CREDIT SUISSE

February 2014

リサーチ・インスティテュート

クレディ・スイス・リサーチと世界最前線の専門家による
リーダーシップの探求

クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ・イヤーブック 2014

目次

5　新興国市場の再考
17　成長のパズル
31　投資家のリターンに関する行動面の解釈

37　国別市場ハイライト
38　オーストラリア
39　オーストリア
40　ベルギー
41　カナダ
42　中国
43　デンマーク
44　フィンランド
45　フランス
46　ドイツ
47　アイルランド
48　イタリア
49　日本
50　オランダ
51　ニュージーランド
52　ノルウェー
53　ポルトガル
54　ロシア
55　南アフリカ
56　スペイン
57　スウェーデン
58　スイス
59　イギリス
60　米国
61　世界23か国
62　米国を除く世界22か国
63　欧州16か国

64　参考文献
65　著者紹介
66　この出版物について・免責事項

本書に掲載された記述についての詳細は、下記のいずれかにお問い合わせください。

Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer, UK & EEMEA, Credit Suisse Private Banking & Wealth Management, michael.o'sullivan@credit-suisse.com

Richard Kersley, Head of Global Securities Products and Themes, Credit Suisse Investment Banking, richard.kersley@credit-suisse.com

著者へのお問い合わせ、またイヤーブックおよび付録ソースブックのご注文をご希望の方は66 ページをご覧ください。

COVERPHOTO: N.O.B. / PHOTOCASE.COM, PHOTO: JARTS / PHOTOCASE.COM

序文

米連邦準備理事会（FRB）が量的緩和プログラム第3弾の縮小を始め、先進国の経済は着実に回復しつつあるように見えます。特に、欧州の金融市場や経済は昨年の同時期よりもずっと良い状態にあります。しかし、米国やイギリス等における景気循環が明らかに上向く中、新興国の一部では金利上昇から市場環境が困難になるのではないかという懸念があります。この文脈から、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・イヤーブック2014では新興国市場におけるGDP成長率、株式のリターンおよび長期パフォーマンスの関係を調べています。

2014年のイヤーブックには、25か国・114年間分のデータを使用しています。付属のクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック2014ではこのデータをさらに活用し、詳しい表、グラフ、一覧表およびさまざまな参考文献を活用し各国について発展的な分析を行いました。ロンドン・ビジネススクールのエルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントンは、この豊富なデータを基に分析を行い、今後数年間の市場の動きに関し、投資家にとっての指針となるような重要な調査結果を提供しています。

今日、新興国市場が大きく注目される中、本イヤーブックでは長期的視点をとり、20世紀全般に渡る新興国市場の過去のパフォーマンスを調査しました。1900年から今日までの新興国市場のパフォーマンスに関するインデックスを構築することによって、ディムソンらは世界的な投資家の視点からのヒストリカル・エクイティ・プレミアムについて説明しています。そして次に、国が発展するにつれてボラティリティがいかに減退するかについて示し、2国間の傾向について調べ、新興国市場におけるスタイル・リターンについて述べ、そして新興国市場における投資家のための投資戦略を探っています。

2010年版イヤーブックでは、過去のGDP成長率と株式市場のリターン間に弱い負の相関があることを示し長期分析を行いました。今回は、先進国経済の回復に焦点を当てるとともに、この分析についても再検討しています。確かに株式市場は経済成長を予想しています。一方、ディムソンらは力強い経済成長とそれに続く株式のパフォーマンスの間に強力な関係性を見出すことはできず、さまざまな理由を探っています。

最終章では、市場が上昇した後に買い、下落した後に売るという、これまでにもよく書かれてきた投資家の傾向について、行動ファイナンス論における幅広い専門知識を携え、マイケル・モーブッサンが論じています。その中で、投資家がファンドへの投資から獲得する金額加重リターンが時間加重リターンをほぼ必ず下回ることを示しています。多くの株式市場にとって印象的な年であったことから、これは特に興味深い問題です。そして、短期よりも長期の業績をより重視することで、投資家がこの行動バイアスを乗り越えるという方法について、助言を提供しています。

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン共著の“Triumph of the Optimists”（Princeton University Press[2002]、邦訳『証券市場の真実―101年間の目撃録』）は投資分析に大きな影響を及ぼしており、彼らと共に今回のレポートを作成できたのは大変光栄なことです。本イヤーブックは、クレディ・スイス・リサーチインスティテュートの作成している出版物の一つで、クレディ・スイスの世界規模のリサーチ・チームのリソースと世界トップクラスの外部の調査機関とを結び付け、作り上げたものです。

ジャイルズ・キーティング
プライベートバンキングおよびウェルスマネジメント部門調査部長兼副グローバルCIO

ステファノ・ナテッラ
インベストメントバンキング部門グローバル・エクイティ・リサーチ部長

PHOTO: NICKDAVINCI / PHOTOCASE.COM

新興国市場の再考

21 世紀の最初の 10 年間、新興国市場株式は例外的なパフォーマンスを示しましたが、近年は停滞に直面し、予想を下回る結果となっています。本稿では、短期的業績に対する懸念から離れ、長期での証拠について検証します。ここでは、1900 年から現在までの新興国市場のパフォーマンスに関するインデックスを構築し、世界的投資家の視点からヒストリカル・エクイティ・プレミアムについて考察します。その中で、国の発展に伴いボラティリティがいかに減少させられるかを示し、国際的な相関性の傾向を研究し、スタイルによるリターンについて考察します。最後に、新興国市場における長期投資家のためのトレーディング戦略を探ります。

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン（ロンドン・ビジネススクール）

21 世紀初めの 10 年間が先進国市場にとっては失われた 10 年であったのに対し、新興国市場株式は力強く前進しました。2000 年～2010 年の間、MSCI 新興国市場指数のリターンは、先進国市場のわずか 1.3%に対し年率で 10.9%でした。しかしそれ以降、この新興国市場の好況は失望へと移行しました（図表 1 参照）。2013 年半ばには、米国の量的緩和縮小の可能性が示唆されたことを受け、新興国市場株式、債券および通貨は急落しました。一部の専門家は、全面的な新興国市場危機さえ予測しました。これが「西欧が一番」そして「新興国市場熱は高くつく失敗」等の報道の引き金となりました。投資家の懸念についてはこれまでいろいろと書かれており、成長の鈍化、米国の量的緩和から生じる過剰流動性への過度な依存、消費者負債の増大、肝心の構造改革が未着手であることへの懸念、企業統治に対する不安、そして一部の国での赤字化の動き、不動産バブルの可能性、街頭抗議や政情不安が指摘されています。

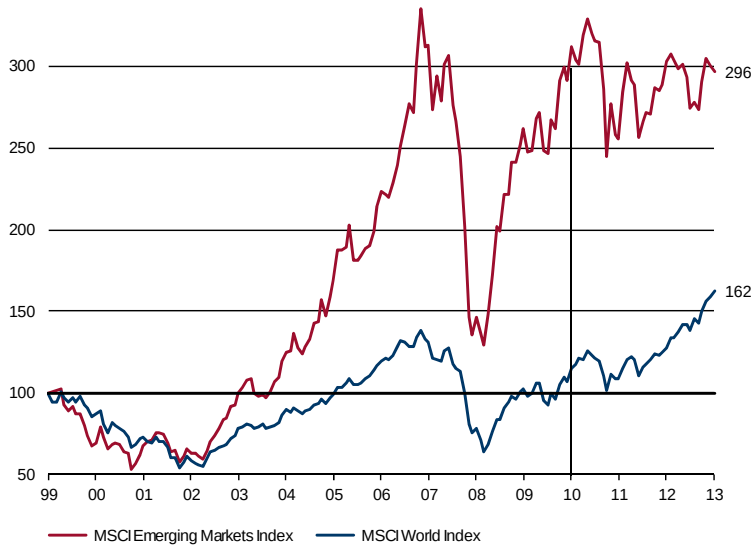
こうした懸念の多くは正当なものですが、今日の新興国市場は 1980 年代や 1990 年代と比べてはるかに良い状態にあります。図表 1 を見れば、2013 年半ばの下落も、過去に起きた全面的な危機ではなく、道路のくぼみのようなものだということが明らかです。確かに、大半の市場が 2013 年 6 月の安値から回復しています。図表 1 は、最近の後退にもかかわらず、2000 年から 2013 年まで新興国市場への投資が生み出した最終的な富が、先進国市場に同様に投資した場合の 2 倍近くに達したことを示しています。

将来を見据えると、投資家が 2000 年初から今日まで獲得してきたこの成果に相対的・絶対的に匹敵するようなリターンを、将来も新興国市場において期待しうるのかどうかが重要な問題となります。私たちは、1 年、あるいは 20 年という期間であっても、長い市場の歴史の中で

図表 1

新興国市場株式の最近のパフォーマンス（2000–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(MSCI Barra からのデータを使用)



は比較的短期での出来事を一般化することによる危険を常々警告してきました。従って、ここでは長期の視点を得るために、1900 年から今日までの新興国市場のパフォーマンスを示すインデックスを構築します。

国の分類基準

「新興国市場」や「新興国」等の用語が初めて登場したのは 1980 年代初めのことでした。これらの用語を考案したのは世界銀行のエコノミストだったアントワーヌ・ファン・アトメール氏で、同氏はその後もこれらの用語を広め続けました（Agtmael, 2007）。それまでは、それらの国が本当に頭角を現してくるという保証がないことから、投資家たちはより正確といえる「開発途上」という言葉を大抵の場合使用していました。しかし、おそらくより楽観的な響きがあることから「新興国市場」という用語は定着しました。

初めての新興国市場インデックスである S&P/ IFCG エマージング・マーケット・コンポジット指数は 1985 年に登場しました。その 3 年後には MSCI インデックスが、また 1994 年には FTSE が続いて登場しています。これらのインデックスは比較的最近のもので、長期実績の記録を求める投資家には明らかに役に立ちません。長期的視点を提供するため、私たちの持つ長期リターンに関する広範なデータベースを活用して 1900 年からの新興国市場インデックスを構築することにしました。ただしそのためには、過去の各時点について、どの国を新興国とし、どの国を先進国とするのか、分類基準を定める必要があります。

今日の投資家は指数提供会社大手にそのような国の分類を頼っており、そこでは複数の要素が考慮されています。MSCI では 23 の変数、FTSE では 13 の基準、また S&P では 10 の基準を使用していますが、変更が示唆された場合はさらに 10 の基準が加わります。各社で使用する基準は異なりますが、一般的に、経済発展、規模および流動性に対する規制、そして市場へのアクセスの利便性が含まれます。投資家および市場からの評価も重視されます。 S&P は次のように説明しています。「国の分類には、科学と芸術の両方の側面があります。国を分類するためのガイドとして定量的基準を使用しますが、…世界の投資家の意見や経験も同じように重要な要因となります。」

異なる基準という多様性が存在するにもかかわらず、先進国・新興国の境界線については指数提供会社間に強い一致があります。現在、不一致が見られるのはわずか 2 ヵ国だけです。まず韓国については S&P と FTSE が先進国としていますが、MSCI では「ウォッチ」指定ではあるものの、まだ新興国と見なされています。また、MSCI と S&P はギリシャを新興国に格下げしましたが、FTSE はまだ同国を先進国と見なしています。

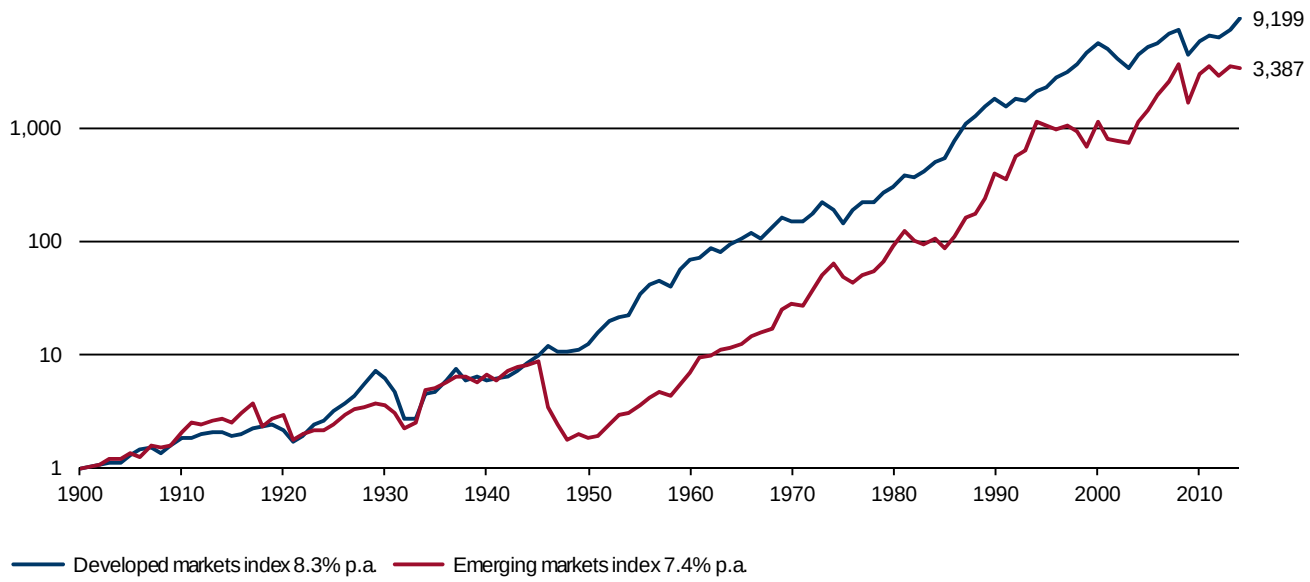
2010 のイヤーブックでは、指数提供会社の手続きの複雑さにもかかわらず、各社の決定を非常に正確に再現する簡潔なルールが存在することを指摘しました。このルールとは、1 人あたり GDP が 25,000 米ドル超の国を先進国に分類するというものです。

今日、このルールを IMF による 2013 年の一人当たり予想 GDP に対し適用すると（インフレ調整済）、現在先進国に分類されている国の中でこの基準を下回るのは 1 ヵ国（20,663 米ドルのポルトガル）のみです。また、一人当たり GDP がこの境界値を超えている国は、産油国であるクウェート、カタールおよびアラブ首長国連邦を除き全て先進国に分類されています。

図表 2

長期の新興国および先進国市場それぞれのリターン（1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン (DMS データベース、MSCI Barra および S&P/IFCG からのデータを使用)



このルールは、ギリシャと韓国の格付けを巡る意見の相違を解明するのに役立ちます。ギリシャの一人当たり GDP は 2010 年の 26,074 米ドルから 2013 年には 21,617 米ドルに減少していますが、これは指数を提供する主要 3 社のうち 2 社による降格と関連付けることができます。また、韓国の一人当たり GDP は現在 23,838 米ドルですが、2014 年には 25,189 米ドルまでの増加が予想されることから、境界線上にあるといえます。

このルールが有効であることから、境界値を米国のインフレ率で調整して Maddison による過去の一人当たり GDP のデータベースにこれを適用します。1900 年の時点では、私たちのデータベースの 23 ヵ国中、中国、フィンランド、日本、ポルトガル、ロシア、南アフリカ、スペインの 7 ヵ国が新興国と見なされることになります。このうち、中国、ロシアおよび南アフリカの 3 ヵ国は、114 年後の今日もまだ新興国に分類されています。1 人当たり GDP のルールを適用すると、フィンランドが先進国へと移行したのは 1932 年で、日本は 1967 年、スペインは 1974 年だったと推測されます。一方、ポルトガルは（1997～1998 年に S&P、FTSE および MSCI が同国を先進国に昇格させたにもかかわらず）今も新興国に分類されることになります。

長期の 新興国市場のリターン

1 人当たり GDP のルールを使用して、ここでは 1900 年から 7 か国で始まる長期の新興国市場インデックスを構築します。これを DMS データベース中の新興国に限定するのではなく、収益データが揃った時点でその他の国も分析に加えました。従って、1955 年にはブラジルとインド、1963 年には韓国と香港（香港は 1977 年に先進国グループに移行）、1966 年にはシンガポール（1980 年に先進国に移行）、1970 年にはマレーシア、1976 年にはアルゼンチン、チリ、ギリシャ、メキシコ、タイ、ジンバブエ、1978 年にはヨルダン、1985 年にはコロンビア、パキスタン、フィリピン、台湾、そして 1987 年にはトルコを追加しています。そして、1988 年の MSCI 新興国市場指数開始以降は、同指数にリンクさせています。

比較対象として、同じ一人当たり GDP ルールを適用した先進国市場インデックスを作成しました。このインデックスには 1900 年時点で 16 ヵ国が含まれ、その後 1932 年にはフィンランド、1967 年には日本を追加しています。そして、1970 年の MSCI 先進国市場指数の開始以降は、同指数にリンクさせています。これらのインデックスは米ドルで計算され、配当金の再投資分を含みます。

図表 2 は、新興国・先進国市場の長期パフォーマンスを示しています。20 世紀の初めを見ると新興国市場が上回っていますが、ロシア国内の投資家が全てを失った 1917 年のロシア革命からは大きな打撃を受けています。世界的に「ブル」マーケットだった 1920 年代の間、新興国市場のパフォーマンスは下回りましたが、1927 年のウォール街大暴落からの影響は先進国市場ほどではありませんでした。1930 年代半ばから 1940 年代半ばまでの間、新興国市場の株式の動きは先進国市場と一致しています。

図表 2 を見ると、1945 年から 1949 年の間、新興国市場は暴落しています。この大きな原因となったのは日本でした。当時、日本は新興国市場インデックスでかなりのウェイトを占めていましたが、この期間中、日本株の価値は米ドル建てで 98%近くが失われました。もう 1 つの要因は中国です。中国では、共産党が勝利をおさめた翌年の 1949 年に市場が閉鎖され、中国国内の株式投資家は事実上全てを失いました。その他、スペインや南アフリカ等の市場も、第二次世界大戦終結直後では非常に不振でした。

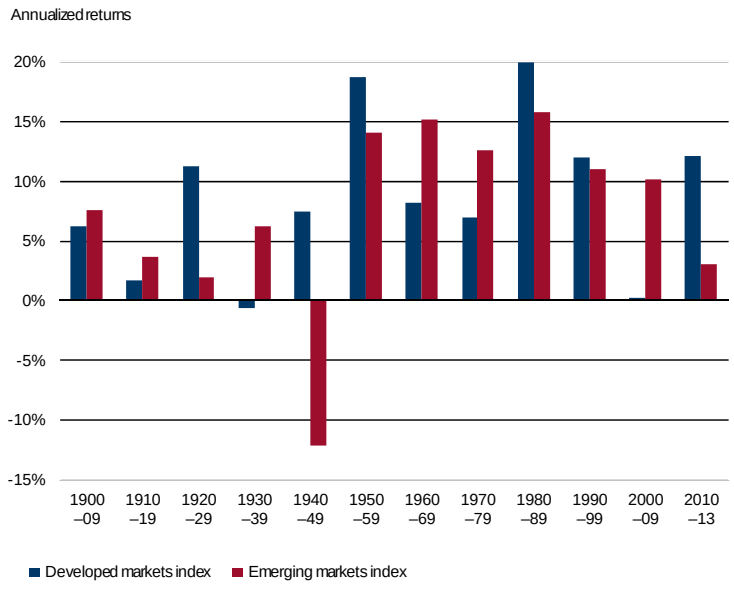
1950 年以降、新興国市場は周期的な後退があったにもかかわらず、長期にわたる反撃を演じます。1950 年から 2013 年までの年率換算のリターンは、先進国市場が 10.8%だったのに対し、新興国では 12.5%でした。それでも、1940 年代の急落分を取り戻すには不十分でした。図表 2 は、114 年間の投資から得られる最終的な富が、先進国市場よりも新興国市場で明らかに少なかったことを示しています。この図はまた、114 年間の投資からのリターンの年率が先進国市場では 8.3%、DMS ワールド・インデックス全体では 8.3%だったのに対し、新興国市場では 7.4%だったことも示しています。米国人投資家のヒストリカル・エクイティ・プレミアムは年率で、先進国市場では 4.3%だったのに対し、新興国市場では 3.4%でした。

図表 3 は、新興国および先進国市場の株式の 10 年毎の相対パフォーマンスを示しています。最もパフォーマンスが悪かったのは 1940 年代で、その次が 1920 年代、また最近では 2010 年以降

図表 3

新興国市場と先進国市場：10 年毎のリターン

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン (DMS、MSCI Barra および S&P/IFCG からのデータを使用)



の期間です。図表 3 は、21 世紀初めの 10 年間のパフォーマンスを視野に入れる際にも役立ちます。先進国市場に対し、新興国市場では 2010 年の初めの 10 年が最も良く、次いで 1930 年代、1960 年代、1970 年代となっています。新興国市場のパフォーマンスが 1980 年代、1990 年代の両方で下回ったことに留意してください。

新興国市場における長期のボラティリティ

新興国株式市場は先進国市場よりもボラティリティが高い傾向がありますが、実際はどれ程違うのでしょうか。また、ボラティリティは国の発展に伴い減少するものでしょうか？

これを調べるために、ここでは先進国 21 ヵ国、新興国 29 ヵ国から成る 50 ヵ国に注目します。そして、相対ボラティリティ、また、長期でのボラティリティの変化について検証します。1975 年末以降の毎月の株式リターンのデータを使用し、60 ヵ月間の標準偏差を予想します。データが揃った国を順次追加するため、サンプル数は、時間とともに増加します。ボラティリティ予想は 1980 年末から 26 ヵ国で開始した後、徐々に国の数を増やし、最終的に 50 ヵ国構成となっています。

この分析結果は図表 4 にまとめられています。上の線は新興国株式市場の平均ボラティリティを示しています。1980 年末時点では、新興国株式市場の年率平均のヒストリカル・ボラティリティは 40%ですが、2013 年末には 27%まで低下しています。図表 4 を見ると、ボラティリティが一定かつ直線的に低下したのではなく、途中にはさまざまな上昇や下落があったことが分かります。

1989 年 12 月の下落のようないくつかの変動はサンプル国数の増加から生じるノイズです。しかし、多くの場合、変動はファンダメンタルズを反映しています。1992 年の中国における通貨および貿易に関する懸念、1994 年のいわゆるテキーラ・クライシス、1997 年のアジア金融危機の始まり、1998 年のロシア財政危機、2000 年代初めのドットコム・バブルの崩壊、2007～2009 年の世界金融危機のように、図中のピークはボラティリティのショックや危機と一致しています。谷の部分は、危機が回避されるとともにボラティリティが後退したことを反映しています。

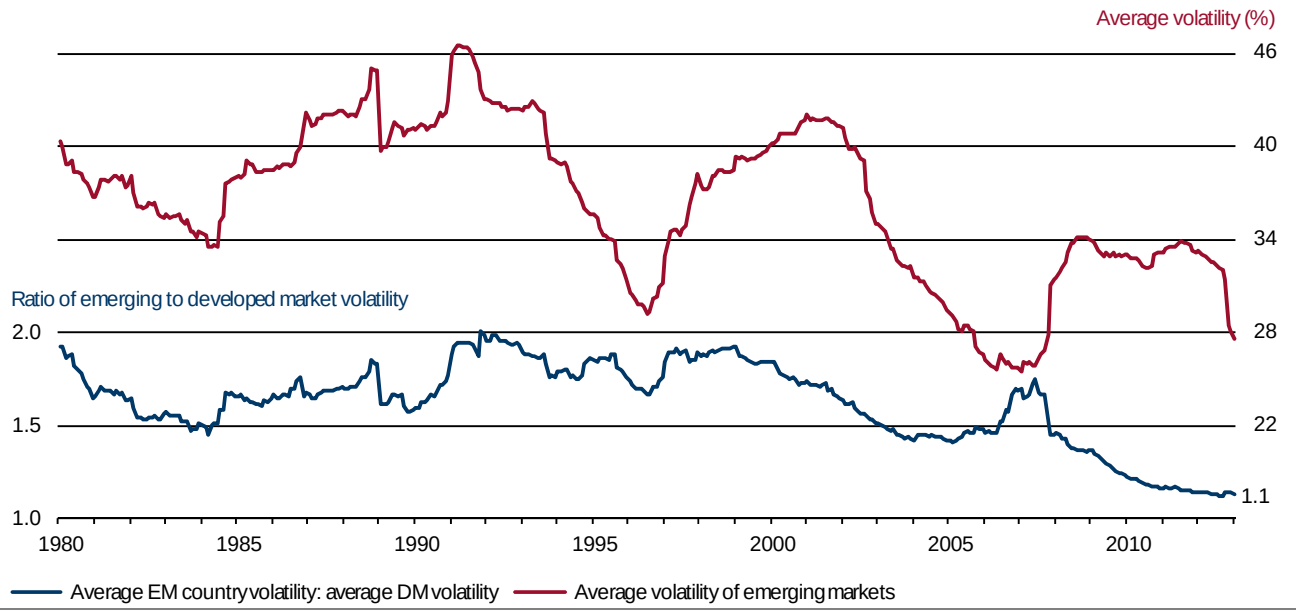
いくつかの危機は新興国市場に集中するか、またはその一要因となっていましたが、世界金融危機は他の全ての国に影響を及ぼしました。後者の影響を抽出するため、私たちは各時点での先進国市場のボラティリティに占める新興国市場の割合も計算しました。図表 4 の下の線がこの割合を示しています。

図表 4 は、1980 年末時点では新興国市場の平均ボラティリティが先進国市場平均の 2 倍近くだったことを表しています。2013 年末には、この割合は 1.9 から 1.1 まで低下していますが、これは新興国市場と先進国市場の平均ボラティリティの差がわずか 10%になったことを意味します。また、ショックや危機から生じる影響はそれぞれ非常に異なります。さまざまな新興国市場危機の間、新興国市場の変動率は、通常考えられるように、相対的により大きくなる傾向があります。しかし、世界金融危機の際にも同様のことが起こりました。新興国市場のボラティリティは、相対的にも絶対的にも、危機が発生する場所の違いにかかわらず、全ての危機において上昇するように見えます。これについて、下により詳しい証拠を示しましょう。

図表 4

新興国市場における長期のボラティリティ(1980–2013)

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン (MSCI Barra および S&P/IFCG からのデータを使用)



新興国株式市場のボラティリティについて、絶対値または相対値のどちらを見ても、図表 4 中のショック、ピークや谷から抽出すると、全体的なトレンドが低下傾向にあることが明らかです。これは、新興国の発展とともにボラティリティが低下することと一致しています。

相関におけるトレンド

新興国市場に投資する際の強力な論拠に、分散化のメリットがあります。しかし、新興国市場が進展し、先進国市場のように収束するにつれて、このメリットは減少してきたのでしょうか？これについて調べるため、上の分析と同じ 50 ヵ国について、市場間の相関が長期でどのように変化してきたかを検証しました。各時点で先進国・新興国の 2 ヵ国のペアを作り、すべての組み合わせについて株式リターンの相関の平均値を計算しました。各相関はそれまでの 60 ヵ月のデータから推定されています。図表 5 は、1980 年末から 2010 年末の期間中の相関の平均値（青い棒）について、5 年毎にまとめて示しています。明らかに、5 年毎の相関は初期の 0.10 から 2010 年末の 0.67 まで急上昇しています。危機の間は全ての相関が上昇する傾向があるため、2010 年までの 5 年間の値は 2007～2009 年の世界金融危機によって上昇しています。2013 年末までに値が 0.60 まで下落しているのは、2008 年（リーマン・ショックの年）のデータが 60 ヵ月の分析期間に入らないからです。

図表 5 では、米国人投資家の視点および米ドルのリターンによって相関が計算されています。これを応用してこの 50 ヵ国各国の投資家の視点から、各国通貨に換算したリターンを使い、各国の相関を計算してみました。すると、値は国毎に当然異なるものの、全ての国で時間とともに相関が急上昇していました。2013 年末の時点で、米国、ドイツ、日本、スイス、英国の投資家のそれぞれの相関の平均値は、0.60、0.39、0.65、0.45、 0.49 でした。

相関の上昇は分散化の余地が確かに低下してきたことを示しています。しかし、米国人投資家にとって、新興国市場・先進国市場間の相関の平均値である 0.60 は、依然として低水準であり、リスク低減の余地がまだ大きいことを表しています。2013 年末には、先進国市場間の相関の平均は明らかにそれよりも高く、0.76 でした。つまり、先進国市場の投資家にとって、今後の分散化には先進国市場よりも新興国市場が有望といえます。

もちろん、投資家は通常、先進国・新興国市場の単一のペアに対し投資するのではなく、幅広い資産クラスとしての先進国市場または新興国市場に投資します。従って、図表 5 の赤い棒では、先進国・新興国市場それぞれのインデックス間の相関を示しています。これは、先進国ワールド・インデックス等のポートフォリオを既に所有しており、新興国市場のポートフォリオへの分散化を検討している米国人投資家の相関に当てはまります。

図表 5 では、先進国・新興国市場インデックス間の相関が 1980 年代には大体一定だったことを示しています。1990 年代になると、新興国市場で起きたさまざまな危機の間、各市場が独自の道を歩んだことから、相関は低下します。その後相関は急上昇しますが、現在は世界金融危機時のピークから低下しています。2013 年末には、米国人投資家の視点からの相関は 0.88 まで低下しました。ドイツ、日本、スイス、英国の投資家の視点からの相関は、それぞれ 0.75、0.89、0.77、0.81 でした。これは、相関が 20～35 年前に比べてかなり上昇してはいるものの、新興国市場には今も分散化のメリットが存在することを示しています。

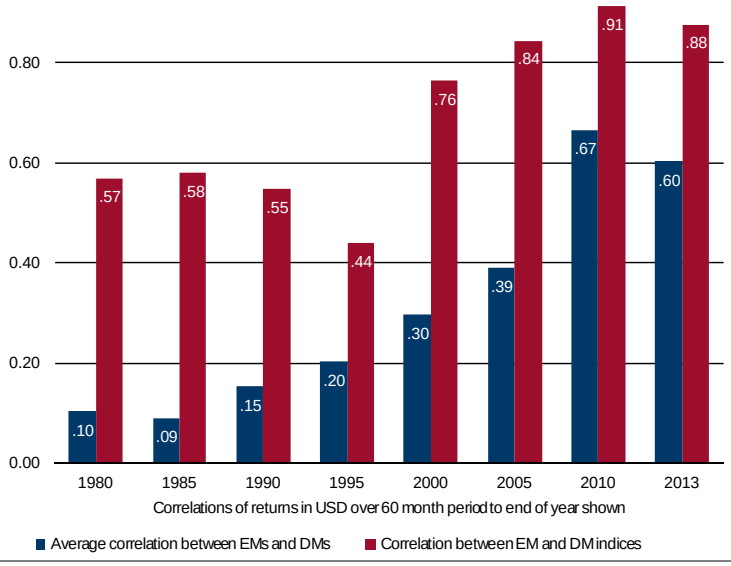
相関が高まった理由には国の成熟化もありますが、グローバル化の高まりも一因となっています。今日の新興国市場は、大規模なグローバル企業に左右されています。そうした企業の売上や利益の大半は海外で生み出され、その社運は世界の他の企業と密接に結びついています。同様に、今日、先進国市場における最大規模の企業は、新興国市場で幅広く操業し、出資しています。確かに、MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスを構成する企業の売上の 3 分の 1 は新興国市場から生み出されていますが、一方、新興国出身の企業が同インデックスに占める比率は、時価総額でわずか 13%です。ここに、投資家が新興国市場へのエクスポージャーを得るための効果的で代替的な、間接的な道が提供されています。

また、各国の視点からこの相関を見ることも参考になります。図表 6 は、世界の株式市場の中から、先進国（左側）および新興国（右側）におけるそれぞれの上位 8 ヵ国について示したものです。青、赤の棒はそれぞれ、直近の 60 ヵ月間における各国と新興国・先進国市場インデ

図表 5

新興国・先進国間の長期における相関

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(MSCI Barra および S&P/IFCG からのデータを使用)



ックスとの相関を表しています。インデックスのリターンは各国通貨に換算されています。この先進国市場と先進国市場インデックス間の相関の推定では、当該国を先進国市場インデックスから除いています。

図表 6 は、オーストラリアとカナダを除く先進国のリターンとその他の先進国市場との相関が、新興国市場との相関よりも高いことを示しています。同様に、新興国のリターンとその他の新興国市場との相関が先進国との相関よりも高いことが示されていますが、その差は一段と大きくなっています。

従って、新興国市場のもつ多様性にもかかわらず、それらをまとめて 1 つの資産クラスとして扱うことは、Bekaert and Harvey (2013)が支持するように一理あるといえます。投資家の視点から見ると、新興国市場には先進国市場よりも共通点が認められます。同様の事は、資源志向のオーストラリア市場およびカナダ市場を除く先進国市場にも当てはまります。

また、図表 6 は発展途上国市場出身の投資家が新興国市場で分散化を図るメリットを示している他、新興国市場の投資家が持つ分散化の潜在的なメリットも示しています。図を見ると、新興国市場の国と先進国市場インデックス間の相関の平均値は 0.72 であるのに対し、先進国市場インデックスとの相関の平均値は 0.46 にすぎません。新興国市場の投資家は、他の新興国市場への分散化によって明らかにリスクを低減できます。しかし、先進国市場への分散化によるリスク低減の余地は一層大きいです。

危機の発生率を検証するために、ここではラインハートのデータベース (Reinhart and Rogoff, 2010)を使用します。このデータベースは 1800～2010 年の期間をカバーしており、各国、各年毎の危機の発生の有無を示すものです。ここに含まれるのは、銀行危機、通貨危機、インフレ危機、株式市場危機、国内公的債務危機、対外公的債務危機です。従って各年について 6 種類の危機が記録されていることになります。ラインハートは、私たちが前項で検証した 50 ヵ国中 45 ヵ国のデータを提供しています。この中から、ここでは 1900～2000 年の各年について、一人当たり GDP に基づいて各国を先進国または新興国に分類しました。そして両方のグループについて、国別に 10 年毎の危機の平均発生件数を計算しました。

図表 7 を見ると、ある 10 年の間に、先進国でより多くの危機が発生し、別の期間では新興国に多く発生していることが分かります。しかし、突出しているのは、新興国により多くの危機が発生していた 1980 年代と 1990 年代です。平均すると、その 20 年の間、先進国での 10 年当たりの危機発生件数は平均 5 回以下なのに対し、新興国では平均 15 回以上となっています。この 20 年間を除けば、新興国と先進国における危機発生件数は国平均ではほぼ全く同じでした。そして、ラインハートのデータベース中の最後の 10 年間では、先進国市場での危機発生件数が新興国市場を上回っています。

