

GDP 回復比で金利抑制、緩和環境が再強化

日本株を下支え、平時では7年ぶり GDP>金利の乖離幅

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/5/19 (金)

日本では GDP 成長率が回復する一方、長期金利は低位で抑制されていることで、緩和的な環境が再強化されてきた (GDP 伸び率>金利)。名目 GDP の改善は物価高とインフレ調整によるカサ上げ効果もあるが、「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差はコロナ危機前後を除いた平時の比較で、約7年ぶりの GDP 上振れとなっている。借入・調達コストなどを示す名目金利よりも、投資の収益率などを示す名目成長率のほうが高い緩和環境では、企業収益のほか、株価や不動産といったリスク資産の下支え要因となりやすい。

借入・調達コスト示す金利を成長率が上回る

「(米国ではコロナ・ショックに見舞われる 2020 年の前まで) 過去に見られなかった『名目金利よりも名目成長率のほうが高い状態』が長期定着していた。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たこともあり、米国では過去最長の景気改善や株高がサポートされている」――。

日本の経済学者であり、小泉・安倍・菅政権で経済ブレーンを務めた竹中平蔵・元経済財政相は、過去にこのような解説を行っている。

単純に資金の借入や調達のコストを示す名目金利に対し、名目成長率のほうが高ければ「順ザヤ」持続となり (成長率>金利)、企業や家計のバランスシートは健全化が支援される。しかも名目 GDP の前年比は、名目の企業収益の前年比と相関性が高い。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、借入・調達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では、好連鎖と資金の好回転、リスクテイク支援につながりやすい。

その中で最新 1-3 月の日本の名目 GDP では、実額の単純な前年比が+3.1%となった。名目は物価高とインフレ調整によるカサ上げ効果があるとはいえ、前期の+1.6%や直近最低である 2020 年 4-6 月の-8.6%などからは成長が回復となっている。

一方で同じ 1-3 月に名目の 10 年債金利は、昨年 12 月の日銀による緩和修正影響も含めて四半期中の最高が 0.58%前後となった。結果、「名目 GDP 前年比-名目 10 年債金利」の格差は、+2.5%の GDP 優位となっている。GDP の回復と、景気回復見合いでの金利上昇が抑制されていることで、同格差では

GDP の上振れ優位が再燃となってきた。前期の+1.1%や直近最低である 2021 年 10-12 月の+0.5%からは、乖離幅が拡大している。コロナ危機前後を除いた平時の比較では、2015 年 10-12 月の+3.0%以来、7年ぶりの GDP 優位幅となってきた。

物価高によるカサ上げを除いた実質 GDP でも同格差は+0.7%となり、前期の-0.1%からは GDP 優位の方向となっている。日本では名目と実質の GDP 両面で、「成長率見合いでの金利の抑制」という緩和環境が再強化されている。

過去に名目ベースで同格差は、2013 年 4-6 月の+0.5%から 2015 年 7-9 月に+3.6%へと GDP の上振れ幅が拡大する緩和局面があった。同期間中に日経平均の高値は、1 万 5000 円前後から 2 万 1000 円の手前まで上昇。+6000 円幅に近い株高が同時観測されている。今回も「GDP は回復>金利は低位抑制」という緩和環境の再醸成が、企業収益と日本株の底上げ要因として注目されやすい。

GDP>金利の緩和環境、10年平均で定着

過去には日本のバブル期にも、良くも悪くながら「名目 GDP 前年比-10 年債金利」で GDP の相対優位が拡大した。1998 年 10-12 月の+1.8%から 1989 年 10-12 月には+3.5%の GDP 上振れとなったが、日経平均の高値は 3 万 0264 円から 3 万 8957 円と、+8693 円幅の株高が連動形成されている。

しかも日本では同じく良くも悪くもながら、1980 年代後半以降のバブル退治などによる日銀の金利高め誘導と、その後の実体経済や潜在成長率の低下、物価下落(デフレ)との見合いでの金利高め推移が、大きく是正されている。

2013 年以降はアベノミクスと日銀の黒田東彦前総裁による異次元緩和、デフレ脱却に向けた政策協定(アコード)などもあり、実質的な国策として「GDP 成長率見合いでの長期金利の低位抑制」が演出されてきた。結果、名目と実質の GDP 双方で、1990 年代以降の失われた 20 年やデフレ 15 年と裏表にあった GDP 成長率見合いでの長期金利の高さ (GDP<金利=引き締め環境) が修正されている。

