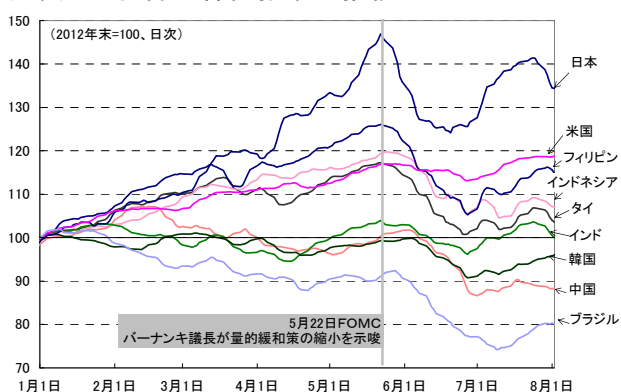


## (年金運用)：改めて新興国株を考える

先進国株と新興国株のリスク・リターン特性は大きく異なる。また、新興国株は先進国株と比較してパフォーマンスが良い国が多い。長期的に見て高いリターンの獲得を狙うのであれば、新興国株は魅力的な投資対象と言える。

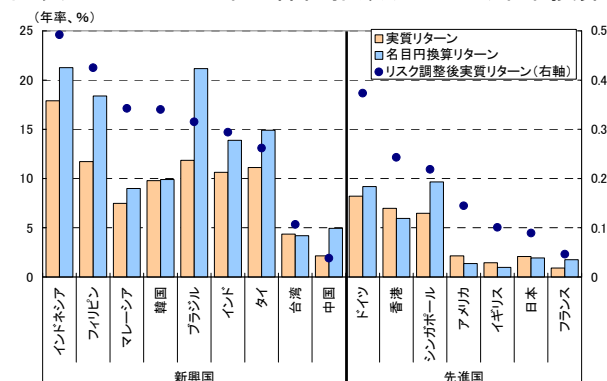
昨年、安倍内閣が発足して以降、日本株が好調だ。短期的な下落も見られたものの、日経平均は今年上半期で 32%上昇、世界でも抜群の上昇率を記録した。一方、それまで好調だったタイやインドネシア、フィリピンなど ASEAN 株は、5 月後半の FOMC 後のバーナンキ議長発言をきっかけに、米国の量的緩和策が縮小されるとの観測が高まり、海外投資家が資金を引き揚げたことで急落、上期末には、ほぼ年初の水準まで戻す結果となった(図表 1)。

図表 1: 世界の株価指数の推移(2013/1/1~2013/8/2)



(注) 2012 年末を 100 として指数化後、後方 7 日移動平均  
(資料) Datastream より筆者作成

図表 2: 過去 10 年の株価指数リターン(年率換算)



(注) 脚注 i、ii、iii を参考  
(資料) Datastream より筆者作成

ただし、ASEAN 株をはじめとした新興国株も長期で見れば魅力的な資産である。

図表 2 には、最近 10 年(2003~12 年)における世界の株価指数の実質リターン(現地通貨ベースの株価上昇率-各国のインフレ率)<sup>i</sup>、および、名目の円換算後リターンを棒グラフで示している<sup>ii</sup>。また、株価上昇率(リターン)が大きい資産は、値動き(リスク)も大きいことを考慮し、リスク調整後の実質リターン<sup>iii</sup>を丸印で記載している。

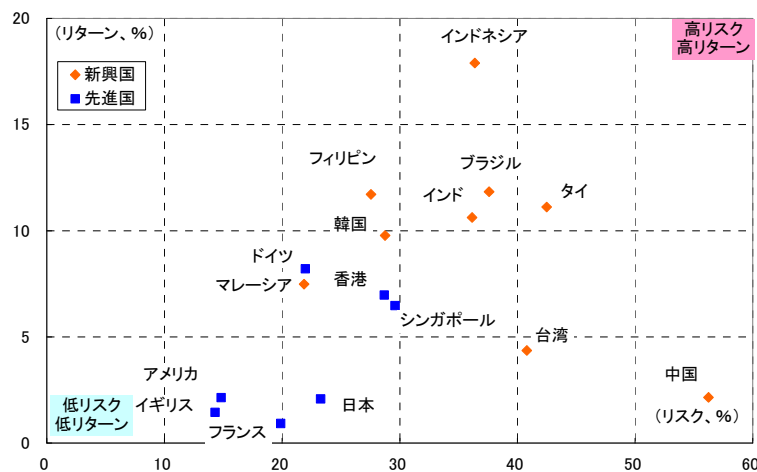
ここから、①実質で見た日本株の上昇率は 10 年平均で 2%程度であり、これは他の先進国と比較して目立って高いわけでも、低いわけでもないこと、②新興国では中国のパフォーマンスが悪く、先進国ではドイツのパフォーマンスが良いこと、③国・地域によって違いはあるが、新興国のパフォーマンスが先進国のパフォーマンスを上回る傾向にあること、が読み取れる。

