

米利上げ開始年、対米株比で日本株優位に 過去 10 回で 8 回、実質金利も日本が相対低下へ

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2022/1/5 (水)

米国では2022年にFRBの利上げ着手が見込まれているが、「米利上げ開始年」は対米国株比で日本株が優位となりやすい。過去 10 回 (年) のうち、前年末比の年間成績では 8 回という高確率で日経平均株価が NY ダウを上回ってきた。単純に米利上げと裏表の米経済の回復や、米利上げに日銀の金融緩和見直しは遅れる傾向にあること、日本での相対的な低金利残存による企業業績や株価の優位性と妙味、ドル高・円安の支援効果などが日本株にプラスとなる。2022 年は実質金利も日本の相対低下が予想される。

資金調達や通貨安・株高支援、日本が相対優位に

「(中央銀行による) 金融緩和策については、効果波及に様々なチャネルが考えられる。代表的には第 1 に企業が必要な資金を必要な時に調達できること、すなわち資金のアベイラビリティが改善するチャネル、第 2 に金利が低下し、企業の資金調達コストが低下するチャネル、第 3 に内外金利差の拡大などを通じて、為替レートが円安 (通貨安) 方向に動くチャネル、第 4 に金利の低下に加え、リスクプレミアムへの働きかけなどによって、株価等の資産価格が上昇するチャネルも存在する」――。

日銀の黒田東彦総裁は 23 日、経団連での講演で改めてこのような説明を行っている。このうちアベイラビリティ・チャネルとは、「貸出市場や CP・社債等の資本市場で、企業が調達できる外部資金の量の変動を通じ、企業の支出行動に影響を与えるチャネル」(同) を意味する。

米国では 2020 年のコロナ打撃以降、FRB が無制限の量的緩和と実質ゼロ金利政策といった大規模な金融緩和策を実施した。結果として米国企業のファイナンス環境改善や収益の V 字回復、2020 年時のドル安進展、米国株の現在に至る過去最高値更新など、副作用を内包しつつも、黒田氏の指摘通りの政策効果が表出されている。

今後、2022 年には FRB が金融緩和の見直しを本格化させる一方、日銀は超緩和策を堅持させる構えだ。結果として黒田氏が指摘する「金融緩和策の波及効果」は、日米の相対比較で日本のほうで色濃く発揮されることになる。連動する形で日米の株価パフォーマンスも、日本株の相対優位が支援されやすい。

過去の FRB による利上げ開始年でも、対米国株比では日本株優位の実績が目立ってきた。1980 年代以降の過去 10 回 (年) のうち、前年末比の年間成績では 8 回という高確率で日経平均株価が NY ダウを上回っている (それぞれの自国通貨建ての比較)。

例えば前回の米利上げ開始年である 2015 年の場

合、日経平均の年末終値は前年末比で +9.1% となっていた。それに対して米株 NY ダウは -2.2% と低迷し、+11.3% の日本優位となっている。その前の米利上げ開始年は 2004 年であったが、日経平均が +7.6% に対し、NY ダウは +3.1% で年末を終了。日経平均が +4.5% の優位となっている。

さらに前の 1999 年に、FRB は単発的な予防的利上げを実施した。同年末時の成績は日経平均が前年末比 +36.8% に対し、NY ダウは +25.2% と、やはり日経平均が +11.6% のアウト・パフォーマンスとなっていた。1999 年のような単発利上げを含め、FRB が金融緩和局面から利上げに転換した年としては 1980 年代以降、10 回の例がある。そのうちプラザ合意による円高加速などを受けた 1985 年、日本での山一・拓銀ショックなどの金融危機を受けた 1997 年という特殊事例を除き、8 回の実績で日米株の年間成績では日本株が優位になっている。

実質金利、日米は逆ベクトルの方向性も

単純に米国の「利上げ開始年」に日本株が優位となる背景としては、1) 裏表で米国経済が回復しており、日本の外需関連株にはプラスになる、2) 米国の利上げに日銀の金融緩和見直しは出遅れるケースが多い、3) 日本での相対的な低金利残存により、日本の企業業績や株価は相対優位性や妙味が支援される、4) 為替相場ではドル高・円安や過度な円高の抑制につながる、5) 米利上げは日本の銀行株や保険株にプラスとなる――といった要因がある。

こうした日本への追い風効果もあり、米利上げ開始の直後には実際に日本企業の収益が改善となってきた。日本株の相対優位には、業績面でも裏付けも付与されている。

法人企業統計の全産業・経常利益でいえば、四半期別の前年同期比で前回 FRB 利上げ開始である 2015 年 12 月のあと、翌年度の 2016 年は 10-12 月に +16.9%、2017 年 1-3 月に +26.6% という大幅増益が見られた。2004 年 6 月の米利上げ開始後には、同年 7-9 月に +37.8%、10-12 月に +17.6% となり、遅延で利益が連動改善となっている。

