

国内で債券安・株安警戒も「株式優位」余地 財政・円安・インフレ問題等、前年比では株優位に

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/7/18 (金)

国内市場では債券安（金利は上昇）と株安のリスクが警戒されているが、先行き「株式優位」の余地が残されている。財政やインフレの懸念は国債よりも株式シフトを支援するほか、円安と適度な範囲のインフレは株式にプラスの側面がある。日本株 TOPIX 総合指数と国債価格指数の前年比成績格差では、昨年 4-6 月以降の株価の相対減速が一服となってきたほか、指数の相対倍率では 2023 年前後からの日本の脱デフレや日銀の国債管理策の修正等による株価優位のモメンタムが維持されている。

物価上昇は名目での企業収益や株価をカサ上げ

「日本では 1990 年代以降の長期停滞とデフレの局面で、政府が国債の大量発行によって資金を調達し、公共事業などの財政支出を通じて経済の下支えを行った」、「かたや民間企業は投資の慎重姿勢や公的支出の急増などで資金が余り、銀行は預金の大幅増と貸出減に直面。銀行はリスク忌避もあって、余剰資金の国債運用を拡大させた」、「(そこから 2013 年前後からのアベノミクスと日銀の異次元緩和により) 国債滞留からの貸出シフトのほか、株式などのリスク資産シフトを促すポートフォリオ・リバランスを後押しさせた」――。

内閣府では過去のデフレとデフレ脱却に関して、このような総括を行っている。

そこから足元では過去の国債増発のツケや異次元緩和の副作用のほか、デフレからマイルドなインフレへのパラダイム転換、政治不安と財政不安などが重なり、国債価格は下落（金利は上昇）圧力が高まっている。現状は国債からリスク資産シフトという好環境よりも、日本株は金利上昇打撃や悪いインフレ上昇、日本売り、政治不安定化、米関税などの各懸念があり、「債券安・株安」のリスクが警戒されている。

一方で先行きは政治情勢や関税動向次第ながらも、「株式優位」の余地が消えていない。財政やインフレの懸念は国債よりも株式シフトを支援するほか、円安と適度な範囲のインフレは株式にプラスの側面がある。

石破茂首相は「2040 年度の名目 GDP を 24 年度の 617 兆円から 1000 兆円に拡大」という目標を掲げているが、石破政権の存続や政策努力は別にして、単純に円安・食料高・光熱費高・原材料高・人手制約・供給制約などで物価の上昇が続くと、各種価格の増額が名目上の企業収益や GDP の数字をカサ上げさせていく。株価や株式時価総額についても、名目ベースで「物価（インフレ）連動」による上振れ余地が

ある。

為替円安もまた、外需関連などを中心とした企業収益の支援効果により、株式は国債比でプラスの影響がある。反対に円安等によるインフレの上昇は、国債や現預金といった安全資産の価値を目減りさせていく（物価上昇率 > 国債や預金の金利）。現在は前年比で 10 年債金利が急上昇となっているが、過去 1990 年代以降に見られた金利上昇と円高・ドル安は減退し、「国債価格の下落＝円安」という相関関係が見られ始めた。

その中で現状段階では適度な円安とインフレ上昇の影響もあり、日本株 TOPIX 総合指数と国債価格指数の前年比成績格差では株価優位となっている。昨年 4-6 月以降の株価の相対減速が一服となってきた。

7 月 15 日時点での前年同月比は、TOPIX が +1.11% となっている。昨年からの上げ幅縮小と今年 3-4 月の株価急落によるマイナス転落を経て、小幅なプラスを回復させている。一方で日本の国債価格指数では、日本取引所算出の「JPX 国債先物指数」が 15 日に前年比 -1.77% のマイナスになっている。

結果、「株価－国債指数」の前年比格差は、+2.88% の株価優位となってきた。月末値の比較では昨年 3 月の +37.90% という株価優位から、株価が相対減速となり、今年 4 月には -1.80% という株価のマイナス劣勢となってきたが、今年 5 月以降は株価のプラス優位が復活となっている。

