

米国「名目 GDP 前年比>金利」緩和環境復活 企業収益支援、振動経ながら「業績相場」移行模索

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/3/29 (月)

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、4-6 月にかけて復活公算となってきた。企業の収益回復を持続的に支援するもので、米国株は過剰流動性相場の過熱調整と振動を経ながらも、「業績相場」への移行模索が注目される。こうした緩和環境は 1970 年代や 2003-2005 年、2010-2019 年などで観測され、いずれも長期株高を底流でサポートしてきた。GDP 改善に連動した金利上昇リスクは残るが、足元では米金利上昇が早くも原油や新興国景気を抑制させるなど、世界経済には脆弱さが残されている。

米名目 GDP、4-6 月から「前年比」大幅プラスに

「バイデン米大統領は同盟国との協調による中国封じ込めを有言実行し始めており、中国に舐められないためにも、米国の経済力復活と雇用回復には真剣な取り組みを続けるだろう。同時に東西冷戦時の経験からすると、中国包囲の『防波堤』として日本や台湾などに対しては、米国から経済成長面での側面サポートや通商・為替圧力の自制が期待できる」――。

ある内閣府の経済財政担当は、期待を込めつつこのような指摘を行う。

米国の対中包囲網に関しては 25 日、バイデン氏が改めて「中国を含めた政策で EU に協力を求める」としながら、「強い EU が米国の利益」という見解を示した。バイデン氏による初の国際舞台演説となった 2 月 19 日のミュンヘン安全保障会議における演説でも、「長期に及ぶ中国との競争の中で、米欧とアジアの同盟国が協調して平和と共有する価値観を守り、『繁栄していく』ことが最重要」と力説している。

バイデン氏による覇権争いへの危機感とも関係する形で、23 日にはブルームバーグが、「バイデン政権は最大 3 兆ドル（約 330 兆円）規模の追加長期プログラムを検討している」と報じた。

同プランについてブルームバーグはその後、「米政権はインフラ整備などに巨額の資金を投じ、コロナ危機で疲弊した米経済の立て直しを目指す、狙いはそれだけではない。今後数十年にわたる中国との覇権争いに備え、米国の競争力底上げを図る」、「中国は過去何年にもわたりインフラに巨額資金を投じ、今後一帯一路などで総支出額を増強させていく。それに対して米国では公道や橋りょうなどで、老朽化や欠陥、未整備が目立っている」などと解説している。

こうしたバイデン氏の危機感と政策対応のほか、コロナ危機からの 1 年経過もあって、米国では 4-6

月期から「前年比」で GDP の大幅なプラス化が続く見込みだ。名目 GDP も昨年 1-3 月以来の前年比プラス回復となっていく。その中で米 10 年債金利は上昇圧力が高まっているが（18 日には一時 1.75%前後）、過去比ではまだ低位にあるほか、2012-2019 年のレンジ下限である 1.3%から 1.8%の範囲内にとどまっている。

FRB も超低金利政策を長期化させる構えで、米国では当面、名目 GDP 前年比が長期金利を上回る緩和的環境の復活が見込まれる（名目 GDP 前年比>長期金利）。過去には 1970 年代や 2003-2005 年、2010-2019 年などで観測され、いずれも長期株高を底流でサポートする高確率の実績が見られてきた。連動する形で NY ダウに遅行性がある日経平均株価も、上昇トレンドが追従観測されている。

米 2021 年の名目 GDP 前年比については、IMF による昨年 10 月の見通しで +5.4%となっている。実質 GDP は当時の +3.1%予測から今年 1 月は +5.1%に上方修正されており、名目 GDP も上振れが見込まれる。それでも +5.4%にせよ、今年の米 10 年債金利の現状最高である 1.75%と比較すると、+3.6%の名目 GDP 優位となっている。

米金利上昇で早くも原油や新興国鈍化、金利抑制

あくまで 3 月時点ながら、過去の IMF 統計による「米名目 GDP 前年比-米 10 年債金利の年間最高」格差では、2018 年の +2.2%や 2005 年の +2.0%を上回り、過去最高の GDP 優位（＝緩和環境）となっている。2018 年時は緩和環境が日米の株高を側面支援し、NY ダウは四半期中の高値比較で前年比 +26%、日経平均は +23%の上昇場面が見られていた。

