

KAMIYAMA Reports vol. 216

インフレ、グロース銘柄、巣ごもり一巡

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



ここがポイント！

- ✓ グロース銘柄はインフレや高金利に弱くない
- ✓ 巣ごもり一巡と収益環境への信頼改善を待つ
- ✓ ネット関連企業がインフラ・規制産業になるリスク

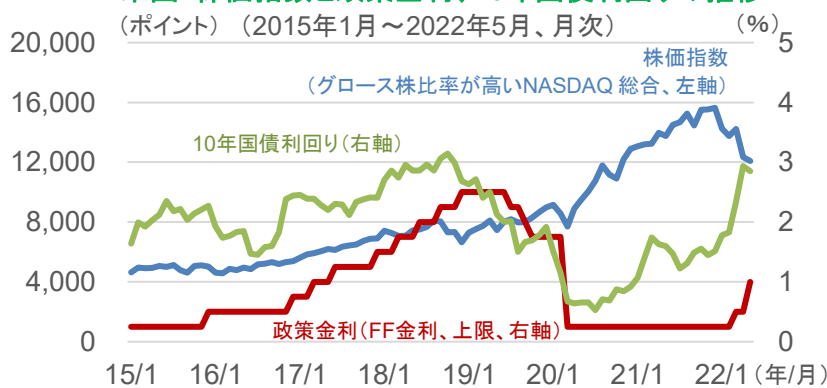
グロース銘柄はインフレや高金利に弱くない

米国は、下げ過ぎた政策金利をコロナ禍前の 2%程度に引き上げようとしている(コロナ禍からの正常化)が、このことが、経済や特定業種の業績を過度に悪化させると心配する必要はない。なぜなら、米国経済は、トランプ前政権の財政出動に加え、雇用や賃金の改善に伴う需要増で一気に回復してきたからだ。

FRB(米連邦準備制度理事会)は、ロシアによるウクライナ侵攻の影響を見極める必要があったことなどから、政策金利の正常化が遅れてしまい、焦ってタカ派的なコメントを出しているようにみえる。主要国によるロシアへの制裁で、ガソリン価格や光熱費などが上昇しているが、米国消費がこれにあまり影響を受けないほど強くなっているため(買うパワーがあるからこそインフレが進む)、FRB は需要を減らしてでもインフレを抑制するというタカ派姿勢に変わったようだ。このことが、政策金利が 2%程度を超える水準まで引き上がる可能性を高め、来年以降の「景気後退(マイナス成長)」のリスクになるとされている。しかし、FRB は、そうなる前に利上げを止めると考えるのが、市場参加者のメイン・シナリオだろう。

カギとなる米国のインフレについては、さらに深刻さを増すとは予想していない。例えば、ロシアに対する制裁が続くとしても、50 米ドル/バレル程度から 100 米ドル/バレル程度に上昇した原油価格は、OPEC プラスが少しずつ増産に踏み切ったこともあり、制裁の継続だけを理由に 200 米ドル/バレルになるとは考えにくい。また、100 米ドル/バレル台が 1 年続くとすれば、原油価格上昇によるインフレ率の押し上げ効果は 0%に近づくことになる。水準と変化の違いがわかれば、インフレ率が自然に低下する傾向を理解できるはずだ。

米国：株価指数と政策金利、10年国債利回りの推移



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

しばしば、メディアなどで「株価は将来の利益を金利で現在価値に割り引くが、将来の利益への依存度が高い銘柄(グロース銘柄)であるほど割引率だけが上昇して株価が下がる」、だから「金利上昇でネット関連企業などグロース銘柄の株価が下がる」と指摘されるが、これは誤解である。

そもそもインフレによる金利上昇ならば、企業の売上や利益もインフレ分成長するはずだ。詳細は「KAMIYAMA Reports Vol.191「金利上昇で株価は下がるのか」」をご覧ください。いわゆる「ハイパーグロース」銘柄の株価も金利の上下動に動かされる「理論」はなく、市場心理の変動と考えるほうが適切だ。

金利が(ハイパーを含む)グロース企業の収益にあまり影響を与えないことは、時間が経てば理解されるようになるだろう。FRB がここまで急いできた利上げのペースを秋ごろから緩め始めると予想しており、心理的な安定も増すとみている。ただし、主要なグロース銘柄について、(偶然だが)金利上昇と同時期に売上や利益成長に陰りが見え始めており、金利上昇とは関係なく、グロース銘柄全体に収益環境への懸念が波及している。これは、長期投資の観点から大きな問題にはならないとみているが、「巣ごもり需要の一巡」と「業界リスク」の二つの懸念を注視する必要がある。この二つの懸念が、最近のグロース銘柄の「バリュエーション調整」、つまりPERの低下につながったとみている。