TOPIX－国債指数の前年比格差、株優位伸びシロ

TOPIX と国債指数の前年比変化率の基本格差を修正し、国債指数の前年比を 10 倍 (×10) で補正した前年比比較は、7 月 15 日時点で +18.8% の株価優位となっている。過去の循環的な株価優位のピークとしては、2024 年 5 月の +48.8%、2021 年 3 月の +46.0%、2017 年 6 月の +44.2%、2013 年 5 月の +59.5% などが見られてきた。過去の循環実績に沿うと、先行き +40% 方向への株価の相対優位余地と株高の伸びシロ余力が注目されやすい。

7 月 15 日時点では「S&P 日本国債指数」も、前年比では -4.32% のマイナスとなった。TOPIX 前年比との比較では、+5.43% の株価優位となっている。こちらも昨年 3 月の +40.55% という株価優位のピークから、今年 4 月の +0.61% という株価の相対減速を経て、株価優位の循環トレンドが再開となり始めた。

日本での株式と債券の比較では「TOPIX ÷ 国債指数」の相対倍率で、2023 年前後からの株価の上振れ

モメンタムが維持されている。同時期からは日本での脱デフレのほか、日銀による国債管理策の見直しと長期国債金利の上昇（債券価格や債券指数は下落）などもあり、株価優位の基調が続いている。

7月15日時点で「TOPIX÷JPX 国債先物指数」の相対倍率は0.245となり、月末値比較では昨年末の0.237から株価優位の方向に切り上がっている（数字が大きいほど株価優位）。コロナ危機時である2020年3月の0.118からは、2倍近い株価優位となった。

同倍率は債券比での株価優位を示す形で、TOPIXの水準と密接な相関性を有してきた。さらに為替ドル/円とも相関性があり、2023年前後からは脱デフレと実質金利の低下（名目金利<物価）、リスク選好などがドル高・円安へと作用。それが株高材料となり、再びリスク選好の円安や、円の再下落を受けた実質金利の再低下に跳ね返るという、循環連鎖が巡回されている。

現状の株価と国債の比較でいえば、7月15日の終値時点で「TOPIXの終値÷1000」が2.825となっている。一方の10年債金利は1.58%だが、「金利上昇

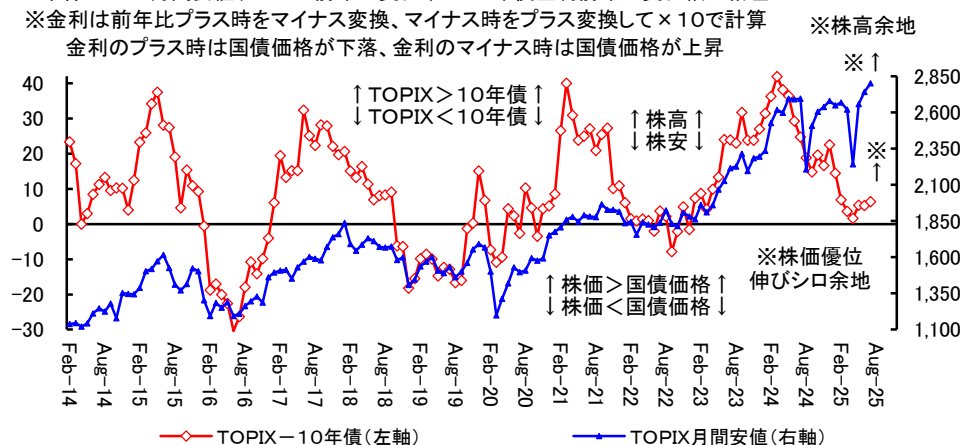
=債券価格下落」や「金利低下=債券価格下落」で参考になるマイナス変換では-1.58%の下振れとなっている。金利のプラス数値が大きい場合ほど、債券価格面では下落のマイナス幅が大きくなることを示すものだ。

