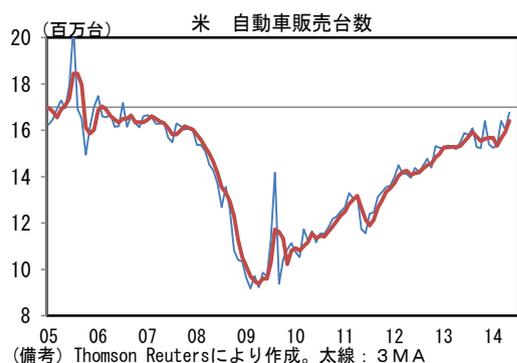
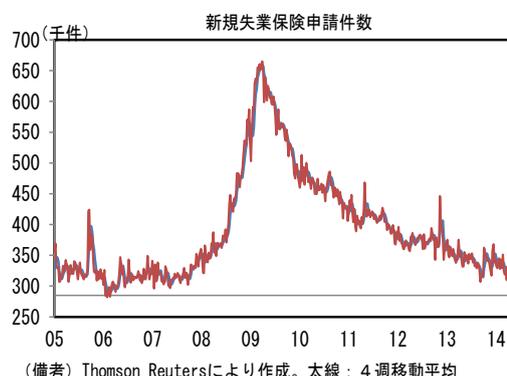
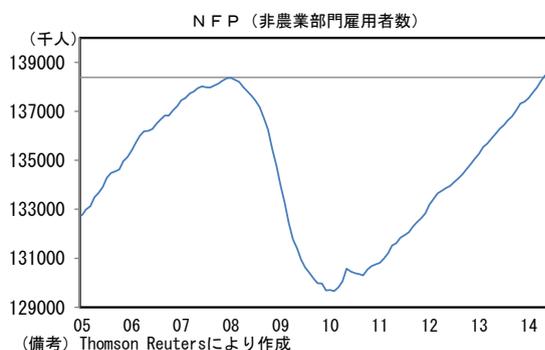


世界ランク 1 位の突破力には敵わない。それでも日本の突破力はますます。

2014年 6 月 23 日 (月)

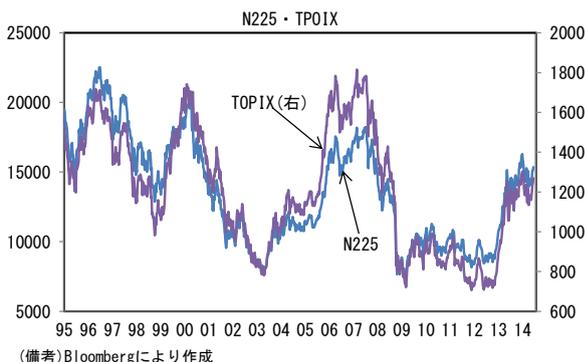
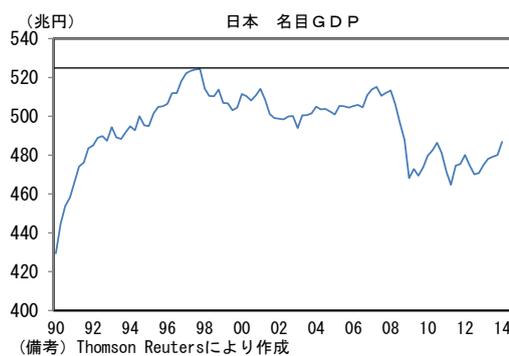
第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

経済規模で世界ランク 1 位の米国では (ある意味 GDP よりも重要な) NFP が景気後退前の水準を突破したほか、景気後退前の水準を既に凌駕した指標や射程距離に入れている指標が数多く存在しており、景気回復局面から景気拡大局面への移行を象徴する動きが目立つ。最近では、新規失業保険申請件数の著しい減少や好調な自動車販売台数、それを映じた鉱工業生産の増加と設備稼働率の高まりなどが代表的だ。厳密には実質 GDP が 2011 年 2 Q に最高を更新していたため、約 3 年前から既に景気拡大局面入りしていたのだが、当時の成長に連邦政府や FED からの追加的支援が大きく寄与していたことを重視すれば、真の意味での景気拡大局面がここ数カ月に始まったとしても大きな違和感はないだろう。景気の先行指標である株価が GDP よりも遅く NFP よりも早く史上最高値を更新したことがそれを物語っている。また、米経済については、自律成長という新たなフェーズの下で今後も安定的な成長軌道を辿るとの見方が大勢。現時点において景気がピークアウトする兆候はみられていない。

