

将来を見晴らす長期投資観測 vol.18

(株価編5) 日本株式市場の再評価③

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 日本株式市場では、配当込株価では2021年2月に、配当込の実質株価でも2023年5月に史上最高値を更新するなど、断続的に変化を示す指標が明らかになってきている。
- ◆ 1970年代まで国債利回りが人為的に抑制されていた影響もあり、金融市場の資産選択に歪みが生じていた可能性がある。その解消過程で1990年代および2000年代の市場収縮が生じたと考えると理解しやすい。
- ◆ 年代別の各資産の投資成果の関係性を見ていくと、金融市場の異常さと歪みの修正は終了してきている。2020年代は日本株を投資対象の有力なパーツの一つとして再検討すべきであろう。

前回の「将来を見晴らす長期投資観測」では、戦勝国となった3回の戦時期の日本株投資成果は良好だったものの、敗戦国となった太平洋戦争では株券は紙屑同然になったことを示した。一方、終戦後の株価は実態ベースの物価（闇物価）上昇を上回り、実質価値が高まったことを確認した。それでは、その後、復興が進むにつれ、日本株の投資成果はどうなったのか？今回はこの点について、確認してみたい。

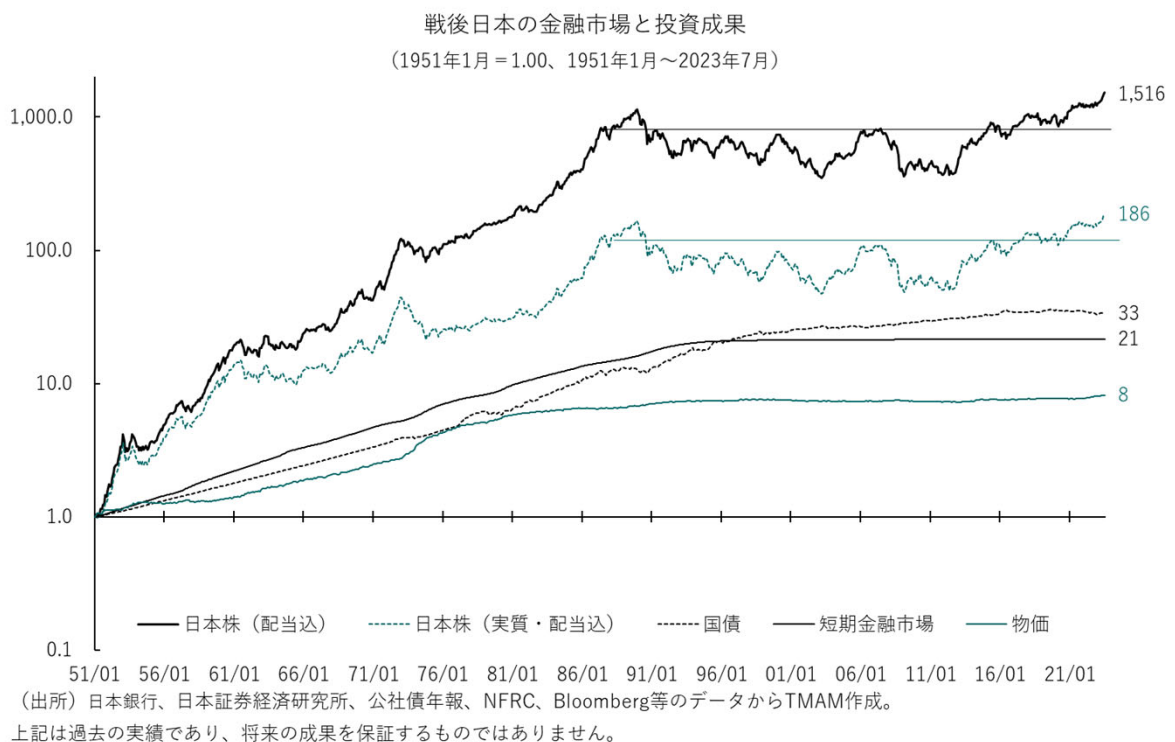
実質株価も史上最高値を更新した日本株式の夜明け

1950年代以降、わが国経済は太平洋戦争終戦の混乱が収まり復調しはじめ、それに応じて日本株も堅調に推移した¹が、図1に示す通り上昇基調にあった株価は1960年代前半には足踏み状態に入った。この時期に市場介入機関が相次ぎ設立され、これらの機関による株価維持オペレーションにより、下落基調が長期化していくのは回避された²。しかし、この状況を抜け出すための起爆剤は、このような介入ではなく1966年の赤字国債発行であったのが史実である。株式市場のセンチメントは百八十度変換し、相次ぐ国債発行による財政政策の積極化は、1970年代のオイルショックを跳ね返しつつ、1980年代の資産価格バブル期まで株価の上昇を促すのであった。この異常な状態は、負債の積み上げによるレバレッジ経済により生み出されたものであり、1989年末に株価指数が、1991年に不動産価格がピークアウトすると、今度はデレバレッジにより過剰な萎縮を経済にもたらしたのである。

