

将来を見晴らす長期投資観測 vol.13

インフレ期の日本国債の投資成果（下）



参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 明治維新から戦前期にかけての日本国債リターンがマイナスになった年は、7年に過ぎない
- ◆ 1880年の日本国債史上最悪の金利上昇を除けば、物価変動の影響が金利水準に影響するという経路がはたらくのではなく、むしろ政策的に長期金利が急上昇しないようにする安定を意図した運営が実施されてきた
- ◆ 戦時期ではあっても、政府が民間金融機関を抑圧する構図ではなく、むしろ金融機関と日本銀行、そして大蔵省が一蓮托生となって国債消化を図るという政策運営が図られてきたのが日本国債の歴史である

前回第12回レポートでは、戦後のインフレ期における日本国債の投資成果を確認したが、今回は戦前期について明らかにしたい。

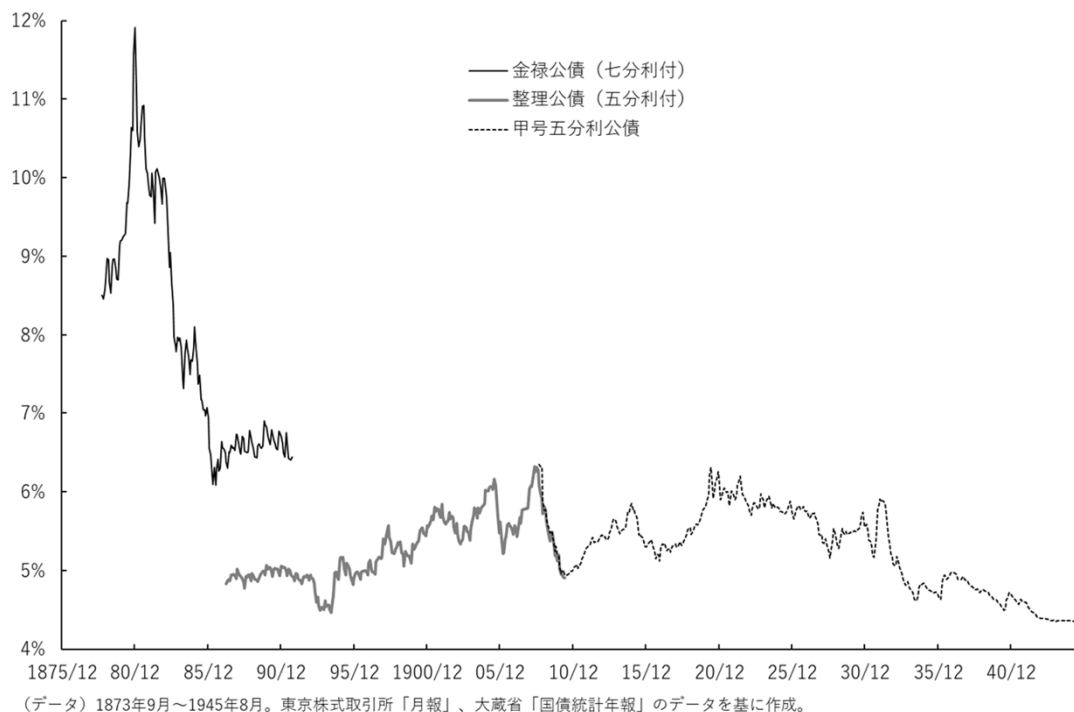
移り変わる戦時期の国債主要銘柄

歴史を遡り第一次世界大戦および第二次世界大戦のインフレ期には、国債指数の投資成果はどのように推移していたのであろうか？まずは、明治維新以降に発行された国債を概観しておきたい。英ポンド建て日本国債（九分利付外国公債・七分利付外国公債）や整理公債を除くと、1880年代までに発行特性に応じて概ね4種類の円建て国債が発行されている。第一に、封建社会からの制度変更に伴う交付国債として、旧藩時代の各藩の債務を新政府が引き継ぐために債権者に交付された「新・旧公債」、および封建時代の秩禄受給者を対象に公付された「秩禄公債・金禄公債・旧神官配当禄公債」が発行されている。第二に、紙幣発行の後始末を進める交付公債として「金札引換公債・金札引換無記名公債」が発行され、財政・通貨整理が進められた。第三に、政府が産業育成に乗りだしたことを反映した殖産興業債である「起業公債（内国債として初の公募債）・中山道鉄道公債」が発行され、第四に、近代的な海軍建設を目指した「海軍公債」が軍事債として発行された。