①に関しては、名目の株価上昇率だけを見るならば、ここ 10 年の日本株のパフォーマンスは先進国の中でも低い。ただし、日本を除く先進国が 2%前後のインフレを記録しているのに対し、日本はややデフレ基調が続いている。そのため、実質で見ると、米国・イギリス・フランスの株価上昇率は日本と同程度となる。このインフレ格差の一部は為替を通じて調整されていると見られ、円換算後の株価上昇率も米英仏と日本で大差がない。

②については、新興国株では特に中国のパフォーマンスが悪い。これは利益率の低い国有企業が多いこと、また、市場の対外開放が限定的であること、企業情報に関する透明性や信頼性に疑問が持たれていることなどが考えられる。一方でドイツ株のパフォーマンスは先進国の中でも高い。2000年に労働市場を改革、労働コストの低下や市場の柔軟化が企業競争力を向上させたほか、通貨がユーロに統一されたことが、輸出先である域内の購買力向上などを通じ、ドイツ企業の追い風になったと見られる。

②のような例外があるとは言え、③で指摘したように新興国株のパフォーマンスは比較的高い。もちろん、新興国株と先進国株のリスク・リターン特性は大きく異なり（図表3）、リターンが大きければ、リスクも大きいことは基本的な事柄だが、新興国株はリスク見合いでもパフォーマンスが良い国が多い。実際、台湾と中国を除く新興国のリスク調整後実質リターンは、ドイツを除く先進国のそれを上回っている。新興国株のほとんどが20%以上のリスクを有しているため、当然ながら、低リスク・低リターンを狙うには適さない。しかし、マレーシアなど、新興国のなかでも比較的低リスクが低い国もある。高リスクを承知の上で、高めのリターンを狙うのであれば、新興国株は魅力的な投資対象と言えるだろう。

図表3：世界の株価指数のリターンとリスク



(注) 2003～12年のインフレ調整後の実質リターンとリスク

(資料) Datastreamより筆者作成

(高山 武士)

- <sup>i</sup> インフレ率をヘッジコスト (=短期金利差) の近似として考えれば、実質リターンは株価指数をヘッジ付で運用した際の収益率とみなせる (日本の短期金利=0%、相手国の短期金利=インフレ率と近似している)。
- <sup>ii</sup> 図表の株価上昇率 (リターン) は、複利計算で (つまり幾何平均を用いて) 年率に換算している。また、株価指数は配当を考慮していない数値であり、配当含みの収益率とは異なることに注意。本文において、計算に使用した指数は以下の通り。  
 韓国: KOSPI、台湾: 加権指数 (TAIEX)、マレーシア: FTSE総合、タイ: SET指数、インドネシア: ジャカルタ総合、フィリピン: PSEi、インド: SENSEX30、中国: 上海A株指数、日本: 日経225、米国: ダウ平均、ドイツ: DAX30、イギリス: FTSE100、フランス: SBF120、シンガポール: ST指数、香港: ハンセン指数  
 なお、香港やシンガポールは新興国に含めることも多いが、本稿では先進国に含めている。
- <sup>iii</sup> 株価のパフォーマンスを測定する指標のひとつにシャープレシオがある。シャープレシオは、  

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{対象資産のリターン} - \text{無リスク資産のリターン}}{\text{対象資産のリスク (標準偏差)}}$$
 として算出されるが、この無リスク資産のリターンをインフレ率に置き換えたものが図表に記したリスク調整後実質リターンである。つまり、リスク調整後実質リターンとは、無リスク資産のリターンをインフレ率で近似計算したシャープレシオと言える。