危機と伝播

新興国市場危機に関する一般的な固定観念に、急速に伝播するという逸話があります。この固定されたイメージによると、通貨の切り下げや債務不履行等の一国で起こった危機は連鎖反応の引き金となり、まず地域に、次にその他の新興国市場、そして先進国市場にさえ伝播します（Kaminsky, Reinhart and Végh (2003)、Chamon, Ghosh and Kim (2010) および Lowell, Neu and Tong (1998) を参照）。最もよく引用される事例は 1998 年ロシアでの債務不履行で、これはその他の旧ソ連諸国だけでなく、ブラジル、メキシコそして香港にも影響を及ぼし、その後 LTCM 破綻を通して米国にまで広がりました。

この伝播については、投資家の群衆行動、通商関係、一般の債権者、金融上の連関性、そして、「ウェイクアップコール」仮説(Goldstein, 1998)を含む多くの説明が試みられてきました。最後に挙げた仮説は、1 つの国で危機によって「問題」が明らかになると、それが投資家への「ウェイクアップコール」となり、同様の問題を抱える他の市場でも急速に値下げが進むというものです。

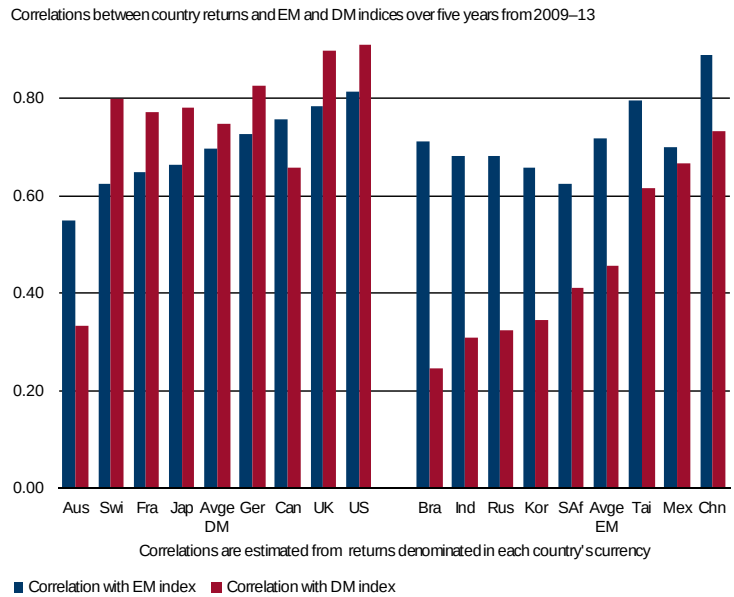
しかし、伝播が危機の典型的な側面で、その大半が新興国市場の危機に結びついているというのは本当でしょうか？これを調べるため、私たちは新興国・先進国市場の両方で発生した 12 の有名な危機を検証しました。この 12 の危機とは、1982 年メキシコの債務不履行、 1987 年 10 月の株価大暴落、1990 年の湾岸戦争、1992 年の ERM 危機、1994 年のメキシコ通貨危機、1997 年のアジア危機、1998 年ロシアの債務不履行、2001 年 9.11 アメリカ同時多発テロ事件、2008 年のリーマン破綻、2010 年のギリシャ危機、

図表 6

主要先進国市場・新興国市場の投資家による分散化の余地

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン

(MSCI Barra および S&P/IFCG からのデータを使用からのデータを使用)



2011 年のユーロ危機、そして 2013 年の新興国市場での「緩和縮小による揺れ」を指します。最後の項目はほとんど危機とはいえませんが、危機として報じられ、私たちの記憶に新しいものです。

これらの各危機について、発生時から 50 取引日（10 週間）の期間を対象に検証しました。そして新興国・先進国市場それぞれのボラティリティ、またその 2 つの間の相関を推定しました。各国間に時差がある場合は戻り値が非同期となるため、日常的なデータから推定される相関では過小評価となります。従って、ここではボラティリティの絶対値ではなく相対値を重視します。この調査結果をベンチマークするため、私たちは危機と「通常」の期間の両方を含む過去 25 年間全体でのボラティリティと相関も推定しました。

図表 8 はこの調査結果をまとめたものです。予想通り、新興国市場での危機の期間中、同市場の平均ボラティリティは長期平均（25 年）に比べて大きく上昇しています。先進国市場での危機の期間中の同市場のボラティリティにも同じことが当てはまり、危機レベルの平均ボラティリティが新興国市場危機の期間中の新興国市場のボラティリティと非常に似ています。 しかし、新興国市場での危機の期間中、先進国市場の平均ボラティリティのレベルは通常の期間より高くなっていません。一方、先進国市場での危機の期間中、新興国市場の平均ボラティリティのレベルは明らかに高くなっています。

相関のパターンも興味深い結果となりました。新興国市場での危機の期間中、新興国市場内の国同士の相関の平均（赤い棒）と新興市場と先進国市場の組み合わせによる相関の平均（紫の棒）の両方がそれぞれの長期平均（25 年）を下回っています。これは、新興国市場での危機の期間中は伝播するのが普通であるという考えと一致しません。対照的に、先進国市場での危機の期間中、先進国市場のグループでも、新興市場でも、また新興国市場と先進国市場の間においても、全ての相関が非常に高くなっております。グラフからは、先進国市場での危機の方が、先進国市場、新興国市場の両方において、はるかに伝播しやすいように見えます。新興国市場での危機の特徴は、より効果的な防火壁にあるようです。

新興国市場におけるファクター・リターン

先進国市場では、ポートフォリオのパフォーマンスが投資スタイルによって影響され、特に、ポートフォリオへの組み入れにおいて、大企業か中小企業か、バリュー（割安）株かグロース（成長）株か、モメンタム戦略かリバーサル戦略か、採用した投資スタイルにより結果が左右されることはよく知られています。付属のクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック では、こうしたサイズ、バリュー、モメンタムといった一連のファクターが、株式市場において最も長期に渡って確立され、最もよく裏付けられた規則性であることを示しています。

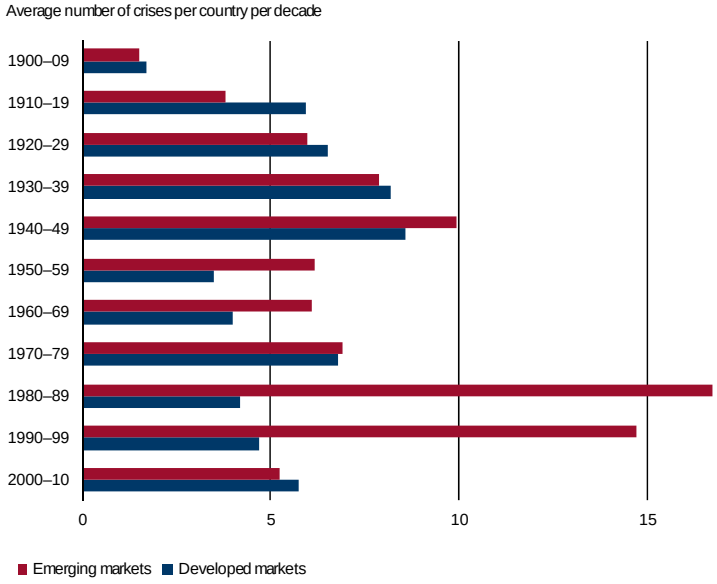
ファクター効果とファクター・プレミアム を区別することは重要です。ファクター効果とは、中小企業が大企業とは違う行動をとり、バリュー株とグロース株のパフォーマンスが異なり、過去に高い株式収益率を示した銘柄のその後のパフォーマンスが過去に低い株式収益率を示した銘柄のものと異なる傾向があるとの観察を参照するものです。大半の投資家が意識的または無意識的にこうしたファクターにさらされることから、投資戦略策定やパフォーマンス評価の際はこれらを考慮する必要があります。

対照的に、ファクター・プレミアムとは、先進国市場で裏付けられている、小型株、バリュー

図表 7

長期における新興国市場および先進国市場での危機発生件数

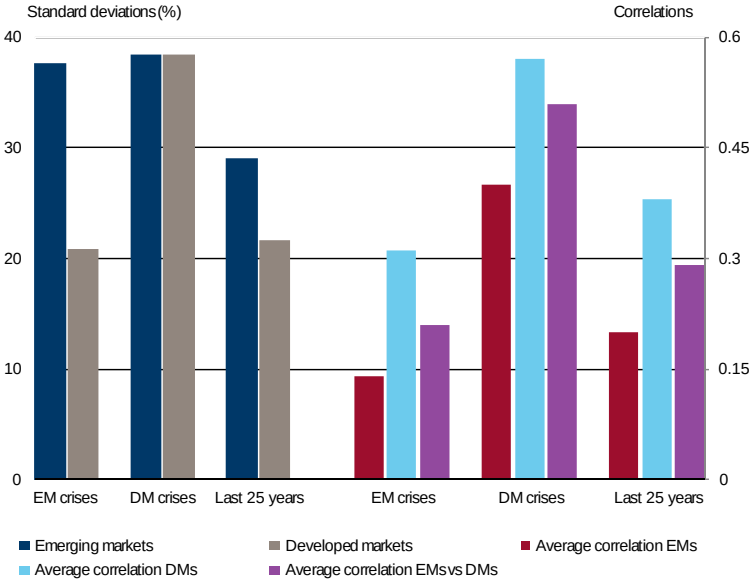
出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （カーメン・ラインハートのウェブサイトのデータを使用）



図表 8

危機の期間中のボラティリティと相関

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （グローバル・フィナンシャル・データおよびトムソン・ロイター・データベースからのデータを使用）

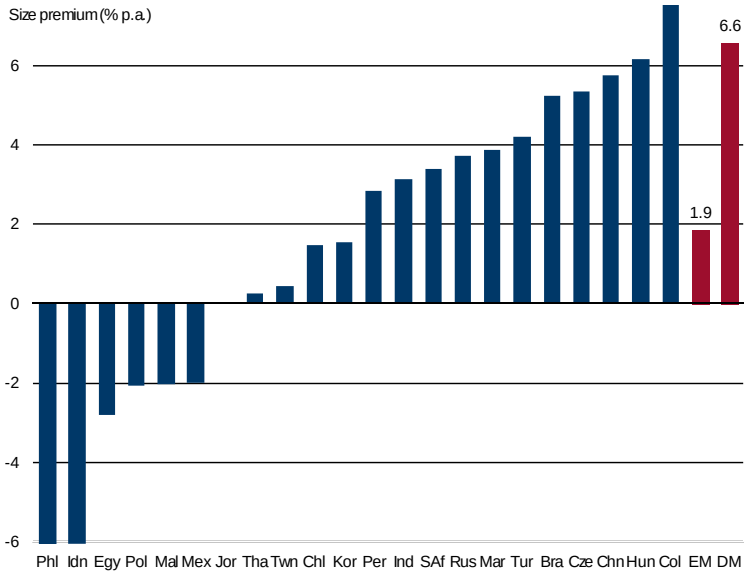


株、過去に高い株式収益率を示した銘柄が、大型株、グロース株、過去に低い株式収益率を示した銘柄のパフォーマンスを上回る、つまり、後者に対してプレミアムが提供されるという長期の傾向を参照するものです。しかし、データの存在する大半の国で長期のプレミアムが観察されている一方、こうしたファクター効果によるプレミアムが長期間生じず、小型株、バリュー株、そして過去に高い株式収益率を示した銘柄のパフォーマンスが下回る休止期間も存在します。

図表 9

新興国市場におけるサイズ・プレミアム（2000–2013）

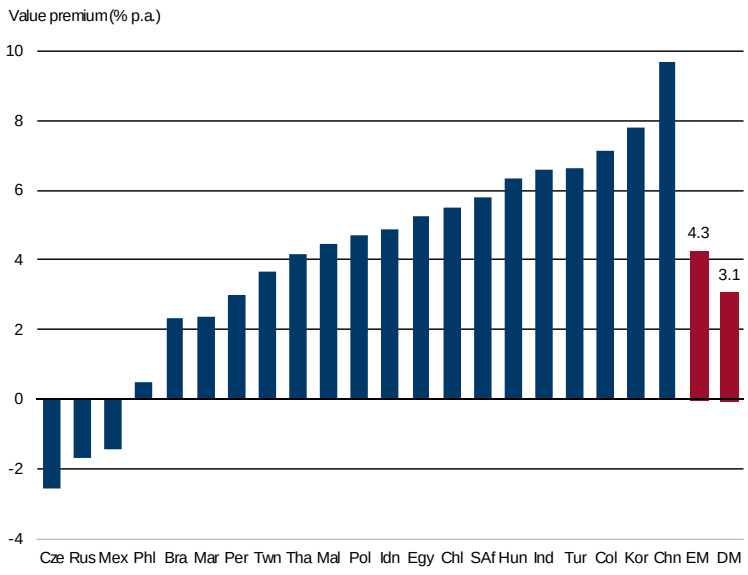
出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(MSCI Barra からのデータを使用)



図表 10

新興国市場におけるバリュー・プレミアム（2000–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(MSCI Barra からのデータを使用)



ファクター・プレミアムに関する証拠の多くは、先進国市場からのものです。これはおそらく、新興市場に関する長期データの欠如によって説明されます。多くの証券取引所は 1990 年代に取引を開始または再開しました（例：中国、ロシア、ヨーロッパ新興国）。より長い歴史を持つその他の市場では、1990 年代半ばまでのバイアスのない銘柄レベルのヒストリカル・データベースが欠如しています。新興国市場におけるファクター効果が先進国市場のものと同じかどうかを見るため、ここでは MSCI インデックスのデータについて、サイズおよびバリュー効果を分析し、トムソン・ロイター・データストリームの銘柄レベルのデータではモメンタム効果について分析します。MSCI では、発展途上国市場についてスタイル・インデックスを発表しており、これは 1994 年半ば以降の期間での小型株、大型株、バリュー株、グロース株を（後にいくつかの市場も）カバーしています。図表 9、10 では、2000 年から 2013 年までの MSCI データに基づき新興国市場におけるサイズおよびバリュー・プレミアムを示しています。

図表 9 と 10 では、2000 年以降、先進国市場にサイズおよびバリュー・プレミアムが明らかに存在したことを示す付属のソースブックとの比較を容易にするため、2000 年を開始年に選択しています。また、図表 9 は、この期間中、新興国市場の大多数に正の値のサイズ・プレミアムが存在していたことも示しています。しかし、一番右の 2 つの棒は、新興国市場の 1.8%のサイズ・プレミアムが先進国市場の 6.6%よりも小さかったことを示しています。

図表 10 は、3 ヵ国を除き、この期間中の新興国市場のバリュー・プレミアムが全て正の値だったことを示しています。また、新興国市場のバリュー・プレミアムが先進国市場のものよりも大きかったことも示しています。

また、私たちには 1994 年半ばから 2000 年初までの新興国市場のデータがあります。先進国市場では、この期間中、大型の、グロース株が最も優れたパフォーマンスを達成しました。MSCI データは、1990 年代後半でのサイズおよびバリュー・プレミアムが負の値だった新興国市場で同じことが当てはまることを示しています。データが存在する期間の全体、つまり 1994 年半ばから今日まで、新興国市場における月毎のサイズ・プレミアムと先進国市場のプレミアム間の相関は 0.16 でした。同様に、バリュー・プレミアム間の相関は 0.64 でした。

また、私たちは新興国市場におけるモメンタム・リターンについても検証しました。今回、新興国市場の 16 ヵ国を対象に、過去に高い株式収益率を示した銘柄（「勝者」）と過去に低い株式収益率を示した銘柄（「敗者」）の収益率の差（WML=「勝者」－「敗者」）を検討した Griffin, Ji, and Martin (2003)の分析内容を更新・拡大しています。Griffin らの分析は 6-1-6 モメンタム戦略に基づいています。これは、過去 6 ヵ月間のリターンで銘柄の順位付けをし、1 ヵ月待ち、次に 6 ヵ月間投資し、また同じ手順を繰り

返してリバランスするというものです。株式リターンは均等加重で、ローリング期間は 1 ヵ月、「勝者」と「敗者」を分ける区切りを 20%/80%に決めます。Griffin, Ji, and Martin の分析は 2000 年末までの期間に及び、各国の開始日はデータの有無によりばらつきがあります。平均して、分析対象とされる期間は 11 年間でした。

図表 11 の灰色の棒は Griffin, Ji and Martin の調査結果を示し、棒の高さは WML の平均リターンを 1 ヵ月当たりの百分率で表しています。私たちは Griffin らの分析に 13 年分追加し 2013 年末まで更新し、研究に含まれていなかった新興国 5 ヵ国（ロシア、ポーランド、ハンガリー、チェコ共和国、コロンビア）を新たに加えました。図表 11 の濃い青の棒は 2013 年末までの期間全体での調査結果を示しています。

付属のソースブックでは、先進国市場について同様の分析を行っています。唯一の例外である日本を除き、すべての先進国が正の値のモメンタム・リターンを示しました。先進国市場については、Griffin, Ji and Martin が、「勝者」のパフォーマンスが「敗者」のそれを 1 ヵ月当たり 0.70%上回ることを発見しています。2013 年末までのデータでこの調査結果を更新すると、期間全体で、WML のリターンは 1 ヵ月あたり 0.78%と更に高くなりました（図表 11 の一番右の 2 本の棒参照）。

図表 11 は、新興国市場のパターンが非常に違ってきたことを示しています。全期間では、新興国市場の 7 ヵ国で WML のリターンがマイナスになっています。つまり、それらの国にはモメンタムよりもリバーサルの特徴があったということです。Griffin, Ji, and Martin の調査では新興国市場の MWL の平均値が 1 ヵ月当たり 0.40%になっていますが、2013 年末までの全期間での平均値 は 0.24%でした（図表 11 の右から 2 番目の 2 本の棒参照）。明らかに、2010 年から 2013 年までの期間中、新興国市場におけるモメンタム・リターンは概して非常に低かったのです。これらの発見は、新興国市場において強力できわめて大きなバリュー効果が存在し、モメンタム効果はそれほど重要でないことを発見した、Hanauer and Linhart (2013)による最近の研究と一致しています。

新興国市場における取引戦略

市場内でのスタイルによるリターンを考察する他、私たちは国全体への影響も検討しました。特に、新興国市場の投資家が小型株市場、「バリュー株」市場や「勝者」市場を重視するべきなのかを私たちは検証しました。

これを調べるため、ここでは、フロンティア市場や新興国市場を含む数多くの発展途上国市場を対象とする 85 ヵ国の年次のリターンのデータベースを使います。各国の開始年はデータの有無に左右されます。イヤーブック掲載の 23 ヵ国は 1900 年から、いくつかの国は 1950 年代や 1960 年代から、そして残りの国は 1970 年代以降からの開始となります。1970 年代以降では、この分析を行うのに十分な数の新興国市場が追加されていることから、ここでは 1976 年から 2013 年までの期間を調査することにします。発展途上国市場の数は 1976 年の 14 ヵ国から 2013 年の 59 ヵ国まで徐々に増加しています。

検証される各ファクターについて、市場ローテーション戦略をとります。毎年初めに、その前の期間（一般的に 1 年間）について問題となるファクターを適用し、新興国市場の順位付けを行います。そして、最下位から最上位の国まで、各国を 5 分位のグループに分けます。均等加重に基づいて各グループの市場に投資を行い、総リターンは米ドル建てで記録します。各市場は年に 1 度、再度順位付けされ、新しくデータが入手可能となった国は追加され、戦略は 1976 年から 2013 年までの 38 年間繰り返されたとします。

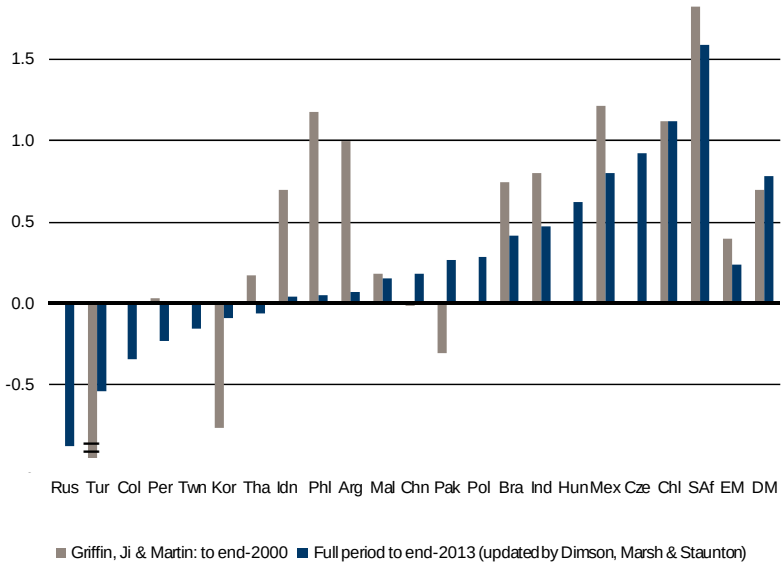
第 1 に、新興国市場を GDP（米ドル）で測った国の大きさに基づき 5 分位のグループに分け、サイズ・ベースの戦略を検証します。図表 12 の左側の棒グラフ（濃い青）は、38 年間、常にサイズが最小の国のグループから最大の国のグループまで各グループで投資を行うローテーション戦略によるリターンの年率を示しています。結果、明らかな関係性は無く、「小国プレミアム」の証拠もありませんでした。

第 2 に、過去 1 年間の株式市場のパフォーマンスに基づき 5 分位のグループに分けるモメンタム戦略を検証します。多くの新興国市場には高率のインフレがあったため、比較可能となるように、パフォーマンスは実質値で測ります。この結果を図表 12 の灰色の棒グラフにまとめましたが、今回もまた明らかなパターンは示されず、「勝者」 と「敗者」の差（WML）に関するプレミアムの証拠は見出されませでした。

図表 11

新興国市場におけるモメンタム・リターン

出所： Griffin, Ji and Martin (2003) およびエルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン（トムソン・ロイター・データストリームからのデータを使用）



対照的に、バリュー・ローテーション戦略は大きなプレミアムの存在を示しました。バリュー市場について、ここでは過去 1 年間の配当で計算される年初の配当利回りが最も高い市場と定義します。この結果が図表 12 の赤い色の棒グラフで、最も利回りの高い市場は年率 31%のリターンを生み出しています。年初の利回りの最も低い市場を集めたグロース市場から生じたリターンの年率は 10%でした。従って、利回りが最も高かった国のグループのパフォーマンスは、最も低かったグループを 1 年当たり 19%上回ったことになります。

分かりやすい説明として、利回りが最高だったポートフォリオはよりリスクが高かった、といえる可能性もあります。実際、利回りが最高だったグループの標準偏差は、利回りが最低だったグループの 33%よりも高く、41%でした。しかし、シャープレシオ（ボラティリティに対する報酬）は「グロース」グループが 0.44 だったのに対し、「バリュー」グループでは 0.88 というきわめて高い値でした。また、ワールド・インデックスに対する各 5 分位グループのベータ値も計算しました。利回りが最高、最低の各グループとも 1 に非常に近いベータが算定されましたが、利回りが最低だったグループのベータの方が高くなりました。従って、標準的なリスク調整の方式に対し、バリュー志向の市場への投資から生じる上昇分は強固であるといえます。

この他、2 つのローテーション戦略をここでは検証しています。この 2 つは過去のイヤーブックに既に記載されていますが、今回は新興国市場の文脈で検討します。2012 年のイヤーブックでは、通貨安の後の期間に株式のリターンがより高くなる傾向があることを示しました。図表 12 中央の水色の棒グラフは、新興国市場でもこの発見が当てはまることを示しています。この棒グラフは、過去 1 年間の通貨のリターンによって発展途上国を順位付けし、5 分位のグループに分けた結果を表わしています。水色の棒グラフを見ると、最も弱かった通貨のグループから生じたリターンの年率は 34%で、最も強かった通貨のグループではリターンが 18%だったことが分かります。ここでもまた、この手法の上昇分が標準的なリスク調整に比べて強固であることが示されました。

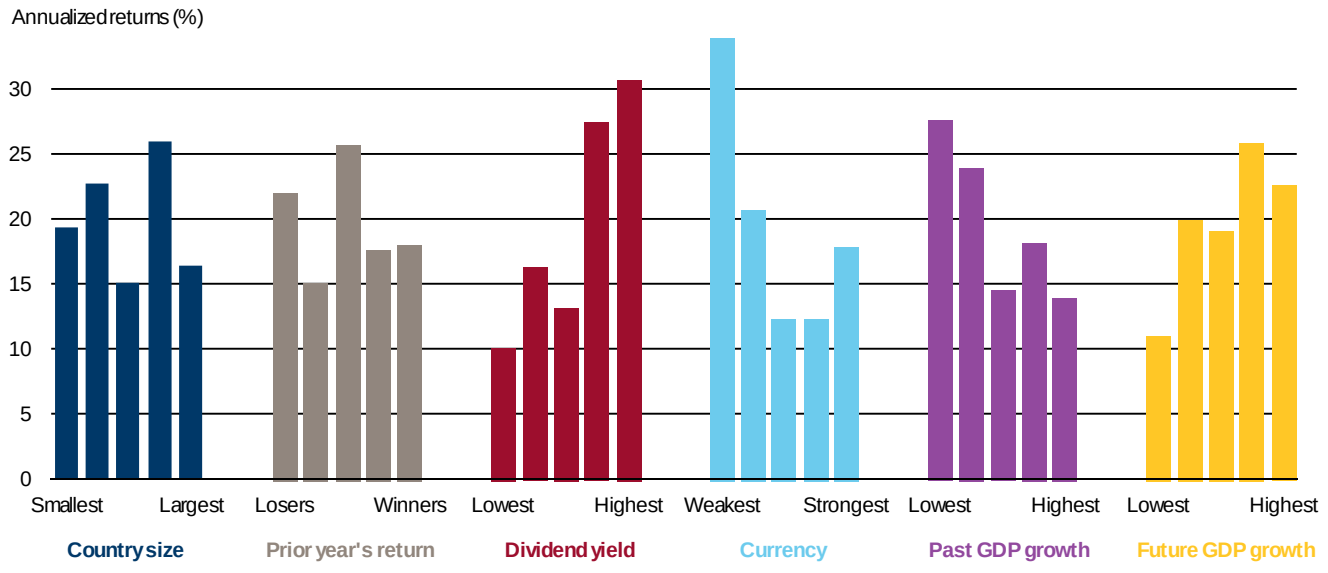
最後に、2010 年のイヤーブックのテーマに再び戻り、当時の発見が新興国市場にも当てはまるかどうかを調べるため、過去の経済成長率に基づくローテーション戦略を検討します。図表 12 の右から二番目の棒グラフ（紫色）は、過去 5 年間の実質 GDP 成長率に基づいて国を 5 分位のグループに分けた結果を示しています。多くの人々の直感に反して、直近の経済成長が最も低かった国への投資が、最も高いリターンに繋がっていました。具体的には、過去の GDP 成長率が最も高かったグループのリターンが年率で 14%足らずだったのに対し、最も GDP 成長率の低かったグループでは 28%となりました。これもまた、標準的なリスク調整では説明することができません。

この結果は、経済成長が株式のリターンにとって重要ではない、または、奇妙な結び付きがあることを意味するものではありません。確かに、次章で示しているように、株価は将来の GDP 成長率の先行指標です。更に、図表 12 の一番右の棒グラフ（黄色）は、GDP 成長率に関する完璧な予想が非常に有効であることを示しています。この黄色の棒グラフは、次の 5 年間の GDP 成長率に関する完璧な予想に基づいて国を 5 分位のグループに分けた場合の、各グループのリターンを示しています。今回、最も高い成長率が予想された国のグループは、最も低く予想されたグループに対し、リターンの年率で

図表 12

発展途上国市場内でのローテーション戦略（1976–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(DMS データベース、IMF、Mitchell、Maddison およびトムソン・ロイター・データストリームからのデータを使用)



10%以上のプレミアムを示しました。残念ながら、将来の GDP 成長率を完璧に予測できる予知能力を持たない限り、この戦略を実施することは不可能です。

では、過去の GDP 成長率に基づいて投資する場合、図表 12 の一見奇妙な結果についてはどのように説明すればよいのでしょうか？グロース市場を買うと、過去の成長に関する全ての情報が市場のバリュエーションに既に織り込まれているため、アウトパフォームすることは不可能です。これは、最も成長率の高いグループのパフォーマンスが中立的になることを示唆しますが、図表 12 を見ると、平均を下回るパフォーマンスとなっています。

最も可能性のある説明として、国の経済成長が低い期間、または通貨安の期間が、単純に、バリュー効果の代役を務めているということが考えられます。成長率が低い国や通貨安の国はしばしばリスクの高さに悩まされています。従って、投資家は高めのリスク・プレミアムや実質金利を要求します。よって、その後に生じているリターンの高さは、単にこれを反映しているといえます。とはいえ、標準的なリスク調整の後にも平均を上回るパフォーマンスが続くのはなぜか、という疑問が残ります。もしリスク調整が正確であるとすれば、私たちのリスク調整が、関連リスクの本質を捉えていないことになります。

もう 1 つの論点は、投資家が困窮している国を回避するか、そのような国に投資する際に要求するプレミアムが高すぎる反面、グロース市場に対して熱心に払い過ぎている、というものです。洗練された投資家ならこの払い過ぎを止めることができるとしても、急成長する市場でのショートにはコストがかかり、リスクが高いため、これを利用することは難しいかもしれません。

図表 12 に見られるリターンの差の解釈には注意が必要です。期間中、海外投資家に対して非公開だった市場もあります。ここで 5 分位のグループに対し採用した均等加重の方式は、非常に小さな国に対しても、大きな国と同じ金額を投資するというものです。分析では取引コストや源泉課税を含む税金を無視しています。一部の国では、最良の時でも取引が困難である可能性もありますが、ここで使用したローテーション戦略では、取引が最も困難かつ最も高くつくまさにその時の市場を対象とする場合もあります。それにもかかわらず、この分析によって、重要な関係と新興国市場での効果的な投資戦略に対する主要な指針が明らかにされたと私たちは確信しています。

結論

30 年前、新興国市場は世界の株式市場の時価総額のわずか 1%、GDP では 18%を占めるに過ぎませんでした。今日、同市場は世界株式市場の浮動株の 13%、世界の GDP の 33%を構成しています。発展途上国は先進国よりも早く成長しており、また、世界の投資家に対する国内市場の公開度が一段と高まり、更に浮動株比率が上昇する中で、同市場の比率は着実に上昇していくでしょう。新興国市場は既に、無視できないほど重要になっています。

更に、先進国市場の投資家にとって、発展途上国市場にはまだ分散化のメリットがあります。また、新興国市場出身の投資家にとっては、投資を国内市場、その他の新興国市場、そして先進国市場へと広げるメリットは更に大きいのです。新興国市場は、より多くの経済、セクター、異なる成長段階にある様々なビジネスへのエクスポージャーを提供しています。その上、新興国に対する正当な懸念はあるものの、今日、新興国は 1980 年代や 1990 年代の危機の期間よりも良い状態にあり、リスクもより小さくなっています。

とはいえ、新興国市場に対する市場心理が急速に変化し得ることも事実です。最近まで、新興国市場での事例は、大抵 GDP 成長率に基づく誇張された主張と共にしばしば過度に熱心に説明されていました。過去 3 年間では、より悲観的な、そして時々過剰に悲観的な見方が優勢でした。ここに提示した長期の記録によって、よりバランスの取れたイメージが提供されることを願います。非常に長い期間に渡って、新興国市場のパフォーマンスは伸び悩んできました。この低迷の原因の多くは、いくぶん遠い過去である 1940 年代に求めることができます。それ以来、新興国市場のパフォーマンスは平均を上回ってきましたが、同市場のベータ値が高いことを考えれば、これは驚くべきことではありません。将来的には、新興国市場が平均を上回る度合いは、リスクの高さに対する補償から、せいぜい年率 1.5%と予想されます

最後に、私たちはこれまで、先進国市場でかねて定評のあるサイズ、バリュー、モメンタム等のファクター・リターンが新興国市場にも存在することを見てきました。サイズおよびモメンタム効果は先進国市場よりも弱いように見えます。対照的に、バリュー効果は新興国市場内で、また、効果的なローテーション戦略の基盤としても、これまで強固に存在してきました。

PHOTO: N.O.B. / PHOTOCASE.COM

成長のパズル

本稿では、経済成長および株式のリターンに関する、論争の的になっている 3 つの発見について再検討します。第 1 の発見は、私たちが 2002 年に発表した “Triumph of the Optimists”（邦訳『証券市場の真実—101 年間の目撃録』）の中で指摘したように、株式市場からの長期リターンと一人当たり GDP 成長率との間に各国で幅広く負の相関が見られることです。第 2 の発見は、2005 年・2010 年の各イヤーブックに掲載したように、数多くの株式市場でのローテーション戦略のテストから、長期において過去の GDP の成長率と株式市場のリターンとの間に負の相関が認められたことです。第 3 の発見は、実質配当の伸びと一人当たり GDP 成長率の間には密接な関係があると考えられているにもかかわらず、前者が後者に後れを取っているということです。株価が明らかに経済成長を反映することに失敗してきたのはなぜでしょうか？本章では、このパズルを検証し、考えられる説明を提供します。

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン（ロンドン・ビジネススクール）

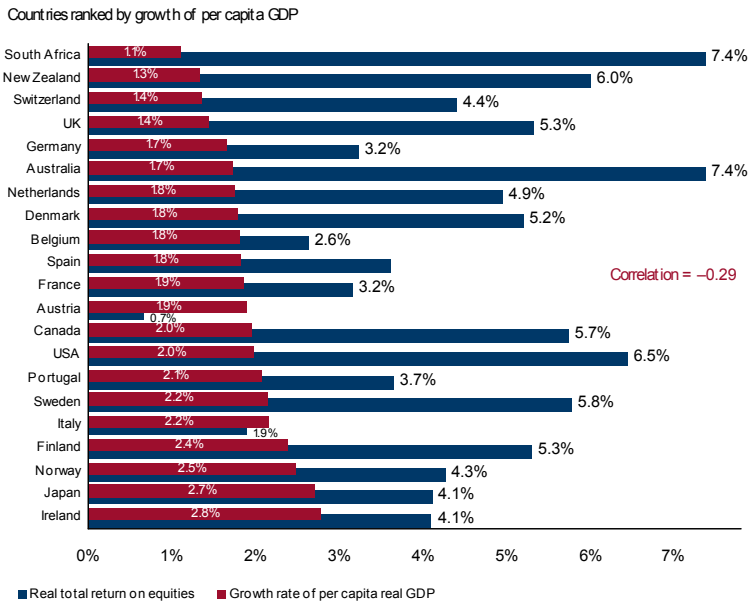
私たちの 2002 年の著作の中で最も論争を招いのは、おそらく、経済成長と株式市場のパフォーマンスの間に相関がないという発見でした。そこでは、「少し意外なのは、経済成長の高さが配当の成長率の高さに関連付けられていないということです。それどころか、関係は奇妙なもので、相関は−0.53 でした」（Triumph of the Optimists 156 ページ）と述べました。また、1900 年以降、成長と一人当たり実質国内総生産（GDP）の成長率と株式の実質リターンの変化の間には負の相関があることも報告しました。図表 1 は、この発見についてデータを更新して示したものです。この図は、Geary–Khamis の式を使った国際ドルで測った実質 GDP の変化と株式の実質リターンの相関が−0.29 であることを表しています。

