

将来を見晴らす長期投資観測 vol.14

(株価編1) 長期で株価を見る場合の注意点①

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 長期で金融市場を把握する際には、システム転換による基準の変化を調整すべき
- ◆ 米株価指数は、「長期で見ると株価指数は右肩上がり」とイメージしやすいが、通貨システムの変化の前後で、基準を揃えてみると、そのイメージに疑念が点る
- ◆ 金建て米株価指数でみると、上昇基調ではなく、一定のレンジ内を行き来しているイメージが適切ということになる。一方、あくまでも株価であるため、配当込の株式投資成果とは異なる点には注意が必要である

9月から9回にわたり「物価・金利・為替からみる長期投資観測」について記してきたが、今回から「株価からみる長期投資観測」について、6回にわたり連載したい。その第一回目として、「長期で株価を見る場合の注意点①」を取り上げる。長期で市場データを見る場合には、中短期とは異なり、経済システムが大転換を迎えることもあるため注意が必要だ。システムが移行すれば金融市場の背景が、根底から崩れてしまう。そのため、比較する基準に非連続面が生じてしまうのである。

たとえば、わが国の第二次世界大戦の終戦前後では、大きな断層があり、安易にデータを接続して比較するのは難しい。もちろん、インフレ率が上昇し、通貨価値が変化しているからに他ならないが、それだけではない。政策転換が、投資成果に大きな影響を与えたからである。経済システムの根底が、戦時統制から復興計画に大転換しており、日本政府もしくは米政府の意向により仕組みは大胆に変えられていった。戦後、存続できた企業でも、新旧勘定分離により株式持分自体が根本から変わってしまったため、終戦前の1株が、そのまま終戦後の1株に置き換えられるとは限らなかった。また、財産税の導入により、富裕層ならばその大半の持株を現物納税させられている。この財産税は累進税率であったため、保有資産額の多寡により税率が異なり、その分、投資成果も左右されたのである。これは人によって、投資成果にばらつきが出るため、統一的かつ連続的な株式投資成果を計測するのが難しくなる最大の課題になっている。さらに、預金封鎖により旧円取引が制限され新円取引に移行する際の混乱も、投資成果の算出を難しくしている。

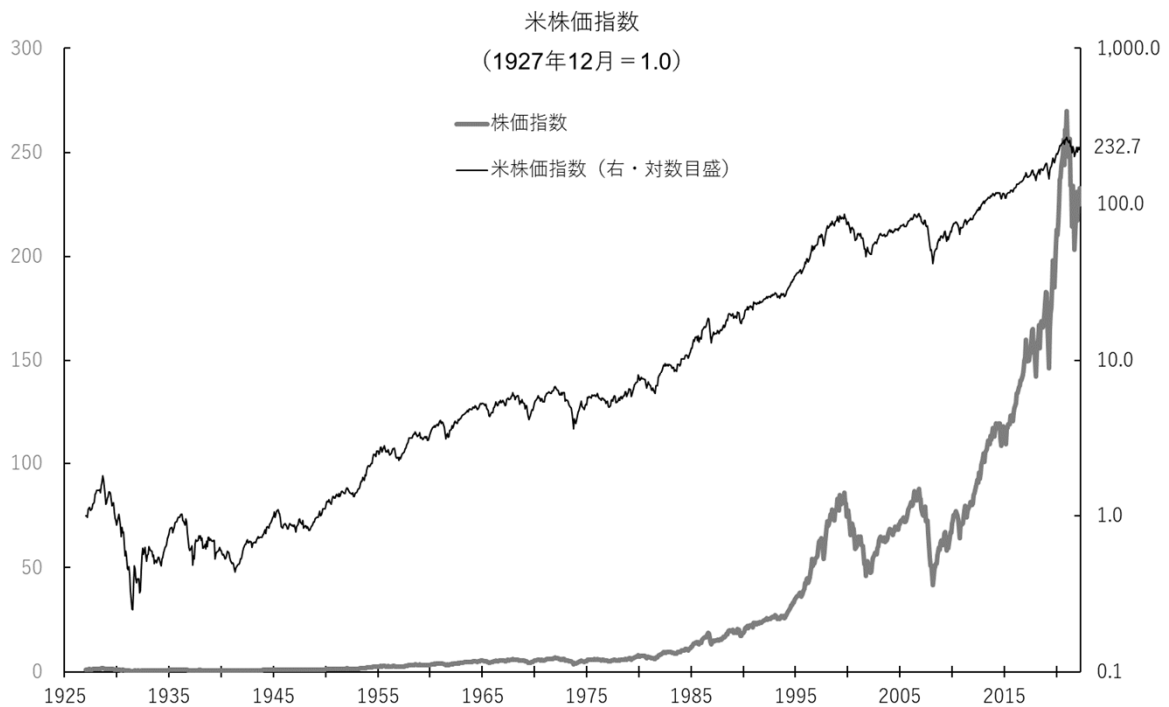
つまり、経済システムの大転換は、その前後で投資成果の比較を難しくさせているのである。投資家にとって大切な点は、システム転換の前後でも同じ基準で比較し、資産価値がどのように変化したのかを計測しなければならないということであろう。そこで、今回は、容易に比較できるものの、これまでシステム転換が意識されてこなかった重要事例を取り上げたい。通貨制度が転換した際に、その前後の株価指数を比較する際には、基準を統一して比較すべきという事例である。

