

# Market Flash

発表日: 2019年8月20日(火)

## さもなくば PBR1倍割れ ～阻止すべきはマイナスの名目成長率～

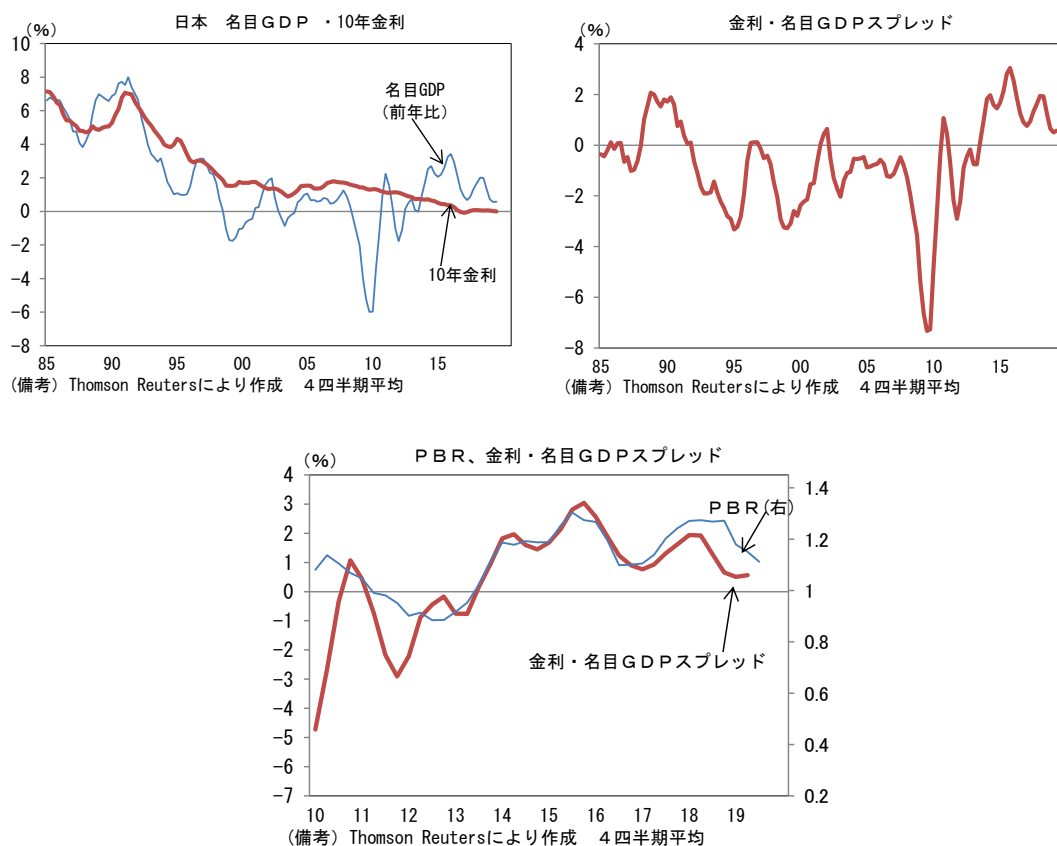
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が支配的となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、様子見に転じるだろう。

### < #名目GDP #PBR #日本株 >

- ・19日の欧米市場ではドイツの財政出動に対する期待を背景にリスクオン。ドイツ政府の関係筋が「大規模な失業の発生を防ぐために国内経済を支え、消費者支出を押し上げることを目指す」、「住宅のエネルギー効率を高めるための補助や短期雇用の促進、社会福祉を通じた所得増加策が検討されている」と語ったという。ECBが緩和手段を使い尽くしつつあるなか、リセッション(GDP2四半期連続マイナス成長)の脅威に直面し、ドイツ政府が重い腰を上げた格好だ。
- ・他方、日本は金融緩和の手段を使い尽くした上、10月には消費増税が予定されており、政策面の支援が期待できない。4-6月期の成長率は10連休効果と一部耐久財の駆け込み需要などから個人消費が堅調に推移したことで全体が押し上げられ、7-9月期も駆け込み需要などから個人消費を中心に粘り強い推移が見込まれる。ただし、10月以降は4-9月期の反動と相俟って内需に下押し圧力が予想される。当社は10-12月期の実質GDP成長率を前期比▲2.1%と予想。現在のところ補正予算による刺激策が検討されている様子はなく、実質GDPでみた景気は秋以降減速が不可避な状況である。
- ・こうした下で、名目GDPと10年金利の差をとった金利・名目GDPスプレッドは低調に推移している。この尺度は2015-17年頃まで2%近いトレンドを維持した後、ここへ来て急速にモメンタムが鈍化しているが、先行きも拡大は期待しにくい。名目GDPを膨らますインフレ率は消費増税による嵩上げ効果もあって見込みの数値は小幅な上昇が見込まれるものの、消費を取り巻く環境の厳しさに鑑みると、GDPデフレーターが加速していく姿は描きにくく、停滞が続く可能性がある。
- ・こうした動きに整合する形で、株式市場ではPBR1倍割れ銘柄が続出。PBR1倍割れは、ミクロ的な視点に基づくと「資本コスト(投資家の要求リターン) > 予想ROE」の状態の下で発生するとされているが、こうした状態は金利・名目GDPスプレッドがマイナスに陥るマクロ環境に整合しているようだ。端的に言えば、名目GDP成長率が長期金利を下回る状況では、調達

コストを上回るリターンを期待しにくく、結果的にPBRが1倍割れとなるということだろう。



### 【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株高に追随して高寄り後、もみ合い（10：30）。

### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は上昇。ドイツの財政出動のほか、ファーウェイに対する制裁猶予を好感。WT I 原油は56.21ドル（+1.34ドル）。
- ・前日のG10通貨はトランプ大統領がドル高に不満も漏らすのをよそにUSDが強めの推移。USD/JPYは106半ばへと上昇し、EUR/USDは1.11を割った。
- ・前日の米10年金利は1.606%（+5.3bp）で引け。ローゼングレン・ボストン連銀総裁が追加利下げに否定的な見解を示すなか、米国株上昇を横目に金利上昇。米財務省が50年、100年債発行の検討を表明したことも影響している模様。トランプ大統領の1%の利下げ要求をツイートしたものの、反応は限定的。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.648%、+3.7bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。

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調査研究本部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、第一生命保険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。