同格差の長期トレンドを示す 40 四半期 (10 年) 移動平均ベースでは、2019 年前後から名目と実質の GDP 各前年比が 10 年債金利を上回るプラスのトレンドへと転換している (GDP>金利=緩和環境)。こうした緩和環境への基調変化と定着が、2020-2022 年にかけてコロナ危機や米欧の引き締めといった逆風に対して、日本株の抵抗力増強へと作用 (他国株比での下げ渋り)。足元の TOPIX 約 33 年ぶり高値更新

などを含めて、底流部分でサポート要因となっている。

しかも日銀は4月からの植田和男新総裁による新体制でも、当面は「需給ギャップの低迷や潜在成長率の低下との見合いでの低金利政策」を持続する構えだ。植田総裁は4月10日の就任会見で、「持続的な物価2%目標の達成は、現状の需給ギャップが上がらないと厳しい」、「基調的なインフレ率が2%に達しない中では、YCC（長短金利操作）やマイナス金利政策の現行継続が適切」と説明していた。

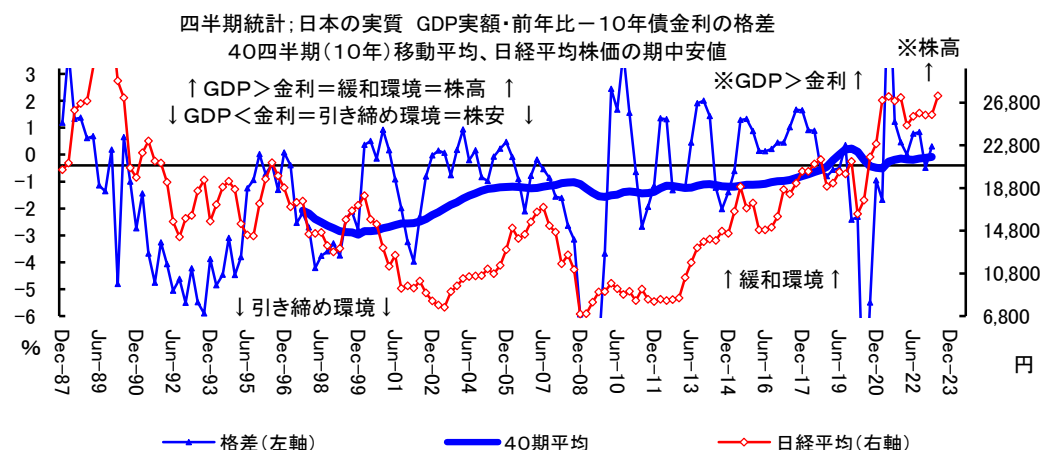
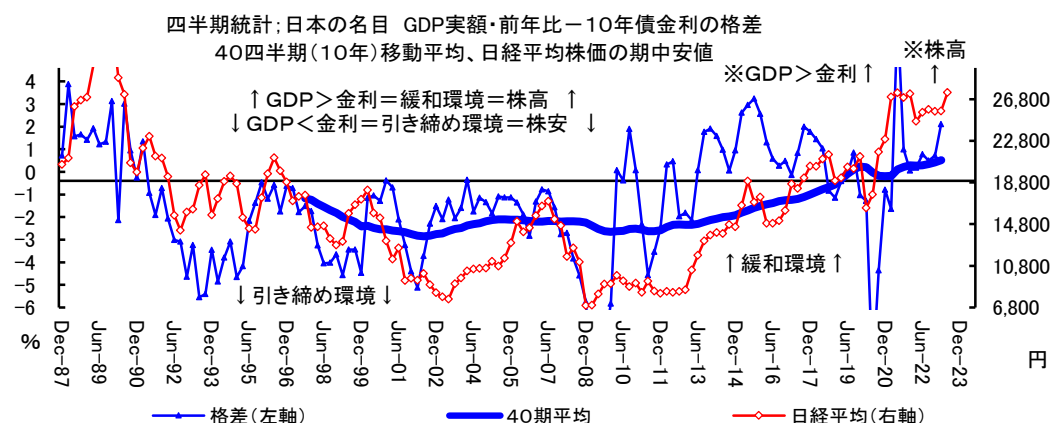
日本の潜在成長率は内閣府の最新推計で、昨年10-12月が0.3%と低迷が続いている。その意味で日銀による長期金利の上限目標「0.5%」と、それ以上の金利上昇の抑制策は現状段階で適切となっている。

