



日本株月次レポート | 2026年3月

資本コストを意識した積極財政



中塚 浩二
株式、日本CIO

日本株市場は衆院選での与党の歴史的勝利により大きく上昇し、国内外の投資家の日本株に対する関心も高まっています。投資家からの問い合わせの中で必ずと言ってもよいほど受ける質問は“金利上昇が株式市場の重しになる可能性”です。昨年10月高市総理就任以降、株高とともに長期金利も上昇しました。一般的に、金利上昇は割引率が上がり、資金調達コストが増加するため株価のマイナス要因とされます。

それにも関わらず株式市場が堅調に推移している理由は、金利上昇にともなう資本コスト上昇というマイナス要因を、名目成長率上昇のプラス要因が上回るという期待が反映されていると考えられます。長年のデフレから脱却し、賃金と物価の循環が動き出した結果として金利が上がるのであれば、企業収益拡大と名目GDP成長率の加速が金利上昇のマイナス面を吸収できると考えられます。

「高市ラリー」と強気相場を印象付ける表現がメディアで頻繁に使われています。それ以前は2023年以降続いている日本株式市場の上昇相場には名前は付けられていませんでした。東証によるガバナンス改革、AIの拡大、円安、インフレ期待など複数の構造的要因が絡み合う複合的な上昇だったためと考えます。ひとつのストーリーに依存しない相場は、ある材料が一時的に停滞しても他の要因が支える息の長い上昇が期待できるものと期待されていました（注1）。高市首相の積極財政への期待が高まった今は、その特定のストーリーが高い期待値に届かないときの反動も考慮する必要がありますと感じます。

積極財政と金利上昇の均衡は繊細です。財政拡張が金利を押し上げるなか、財政支出の効果が発現し十分な成長率の上昇をもたらすことができなければ、リスクプレミアムの上昇を通じた「悪い金利上昇」に転じ、株式市場上昇に水を差すことになりかねません。財政支出はカンフル剤とともえられ“穴を掘って埋めるだけでも有効需要を創出できる”ともいわれます。しかし、現在求められているのは一時的な景気浮揚ではなく、持続的な成長をもたらす施策であると考えます。重要な点は、生産性向上と賃金上昇を通じて潜在成長率そのものを底上げできるかということと考えます。財政支出は財政懸念と金利上昇というコスト負担が伴うものなので、それを上回る成長率を可能にするお金の使い方が必要となり、これは将来の日本経済と株式市場の行方を左右する分水嶺となると言えます。

同時に、家計も工夫が必要と感じます。約10年前、フランスの経済学者トマ・ピケティの“ $r > g$ ”の不等式を提示した格差拡大のメカニズム（注2）が話題を集めました。株式や不動産などの資産を運用する富裕層は“ r ”（資本収益率）のペースで所得を増やし、賃金中心の家計は“ g ”（経済成長率）にしか連動しないため、資本収益率が経済成長率を上回り続ける限り（ $r > g$ ）、資産を持つ者と持たない者の格差は広がり続けるという分析です。2008年の世界的金融危機とその後の積極的金融緩和で株式市場・不動産が上昇する現象が起き世帯間格差が拡大したという社会的背景が、当時この理論が人口に膾炙した要因と言われていました。

今回も類似点が見受けられます。「K字型経済」と表現されるように、コロナ後の大規模な財政出動と金融緩和によって株・不動産は上昇し、資産家はその恩恵を享受し、その一方で実質賃金はマイナスが継続しています。資本の収益率を享受すべく、家計にとって資産形成の重要性は増えています。

もちろん、日本の株式市場はすでに上昇しており、掘り出し銘柄を見つけ市場を出し抜くことは容易ではありません。こうした環境では、単に割安な企業を探すよりも、本質的な利益創出力をもつ事業モデルが確立された企業を長期に投資すべきと考えます。ウォーレン・バフェットの盟友、故チャーリー・マンガーは「そこそこ（フェア）の会社を割安（グレート）な価格で買おうとするのではなく、「すばらしい（グレート）会社を適正（フェア）な価格で買うべき」と述べていました（注3）。日本のデフレ期では“生活防衛銘柄”として節約志向に訴求する企業が紹介されていました。インフレとなった現在は、信頼できる企業へ長期投資することこそが“生活防衛”になるといえます。こうした環境は、資産運用会社の運用力が真価を問われる局面と考えます。

注1：拙稿 日本株月次レポート2024年2月臨時版『日経平均株価、史上最高値更新』<https://jp.allianzgi.com/ja-jp/jp-insights/japan-equity-commentary/jp-equity-feb-26-2024>

注2：（参考）みずす書房、トマ・ピケティ、2014年12月、『21世紀の資本』

注3：（参考）日経BP、デビッド・クラーク、2017年9月、『マンガーの投資術』

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見直し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご確認ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入