

名目 GDP「金利比」上振れ、緩和環境増強

名目成長率>金利は最大の乖離幅、リスク資産など支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/9/1 (金)

日本では脱デフレで名目ベースの GDP 成長率が回復する一方、長期金利は抑制されていくことで緩和的な緩和環境が増強されている（名目成長率>名目金利）。名目 GDP の改善は関連価額の上昇とインフレ調整によるカサ上げもあるが、「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差はコロナ危機直後を除いた平時で過去最大幅の GDP 上振れとなってきた。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にプラスとなる。

借入・調達コスト示す金利を成長率が大幅上振れ

「歴史的に米英欧などで名目 GDP 成長率が名目長期金利を上回っている場合、基礎的財政収支が均衡していれば、（経済成長や税収増などで）政府債務残高の対 GDP 比は低下している。反対に名目 GDP 成長率が名目長期金利を下回っている場合、基礎的財政収支が十分に黒字でないと、（景気悪化や税収減などにより）政府債務残高の対 GDP 比は安定化しない」。

過去に内閣府では、このような分析検証を行っている。そのうえで「経済成長と財政再建の両立」という重要課題については、「基礎的財政収支を改善するとともに、名目経済成長率を引き上げることが財政健全化に有用であり、デフレ脱却と成長戦略の着実な実行が必要」という見解を示していた。

足元で日本ではデフレ脱却が進展しつつあり、直近 4-6 月期の GDP では名目の単純な前年比が+5.6%となった。名目 GDP の改善は GDP に関係する各種価額の上昇とインフレ調整によるカサ上げも影響しているが、1990 年代以降の長期デフレ期に定着していた「物価下落効果で実質 GDP はプラス化ながら、名目 GDP はマイナスの低迷」という逆転現象は修繕されている。

一方で 4-6 月の期末に、名目の 10 年債金利は 0.40%となっていた。結果、「名目 GDP 前年比-10 年債金利」の格差は、+5.2%の GDP 優位となっている。前期の+3.3%から切り上がり、コロナ危機直後の反動上振れを除いた平時ベースでは、1980 年代後半以降で最大の上振れ幅となってきた。

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では、過去の米国の例を見るまでもなく、企業利益や経済成長、株価などのリスク資産にプラスとなりやすい。

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」の

持続性を支援（成長率>金利）。企業や家計のバランスシートは健全化のほうに寄与していく。同時に名目 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、リスクテイクの支援につながりやすい。

過去に「名目 GDP 前年比-10 年債金利」格差はアベノミクスもあり、2012 年 7-9 月の-1.5%から 2015 年 7-9 月には+3.8%へ GDP の上振れ幅が拡大する緩和増幅場面があった。同期間中に日経平均の高値は、9000 円前後から 2 万 1000 円の手前まで上昇。+1 万 2000 円幅に近い株高が連動形成されている。今回も「名目 GDP は改善>金利は GDP 見合いで低位抑制」という緩和環境の増強が、企業収益と日本株といったリスク資産の底上げ要因として注目されやすい。

名目 GDP プラス「定着」見通し、株価支援

過去には日本のバブル期にも、良くも悪くしながら「名目 GDP 前年比-10 年債金利」で GDP の相対優位が拡大した。1988 年 10-12 月の+1.8%から、1989 年 10-12 月には+3.5%の GDP 上振れとなっている。同期間中に日経平均の月間高値は 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。

今後の同格差は 10 年債金利に関して、物価上振れや日銀の緩和修正などにより、「人為的な低位抑制」の反動修正的な金利上昇の可能性が無視できない。それでも名目 GDP のほうは脱デフレや経済正常化の流れにより、前年比でのプラス化トレンドが定着していく可能性がある。

名目 GDP の前年比プラス定着は、名目 GDP に間接的に含まれる企業収益の前年比プラス継続を支援。連動する形で日経平均株価や TOPIX といった日本株については、「前年比株高」の長期トレンドが定着していく余地がある。

IMF の最新世界経済見通しによると、2022 年以降の推計ベースで日本の名目 GDP（自国通貨）は前年比増減額が、2022 年の前年比+7.3 兆円から 2023 年は+28.9 兆円と増額が予測されている。来年 2024 年以降は増加額の減少が見込まれているが、それでも 2024 年が前年比+21.5 兆円、2025 年が+11.8 兆

