

株価の追い風は風へ

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)

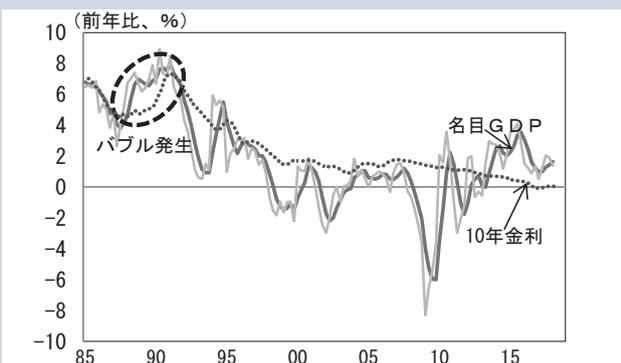
粗利益の増収率が鈍化

1990年代前半以降の日本のように名目GDP成長率(以下、名目成長率)が伸び悩み、「名目成長率<10年金利」の状態があると資産デフレに陥りやすい。名目成長率が長期金利を持続的に下回ることは、調達コスト対比で投資機会が乏しい状況を意味することから、金融引き締め的な環境と考えることができる。そうした下で、企業の粗利益に相当する名目成長率が鈍化・マイナスになることは、株式市場への逆風に他ならない。反対に「名目成長率>10年金利」の状態にある時、資産価格には追い風が吹く。1990年前後の日本、2000年代半ばの欧米で観察されたバブルは、名目成長率対比で低利な資金調達が可能だったことから過大なリスクテイクが助長され、証券・不動産市場へ資金が流入した、という説明が可能だろう。日本の株式市場において「名目成長率>10年金利」を満たす場面で、株式時価総額の名目GDP比が100%を超えるのは、そうした環境が投資家に有利であることを物語っている。株式時価総額の名目GDP比が100%を超えたことをもって資産バブルと言うつもりはないが「名目成長率>10年金利」の状態が資産価格の上昇を促すことは確かだろう。名目成長率と10年金利の差は資産価格への追い

風の風速というわけだ。

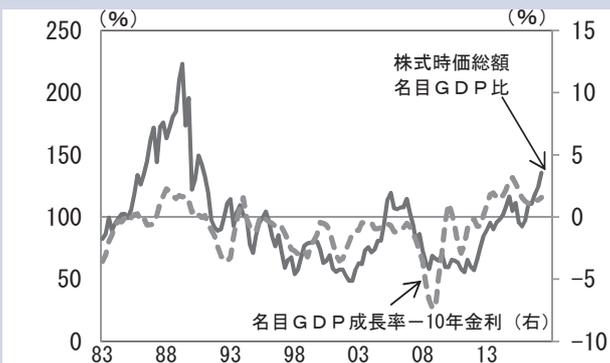
しかしながら、ここへ来て追い風は弱まっている。2018年1-3月期に名目GDPは前期比年率▲1.6%と6四半期ぶりに減少。GDPデフレーターが前期比マイナスになったため、実質GDPの前期比年率▲0.6%よりも減少幅が大きかった。付加価値の単価とも言うべきGDPデフレーターのマイナスは、企業収益の圧迫に他ならず、株価への影響が懸念される。日銀の金融緩和姿勢に変化がない限り、金利上昇によって金融環境が引き締め方向に変化する心配は小さいのだが、企業の粗利益に相当する名目GDPの成長率が鈍化すれば、資産価格への追い風は風へと変わる。筆者は堅調な企業業績に鑑みて、日本株が年率10%程度の上昇基調を維持するとの見通しを維持している。従来、そうした予想のリスクは上下に均衡していると考えてきたが、①4月以降、原油価格が上昇傾向にあること、②価格改定が集中する4月以降も企業の慎重な価格設定スタンスに変化がない、という2つの収益圧迫要因を踏まえると、株価の上振れリスクが幾分低下している印象だ。人手不足感が強い下、先行きは賃金・物価が共に上昇し、名目成長率が再加速すると期待するが、そうした楽観シナリオが実現しない展開にも備えておきたい。

資料1 名目GDP・10年金利



(備考) Thomson Reutersにより作成 4四半期平均

資料2 株式時価総額



(備考) Thomson Reutersにより作成