

国内の債券安・株高、過熱警戒も持続余力 過去比や米国比で株価優位の伸びシロ、長期デフレ修正等

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

2025/12/08 (月)

国内では債券安（金利は上昇）と株高が同時進行となっているが、短期的には過熱感が警戒される一方、中長期では持続余力が注目される。1980年代以降の過去比や米国比では日本株に債券価格との見合いで上振れ余地があるほか、日本は1990年代からデフレと債券高・株安が深化・長期化した分だけ、反動修正の伸びシロは無視できない。現状の金利上昇は財政・インフレなどが不安視されている一方、将来成長やデフレ比で悪くないマイルドなインフレ社会、金利機能と信用創造環境の正常化修復といったプラス面も内包されている。

株高と債券安、小泉・安倍政権時ほどの過熱抑制

「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・リバランスが後押しされている」――。

内閣府では過去のデフレと現状に至る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と債務累増のツケのほか、デフレからマイルドなインフレへのパラダイム転換、高市政権による財政出動の再強化と財政・国債不安、日銀利上げ観測、インフレ上振れ懸念などが重なり、国債価格は下落（金利は上昇）圧力が強まっている。現状は国債からリスク資産シフトという好環境よりも、国債不安と良い所取りの株高といった危うさもある。

短期的には債券安・株高に過熱感が警戒されるが、中長期では持続余力が注目される。1980年代以降の過去比や米国比では日本株に債券価格との見合いで上振れ余地があるほか、日本は1990年代以降、デフレと債券高・株安の時代が深化・長期化してきた。その分だけ、反動修正の伸びシロは無視できない。

現状の金利上昇は財政・インフレなどが不安視されている一方、将来成長やデフレ比で悪くないマイルドなインフレ社会、金利機能と信用創造環境の正常化修復といったプラス面も内包されている。

過去比でいえば12月4日時点で日本株TOPIXの月間高値は、前年比+20.9%の上昇率となっている。それに対して日本の10年物国債金利は、月間最高が

前年比変化幅で+0.81%の上昇となってきた。金利上昇は債券価格の下落を意味するが、それを分かりやすくするため、プラスをマイナスに置き換えた逆数値では-0.81%となっている。

株価の上昇率と金利の上昇率（債券価格は下落）を分かりやすく比較した「TOPIX 前年比÷10」の+2.09と、「金利前年比の逆数値」-0.81を差し引きした格差は、+2.90の株価優位となってきた（株高>債券安）。4月の+0.27を直近最低として、株価の相対優位が拡大している。それでも11月の+2.98や直近最高である2024年4月の+3.97、2021年4月の+3.54、2015年5月の+3.79などに比べると、過度な株価の上振れ過熱は抑制されている。

現在は高市政権での政策影響もあり、株高と金利上昇（債券価格は下落）が進展している。同じような政策影響の局面では、同格差が第二次安倍政権時の2013年5月に+6.18、小泉政権時の2006年5月に+5.94といった株価の上振れ過熱が観測されていた。現状はそこまでの乖離拡大には至っていない。

株価と国債比較、過去は米日で同水準、追随余地

もっとも10年債金利の月間最高は、12月以降に1.9%超え、前年比変化幅で+0.8%超えの大幅上昇となってきた。過去には株価が上げ渋りの株高ペース鈍化や、調整反落となるケースも見られている。金利上昇は企業収益や株価に悪材料となる局面もあり、短期的には調整リスクも注視される。

現状の株価と国債に関し、数値水準を近くにした相対比較では、12月4日時点で「TOPIXの月間高値3400÷1000」が3.400となっている。一方の10年債金利の月間最高は1.94%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-1.94%の下振れとなっている。この逆数値は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、12月4日時点で+5.34のTOPIX優位となってきた。直近最低である2024年9月の+3.67から株価の上振れ幅が拡大している。過去比ではデフレ深刻化の以前である1995年3月時の+5.75以来、約30年ぶりの株価優位に回帰となってきた。

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。同格差は2003年に+1.47、2016年に+1.19といった株価の相対低位が見られている（TOPIX<10年債）。しかし足元では実に1995年以来のプラス幅という、株価の上振れ優位へと回

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、国債比での一段の株価の上振れ余地が注目されそうだ。同格差はバブル崩壊後に株価崩落が一服となった1993-1994年にかけて、+6前後での推移となっていた。バブル時の1990年には+10超え、バブル前段階でインフレの時代でもある1987年から1988年には、+6から+8前後という株価の上振れ実績がある。