円、2026 年が+11.3 兆円などとなり、連続でのプラス安定化が予測されている。

過去実績として名目 GDP 前年比は、日経平均株価の年間高値・前年比変化幅と密接な相関性を有してきた。例えば 2021 年は名目 GDP が前年比+10.3 兆円となったのに対し、日経平均は前年比+3193 円幅の上昇が同時観測されている。その前でも 2017 年には+8.7 兆円と+3798 円幅、2015 年には+19.2 兆円と+2921 円幅、2014 年には+10.1 兆円と+1710 円幅という連動相関性が見られてきた。

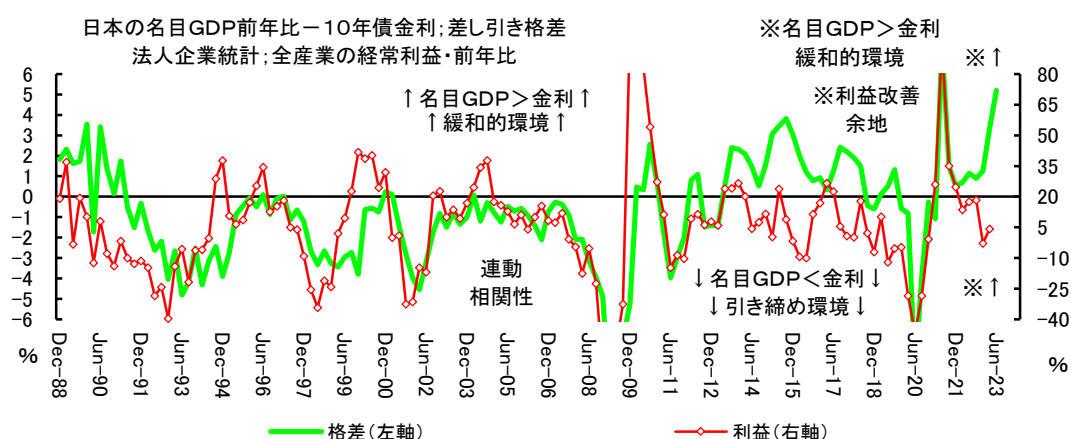
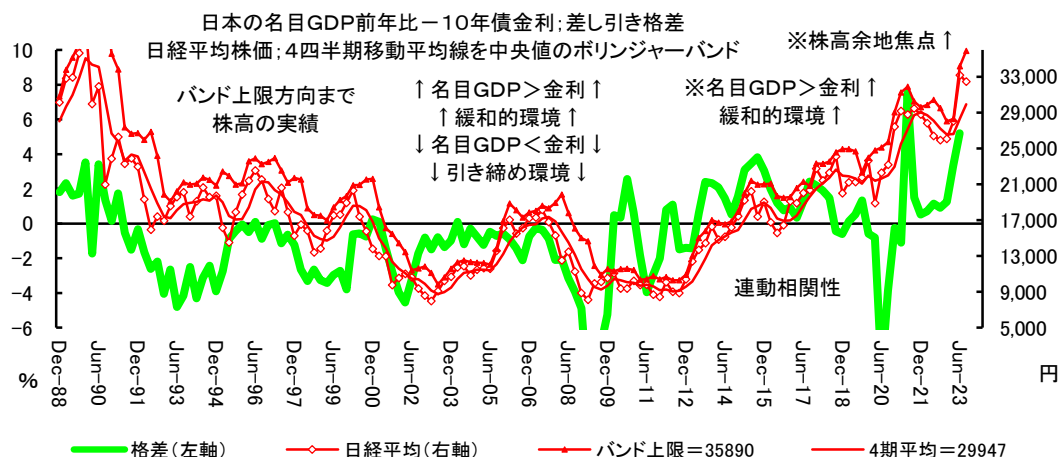
先行き日本の名目 GDP が実際に前年比+10 兆円から+20 兆円前後でプラス安定していくと、連動した前年比の株高基調が支援されやすい。実際に日本でこうした名目での GDP 成長率が復活していくと、1980 年代からバブル崩壊前後となる 1992 年にかけて以来となる。現在の岸田政権や日銀は「持続的な賃金上昇と適度な物価高への適応」を最重視しているが、こうした好連鎖が生きていた時代と符号する。

