

株価比での債券安、短期過熱も持続余地残存 短期調整焦点、デフレ時の株安・円高・債券高には修正余力

2026/1/26 (月)

国内では株価比での債券安（金利は上昇）が進展しているが、短期的には過熱調整が焦点になる一方、長期的には持続余地が注視される。足元では3カ月前比、前年比などで日本株 TOPIX に対し、10年債の金利上昇や国債先物指数の下落の乖離幅は過去最高ゾーンに接近過熱となってきた。過去の調整局面では金利上昇・株高の一服や、金利低下・株安が見られている。一方で1990年代以降のデフレ等による株安・円高・債券高の基本基調は25-30年前後の長期に及んできただけに、インフレ方向への時代転換では相応の反転修正期間が想定される（株高・円安・債券安）。

国債3カ月前比や前年比、TOPIX比で下振れ過熱

「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、高市政権による積極財政の表看板化と財政・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。足元では国債からリスク資産シフトという好環境よりも、日本のトリプル安や悪い債券安・円安の懸念がくすぶっている。

それでも短期的には株価との見合いでの債券安に関して、一旦の過熱警戒感が高まってきた。過去の調整局面では金利上昇・株高の一服や、金利低下（債券高）・株安が見られており、目先はこうした方向への調整余地が焦点になっている。

日本国債の価格指数と日本株 TOPIX の相対比較でいえば、国債は日本取引所算出の JPX 国債先物指数が1月22日段階で、3カ月前比-2.8%の下落になっている。それに対して TOPIX は、+8.5%の上昇だ。結果「国債指数-TOPIX」の成績格差は、-11.4%の国債下振れとなっている。月末値ベースでの3カ月前比・比較では、昨年10月の-13.9%以来という国

債の劣勢となってきた。

過去の下限ゾーンは、2024年時の-17.3%、2023年時の-13.6%、2021年時の-14.5%、2019年時の-13.8%などとなっている。現状は下限ゾーンに接近しており、過熱警戒が高まっている。

12カ月前比の前年比では1月22日時点で、国債指数が-4.6%、TOPIX が+29.7%となっている。こちらの格差では、国債指数の-34.3%という大幅な下振れとなってきた。過去の下限ゾーンは2024年時の-37.9%や、2021年時の-39.9%、2017年時の-30.9%、2015年時の-36.9%などとなっている。国債指数の相対劣勢は過去下限ゾーンに入りつつあり、やはり過熱調整の余地が注視されやすい。

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の残存が注目される。1980年代以降の過去比や米国の状況との比較では、日本の債券価格に株価との見合いで下振れ余地、株価は上振れ余地が残されたままだ。日本は1990年代以降、デフレと株安・円高・債券高の基本基調が25-30年前後の深化・長期化となってきた。その分だけ脱デフレとインフレ方向の時代転換では、相応の反転修正期間が想定される（株高・円安・債券安）。

TOPIX と 10 年債の相対格差は 95 年時以来の水準

現状の株価と国債に関し、双方の数値水準を近くにした相対比較では、1月22日時点で「TOPIX の月間高値 3647÷1000」が 3.647 となっている。一方の10年債金利の月間最高は 2.36%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-2.36%の下振れとなっている。この逆数値については金利水準のプラス数値が大きいほど、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、1月22日時点で+6.01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2月時の+6.14以来、約30年ぶりの株価優位へ回帰となってきた。

この1995年のあとは1999年前後からのデフレ深刻化により、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と下振れが見られている（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、株価の相対優位と上振れに回帰してきた（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・国債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。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。

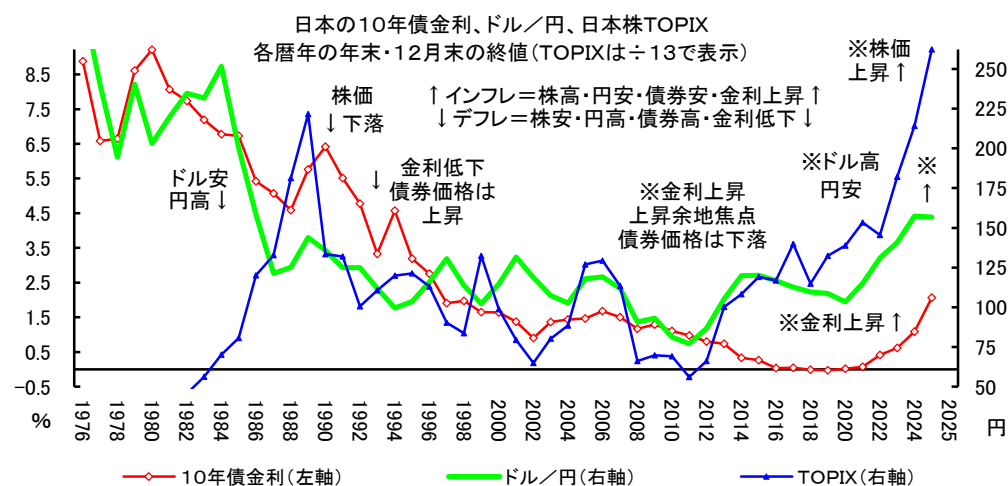
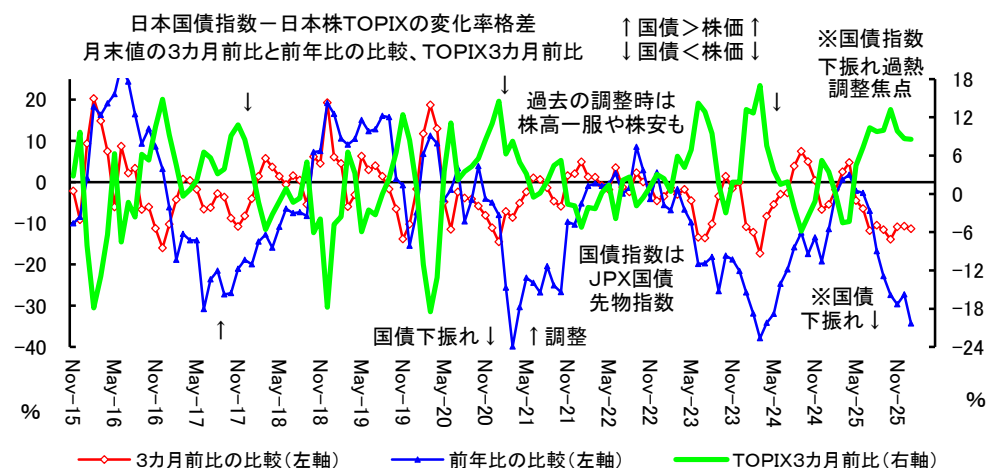
日本では長期デフレ下で債券高・株安の時代が深化・長期化した分だけ、反動修正の残余地は無視できない。マイルドなインフレ社会の以降に伴い、現状の+6 前後から「デフレ前」の水準である+6 から+8 方向への株価の相対上振れ余地が残されている。

