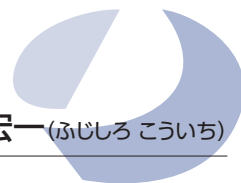


『1Q97』

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)



改めて「デフレ」

名目GDPの事実上のピークは1997年1Qに付けた522兆円だ(97年度は消費増税により名目値が嵩上げされているため除外)。それに対して直近2014年4Qのそれは消費税率8%への増税を含めても490兆円となっており、これはこの17年間に日本経済の規模が縮小したことを映し出している。物価調整をした実質GDPが10%増加したのとは対照的だ。

改めて強調するまでもないが、デフレとは物価が持続的に下落する状態であり、そうした状況下では当然のごとく賃金も下がる。消費者の立場からは“良い物が安く買える”とデフレを歓迎することもできるが、そうした人は必ず“自分の給料が下がらなければ”という暗黙の前提を置いているため、デフレで得をしているとは限らない。消費者しか存在しない世界であれば賃金と物価が同時に下がっても実質的な購買力は維持されるので、そこだけを切り取って議論すれば無害なのだが、現実的には弊害の方が圧倒的に大きい。至極当然だが、現実の世界には企業と投資家が存在するからだ。企業は利益を最大化するために売上を拡大する必要があるし、投資家はプラスのリターンを獲得するためにそれができる企業に投資する必要がある。そう考えると“良い物でも安くしないと売れない”デフレは企業にとって好ましくないばかりか、企業と運命共同体にある投資家にとっても好ましくない。理由は単純。売上が減少するなかで利益を最大化することは困難を極めるからだ。デフレで株価が停滞する理由はそこにあり、同時に株価下落こそがデフレの真の弊害と言える。“良い株が安く買える”状態は決して喜ばしくない。

『1Q97』

最近では日経平均株価が15年ぶりの水準を回復したこともあって〇〇バブルといった言葉が飛び交っている。日経平均株価が2012年のボトムから僅か3年弱で2倍以上も跳ね上がったからそうした言葉が飛び交うのも無理はないだろう。しかしながら、バブルの警鐘を鳴らす前に、名目GDPがアベノミクス開始以降のインフレ率拡大を追い風に97年当時の水準まで僅か6%に迫っていることを評価する必要がある。名目GDPは年率2%程度(実質1%、インフレ1%)の成長を達成すれば、2018年頃には97年1Qの水準を凌駕する計算だ。だとすれば、株価がそれに先んじて当時の水準を回復することに大きな違和感はなくなるだろう。

とはいえ名目GDPと株価は、名目GDPが500兆円なら日経平均は2万円といったように1対1の関係が成立するわけではなく、寧ろ投資家の期待(予想)次第で名目GDPから大幅に乖離するのが常だ。投資家の期待に重大な影響を与える要因は実に様々だが、今次局面では企業行動の変化、とりわけROE重視の経営が注目される。最近では議決権行使助言最大手が過去5年平均のROEが5%を下回る企業について、株主に取締役選任議案に反対するよう勧告するなど投資家の目も厳しくなっているが、企業もROEの目標を経営計画に明記するなどして重要な課題に位置づけている。

TOPIX構成銘柄のROEは9%程度まで高まっており、一般に合格基準とされる8%を超えているが、それでも欧米企業には見劣りすることに変わりは無い。1Q97に戻るためにはROEの更なる向上が必要だろう。