

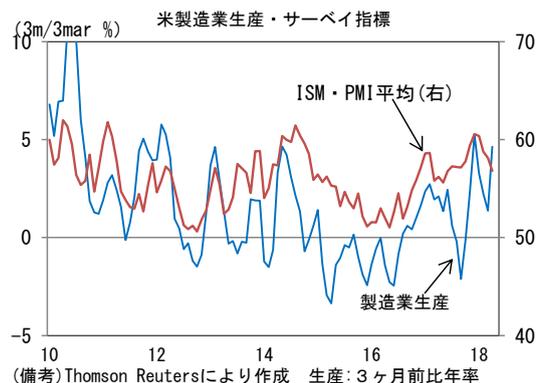
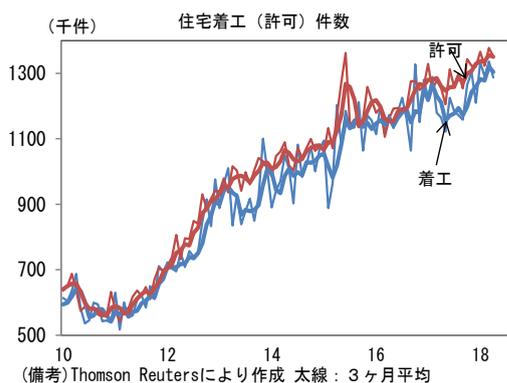
名目GDPに打撃 ～原油価格、GDPデフレーターを注視～

2018年5月17日（木）

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】

- ・4月米住宅着工件数は前月比▲3.7%、128.7万件と市場予想よりやや弱めの結果となったものの、過去分は上方修正された。戸建てが前月比+0.1%と微増した反面、集合住宅が▲11.3%へと反落。許可件数は全体が▲3.7%、戸建てが+0.3%、集合住宅が▲4.3%。単月で振れはあるものの、総じてみれば緩やかな増加基調にある。建設市場は労働者不足などの制約があるとはいえ、既発表のNAHB住宅市場指数が異例の高水準到達が示すよう、活況を呈している。
- ・4月米鉱工業生産は前月比+0.7%と3ヶ月連続の増産。鉱業が+1.1%、公益が+1.9%とそれぞれ堅調に推移すると同時に製造業が+0.5%、同3ヶ月平均で+0.6%の増産。製造業生産はサーベイ指標が示唆していたとおりの強いモメンタムが実現している。4月は過去2ヶ月に高い伸びを示していた自動車・同部品が減産だった一方、産業用機械、建設供給品等が増産。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反発。米長期金利は3%を突破し一段と上昇したものの、これまで業績が冴えなかった小売大手の決算が予想比強かったことで小売株主導の上昇。WT I 原油は71.49ドル（+0.18ドル）で引け。
- ・前日のG10 通貨は米長期金利上昇と原油価格上昇が併存するもとCAD、AUD、NOK、NZDが買われ、反対にEUR、SEK、DKKといった欧州通貨が軟調。EUR/USDは一時1.18を割れ、18年入り後の上昇を帳消しに。他方、前日に米10年金利3%突破を契機にUSD/JPYは110に到達した反動もあってこの日は上昇一服。
- ・前日の米10年金利は3.096%（+2.4bp）で引け。米指標堅調、原油価格高止まりを背景にこの日も金利上昇。もっとも30年金利は3.217%（+1.7bp）と頭打ち感が強まっており、5-30年、10-30年金利差は縮小。カーブのフラット化傾向に鑑みると10年金利が一段と水準を切り上げ、3.25%など次の節目に到達する可能性は高くないだろう。欧州債市場（10年）はドイツ（0.606%、▲3.9bp）、フランスが金利低下となった反面、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドはイタリアが大幅にワイドニング。イタリア新政府とEUの対立が激化するとの懸念が背景。5つ星運動と同盟が作成した草案によると、ECBが購入したイタリア国債2500億ユーロに対してその債務減免を求めるといふ。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

・日本株は米国株上昇に追随して小高く寄り付いた後、もみ合い（10：30）。

< #機械受注 #名目GDP #原油価格 #GDPデフレーター #企業収益圧迫 >

- ・3月コア機械受注（民需、除船電）は前月比▲3.9%と市場予想をやや下回った。もっとも3ヶ月平均で見れば前月比+2.0%、1-3月期では前期比+3.3%と堅調に推移しており、内閣府見通しを上回って着地。今回発表された4-6月期見通しは前期比+7.1%と直近トレンド対比強めの計画が示された。ややハードルが高い印象だが、短観設備投資計画の強さ等に鑑みると、機械受注は着実に増加していく可能性が高い。仮に計画が未達に終わっても、それをもって設備投資意欲の減退として受け止める必要はない。
- ・昨日発表のGDP統計では実質GDPの9四半期ぶりのマイナス成長が話題となったが、資産価格の観点からは名目GDP成長率が前期比年率▲1.6%と、名実逆転を伴って落ち込んだことに注目する必要があるだろう。政府がデフレ脱却を判定する際に重視しているGDPデフレーターは季節調整済み前期比▲0.2%と4四半期ぶりにマイナスを記録。GDPデフレーターは、輸入物価上昇（下落）によって低下（上昇）するため、足もとの原油価格上昇が続けば4-6月以降もGDPデフレーターは低下し、名目GDPを下押しすることになる。名目GDPは企業の粗利（≒営業利益+人件費+減価償却費）に相当する概念であることから、GDPデフレーターの低下は企業収益の圧迫を意味する。
- ・名目GDP成長率は2014-16年の原油価格下落（GDPデフレーター上昇要因）を追い風に年率2%台後半～3%台前半のトレンドにあったが、2017年以降はそうした追い風が風に変化したこともあり1%台へとトレンドが鈍化、足もとでは（一過性要因が多いとはいえ）マイナス成長を記録した。
- ・ここで名目GDP成長率と10年金利を比較すると2013年以降は「成長率>金利」の関係にあるものの、その格差は縮小傾向にある。この状態は借入による投資を促す、或いはそれをしないことでの機会損失を増大させることから過剰投資の発生を誘発するとされており、実際、1980年代後半の日本の株式バブル、2000年代半ばの欧米住宅バブルはこうした状況で発生していた。現状は、なお資産価格に支援的な環境であるものの、その度合いは弱まっている。日銀のYCCが維持される以上、長期金利の上昇により“投資家においしい状況”が終わる可能性は低いものの、原油価格が上昇するもと、国内企業が十分に価格転嫁を行わず、企業収益が圧迫（GDPデフレーターが低下）されれば、資産価格への打撃は不可避だろう。
- ・16日に話題となった実質GDPのマイナス成長は一過性要因が集中していたことから、翌期以降は反発が見込まれる。しかしながら、名目GDPは翌期以降に原油価格上昇の影響が本格化することから（実質GDP対比で）反発力が鈍くなることが懸念される。当面は名目GDPに注目したい。

