

将来を見晴らす長期投資観測 vol.17

(株価編4) 日本株式市場の再評価②

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 戦前日本株式の指標とされた東京株式取引所株は、1920年までは米株価指数よりも優位に推移した。特に、戦勝国となった3つの戦時期の投資成果は良好だった
- ◆ 一方、敗戦国となった太平洋戦争では、大幅なインフレーションにより株式の実質価値が毀損し、紙屑同様になったため、株式投資家の懐を痛めた
- ◆ 実態物価（闇物価）ベースでは、敗戦後の実質株価は上昇したため、敗戦時に株式を保有していたか否かが画期となったと言える

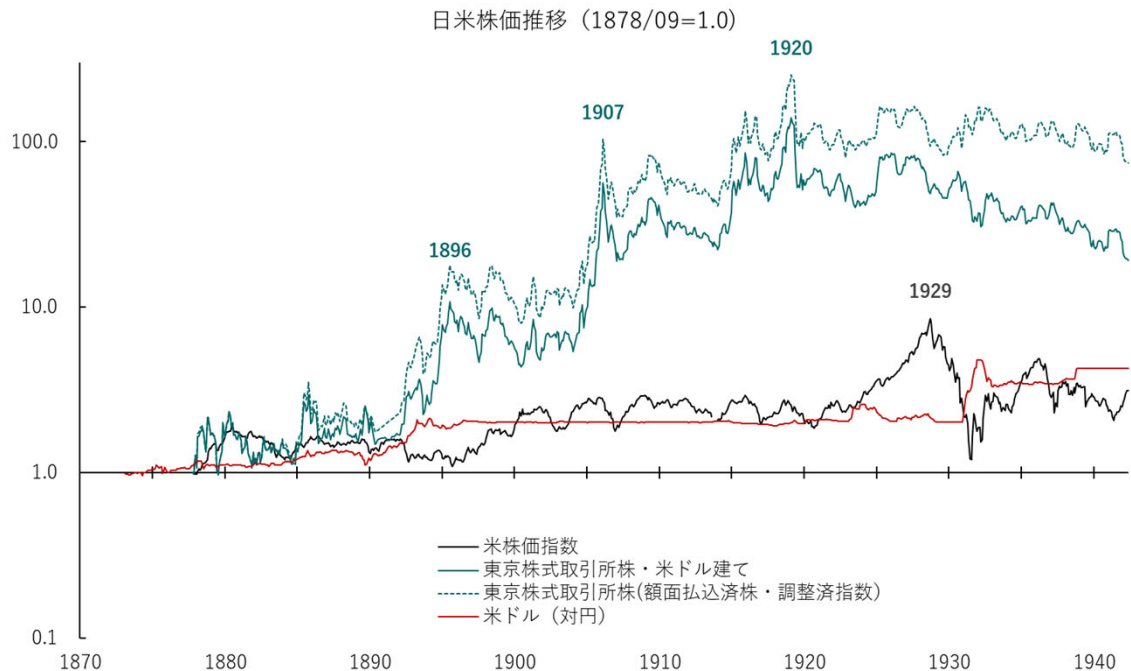
前回の「将来を見晴らす長期投資観測」では、戦前期の日本株式市場の価格決定機能が、米国対比で見劣りするものではなかった点を紹介し、流動性の高い奥行き深い市場であった可能性を指摘した。それでは、この時期の日本株式市場の投資成果も、優れていたと言えるのだろうか？流動性が高くて、リターンが高くなければ、投資家にとっての意味合いは減退するからである。今回はこの点について、確認してみたい。

1920年まで優位だった日本株式 注1

わが国は、太平洋戦争で敗戦に至ったこともあり、株式投資成果は惨憺たるものであったとのイメージが強いだろうか？そのイメージは正しいが、明治維新後に創設された東京株式市場で始まった株式取引では、大正期にかけての投資成果が劣位に立たされたわけではない。米国の株式市場と比較するならば、新興国に位置づけられる日本の株式市場は、それだけリスクが高く、その分だけ超過リターンが得られると考えるのが理論的であろう。19世紀末から20世紀の日本株式市場の主要銘柄は、東京株式取引所の株式（取引所自体が株式会社として取引所に上場していた旧株；以下、東株と呼ぶ）であり、最も流動性が高く、売買高が多かった。株式市場の繁閑により業績が大きく変動したため、その投資成果は極端に出る可能性がある点には注意が必要だが、コウルズ委員会による米国株価指数（1928年1月以降はS&P500指数、以下同じ）等と比較してみよう。