その後、「失われた10年」は、「失われた20年」に延長され、行き先の見えない長期停滞を日本経済は味わうことになった。他地域・国の株価指数が高値を更新する中、ただ日本の株価指数のみが、高値を超えることなく低迷を続けたのであった。

その後は、日本銀行による異次元の金融緩和政策などにより株価指数は持ち直し、コロナショックを経て、配当込の株価指数で見た場合の史上最高値を2021年2月に更新した。配当を除くベースでは更新していないが、投資成果としては配当再投資を前提にして算出されるため、意識すべき画期であると考えてもよいだろう。わが国の長い冬の日々は、31年超の時を経てやっと春の木漏れ日の季節に転じたと言えよう。さらにもう少し詳しく見るならば、真の株式投資成果は、長期的に物価³を反映した実質株価で確認すべきだろう。実質株価で見ると、この暗闇を抜け出したのは、本年、2023年5月になる。足元の物価上昇の影響で、物価指数で割り引いた実質株価の高値更新は、2年程度遅行したのである。この観点からは、わが国の株価は、闇から暁に転じていく証が断続的に明らかになる夜明けの時期を迎えていると言ってよいだろう。

(図1)

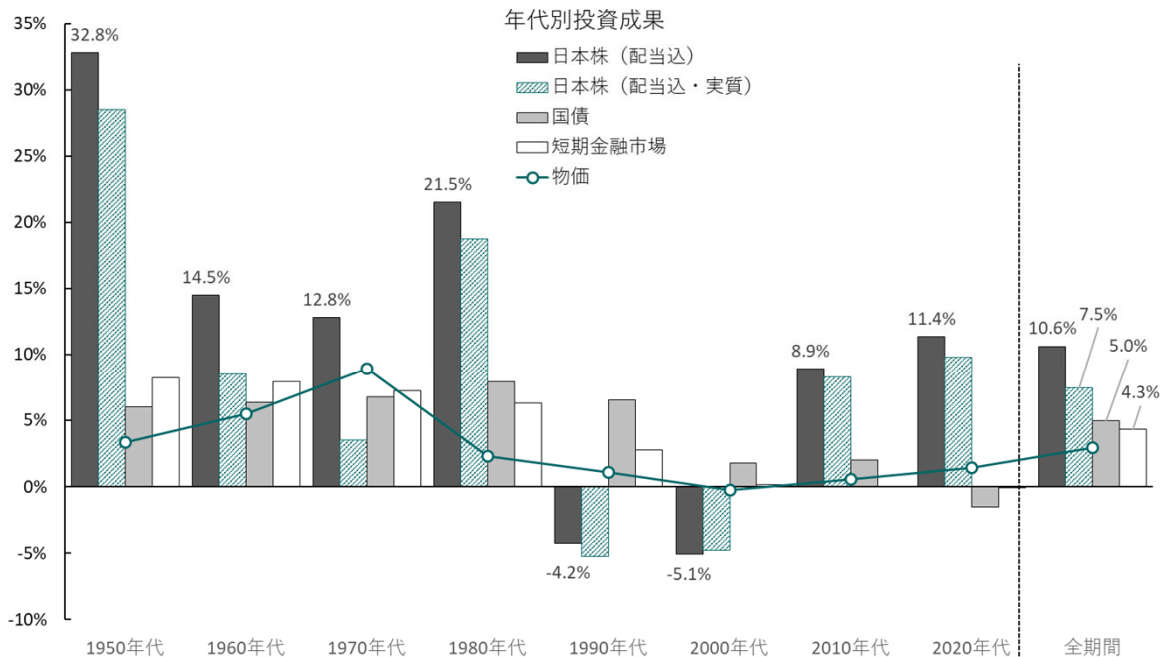


ここに至るまでのわが国の金融市場は、他の地域と比較して独自性が強いと、国債や短期金融市場での投資成果を確認しつつ比較してみたい。図1は、1951年1月を1.00とした場合の投資成果である。2023年7月時点で名目上の株価は1,516倍だが、実質株価は186倍になっている。また、物価が8倍に対して、短期金融市場⁴が21倍、国債⁵が33倍になっている。