当時の国債売買は、相対による店頭取引等が主軸だったが、東京株式取引所が創設された1878年には、取引所における定期取引（長期清算取引）も盛り上がりを見せる。特に換金ニーズが高かったのが、強制的に禄が廃止され、華族・士族に交付された金禄公債であった。金禄公債の発行額は、1.7億円超と際立って巨額であり、当時の未償還国債残高の7割程度を占めた。また、取引所取引（定期取引）でも活発に取引されていることから、明治初期の指標銘柄と捉えてもよいだろう。

金禄公債は、五分利付、六分利付、七分利付、1割利付の4種類があったが、中でも七分利付金禄公債は、1880年・1881年の取引所での定期取引で盛んに取引された。特筆すべき点として、金禄公債は、1880年に土族の資金難による換金売りが多く、**日本国債史上最悪の大暴落**を演じたことが挙げられよう（図1参照）。時価は一時60円前後（利含単価・利回り約11.9%）まで下落し、年間利回り上昇幅は2.7%にまでなったのである。しかし、松方デフレを背景に物価下落が顕著になると、投げ売りされた金禄公債が買い戻され、1881年・1883年の年間利回り低下幅は2%を上回っているように、変動率が上昇している。明治初期の株式取引所では、株式よりも公債の売買が活況であり、スペキュレーションの対象になるほどに、金禄公債の値動きは激しかったことが確認されよう。明治初頭の物価下落により、金禄公債の利含単価は90円台まで回復し、さらに1885年末には100円を上回るまで上昇しているため、金禄公債保有者の評価損は一気に解消したのである。

（図1）主要銘柄複利利回り推移

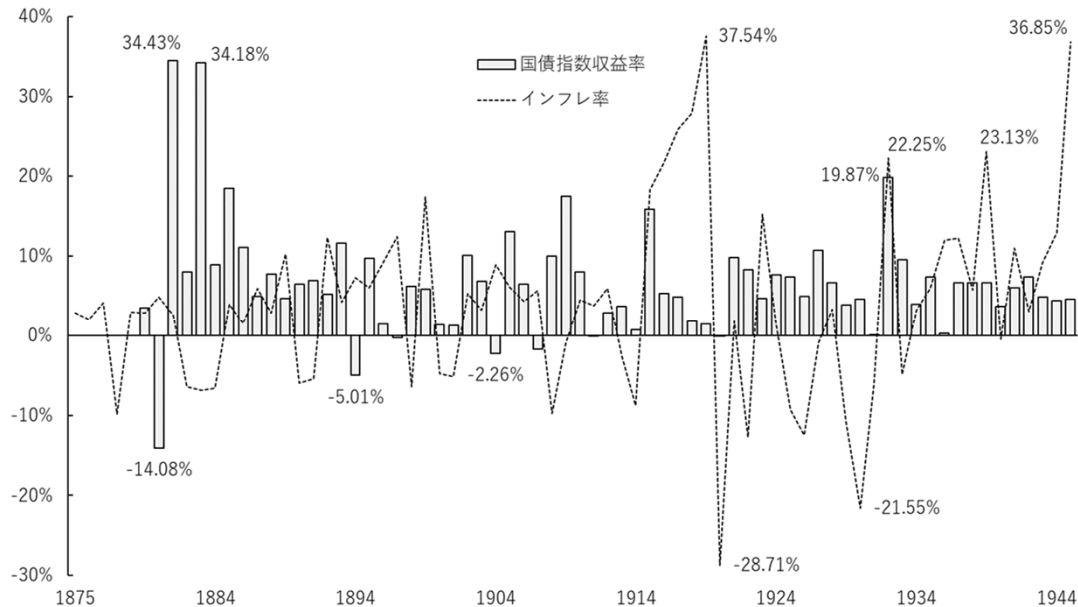


その後、1887年から1897年にかけては、「整理公債」が発行され、六分利付以上の公債は全てこの公債に整理統一された。整理公債は、五分利・無記名・50年償還債であり、金禄公債の大部分が吸収されて残高も増え、1893年には未償還国債残高に対するシェアが6割を上回った。そのため、流通市場での指標的位置づけも金禄公債から整理公債に交代したと言ってよいだろう。日清戦争直前には、整理公債の複利利回りは4.5%程度まで低下したが、その後、趨勢的に上昇基調で推移することになる。（図2参照）。

そして、1908年と1909年には、鉄道会社株式の買収代価として「甲号五分利公債」が発行された。日露戦争後に急増する未償還国債残高に対しては2割弱の比率しか占めなかったものの、国債売買の主軸は甲号五分利公債になった（日中戦争以降の主たる国債残高の主流は三分半利債になる）。