具体的には、金本位制時代の株価指数と、変動相場制時代の株価指数では、基準となる通貨の仕組みが異なるため、現代の米株価指数と金本位制下の米株価指数を比較するならば、どちらかを調整しなければいけないはず。「言われてみれば、確かにそうだ」という視点でもある。

長期で見ると株価指数は右肩上がり？

この経済システムの転換による調整を施すと、われわれの常識である「長期で見ると株価指数は右肩上がりである」という常識を根底から覆すだけに、重要な視点でもある。まずは、常識から確認してみよう。長期データの得られる米国の株価指数(S&P500指数)の推移を見ると図1のようになる。長期の株価指数の場合には、左目盛による折れ線グラフでは、1980年以前はほとんどゼロに近づいてその変化を確認できない（灰色の線）。そこで、一般的に長期のケースでは、右目盛の対数目盛により、変化率を見る折れ線グラフに置き換えている（黒色の線）。この対数目盛で見た米株価指数は、1927年12月を1.0とすると232.7まで上昇基調で推移しているのが確認されよう。1929年のニューヨーク株価大暴落の影響は大きかったものの、長期で見ると株価指数は右肩上がりになっている（以下、「米株価指数」は上記定義による対数値を指す）。

（図1）



（出所）Bloombergのデータを基に作成。1927年12月～2023年3月。

金本位制の転換という一大事

次に、通貨制度の変遷を確認するため、この図1に金価格（米ドルベース、1927年12月を1.0とした場合の数値。以下同じ）を組み合わせ、図2を見てみたい。この図2の期間以前、19世紀までの銀（金）本位制の時代は、ゆったりと時間をかけて流れ、わずかな変動も数百年に一度あるかないかという程度であった。20世紀以降の金や銀は、本位通貨としての位置づけが揺らぎ、世界大戦に際しての主要国は、金本位制の停止に追い込まれている。ただし1933年の米金本位制停止などの変化もあるが、概ね金価格が横ばいになっている期間が長いのが確認されよう（図2の①）。終戦後、ブレトンウッズ体制下では米ドルが金とリンクしたため、金価格の揺らぎは抑え込まれたものの（図2の②）、ニクソンショック後の1973年には、外国為替レートが変動相場制に移行し、通貨の裏付けとしての金が完全に断ち切られる（図2の③）。その後、現在まで続く変動相場制では、金価格が不安定に変動しつつ、上昇していく。これは、通貨の価値が安定していた時代から、大幅に下落する時代への転換を意味している。歴史を遡ると、通貨価値の裏付けとなった金や銀の位置づけが、20世紀後半ほど大きく揺らいだ時代はなかった。