両数値での「TOPIX-10年債」格差は、7月15日時点で+4.41のTOPIX優位となった。前月末の+4.28から株価優位に切り上がっている。1999年前後からのデフレ深刻化では、株安と債券高（金利は低下）が加速し、同格差は2003年に+1.38、2016年に+1.03といった株価の劣勢場面が見られている（TOPIX<10年債）。しかし足元では実に1996年以来のプラス幅という、TOPIXの上振れ方向へと回帰してきた（TOPIX>10年債）。

先行きデフレからインフレへの転換や、日本の財政不安の高まりなどもあり、一段の株価の相対上振れと反動修正の余地が注目されそう。同格差はバブル崩壊後の株価崩落が一服となった1992年から1996年にかけて、+4から+7前後での推移となっていた。

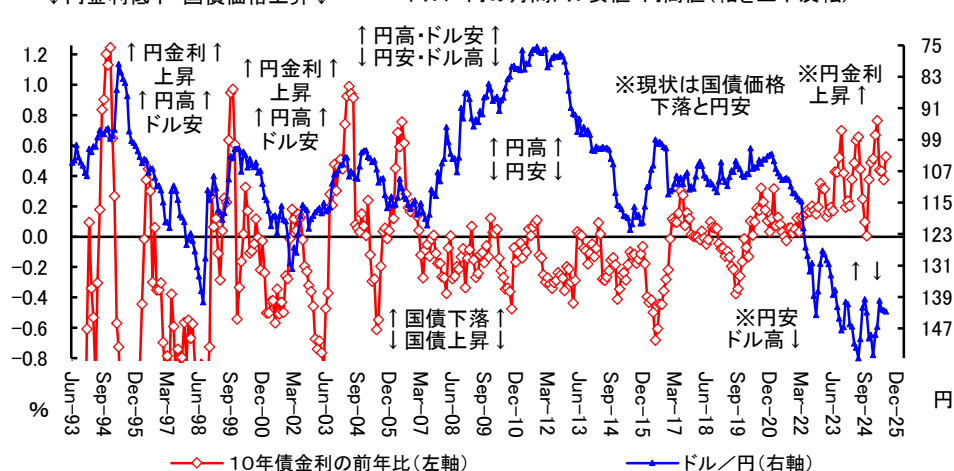
日本株TOPIX月間安値、TOPIX前年比変化率-10年債金利前年比変化幅の格差

※金利は前年比プラス時をマイナス変換、マイナス時をプラス変換して×10で計算
金利のプラス時は国債価格が下落、金利のマイナス時は国債価格が上昇



↑円金利上昇・国債価格下落↑
↓円金利低下・国債価格上昇↓

日本の10年債金利(円金利)：月間最高の前年比変化幅
ドル/円の月間ドル安値・円高値(軸を上下反転)

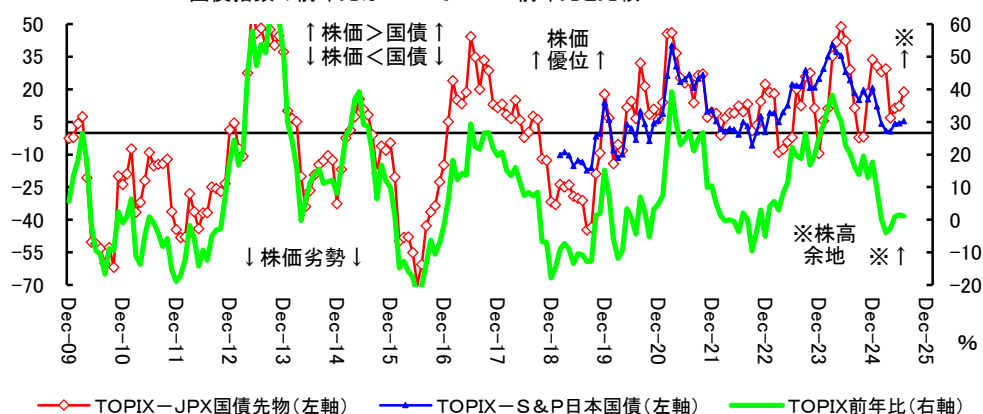


日本株TOPIXの前年比、TOPIX－日本国債指数の前年比成績格差(月末値の比較)