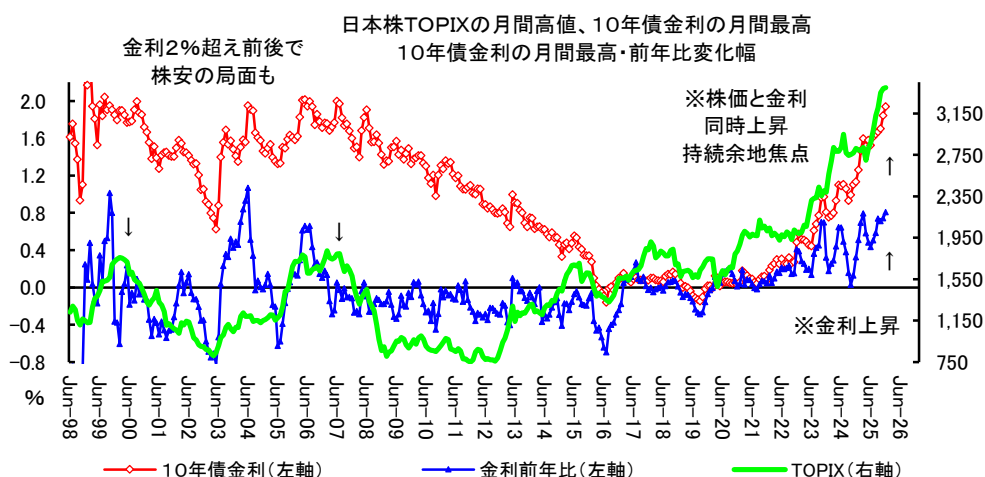
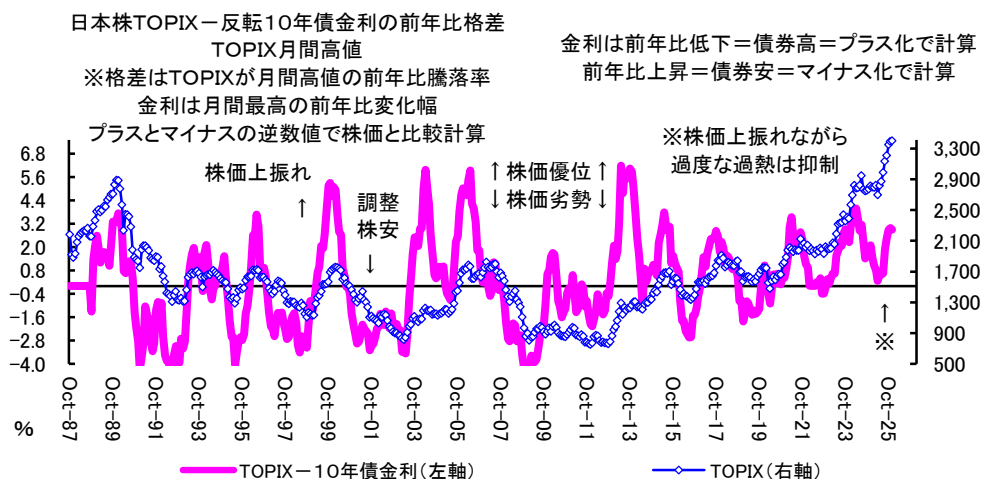
日本では長期デフレ下で債券高・株安の時代が深化・長期化した分だけ、反動修正の残存は無視できない。マイルドなインフレ社会の以降に伴い、現状の+5前後から「デフレ前」の水準である+6から+8方向への株価の相対上振れ余地が残されている。

米国では同様の計算による「米株S&P500÷1000」と「米10年債金利の月間最高（マイナス変換）」の差引格差が、12月4日時点で+10.98という株価上

振れとなっている（株価6.866、金利-4.11）。米国でも1980年代までのインフレ時代から1990年代以降の低インフレ（ディスインフレ）時代には、債券高（金利は低下）と、それ見合いでの株価の相対劣勢が進展。同格差は2012年にかけて、+3方向への株価下振れが見られていた。

そこから現状はインフレ再開等もあり、株価の相対優位が進展。実に1985年以来、約40年ぶりとなる+10から+11方向への株価上振れとなっている。

こうした計算による株価と国債の格差は、米国、日本ともに1989年から1993年前後にかけて、+6から+10前後という同じレベルで並んでいた。先行き日本では異常なデフレ環境の修正と同時に、米日ともに同じ財政不安と国債不安を抱えるなか、米国に遅行追随する形で「国債価格比での株価優位の上振れ幅拡大」や「金利上昇との比較での株価の上振れ優位拡大」が進む余地は無視できない。



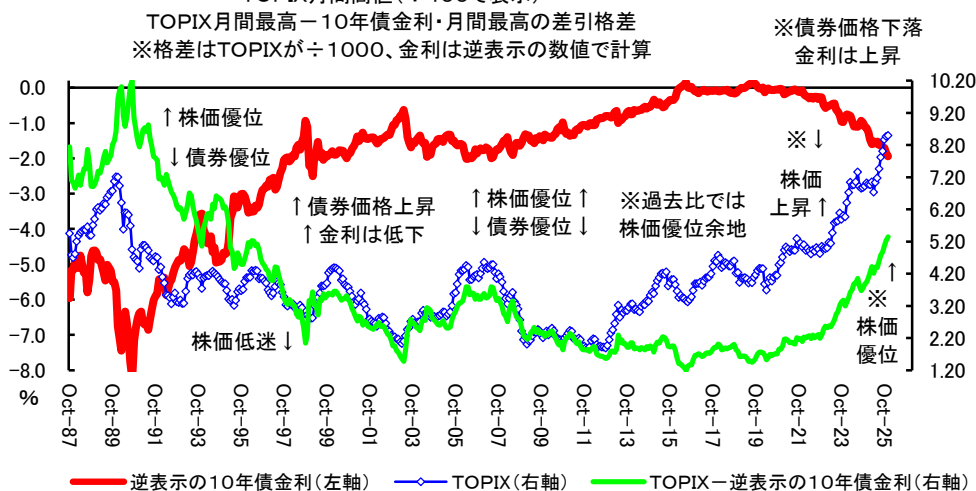
日本の10年債金利・月間最高

※プラス局面はマイナス(債券価格下落)、マイナス局面はプラス(価格上昇)で逆表示

TOPIX月間高値(÷400で表示)

TOPIX月間最高－10年債金利・月間最高の差引格差

※格差はTOPIXが÷1000、金利は逆表示の数値で計算



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。