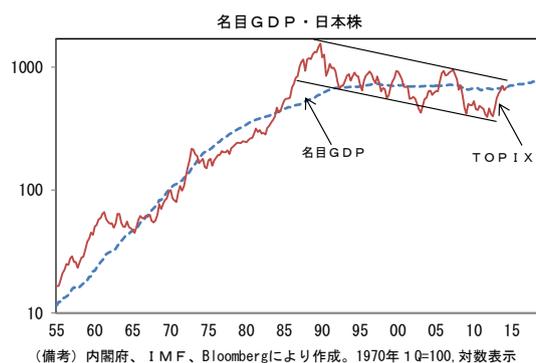
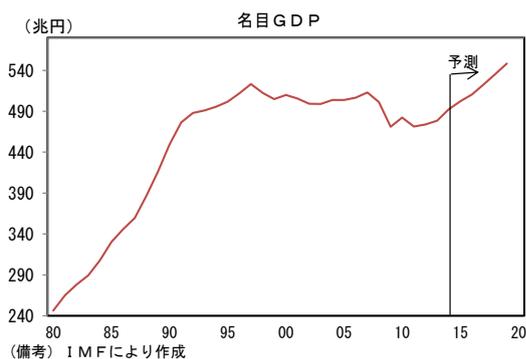
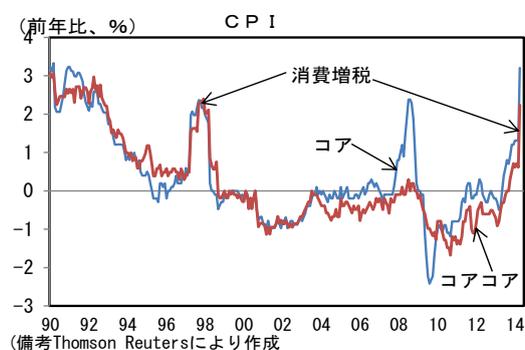
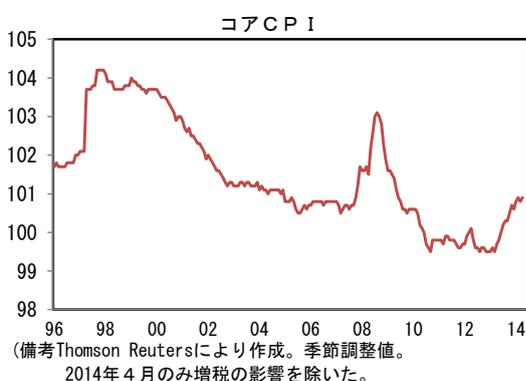


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

他方、日本の実質GDPも2014年1-3月期にそれまでの最高水準だった2008年1-3月期水準を捉え、過去最高を更新した。消費増税を前にした駆け込み需要が成長を押し上げたのは事実だが、東日本大震災という固有の要因を乗り越えつつ、英国やフランスと同等のペースで景気後退前の水準を凌駕したことは素直に評価して良いだろう。まずまずの突破力と言える。しかし、実質GDPが順調に拡大しているのをよそに名目GDPは景気後退前の水準はおろか97年の過去最高に遠く及ばない水準で推移している。企業売上高（法人企業統計）や名目雇用者報酬（SNA）も既往ピークを大きく下回って推移しており、デフレ突入後の97年以降、名目ベースの経済規模が縮小したことが一目瞭然だ。これは2012年11月からの日本株ラリーにも拘らず、今もなお株価がデフレ元年の97年（=96年末）水準を大きく下回っていることと整合的だ。96年後半の日経平均とTOPIXはそれぞれ20000円、1500pt近傍であり、この間の名目GDP縮小を反映した動きと言える。結局のところ、企業にとって最も重要な名目売上高（名目GDPの代理変数）が伸びないならば、いくら実質ベースで経済活動が拡大しても、資産価格（株価）には反映されず、また、縮小均衡のなかでは利潤最大化ミッションの下、売上高減少を雇用者報酬削減によりカバーする必要が生じるため、賃金は下落を余儀なくされるということだ。



しかしながら、過去1年半余りの間、日本の突破力が“名実”ともに劇的な回復力をみせていることは事実。先進国を中心に世界経済が回復力を増すなか、絶妙なタイミングでQQEが発動され、円安による輸入物価上昇が生じた。それが企業の値下げ競争に歯止めをかけることを通じてコアCPIを前年比で1%台半ばまで持ち上げたほか、円安メリットを享受した好調な企業業績を背景に企業マインドが回復、株価上昇による資産効果や賃上げ機運の高まりも手伝って消費者マインドも改善させた。両者のマインドが揃って改善したことで価格転嫁や高付加価値による値上げが可能になり、コアコア物価は消費増税を除いたベースで明確なプラス圏に浮上、デフレ経済入り前の90年代後半のトレンドに回帰した。GDPデフレータは輸入物価上昇による下押し圧力を受けるため、GDP成長率の名実逆転こそ完全には解消されていないものの、2012年4Qから名目GDPは6四半期連続でプラス成長を達成。6四半期連続増加は1992年以来の快挙だ。こうした日本のデフレ脱却の動きを踏まえ、IMFも日本の名目成長率を強気に予想している。IMF予想にもとづけば、日本の名目GDPは2018年には536兆円（消費増税による嵩上げ分は要割引）に達するとされており、約20年ぶりに過去最高を更新することになる。日本の名目GDPが縮小を始める直前の96年後半、日経平均が20000円、TOPIXが1500pt近傍で推移していたこと、及び超長期の名目GDPと株価に密接な関係があることを改めて強調しておきたい。名目GDPの過去最高更新が視野に入るなか、デフレ突入前の株価水準を中長期的なターゲットとしても何ら違和感はないだろう。日本（代表）の突破力に期待。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。