図1は、増資権利落修正後の東株（額面払込済株）と米株価指数を、1878年9月を基準に指数化したものであり、日米間の比較のために、為替レート調整後の米ドル建ての東株も記したものである。太平洋戦争以前の株価ピークは、日本が1920年1月であり、米国が1929年8月であり、第一次世界大戦終戦までは、日本の株価上昇が顕著であったのが確認されよう。第一次世界大戦時の輸出拡大をきっかけに日本の好況がバブル的状况を生み出したことも手伝い、1890年代後半以降の東株の株価は、米株価指数を凌駕したのである。その後の東株は、1923年の東京大震災の衝撃からの復興に時間を要したこと、1927年の昭和金融恐慌の影響が大きかったことなどにより、1920年代の米株式のバブル的状况に追従できなかった。さらに1929年には、実力以上に日本円の水準を切り上げた旧平価での金解禁（金本位制復帰）が、輸出産業に打撃を与えたのである。1931年12月には金輸出再禁止（金本位制停止）により、一時的に東株は回復するが、国際政治の不安定化が株式市場全体の状況を好転させるには至らなかった。また、1932年以降の円安基調は、米ドル建て東株の頭を抑えたため、日本株の投資成果は、1920年1月を分水嶺となったと言える。

（図1）



（出所）NBER、Bloomberg、「帝国統計年鑑」、「金融事項参考書」、平山（2017）のデータを基に作成。1878年9月～1943年4月。

注：上記は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。

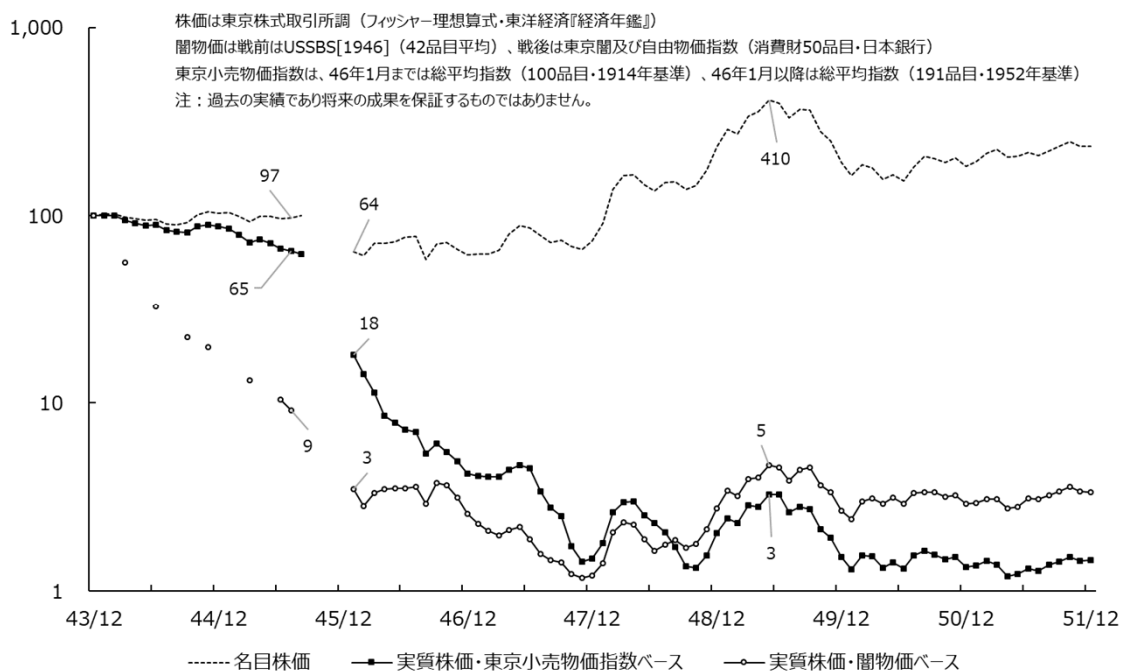
1920年以前に関して言えば、興味深い事実が浮かび上がってくる。図1を見るならば、1896年8月、1907年1月、1920年1月に3つのピークを記録しているが、どれも戦争と関連している点である。1894年7月から1895年4月にかけての日清戦争、1904年2月から1905年9月にかけての日露戦争、そして1914年7月から1918年11月までの第一次世界大戦が終戦を迎え、1年超の期間を経て、東株はピークを迎えているのである。少なくとも明治期から大正期にかけての日本株式市場は、「戦争時の株買い」という状況になっていたわけである。いずれも戦勝国であったことが反映されたと言ってもよいだろう。では、敗戦を迎えることになる日中戦争・太平洋戦争のわが国の株式投資成果はどうだったのだろうか？