2022 年については、日米の実質金利でも「日本の相対的な低下余地」が着目される (名目金利-物価変動率)。日本企業の資金調達環境や設備投資などの成長投資、日本株の割安感醸成などにプラス効果をもたらす。為替相場のドル/円では、ドル高・円安の先行き余地を支援するものだ。こうした要因もまた、対米株比での日本株の優位につながりやすい。

2021 年には米国で物価が大きく上昇し、11 月の

CPI（消費者物価指数）の総合は前年比+6.8%に跳ね上がった。1982年以来の大幅上昇となっている。背景としてはコロナ打撃などによる供給・物流・人手制約や品不足、資源高などがある。しかし、2022年にかけては、コロナ共存体制の浸透拡大や経済正常化の広がり、FRBの利上げなどによる需要抑制もあり、米国の物価は急上昇のペースダウンや先行き低下が見込まれる。

同時進行でのFRBによる当座3回予想の利上げなどもあり、米国債金利は緩やかながらも下限が切り上げられていく。結果、米国の実質金利については、2021年の大幅低下からの反動上昇が意識されやすい。2022年の米国株の上昇ペースと上げ幅を鈍化させる。

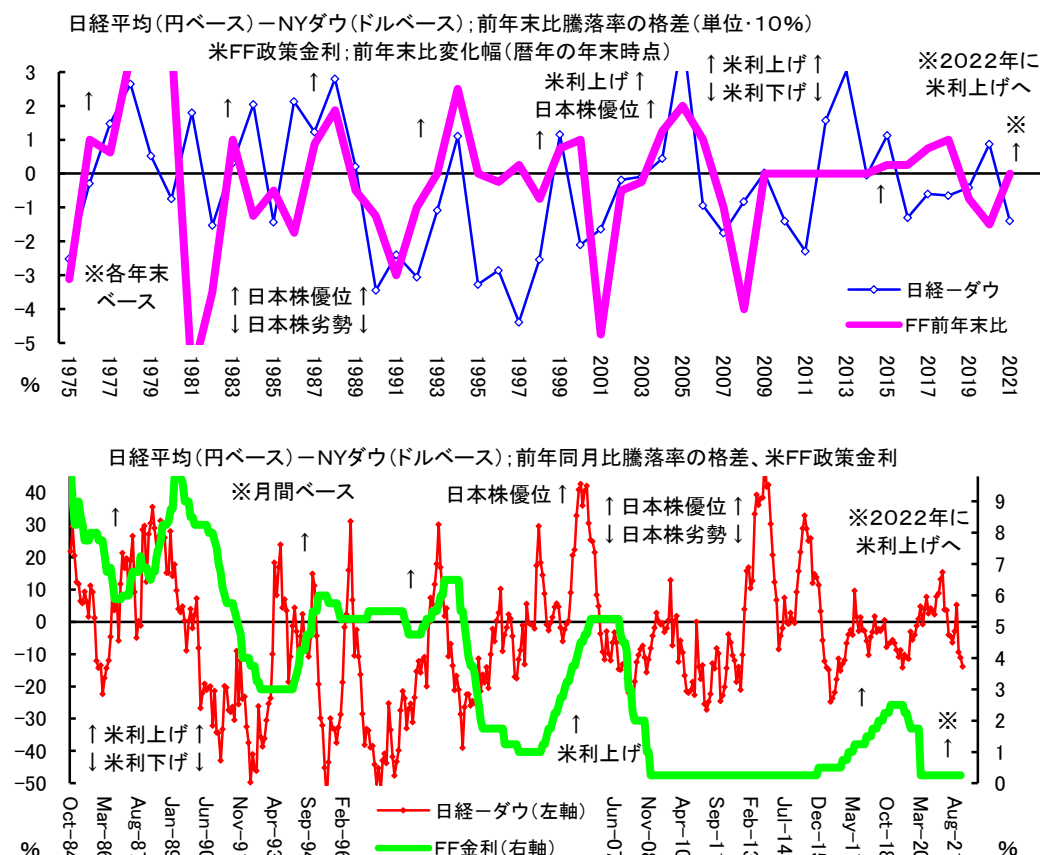
反対に日本については、11月時点にCPI総合が前年比+0.6%にとどまった。それでも4月の-1.1%を直近最低として上昇傾向にあり、今後は緩やかながら米国の始めとした海外の物価急上昇に運行追従の余地が残されている。