この相関が正の値にならないのは、2 つの世界大戦のせいではありません。1950 年以降の期間では、実質配当の成長と実質リターンのどちらを使うかに関わらず、一人当たり GDP 成長率と株式市場のパフォーマンス間の相関は、ゼロに非常に近いままでした。2005 年・2010 年の各イヤーブックでは、これが単に不可解な横断的関係ではないことを確認しました。この関係

図表 1

株式の実質リターンと一人当たり GDP （1900–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン
(Barro and Maddison からのデータを使用)

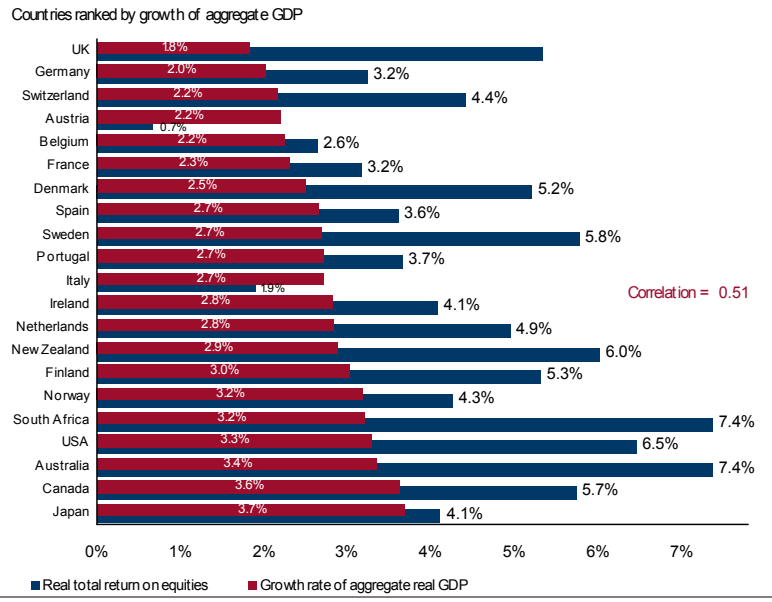


は過去の GDP 成長率に関する時系列分析でも明らかに示されています。経済成長率が最も高かった国の株式を購入する方法は、優れたリターンの提供にも失敗しています。経済に良いことは企業にも良く、逆もまた真なりという常識からは、経済成長と株式のリターン間の失われた繋がりは、一層理解しにくい問題です。ここに、パズルが残されています。国内経済の成長と株式市場のパフォーマンスの間に正の相関が無いということは確実なのでしょうか？

図表 2

株式の実質リターンと GDP 総計 （1900–2013）

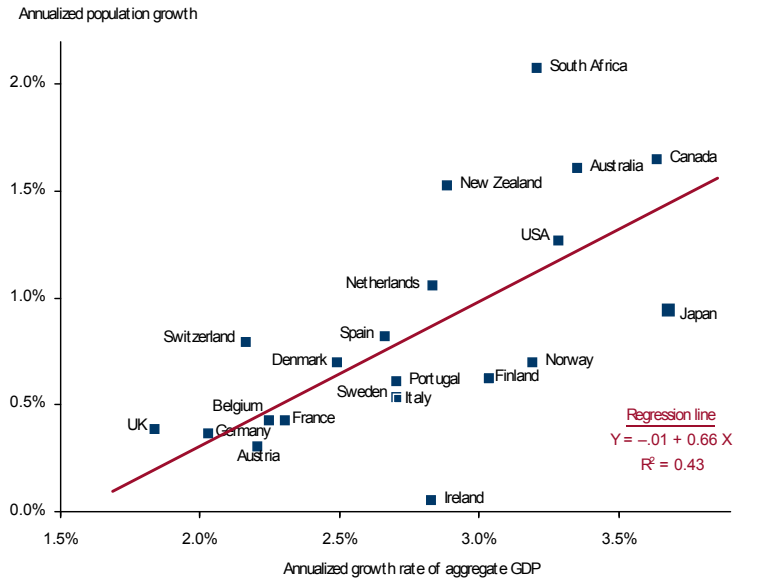
出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



図表 3

人口増加率対 GDP 総計の成長率 （1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



成長率とリターン

図表 1（前ページ）は、一人当たり GDP 成長率と株式市場のリターンの相関について示しています。対象期間は 1900～2013 年で、対象国はイヤーブックのデータベースに完全な記録のある国々で、数値は年率換算され、またインフレ調整済み、つまり実質値で示されています。成長とリターン間の横断的な相関は−0.29 でした。

図表 2 は同様の分析を、一人当たり実質 GDP 成長率ではなく、実質 GDP 総計の成長率に変えて行ったものです。総計での成長率とリターンとの横断的な相関は 0.51 でした。こちらの相関では、「成長は良いこと」との見解に少なくとも一致する兆しが見られます。

更に、ここで非常に長い期間に焦点を当てていることから、GDP 総計の成長率は人口動態、出生率や死亡率、国境の変更、その他、国民経済の産出量を共有する住民を増加させるような要素に常に影響されます。経済的繁栄の長期のパターンに関する私たちの理解に役立つ第 1 の要素は、イヤーブック掲載国における年換算の人口増加率です。

人口増加

実質 GDP 総計の伸びには、労働力の拡大が部分的に寄与しています。図表 3 は、各国の年換算の人口増加率と GDP 総計での成長率の関係を表しています。国の富の総計の増加と人口増加の間には、明らかに関連性があり、この散布図における相関係数は 0.65 でした（相関係数 r =0.65、寄与率 r^2 =0.43）。同様の分析を人口増加率と一人当たり実質 GDP 成長率について行うと、負の相関（相関係数 r = –0.45）があることが明らかになりました。

この散布図における因果関係の方向性は不明瞭です。これは、単に私たちが自然な人口増加数と純移民数を分けることなく人口の変化を検討しているためではありません。重要なことは、国家の発展は他国からの移民の流入を後押しし、経済の低迷は移民の流出を促進する可能性があるということです。私たちの観察は、主に今日経済的に発展した国々を対象としています。結果、イヤーブック掲載国における GDP の総計での成長率と一人当たり GDP での成長率の差を説明するものとして、人口の純流入には説得力があります。

全イヤーブック掲載国のうち、南アフリカは他国よりもはるかに高い人口増加率を示しています（年間 2.1%）。同時に実質 GDP の総計でも南アフリカは最も高い成長率を達成しましたが、一人当たり実質 GDP の成長率は平均以下でした。

イヤーブックの各掲載国について、図表 4 ではそれぞれの実質 GDP 総計の成長率を青と赤の棒グラフを合わせた高さで示しています。全ての国で、一人当たり実質 GDP 成長率（棒の青い部分）は GDP 総計の成長率より小さくなっています。より多くの人口が経済成長を共有するこ

との影響（赤の部分）は 0.1% から 2.1%まで異なる数値が示されています。

棒グラフは、左から右に、年間の人口増加率の順に並べてあります。人口増加率が最も高かった国は、1 位から順に南アフリカ、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、米国でした。入移民無しには、これらの繁栄している国々はそれ程成長しなかった可能性があります。人口増加は、経済成長を拡大させ、また希薄化させもします。

ここで、国家の人的資源と企業の資金源の間の類似点を比較することができます。企業が株式を発行してキャッシュを得る時、そのお金は将来の収益拡大のために投資されます。従って、結果的に総収益は拡大されます。しかし、資金調達がその企業の元からの株主にとってメリットをもたらす可能性がある一方で、新株の発行は同時に、既存の収益を希薄化します。この収益をより多くの株主によって共有するというプロセスによって、1 株当たり収益は拡大または縮小されます。同様に、人口流入のある国では、メリットをより多くの市民によって共有するというプロセスによって、一人当たり GDP は拡大または縮小される可能性があります。

最近、英国への入移民の規模に関するニュースが報じられていました。とはいえ、英国の長期での人口増加率（0.4%）はイヤーブック掲載国の中で最も低い方に位置してきました。これには、GDP 総計の成長率が平均以下という事実がともなっています。アイルランドでは、EU 諸国との比較では出生率が高いにもかかわらず、これまで人口増加率は英国よりも低く、これは、国内に留まっていたなら GDP 総計に貢献していた可能性もある人口が移民として流出したことを反映しています。アイルランドに移民がどっと流入したのは、1990 年代半ばに始まった、同国における熱狂的な拡大の 10 年の間だけです。

人口増加は、さまざまな方法で国家の繁栄に関係します。流入する移民に働く力は GDP 成長率の源泉とは異なる場合もあります。例えば、新しい資源の発見や新たな就業機会は、しばしば移民流入の引き金となってきました。一方、戦争の準備が、新しく流入する移民に魅力的な誘因を提供することなく GDP の伸びを支えることがあります。

成長の土台

グローバル投資に関して幅広く信じられている考えに、力強い経済成長が企業利益や配当を拡大させ、その次に株式のリターンを生み出すというものがあります。これが、非常に多くの場合、国際投資に関する決定が各市場の成長予想に基づいて行われる理由です。

しばしば、経済成長のプロセスは、未活用の大量の労働力が存在する社会や資本が非常に少ない社会での経験によって説明されてきました。クルーグマン(1994)やヤング(1995) が述べたように、成功事例とは、資本と輸入された技術を適用し、労働力を自給自足農業から工業化へと移行させることで生まれ変わった国を指します。急な工業化は、1990 年代前半までの東アジアでだけでなく、2000 年代前半に始まる BRIC 諸国でも支えとなりました。高い経済成長の典型的な例には、広範な再工業化のプロセスを経た国が含まれます。2005 年版のイヤーブックの中で取り上げた顕著な例は、第二次世界大戦後のドイツおよび日本の経済再生でした。

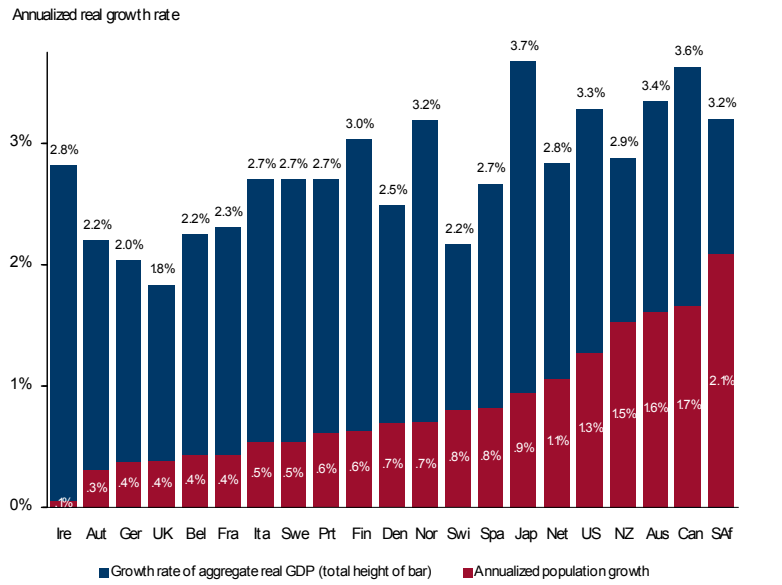
いくつかの経済成長の事例はポジティブな資源ショックに原因を求めることができます。この中には、21 世紀の米国におけるフラッキング技術の発展、20 世紀ノルウェーその他の国での北海油田での石油工業、また 19 世紀後半南アフリカでのダイアモンド、金その他鉱物の発見等が含まれます。

ポジティブな資源ショックの源泉としてあまり目立たないものに、「人口配当」があります。高い出生率が低下していく国（戦後の英国、「一人っ子政策」下の中国）では、子どもが成長した時に労働力が増大し、女性が子育てから有給雇用へと移行することで労働力が更に拡大され、当初は従属人口指数の低下による恩恵を受けるというものです。Roy, Punhani, and Hsieh (2013 a,b,c,d) は、こうしたトレンドについてクレディ・スイスのレポートで説明しています。

図表 4

GDP 総計の成長率に対する人口増加率 （1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



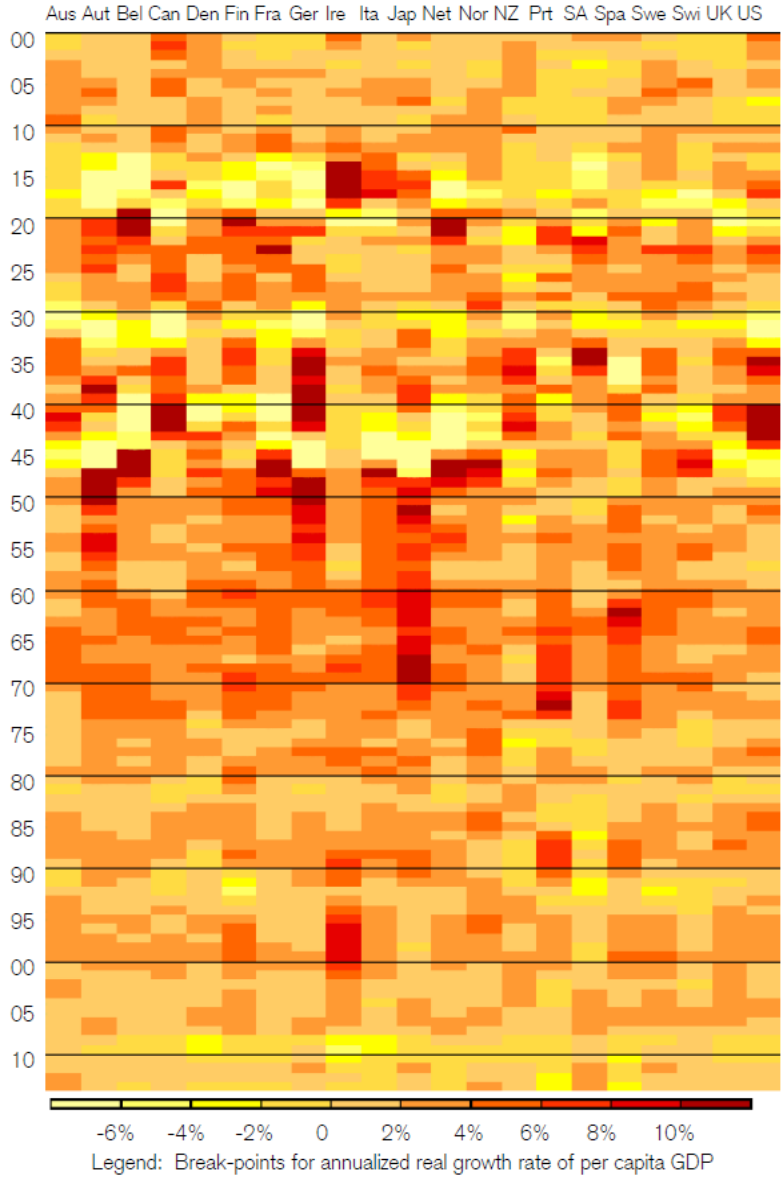
急成長のその他の事例は、経済的、財政的、政治的なイニシアチブに起因しています。「ケルトの虎」とアイルランドが呼ばれていた頃、同国では低い法人税率その他の政策を通して海外直接投資を後押ししました。英国ではサッチャー革命の間に商慣行を変革させました。ドイツは 21 世紀前半に生産性向上のためのリストラを追求しました。将来に目を向けると、日本の「アベノミクス」も同様にポジティブな生産性ショックをもたらすと考えられます。

暗い面を見ると、ドイツと日本では、戦争に備え、また戦争で争うことで、爆発的な高成長を遂げました。最後に、経済成長の間の休止期間は、例えば日本で 1980 年代から 1990 年代初めに起こったバブル、またスペインやアイルランドでの不動産ブーム、2000 年代半ばに英国、アイスランド、アイルランドで起きた金融バブル等のバブル経済に起因することもあります。

図表 5

3 年毎の一人当たり実質 GDP 成長率（先進国市場、1900–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



本稿後半では、経済成長は株式投資家に利益をもたらすかという問題を取り上げます。ここではまず、経済成長の期間にはどれほどの持続性があるのか、または、経済成長はしばらく続いた後に自己破壊する傾向があるのかについて検証します。

高成長の経済は持続するものでしょうか？

ここで、企業セクターとの比較に立ち戻ることが有効です。一部の企業は拡大し続けますが、売上の増加を総収益の増加に変えることに失敗します。加えて、上述のように、一部の企業は、総収益の増加を一株当たり収益の増加に変えることに失敗します。経済成長に対しても、同じことがいえます。GDP は、それに相応の利益を生み出すことなく伸びることがあります。例えば、不必要なインフラまたはバブル時代のスペインやアイルランドにおける住宅のような、後になって終了された大型の公共事業、または放棄された投資を思い浮かべてください。こうした無駄な事業に対する支出も、やはり、GDP 総計を大きくする要因となります。

「成長は投資家にとって良いもの」というストーリーの裏にある根本的な前提は、人がその出来事の前に、持続的に付加価値のある GDP の伸びを経験すると決まっている国を見極めることができる、というものです。しかし、仮にその成長が付加価値のあるものだと知っているとしても、将来の経済成長について、どの程度の推定が可能でしょうか？

ここでは、イヤーブック掲載国に関する長期の視点から調べていきます。この中には、今日先進国と見なされていても、長い間発展途上国だった国や、先進国から外れて再び先進国に戻った国も数多く含まれています。このところ投資家の注目を集めていた BRICs モデルよりも多種多様な原因による成長を経験したさまざまな国が示されています。イヤーブック掲載国における経済成長の推進力には、私たちが前述した成長の土台のほとんどが含まれています。

図表 5 はイヤーブック掲載国の経済成長率を図示したもので、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ノルウェー、ニュージーランド、ポルトガル、南アフリカ、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国が取り上げられています。縦軸は 1900 年から 2013 年までの各年を表しています。視覚的に分かりやすくするため、当該の年初の 12 ヵ月前から、年末の 12 ヵ月後までの一人当たり実質 GDP 成長率を年率換算して示しています。例えば 1996 年の成長率は 1995 年初から 1997 末までの期間を計算して算出しています。この図で示した年率換算の成長率は一人当たり実質 GDP に基づいていますが、実質 GDP の総計でも、同様の結果となっています（ただし、GDP 総計が一人当たり GDP よりも速いペースで増加するため、総計では色はより濃くなっています）。

図表 6 では、新興国市場について同様の分析を行ったもので、含まれているのはアルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、エジプト、ギリシャ、インド、インドネシア、イスラエル、メキシコ、ナイジェリア、ペルー、シンガポール、韓国、スリランカ、台湾、トルコ、ウルグアイ、ロシア、ベネズエラです。20 世紀前半にはデータの空白期間があるため、分析の開始年を 1950 年としています。

この中の一部の国は、1950 年の時点では発展途上国と見なされていましたが、成長を実現することができませんでした。しかし、ポートフォリオ投資が最近まで論外とされていた国々（ロシアのデータはソ連時代に遡ったものを示しています）もあり、今日における重要性から、今回の分析に含めています。従って、ここでの国の選択には成功バイアスが示されています。つまり、無作為に選択した場合よりも、成長を経験した国がより多く入っているということです。

図表 5 と 6 の中では、実質成長率をマイナスの低い水準から、プラスの高い成長率まで色分けして示しています。それぞれの色が表わす成長率を図の下部に示しました。一番薄い黄色は、深刻な経済の収縮（−6%の年率換算成長率で）を表し、暗いオレンジ色は 10%を超える高い成長率を示します。

この「ヒート・チャート」は、経済成長の 3 つの特徴を強調しています。第 1 に、経済成長率の高い部分と低い部分が時系列的に密集していること、第 2 に、ある程度の予測可能性が提示されていること（ただし、後述するように、これは複数年の返り値が重複して使われていることによる一種の目の錯覚です）、そして第 3 に、GDP 成長率が平均値に回帰する傾向が明らかにされていることです。

第 1 の点を見ると、成長率の高い部分または低い部分は複数の国に渡って共有されており、時系列的に密集する傾向があります。これについて先進国市場（図表 5）の文脈で説明すると、第 1 次世界大戦後の期間は大恐慌と一致し、第 2 時世界大戦前後の期間は大半のイヤーブック掲載国にとっては低成長の局面でした。先進国市場を襲った世界金融危機の後の期間にも、同じことが当てはまります。

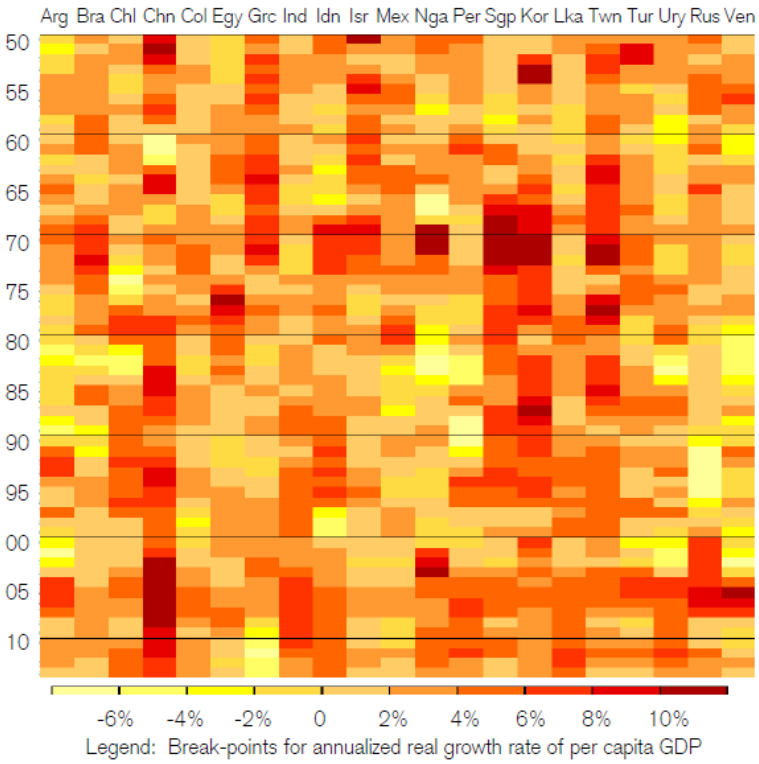
第 2 の点では、長期の成長が明らかに続いていると認めたい欲求にかられます。3 年間の成長率を年率換算した結果高い成長率となった年の翌年も、年率換算された成長率は高くなる可能性があります。しかし、これは単に、翌年の年率換算された成長率の計算に、その前の年の成長率が含まれるという事実を反映しているにすぎません。

第 3 に、重複しない複数の期間に渡り年率換算された成長率は平均回帰する傾向があります。図中の国はアルファベット順に並べられています。各列を下にたどっていくと、年率換算の成長率が高かった年の数年後には、概して成長率はより緩やかになっています。戦時中を除くと、図表 5 から、重複しない複数の期間において高成長が持続した先進国はドイツ、日本、アイルランドの 3 か国だけだったことが分かります。ドイツと日本は戦後長く続いた復興期間中、また、アイルランドは最近の「ケルトの虎」と呼ばれる経済発展の期間中にそれが見られます。図表 6 から、1960 年代後半および 1970 年代のシンガポール、韓国および台湾、また 2000 年代の中国の出現が正確に特定される可能性もあります。

図表 6

3 年毎の一人当たり実質 GDP 成長率（新興国市場、1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



持続性

経済成長における長期化したモメンタムの区間はどの程度存在するのでしょうか？この問題を詳細に見るために、過去の一人当たり実質GDP 成長率が一貫して特別（毎年 10%超の成長が持続した期間）、一貫して優秀（8%超）、一貫して高かった（6%超）場合のそれぞれの持続期間について調べてみました。一人当たり成長率は実質値で測定しました。Barro (2013)に倣い、ここでのインフレ調整には安定購買力による成長率の測定が関係します。計量単位は国際ドル（より正確には Geary–Khamis ドル）です。

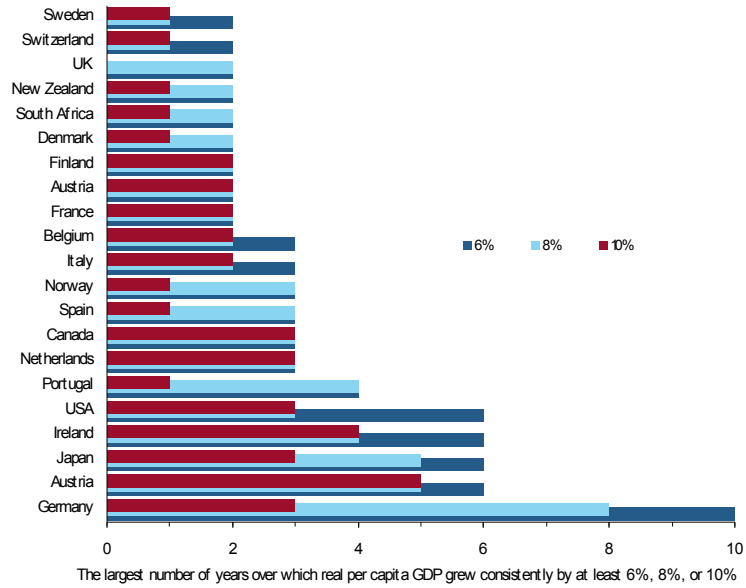
多くの国において経済成長率は変動してきましたが、後退することなく成長した国はほとんどありませんでした。ここでは各国について、1900 年から今日までの期間中、一人当たり実質GDP 成長率が特別、優秀、もしくは高かった期間の長さを特定しました。これらの成長率は、年率換算された成長率が定められた閾値を超え、一度もその閾値以下に落ちることなく閾値以上の成長率が持続した区間について定義されています。

分析の結果は棒の列によって示され、20 世紀・21 世紀の間に先進国市場で最も長く一貫して持続した成長について特定するものです。私たちの予想は図表 7 に提示されています。濃い青の棒グラフは、上に定義した年率 6%以上の経済成長が最も長く続いた年数を表しています。水色の棒は、同様に 8%以上の年間 GDP 成長率が最も長く続いた期間を、また、赤い棒は 10%以上の年間 GDP 成長率が最も長く続いた期間を示しています。

図表 7

高い実質 GDP 成長率の持続年数 （先進国、1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Barro and Maddison。年率換算の 1 人当たり実質 GDP 成長率



図表 7 から、年率 6%以上の成長が持続する期間を一部の少数の先進国が享受していたことが分かります。具体的にはドイツ (1947～1956 年)、オーストリア (1946～1951 年)、日本 (1959～1964 年)、アイルランド (1995～2000 年)および米国(1939～1944 年)がそれに該当します。これらの国は、歴史的に見て、経済成長はさまざまな土台の上に構築されてきているという私たちの見解を実証しています。初めの 3 つの国は戦後復興の事例ですが、アイルランドは最近（世界金融危機以前）の成長期間であり、また米国は戦争準備の期間に相当します。図表 7 に示された長期の成長を見ると、2 年以上に渡って年率 10%以上の成長を達成することに半数近くの国が失敗していることが分かります。最も極端な事例は英国で、10%超の成長をただの 1 年たりとも経験していません。また、先進国においては、20 世紀の間にまだ発展途上国とされていた国々を含めても、戦後復興以外の要因によって長期に渡り高い成長率を記録した国は稀でした。

図表 8 は、先の「ヒート・チャート」で取り上げた 23 の新興国についての比較分析を示しています。私たちのデータは 11 ヵ国に関しては 1900～1901 年に遡ることができ、その他も全て 1950 年までに開始しています。新興国市場に関しては、平均して 95 年分のデータが存在しています。図表 8 の横軸の目盛は図表 7 と同じです。図表 8 を見ると、新興国市場・先進国市場間の共通点に目を引かれます。一国の経済が長期間に渡って速いペースを維持することは稀だといえます。

私たちの「ヒート・チャート」（図表 5、図表 6）からは、国々が順調な成長、後退、そしてしばらくの繁栄、という速いけれども不安定な成長の間隔を経験してきたことが明らかにされています。経済が安定し、後退によって分断されない高成長が持続する期間を見つけるのは困難です。

モメンタム

Little(1962)はその重要な論文の中で、企業収益の成長が無秩序であることを示しましたが、これまでの分析結果を見ると、国の経済成長も企業収益と全く同様に「めちゃくちゃ」であるように見えます。しかし、高い成長率の維持を期待し得るかを判断する方法はもう 1 つあります。ここでは、連続した複数区間における 2 つの成長率間の相関を検証します。もし高い（または低い）経済成長が持続する傾向があるなら、「今」の成長率と「近い将来」の成長率の間には正の相関が見られるはずです。従って、1 年の区間における成長率の予測可能性について調べてみました。

株式市場指数であれば 1 年の最終日の終わりに作成することも可能である一方、経済生産に関するデータ収集には数日間、数週間そして時には数ヵ月を要します。よって、ここでは年に 1 度の観察日の間の期間を省略することにします（ただし、偶然にも、この方法が私たちの発見に及ぼす影響は非常に小さいです）。そして、「今年」の初日までの 12 ヵ月にわたり大きく成長してきた経済が、その成長の大きさを「今年」の末日以降 12 ヵ月間維持するのかを検証します。

図表 9 では、各国での 1900 年以降のすべての年における観察を 1 つの図にまとめています。この散布図は、t 年における一人当たり実質 GDP の変化を横軸に、また、t+2 年における一人当たり実質 GDP の変化を縦軸にとり表示したものです。先進国のさまざまな市場と時間に関する 2000 超のデータは青の点で、また、新興国市場に関する 2000 近くのデータは赤の点で示されています。

では、図表 9 についてはどのように解釈するべきでしょうか？もし成長率にモメンタムが存在するなら、データが右上がりの直線の周りに散布する傾向があるはずです。しかし、そのような持続的な成長トレンドの証拠は見られませんでした。最良適合の 2 つの直線は、連続する 2 つの成長率の間には有意の関係がないことを示唆しています。例えば、ある年の（x 軸）が 2% だったとします。図表 9 の先進国市場（DM）の回帰直線（青色）は、2 年後の成長率が 0.024%（= 0.012 x 2%）高くなると示しています。R^2（相関係数の二乗）= 0.0002 と測定されるこの関係の説明力は非常に小さなものです。更に、この回帰曲線の傾きおよび R^2 を見ると、この新興国市場のデータにおける GDP 成長率の予測可能性は、先進国市場の場合と見分けがつかないほど似ています。

年間成長率についての調査の他、同様の分析を 15 年までの各区間で繰り返し行い、また、一人当たり GDP の代わりに GDP の総計を使った分析も行いました。それでもやはり、経済成長における有意のモメンタムの証拠を見出すことはできませんでした。成長トレンドが時々持続しましたが、反転することもあり、成長と後退というこの 2 つのパターンは、互いに打ち消し合っていました。高成長の持続について予想する際は、注意が必要だということです。

予知能力の価値

これまで経済成長の持続性はわずかであるとの証拠を挙げてきましたが、今度は GDP 予想の難しさに関する疑問が提示されます。しかし、常識的には経済に良いことは株式市場にとっても良いことで、逆もまた真なりと考えられていることから、経済成長と株式のリターン間に横断的な結び付きが欠如していることは、一段と理解しにくい問題です。この信念は、一国の GDP の変化と株式市場における変動の間の明白な関係に基づいていることがあります。しかし、事例証拠やおざなりの経験主義については慎重になるべきです。

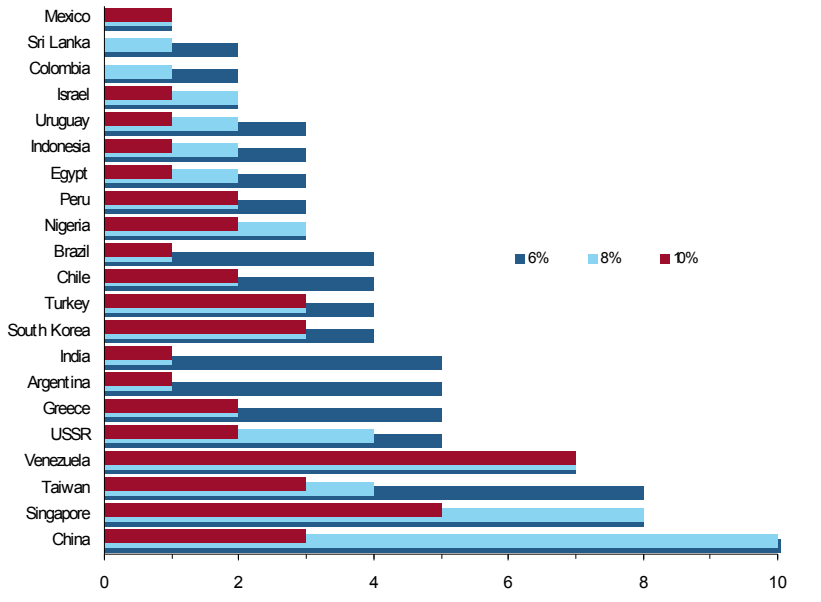
最近、私たちの馴染みの金融コラムニストの 1 人があるグラフを見せてくれました。それは、一部のアセット・マネージャーの間では経済成長と株式のリターン間の結びつきが存在することを示すものでした。図表 10 では、そのグラフを当イヤーブックで使用する 114 年間の長期に拡大し、米国における一人当たり実質 GDP の 1 年間の変化と、米国株式市場における直近の 1 年間の実質リターンの関係を表しています。

この 2 つのデータの間には、目に見える程の一致があり、相関は 0.46 でした。この図からは、経済の良いニュースが株式市場での優れたパフォーマンスを伴っていたように見えます。しかし、このグラフ中の時間の推移が示しているのは、ある特定の年における株式市場のリターンが、同年ではなく、翌年の GDP の成長と相関しているということです。実際、米国の株式のリターンと同じ年における米国の一人当たり実質 GDP 間の相関は基本的にゼロでした(0.06)。

図表 8

高い実質 GDP 成長率の持続年数 （新興国、1900–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Barro and Maddison。年率換算の 1 人当たり実質 GDP 成長率

