

盲点：GDPの名実逆転
株価見通しは慎重維持

2017年8月15日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

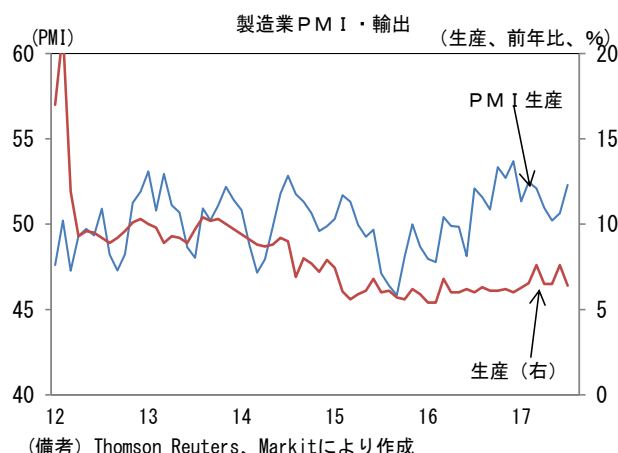
・欧米で主要指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。地政学リスクが燻る中ではあったが、10日の大幅下落を埋める展開が継続。WT I原油は47.59ドル（+0.23ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDの強さが目立った。ダドリー・NY連銀総裁が「年内にあと1回の利上げ実施を支持」と発言したことを受けて米金利上昇・USD高の展開。原油価格下落を受けて資源国通貨が売られ易かったことと相俟ってUSD買いが膨らんだ。USD/JPYは109後半まで水準を切り上げ、EUR/USDは1.18を割れた。
- ・前日の米10年金利は2.219%（+3.0bp）で引け。株式市場が堅調に推移したことに加え、上述のダドリーNY連銀総裁の発言を材料に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.408%、+2.4bp）、フランスが金利上昇となった一方、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインがタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は、前日に大幅安となった反動から高く寄り付いた後、USD/JPY上昇を伴って上げ幅拡大（10：00）。
- ・14日に発表された中国の7月の経済指標は以下のとおり押し並べて弱い結果となった。鉱工業生産は前年比+6.4%と市場予想（+7.1%）を大幅に下回り、6月から1.2%ptの急減速。①6月の高い伸びの反動と、②最新の製造業PMIが再加速していたことを踏まえると、8月は反発が見込まれるとはいえ、7-9月期の成長減速を印象付けるデータである。その他では、固定資産投資が前年比+8.3%と0.3%pt減速して予想を下振れたほか、小売売上高も+10.4%へと0.6%ptも減速。2015年夏から16年春頃までのように短期金融市場、株式市場、人民元相場の波乱を引き起こす事態には至っていないが、今回のデータは不動産市場を起点とする内需拡大が終焉しつつあることを浮き彫りにしている。



< #名実逆転 #GDPデフレーター #日経平均は19000円で据え置き >

- ・ 4-6 月期の実質GDPは前期比年率+4.0%と高成長達成も、リスク性資産にとっては、GDPデフレーターが前年比▲0.4%と4 四半期連続でマイナス圏に推移していることが懸念事項。この4-6 月期こそ国内需要デフレーター (±0.0%→+0.4%) の下げ止まりからマイナス幅が縮小したものの、なお上昇圧力に乏しい状況にあり、このことは企業の価格決定力の弱さを浮き彫りにしている。
- ・ 盲点になりがちだが、この1 年ほどのGDPデフレーターのマイナス転化は、前年比でみたGDP成長率が「名実逆転」の状態にあることを意味する。潜在成長率を上回る実質GDP成長率が注目される一方、名目GDPの前年比伸び率のトレンドが1%台前半まで鈍化していることは、さほど注目されていない。名目GDPは2014年10-12月期から15年10-12月期まで平均3%超の成長軌道にあったことを踏まえると基調的な鈍化が鮮明。10年金利との比較では、なお株式を中心とするリスク性資産にポジティブな状態にあるとはいえ、資産デフレとの決別には安定して2%超の成長が望ましい。
- ・ 中期的な視点として、需給ギャップがプラス転化する下でGDPデフレーター (特に国内需要デフレーター) の上昇傾向が定着するか否かに注目。実質GDP成長率の1%超とGDPデフレーターの1%が理想的だが、企業の価格設定スタンスが予想外に慎重であることに鑑みると、後者の達成は微妙なところ。ここへ来て日本株の上値の重さやバリュエーション指標の割安さを指摘する声が目立つが、GDPデフレーター以外にも幾つかのインフレ指標が企業の価格決定力の向上に疑問を投げかけていることを踏まえると、目下の株価水準にさほど違和感はない。
- ・ 筆者はそうした現状に鑑みて、日経平均株価の見通しを昨秋以来19000円で据え置いている。好調な企業収益に照らし合わせ上方修正を検討したいところだが、企業の価格決定力の回復に自信が持てるまでもう少し様子を見たい。

