

## 将来を見晴らす長期投資観測 vol.15

## (株価編2) 長期で株価を見る場合の注意点②

参与 チーフストラテジスト  
平山 賢一

## 【要旨】

- ◆ 金価格に加えて消費者物価指数をベースにしても、株価指数が物価に劣後する局面が繰り返し示現している
- ◆ 消費者物価指数をベースにすると、この劣後幅は限定的であり、それだけ配当を勘案したインカムゲインによる底上げの効果が、資産を保全する観点からは重要であるのが確認される

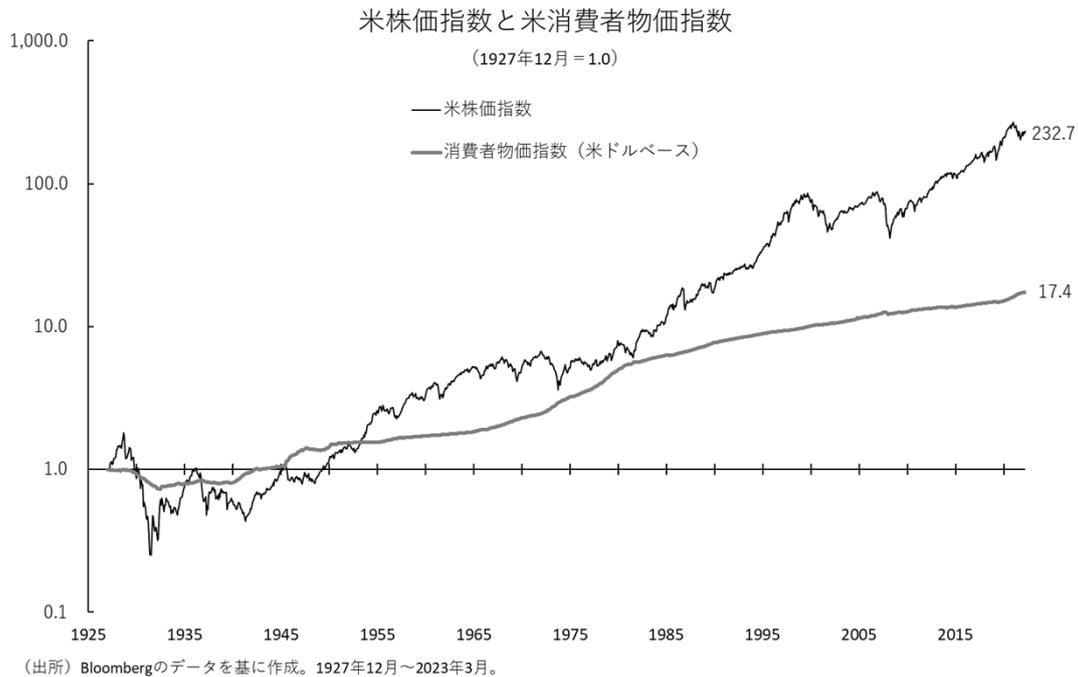
前回は国際通貨システム転換を挟んだ株価指数の比較を行う際に、基準を統一すべきことを示した。その上で、金本位制（金兌換）から変動相場制に移行する際に、金建て米株価指数を用いて、その動向を確認した。金建て米株価指数で見ると、株価は一方方向に上昇しているのではなく、一定のレンジ内を行き来しているイメージが適切という結果となった。今回は、金という特定商品を基準にするのではなく、一般的な物価水準を基準として、実質株価指数を確認しておきたい。

## 変動率の低い消費者物価指数

金の価格変動に比べて、多数の品目等の物価を加重平均した消費者物価指数の変動率は低く、長期で見ても緩やかに上昇軌道を辿っている。図1の米消費者物価指数は、1927年12月を1.0とした場合の推移を描いているが、2023年3月には17.4倍にまで上昇している。1930年代の大恐慌時には、デフレーションが進行したため、1.0を下回るまで下落しているものの、その後は上昇基調に転じた。さらに、1970年代には金価格と同様に変動相場制への転換を背景として、上昇ペースが加速しているのが確認できる。もちろん、原油価格の影響も大きかったと言えるだろう。

この米消費者物価指数の変動に比べれば、米株価指数（1927年12月時点のS&P500指数（プライス・インデックス）を1.0とした場合の対数値を指す。以下同じ）の上下動は大きく、大恐慌時の衝撃は株式市場を直撃しており、大幅に下落したのが相対的にも確認できよう。その後の株価指数は、消費者物価指数の上昇率が高まった1970年代に横這い推移となるが、1980年代以降は、上昇率が高まり、消費者物価指数との乖離を拡げ、2023年3月には232.7となっている。長期で見た場合には、大恐慌時には大幅にビハインドするものの、一般的な物価水準を上回っており、株式投資が配当込でなくても物価を上回っているのが確認されよう。