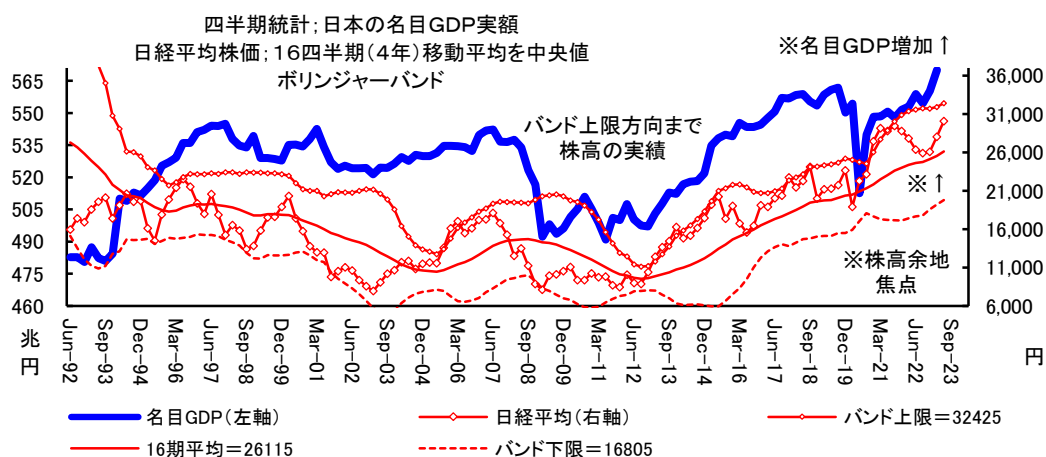
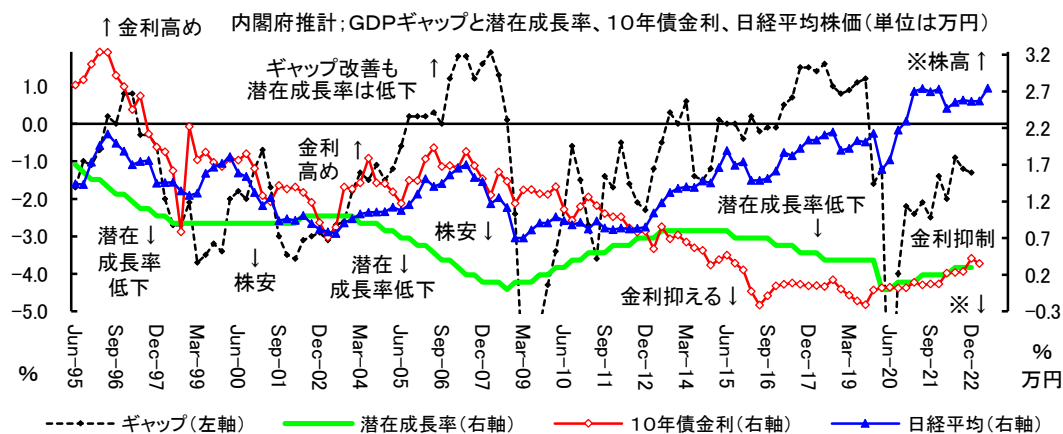
同時に日銀は2013年の異次元緩和以降、潜在成長率との見合いでの短期金利や長期金利の抑制努力を続けている。1980年代後半から2012年にかけては、

「潜在成長率との見合いでの金利高め推移」が、日本経済の長期低迷や複合デフレ、長期株安の一因となる場面が見られている。

しかも現在の日本では人口の急減や高齢化の加速、イノベーションの低下などで、「適正な金利水準」を示す中立金利（自然利子率）の水準が大きく低下している。この問題は植田新総裁も重要視しており、当座は低下傾向の続く中立金利を勘案した低金利政策の継続が意識されやすい。

過去に日銀の黒田前総裁は「人口動態の変動とマクロ経済面での挑戦」と題した講演で、「人口減少や高齢化によって成長率が低下することになれば、経済の実力である潜在成長率に見合った自然利子率も低下する。自然利子率が低下すれば、実質金利にも低下圧力がかかる。経済の実力に見合った名目金利の水準も低下する」という分析を示している。





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。