



# 足元のインフレ率が急上昇しても グロース株の強さは揺るがず

米国におけるインフレ率の急上昇は長続きしない見込み

2021年7月

## サマリー

- 足元、米国のインフレ率が急激に上昇しており、数十年続いてきた低インフレ/低金利環境に慣れ親しんできた投資家にとって不透明感が台頭してきた。
- 特に成長企業にとって、高インフレと金利上昇見通しは短期的に厳しい環境を意味する。
- しかし、我々は米国のインフレ率が長期的に高止まりするとは考えておらず、成長企業に対してポジティブな見通しを維持している。



**Taymour Tammadon**  
米国大型グロース株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

米国経済は過去最大級の落ち込みから立ち直り、楽観的な見通しが広がっていましたが、足元ではインフレ率の急上昇で先行きが不安視されるようになりました。6月の米消費者物価指数（CPI）の上昇率が前年同月比5.4%と米連邦準備理事会（FRB）の目標である2%を大きく上回る水準に達し、予想より早い政策対応が必要となるかもしれないとの懸念が強まっていました。その影響で株式市場のボラティリティが高まり、特にグロース株に対する売り圧力が強まっていました。

2021年はグロース株からバリュー株へのいわゆる「グレート・ローテーション」が既に起きており、インフレ圧力の高まりによりグロース株にとって短期的により厳しい状況になります。今後はインフレ率の変動がさらに大きくなり、近年と比べて、その変動幅が拡大する可能性があります。しかし、我々はインフレ率が長期的に高止まりするとは考えておらず、成長企業とそのフリーキャッシュフロー創出能力について長期的にポジティブな見通しを維持しています。



## インフレ率の急上昇は長続きせず

米国のインフレ率が一気に2008年以来の高水準に達したことは、20年間も低インフレ/低金利に慣れ親しんできた投資家にとっては懸念材料です。金利上昇は、将来のキャッシュフローの割引率上昇を意味し、バリュエーションに影響が及ぶことから成長企業にとっては特に大きな問題です。

しかし、インフレ率の上昇が予想外だったわけではありません。経済活動が再開され、政府や中央銀行による経済対策の効果が広がるにつれ、これは当然警戒すべきリスクでした。コロナ禍では家計の貯蓄が積み上がっていたことから、ワクチン接種が進むにつれ、この間に溜まった繰延需要が解放されます。

我々はインフレ率が長期的に見てFRBが目標とする2%前後に戻るまで、12-18ヵ月かかると予想しています。金融市場では現在、長期的に2%前後のCPI上昇率が織り込まれていることから、これは市場の想定とも一致します。

# 5.4%

2021年6月の  
米CPI上昇率は  
2008年以来的  
高水準

## グロース株の見通しを左右する3つのファクター



### 長期のインフレ期待

インフレ期待に関するデータは、インフレ率の上昇は一時的と考える我々の見方を裏付けています。市場は高インフレの持続を想定していないようです。米10年国債利回りから算出したブレイクイーブン・インフレ率（BEI: 市場の予想物価上昇率）は、今後10年の米国インフレ期待を示します。図表1はBEIが2020年初めを底に急上昇していることを示しており、一見すると大きな動きであるように見受けられます。しかし、BEIは2%前後の予想インフレ率の水準に戻っているにすぎず、足元のインフレ率5.4%には遠く及びません。

株式市場からも同様のメッセージを読み取ることができます。

2020年1-3月期の株価下落の程度を考えると、米国株式市場のこれまでの回復は驚異的といわざるを得ません。ボラティリティがここ数ヵ月高まる一方で、S&P500指数の年初来リターンは14.4%となっています<sup>1</sup>。



### 企業業績は力強く回復

企業部門に目を向けると、2020年1-3月期に急激に落ち込んだ利益がここ数四半期は大きく回復しています。過去12ヵ月に実施された政府の大規模な経済対策が業績回復に少なからず寄与したことは言うまでもありませんが、このレベルの政策支援が今後も続くとは思えません。そこで問題になるのが足元の業績回復は持続可能かという点です。米国景気は短期的に循環的急回復が見込まれ、回復が本格化するにつれGDP成長率は年率6%前後に至ると予想されます。

## 米国の長期インフレ期待は落ち着いている

（図表1）米国の10年ブレイクイーブン・インフレ率



2021年6月30日時点。  
10年ブレイクイーブン・インフレ率は米国のインフレ期待の尺度で、米名目10年国債と米物価連動国債の利回り格差を表しています。

出所: セントルイス連邦準備銀行、データ分析はティール・ロウ・ブライス。

<sup>1</sup> 出所: 金融データの分析の提供はファクトセット。 Copyright 2021 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。2021年6月30日時点。