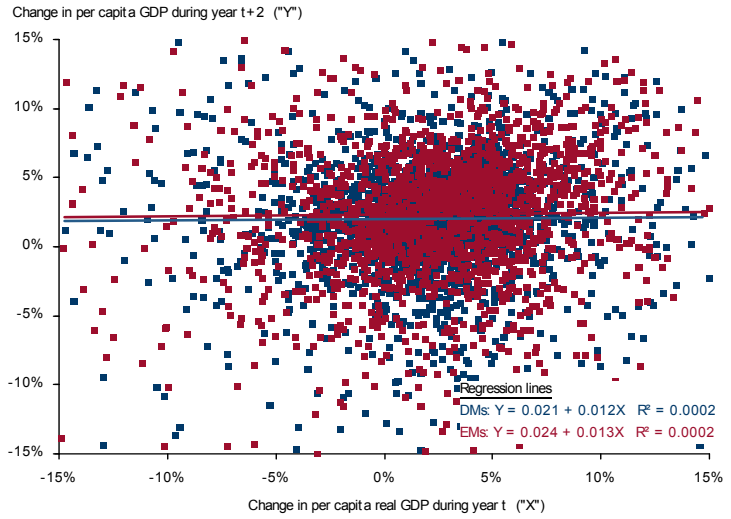


図表 9 に描かれたパターンには、経済環境が改善する時、投資家は概して将来のキャッシュフロー改善か投資リスクの低下、またはその両方の可能性を認識するという事実が反映されている可能性があります。 同様に、経済環境が悪化する時は、投資家は概して将来のキャッシュフロー悪化の可能性か投資リスク増大を反映するためにより高い割引率を適用する必要性、またはその両方を認識します。

図表 9

一人当たり年間実質 GDP 成長率におけるモメンタム（1900–2013）

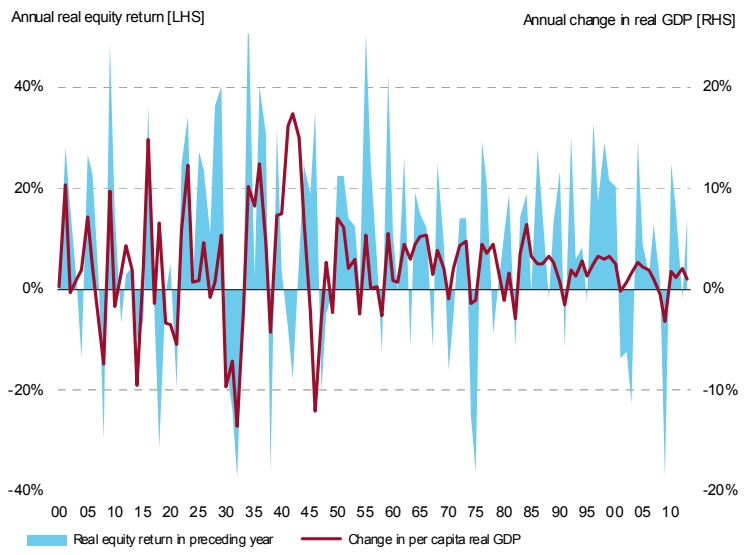
出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



図表 10

米国における GDP の変化と株式市場のリターン（1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン（Barro and Maddison からのデータを使用）



投資家の意思決定は、経済の変化した状況を予想する傾向があり、また、経験的な証拠はこの主張を支持しています。例えば、4 年前のイヤーブックの中では、株式市場の変動から GDP の変化が予想されるけれども、GDP の変化からは株式市場のリターンが予想されないことを示しました。時とともに、経済成長に関する将来予想は、株式市場における今日の変動に織り込まれていきます。これを示すために、ここでは、投資日までの経済の動きについて知っている事のメリットについて検証し、これを GDP の変化を完全に予知できる場合のメリットと比較します。

経済および株式市場の成長

2005 年版および 2010 年版のイヤーブックに掲載した経済成長および株式市場のリターンに関する研究の中では、世界的な株式投資家に対する経済成長の重要性を検証しました。図表 10 に関する私たちの議論によって、経済的進歩と株式市場での価値の間の結びつきが既に示唆されています。今回取り上げるのは、株式市場の投資家に対し、GDP の成長は有益な予測を提供するかという問題です。 専門家の中には、その時点での経済成長率の高低を知る事は投資家の助にならない、という主張もあります。例えば、Ritter (2005, 2012)は、たとえ将来の経済の成長率の高低が分かっていたとしてもあまり役に立たないと主張しています。私たちはこれを経験的な問題と見ています。従って、GDP 成長率の予想を利益の確保に繋げる可能性を調べるため、経済成長の予想に対して株式市場のデータを使って取り組むことにします。

図表 11 では、成長予想の 2 つの源について検証し、両方について実質 GDP の総計に注目します。初めの予想は過去からの純粋な推定です。具体的には、GDP が次の 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年の各期間中、過去に達成した成長率と同率で伸びるという仮定です。これは稚拙に感じられる方法ですが、BRICs 投資理論の支持者の一部によって 2000 年代に広まった方法です。この支持者の間では、高成長の国を特定することができ、その国の企業部門が成功すると推測でき、これが株式市場での投資に対する好ましい兆候を構成すると結論づけることができる、と信じられていました。

一方、私たちの横断的な証拠によって、一部の投資家が、経済成長は投資家にとって何の意味ももたないと結論づけるようになった可能性もあります。これは私たちの研究を誤解するものですが、そうした意見が存在することは確かです。従って、ここでは経済成長に関する正確な予想の価値を検証します。上と同じく次の 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年の各期間に対する GDP の完璧な予想（実際の経済データの存在していない 2013 年以降については IMF による実質 GDP 成長率予想を使用）という設定をします。

経済成長に基づくポートフォリオのパフォーマンスを評価するため、ここでは、経済成長率の最も低い下位 20%の国のグループから最も高い上位 20%のグループまでの 5 つの仮想上のポートフォリオを構築します。これは、ある指数に連動するトラッカーファンドのようなもので、開始時に各ポートフォリオに組み入れられた各株式市場に均等加重されたポジションを持つ 5 つのポートフォリオと考えることもできるでしょう。調査対象の市場データには先進国と新興国両方を合わせた 85 ヵ国が含まれますが、1970 年代にデータの存在した市場の数はこれよりも少ないものでした。ポートフォリオは年に 1 度リバランスされ、パフォーマンスは米ドルで表示されています。

図表 11 では、5 つのポートフォリオの総リターンをさまざまな方法で表しています。ポートフォリオは、経済成長が最も低い国、低い国、中程度の国、高い国、最も高い国の各グループに分けて示されています。経済成長の高低の分類は、経済的進歩に関するフォワードルッキング（先見的）またはバックワードルッキング（回顧的）の評価に基づいて行われました。

濃い青の棒は、過去の GDP 成長率に基づくポートフォリオのリターンの年率を表しています。これを見ると、過去に高い成長を達成した市場のパフォーマンスが平均を上回ったという証拠がないことが分かります。実際、このグラフに表示した期間の中では、成長率が最も低かった国の株式を購入した場合の総リターンは、成長率が高かった国の株式を購入した場合を上回っています。

赤い色の棒は、ポートフォリオへの投資の後に、その国の GDP が成長することが定められた市場を選択した場合の結果を表わしています。将来高成長を遂げる国の株式を購入する場合に、低成長となる国の株式を購入するよりもはるかに高い年率換算での実質リターンが得られたことになります。従って、将来の経済成長に関する正確な予想は、過去の経済成長に関する正確な統計よりも、はるかに大きな価値をもたらすでしょう。

ただし、国の統計発表には遅れがあり、その後の期に修正されることもあるため、投資家は直近の 1 年の成長率に関する知識を即時に得る事はできないということに留意してください。更に、投資家は投資するその年の GDP 成長率に関して、少なくとも部分的には無知です。よって、図表 11 中の濃い青（回顧的）と赤の棒（先見的）の他に、投資時の GDP 成長率に基づくポートフォリオとして、水色の棒を補足しました。

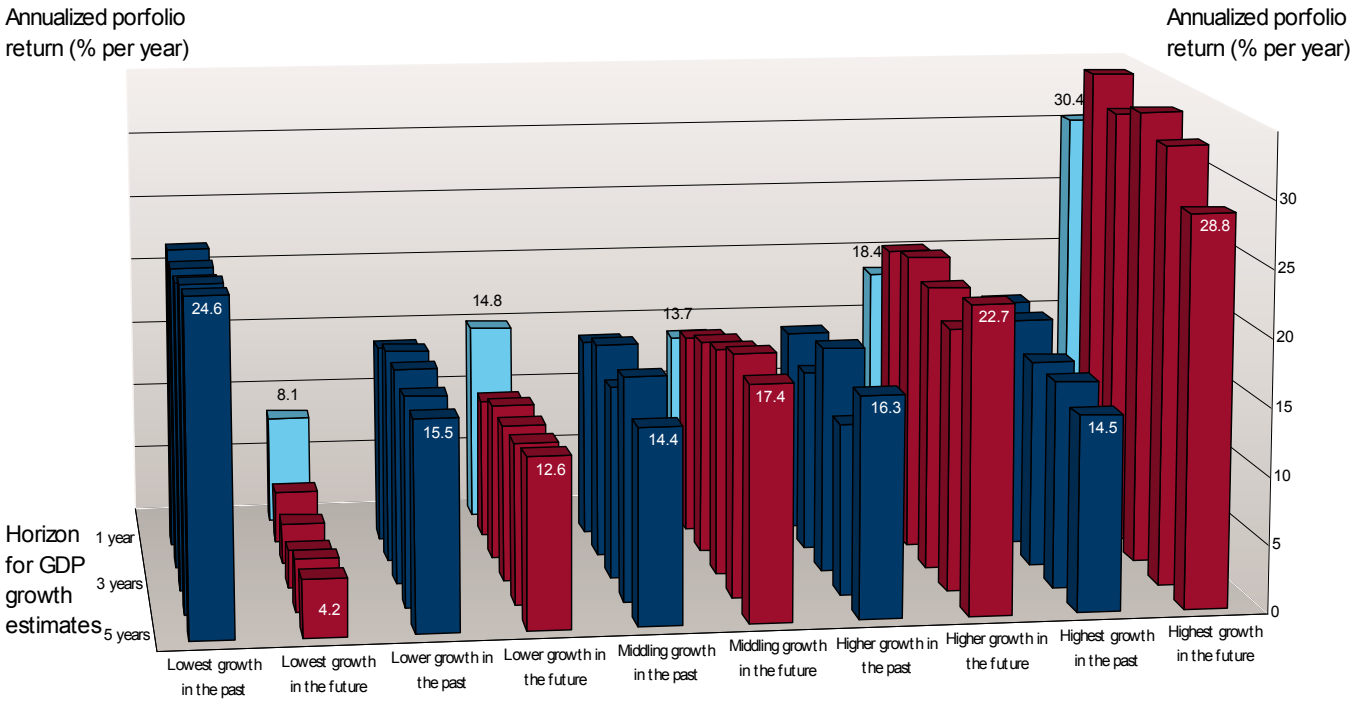
1 年、2 年、3 年、4 年、5 年と記された棒から分かるように、ここに示された株式のリターンのパターンは GDP 成長率の予想期間の長さに対して有効（ロバスト）でした。また、インフレ調整済みのパフォーマンスを共通通貨または各国通貨のどちらで測定するかに関しても有効でした。

更に「0 年」と記された水色の棒は、当年の経済成長に関する完璧な予測からも、投資価値がもたらされることを示しています。ただ、そ

図表 11

一人当たり実質 GDP 成長率により分類された市場の年率換算のリターン（1972–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン （Barro and Maddison からのデータを使用）



のような予想が容易ではないことは言うまでもありません。1 月 1 日に、その年の 1 月から 12 月までの GDP 成長率について予想する人もいるでしょう。しかし、最終的な GDP の推定値が手に入るのは数年先のこととなる場合もあります。

ここに、投資家にとっての大きな課題があります。投資家は将来の成長を占いたがりますが、すると過去の成長による将来の推定以上のものが必要となります。投資家は、将来の経済成長に関して他の投資家のコンセンサスの先を確実に読み取る必要があるのです。

成長はどのように共有されるのか

経済が力強く成長する時、企業セクターはそこから恩恵を受ける立場にあります。しかし、私たちは既に、Triumph of the Optimists やこれまでのイヤーブックの中で、実質配当が一人当たり実質 GDP 成長率に遅れをとることを示してきています。2002 年に提示した時点ではこの見解は新しいものでしたが、今では、例えば Ilmanen (2011)にあるように、事実として受け入れられています。

今回は、この見解についてより詳しく検証します。通常、予想リターンについて私たちは需要側の視点で捉えています。その際、「株式市場の投資家が必要とする利益率は何%か？」という疑問から分析を進めます。もし、株式が投資家の求めるリターンを提供していないなら、株価は下がります。株価は、投資家が求める期待リターンが提供される水準に再びなるまで下がります。

需要側の視点では、株式市場における投資家への 2 つの報酬に注目します。第 1 に、富の消費を先延ばしにすることへの報酬、つまり利子があります。第 2 に、財務面で将来不確実性に直面する事業のリスクを受容することに対する報酬があり、これは通常、エクイティ・リスク・プレミアムとして定量化されます。利子とエクイティ・プレミアムに関する長期予想は、クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブックに毎年掲載されています。

Ibbotson and Chen (2003) は、それとは別の、実体経済のもたらすリターンの供給面に注目する、よりマクロ経済的なアプローチを提案しています。需要側では、「経済全体での総リターンの大きさとは？また、そのうちの何割が企業経営者のものか？」という疑問から分析を行います。基本的に、ここで私たちが行いたいこととは、利益、利子、賃料および賃金という 4 つの支払を特定し、GDP を生産の各要因に支払われた報酬として分解するということです。

原則として、GDP を 2 つの要素に分けていきます。第 1 の要素には、利益、利子および企業の賃料が入ります。一方、第 2 の要素には人材への報酬や非上場企業での起業による利益が含まれます。

ここで、企業利益の伸びは、配当の成長率で代用とすることができます。残念ながら、人材の価値および起業に対する報酬に関して独立した直接的な予測を行うには、政府による再分配を無視したとしても、十分なデータがありません。ここで可能なのは、実体経済と金融市場間に見られる差を特定して、リターンを分解することです。データの限界により、生産の各要因からの付加価値の測定は不可能とされていますが、経済成長と法人所得の間のギャップに関する多少の洞察を得る事ができます。

このアプローチに従って、第 1 に人口移動、第 2 に企業の割合を示しながら、GDP 総計の成長率が経済の中でどのように分配されているのかを示します。その次に、結果として上場企業の利益の伸びがどのように計上されるかを示します。最後に、各国株式市場の全体的なパフォーマンスを反映させるために、配当所得を加えます。

表 1 は、この分析を表したもので、世界大戦の戦闘の中心地となった場所から物理的に離れている国（上段）、20 世紀の主要な紛争の間中立を維持した国（中段）、そして戦争による荒廃を経験した国（下段）の 3 つのグループに分けて示しています。

一人当たり GDP

前述のように、実質 GDP の総計（左から 1 列目）で最も高い成長を遂げた国の 1 つである南アフリカでは、人口増加率（2 列目）も高く、従って一人当たり実質 GDP 成長率（3 列目）が特に低くなっています。一人当たり実質 GDP 成長率のこの表全体での平均値は 1.92%（表の最下段）でした。

第二次世界大戦中、物的資本の破壊のレベルが比較的少なく、また、GDP 総計の成長率が平均を上回った上段のグループでは、一人当たり実質 GDP 成長率（1.62%）は全体の平均を少しばかり下回っています。戦争に対して中立を維持した国のグループ（中段）の一人当たり実質 GDP 成長率（2.04%）は平均をわずかながら上回っています。

真に驚くべきことは、第二次世界大戦に突入した国々においても、114 年間での成長率が全体の平均 1.92%を上回っていることです。Bernstein (2002)が述べたように、一部の国における起業家精神と再工業化は、その他資源の発見と並んで、戦争の惨禍から国々が立ち直る助けとなったのです。

株式パフォーマンスの希薄化

Triumph of the Optimists および Bernstein and Arnott (2003)の中で報告されているように、経済成長と一株当たり実質配当の成長率の間にはギャップがあります。実質 GDP 総計の成長率と実質配当の成長率を比較すると、大きな差があります。しかし、全てのイヤーブック掲載国において、一人当たり実質 GDP 成長率と実質配当の成長率の間には差があることも明白です。

4 列目では、一人当たり実質 GDP 成長率（3 列目）と一株当たり実質配当の成長率（5 列目）の差を集計しました。この差には、株式の配当がインフレ率を上回った南アフリカの 0.14%から、配当の伸びがインフレ率に追いつかなかったオーストリアの 6.27%までさまざまな大きさが見られます。米国の場合、このギャップの平均は 0.35%でした。

欧州から離れている英国の旧植民地諸国である上段のグループでは、一人当たり実質 GDP 成長率に対し、平均 0.72%の株式パフォーマンスの希薄化が生じました。第二次世界大戦中に中立だった国のグループ（中段）では、このギャップは平均 1.86%でした。戦争により破壊された国々では、このギャップは平均 3.29%でした。すべての国を平均すると、このギャップは 2.34%でした（最下段参照）。これは Bernstein (2002)が初めて取り上げた、「2%の希薄化」に一致しています。

欧州での世界大戦の激戦地から物理的に遠くにあったグループの経済成長は、平均 1.24%（5 列目）の実質配当の成長に変換されています。欧州での中立国のグループでは、実質配当の成長率は実質ゼロ（0.02%）でした。その他の欧州諸国と日本を合わせたグループでは、実質配当の成長率は平均–0.78%でした。

全体的に見ると、イヤーブック掲載国が獲得した長期の配当の実質成長率はわずかにマイナスの値(−0.11%)となっています。戦争によって破壊された国では、物的資本は更新される必要があったため、GDP は順調に成長しても、それに匹敵する株主へのキャッシュフローは発生しなかったのです。

利回りの拡大

配当利回りが拡大する時、つまり、株価に対する一株当たり配当の割合が高くなる時、配当金の 1 ドルあたりの価値は下がり、配当利回りが下がれば逆に価値は上がります。配当利回りの拡大は、本質的な価値に対して株価が安値となっていることを意味します（配当が本質的価値の代理を果たしている場合）。

非常に長い期間では、主要株式市場における配当利回りは大半の場合低下しています。しかし、2、3 の国では 1900 年から今日まで配当利回りが拡大し、従って長期インデックスのパフォーマンスに損害を与えています。ニュージーランドでは配当利回りの増加が年間 0.66%（6 列目）となり、実質配当の成長率（1.27%）は高いものの、国内株式市場の実質上昇率（7 列

表 1

実質 GDP 成長率および経済的利益の分解（1900–2013）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン。実質 GDP は国際ドル（Geary–Khamis 方式の通貨単位）建てにインフレ調整されている。

国	実質 GDP 総計の成長率	— 年間人口増加率	= 一人当たり実質 GDP 成長率	— 株式パフォーマンスの希薄化	= 実質配当の成長率	— 配当利回りの拡大	= 株価の実質上昇率	+ 配当利回り年率	= 実質総株主資本利益率
カナダ	3.63%	1.65%	1.95%	1.31%	0.90%	-0.43%	1.34%	4.35%	5.75%
オーストラリア	3.35%	1.61%	1.71%	0.74%	1.13%	-0.42%	1.56%	5.72%	7.37%
米国	3.29%	1.27%	1.99%	0.35%	1.63%	-0.54%	2.18%	4.18%	6.45%
南アフリカ	3.20%	2.08%	1.10%	0.14%	1.28%	-0.27%	1.55%	5.74%	7.39%
ニュージーランド	2.89%	1.53%	1.34%	1.03%	1.27%	0.66%	0.61%	5.37%	6.01%
平均値	3.27%	1.63%	1.62%	0.72%	1.24%	-0.20%	1.45%	5.07%	6.59%
アイルランド	2.83%	0.05%	2.77%	2.98%	-1.11%	-0.72%	-0.40%	4.50%	4.09%
ポルトガル	2.70%	0.61%	2.08%	1.95%	-0.50%	-0.14%	-0.37%	4.04%	3.66%
スウェーデン	2.70%	0.54%	2.15%	1.07%	1.62%	-0.17%	1.79%	3.92%	5.77%
スペイン	2.66%	0.82%	1.82%	2.39%	-0.58%	0.04%	-0.62%	4.26%	3.62%
スイス	2.16%	0.80%	1.36%	0.91%	0.69%	-0.21%	0.91%	3.47%	4.41%
平均値	2.61%	0.56%	2.04%	1.86%	0.02%	-0.24%	0.26%	4.04%	4.31%
日本	3.68%	0.94%	2.71%	5.60%	-2.01%	-1.05%	-0.99%	5.14%	4.11%
ノルウェー	3.19%	0.70%	2.47%	2.73%	0.07%	-0.15%	0.22%	4.03%	4.26%
フィンランド	3.04%	0.63%	2.39%	2.25%	0.55%	0.02%	0.53%	4.76%	5.31%
オランダ	2.83%	1.06%	1.75%	2.23%	-0.55%	-0.60%	0.04%	4.90%	4.95%
イタリア	2.71%	0.53%	2.17%	4.46%	-2.15%	-0.10%	-2.06%	4.05%	1.91%
デンマーク	2.49%	0.70%	1.78%	2.50%	-0.38%	-1.05%	0.66%	4.51%	5.21%
フランス	2.30%	0.43%	1.87%	3.05%	-0.59%	0.05%	-0.64%	3.83%	3.17%
ベルギー	2.25%	0.43%	1.81%	3.33%	-1.23%	-0.12%	-1.11%	3.79%	2.63%
オーストリア	2.21%	0.31%	1.89%	6.27%	-1.99%	-0.25%	-1.75%	2.46%	0.67%
ドイツ	2.03%	0.37%	1.66%	2.70%	-0.87%	-0.47%	-0.41%	3.66%	3.23%
英国	1.84%	0.39%	1.45%	1.10%	0.59%	-0.10%	0.69%	4.61%	5.33%
平均値	2.60%	0.59%	2.00%	3.29%	-0.78%	-0.35%	-0.44%	4.16%	3.71%
全体	2.76%	0.83%	1.92%	2.34%	-0.11%	-0.29%	0.18%	4.35%	4.54%

目）は年間 0.61%とやや期待外れの値となっています。

対照的に、米国ではニュージーランド同様実質配当の成長率は高い（1.63%）ものの配当利回りの拡大はマイナス（–0.54%）でした。米国での配当利回りが小さいことから、米国株式市場の実質上昇率は年間 2.18%（7 列目）と好調でした。すべての市場を平均すると、利回りの拡大は年間–0.29%で、株式市場のパフォーマンスの平均に対する寄与度はやや小さいものでした。平均して、株価の実質上昇率はゼロに近く 0.18%でした。

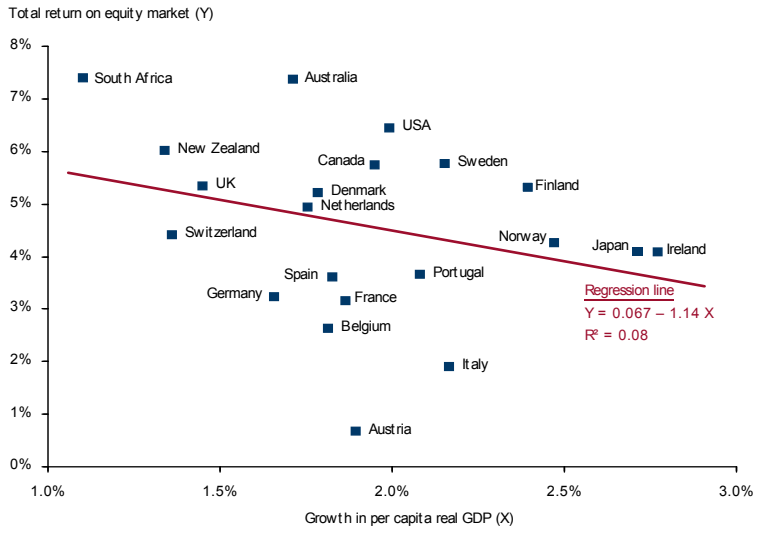
付属のソースブック中に説明するように、長期の実質リターンの大部分は株式配当です。8 列目に示される年率換算の配当利回りは、各株式市場のキャピタルゲインに追加されます。表の一番右の列は各市場の総リターンを表し、イヤーブック掲載国全体の平均は年間 4.35%でした。投資パフォーマンスの構成要素に関する詳細なデータについては、クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 の第 2 章をご覧ください。

ソースブックの表 11 では、株式リスク・プレミアムが、上記の表 1 の右側の列の要素にどのように分解されるのかを示しています。

図表 12

株式の実質リターンおよび一人当たり GDP 成長率（1900–2013）

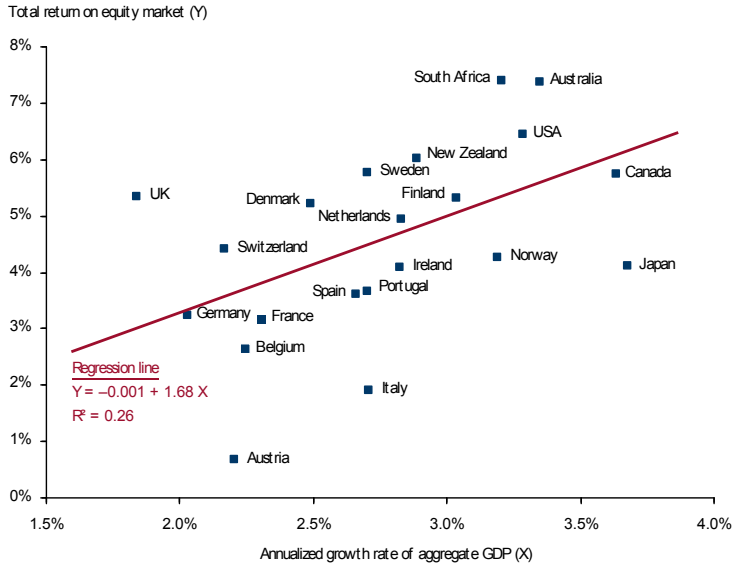
出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Barro and Maddison。年率換算の 1 人当たり実質 GDP 成長率



図表 13

株式の実質リターンおよび GDP 総計の成長率（1900–2013）

出所： エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Barro and Maddison。年率換算の 1 人当たり実質 GDP 成長率



期待リターン

そこで、何が株式市場の投資家が受け取るリターンを支えるのかを検証してみましょう。図表 12 の散布図は、表 1 の全市場について表示しています。横軸は一人当たり実質 GDP 成長率を表し、縦軸は年率換算された実質リターンを表しています。後者には、1900 年以降の全期間において、各株式市場で再投資された配当が含まれます。この表を見ると、株式投資家は、一人当たり実質 GDP によって測られる経済的進歩による恩恵を獲得していないように見えます。

図表 13 では、株式市場のパフォーマンスと実質 GDP の総計との間の関係が示されています。右上がりの直線には、各国で異なる人口増加率が組み入れられています。右上がりではありますが、図表 13 中の直線からは投資機会に関する証拠がほとんど見出せません。

これらの発見について、いくつかの方法で説明することができます。Bernstein and Arnott は、一国の GDP の成長に対する上場企業の成長による貢献は部分的なものにすぎない、と指摘しています。歴史的に上場企業の割合が小さかった国では、非上場企業や政府部門が経済成長の推進役であった可能性があります。そのような場合、非上場企業や政府部門は、上場企業で発表される配当金額には何の影響も与えません。

起業の盛んな国では、新しい未公開企業が上場企業の外で生み出されています。こうした未公開企業は経済成長に貢献しますが、上場企業の配当の成長率には貢献しません。また、新規株式公開（IPO）、民営化、上場企業の公募増資による株式市場の規模の拡大も起こり得ます。既存の株主は、新しく公開される株式に投資するのでなければ、そのような拡大による金銭的なメリットを受けることができません。

いずれの説明にしても、経済成長と株式のリターンに関する明確な関係が欠如しているということは、投資家に立ち止まってふと考えさせます。しかし同時に、この発見について、経済成長の無意味さを示す証拠と解釈するべきでは断じてありません。企業、そしてその企業に投資する投資家の発展や成功は、国内経済および世界経済の状況に依存しているのです。

まとめると、経済成長は、資金ニーズから生じる希薄化のためにその効果が相殺されることから、投資家にとって万能の解決策ではありません。経済成長を伴う新規事業を創造するか、そのような事業への投資を始める投資家は、成長中の国での時価総額を増大させるでしょう。しかし、そのような新株は、既存の投資家に分配される富の創出にはならないのです。

結論

これまで、多くの投資家や専門家が経済成長と株式のパフォーマンスに関する証拠を誤解してきました。投資家にとってポートフォリオのリターンを捉えることが困難であるとしても、GDP の力強い成長は、投資家にとって一般的に良いことです。

ではなぜ、経済状況が改善しつつある国の株式を買うことから利益を上げることが非常に難しいのでしょうか？第 1 の説明は、もちろん、株価には景気予想が織り込まれているというものです。私たちが 2010 年の論文で示したように、過去の経済成長からその後の株式市場の動向を予測することができないとしても、株価からは将来の経済成長を予測することができます。市場はマクロ経済について予想しているのです。公開された情報を使って市場予測を試みることは、賢く情報に通じた多くの世界の投資家が形成する一致した見解に対抗して賭けることを意味するのです。

第 2 に、経済的に発展しつつある国の株式を購入するという戦略は、概して、リスクが減少しつつある、従って期待リターンの低い銘柄を購入する戦略ということになります。経済的に困窮する国への投資は、より高リスクとなります。従って、他の条件を一定とした場合、順調で成長しつつある国での株式の期待リターンは、景気が後退しつつある国での期待リターンよりも低くなります。

第 3 に、世界的なミスプライシングの裁定（アービトラージ）には限界があるかもしれません。長期のリターンがディストレスド資産（市場価格が本質的価値より大幅に低い資産）のパフォーマンス以下になるまで投資家が成長資産の値を競り上げること（時に「バリュー」投資と呼ばれます）について広範な証拠が存在しています。一部の専門家は、これをミスプライシングと見なし、裁定取引の機会を提供するものと主張しています。その戦略とは、ディストレスド市場で株式を購入し急成長市場で証券を空売りするというものです。しかし、空売りはコストやリスクが高い場合があり、従って「ホット」な市場は依然として高値のまま、また利回りの長期リターンは期待外れのままとされるでしょう。

最後に、運の問題があります。一部の国は、農業、石油・ガス・鉱物、資本、または知的財産等の資源を有しており、他国との比較でそれらが有利に働く可能性があります。もしその利点が認識され、既に投資家によって価格に織り込まれているなら、投資による優れたリターンを期待することはできません。しかし、もしコンセンサスがこれらの資源を過小評価するなら、辣腕の、または幸運な投資家が平均を上回るパフォーマンスを達成する可能性があります。20 世紀では、米国、カナダ、スウェーデン、またオーストラリアといった資源の豊富な国が繁栄しました。21 世紀初めの 10 年間、資源が豊かで労働コストの低い新興国市場が繁栄しました。成功と失望は、フォルトゥーナ（幸運の女神）に由る部分があるのかもしれません。

PHOTO: MONTECARLO / PHOTOCASE.COM

投資家のリターンに関する行動面の解釈

投資家行動の一つとして、市場が上昇した後に買い、下落した後に売るということがよく書かれています。このパターンの結果、投資家がファンドに投資して得る金額加重リターンは、時間加重リターンよりも少なくなる傾向があります。投資家は、最近の業績ではなく過去の結果に重きを置くことで、この傾向に対抗することができます。

マイケル J. モーブッサン（クレディ・スイス インベストメント・バンキング　グローバル・フィナンシャル・ストラテジー部長）

「インタープリター」の仕業

人間の左脳の一部に、神経科学者が「インタープリター」と呼ぶ部分があります。このインタープリターは、見た結果のすべてに原因を付与するという明白な役割を持ちます。概して、良い結果にはスキルの多さを、悪い結果にはスキルの欠如を関連付けます (Gazzaniga, 2011)。このインタープリターは、大半の場合、原因と結果の分類を効果的に行い、それによって私たちが世の中を理解することを可能にしています。しかし、ランダムな現象に直面した場合、インタープリターはつまずいてしまいます。インタープリターは、ポジティブな結果を何か良いこととして、良い巡りあわせからくるものと解釈し、悪い結果を回避しようとします。これは私たちにとって自然なやり方ですが、投資家にとっては問題となります。

おそらく、投資において最も憂鬱な数字は、市場、アクティブ型の投資マネージャー、投資家の 3 つの投資のリターン間の差に関係しています。例えば、2013 年 12 月 31 日までの 20 年間で、S&P500 インデックスの株主総利回り（TSR）は年間 9.3%でした。平均的なアクティブ運用の投資信託の年間リターンはそれよりも 1.0～1.5%低く、信託報酬や取引コストを反映しています。パッシブ型とアクティブ型の 3 つのファンドのリターンを比較すると、平均して費用前では同じですが、費用後ではアクティブ型が低くなるため、これは理にかなっています (Sharpe, 1991)。

しかし、投資家が獲得した平均リターンは、平均的なアクティブ運用のファンドを更に 1～2%下回るものでした。これは、投資家のリターンが市場の約 60%～80%だったことを意味します。一見すると、アクティブ運用のファンドを購入する投資家のリターンが、そのファンド自体のリターンを下回るということは、筋が通らないように感じられます。この問題の原因は、タイミングの悪さにあります。

左脳のインタープリターによる刺激から、投資家は直近の結果から推定する傾向があります。この投資家行動のパターンは非常に一貫しているため、学者たちはこれを「ダムマネー（愚かな投資）効果」と名付けたほどです (Frazzini and Lamont, 2008)。市場が下落すると投資家たちは心配になり、お金を引き上げます。逆に市場が上昇すると投資家たちは貪欲になり、より多くのお金を投入します。図表 1 は、1992 年以降の新規の投資家の純キャッシュフローおよび MSCI ワールド・インデックスのリターンを表しています。新規のキャッシュフローがリターンを追うという一般的なパターンが明確に示されています。一方、ここ数年間は投資家が株式投資を抑制していることに注意してください。 過去 5 年間の市場の業績は良好だったにもかかわらず、資金流出の総額はマイナスとなっています。

ダムマネー効果を理解するためのカギは、時間加重リターンと金額加重リターンを区別することです。ここでは投資信託の例で考えてみます。時間加重リターンは、評価期間中の純資産価値に基づくファンドのパフォーマンスを算出します。一方、金額加重リターンは、パフォーマンスだけでなく、ファンドの資金の出入りを含めて算出します。

