

(年金運用)：インデックス・ファンドで国の成長を完全に享受できるか

日本でも定着しているインデックス・ファンドは低い運用コストに加えて、株式市場全体に投資するため、特に新興国のように国全体の成長性が高いが個別銘柄の情報が十分とは言えない場合に魅力ある投資戦略となる。だが、インデックス・ファンドでどこまで国の経済成長を享受できるのだろうか。そこに焦点を絞って、新興国市場への株式投資を考えるに当たって注意すべき点について考察する。

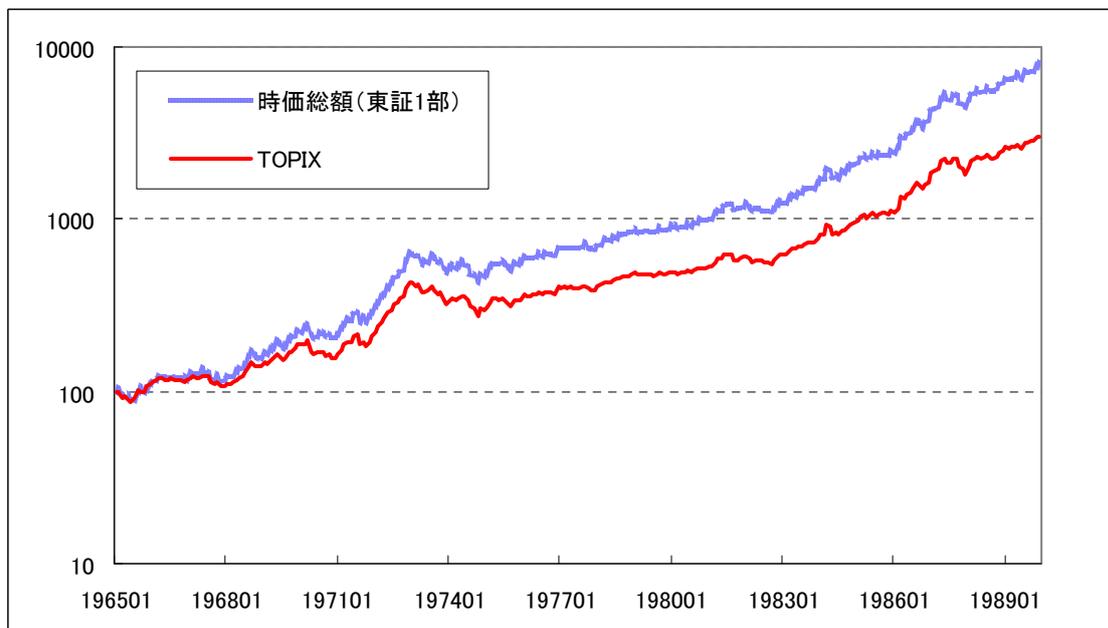
日本でもパッシブ運用は機関投資家、個人投資家を問わず、すでに定着していると言ってよいだろう。低廉な運用コストという優位性があり、長期的にはアクティブ運用を上回るパフォーマンスを享受できる可能性がある。特に、新興国のように国の成長性が高い場合、株式市場全体に投資すること自体が魅力的になろう。

近年、新興国への株式投資が機関投資家のみならず、個人投資家の間でも注目を集めている。機関投資家よりもフットワークの軽い個人投資家の方がむしろ熱心なくらいだ。GDP成長率が高く、国民の暮らし向きも良くなっていく過程で、企業も成長して潤うことになる。そのプロセスを享受できれば、株式投資としても高いリターンが期待できよう。

国全体の長期的成長性を享受する目的で新興国株式に投資する場合、パッシブ運用が有力な選択肢となる。たしかに市場が未成熟なため、個別銘柄レベルでは情報が非効率的でアクティブ運用の余地も大きいと考えられるが、逆に情報の質、量ともに不足しておりリスクが高いとも言える。それならば、市場全体に投資しようとするのは一定の合理性がある。

だが、株価指数はどこまで企業の成長を反映しているのだろうか。

図表1： TOPIX と東証1部時価総額合計の累積値の推移



データ：東京証券取引所

図表1は、東証1部銘柄に関して時価総額合計と指数の動きを1965年から1989年までを概観したものである。欧米投資家から見れば日本は言わば元祖・新興国とも言える。そこで、日本経済が成長していた時期について見てみよう。

当然のことながら、指数の上昇率は時価総額の上昇率に追いつかない。ここでの指数は配当を含んでいないので割り引いて考える必要があるが、パッシブ運用の成果と時価総額の増加率とは異なる。これは経済が成長する過程では上場基準に達する規模まで成長する企業や新たに興る成長セクターに属する企業の新規上場が相次ぐからである。基準時価総額を修正して指数の連続性は維持されるが、実際は企業のベンチマーク組み入れ前の成長は取りこぼすことになる。

新興国にもいろいろなタイプがある。その中でも、人口が多く経済成長とともに内需拡大が期待される国ほど取りこぼし分が多くなることになる。上場基準が厳しければ、その分だけ上場前の成長を享受できないことになる。日本のような成熟国では、東証1部に上場替えされた時には、当初の輝きをすでに失っている企業も少なくないことはよくご存知だろう。逆に上場基準が緩ければ、新興国の場合さまざまなリスクも高まることになる。

また、国内の成長は上場企業だけが担うわけではない。中小企業のほかにも、国営企業や外資系企業の経済における比率も問題となる。上場されなければ、海外の投資家は間接的な恩恵にしか与れないからだ。さらに、外国人投資家に対する投資規制による取りこぼし分も考慮に入れる必要がある。

このような事情に加えて、ベンチマークにも注意を払う必要がある。対象銘柄数が少ないベンチマークは国全体の成長に対する取りこぼし分が当然ながら多いことになるからだ。しかし、銘柄数が多くても、実際には流動性の問題などもあり、十分に分散したポートフォリオを構築するのが難しい可能性もある。

さて、ここまで述べてきたのは、新興国でも経済が成長して国内の産業が興り内需も拡大する国のことであった。しかし新興国の中には資源国も含まれている。資源価格高騰によって好況に沸く資源国の中には、通貨が切り上がり、国内産業育成の観点からは難しい経済運営を強いられている国もある。足元の勢いが中長期的成長性に繋がるかどうかという観点も見逃せない。

新興国への投資は昔に比べれば、格段に容易になった。逆に言えば、誰もが新興国に投資している状況である。リーマン・ショック以降の金融緩和でだぶついたマネーが新興国やコモディティに流れており、価格付けがフェア・バリューから乖離する局面が多くなったり、ボラティリティが高まったりすることも想定される。中長期的成長性に注目しているのだから、インデックス・ファンドを長期的に買い持ちすればよいとは言っても、短期的には値動きが大きくなることも想定しなければいけないかもしれない。

(遅澤 秀一)