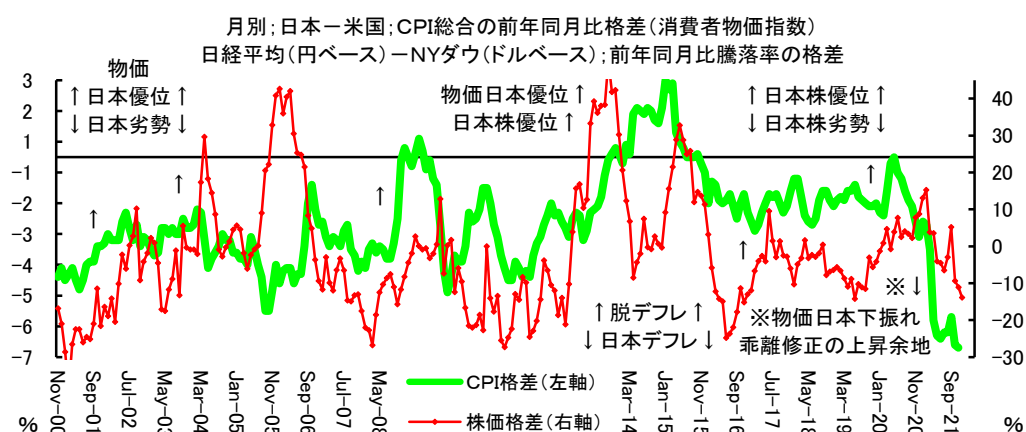
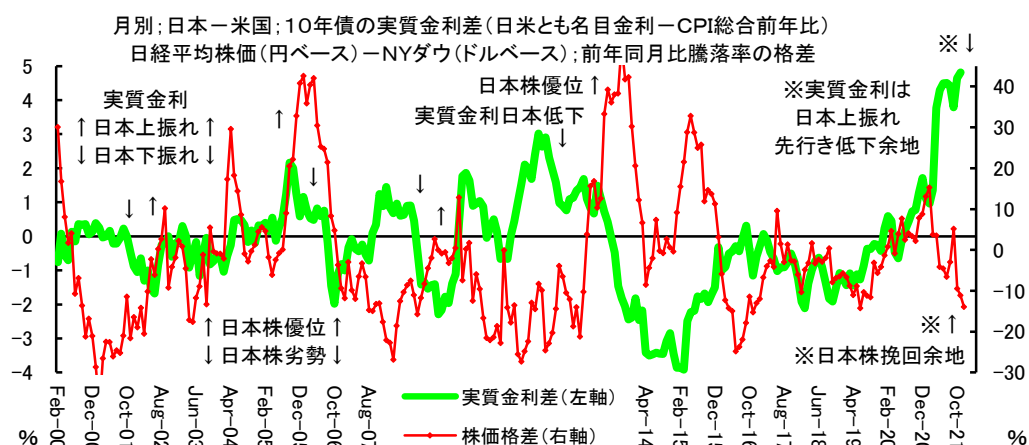
その中でも日本では当面、日銀が超低金利政策を堅持させる予定だ。米国での「金利上昇余地+物価下落余地」という実質金利の上昇余地に対して、日本では「超低金利の維持+物価の上昇余地」という

実質金利の低下余地が着目されやすい。こうした逆ベクトルの方向性は、ドル高・円安と対米株比での日本株の相対優位をサポートする。

日本でも先行き悪い物価上昇が懸念されるが、現状の+0.6%から物価目標+2.0%接近までは、プラス面、マイナス面での差し引きで、「1990年代からの長期デフレの修正」というプラス面が残されている。過去にCPI総合の前年比で現在のような「米国の大幅上振れと日本の下振れ」が修正された2012-2014年、1996-1997年などでは、日本の相対デフレ修正が日本株の上昇へと寄与。対米株比での日本株の優位性が連動支援された実績を有している。

一方で2年後2023年にかけての「米利上げ2年目以降」になると、日本株には逆風が強まる。背景としては、1) 利上げ効果などで米国経済の減速や、日米の株式市場でのリスク選好後退が意識される、2) 日本でも日銀の追従的な金融緩和見直しが警戒されてくる（日本の相対緩和環境の剥落や円高の圧力）、3) FRBの利上げ織り込み一巡と先行きの利下げが視界に入ってくる（ドル安・円高の圧力）——といった相場環境の変化が意識されやすい。その意味で2022年のような米利上げ開始年は、貴重な日本株の優位年となる可能性も秘めている。





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。