巣ごもり一巡と収益環境への信頼改善を待つ

動画配信や音楽配信など(ハイパーグロースが多い)娯楽関連の主要ネット企業の決算内容は、予想外に成長の陰りを見せ、巣ごもり需要の一巡感が急速に蔓延し始めている。コロナ禍前に比べて大幅な伸びを示していた娯楽関連企業は、コロナ禍からの正常化が進む米国や英国を中心に成長期待が剥落し、ネット会議などの関連企業も成長に陰りが見え始めている。コロナ禍における成長は、世界の企業が DX(デジタル・トランスフォーメーション)を想定以上に進めたことで、成長の腰折れを心配する声が少なかっただけに、単なる「ブーム」に過ぎなかったのでは、という疑念が生じたようだ。

短期的には成長の勢いが弱ったように映るが、これまで進んできたテレワークやワーケーション、ネット会議の利用機会がなくなるとは考えにくい。まずは、これらの関連銘柄の中で、収益が安定した企業と不安定な企業の二極化が鮮明になり、安定した企業から株価の回復が期待されるだろう。その後、収益が不安定な企業の中から、今後の収益環境の改善が期待される銘柄が増えてくるとみている。こうして、巣ごもり需要の剥落を乗り越えた企業の淘汰と成長のプロセスが見えてくることになろう。

金利と収益の関係が薄いこと、テレワークの定着などを背景とした成長環境、企業の利益成長度合いを確認するために、7月、10月、来年1月の3四半期程度の決算発表を経ることで、グロース銘柄全体の長期成長への不信感の払しょくが、徐々に進むと期待する。

ネット関連企業がインフラ・規制産業になるリスク

巣ごもり需要の一巡は、市場のサイクル的な物色動向の一つといえ、収益環境の改善で株価は回復するとみているが、しばしば問題になってきた、ネット関連企業の構造的なリスク要因が残る。

> 主な構造的リスク要因

- 1) 独占禁止問題: ネット小売りの出店者に対し、プラットフォームが「優越的地位の濫用」が疑われる支払い方法などの条件を付けることを禁止される、といったことで、一部プラットフォームの収益が減少する恐れがある。
- 2) プライバシー問題: 広告を出す際にユーザー情報の利用を制限するといったことで、SNS(投稿サイト)運営会社の広告効果の低下や収益が減少する恐れがある。
- 3) データ流出保護: 主に安全保障上の問題で、さまざまな消費行動を含む情報が漏洩しないよう、情報をクラウドではなく、国内にサーバーを設置して保管する義務などを含んでおり、これがコスト増につながる恐れがある。
- 4) 表現の自由: 政治家発のフェイクニュースを排除するといった、判断が難しい内容の精査をするためのコストが増える恐れがある。

これら規制強化は、長期的に見れば、電力やガスなどのインフラ業界と同じように、ネット関連のプラットフォーム事業が規制に依存する業界になる恐れにつながっている。今のところ、現時点のビジネス・モデルを破壊するものではなく、世界規模での成長性は高いとみているが、今後の規制動向には注意が必要である。

<KAMIYAMA View コーナー> www.nikkoam.com/market/kamiyama-view

★KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説) ★KAMIYAMA Seconds! (動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説)

★投資ってなんだ!? (レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介します)

facebook www.facebook.com/nikkoam Twitter twitter.com/NikkoAMofficial

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等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。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)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、元金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。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引、株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)および暗号資産関連店頭デリバティブ取引(以下、「暗号資産CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引、株価指数CFDおよび暗号資産CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上以上の期間の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【暗号資産CFD】暗号資産は法定通貨(本邦通貨又は外国通貨)ではなく、特定の者によりその価値を保証されているものではなく、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済に使用することができます。暗号資産CFDは、暗号資産の価格変動によって、元本損失が生じることがあります。また、預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象銘柄の相場変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、取引金額(銘柄レート×取引数量)×50%以上の額とします。発注証拠金・取引単位は銘柄ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品賃料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書をご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】取引手数料は無料ですが、建玉を翌営業日に繰り越した場合に建玉金額の0.04%をご負担いただきます。スプレッドは、銘柄ごとに異なり、対象暗号資産の相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。