単純に「GDP>金利」という緩和的環境では、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」持続となって、企業や家計のバランスシートは健全化が支援される。現在の米国の企業と家計の高債務問題も負担が軽減されていく。

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。

過去には昨年 1 月のコロナ危機前の時点で、營養

偉首相のブレンでもある竹中平蔵元経財相（東洋大学教授、政府の産業競争力会議委員）が以下のよう分析を行っていた。

「(2019 年末にかけて) 米国でワシントンなどを訪問すると、2020 年の米国景気については楽観的な見方が根強い。一つの理由としては、過去には見られなかった『名目金利よりも名目成長率のほうが高い状態』が長期定着していることがある。投資のコストを示す名目金利よりも、投資の収益率を示す名目成長率のほうが高い環境が続いている限り、過去最長に及んできた米国の景気改善や株高が大きく崩れる可能性は低い（直後にコロナ危機で一旦は頓挫）」――。

実際に米国での「名目 GDP 前年比－10 年債金利(月間最高ベース)」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 +3.0% へと拡大したが、企業収益は翌 7－9 月に +5.7%、10－12 月に +5.9% 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。

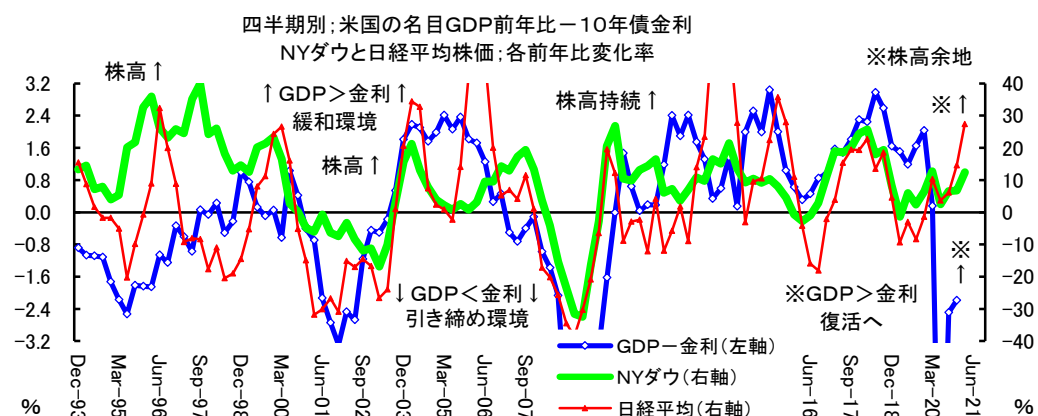
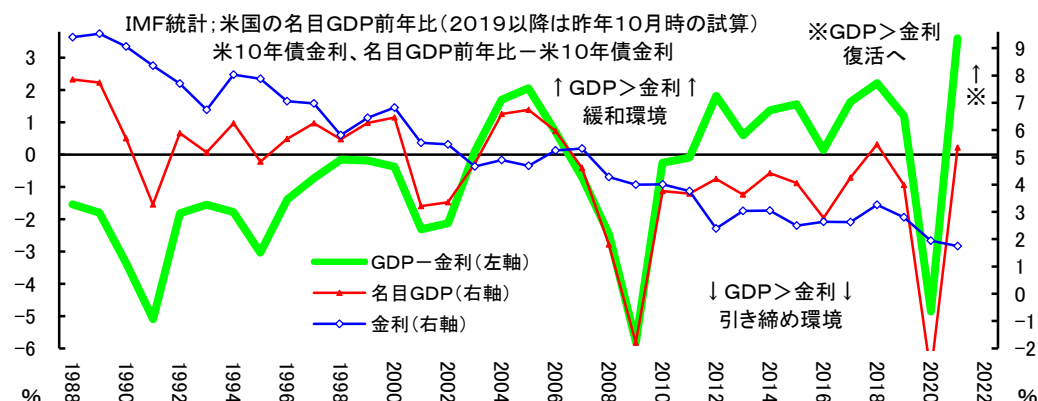
今回のような同格差のマイナス化からのプラス転