わが国の国債価格の決定は、1977年3月まで人為性が高く、市場メカニズムによる自由な価格形成が歪められてきたため、1970年代前半のインフレ率上昇に直面しても、急激な利回り上昇が示現していない点は注意が必要である。特に短期金融市場の金利水準よりも過度に抑え込まれる逆イールドが常態化されており、国債の投資成果は、短期金融市場のコール等での運用よりも劣後していたのである。そのため、国債市場と株式市場の裁定もはたらくにくく、市場を介した国民資源の最適配分は長期にわたり機能していなかった。また、興味深いことに、図1を確認する限り、一時的な物価上昇は発生しても、長期的に物価の累積成果が、株式、国債、短期金融市場を持続的に凌駕することが無かったため、資産運用にあっては、物価上昇に対する関心が薄いという特徴があると考えられよう。

この関係は、一定ではなく年代別で変化してきているため、その推移を図2で確認してみよう。

(図2)



（出所）日本銀行、日本証券経済研究所、公社債年報、NFRG、Bloomberg等のデータからTMAM作成（1951年1月～2023年7月）。

なお、1950年代は1951年1月から1959年末まで、2020年代は2023年7月までの年率換算値。

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。

歪みを取り払われ合理性が増すわが国の金融市場

全期間（右端）で見ると、株式の投資成果が10.6%に対して、インフレ率を反映した実質株価が7.5%となっている。概ねこの差は、言うまでもなくインフレ率によって説明される。これは、投資家は、株式投資により、年率7.5%のペースで購買力を高めたことを意味している。また国債の投資成果が5.0%、短期金融市場が4.3%であるため、リスク＝リターン関係は、リスクに応じて比例しており、想定通りの序列になっている。過去70年強のデータを基にした株式のリスクプレミアムは6%強であり、他国の株式市場に比べて見劣りするものではないのが理解できるだろう。しかし、1950年代や1980年代の株式の投資成果を見ると、明らかに異常に高くなっているのが理解されよう。短期金融市場の投資成果をはるかに上回っているのである。この異常値が、その間蓄積され、1990年代や2000年代に一気に噴出したと考えると合点が行く。通期で見れば合理的な水準に落ち着くものの、年代別で見えていくと、異常な時期が浮かび上がってくる。

さらに、1950年代から1970年代の投資成果は、国債＜短期金融市場となっており、国債利回りが人為的に抑制されていたのが確認できよう。このような金融市場の価格決定メカニズムの阻害が、投資成果の歪みが蓄積されやすい状況を生み出したのかもしれない。1970年代の高インフレ期には、日本の実質株価はプラスになっており、米国とは大きく異なる状況を生み出している。また、1990年代と2000年代は金融機関の不良債権問題が解決されずに長期化したという要因もあるが、名目株価に加え実質株価がマイナスになるなど、歪みの余波が続いたと言えそうだ。終戦後のわが国の資産間の歪みは、2000年代にかけて、行き過ぎと控え過ぎの間を振れてきたのが、年代別の比較から明らかになってくる。

一方、2010年代以降は、インフレ率は低位安定圏で推移する中で、時系列でみた株式投資成果は合理的な説明が可能な状況になってきており、ユニークさが目立っていた日本金融市場は歪みからの脱皮が図られつつある。インフレ率が正常化する中で、前記したように、最近の実質株価も過去の桎梏を解放し、高値を更新し始めている。長期にわたり特殊な市場と考えられていた日本も、時系列で資産の投資成果を見ていくと、異常さと歪みを払拭し始めているのである。それだけに、2020年代の日本株は、グローバル投資家にとっても、ステレオタイプで特殊な市場と位置付けるのではなく、虚心坦懐に他市場との相对比较をすべき有力な対象の一つになっていると言えそうである。

(注記)

1. 日本証券経済研究所による配当込指数と東証株価指数（配当込）を連結して投資成果を算出している。
2. 日本の株価介入史については、平山賢一（2022）「日本銀行と株式市場についての一考察：担保品付手形割引制度発足時の株価と担保価格」『社会科学論集』第167号、31～57頁を参照。
3. 東京小売物価指数と消費者物価指数（1980年基準2020年基準）を連結して算出している。
4. コールローン無条件（東京・中心値）、有担保コールレート（翌日物）、無担保コールレート（オーバーナイト）を連結して算出している。
5. 終戦後の国債流通市場は事実上機能しなかったため、国債投資成果を新規発行利回りで代替した。1966年8月以降は、「公社債月報」に基づく1年超全銘柄の時価総額加重平均指数を算出し、1984年1月以降はNOMURA-BPI 国債を連結して算出している。

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.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。