時間加重リターン対金額加重リターン

Dichev (2007)による簡単な例を紹介しましょう。まず、ある年の初めに投資家が基準価格 10 米ドルのファンドを 100 口購入するとします。この時の支出は 1,000 米ドルです。翌年、このファンドの基準価格が 20 米ドルに上昇し、投資家のお金は 2 倍になりました。これに浮かれた投資家は、更に 2,000 米ドルを支払い、100 口を追加購入しました。2 年目には、ファンドの基準価格は低下し、元の 10 米ドルになりました。このファンドと投資家の成績はどのようなものだったのでしょうか？

もちろん、ファンドの基準価格は最後には開始時と同じになったため、時間加重リターンはゼロでした（これは幾何平均のリターンであって、算術平均ではないことに注意してください）。ところが、ファンドの金額加重リターンは、投資家のキャッシュフローのタイミングと大きさに基づく内部収益率（IRR）として計算すると、–27%となります。投資家がシンプルなバイアンドホールド戦略を採用していたなら、リターンはゼロになり、名目上の収益や損失は生じなかったことでしょう。しかし、このシナリオでは、ファンドが値上がりした後に追加購入したことから、投資家は投資総額 3,000 米ドルのうち 1,000 米ドルを失っています。

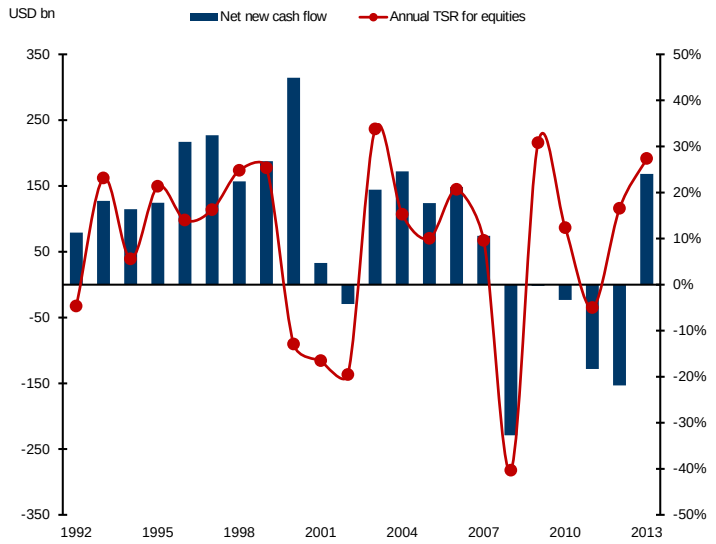
この基本的な例は、1 人の投資家の 2 年間における経験を示すものですが、同様の方法論をより長い期間とより多くの投資家の場合に適用することが可能です。投資家の行動により、主要指数のリターンは、実際に投資家が獲得したリターンをかなり誇張するものとなっています。図表 2 では、世界 19 ヵ国におけるバイアンドホールドによるリターンと金額加重リターンの差を示しています。ダムマネー効果の結果、平均して、投資家のリターンはバイアンドホールドを年間 1.5 ポイント下回ったことになります。

このように、私たちの心は、極値において行動をとらせ、市場の上昇時に買い、下落時に売るように促しています。2013 年版のイヤーブックでの平均回帰に関する議論の通り、長期の投資家にとって、「群衆に従うという誘惑とは逆の行動をとる投資の枠組みが役に立ちます。」そこで問題となるのは、高値で買い、安値で売るというこの行動バイアスをいかに回避するかという点です。

図表 1

株式ファンドのフローと市場の業績

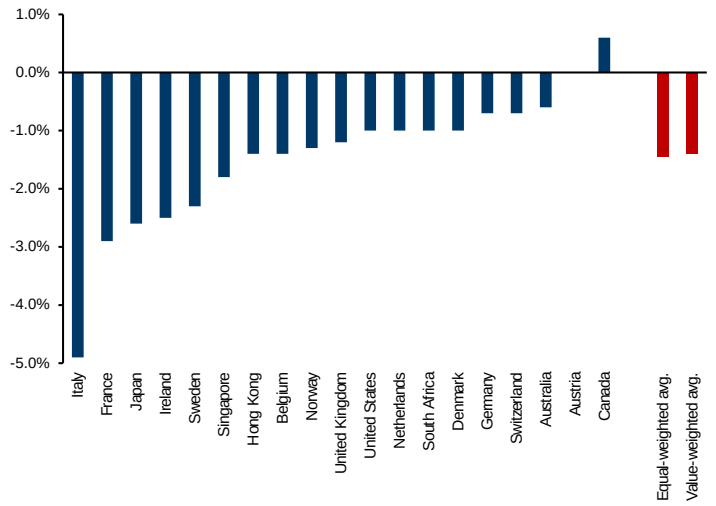
出所：インベストメント・カンパニー・インスティテュート、MSCI。
注： MSCI ワールド・インデックスの結果は総配当を含む総収益率に基づく。



図表 2

19 ヵ国でのバイアンドホールド戦略のリターンと金額加重リターンの差

出所：イリア D. ディチェフ「投資家の実質リターンの実績とは何か？ドル加重収益率からの証拠」American Economic Review, Vol. 97, No. 1, 2007 年 3 月, 386-401。データは 2004 年までの 20 年間分。



カーネマンの人気の論文

ダニエル・カーネマンは判断と意思決定の分野での研究で有名な心理学者で、2002 年にノーベル経済学賞を受賞しています。ノーベル賞受賞の少し後に、カーネマンは自分が書いた人気の論文にタイトル付けるよう依頼され、アモス・トバスキーとの共著のこの論文を『予測の心理学について』と名付けました。この論文は洞察に富むものですが、本稿の目的上、論文の主要なポイントとして、思慮深い予測の方法について紹介します。論文の主張は、3 つのタイプの情報が関係するというものです。

第 1 の情報はベース・レートで、これは適切な参照クラスの業績を指します。これは例えば、株式市場の場合、グローバル・インベストメント・リターンズ・イヤーブックに記載の、リターンに関する過去の記録を表わします。イヤーブックの提供するデータベースは、長期のリターンについて検討する上で非常にロバスト性の高いものです。第 2 の情報は、検証を行う事例に関する特定の情報です。市場においては、ある種の評価と、その評価が将来のリターンに対し何を意味するか、を表します。第 3 の要素は、ベース・レートを加重する際の方法と、合理的な予測のための手元にある特定の情報です。ベース・レートに大半のウェートを置く必要のある事例もあれば、特定の情報に大半のウェートを置くべき事例もあります。カーネマンとトバスキーは、私たちが予測を立てる時、多くの場合においてベース・レートのウェートを過小にする傾向があると示唆しています。

情報のウェート付けをどうするかという問題について考える 1 つの方法があります。結果を左右する主要な要因が幸運であるような活動を対象とする場合は、ほぼすべてのウェートをベース・レートに置くべきです。例えば、ルーレットやさいころの「目」を思い浮かべてください。最良の推定値は、適切な分散を持つある種の平均となります。対照的に、運の入り込む余地がほぼないような活動を対象とする場合は、ほぼすべてのウェートを特定の情報に置くべきです。例えば、街中で 5 人の人を世界レベルの短距離の選手と並べて一緒に走らせた場合、選手が勝つという情報を持っていることになります。

ここで、統計学者が「r」と呼ぶ相関係数を使って幸運の果たす役割を数値化することができます。相関係数は、2 つの変数間の線形関係の度合いを測定するものです。相関係数がゼロの場合、次に起こること前に起きたことの間には関係がありません。結果はランダムになります。相関係数が 1.0 の場合、前に起きたことから次に何が起きるかが分かります。相関係数は、–1.0（完全な負の相関）から 1.0（完全な正の相関）までの間の値をとります。

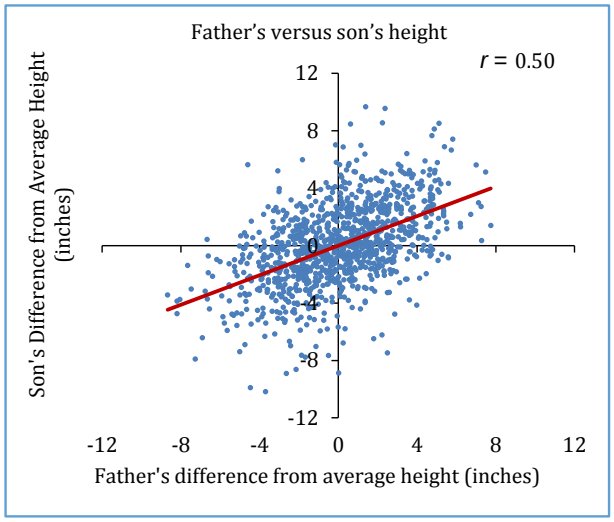
本稿の目的上主要なポイントは、相関係数「r」がベース・レートおよび特定の情報にウェート付けをする方法を示しているという点です。もし r がゼロに近いなら、ベース・レートを信頼します。逆に r が 1.0 であれば、必要なのは特定の情報だけになります。相関係数は平均回帰の割合を示唆してくれます。

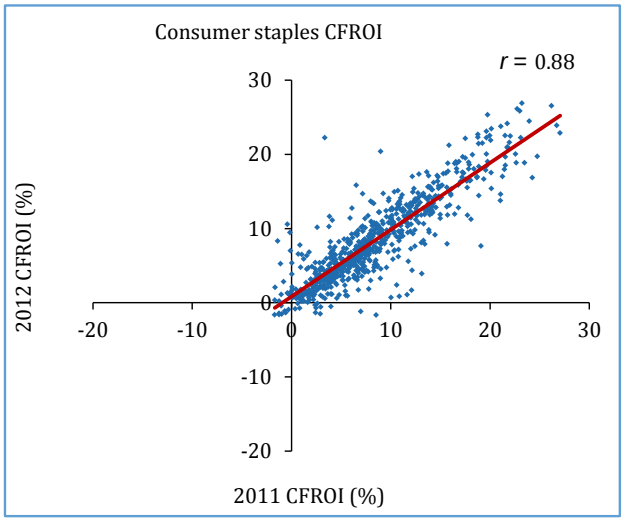
具体的に考えるために、2，3 の例を検証してみましょう。図表 3 の左側のグラフは父親と息子の身長の相関で、相関係数は 0.50 です。息子の身長には遺伝と環境の両方の要因があるということです。例えば父親の身長が 76 インチで、男性全体の平均が 70 インチだとします。息子の身長を予測するには、76 インチという父親の身長（特定の情報）と 70 インチという平均身長（ベース・レート）に対し均等にウェートを置きますので、73 インチという予測が得られます。もちろん、これはあくまで予測ですが、それでも、この身長の父親の集団に対する最良の予測です。

図表 3

「父と息子の身長」と「生活必需品 CFROI」におけるそれぞれの相関

出所：クレディ・スイス





では、図表 3 の右側のグラフを調べてみましょう。このグラフは、世界 1,000 社を超える生活必需品会社での、2011 年・2012 年それぞれの投資に対する現金収益率(CFROI®)間の相関を示しています。ここでは、相関係数 r は 0.90 に近く、これは、前年に起きたことが今年起きる可能性に関する非常に良い指標となるという意味です。例えば、ある会社の CFROI が 13.5%で、業界平均が 9.2%だったとします。予想ではウェートの大半が特定の情報に置かれるため、翌年の予想 CFROI は約 13%となります。平均回帰は多少ありますが、全体としては、年毎の結果は非常に持続性の高いものでした。

今度は再び市場に目を向けてみます。図表 4 は、1928 年から 2013 年の S&P 500、そして 1970 年から 2013 年の MSCI ワールド・インデックスにおける年毎の株主総利回りの相関係数を示しています。両方の事例で相関係数 r はゼロに非常に近くなっています。これは実質的に、翌年のリターンに関する最良の予測はベース・レートに一致する何かであることを意味します。例えば 1928 年から 2013 年の S&P 500 では、ベース・レートは名目算術リターンで 11.3%になり、標準偏差は約 20%となります。

2013 年中、大半の先進国市場では、米国の 30%の上昇よりも大きい 50%超という日本の株主総利回りが過去の平均を上回りました。MSCI ワールド・インデックスは 27.4%上昇しましたが、MSCI 新興市場インデックスは 2%下落し、新興国市場は不調でした。

クレディ・スイスのグローバル・エクイティ・ストラテジストのアンドリュー・ガースウェイトは、2014 年の世界の株式市場の株主総利回りについて、米国株式市場では 9%程度、世界の株式市場では 13%と予想しています。この短期予想の土台にあるのは、クレディ・スイスのストラテジー・チームが、債券に比べて株式のバリュエーションには依然として魅力があり、株式への流れはまだあると信じ続けていることです。当然、長期予想はイヤーブックでのデータの蓄積にとって興味深いものです。1900 年以降、米国株式のリターンは米国以外の株式のリターンを 1.9 ポイント上回っています。

ここから得られる教訓は明確なものです。株式市場の年毎の結果の予想は非常に困難であり、投資家は前年の業績の良さに誘惑されたり、また、業績の悪さに嫌悪感を抱いたりするべきではない、ということです。長期の平均に注目し、直近の業績に過度に左右されないようにする方が良いです。ダムマネー効果を回避するということは、結局、一貫したエクスポージャーを維持するというところに行き着きます。

結論

平均して、株式投資家の獲得するリターンはインデックスを下回っています。このパフォーマンスの妨げとなる要因の 1 つは、市場が上昇した後に買い、低下した後に売るという傾向です。これによって、金額加重リターンが時間加重リターンよりも低くなってしまいます。この行動バイアスは、私たちの脳にある、原因と結果を結び付ける機能に部分的に帰着することができます。

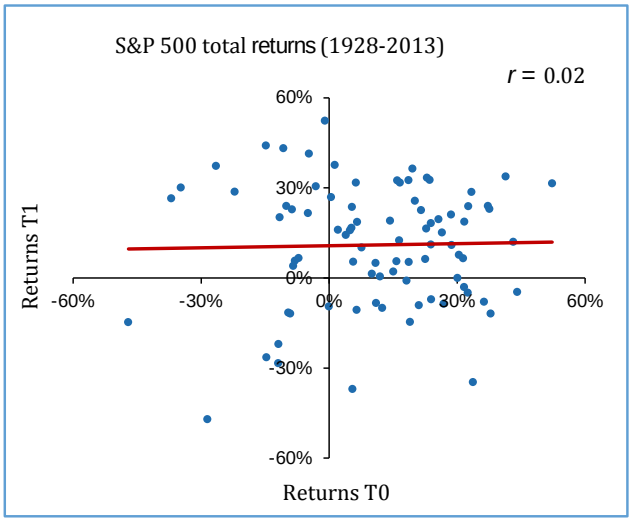
40 年以上前、ダニエル・カーネマンとアモス・トバスキーはこの傾向の相殺に役立つ予想の立て方についてのアプローチを提示しました。年毎の株式市場のリターンのように相関係数がゼロに近い場合、ベース・レートに大きく依存した予想がその他のアプローチにより得られる予想を上回る可能性があります。

これは、投資家が短期での結果にとらわれすぎるのではなく、長期的視点に立つ資産配分戦略を重視するべきだと示唆するものです。イヤーブックでは、詳細に調査された長期のデータを提供しており、そのような長期の戦略の土台となるでしょう。

図表 4

S&P 500 と MSCI ワールド・インデックスの年度毎のリターン間の相関

出所：クレディ・スイス



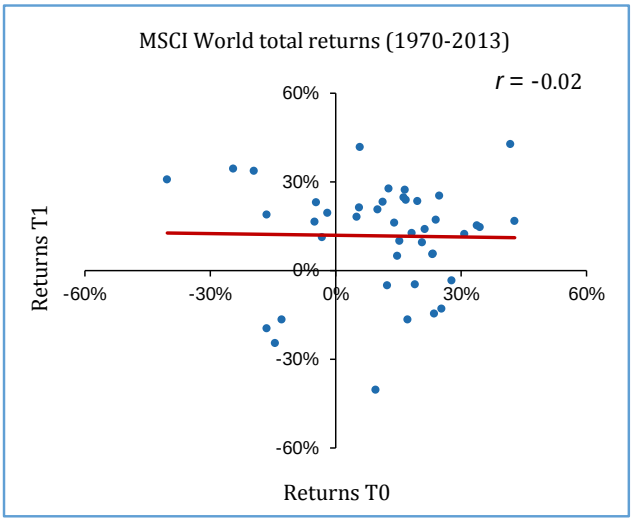


PHOTO: LKPRO / PHOTOCASE.COM

世界の市場

国別市場
ハイライト

クレディ・スイス　グローバル・インベストメント・リターンズ　イヤーブックでは今回、世界 3 地域・23 か国に対象地域を拡大し、すべてに 1900 年来の指数による分析を行っています。2013 年に追加されたのは、（114 年間全期間のデータの揃う）オーストリア、そしてロシア、中国の 3 か国です。ロシアと中国は共産主義体制の初期から証券取引再開までの期間の金融市場データが欠落しています。2014 年版では（114 年間分のデータの揃う）ポルトガルが新たに追加されました。地域別ページでは、世界 23 か国の「全世界」、米国を除く世界 22 か国による「米国以外の全世界」、欧州 16 か国の 3 地域を取り上げ、それぞれの株式および債券指数を表示しています。各指数は米ドル建てで、時価総額および GDP による加重により算出しています。

図 1 は、ここで基準とする 1899 年末の世界株式市場の内訳を表します。図 2 はそれが 2013 年末までにどのように変化したかを示します。イヤーブックのデータセットに含まれていない市場は黒い部分です。これらの円グラフが示すように、イヤーブックのデータは 1900 年では世界株式市場の 98%を、2013 年末では 91%をカバーしています。

国別のページでは、各国・地域ごとに継続的なデータに基づく 3 つの図が掲載されています。上の図は過去 114 年間の株式、長期国債、短期国債における初期投資の実質価値を、運用収益をすべて再投資する設定で示したものです。中の図は、21 世紀、過去 50 年間および 1900 年以降それぞれの期間における株式、長期国債、そして短期国債の年率換算の実質リターンを表しています。下の図は過去 50 年間および 1900 年以降における、対長期国債・対短期国債での株式のプレミアム、対短期国債での債券のプレミアム、そして対米ドルでの実質為替レートのプレミアムをそれぞれ年率換算で表しています。

次のページから始まる国別プロファイルではアルファベット順に掲載しており、続いて世界 3 地域に分けて説明しています。広範なさらに詳しい情報はクレディ・スイス　グローバル・インベストメント・リターンズ　ソースブック 2014 をご覧ください。200 ページに及ぶこの資料集は、ロンドン・ビジネススクールにて入手可能で、各国データの出所に関する文献情報も載っています。各年のリターンに関する元データはモーニングスター社(Morningstar Inc.)から入手することができます。

グローバルに網羅するイヤーブック

イヤーブックには 23 か国における 1900～2013 年の株式、長期国債、短期国債、インフレ率、そして為替レートの年次データが収録されています。対象国は、北アメリカの 2 か国（カナダと米国）、ユーロ圏の 10 か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン）、ユーロ圏外の欧州 6 か国（デンマーク、ノルウェー、ロシア、スウェーデン、スイス、イギリス）、アジア太平洋の 4 か国（オーストラリア、中国、日本、ニュージーランド）とアフリカの 1 か国（南アフリカ）です。1900 年の時点でこれらの国が世界株式市場の 98%を占め、2014 年初では時価総額で 90%を占めていました。

図 1
1899 年末の世界株式市場の内訳

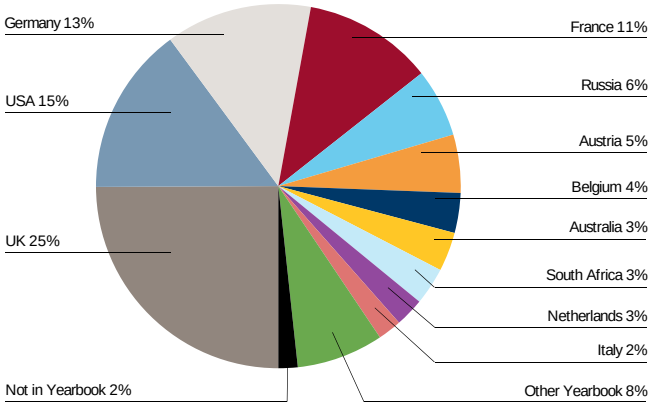
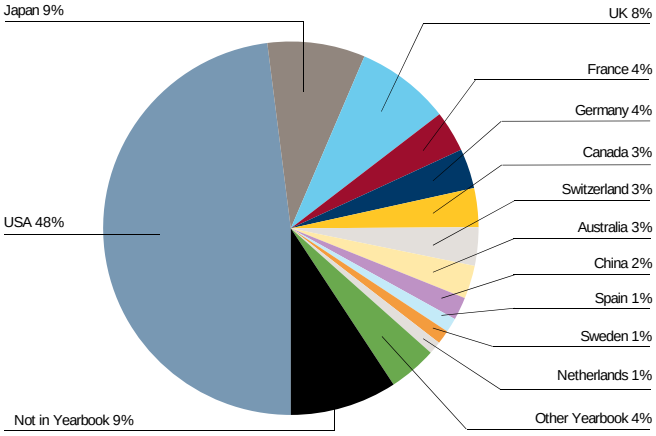


図 2
2013 年末の世界株式市場の内訳



出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス　グローバル・インベストメント・リターンズ　ソースブック 2014.

データ出所

1. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著 “Triumph of the Optimists’（邦訳『証券市場の真実』、 NJ: Princeton University Press, 2002)
2. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著 “The worldwide equity premium: a smaller puzzle”（『ワールドワイド・エクイティ・プレミアム～より小さなパズル』、R Mehra Ed. The Handbook of the Equity Risk Premium, Amsterdam: Elsevier, 2007）
3. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著『クレディ・スイス　グローバル・インベストメント・リターンズ　ソースブック2014』チューリッヒ、クレディ・スイス　リサーチ・インスティテュート
4. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著『ディムソン・マーシュ・スタントン・グローバル・インベストメント・リターンズ・データベース』（「DMSデータモジュール」、モーニングスター社(MorningstarInc.)、2014）

各国データの出所についてはその一部を国別プロファイルの各ページに掲載しています。著者詳細、参考文献および謝辞についてはソースブック（参照 3）に掲載しています。

オーストラリア

幸運な国

オーストラリアはしばしば、「幸運な国」と呼ばれます。それは、オーストラリアの天然資源、繁栄、気候、そして世界の他の地域が直面する問題から距離を置いていることに由来しています。しかし、おそらくオーストラリアの人々は、自分たちの手でその幸運を掴みとっているのです。ヘリテージ財団が発表する経済自由度に関するランキングにおいて、オーストラリアは、イヤーブック掲載国の中で最も経済的自由度の高い国との認定を受けました。また、チャリティエイド財団の研究の中で、オーストラリアは世界 146 か国中最も寄付活動の盛んな国に認定されました。

幸運のせいであるのか、良い経済政策、それともその気前の良さのおかげなのか、いずれにしても、オーストラリアの株式市場は 1900 年以降の 114 年間で最も高い成長をとげたトップ 2 か国のうちの 1 つであり、その間の実質リターンは年 7.4%でした。

オーストラリア証券取引所(ASX)の前身は、メルボルンでは 1861 年、シドニーでは 1871 年に取引を開始した 6 つの別々の市場を併合したもので、1901 年オーストラリアの植民地連盟によってオーストラリア連邦が建国される前のことでした。ASX は今日、時価総額・取引高で世界トップ 10 の株式市場の 1 つとなっています。指数の半分は銀行(35%)と鉱業(14%)が占めており、2014 年初で最も時価総額の大きかったのは、BHP ビリトン、オーストラリア・コモンウェルス銀行、ナショナルオーストラリア銀行、ウエストパック銀行でした。

オーストラリアはまた、国債・社債市場の規模も大きく、アジア太平洋地域では最大の先物・オプション市場を有しています。シドニーは世界有数の金融センターです。

オーストラリア資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の　3332.5 倍に対し、長期国債が 5.7 倍、短期国債が 2.2 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 7.4%、長期国債では 1.5%、短期国債では 0.7%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.6%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

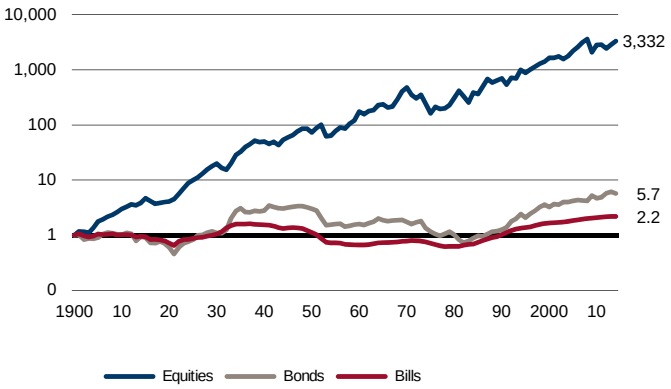


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン（%）

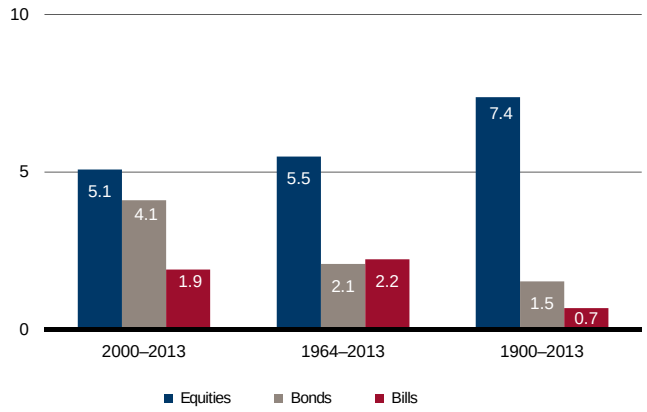
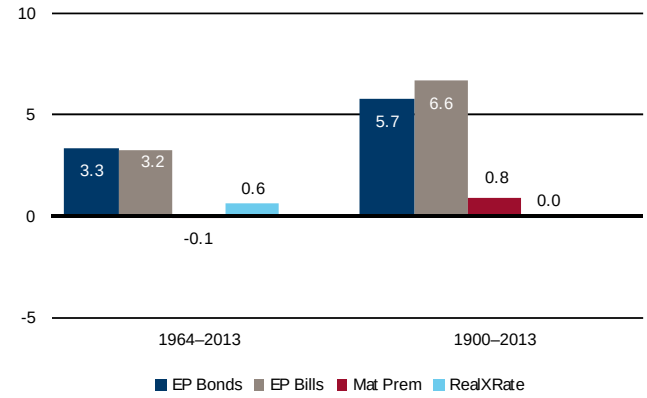


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

オーストリア

失われた帝国

オーストリア帝国は 19 世紀中にオーストリア＝ハンガリー帝国に改組され、1900 年時点ではヨーロッパで 2 番目に大きな国でした。同国に含まれていたのは、今日のオーストリア、ボスニア＝ヘルツェゴビナ、クロアチア、チェコ共和国、ハンガリー、スロバキア、スロベニア、その他ルーマニアとセルビアの大部分、そしてイタリア、モンテネグロ、ポーランドおよびウクライナの一部分でした。第 1 次世界大戦末期およびハプスブルク帝国の解体の際、最初のオーストリア共和国へと移行しました。

オーストリアには第 1 次世界大戦後の賠償金の支払いは無かったにもかかわらず、同国は 1921～22 年の間、ドイツで起きたものに似たハイパーインフレに苦しみました。1938 年にはオーストリアはドイツに併合され、第 2 次世界大戦終結時まで独立は失われていました。1955 年、オーストリアは再び独立国となり、1995 年には欧州連合（EU）に、そして 1999 年にはユーロ圏に加盟しました。今日、オーストリア経済は活況を呈しており、EU 諸国中最も高い一人当たり GDP を享受する国の 1 つです。

ウィーン証券取引所では、債券は 1771 年から、株式は 1818 年から現在に至るまで取引されています。取引は世界大戦によって中断され、1948 年の再開後の株式取引は低迷し、1960 年代、1970 年代の期間中、企業の新規上場（IPO）は 1 件も見られませんでした。1980 年代中頃から、オーストリアは東ヨーロッパへの窓口としての地歩を固め、取引所の活動も拡大しました。それでも、過去 114 年間にわたる株式市場の実質リターン（年率 0.7%）は 1900 年から今日までデータの揃う他の国との比較では最も低いものでした。

2014 年初、オーストリアで最大の企業は、エルステ・グループ・バンク（株式市場全体の 26%）で、その他大きい順に OMV、フェストアルピーネ、アンドリッツ、イモフィナンツとなっています。

オーストリア資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 2.1 倍に対し、長期国債が 0.0088 倍、短期国債が 0.0001 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 0.7%、長期国債では–4.1%、短期国債では–8.1%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.6%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

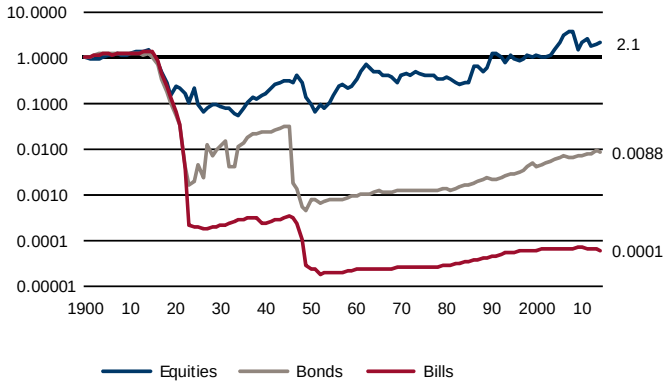


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

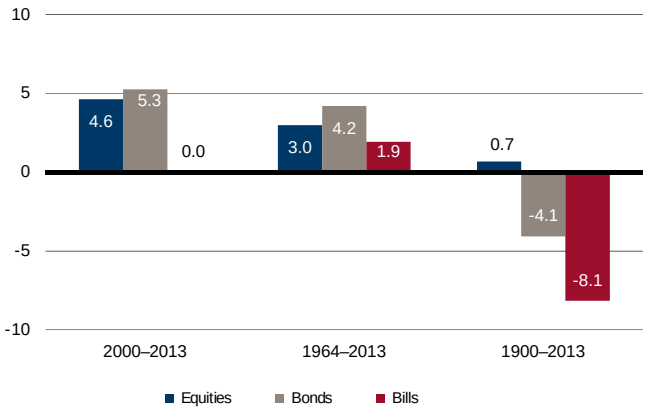
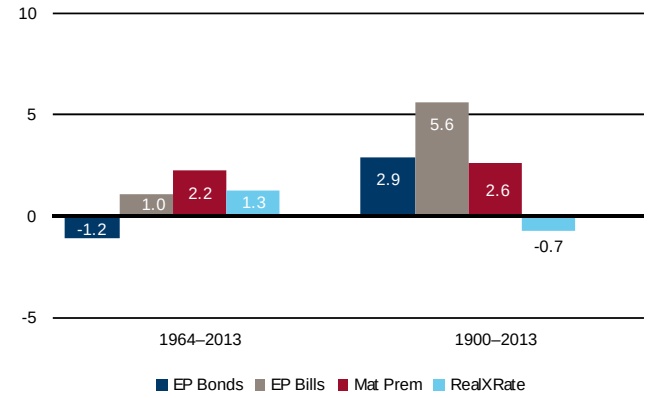


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ベルギー

欧州の真ん中に位置して

ベルギーは地理的に欧州経済の基盤および主要な交通・貿易ルートが交差する場所に位置しており、欧州連合（EU）の本部が置かれています。KOF グローバル化指標によって、ベルギーは 208 か国中最もグローバルな国に選ばれています。

ベルギーの地理的な位置は、2 つの世界大戦で激戦地となるなど、戦略的に良くも悪くもこの国に影響を与えてきました。戦争の惨害とそれに伴った高インフレ率は、長期投資のリターンを低迷させる重大な要因となりました。ベルギーは、過去のデータが完全に揃う市場の中では最も低迷している株式市場の 3 つに数えられ、また債券市場のパフォーマンスも下から 7 番目と低迷しています。

ブリュッセル証券取引所は 1801 年ナポレオン時代のフランス統治下で設立されました。ブリュッセルは急速に主要な金融センターへと成長し、20 世紀初頭では路面電車等都市交通機関が重要な産業でした。

ベルギーの拠点としての重要性は低下し、ユーロネクスト・ブリュッセルは近年の金融危機から大きな打撃を受けました。2008 年初は 3 大主要銀行株が時価総額の大半を占めていましたが、今では銀行株は指数のわずか 10%となっています。2014 年初では、大手ビール製造会社であり消費財メーカーとして世界上位 5 社に数えられるアンハイザー・ブッシュのわずか 1 社が大半(54%)を占めています。

2013 年版より、Annaert, Buelens, and Deloof (2012)による研究を参考に、ベルギーに関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 をご覧ください。

ベルギー資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 19.3 倍に対し、長期国債が 1.3 倍、短期国債が 0.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 2.6%、長期国債では 0.2%、短期国債では–0.3%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 2.9%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

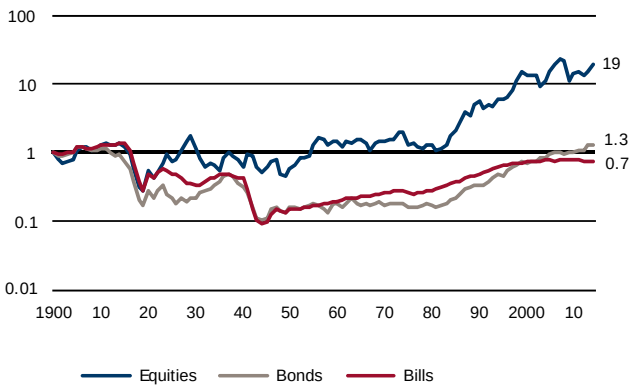


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

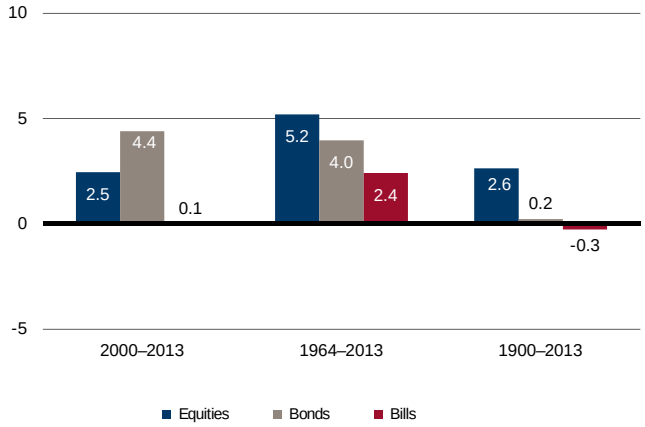
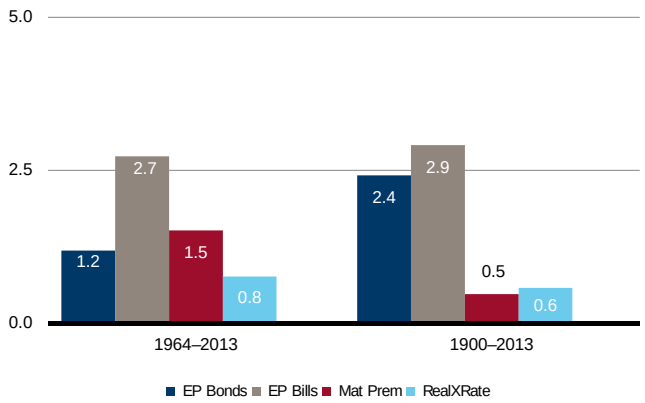