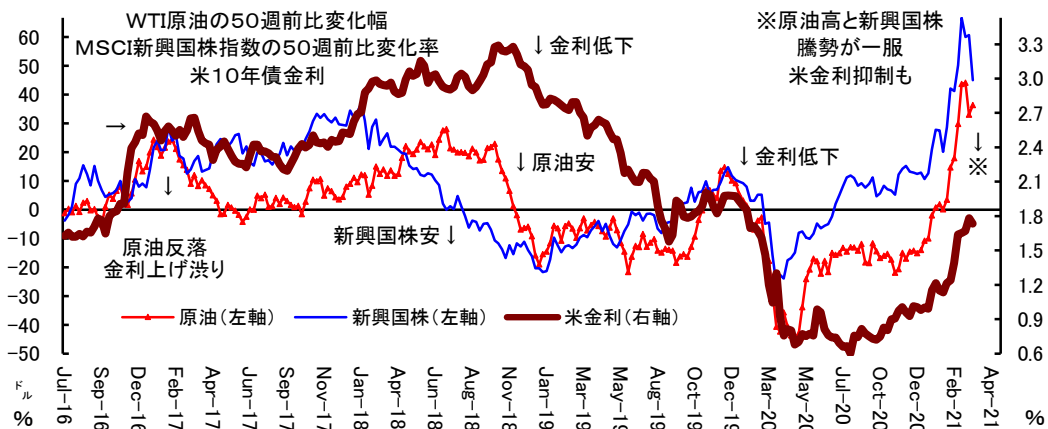
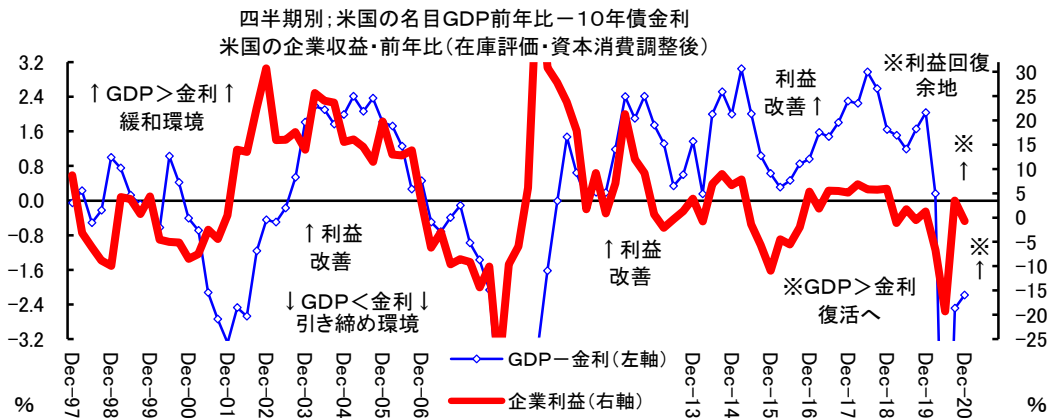
換でいえば、2010 年 7－9 月以降があった。当時の企業収益は同期に +23.8%、翌期に +17.8% と改善したほか、上下動を経ながらも 2012 年 1－3 月の +21.3% にかけて安定した増益基調が連動観測されている。

一方で今年の場合、今後は米国の名目 GDP 改善に連動する形で、米長期金利も上昇リスクが警戒される。しかし、米 FRB 幹部が繰り返し強調しているように、米国や世界の構造変化としてインフレは短期的で限定的にとどまる可能性もある。

すでに 3 月からは米金利上昇とドル高が一因となる形で、原油相場は上げ渋りとなり、新興国の株価や経済指標は減速となる脆弱性が見られ始めた。現在は米国や新興国でドル建て債務が急膨張しており、ちょっとした米金利の上昇は景気過熱抑制のブレーキ機能が働く。

足元で WTI 原油先物、MSCI 新興国株指数（ドルベース）ともに、52 週前比（前年比）に先行する 50 週前比では、3 月上旬から騰勢ペースが一服となってきた。昨年 10 月からの底入れ急反発に過熱調整やスピード調整が見られており、過去実績では米 10 年債金利にも金利上昇抑制や調整低下の効果をもたらす。





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ご自身でお願いします。