第一次世界大戦期は卸売物価上昇率（年率）が20%を上回る水準で高止まりしたことから、甲号五分利公債の複利利回りは5%から6.3%まで上昇したが、終戦後の1919年と1920年を除くと上昇ペースは緩やかであった。一方、1930年の大幅な物価下落や、第二次世界大戦末期の物価急騰にもかかわらず、国債投資成果は安定推移している。**物価変動の影響が金利水準に影響するという経路がはたらくのではなく、長期金利の安定を意図した政策運営が実施された結果である**と言える。

（図2）国債指数収益率とインフレ率



（データ）文末注記2参照

戦前期のマイナスリターンは7年だけ

次に、流通市場で取引された一部の主要銘柄を基にした昭和初期国債パフォーマンスインデックス¹（1924年6月～1945年8月）に接合して、明治期から戦時期までの投資成果（利払いによるインカムリターンに価格変動によるキャピタルリターンを加えたトータルリターン）を示す国債指数を算出している。

1879年12月から1945年8月に至る国債投資成果は、年率換算リターン6.14%、年率換算リスク4.41%であり、累積投資により約53倍まで積み上がったことを示している（表参照）。1880年は土族の資金難により換金売りが多く、投資成果はマイナス14%（年率）を記録しており、明治維新以降、現在に至るまでの期間を通して、国債投資成果として最低水準であり、これに続くワースト記録が2022年なのである。また、日清戦争開始時の1894年、日露戦争期の1904年の投資成果は、インフレ率の高止まりを主たる理由として、マイナス5%、マイナス2%超まで落ち込んでいるが、第一次世界大戦期には1920年を除くとマイナスに陥ることはなかった。**戦前期においては、リターンがマイナスになった年は7年に過ぎず、安定した投資成果であったことが確認されよう。**

(表)インフレ率と国債指数の投資成果

期間	インフレ率	リターン	リスク
1879/01-1889/12	1.22%	10.31%	7.06%
1890年代	4.82%	4.72%	3.89%
1900年代	1.11%	6.08%	4.49%
1910年代	12.52%	4.35%	2.84%
1920年代	-6.02%	6.53%	4.77%
1930年代	4.36%	5.88%	2.56%
1940/01-1945/08	11.33%	3.79%	0.20%
通期	3.52%	6.14%	4.41%

(データ) 文末注記2 参照

1910年代・1940年代という世界大戦期にはインフレ率が高まっており、通期平均に対して4.35%、3.79%という具合にリターン水準は相対的に低位になっているが、リスク水準も抑えられていることから、投資効率が著しく低下したとは言い難い。1932年には、日本銀行による利付国債の引受発行が始まり、政府・日本銀行による市場介入が戦時期にかけて強化される中で、さらに国債価格の値動きは抑制され、リスク水準（月次リターンの年換算標準偏差）も極端に低下したことから「リスク消失」状態に至ったことも、その背景として指摘できる。

金融機関に配慮した国債管理政策

この国債市場の安定の理由としては、自由な内外資金移動の制約が強かったことが第一に挙げられるであろう。さらに強調すべき点は、金融機関による国債保有動機を高める政策が遂行され、国債消化が円滑に進んだことである。金融機関にとっては、①日本銀行による低利貸出を国債投資に向けることで無理せず利鞘を稼げたこと、②発行価格で保有国債を評価できたこと（評価損の計上リスクがほとんどない）、③発行価格で日本銀行が無制限買付を実施していたこと、さらに④有価証券価額償却の活用で課税額を圧縮できたことなども挙げられよう。**戦時期ではあっても、政府が民間金融機関を抑圧する構図ではなく、むしろ金融機関と日本銀行、そして大蔵省が一蓮托生となって国債消化を図るという政策運営が図られていた**のである。現代の異次元緩和政策のように、日本銀行と金融機関や金融市場との対話が阻害される状況ではなかった点は、再認識したいところである。

(参考文献)

有沢広巳編（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。

平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版社。

(注記)

1. 平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版社 参照
2. インフレ率は朝日新聞社指数、1888年以降は卸売物価指数（日本銀行統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』）。国債指数については、東京株式取引所「月報」、大蔵省「国債統計年報」のデータを基に、1879年01月～1890年2月は「七分利付金禄公債」、1890年03月～1909年2月は「五分利付整理公債」、1909年03月～1924年6月は「甲号五分利公債」のデータを基に作成、1924年7月～1945年8月は、平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』の「昭和初期国債パフォーマンスインデックス」のデータを基に作成。

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条第三号）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。