（図2）



（出所）Bloombergのデータを基に作成。1927年12月～2023年3月。

ところで1971年のニクソンショックまで、貨幣の裏付けになっていた金価格は、1980年に高値をつけてから19年間にわたり下落トレンドで推移し、1999年をボトムとして、上昇に転じている。現在は、底入れするだけではなく、1980年の水準を大きく上回るまで上昇し、1927年12月を1.0とすると95.4までに至っている。米株価指数は200倍を上回っているものの、金も90倍を上回っていることを意味している。もちろん、この米株価指数は、配当込みではないため低く評価されており、複利効果を伴う投資成果は相当高まるのは言うまでもない。長期的には、金価格対比で株式投資のリターン（配当込み）は大きな格差を伴って優位になるが、ここでは、株価という点にのみ絞ってみたい。

金本位制が続いていれば1973年以降の株価上昇は緩慢に

現代の米株価指数は、米ドル紙幣を基準に計測されており、仮に金本位制が続いていたとするならば、金価格で調整する必要がある。「金建て米株価指数」と呼んでもいいだろう。簡単にこの株価指数を金価格で割った数値を折れ線で表記した図3を確認したい。

(図3)



(出所) Bloombergのデータを基に作成。1927年12月～2023年3月。

金本位制が採用されているときは、ドル紙幣と金価格の関係は固定されているため、金価格は一定である。一方で金本位制を維持できなくなったときには、金価格が大幅に上昇し、ドル紙幣が大幅に下落していることを意味する。このような期間には、株価指数は、横這っていても、金価格が大幅に上昇しているので、金を基準にして見る株価指数は大幅に下落していることになる。たとえば、1927年12月を1.0として、米国株価指数／金価格の数値を折れ線化すると、2000年から2011年にかけて、金建て米株価指数は、6.4から0.8まで8分の1になっている。この間の米株価指数は、金と関連づけなければ2割減に過ぎない。これは、金価格が大幅に上昇しているからである。この金を基準にして株価指数を見るということは、金本位制が採用されていない時代も、金本位制時代の目線で株価指数を見ていくということを意味する。

われわれは、常に米ドル紙幣をベースにした目線で株価指数を見ているが、その米ドル紙幣が、そもそもベースにしていた金を基準にして見ていかないと、通貨制度の異なる100年を超える期間の株価指数を比較できないはず。目線をそろえるために、株価指数を金価格で割った金建て株価指数で株価指数の推移を見ていくと、興味深い事実が浮かび上がってくるわけだ。

米株価指数は、過去100年超の期間で大幅に上昇していたとイメージしていたものの、基準を揃えて金建て株価指数で見ると、いったり来たりしながら上下動を繰り返していたに過ぎない。これは、意外と衝撃的な事実と捉えることが出来る。長期で見れば株式は、大幅に価値が増加していたというイメージがあるものの、実際はいったり来たりだったというように見る事ができるからだ。

さらに、特にニクソンショック後は、その影響で、表面的な米株価指数は底上げされているものの、仮に金本位制が今でも続いていたれば、現在はかなり萎んでいたであろう。このように考えると、変動相場制へのシステム転換が、株価水準を底上げする起爆剤になったと考えられなくもない。また、2023年初の株価水準も金建て米株価指数でみると、2000年のITバブル水準を上回っていないことになる。確かに、長期で見れば、量的緩和政策の影響が、金建て株価指数に及んでいたのが明らかになる。いずれにしても、資産運用の本質は、名目上の資産規模が積みあがれば事足りるものではなく、実質的価値を高めるものであるとすれば、金だけでなく、あらゆる実物価値との比較が試みられるべきと言えよう。次回は、一般物価との比較で、実質株価を考えてみたい。

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。