

米国「名目 GDP>金利」、来年に復活公算

株価は前段階で底入れ実績、緩和環境で収益下支え

2020/5/22

米国では名目 GDP 前年比が長期金利を上回る緩和的環境が、来年にかけて復活の公算となってきた。先行指標である株価は前段階から底入れ実績があり、日米株の底固めと下限切り上がりが支援されやすい。不透明感は根強いものの、慎重予測となった米議会予算局 (CBO) による 19 日の見通しでは、実質 GDP が「2021 年 10-12 月に 19 年比 (2 年前比) -1.6% へ縮小」とされており、インフレ調整前の名目・前年比では同時期にかけてのプラス回復が期待される。FRB によるコロナ打撃克服までのゼロ金利堅持との見合いで、企業収益も下支えされていく。

緩和環境が来年復旧、先行指標の株価底固め支援

「米国経済は 7-9 月に反動回復の可能性があるものの、年前半の落ち込みは補いきれない。10-12 月の実質 GDP は 1 年前比で -5.6% も低い水準にとどまると予測される。2021 年 10-12 月でみても 19 年の同期と比べて -1.6% 低いままで、経済の完全復元には 1 年半以上かかる」――。

米国の党派中立機関・議会予算局 (CBO) は 19 日、最新の経済見通しでこのような予測を示した。全体的に慎重なトーンとなる一方、復調メドは最近のパウエル米 FRB 議長による「本格回復は来年末までかかる可能性」に近いタイムスパンとなっている。

一方で来年 10-12 月の実質 GDP 予測が「2 年前の 19 年同期比 -1.6%」となれば、インフレ調整前の名目・前年比 (1 年前比) では、今年 2020 年の大幅悪化からの反動もあって、来年 4-6 月から 10-12 月にかけて名目プラスの回復が期待される。その過程で FRB は、「コロナ打撃が克服されるまで、ゼロ金利を含めた超緩和策を堅持させる」(パウエル氏) 構えだ。

来春以降にかけて名目 GDP がプラス方向へ向かう一方、長期金利は低位クギ付けが続くとなれば、米国では名目 GDP 前年比が長期金利を上回る緩和的な環境の復活が見込まれる (名目 GDP 前年比>長期金利)。こうした緩和環境はリーマン・ショックのあと、2010 年 4-6 月から醸成され、今年 1-3 月まで長期定着されてきた。同期間中における米国での記録的な長期株高と長期成長の一助を担っている。

前回の好環境の起点は 2010 年 4-6 月であったが、景気に先行する日米の株価は約 5 四半期前 (約 1 年 3 カ月前) の 2009 年 3 月で先行して底入れ反転となっていた。その意味で今回に関しても、来年に向けた米国景気の修復と緩和環境の復活を先取りする形で、現状段階から日米株の底固めや下限切り上がりが先行支援されやすい。

リーマン危機前でいえば、長期悪化環境 (引き締めの GDP<金利) からの緩和環境への好転は、1996 年 10-12 月から観測された。当時の NY ダウも約 1 年前から 1 年半前となる 1995 年後半に、レンジ上放れと上昇モメンタムの先行点火が見られている。当時の為替相場では 1991 年からドル安・円高が加速されてきたが、1 ドル=79 円前後でドルが底入れ反転となったのは、ちょうど約 1 年半前にあたる 1995 年 4-6 月にかけてという先行実績もあった。

「GDP>金利」という緩和的な環境については、単純に資金の借入や調達のコストを示す名目金利より、名目成長率のほうが高ければ「順ザヤ」持続となつて、企業や家計のバランスシートは健全化が支援される。名目 GDP の前年比は、名目の企業収益の前年比と相関性が高い。米国の経済活動全体の平均である名目 GDP の成長率と同水準か、それ以上の収益率を挙げている企業と関連株からすると、「名目成長率以下の名目金利」はプラス恩恵を受けやすくなる。

株式や不動産などの投資家側にとっても、投資のコストを示す名目金利より、投資の収益率を示す名目成長率のほうが高い環境は、好連鎖と資金の好回転につながりやすい。

歳出急増でも金利低位、過去比で刺激効果

実際に米国での「名目 GDP 前年比-10 年債金利 (月間最低ベース)」の格差は、米経済分析局による企業収益・前年比 (在庫評価と資本消費の調整後) と一定の時間差を含めた相関性を有してきた。最近では同格差が 2018 年 4-6 月に +3.28% へと拡大したが、企業収益は翌 7-9 月に +4.22% へと改善している。その期間中に NY ダウは、同年 4 月から 9 月にかけて株高ラリーが連動観測されていた。