(図1)



## 購買力の維持を目指す点では消費者物価指数に劣後する局面もあった株価指数

この株価指数と物価指数の相対的な優位度は、株価指数を物価指数で除した実質株価指数をみれば鮮明であろう。この実質株価指数は、比較する物価により異なる推移になるが、次ページの図2は、前回比較した金価格と今回の消費者物価指数を用いて実質株価指数を描いている（前回も、実質株価指数という用語を用いず、米株価指数を金価格で除したものを単に金建て米株価指数と表現したので、以下金建て米株価指数とよび、米消費者物価指数により除したものを実質米株価指数と呼ぶ）。両者を比較してみると、同じ物価であることから、変化の方向性には多くの期間で共通しているのが理解されよう。しかし、金価格の変動率が大きいことから、金建て米株価指数の変動幅が大きくなっているのが確認できる。

両者の乖離が目立つのは、各国が金本位制を離脱した1930年代と、米国が金兌換を停止した1970年代であり、金価格の上昇が顕著な分だけ、実質米株価指数よりも金建て米株価指数が下落している。家計や企業が購買力を維持するという観点からは、消費者物価と株価指数を比較するとその影響がマイルドになっていると言えよう。

(図2)



しかし、実質米株価指数でも、1968年の3.0が1982年に1.1まで、2000年の8.6が2009年には3.4まで、6割程度減価しているだけに、影響が小さいとは言えない。特に、老後資金を運用するための株式投資では、実質株価の下落局面では着実に購買力が低下するため、運用資産の取り崩しによる生活費の補填計画は大きく狂うことになるだろう。それでは、具体的には、この優劣はどのようなものだったのか？次項で確認してみよう。

## 物価上昇に数十年単位で劣位になる株価指数

金価格（次ページ表1のB列）は、ニクソンショック後に国際通貨制度が変動相場制に移行した1970年代に年率30%を超える上昇になっているのに対して、意外にも2000年代も年率14.3%と大幅に上昇している。この変化率は、世界の主要国が金本位制を停止した1930年代を上回っている点は興味深い。金本位制が続く期間は、金価格の変化率は、ほぼゼロであったことから考えると（1920年代末、1940年代、1950年代、1960年代）、金価格はメリハリをもって変動していると言ってよいだろう。一方、消費者物価指数（同C列）は、1940年以降は、安定的にプラス圏での推移となっている。インフレが顕著だった1970年代でも7.4%の変化率であると共に、物価が下落する時期もあった2000年代でも2.6%程度の変化率であり、落ち着いた推移となっている。

株価指数（同A列）をみると、ニューヨーク市場大暴落の余波を受けた1930年代がマイナス5.3%、グローバル金融危機の影響が反映された2000年代がマイナス2.7%となっているが、通期で平均すると5.9%となっている。実質株価指数は、金価格を基準とした金建て米株価指数（同A/B列）が1930年代、1970年代、2000年代、消費者物価指数を基準とした実質米株価指数（同A/C列）が1930年代、1940年代、1970年代、2000年代でマイナスになっており、数十年ごとに、株価指数が物価の後塵を拝しているのが確認されよう。物価との関係から、株価指数を見る限りは金価格をベースにしても消費者物価指数をベースにしても、数十年ごとに、株価指数が劣位になることが確認される。

ただし、消費者物価指数をベースにした場合には、1970年代でもマイナス5.4%に過ぎないことから、配当による底上げで、このマイナス分の大部分がカバーされるはず。それだけ配当による投資成果の重要性が改めて確認されると言えよう。

(表1)米物価と米株価指数（年率）

期間	株価指数	金価格	消費者物価指数	実質株価指数	
	A	B	C	A/B	A/C
1928/01-29/12	10.2%	0.0%	-0.3%	10.2%	10.5%
1930年代	-5.3%	5.3%	-2.0%	-10.0%	-3.3%
1940年代	3.0%	0.1%	5.3%	2.9%	-2.2%
1950年代	13.6%	0.1%	2.2%	13.4%	11.1%
1960年代	4.4%	0.0%	2.5%	4.4%	1.8%
1970年代	1.6%	30.7%	7.4%	-22.3%	-5.4%
1980年代	12.6%	-2.4%	5.1%	15.4%	7.1%
1990年代	15.3%	-3.3%	2.9%	19.2%	12.0%
2000年代	-2.7%	14.3%	2.6%	-14.9%	-5.1%
2019/01-23/03	10.3%	4.5%	2.5%	5.6%	7.6%
通期	5.9%	4.9%	3.0%	0.9%	2.8%

(出所) Bloomberg 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&amp;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러리・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おり、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.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.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。