を低下させ得るかを示す最たる例である。

### 在庫急増は価格下落の兆候

自動車業界では在庫不足が続いているにもかかわらず、価格下落圧力がすでに表面化し始めている。自動車以外の業界でも、在庫水準に関する各種指標からデフレの引き金となり得る動向が指摘されている。2021年は、サプライチェーン問題を背景に卸売業界・小売業界共に在庫が大幅に減少した(次ページの図表2)。

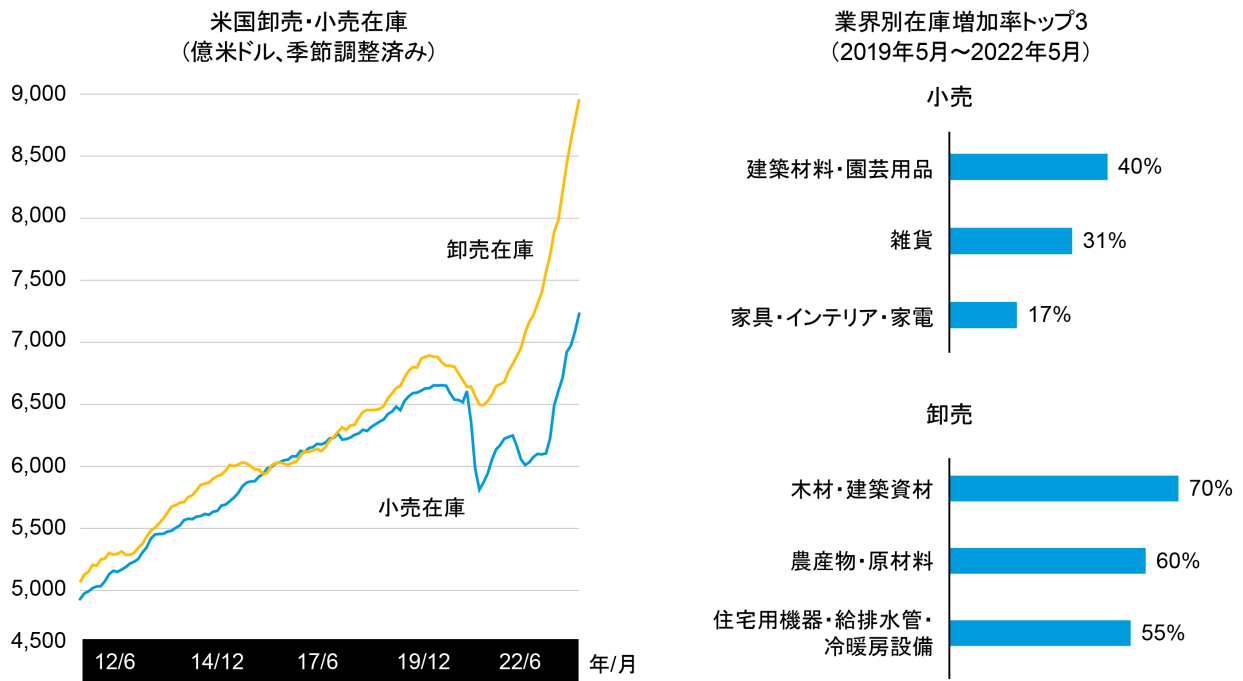
しかし現在では、園芸用品から家電製品に至るまで、さまざまな分野において在庫はコロナ禍前を大きく上回る水準に回復している。そしてこの事実は、消費者の支出動向に急速な変化をもたらしている。

この2年間、消費者は自宅にこもらざるを得なかったため、さまざまな買い物にいそしんでいた。しかし現在、消費は2つの方向に分かれている。食料品、ガソリン、家賃、光熱費等の必需品で一定のインフレが継続しているのに加え、旅行・レジャーなどの体験型消費の価格もまた値上がりが続いている。主としてこの両端で支出が増加している一方、その中間に位置する一般消費財に対する需要は激減し、在庫が膨らんでいる。

### 株式市場に対する影響は？

在庫と需要のこのような傾向は、一般消費財の価格上昇が2023年にかけて大幅に減速することを示唆している。インフレには財よりもサービスの方が大きく影響するため、インフレ全体に関する確実な予想を行うことは困難であるものの、インフレは確実に鈍化している。インフレ率が低下すれば米連邦準備理事会(FRB)は利上げのペースを緩和させることが可能となるため、このところ株価バリュエーションを下落させてきた圧力は軽減されるであろう。

【図表2】 在庫積み上がりを受け、商品価格は下落に



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 左図: 2022年6月30日まで  
 出所: 米国勢調査局、AB

これは株式にとっては朗報である。しかし、企業の収益力は個別企業ごとに大きくかい離する可能性がある。

例えば、米国の小売業界を見てみよう。小売業者の多くはこの2年間、大半の商品を定価で販売してきた。その結果、利益は過去の水準を上回り、売上高も増加した。今後、売上が減速し、値引きによって利益率が低下した場合、業績の下方修正が広範囲で起こるだろう。

このシナリオは悲惨に聞こえるが、それでも勝者は常に存在する。例えばディスカウント・ストアは、こうした状況から恩恵を受けることになるだろう。従来型の小売業者が余剰商品を処分しなければならない時、ディスカウント・ストアは最も有利な取引ができ、高い利益率を得ることができるからだ。米国小売業界のレジェンドであるミッキー・ドレクスラー氏は最近、「覚えていないだけかもしれないが、これほど多くの商品がこれほど大き

く値引きされているのを見たことがない」と述べ、現在の環境を端的に言い表した。

こうした状況下では、株式市場の投資家は厳選投資の姿勢を強めて行く必要がある。持続的な成長トレンドの恩恵を受け、質の高い経営陣を擁し、強力な価格決定力持ち、利益率が安定的ないし改善傾向にある企業は、経済活動がコロナ禍前の水準まで回復する中でさらに成長できる。一方、コロナ禍による一過性の追い風から恩恵を得受けていた企業に対しては、注意する必要がある。そうした恩恵はいずれ予期しない形で幕を閉じる可能性があるためだ。

2022年4-6月期の決算や下半期の業績予想を見ると、ウォーレン・バフェット氏の名言が頭に浮かぶ。「潮が引いてしまうと、誰が裸で泳いでいたかが分かる」というものだ。投資家にとって今は、インフレが引き潮に入った時にあわてなくて良いよう、ポートフォリオを見直すべき時であろう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。