逆に 2015 年 10-12 月には同格差が +0.90% となり、2011 年の復調以降では最少幅へと縮小悪化となった。同期の企業収益は -10.81% の大幅減益となり、NY ダウは翌 2016 年 2 月にかけて急落が続いた相関性がある。

しかも今回の場合、段階的な経済活動の再開による経済正常化と同時進行で、米政府は総額 3 兆ドルという大規模な財政政策を発動させている。米国の GDP の 15% に近い規模だ。さらに米議会では民主党が 3 兆ドル規模の追加対策を要請しているほか、トランプ大統領は給与税を 7.6% 引き下げるといった中間層減税の具体化に着手し始めた。

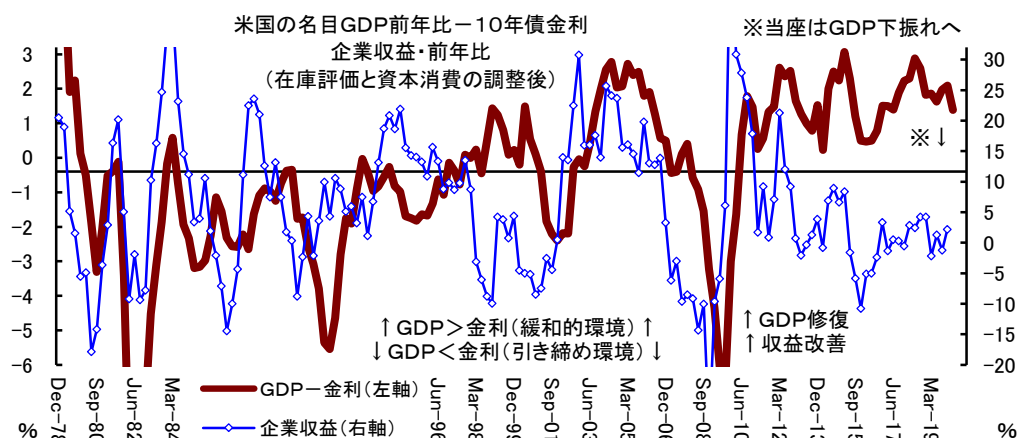
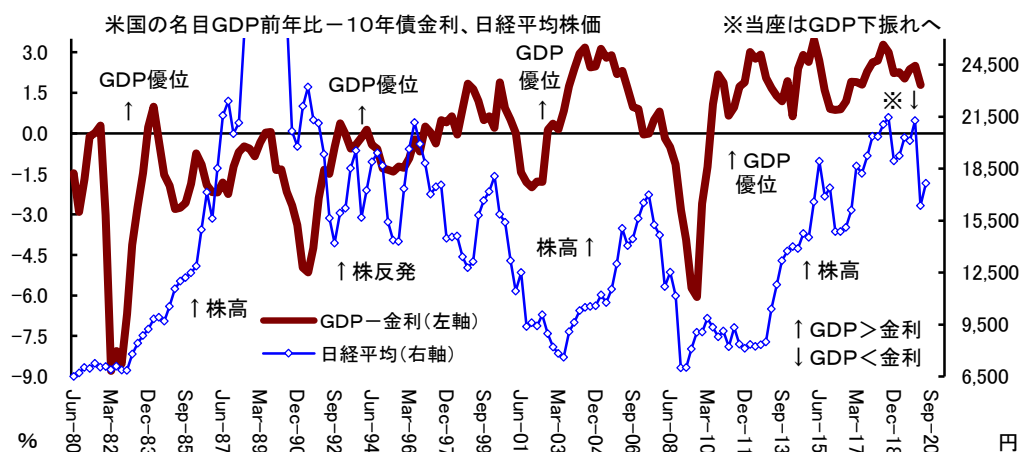
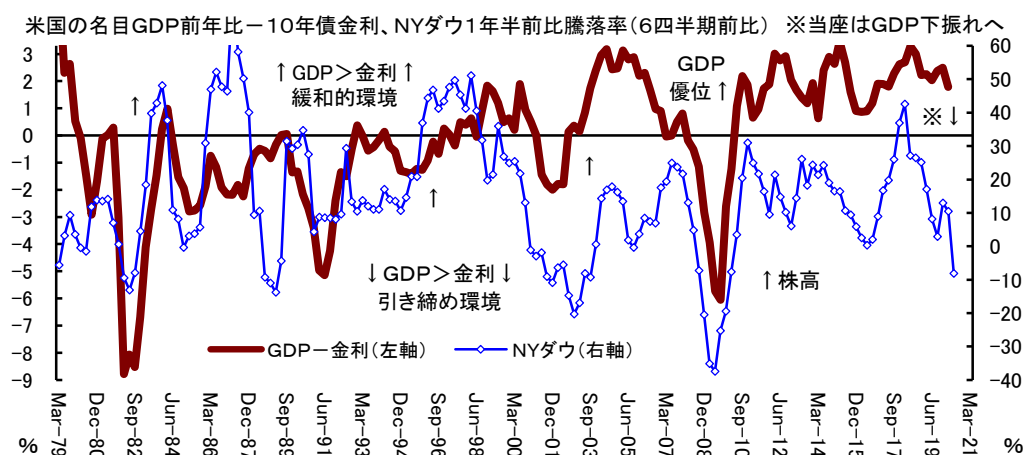
米国の名目 GDP のうち、政府の財政出動などが含まれる「政府消費支出・総投資」の前年比もまた、米国の企業収益・前年比と時間差を経た相関性を有

