

名目成長率の金利上振れ、4年超の定着

米国の「長期株高」環境に追随、緩和効果が累増へ

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/11/17

7-9月期 GDP は名目で年率 2.5% となったほか、単純な名目前年比では +1.7% と 2013 年 4-6 月以降のプラス基調が維持された。名目成長率が 10 年債金利を上回る緩和的な経済環境が 4 年超にわたって定着しており、2010 年から現在まで同様の環境が堅持されている米国での「長期株高」への追随余地が注目されよう。名目 GDP と相関性の高い雇用者報酬は来春の春闘で 2% 前後の賃上げが見込まれ、来年度末の 2019 年 3 月まで前年比増加が続くことで、名目 GDP もプラス成長の持続可能性が担保される。

名目 GDP 前年比 > 金利、米国は 2010 年から定着

「過去 9 年間、各国の中央銀行は金利をゼロに押し下げてマネーを金融システムに注ぎ込み、これがキャリアを有利にし、キャッシュを溢れさせた。こうした政策が資産価格を押し上げ、名目金利を名目成長率より低く抑え込み、実質金利をマイナスにし、債券の実質利回りをゼロ近傍に押し下げている。これが美しいレバレッジ軽減を引き起こし、バランスシートの修復をもたらし、信用拡張と経済成長が借入れ拡大と比較的バランスのとれた伝統的な経済状況へと導いてきた」――。

世界最大のヘッジファンド運営会社、米ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者レイ・ダリオ氏は今年 7 月、金融危機後の時代をこう総括しながら、今後は米 FRB の量的緩和縮小などによる「量的緩和バブルの終わりの始まり」に警告を発している。

一方で日本に限れば、良くも悪くも日銀が量的・質的緩和を長期化させる構えだ。株式や不動産などの資産価格にプラスとなる「名目金利の名目成長率より低い水準への抑え込み」や「実質金利のマイナス化」の継続には期待感が残されている。しかも足元では「国内のインフレ期待が僅かに高まっている」（14 日の黒田東彦日銀総裁発言）状況下にあって、緩和効果の実際的な表出と慣性的な緩和効果の累増が注目されそうだ。

最新 7-9 月の日本の GDP では名目実額が 545.8 兆円となり、「過去最高の水準となった」（茂木敏充経済再相）。内需は台風や長雨などで伸び悩んだが、外需のプラス寄与などもあり、「景気は緩やかに回復していくことが期待される」（同）という。名目 GDP の単純な前年比は +1.71% となり（前期は +1.10%）、2013 年 4-6 月以降のプラス基調を維持した。

ちょうど 2013 年 4 月からは黒田日銀による異次元緩和などもあって、10 年債金利は低下傾向が続いている。結果、同時期以降は 4 年超にわたり、「名目 GDP 前年比が名目 10 年債金利を上回る」という緩和

的な経済環境が定着してきた。米国では 2010 年 7-9 月期から同様の緩和環境が始まり、現在の 7 年後に至っても継続。米国株は現在も過去最高値圏を保っており、2009 年から 2017 年に至る長期株高を底流部分で下支えしている。日本でも過度なデフレ悲観心理の修復とあいまって、米国での長期株高に遅行追随していく緩和環境が整備されている。

過去に米国で「名目 GDP 前年比 > 10 年債金利」という緩和環境が長期定着したのは、1960 年代から 1970 年代にかけての期間があった。当時は景気の振幅がありながらも、米国経済は「黄金の 1960 年代の高成長期」を迎えたほか、NY ダウは 1970 年の安値 631 ドルから 1973 年の高値 1051 ドルにかけて +67% の上昇ラリーとなる「ニフティ・フィフティ（Nifty Fifty）相場」（素晴らしい 50 銘柄を中心とした株高）が形成されている。

春闘賃上げ濃厚、来年度末まで前年比プラス支援

もちろん、先行き米国株や日本株ともに、過剰流動性バブルの反動剥落リスクは残されている。一方で日本に関しては 2013 年以降の過去実績を見るまでもなく、名目 GDP のプラス成長が維持される限りは、調整株安を挟みつつも、前年比での名目企業収益の底上げ、前年比での株高という長期トレンドが支援されやすい。頻繁に名目マイナス成長へと落ち込む場面があった 1998 年から 2012 年、名目 GDP 前年比を 10 年債金利が上回るという引き締め環境が常態化した 1991 年から 2012 年に比べると、日本株を覆ってきた長期デフレの金融経済構造は変容しつつある。