終戦のショックで大幅に減価した日本株式 注2

東株は、1943年に東京株式取引所が日本証券取引所に再編され、上場が廃止されたため、1945年8月の終戦を跨いで比較ができない。そこで、投資成果を示す市場ではないものの、東京株式取引所調べのフィッシャー理想式による株価指数を基準に、大まかな投資成果をイメージしてみたい。図2を基に名目株価を確認すると、1943年12月を100とした場合、1945年7月の97から1946年1月には64まで落ち込み、1949年5月には410まで回復している。戦時末期の1943年12月から終戦後の株価回復時（ドッジ・ラインによるデフレ政策前に株価が回復した水準）に当たる1949年5月までの65か月間では、名目上は4倍になっていることになる。一方、投資家にとっては、名目株価指数は、売買利益（キャピタルゲイン）の指標となり得るが、その間の物価の推移により話は違ってくるのは、前回まで記してきた通りである。特にインフレ率変動した、終戦前後は、実質株価で見る必要があるのは言うまでもない。そこで、名目株価を物価変動率で調整した実質株価指数を算出し、実質的な購買力の増減の指標として戦前・戦時期と終戦期の株式投資成果を確認する。

(図2)

実質株価指数（1943/12 = 100）



第一に、公式に算出された統計である東京小売物価指数を用いて確認すると、1943年12月から1945年7月までの19か月では、物価が1.5倍超に上昇している一方、その後6か月間が経過した1946年1月に2.4倍弱までになっている。終戦までは、政府の価格統制により抑え込まれていた公定価格であっても、終戦とともに大幅な上昇を経験したと言えよう。特に1946年1月から、1949年5月までの40か月間では、糸の切れた凧のように歯止めのなくなった物価は大幅に上昇し、35倍になっている。通期65か月（1943年12月～1949年5月）で、物価が約126倍、名目株価が4倍なので、実質株価は30分の1になっている。実際には、戦後、多くの国民が最高税率90%の財産税を負担したため、株式を保有していた資産家は、その大部分の株式を現物拠出して税金を支払っている。そのため、この税効果も含めたならば、株券は紙くず同然になったと言えるだろう。

第二に、政府の公式見解ではなく、物価の実態に沿った闇物価を基に考えるとどうなるだろうか？戦時に物価上昇に歯止めをかけていた公定価格を基にした東京小売物価指数では、本来の物価推移を示しておらず、闇物価平均等で実際の物価動向をとらえる必要があるためだ。公定価格を基にするならば戦時期の物価上昇は抑え込まれ、戦後はその反動から一気に物価指数の急騰が発生する。一方、実勢物価を表す闇物価平均であれば、戦時期の物価上昇が相当程度終戦前に反映され、戦後の物価上昇に反動分が織り込まれず、実際の物価動向を織り込めるはず。

闇物価平均を確認すると、1943年12月から1945年7月までの19か月では、物価が11倍弱に上昇している一方、その後6か月間が経過した1946年1月に1.7倍強までになっている。1946年1月から、1949年5月までの40か月間では、東京小売物価指数を大きく下回り4.7倍強に過ぎない。通期65か月（1943年12月～1949年5月）で、物価が約88倍、名目株価が4倍なので、実質株価は約20分の1になっている。このように公定価格である東京小売物価指数を基準にしたときよりも、闇物価指数を基準にした方が実質株価の減価の程度は緩和されたのである。また、闇物価ベースでは、終戦間もない1946年1月までに実質株価は大幅に減価しているが（図2の白丸線の水準は3）、そこから1949年5月にかけては上昇している（図2の白丸線の水準は5）。そのため、物価実態を捉えた闇物価ベースでは、戦後のインフレを株価は凌駕して、実質的な価値を維持できたと言えそうだ。

つまり、敗戦時の株価下落の衝撃は、株式投資家の懐を痛み、戦勝時とは比べ物にならないくらいに悲惨な結果をもたらしたと言えよう。一方、財産税の負担が消失した終戦後の株式は、実態ベースの物価（闇物価）上昇を上回り、実質価値を高めることに貢献したのである。敗戦を画期に、日本の株式投資家は全く異なる投資成果を得たのであった。国際政治情勢が流動化している現代にあっても、一つの歴史的事実としてインプリケーションがあるかもしれない。

（注記）

1. 本節は、平山賢一（2017）「戦前期における株式投資成果の再評価：1878年から1943年に至る東京株式取引所株の投資収益率について」『社会科学論集』第14号、41～53頁を基に作成。
2. 本節は、平山賢一（2020）「終戦前後に市場の断絶はあったのか——戦後の市場構造転換と投資成果」、伊藤修他編著『日本金融の誤解と誤算：通説を疑い検証する』勁草書房を基に作成。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第3号）以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード・プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っていません。また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

●TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。●MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。●NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ＆コンサルティング株式会社に帰属します。●FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。●当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。