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

カナダ

資源大国

カナダの国土面積は世界第 2 位（ロシアに次ぐ）、経済規模は世界第 10 位です。国のブランド力を表すカントリー・ブランド・インデックス(CBI)では、第 2 位にランクされました。天然資源に恵まれ、世界第 2 位の石油埋蔵量を持ち、鉱業ではニッケル、金、ダイヤモンド、ウラン、鉛の主要な生産国です。特に小麦・穀物の他、木材、紙・パルプ等ソフトコモディティーの主要な輸出国でもあります。

カナダの株式市場はトロント証券取引所が設立された 1861 年以来の歴史を持ち、また、「国別市場ハイライト」の最初のページの円グラフに示されるように、規模は時価総額で世界第 6 位です。また、カナダの債券市場は世界で上位 10 位内の規模を持ちます。

カナダには豊かな天然資源が存在することから、石油とガスが株式市場の 22%を、また鉱業が 5%を占めることは不思議ではありません。一方、27%を占めるのは銀行株です。現在最も大きな銘柄はロイヤル・バンク・オブ・カナダ、トロント・ドミニオン・バンク、ノバ・スコシア銀行およびサンコア・エナジーとなっています。

カナダ株は長期にわたり好パフォーマンスを見せていて、実質リターンは年率 5.7%です。長期国債におけるリターンは年率 2.1%でした。これらの数字は米国と似通ったものでした。

カナダ資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 583.3 倍に対し、長期国債が 11.1 倍、短期国債が 5.6 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.7%、長期国債では 2.1%、短期国債では 1.5%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.2%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

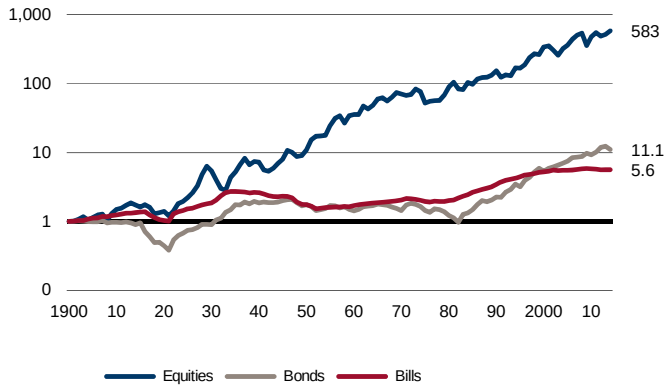


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

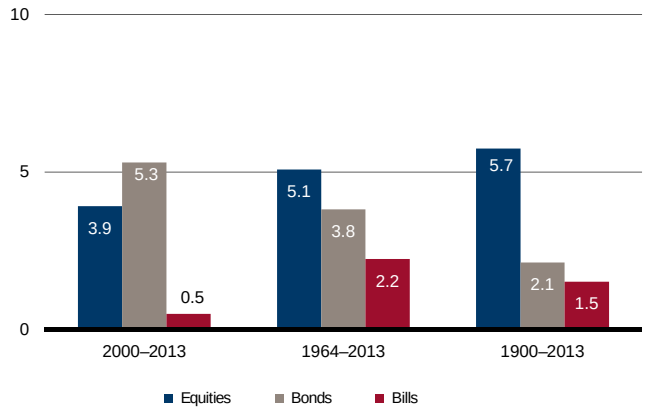
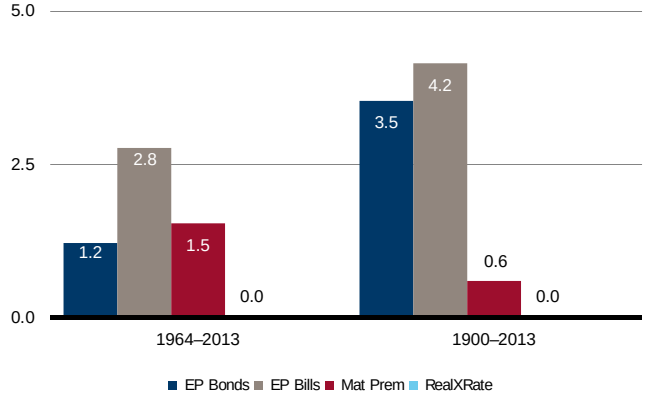


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

中国

新興の大国

中国国民は 13 億人を超え、その人口は世界最大となっています。清朝に続き、1911 年には中華民国(ROC)が成立しました。しかし、1946～1949 年の内戦終結期、国民党政府は中国本土での実効支配力を失い、台湾島とこれらの島嶼地域に追われ、統治機能は移転されました。

1949 年に中国共産党は内戦に勝利し、私有財産は強制収用、政府債務は破棄され、そして中華人民共和国は一党独裁体制を保ち続けてきました。従って、ここでは 3 つの期間に分けて考えることにします。第 1 に、清朝及び中華民国の期間。第 2 に、経済改革前までの中華人民共和国の時代。そして 1980 年代終わりと 1990 年代始めにおける中国経済改革第 2 段階以降の現代までを第 3 の期間とします。

中国本土の外で保有されていた資産のごく一部がまだ価値を持っている可能性があり、また 1987 年には一部の英国人債権保有者が残高請求に対し僅かな賠償金を受け取ったものの、共産党による没収により国内投資家は全損となったと考えられます。1940 年から 1949 年までの期間について、ここでは名目価値を固定して計算しています。これによって、1940 年代初期における実質価値の暴落が引き起こされています。1900 年以降の中国のリターンは、世界指数および米国を除いた世界指数に組み入れられています。

改革後の中国の経済成長は急速に進展し、今や中国は世界経済のエンジンと見なされています。興味深いことに、中国では優れた投資リターンを伴うことなく GDP を急速に成長させてきました。中国株式市場における浮動株の時価総額合計では、半分近く (41%)を金融関連株が占め、銀行や保険会社が主なものとなっています。最大規模の企業は順にテンセント・ホールディングスおよびチャイナモバイル（それぞれインデックスの 8%ずつ）、中国建設銀行、中国工商銀行、CNOOC です。

中国資本市場のリターン

1900 年から 1940 年代にかけてのパフォーマンスに加え、図 1 は、1993～2013 年の期間、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 0.4 倍に対し、長期国債が 1.4 倍、短期国債が 1.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1993～2013 年の期間、長期実質インデックスの年間利益率が株式では–3.8%、長期国債では 1.6%、短期国債では 0.5%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1993 年以降の年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で–5.2%でした。これらの図に関する詳しい解説については 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

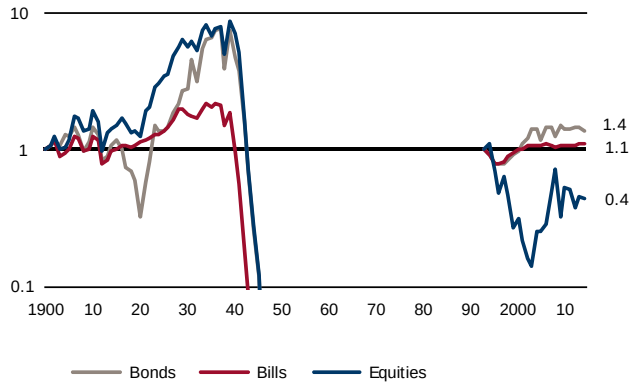


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

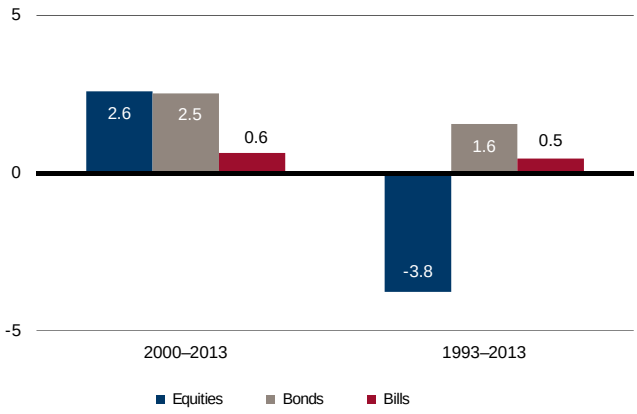
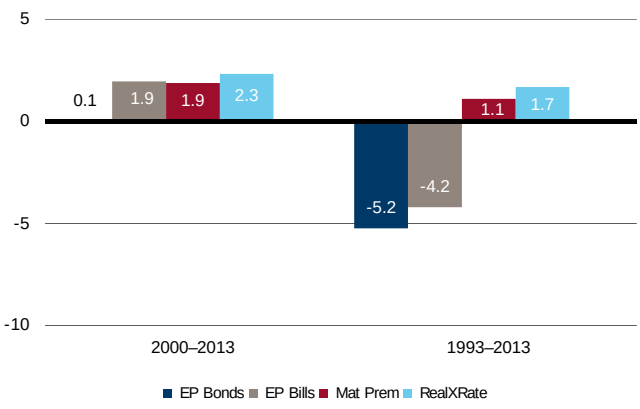


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

デンマーク

最も幸福な国

米コロンビア大学地球研究所が国連の委託により作成した国連・世界幸福度報告書によると、フィンランド、ノルウェー、オランダを凌いでデンマークが地球で最も幸福度の高い国に選ばれました。グローバル・ピース・インデックス（世界平和指標）では、同国は世界で（ニュージーランドと並び）2 番目に平和な国とされています。また、デンマークはトランスペアレンシー・インターナショナルによって、フィンランドおよびニュージーランドと並んで最も腐敗度の低い国として選ばれています。

デンマークの幸福度の源が何であろうと、それは目覚ましい株式リターンから発しているわけではないようです。1900 年以来、デンマーク株式のリターンは年率実質 5.2%で、世界平均に近いものでした。

これとは対照的に、デンマークの長期国債は年率実質 3.1%で、イヤーブック掲載国の中では最高値でした。これは、他のイヤーブック掲載国と違い、デンマーク国債のリターンには信用リスクの要素が含まれているからです。リターンについては、取引量の小さい国債市場のデータよりも担保付社債を使う方がより適切としている Claus Parum の研究データを使用しています。

コペンハーゲン証券取引所が正式に設立されたのは 1808 年のことですが、そのルーツは 17 世紀後半までさかのぼることができます。デンマークの株式市場は比較的小さいものです。ヘルスケア(57%)と工業・資本財(19%)が大部分を占めており、ノボ・ノルディスクが半数近く（43%）となっています。その他の大企業にはダンスケ銀行、A.P. モラー・マースクがあります。

デンマーク資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 325.4 倍に対し、長期国債が 32.1 倍、短期国債が 11.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.2%、長期国債では 3.1%、短期国債では 2.1%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.0%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

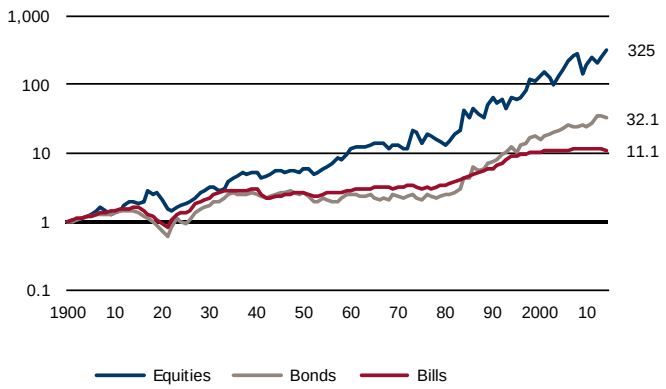


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

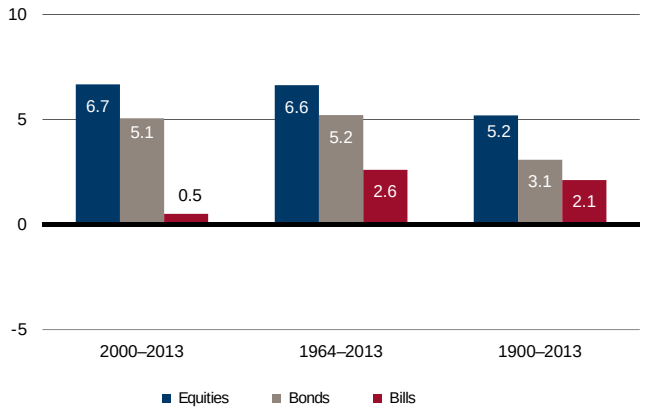
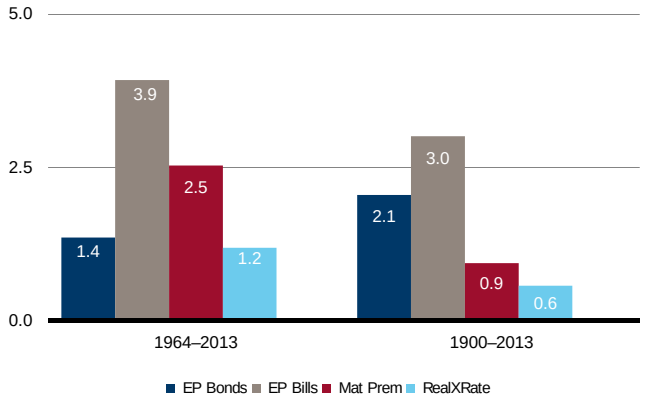


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

フィンランド

東西が出会う場所

バルト海およびロシアとの親密な関係から、フィンランドは東欧・西欧文化の両方が出会う場所となっています。ヨーロッパ諸国の中でも最も人口密度の低い国の1つであるフィンランドは雪、湿地そして森林の国で、1809年にロシア帝国に統治権が割譲されるまではスウェーデン王国の一部でした。1917年以降、フィンランドは独立国となっています。

近年、ファンド・フォー・ピースはフィンランドを最も安定している国として認定し、またエコノミスト誌の調査部門、エコノミスト・インテリジェンス・ユニットはフィンランドの教育システムを世界一として認定しました。トランスペアレンシー・インターナショナルによると、フィンランドはデンマーク、ニュージーランドと並んで最も腐敗度の低い国に選ばれています。同国は 1995 年に欧州連合（EU）に加盟、ユーロ圏内では唯一の北欧国となっています。フィンランド国民は、自分たちの国を農業や林業に根差したコミュニティから、多様化された産業経済へと変革してきました。フィンランドの 1 人当たり国民所得は、西欧諸国の中でも最高レベルとなっています。

フィンランドはハイテク産業の輸出で抜きんでています。2012 年まで世界最大の携帯電話メーカーだったノキアの本拠地です。林業は主要な輸出品目であり、地方に住む人々に第 2 次産業への就業機会を提供しています。

フィンランドの有価証券は当初、店頭（OTC）または海外で取引されていましたが、1912 年にはヘルシンキ取引所（HEX）での取引が開始されています。2003 年以降、HEX は北欧市場の OMX グループを構成しています。HEX 全銘柄の時価総額ウェイトによるインデックスにおけるノキアの比率はピーク時には 72%に達し、フィンランドの株式市場は非常に集中度の高い市場でした。今日、フィンランド最大の企業はノキア（市場の 25%）、サンポ（同 19%）、コネ（同 14%）となっています。

今回、Nyberg and Vaihe (2014)による研究を参考に、フィンランドに関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 をご覧ください。

フィンランド資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 364.2 倍に対し、長期国債が 1.0 倍、短期国債が 0.6 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.3%、長期国債では 0.0%、短期国債では–0.5%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.9%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

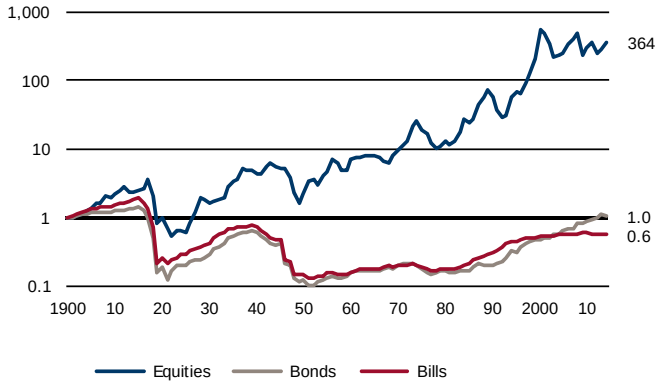


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

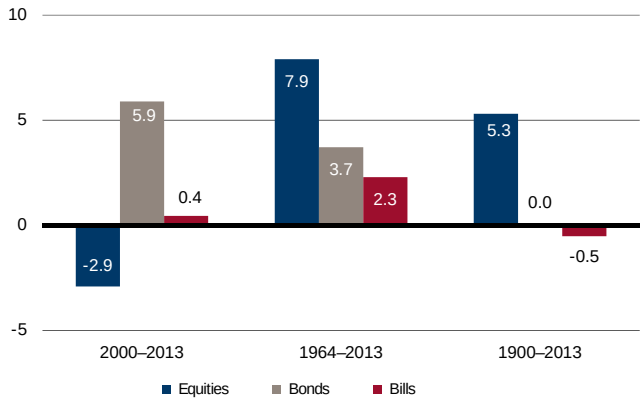
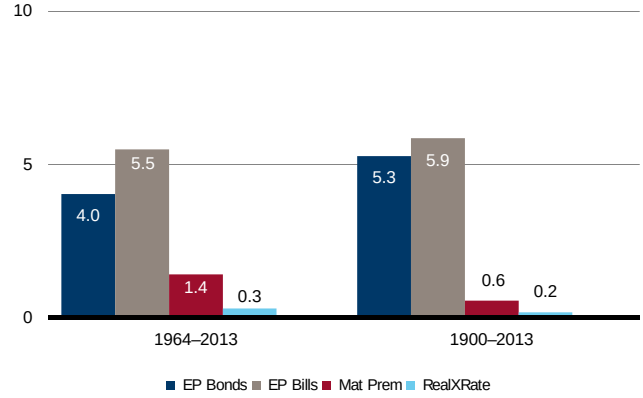


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

フランス

欧州の中心

パリとロンドンは 19 世紀の間、金融センターの座を巡って激しく争いました。1870 年仏露戦争後、ロンドンが独占的な地位を獲得しました。一方、パリの重要性は衰えず、後にはそれがあだとなるものの特にロシア、オスマン帝国を含む地中海世界への貸付で強みを発揮しました。経済史家キンドルバーガーが言うように、「ロンドンは世界の金融センターだったが、パリは欧州の金融センターだった」のです。

フランスが欧州連合（EU）やユーロの創設に携わり欧州で中心的な重要な役割を果たしてきた間、パリは重要な金融センターであり続けました。フランスは欧州第 2 位の経済規模を持ちます。株式市場の規模は大陸欧州で最大、世界では第 4 位で、債券市場は世界最大の市場の 1 つです。2014 年初、フランスで最も大きい上場企業はサノフィ、トタル、LVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトンおよび BNP パリバです。

フランスにおける資産の長期リターンは期待外れのものでした。完全な過去のデータが揃う国の中では、フランスの株式、長期国債および短期国債のパフォーマンスは下位 25%に入る程でした。一方、インフレ率が上位 25%に入る高さだったことから、債券のリターンは低迷しています。このインフレ率の高さと市場の低迷の原因は 20 世紀前半にまでさかのぼり、世界大戦と結びついています。1950 年以降、フランス株のリターンは中位を維持しています。

フランス資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 34.9 倍に対し、長期国債が 1.0 倍、短期国債が 0.04 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.2%、長期国債では 0.0%、短期国債では–2.8%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

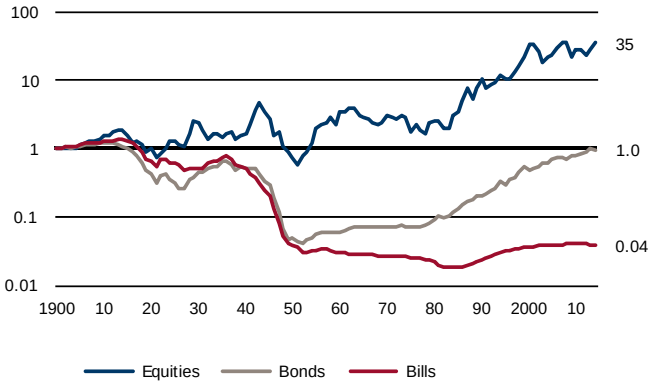


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

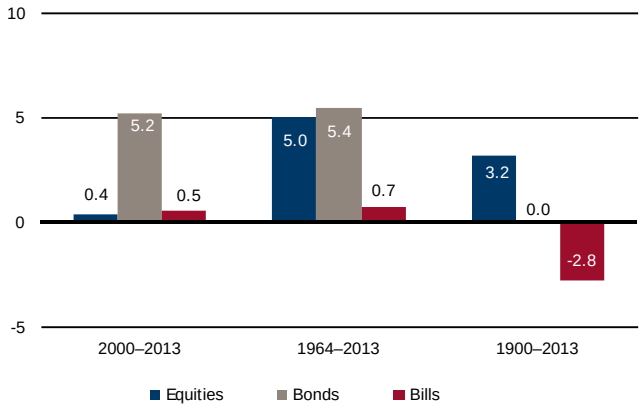
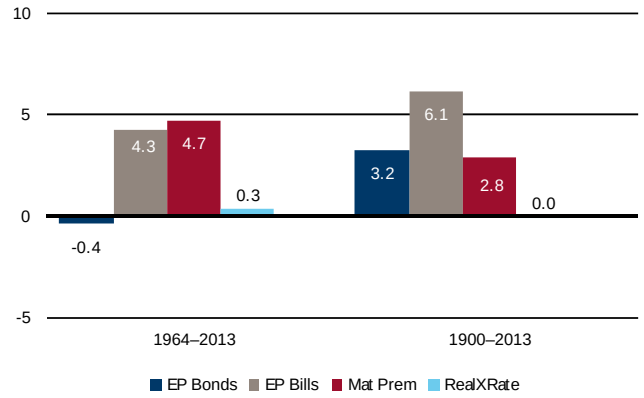


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ドイツ

欧州の機関車

ドイツ資本市場の歴史は第 2 次世界大戦後劇的に変化しました。20 世紀前半、第 1 次世界大戦においてドイツの株式はその価値の 3 分の 2 を失いました。1922～23 年のハイパーインフレ時は、インフレ率が 2,090 億%に達し、債券保有者は壊滅的な損害を受けました。第 2 次世界大戦中および終戦直後は、株式は実質で 88%、債券は 91%下落しました。

その後、ドイツでは見事な変革が行われました。1949～1959年、「奇跡的経済成長」の初期には、ドイツの株式は実質4,094%上昇しました。ドイツは急速に「欧州の機関車」として知られるようになりました。また、ドイツは財政・金融政策の慎重さでも評価を高めていきました。1949年から今日に至るまで、ドイツは世界で2番目に低いインフレ率と最も強い通貨（現在はユーロ）、そして世界でも特にパフォーマンスの良好な債券市場を享受してきました。

今日、ドイツは欧州最大の経済規模を持ちます。今は中国にその座を奪われていますが、以前は世界最大の輸出国でした。世界第 7 位の規模を持つドイツの株式市場の歴史は 1685 年までさかのぼり、債券市場は世界有数の規模を誇ります。

ドイツの株式市場の多くは製造業が占め、基本資材 23%、消費財 23%、工業・資本財 15%となっています。最も大きな株式はシーメンス、BASF、バイエル、SAP、アリアンツです。

ドイツ資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 37.6 倍に対し、長期国債が 0.2 倍、短期国債が 0.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.2%、長期国債では –1.6%、短期国債では–2.4%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

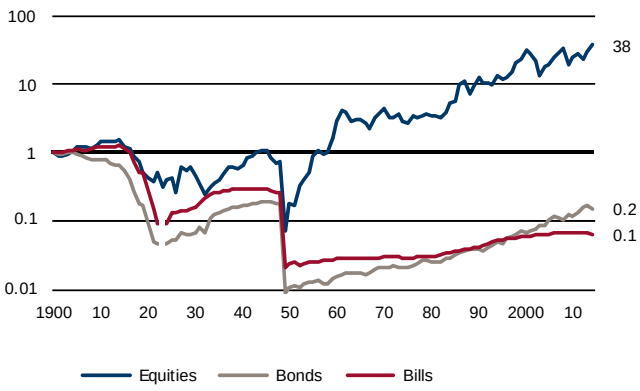


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

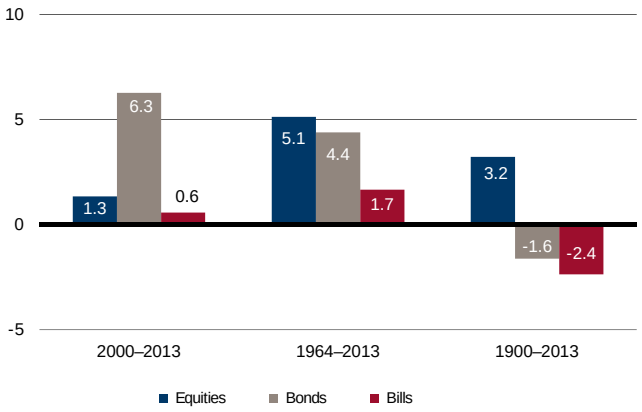
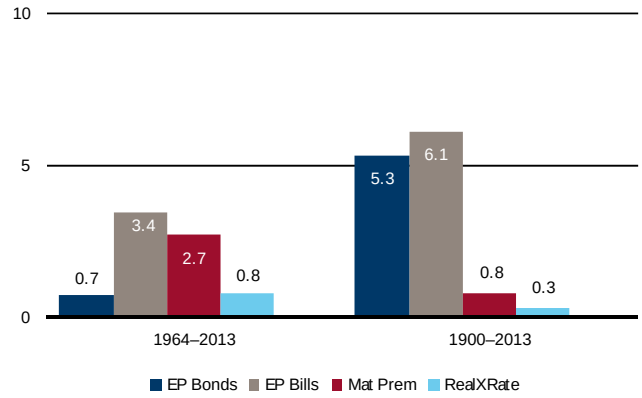


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

アイルランド

自由になるために生まれた国

アイルランドは 1922 年、それまで 700 年間続いたノルマン人、そしてイギリス人による支配から解放され、アイルランド自由国として独立しました。1990 年代そして 2000 年代には、アイルランドは経済的に大きく成功し、「ケルトの虎」と呼ばれました。しかし、金融危機により状況は一変し、アイルランドは今も苦難に直面しています。動物保護団体のボーン・フリー財団が囚われの虎を開放しようとしているように、アイルランドは今や、低迷する経済状況から脱出する手段を必要としています。

2007 年には、アイルランドは 1 人当たり GDP で世界第 5 位、EU では第 2 位の富裕国となり、移民数の純増が見られました。1987～2006 年の期間、アイルランドはイヤーブック掲載国中、株式の実質リターンで第 2 位の位置にありました。アイルランドの市場はイヤーブック掲載国の中では最も小さいグループに属し、残念なことに、2006 年以来縮小しています。好景気の要因は不動産、金融および借入に過度に依存したものだったため、アイルランドの株式は現在、2006 年末時点の 2 分の 1 以下の価値しかありません。当時、アイルランド市場における金融関連株の割合は 57%ありましたが、2014 年初では、もはや代表的なものではなくなっていました。虎は囚われの身となり、牙の威力は失われています。

株式市場はダブリンとコルクに 1793 年には開設されていました。1900 年以降のアイルランド株式を観察するため、ここでは、この 2 つの市場で取引される株式にもとづき、アイルランド株式インデックスを構築しました。独立以降の期間では、経済成長および株式市場のパフォーマンスは弱く、1950 年代の間、同国では大規模な移民による人口流出が起こりました。アイルランドは 1973 年に欧州連合（EU）に加盟し、1987 年以降、経済状況は改善しました。2002 年、アイルランドは通貨をアイルランド・ポンドからユーロに切り替えました。

アイルランド資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 96.6 倍に対し、長期国債が 4.9 倍、短期国債が 2.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.1%、長期国債では 1.4%、短期国債では 0.7%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.4%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

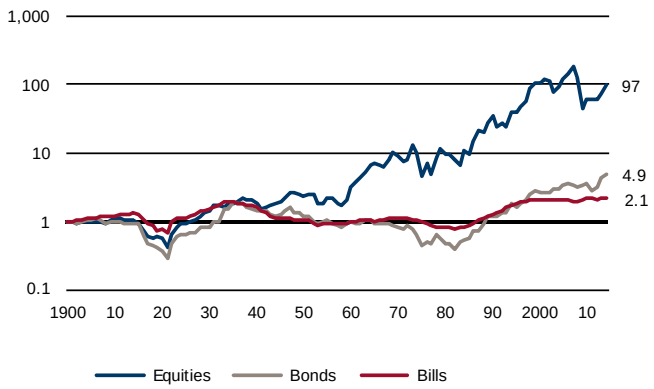


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

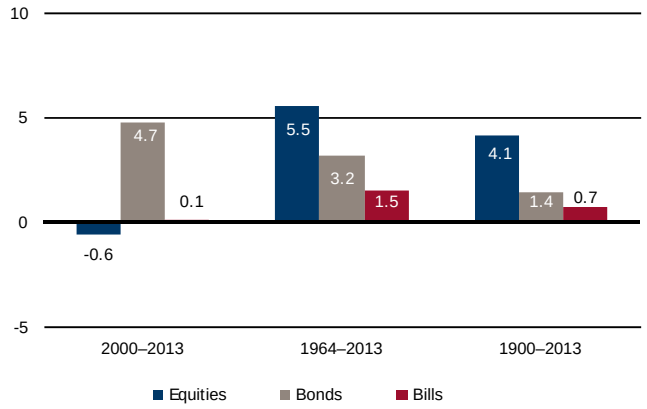
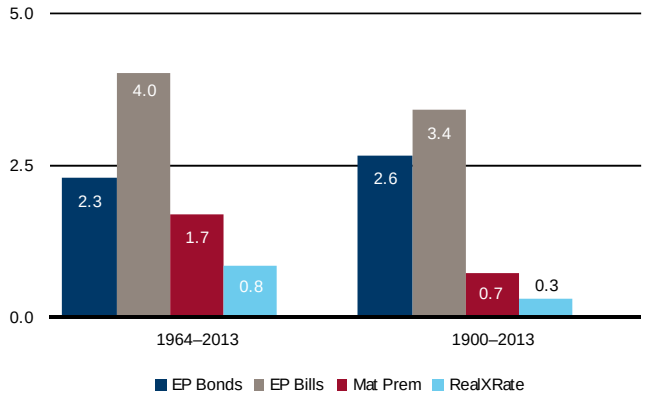


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

イタリア

銀行業の革新者

銀行業の歴史は聖書の時代までさかのぼり、イタリアは近代銀行業発展の初期に重要な役割を果たしました。中世、メディチ家を筆頭とする北イタリアの銀行家たちは、欧州全域の貸付と貿易金融を独占していました。そのような銀行家たちはロンバルディアの商人として知られ、当時はイタリア人と同義に扱われていました。国際的に重要な役割を果たした歴史を反映し、KOF による政治のグローバル化指標の世界ランキングで、イタリアは 1 位に選ばれました。

今日に至るまでイタリアにおいて銀行業は大きな位置を占め、イタリア株式市場の 4 分の 1（24%）が銀行株で、10%が保険株となっています。石油・ガスも 21%を占め、ミラノ証券取引所で最大の株式はエニ、エネル、ゼネラリです。

残念なことに、イタリアの資産リターンはイヤーブック掲載国の中で最も低いものでした。1900 年以来、株式の実質リターンは年率 1.9%で、イヤーブック掲載国では下位 3 か国のうちの 1 つでした。第 1 次・第 2 次世界大戦後にハイパーインフレの起きたドイツおよびオーストリア以外では、イヤーブック掲載国の中でイタリアは長期・短期国債の両方で最も低い実質リターンを記録し、インフレ率は最も高く、通貨価値は最も弱いものでした。

今日、イタリアの株式市場の規模は世界 20 位ですが、高度に発達した債券市場は世界第 3 位です。

イタリア資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 8.6 倍に対し、長期国債が 0.2 倍、短期国債が 0.02 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 1.9%、長期国債では–1.5%、短期国債では–3.6%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.7%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

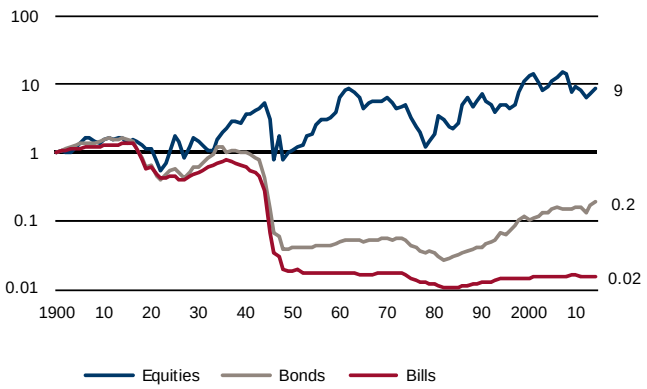


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

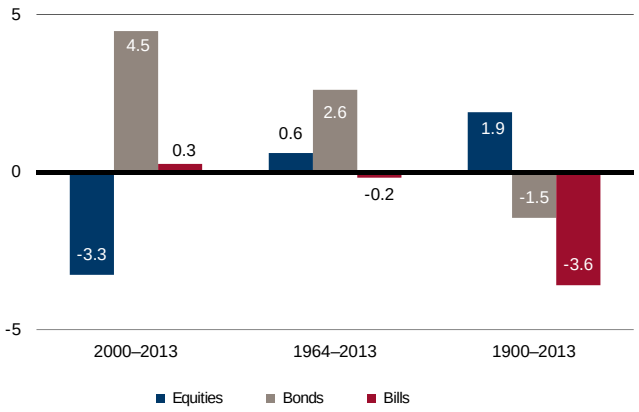
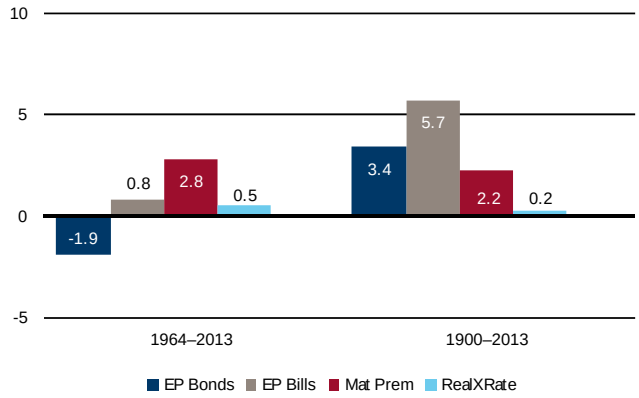


