

### 追い風は風へ ～名目成長率が鈍化傾向～

2018年5月29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】

- ・欧米で主要な経済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】

- ・前日の米国株は休場。欧州株はイタリア中心に主要国は軟調に推移。イタリアは組閣が難航、この日はコンテ氏を首相とする組閣を断念し、マッタレラ大統領はエコノミストのカルロ・コッタレリ氏に組閣を要請。WTI原油は67.88<sup>ドル</sup>（25日終値）で引け。
- ・前日のG10通貨はイタリアの政局不透明感等を材料にEURが弱く、それにSEKやCHFが追随。反面、JPYは小幅ながら買われ、USD/JPYは109半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は休場。欧州債市場（10年）はドイツ（0.344%、▲6.1bp）、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を中心にスペイン、ポルトガルなど南欧諸国を巻き込んで大幅にワイドニング。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

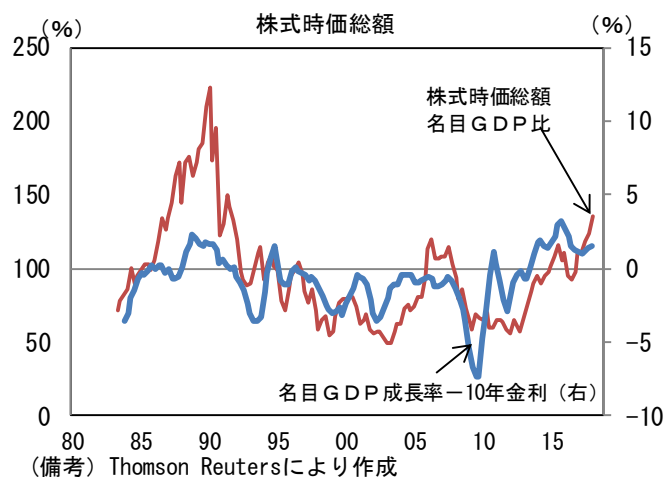
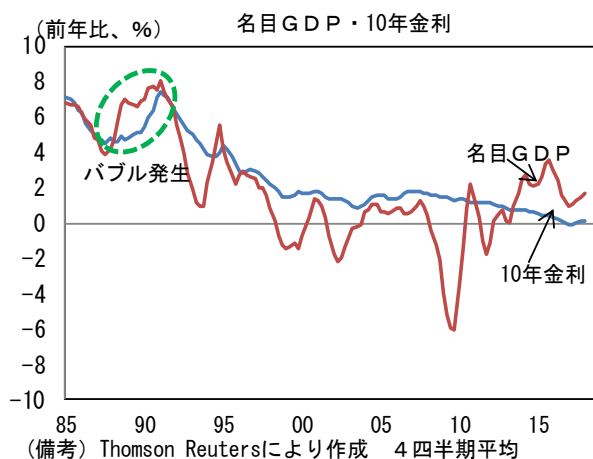
- ・日本株は新規の材料に乏しい中、欧州株の弱さを引き継ぎ、安く寄り付いた（9:00）
- ・4月失業率は2.5%と3ヶ月連続で横ばい。失業者数が1万人減少すると同時に就業者も1万人減少。その一方で非労働力人口が6万人増加したことから、失業率は変わらなかった。労働市場の改善が一服した形だが、過去3ヶ月に就業者数が驚異的ペースで増加してきたことを踏まえれば、4月の結果を悲観する必要はない。均してみれば改善は継続している。

#### < #名目GDP #10年金利 #株式時価総額 >

- ・名目成長率から10年金利を引いた数値がプラスの状態にある時、資産価格には追い風が吹く。1990年以降の日本経済はデフレ下で名目成長率が伸び悩んだことによって、「名目成長率<10年金利」という状態にあり、金融市場には逆風が吹いていたが、2014年頃からはこの関係が逆転し、追い風へと変わった（14年は消費増税の影響もあるが、増税分を除いても名目成長は上昇していた）。名目成長率から10年金利を引いた数値がプラス圏にある時、株式時価総額の名目GDP比が100%を超える法則があるのは、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。
- ・しかしながら、2018年1-3月期に名目GDPは前期比年率▲1.5%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ない。
- ・こうして考えると、最近の原油価格上昇と企業の価格転嫁姿勢の弱さは株式市場にとってネガティブである。前者はGDPの控除項目である輸入デフレーターの上昇要因となり、後者は国内需要デフレーターの低下要因となるため、名目成長率を抑制する。日銀のYCCが維持されている限り、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ないのだが、企業の粗利益に相当する名目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、日経平均が先行き12ヶ月で25000円に達するとの見方を維持している。従来、リスクは上下に均衡していると考えてきたが、ここへきて上振れリスクが幾分低下している印象だ。



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。