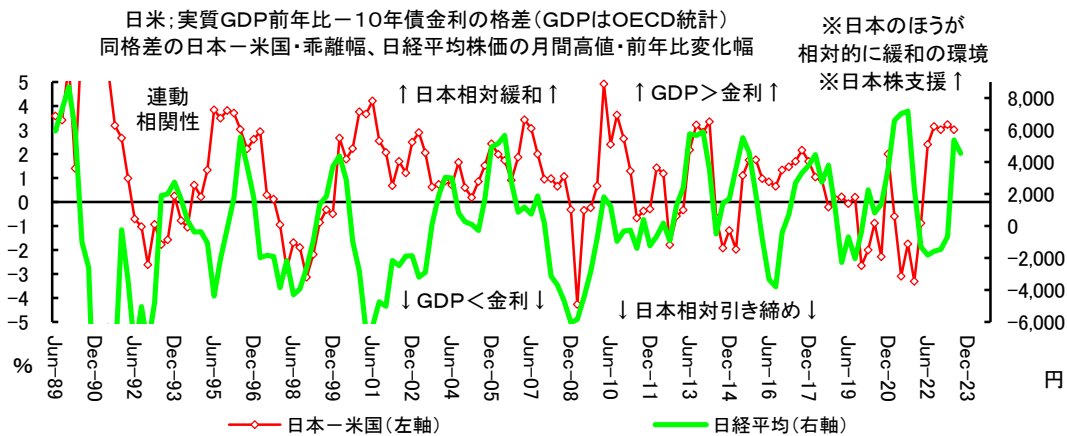
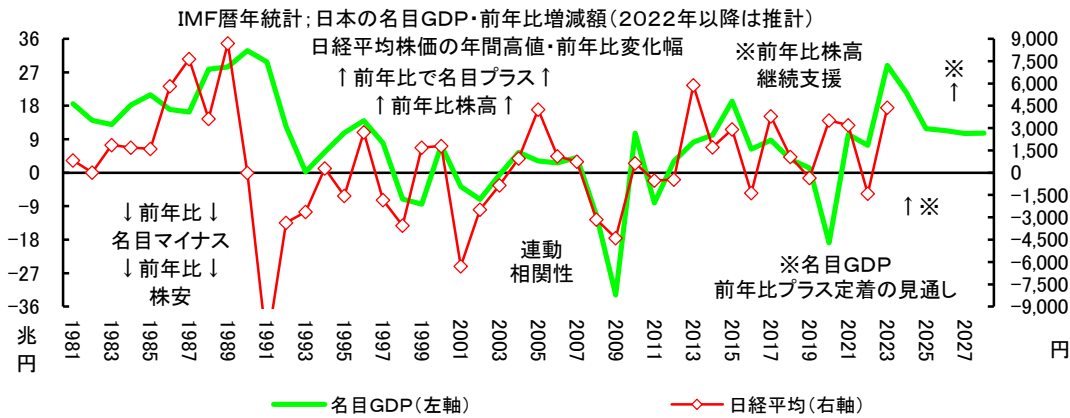
もちろん、先行き不透明材料は山積しており、予測には不透明感が強い。それでも脱デフレに伴う「名

目 GDP の前年比プラス正常化」は、予期せぬ打撃に対しての日本の経済や株価の下振れ抑制バッファとなる。

その他、現在は米 FRB が利上げを続ける米国との相対比較でも、日本の緩和的な環境が際立ってきた。消去法的な日本株の打たれ強さが支援されやすい。直近の OECD による GDP 統計でいえば、日本は実質ベースで 4-6 月が前年比+2.1%となった。同期末の日本の 10 年債金利は 0.40%であり、「実質 GDP 前年比-10 年債金利」は+1.73%の GDP 上振れとなっている。実質成長率>金利という緩和的な環境だ。

それに対して米国は実質 GDP が前年比+2.6%と高めながら、10 年債金利は 3.84%に切り上がっている。結果、同格差は-1.28%の GDP 下振れという、引き締め環境が強化されてきた(実質成長率<金利)。同格差の「日本-米国」乖離幅は+3.01%の日本優位となっている。前期の+3.22%に続き、2014 年以来となる日本の相対的な緩和環境優位となってきた。過去実績に沿えば、日本株の打たれ強さと底上げが連動支援されやすい。





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ご自身でお願いします。