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

日本

先物取引の生まれた地

日本の金融市場は長い歴史を持ちます。米の先物取引は 1730 年頃大阪で開始され、1878 年には証券取引所が発足しました。大阪は日本で有数のデリバティブ取引所に成長し（そして 1990 年と 1991 年には世界最大の先物市場となりました）、やはり 1878 年に設立された東京証券取引所もまた有数の現物市場となりました。

1900 年から 1939 年、日本は世界第 2 位のパフォーマンスを誇る株式市場を有していました。しかし第 2 次世界大戦により壊滅的な被害を受け、日本の株式価値の 96%が損なわれました。1949 年から 1959 年の間、日本の「奇跡的経済成長」が始まり、株式は 1,565%の実質リターンを達成しました。1、2 回の下落はあったものの、株価はその後 30 年間上昇し続けました。

1990 年代初頭までに、日本の株式市場は世界最大規模に成長し、世界株式インデックスに占める割合は米国株の 30%に対し、日本株は 41%でした。不動産価値もまた高騰し、東京にある皇居の地価はカリフォルニア州全体の地価よりも高いといわれる程でした。

そしてバブル経済は崩壊しました。1990 年から 2009 年初の間、日本は最悪のパフォーマンスを示した株式市場でした。2014 年初でもまだ、時価総額合計は 1990 年代初頭レベルの 3 分の 1 近くしかありません。世界インデックスに占める割合は、かつての 41%から 8%に低下しました。その間、日本は停滞、金融危機とデフレーションに苦しめられてきました。日本の経験が、金融危機から立ち上がろうとする他国の青写真とならないことを望みます。

資産バブル崩壊による経済の低迷にかかわらず、日本は主要な経済大国であり続けています。日本の株式市場の規模は世界第 3 位で、債券市場は世界第 2 位です。日本はテクノロジー、自動車、電子機器、機械・ロボティクスにおいて世界のリーダーであり、そのことは株式市場の構成に反映されています。

日本資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 98.2 倍に対し、長期国債が 0.3 倍、短期国債が 0.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.1%、長期国債では–1.0%、短期国債では–1.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

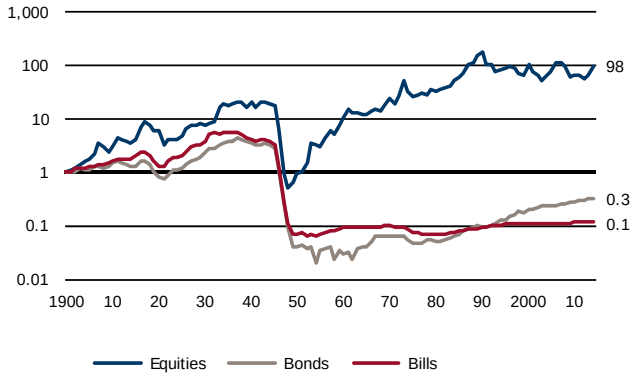


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

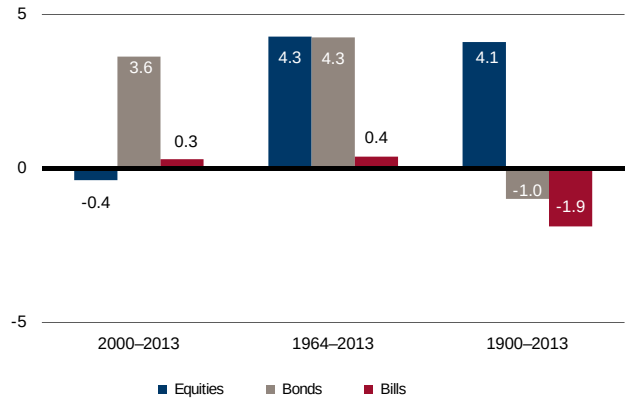
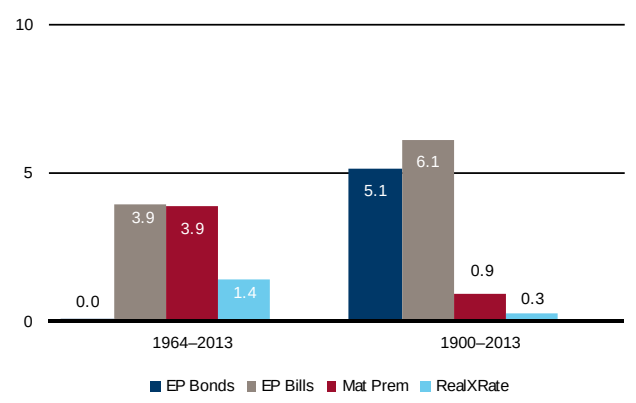


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

オランダ

市場取引のパイオニア

ある種の株式取引はローマ時代に存在していたものの、組織化された取引の登場は、17 世紀に譲渡可能証券が出現するまで待たねばなりませんでした。アムステルダム市場は 1611 年に発足し、17 世紀および 18 世紀において株式取引の主要なセンターとなっていました。1688 年にアムステルダム在住のあるスペイン出身者（『コンフュージョン・デ・コンフュージョンズ』という書物で知られる）はその著作で、投資家のもつ驚くべき多種多様な戦術について述べています。そこで取引されていたのは東インド株式会社の 1 銘柄だけだったにもかかわらず、ブル、ベア、パニック、バブルその他現代の株式市場同様の現象が見られました。

アムステルダム証券取引所は今日もユーロネクストの一翼として繁栄し続けています。長期では、オランダ株は年率 4.9%という中位のリターンをあげてきました。オランダのインフレ率は歴史的に低く、1900 年以降、インフレ率は欧州連合（EU）諸国中では最も低く、また、イヤーブック掲載国の中では 2 番目に低いものでした（1 位スイス）。

オランダは、繁栄している開放経済国です。世界最大のエネルギー企業ロイヤル・ダッチ・シェルは今日、ロンドンにプライマリー上場、アムステルダムにセカンダリー上場しています。アムステルダム証券取引所には、ユニリバー、フィリップス、アルセロール・ミッタル、ING グループ、アクゾノーベル、ASML ホールディング等、その規模の割に多くの多国籍企業が上場しています。

オランダ資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 246.4 倍に対し、長期国債が 5.5 倍、短期国債が 2.0 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.9%、長期国債では 1.5%、短期国債では 0.6%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

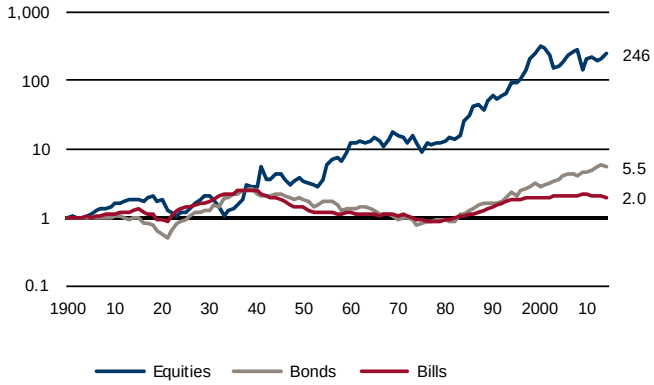


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

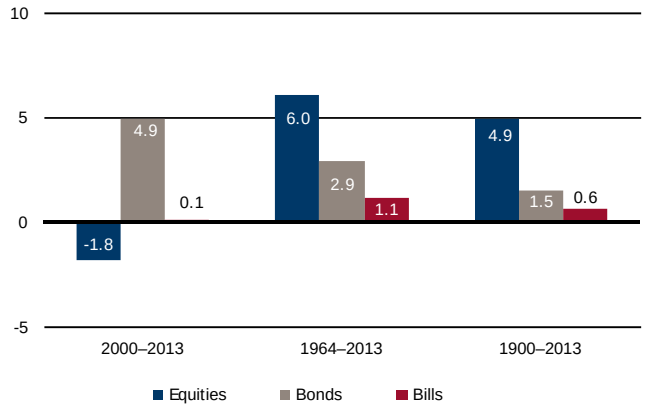
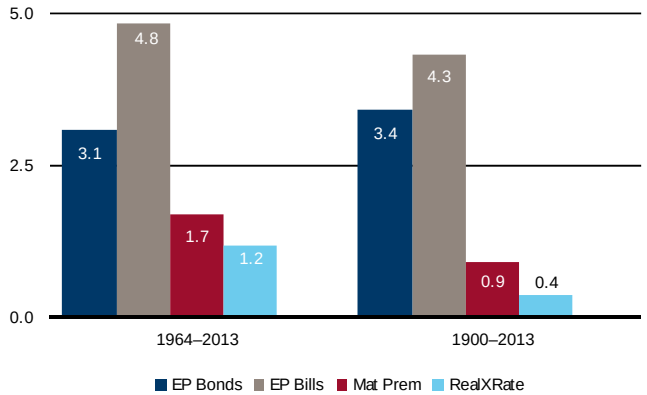


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ニュージーランド

ピュアかつ誠実

この 10 年間、ニュージーランドは自ら「100%ピュア」という言葉で宣伝してきており、また、フォーブス誌は、そのようなマーケティング戦略について、世界の観光旅行業促進キャンペーンの中でも上位 10 か国に位置づけられるとして評価しています。同国はそのように宣伝しているだけでなく、誠実さ、情報公開度、良好なガバナンス、そしてビジネス活動における自由度の点でも世界レベルであると自負しています。トランスペアレンシー・インターナショナルによると、ニュージーランドはデンマーク、フィンランドと共に、2013 年の腐敗認識度ランキングで 1 位にランクインし、世界で最も汚職の少ない国の 1 つとされています。ウォール・ストリート・ジャーナルは、ニュージーランドはビジネス活動における自由度の最も高い国としています。世界平和度指数では、同国は（デンマークと並んで）世界で 2 番目に平和度の高い国とされています。

イギリスの植民地であったニュージーランドは 1907 年に同自治領となり、事実上独立国となりました。伝統的に、ニュージーランドの経済は羊毛、食肉、酪農品などの数種の一次産品を基盤としてきました。同国は、イギリスが EU に加盟するまで、イギリスを特恵市場とする輸出に依存してきました。

直近の 20 年間にわたり、ニュージーランドは更なる工業化と経済の自由化を進めました。現在同国は効率的な港湾施設、航空サービスおよび光海底通信を備え、国際競争力を高めています。

ニュージーランド証券取引所のルーツは、1870 年代のゴールドラッシュにまでさかのぼることができます。1974 年、各地の取引所を合併し、ニュージーランド証券取引所（NZSE）が創設されました。2003 年、同取引所は商業会社への組織変更がなされ、New Zealand Exchange Limited(NZX)となりました。NZX の主な上場企業はフレッチャー・ビルディング（インデックスの 23%）、テレコム・ニュージーランド（17%）およびオークランド国際空港となっています。

ニュージーランド資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 778.5 倍に対し、長期国債が 10.0 倍、短期国債が 6.5 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 6.0%、長期国債では 2.0%、短期国債では 1.7%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

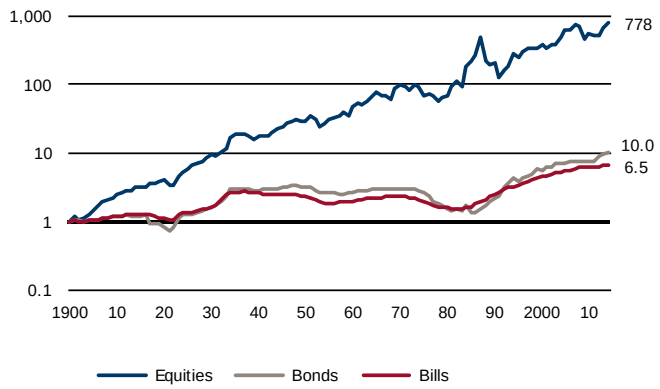


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

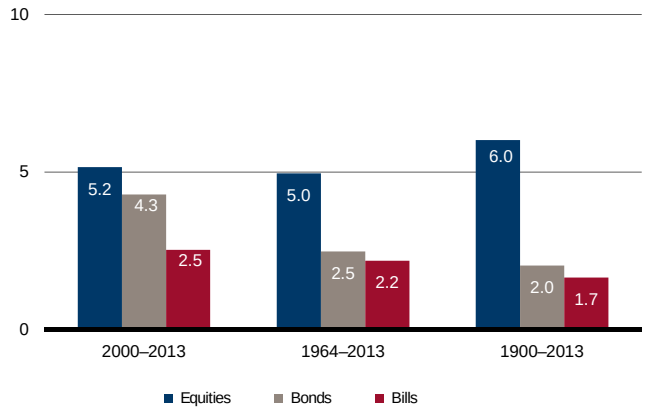
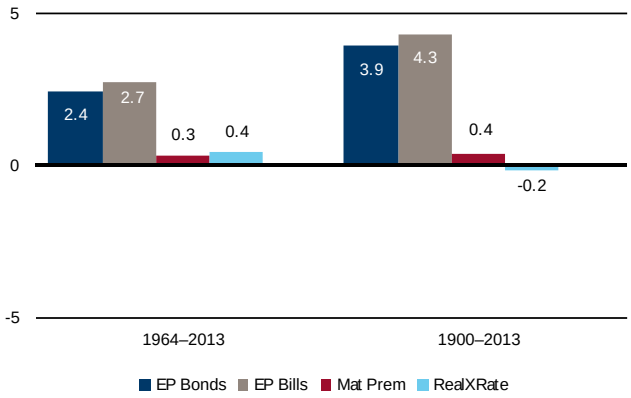


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ノルウェー

北欧の石油王国

ノルウェーは、とても小さな国（人口は世界 115 位、国土面積は 61 位）ですが、豊かな天然資源を有しています。ノルウェーは電力自給率が 100%の唯一の国（水力発電による）であり、世界有数の石油輸出国です。またノルウェーは世界第 2 位の水産物輸出国でもあります。

人口 490 万人のノルウェー国民は、都市国家の数か国を除き世界最大の一人当たり GDP を享受しており、ユーロに参加せず立憲君主制をとっています。この対価として同国の物価は高水準にあります。英エコノミスト誌「ビッグマック・インデックス」によると、ノルウェーのハンバーガー1 つの価格は世界最高値となっています。国連の人間開発指数によると、ノルウェーは平均寿命、教育および生活水準で世界最高と位置付けられています。

オスロ証券取引所(OSE)は 1819 年、船のオークション、商品および通貨取引のためクリスチャニア取引所として発足したのが始まりです。その後、株式・債券の取引所として発展しました。取引所は現在スカンジナビア証券取引所の OMX グループの一翼を担っています。

1990 年代には、ノルウェー政府は石油による余剰資産を運用するため、石油ファンドを設立しました。このファンドは資産残高 8 千億ドル超にまで成長し、欧州最大、そして世界第 2 位となっています。ファンドの投資先は大部分が株式で、平均して、世界の上場企業すべてに 1%以上ずつ投資しています。

OSE で最大の上場企業はスタトイル、DNB、テレノール、シードリルです。

ノルウェー資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 116.3 倍に対し、長期国債が 7.4 倍、短期国債が 3.6 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.3%、長期国債では 1.8%、短期国債では 1.1%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

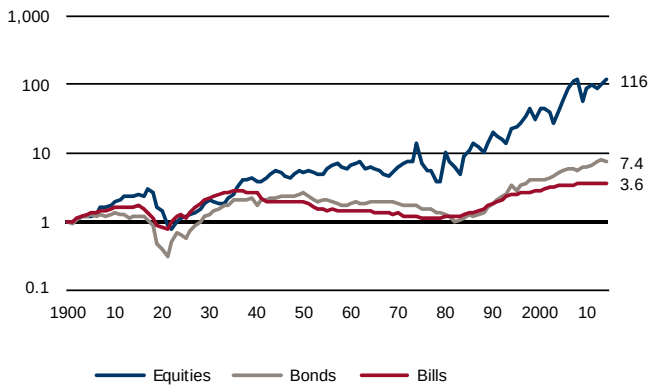


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

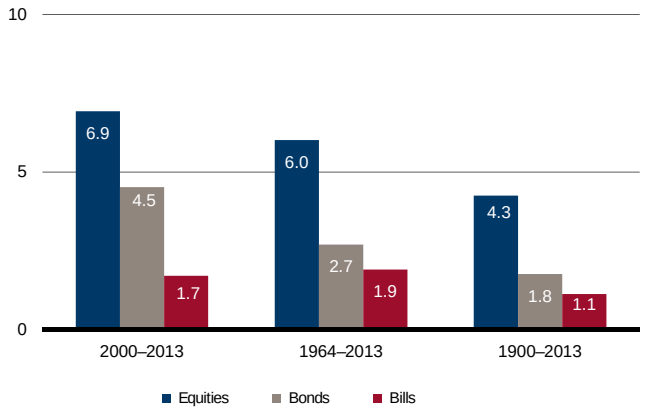
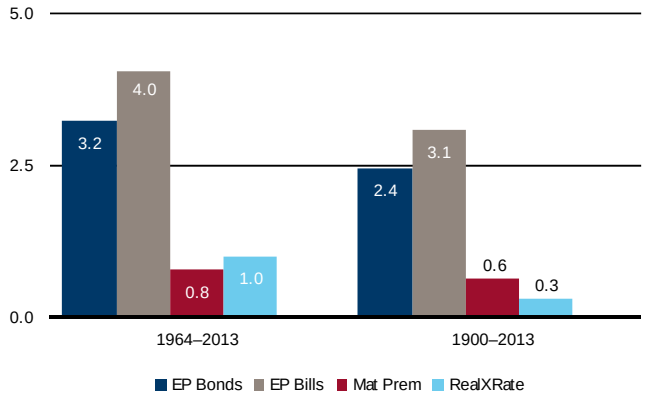


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ポルトガル

発見の国

15 世紀、「発見の時代」の間、集中された市場の原始的な形がリスボンに存在していました。そこでは、船舶や航海に資金調達するのに必要な多額の金をどのように集めるか、そして関連のリスクをカバーするための保険契約の保険料についてどのように合意するか、という 2 つの問題が解決されていました。総じてこれは公式に組織された市場ではなく、取引はリスボン中心部表通りの街角で、屋外で行われていました。それでもこの市場は、特に、この船乗りの国が新しく発見された国から運ぶ品々などを取引する機会を提供していたのです。

近代国家としてのポルトガルは、無血のうちに前体制を打倒した軍事クーデターである「カーネーション革命」によって 1974 年に出現しました。同国は 1986 年に欧州連合に加盟し、ユーロを発足当時から導入している国の 1 つです。2010 年代に入るとポルトガル経済は 1970 年代以降で最も深刻な不景気に見舞われ、失業率は依然として高止まりしています。

1900 年からの長期で見ると、ポルトガル株式市場のインフレ調整済みのリターンは 3.7%でした。国債のリターンは実質年率 0.6%だったことから、国債に対するエクイティ・プレミアムは 3.0%だったことになります。

ポルトガルで最も時価総額の高い企業はエネルギーおよび公益セクターで、石油およびガスが 22%、電力が 32%を占めています。リスボンに上場している中で最大の企業はガルプ・エナージア、ジェロニモ・マーティンス、EDP で、それぞれがインデックスの 5 分の 1 以上を占めています。

ポルトガル株式のデータは、da Costa and Mata (2014) が今回新たに完成させた研究に基づいています。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 をご覧ください。

ポルトガル資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 60.2 倍に対し、長期国債が 2.0 倍、短期国債が 0.3 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.7%、長期国債では 0.6%、短期国債では–1.1%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.8%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

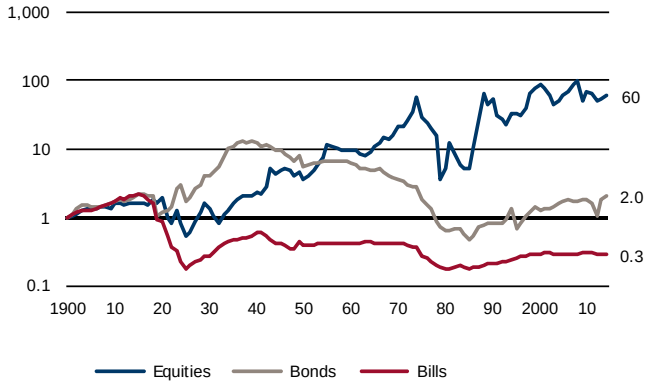


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

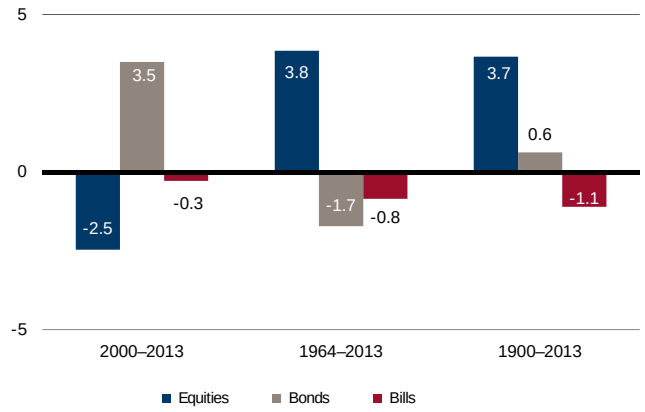
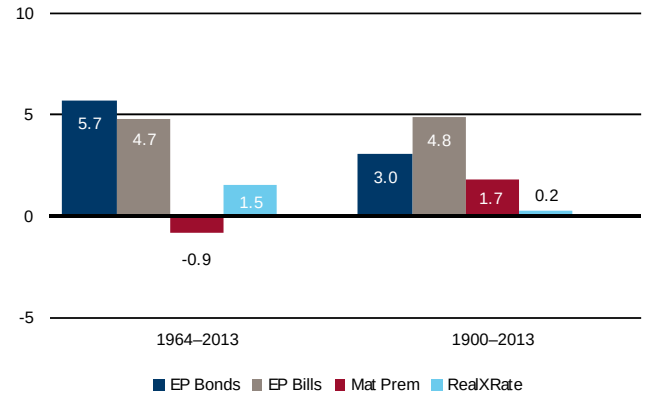


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

ロシア

資源が富の源泉

ロシアは世界最大の国で、その国土は地球上で人が居住する土地面積の 8 分の 1 を占め、9 つの標準時を持ち、その領域はヨーロッパとアジアの両方に及んでいます。以前ロシアは米国国土の 6 分の 1 を領有していたことさえありました。ロシアは世界有数の原油産出国で、天然ガスの産出量では世界第 2 位、鉄・アルミニウムでは世界第 3 位の輸出国です。天然ガスの埋蔵量および森林面積は世界最大で、石炭の埋蔵量は世界第 2 位です。

1917 年のロシア革命後、ロシアでは市場経済が廃止されました。従って、ここでは 3 つの期間に分けて考えることにします。第 1 に、1917 年までのロシア帝国期。第 2 に、ソビエト時代の私的財産の強制収用およびロシア国債の債務不履行に続き市場経済が長く中断されていた期間。そして、1991 年のソビエト連邦崩壊に続くロシア連邦の時代を第 3 の期間とします。

最終的に（1980 年代および 1990 年代それぞれの）イギリスとフランスの債券保有者に支払われた賠償は非常に限られたものでしたが、投資家全体で見れば、現在価値にして 99%以上が失われたことになります。1917 年の革命は国内の株式および債券所有者に事実上全財産を喪失させたものと見なされています。ロシアのリターンはここでは、「世界」および「米国を除く世界」および「ヨーロッパ」の各インデックスに組み込まれています。

1998 年、ロシアでは深刻な金融危機が起こり、国債は債務不履行となり、通貨切り下げ、ハイパーインフレ、そして経済のメルトダウンが起こりました。しかし、その後は驚くべき素早さで回復し、1998 年の危機後の 10 年間でロシア経済は 7%の年率換算平均成長率を達成しました。しかし 2008～09 年には、世界経済の停滞およびコモディティ価格の変動の影響を大幅に受け、ロシア株式市場では不安定なパフォーマンスが続いています。

2014 年初の時点で、ロシア株式市場の半分以上（51%）を石油およびガス企業が占め、最大規模の企業にはガスプロムとルクオイルとなっています。素材産業も加えると、これら資源関連銘柄が市場全体の時価総額の 3 分の 2 近くを占めます。資源関連ではない企業の中では、ズベルバンクが最大となっています。

ロシア資本市場のリターン

1900 年から 1917 年にかけてのパフォーマンスに加え、図 1 は、1993～2013 年の期間、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 2.9 倍に対し、長期国債が 3.1 倍、短期国債が 0.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1995～2013 年の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.8%、長期国債では 6.1%、短期国債では–2.2%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1995 年以降、年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 8.2%でした。これらの図に関する詳しい解説については 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

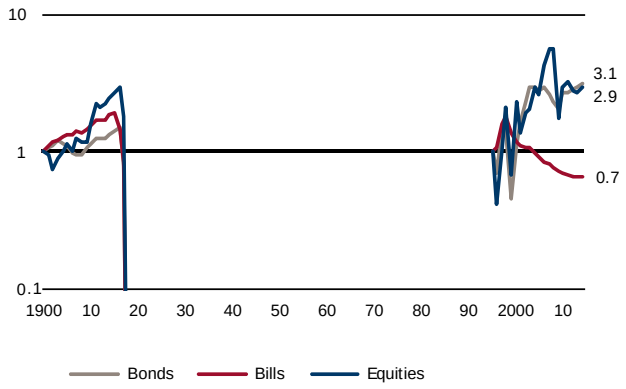


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

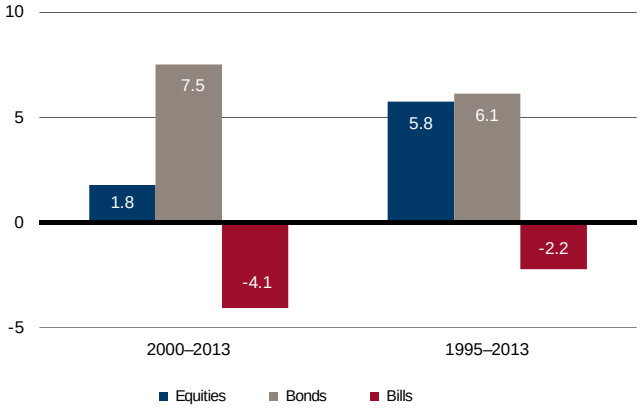
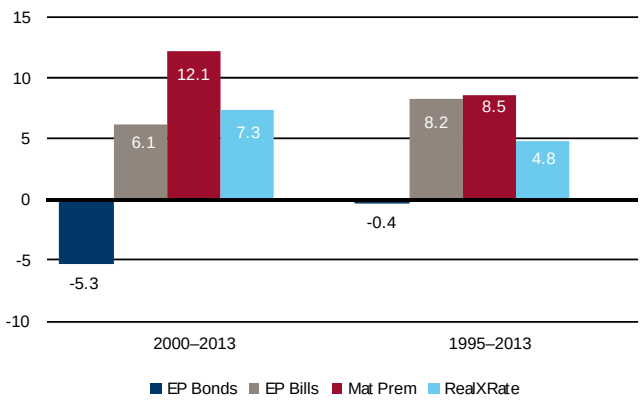


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

南アフリカ

黄金の機会

1870 年キンバリーでのダイヤモンドの発見、そして 1886 年ウィットウォータースランドでのゴールドラッシュは、南アフリカのその後の歴史を大きく変えるものでした。今日、南アフリカは世界の白金（プラチナ）産出量の 90%、マンガンでは 80%、クロムでは 75%、金では 41%を占め、その他ダイヤモンド、バナジウム、石炭の主要な産出国でもあります。

1886 年のゴールドラッシュによって多くの鉱業・金融関連企業が生まれ、そうした企業のニーズに応えるべく 1887 年、ヨハネスブルグ証券取引所（JSE）が開設されました。1900 年以降、南アフリカの株式市場は世界で最も活気のある市場の 1 つとなっており、年率 7.4%の株式の実質リターンという、イヤーブック掲載国中最高の収益を上げています。

今日、南アフリカには洗練された金融機構があり、また、アフリカ最大の経済となっています。南アフリカは 1900 年当時、イヤーブック掲載の他の数か国と共に、新興市場として見なされていました。指数提供会社は、同国がいまだ新興市場から脱していないと見ており、今日、南アフリカは世界第 5 位の新興市場に位置付けられています。

一時期の南アフリカ経済にとって最重要だった金は、同国経済の多様化とともにその重要性は減少しています。金融関連株が JSE の時価総額合計の 23%を占めている一方、素材産業はわずか 11%でしかありません。JSE で最大規模の銘柄には、MTN、ナスパース、Sasol、そしてスタンダード銀行があります。

南アフリカ資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 3372.4 倍に対し、長期国債が 8.1 倍、短期国債が 3.0 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 7.4%、長期国債では 1.8%、短期国債では 1.0%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

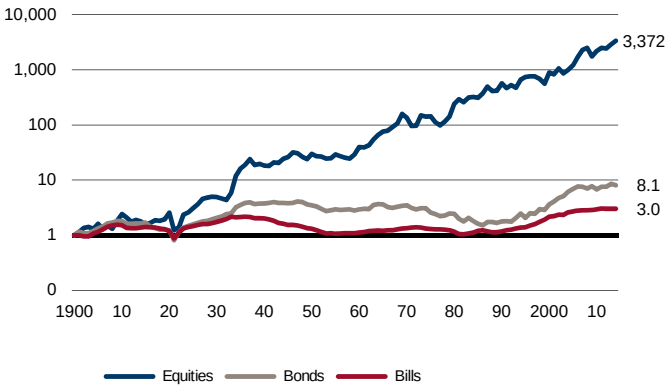


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

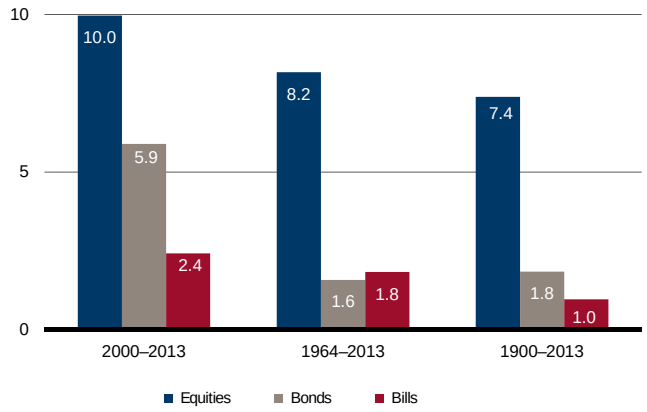
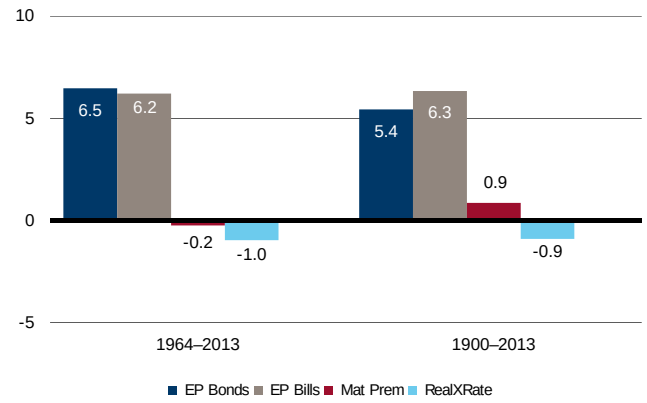


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

スペイン

ラテンアメリカへの足がかり

スペイン語は英語の次に世界で最も広く使用されている言語で、スペイン語を母語とする世界人口は中国語、ヒンディー語、英語の次に多く、世界第 4 位となっています。このような背景もあり、スペインのもつ存在感と影響力は南欧方面にとどまらず、ラテンアメリカ全域に及んでいます。

1960 年代と 1980 年代、強気相場を享受したスペインの株式実質リターンは世界第 2 位となりましたが、1930 年代と 1970 年代におけるリターンはイヤーブック掲載国中、最低水準となりました。

この背景としてまず、スペインが 2 つの世界大戦から受けた被害は比較的軽微だったにもかかわらず、スペイン株の実質価値の多くが 1936～39 年の内戦により失われたことがあります。また、1970 年代は民主政治への回帰と原油価格の 4 倍もの上昇が重なり、エネルギー供給の 70%を輸入に頼るスペインには打撃となりました。

マドリード証券取引所は 1831 年に設立され、1980 年代の力強い経済成長を受け現在世界第 14 位の大きさとなっています。主要なスペイン企業は南米において大きな影響力を保持しており、銀行業・インフラの欧州全域における強みも増しています。最も大きい企業はサンタンデール銀行、テレフォニカ、BBVA、インディテックスです。

スペイン資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 57.3 倍に対し、長期国債が 5.1 倍、短期国債が 1.4 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.6%、長期国債では 1.4%、短期国債では 0.3%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

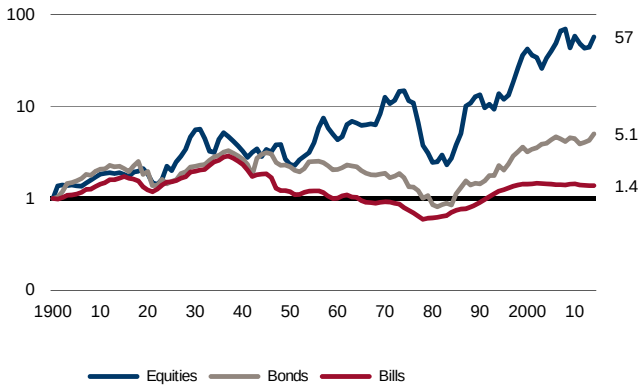


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

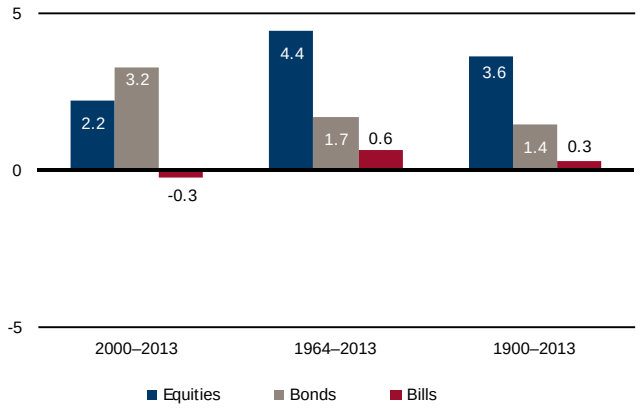
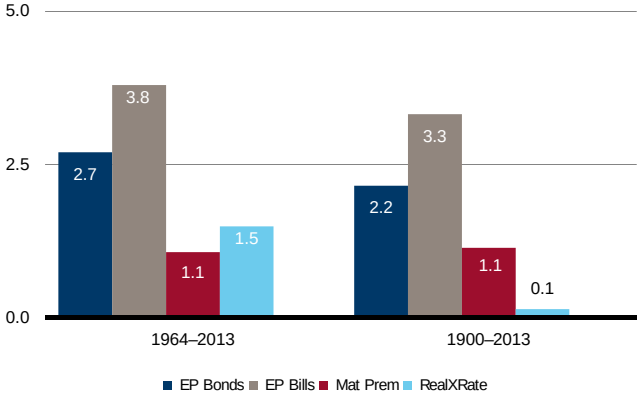