名目 GDP の前年比でいえば、相関性の高い名目の雇用者報酬が 7-9 月に前年比 +2.07% となった。前期の +2.11% からは伸びが鈍化しているが、2016 年 1-3 月以降は連続で前年比 +2% が定着している。雇用者報酬は名目 GDP と同様、2013 年から連続で前年比プラスが定着しているが、これは社会保険料など企業による肩代わり支出の増加のほか、官製春闘を含めた連続賃上げの影響が大きい。

ここ数年における春闘での正規従業員の基本給の引き上げ幅であるベースアップ（ベア）は、定期昇給を含むベースで 2015 年度に +2.20%、2016 年度に +2.00%、2017 年度は +1.98% となってきた。毎年 2-3 月前後に妥結する春闘での賃上げ妥結は翌年度の年間を通して反映されるため、雇用者報酬でも年度初めからの賃上げが年度末にかけて反映される「前年度 +2% 前後の定着」が繰り返されている。

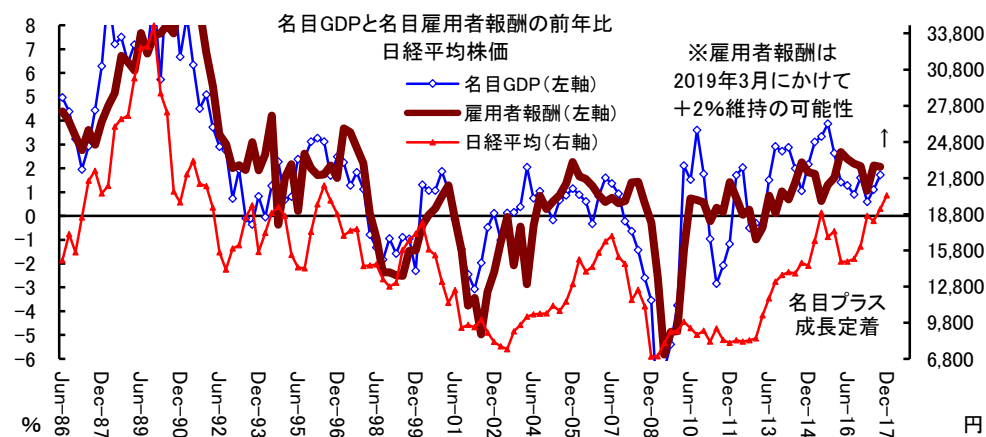
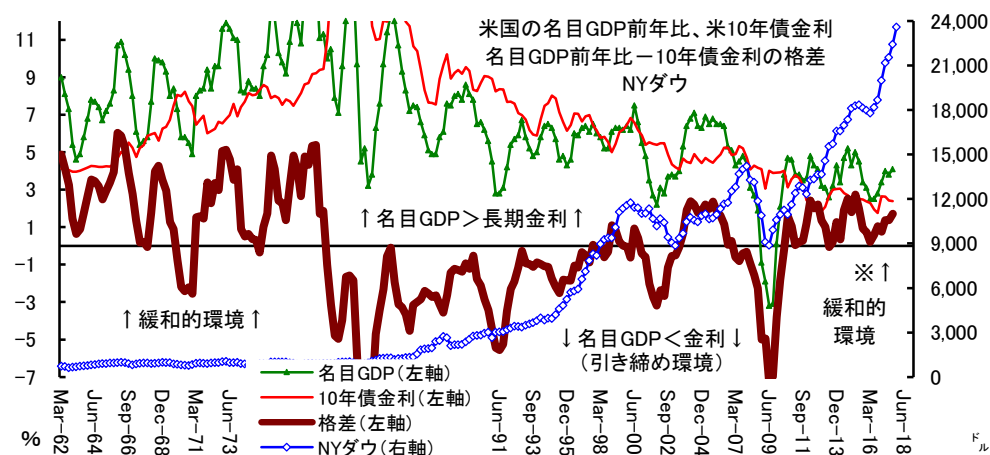
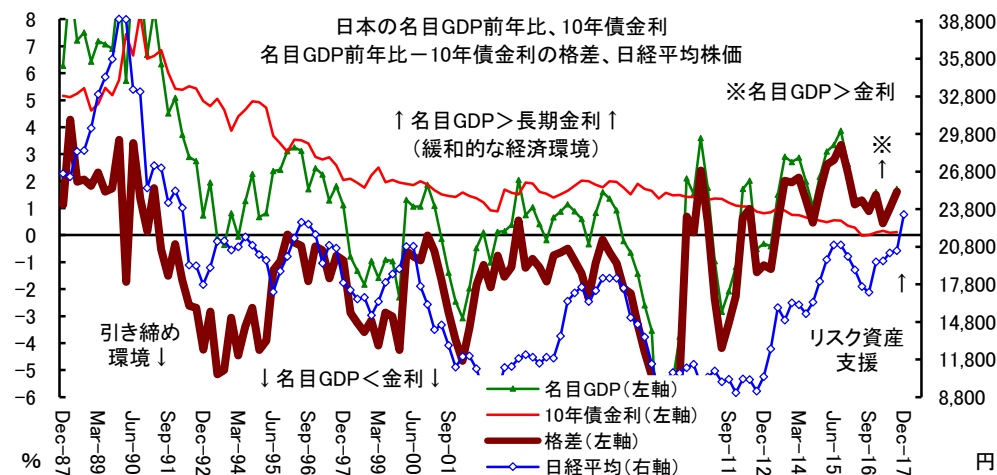
来年 2 月前後の春闘の場合、労働組合の連合はベ