米国では同様の計算による「米株 S&P500 の月間高値÷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、1 月 22 日時点で+11.29 という株価の上振れとなっている（株価 6.986、金

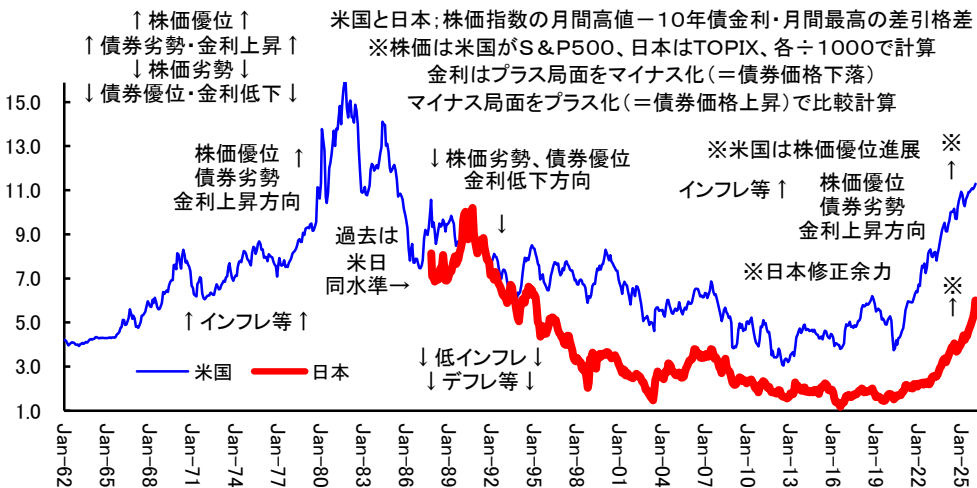
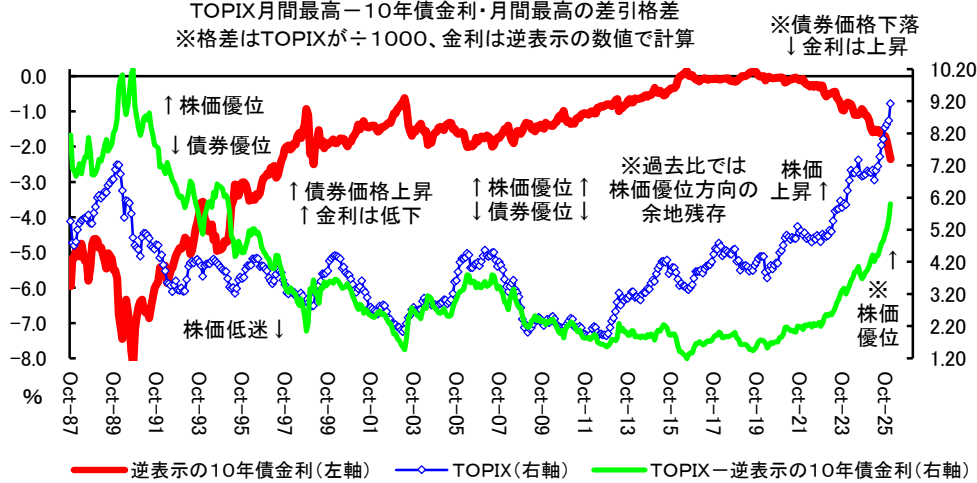
利-4.31）。米国でも 1980 年代までのインフレ時代から 1990 年代以降の低インフレ（ディスインフレ）時代には、債券高（金利は低下）と、それ見合いでの株価の相対劣勢が進展。同格差は 2012 年にかけて、+3 方向への株価下振れが見られていた。

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。直近は実に 1985 年以来、約 40 年ぶりとなる+11 超え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相対格差は、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)



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。