このような高水準の経済成長ペースは長続きしないと見込まれますが、少なくとも今後12-18ヵ月は好調な景気が企業業績の順調な回復を支えるでしょう。



### ビジネスモデルの有効性は継続する見込み

投資家はグロース株から割安株の中でも景気敏感な銘柄に資金を移しており、グロース株からバリュー株への「グレート・ローテーション」が本格化しています。しかし、この「リフレ・トレード」が一巡すれば、バリュエーションは長期平均に収れんするでしょう。今後はリターンの獲得が難しくなると見込まれ、フリーキャッシュフローを長期的に一貫して伸ばすことのできるグロース株の魅力が再評価されると見えています。

実際、2021年はバリュー株の相対パフォーマンスが好調ですが、成長企業の見通しが大きく変わったことを示唆する材料はほとんどありません。おそらく今後問われるのは、米国の株式時価総額上位の成長企業が過去10年のような驚異的なリターンを今後10年にわたり達成できるかという問題でしょう。

不確定要素が非常に多いことから、この質問に確信を持って答えるのは不可能ですが、これらの企業の根底にあるビジネスモデルが突然機能しなくなったわけではありません。

競争優位性や価格決定力、高い利益率、安定した巨大市場における圧倒的なポジションなど、我々が長期成長企業に求めるクオリティは一向に衰えていません。

AlphabetとFacebookは過去10年で最も成功した米企業の代表格です。これは、これら2社がデジタル広告分野の圧倒的プレーヤーであることが主な要因です。インターネットの急速な普及とデジタル・プラットフォームの利用人口の急増に伴って、デジタル広告は瞬く間に最も効果的かつ好まれる広告形態となっています。

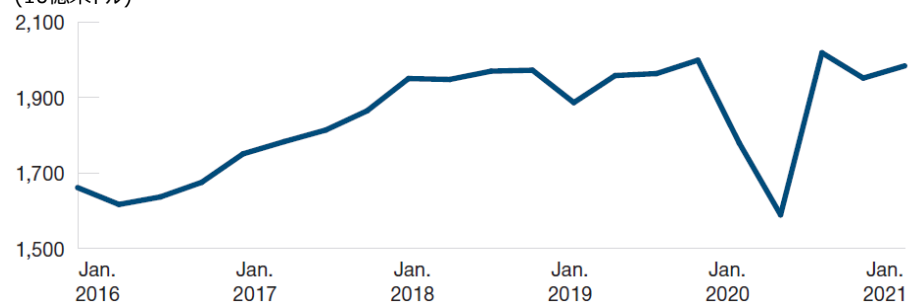
デジタル広告への支出は急増しており、今後もさらに伸びると予想されます。そして、この長期的な成長分野における確立された圧倒的プレーヤーとして両社は今後数年にわたり市場平均を上回るペースで成長し続ける可能性が十分あります。

また、eコマースの巨人Amazonも改革を進め、新たな成長分野を見つける能力を見事に証明しています。同社に関しては、広範囲にわたる物流体制が長期的に成長を牽引する可能性があると考えています。さらに、同社のデジタル広告ビジネスはAlphabetやFacebookに比べるとまだ非常に小さいものの、将来的に大きな成長機会を提供するでしょう。

## 企業業績は2020年初め以降、力強く回復

(図表2) 米国企業の純利益 (四半期ベース)

(10億米ドル)



過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

2021年1月31日時点。

米企業の四半期税引き後利益 (季節調整済み)。

出所: セントルイス連邦準備銀行、データ分析はティール・ロウ・プライス。

“  
…コロナ禍により、  
多くの成長企業は  
新たな環境に対応し、  
事業効率や  
顧客サービスを  
改善することを  
求められた

コロナ禍により、多くの成長企業は新たな環境に対応し、事業効率や顧客サービスを改善することを求められました。例えば、2020年は外出制限下で、人々がオンラインでの買い物を余儀なくされ、インターネット通販が幅広く普及しました。この結果、Amazonなどの企業は顧客サービスの向上を目指し、事業の効率化や物流体制強化のため巨額の投資を行いました。食料雑貨はかつてAmazonでは顧客の評価が最も低い分野でしたが、この12ヵ月で状況が大きく改善しました。今後eコマースとデジタル広告への投資が増えると予想しています。

#### 米国の成長企業の魅力は変わらず

成長企業の最大の魅力は、長期にわたりフリーキャッシュフローを成長させる能力にあります。これは、企業が創出する黒字、つまり自由に使えるキャッシュを意味することから、最も重要な特性です。過去10年に米国の成長企業が創出したフリーキャッシュフローの累積伸び率は非常に高く、現在はこの能力が過去12ヵ月で大きく損なわれたか、もしくは消失したかが問われています。我々はこの能力は変わっていないと確信しており、フリーキャッシュフローを長期にわたり伸ばす成長企業の基本的な能力は健在と考えています。

上記の個別銘柄は情報提供のみを目的に掲載したもので、推奨を目的としたものではありません。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て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、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の通減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会