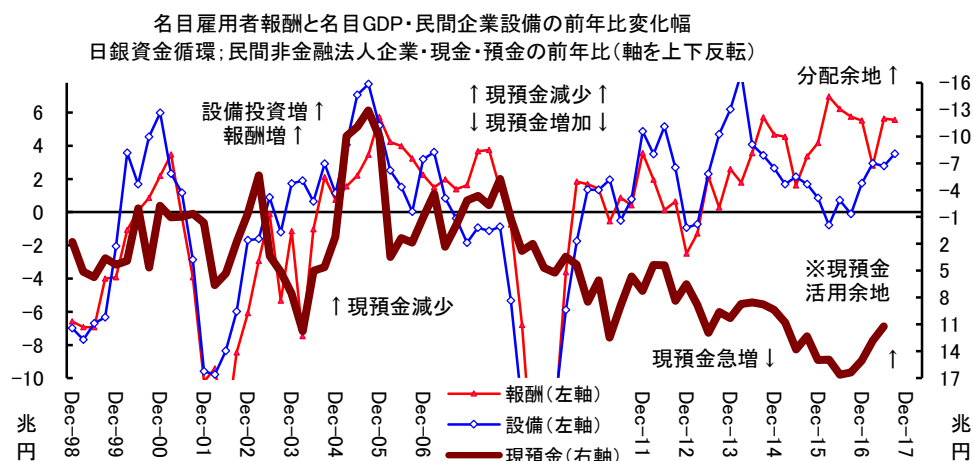
ア要求を「2%程度」とし、3年連続で上げ幅は据置きとなった。依然として賃金の上昇率は鈍いものの、上場企業による9月中間決算では好業績が相次いでおり、来年度についても大企業は最低2%前後の賃上げが想定される。結果、雇用者報酬は2018年度の4-6月から2019年1-3月まで前年比プラス傾向が延命され、名目GDP前年比も来年度末に向けたプラス成長の継続が担保される可能性がある。

しかも来年4月以降の2018年度については、企業による未曾有の内部留保の有効活用が焦点になってきた。すでに7-9月の名目GDPでは雇用者報酬が前年比+5.55兆円、民間企業設備は+3.51兆円の各増

加という、企業による収益改善の所得と設備投資への分配・還流が散見されている。

過去には2005年から2006年の世界景気改善などによるリスク選好局面で、日銀・資金循環ベースでの企業の現金・預金が前年比-10兆円から-12兆円の取り崩しとなる一方、同時進行で雇用者報酬や企業設備が前年比+5兆円から+7兆円の増加が続く逆相関のパターンが観測された。現在の日本企業は最高益や株高などがバッファーとなる形でリスク忌避姿勢が後退しつつあり、生産性の向上、国際的な競争力強化、将来の成長部門育成に向けた人材投資、設備投資の拡大が注目されよう。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。