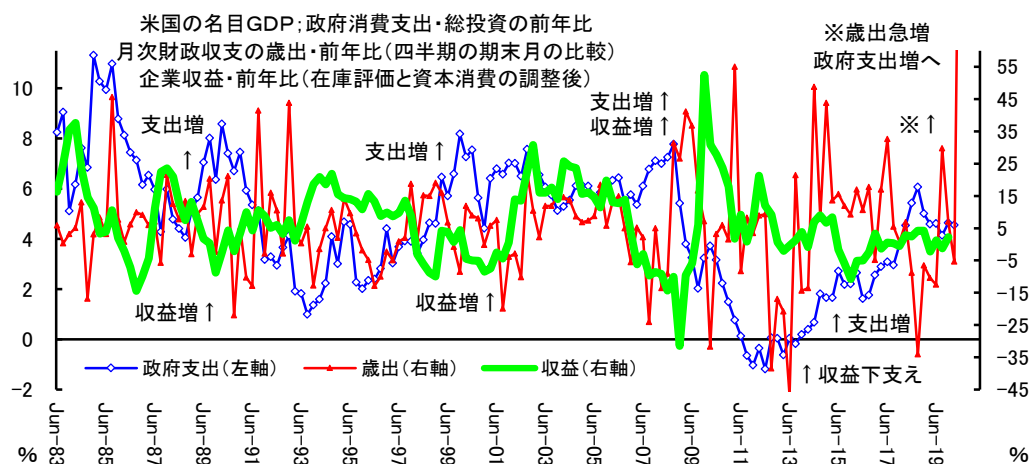
している。最近ではトランプ政権発足後の財政出動強化もあって、2018 年 4-6 月に政府支出は前年比 +6.1%と 2008 年以来の大幅プラスになった。当時の企業収益は翌 7-9 月に +4.22%となり、2017 年 10-12 月の -0.56%をボトムとした改善増加が示されている。

今回の場合、すでに米財務省の月次財政収支では、4 月に歳出が前年比 +161.1%と過去最大の急増となってきた。当面は年後半にかけて、政府支出の前年比・大幅増持続が見込まれる。一方で現在は FRB がゼロ金利政策や、無制限の長期国債などの購入による QE（量的緩和）増強の努力を講じており、長期金利を過去最低水準で安定化させている。

過去には 1990 年代以降の日本と同様、米国でも巨額な財政出動時に長期金利が上昇し、景気刺激効果が阻害されるケースが繰り返されてきた。しかし、現在は歳出の前年比急増との見合いで 10 年債金利が急低下しており、「歳出前年比 - 10 年債金利」の開き幅は過去最大へと急拡大している。歳出急増による景気刺激効果を金利上昇が邪魔していない。

同時に現在は過去の金融経済危機時と異なり、信用不安の抑制と金融機能の有効性が堅持されたままだ。タイムラグを経た景気対策の効果表出と、米国の景気、企業収益、株価の各底上げ波及が注目されやすい。





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。