※国債指数はJPX国債先物指数(日本取引所)とS&P日本国債指数

国債指数の前年比は×10でTOPIX前年比と比較

※株価優位



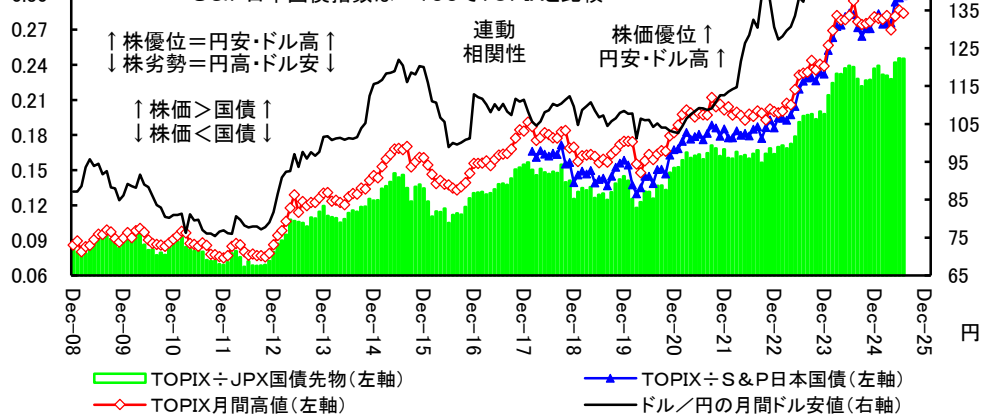
日本株TOPIX÷日本国債指数の相対倍率(月末値の比較)

TOPIXの月間高値(÷1万で表示)、ドル／円の月間ドル安値

※国債指数はJPX国債先物指数(日本取引所)とS&P日本国債指数

S&P日本国債指数は×100でTOPIXと比較

※株価優位・円安↑



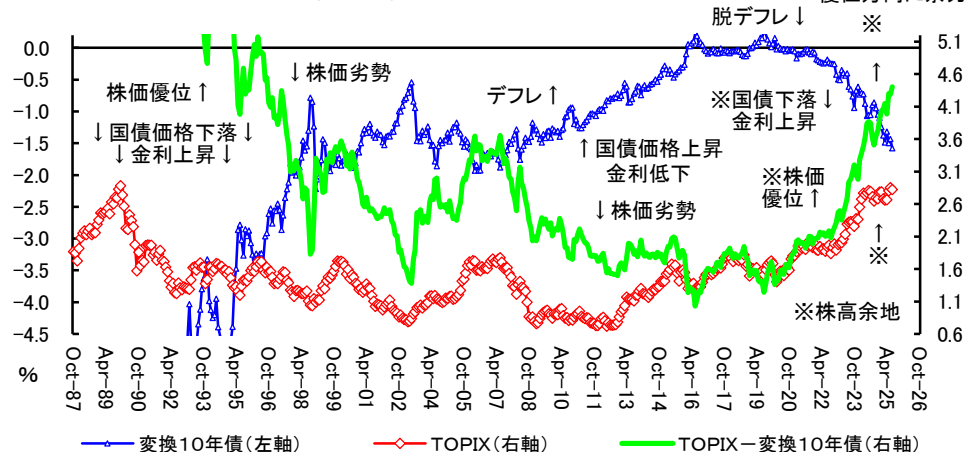
日本の10年債金利・月末値(金利プラス時をマイナス、マイナス時をプラスに変換)

日本株TOPIX月末値(÷1000で表示)

TOPIX(÷1000)－変換10年債金利の格差(月末値の比較)

※株価優位

優位方向に余力



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。