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

スウェーデン

ノーベル賞によるリターン

アルフレッド・ノーベルは全財産の 94%を遺贈し、5 つのノーベル賞（第 1 回の授与は 1901 年）を創設し、その基金を安全な有価証券で運用するようにとの遺言を残しました。スウェーデンが自らの運用成績に関してノーベル賞を受賞することがあるとすれば、それは、株式、長期国債および短期債のすべてが上位 6 位に入っているという業績の良さを認められてのこととなるでしょう。

スウェーデン株式の実質リターンは 2 つの世界大戦を通じての中立的な政策、そして資源からの富、また 1980 年代の産業持株会社の発展により支えられてきました。全体として、同国株式の実質リターンは年率 5.8%で成長してきました。私たちのスウェーデン・インデックスのデータおよび出所に関してはクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 に詳細を掲載しています。

ストックホルム証券取引所（SSE）は 1863 年に創設され、北欧諸国における主要な取引所です。1998 年以降、同取引所は OMX グループを構成しています。SSE で最大規模の銘柄はノルデア銀行、エリクソン、スベンスカ・ハンデルスバンケンとなっています。

長期・短期国債の実質リターンが上位にランクインしてはいるものの、長期国債の実質リターンは年率 2.6%、短期債ではわずか 1.9%だけであったことから、ノーベル賞受賞者は、安全な有価証券で運用せよという遺言を残念に思うことでしょう。もし基金が国内株式で運用されていたなら、受賞者たちは、受賞から名声を得ただけでなく、より高額の賞金を手にできていた可能性があります。

スウェーデンでは、金融セクターが株式市場時価総額の 3 分の 1 （34%）を占めています。 最大の銘柄はヘネス・アンド・モーリッツ（H&M ）で、その他ノルデア銀行、エリクソンがあります。

2013 年版より、Gernandt, Palm, and Waldenström (2012)による研究を参考に、スウェーデンに関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014 をご覧ください。

スウェーデン資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 600.7 倍に対し、長期国債が 17.7 倍、短期国債が 8.4 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.8%、長期国債では 2.6%、短期国債では 1.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.8%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

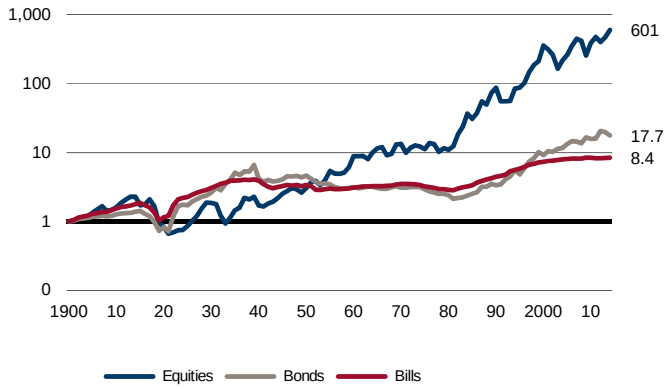


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

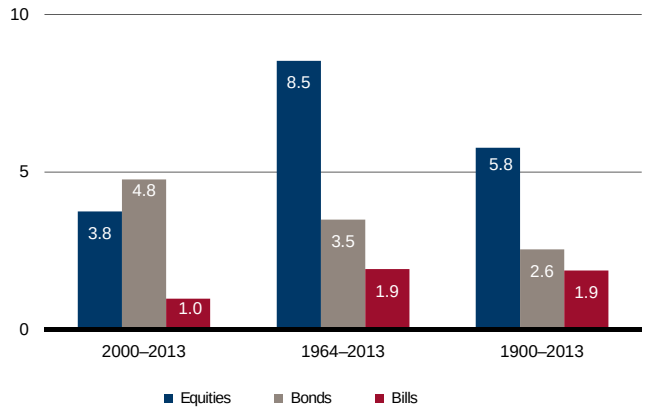
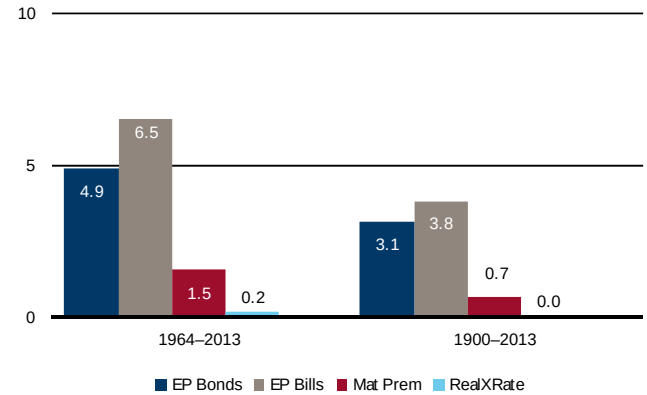


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

スイス

伝統的な安全地帯

スイスが金融界に及ぼす影響力は、世界でわずか 0.1%の人口と 0.01%以下の国土面積という規模をはるかに超えています。スイスは、世界金融市場で果たしているその役割によってしばしば世界最高の評価を獲得しています。2012～2013 年の国際競争力レポートによると、スイスの競争力は世界第 1 位にランクされています。また、米フューチャーブランドの国別ブランド力ランキングでは、2013 年、世界トップに浮上しました。

スイス証券市場の起源はジュネーブ(1850 年)、チューリッヒ(1873 年)、バーゼル（1876 年）にさかのぼります。現在は世界第 8 位の株式市場となっていて、世界の時価総額に占める割合は 3.2%です。

1900 年以来、スイス株式の実質リターンは中位の 4.4%で、一方国債市場のパフォーマンスは実質年率 2.2%で世界第 4 位に入っています。またスイスは、1900 年以降わずか 2.2%という世界で最低水準のインフレ率を享受してきました。その間、スイスフランは世界で最も強い通貨でした。

もちろんスイスは世界で最も重要な金融センターであり、プライベートバンキング業務は 300 年間以上スイスが主に競争力を発揮してきた分野です。スイスには中立性、健全な経済政策、インフレ率の低さと通貨の強さがあり、そうした特徴のすべてがスイスの安全地帯としての評判を高めてきました。今日、世界中のプライベートかつクロスボーダーの資産取引の 30%近くがスイスで行われています。

スイスでは医薬品業界が株式市場の 3 分の 1（33%）を占めています。また、ネスレ、ノバルティス、ロシュ等世界有数の企業が上場しており、この 3 銘柄の時価総額合計はスイス全体の半分以上を占めています。

スイス資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 137.1 倍に対し、長期国債が 12.3 倍、短期国債が 2.5 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.4%、長期国債では 2.2%、短期国債では 0.8%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.6%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

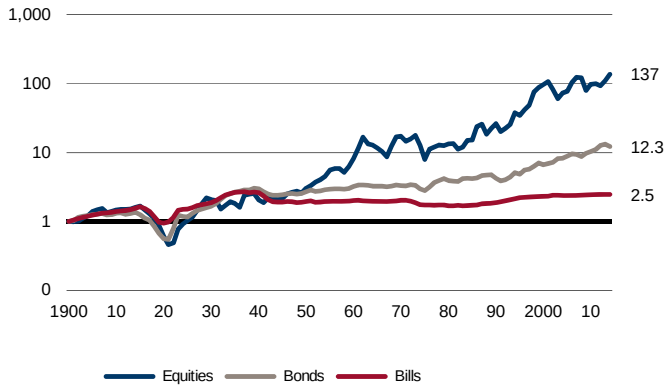


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

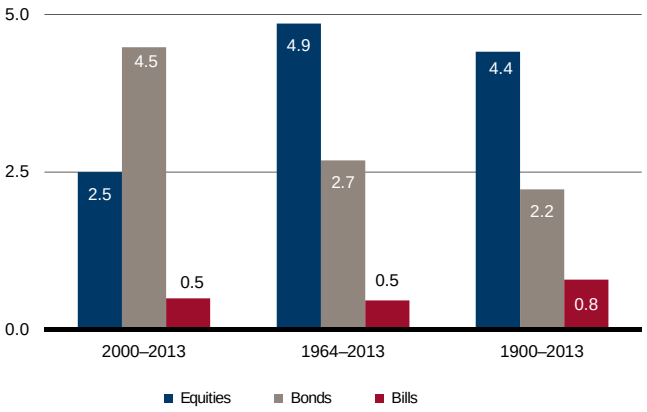
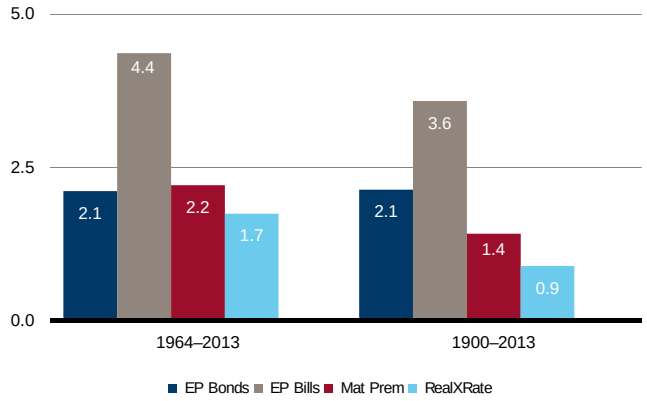


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

イギリス

世界のセンター

イギリスにおける組織的な株式取引の開始は 1698 年にさかのぼることができ、正式にロンドン証券取引所が設立されたのは 1801 年のことでした。1900 年には、イギリスの株式市場は世界最大の規模に成長し、ロンドンはグローバルおよびクロスボーダー金融に特化した世界有数の金融センターとなりました。

20 世紀初頭、米国株式市場がイギリスを追い越し、今日ではニューヨークがロンドンよりも金融センターとして大きな規模を持っています。ロンドンが他とは違う世界有数の国際金融センターとされているのは、グローバルなクロスボーダー取引が多くを占めているからです。

グローバル・ファイナンシャル・センター・インデックス、ワールドワイド・センター・オブ・コマース・インデックス、そしてフォーブスの最もパワフルな都市ランキングによると、今日イギリスは世界一の金融センターとしてランクされています。ロンドンは世界の銀行業のセンターで、550 の国際的な銀行および 170 の世界的な証券会社がロンドンにオフィスを構えています。ロンドン外国為替市場は世界最大の規模で、ロンドン株式市場および保険市場は共に世界第 3 位、債券市場は世界第 7 位となっています。

イギリスは世界最大の資産運用センターであり、欧州機関投資家の株式資本の半分近く、また欧州ヘッジファンド資産の 4 分の 3 が運用されています。ユーロ債取引の 3 分の 3 以上がロンドンで起債・取引されています。世界 3 分の 1 以上のスワップ取引とグローバルな外国為替取引の 4 分の 1 以上がロンドンで行われています。また、ロンドンはコモディティ取引、海運や他の多くの業種の中心地となっています。

ロンドン証券取引所にはロイヤル・ダッチ・シェルが上場しており、その他の主要なイギリス企業では HSBC、BP、ボーダフォン、グラクソ・スミスクラインが上場しています。

英国資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 372.4 倍に対し、長期国債が 4.9 倍、短期国債が 2.8 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.3%、長期国債では 1.4%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.4%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

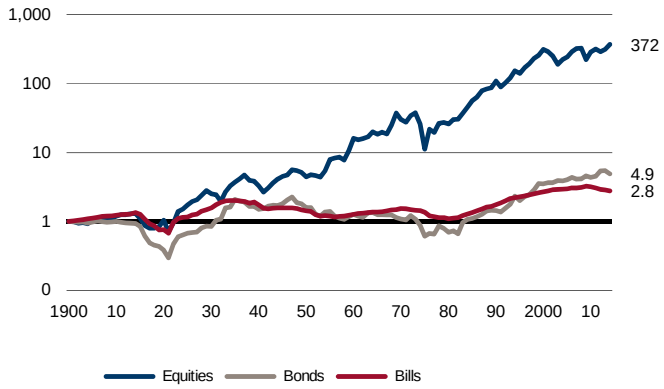


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

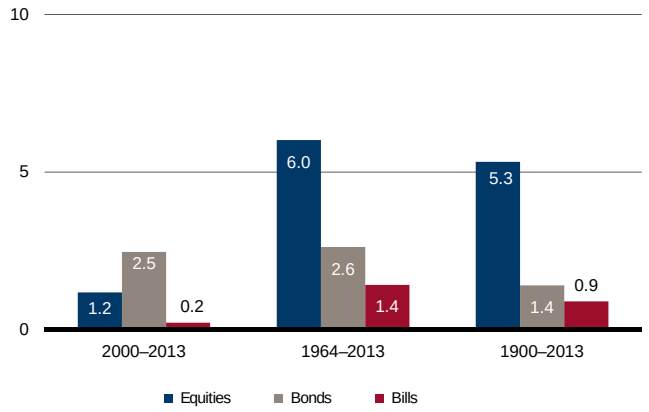
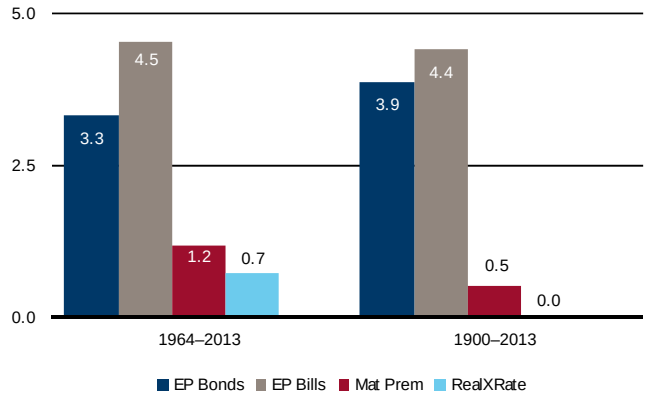


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

米国

金融超大国

米国は 20 世紀において急成長を遂げ、世界有数の影響力を政治、軍事、そして経済の分野で有するようになりました。共産主義の崩壊後、米国は世界唯一の超大国となりました。国際エネルギー機関は、2017 年には米国が世界最大の産油国になると予測しています。

また、米国は金融超大国でもあります。米国の経済規模は世界最大で、ドルは世界の準備通貨とされています。米国株式市場は時価総額で世界の 48%を占め、次に大きい市場である日本の 5 倍の規模です。米国債券市場も世界最大となっています。

また、米国金融市場は最も記録が残されている市場で、最近まで、歴史的な資産収益についての長期のデータはほぼすべての場合米国のものに頼っていました。1900 年以来、米国株および米国債はそれぞれ 6.5%、1.9%の実質リターンをあげています。

米国株式が過去長期にわたり優れたパフォーマンスを示してきたことに信頼を置きすぎることは、明らかに危険なことです。ニューヨーク証券取引所はその起源を 1792 年までさかのぼることができます。その頃、オランダとイギリスの株式市場はそれぞれ既に、200 年や 100 年近い歴史を持っていました。よって、200 年と少しを超える短期間のうちに、米国が世界株式市場に占める割合はゼロから約半分へと成長したことになります。

そのように成功した市場から例を導き出すことは、「成功」バイアスをもたらす可能性があります。そのような場合、投資家はその他の地域での株式のリターンや米国自身の株式の将来のリターンを誤解してしまうかもしれません。そのため、このイヤーブックでは米国のデータのみを使用するのではなく、グローバルなリターンに注目しています。

米国資本市場のリターン

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 1247.6 倍に対し、長期国債が 8.2 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 6.5%、長期国債では 1.9%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.5%でした。これらの図に関する詳しい解説は 37 ページをご覧ください。

図 1

1900～2013 年の長期パフォーマンス

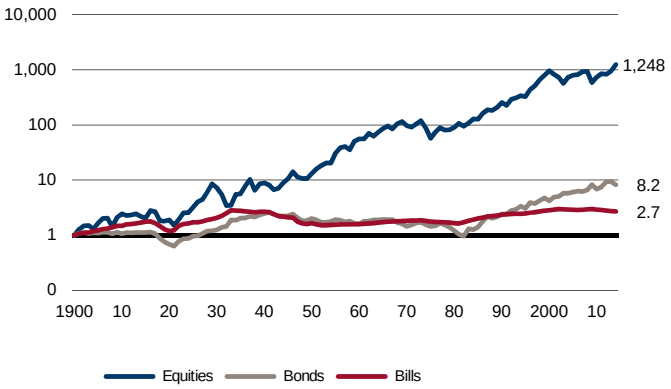


図 2

主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

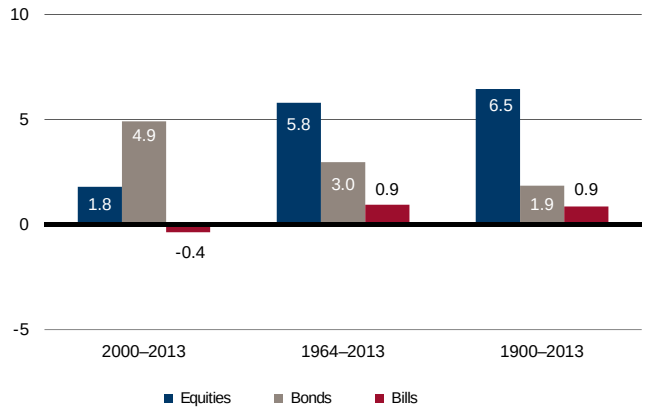
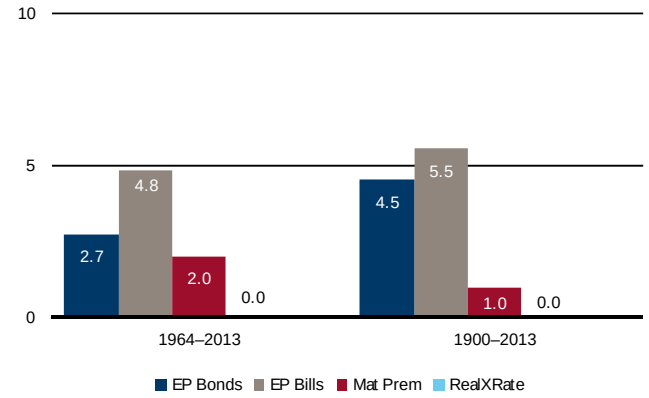


図 3

株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

世界 22 か国

グローバルな多様化

イヤーブック掲載国全体での長期パフォーマンス分析を行うのは興味深いものです。本稿では、初年の時価総額によって加重した、共通通貨建ての 23 ヶ国のワールド・エクイティ・インデックスを作成しました。また、GDP 加重による 23 ヶ国のワールド・ボンド・インデックスも作成しました。

これらの指数は、各国投資家の視点から、グローバルに分散化したポートフォリオの長期リターンを示したものです。ページ右側の図は米国人投資家のグローバル・リターンを表しています。ワールド・インデックスは米ドル建てで、実質リターンは米国インフレ率との比較で表示され、短期国債に対するエクイティ・リスクプレミアムは米国短期国債との比較で測定しています。

図 2 は、1900～2013 年の 114 年間、世界指数の実質リターンが年率で株式は 5.2%、長期国債は 1.8%だったことを表しています。また、図 3 は、ワールド・エクイティ・インデックスの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムが対短期国債で過去 114 年間では 4.3%、直近の 50 年間ではそれに非常に近い 4.4%だったことを示しています。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版では、オーストリア、中国、ロシアの 3 か国を、2014 年版ではポルトガルを追加しました。オーストリアとポルトガルには過去からの持続的なデータがありますが、中国とロシアにはありません。生存バイアスを回避するため、この 3 つの国のすべては 1900 年以降の世界指数に全面的に組み込まれています。ロシアは 1917 年、中国は 1949 年に、それぞれ全損を計上しましたが、その後両国はそれぞれ 1990 年代に市場を再開し、ワールド・インデックスに再び組み入れられています。

全世界の資本市場のリターン（米ドル建て）

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 313.5 倍に対し、長期国債が 7.6 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.2%、長期国債では 1.8%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3%でした。これらの図に関する詳しい解説については 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

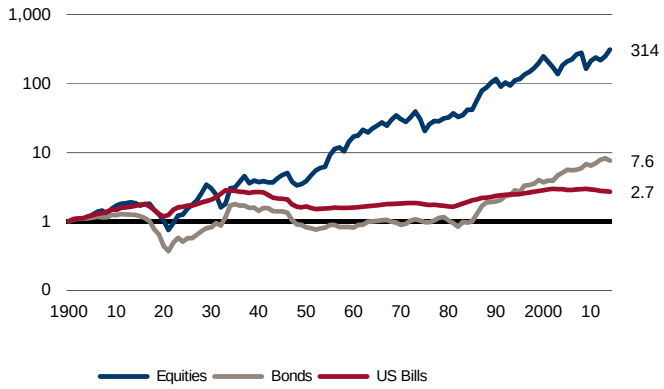


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

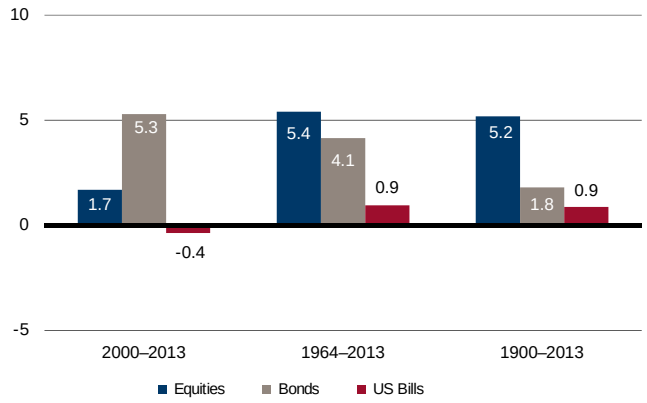
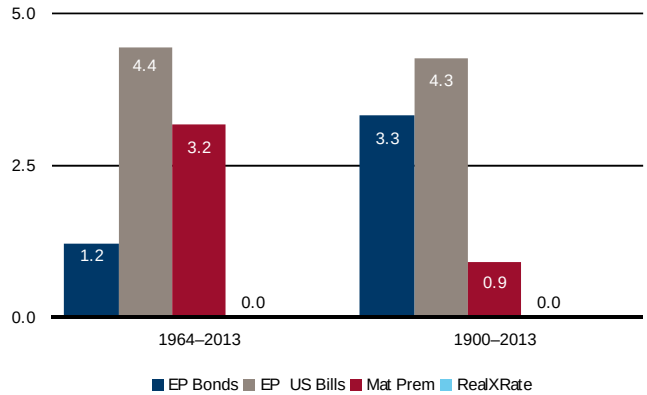


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

米国を除く世界 21 か国

アメリカを超えて

先の 2 つのワールド・インデックスに加えて、ここでは米国を除く世界について、全く同様の方法を使い別のワールド・インデックスを 2 つ作成しました。後者のインデックスは前者に比べ、23 か国からたった 1 つの国を除外しただけですが、大まかにいって、米国はイヤーブック掲載国の株式全体の時価総額総計の約半分を占めるため、米国を除いた世界 22 か国による米国外ワールド・エクイティ・インデックスはワールド・インデックスの約半分の値を示しています。

上述したように、過去の資産運用のリターンから見られる長期の値動きに関する証拠は、最近までほぼ全てが米国のデータのみに基づくものでした。そのように成功を収めてきた経済だけに焦点を当てることは、「成功」バイアスに繋がる、という懸念は既に述べた通りです。投資家は、米国以外の地域での株式のリターンについて、または、米国自体の将来の株式のリターンについて、間違った見方を持つ可能性があります。

右側の図はこのような懸念が現実のものであることを示しています。米国を拠点とする国際的な投資家の視点からは、米国外のワールド・エクイティ・インデックスの実質リターンは年率 4.5%で、これは米国のリターンを年率で 2.0%分下回っています。これによって示唆されるのは、米国が最も極端な外れ値を示してこなかったにしても、米国 1 か国にだけ注目するのではなく、世界レベルでのリターンを見ていくことが重要だということです。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版・2014 年版では、ポルトガル、オーストリア、中国、ロシアを追加しました。ポルトガルとオーストリアには過去からの持続的なデータがありますが、中国とロシアにはありません。生存バイアスを回避するため、この 3 つの国のすべてが 1900 年以降のワールド・インデックスに全面的に組み込まれています。ロシアは 1917 年、中国は 1949 年に、それぞれ全損を計上しましたが、その後両国はそれぞれ 1990 年代に市場を再開し、ワールド・インデックスに再び組み入れられています。

米国を除く全世界の資本市場のリターン（米ドル建て）

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 156.6 倍に対し、長期国債が 5.8 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.5%、長期国債では 1.6%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.6%でした。これらの図に関する詳しい解説については 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

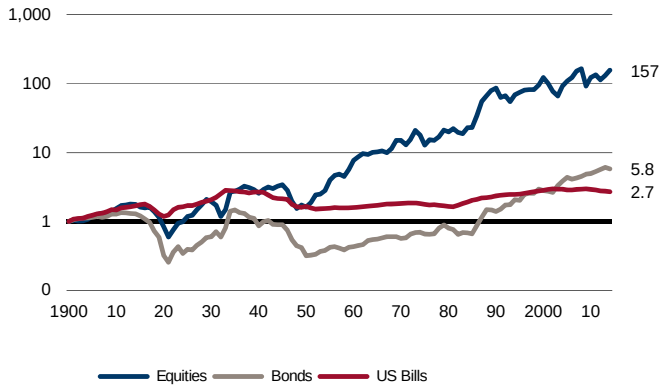


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

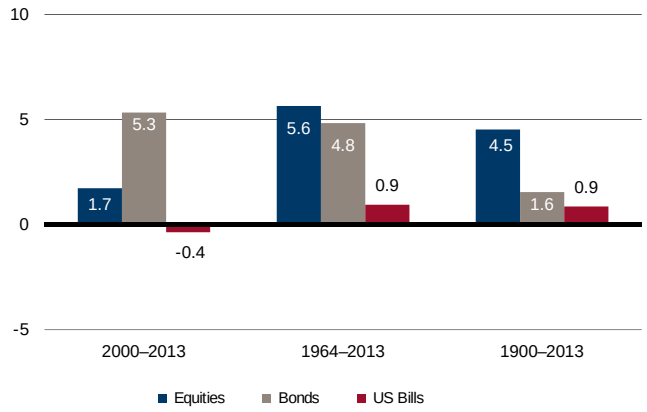
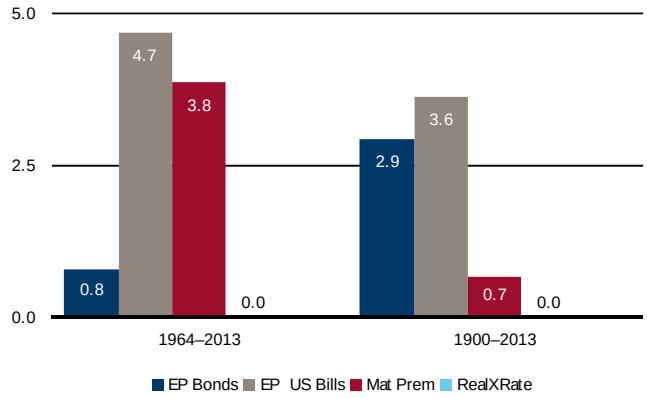


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

欧州 16 か国

古き世界

イヤーブックでは、欧州 16 か国のリターンについて掲載しており、その（全てではありませんが）大半が欧州連合（EU）に加盟しています。16 か国の内訳は、ユーロ圏内の EU 加盟国 10 か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン）、ユーロ圏外の EU 加盟国 3 か国（デンマーク、スウェーデン、イギリス）、欧州自由貿易連合加盟の 2 か国（ノルウェー、スイス）およびロシア連邦となっています。大まかにいって、これら 16 か国の EU および EFTA 諸国は「旧世界」を代表する国々です。

ヨーロッパ諸国の 1 つのグループとして捉え、そのパフォーマンスをワールド・インデックスと比較することは興味深いことです。そこで、ワールド・インデックス同様の手法を用いこれら 16 か国についてのヨーロッパ・インデックスを作成しました。ワールド・インデックス同様、ヨーロッパ・インデックスについても任意の通貨建てで設定することが可能です。一貫性を持たせるため、右側の図では米国人投資家の視点をとり、米ドル建てで表示しています。

図 2 は、ヨーロッパ株式の実質リターンが 4.4%だったことを示しています。一方、ワールド・インデックスのリターンは 5.2%だったので、「旧世界」のパフォーマンスの方が下回っていたことになります。これは、（ヨーロッパで勃発した）2 度の世界大戦により壊滅的な被害を受けたこと、もしくは、多くの「新世界」の国々が資源に富んでいたこと、またおそらく「新世界」経済がより活気に満ちたものであったことと関連していると考えられます。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版と 2014 年版では、ポルトガル、オーストリア、ロシアの 3 か国をヨーロッパ地域に追加しました。ポルトガルとオーストリアには過去からの持続的なデータがありますが、ロシアにはありません。ロシアは 1917 年に全損を計上しましたが、生存バイアスを回避するため、この両国はともに 1900 年以降のヨーロッパ・インデックスに全面的に組み込まれています。ロシアはその後 1990 年代に市場を再開し、ヨーロッパ・インデックスに再び組み入れられています。

欧州資本市場のリターン（米ドル建て）

図 1 は、過去 114 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 136.8 倍に対し、長期国債が 3.5 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以来の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.4%、長期国債では 1.1%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.5%でした。これらの図に関する詳しい解説については 37 ページをご覧ください。

図 1
1900～2013 年の長期パフォーマンス

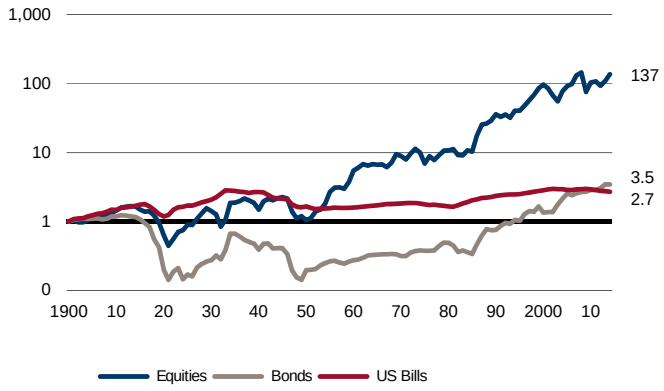


図 2
主要資産クラスにおける年率換算実質リターン(%)

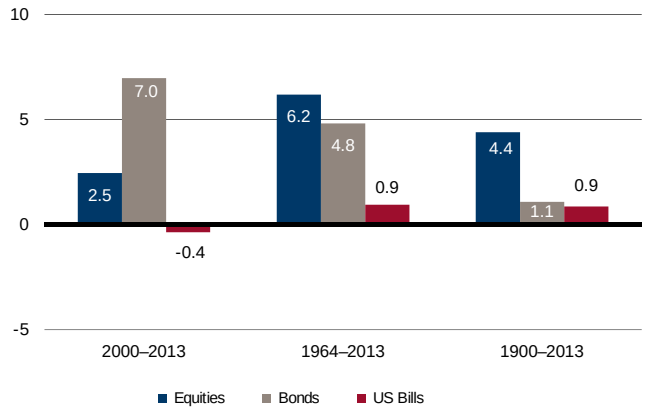
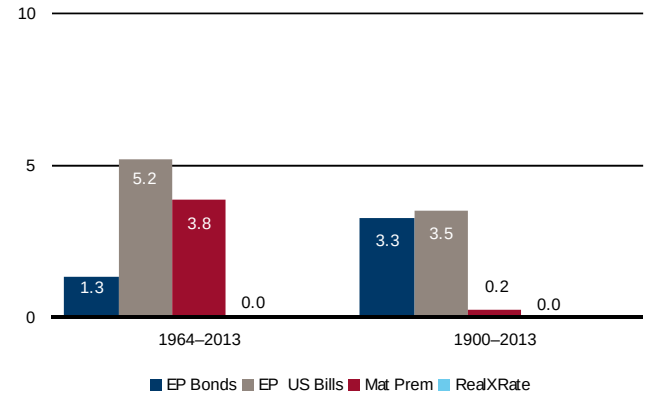


図 3
株式、債券、為替における年率換算プレミアム(%)



注：「EP Bonds」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP Bills」は対短期国債（T-Bill）のエクイティ・プレミアムを、「Mat Prem」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「RealXRate」は対米ドルでの外国為替レートの実質（インフレ調整後の）変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2014。

参考文献

Barro, Robert J., 2010. The Barro–Ursúa Macroeconomic Dataset（「マクロ経済データセット」）rbarro.com にて入手可能。

Bekaert, Geert and Campbell R. Harvey, 2013, Emerging equity markets in a globalizing world（「グローバル化の世界における新興株式市場」）, Working paper, October.

Bernstein, William J., 2002. The two-percent dilution（「２％の希薄化」）, Efficient Frontier. Available at efficientfrontier.com

Bernstein, William J. and Robert D. Arnott, 2003. Earnings growth: the two percent dilution（「収益の伸び：２％の希薄化」）, Financial Analysts Journal 59(5), 47–55.

Chamon, Marcos, Atish Ghosh, and Jun Kim, 2010, Are all emerging crises alike?（「すべての新興市場危機は似ているのか？」） Paper 9, Conference on Global Economic Crisis, August.

Dichev, Ilia D., 2007, What are investors' actual historical returns? evidence from dollar-weighted returns（「投資家の実質リターンの実績とは何か？ドル加重収益率からの証拠」）, American Economic Review 97(1): 386–401.

Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton, 2002. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns（邦訳『証券市場の真実—101 年間の目撃録』）. Princeton: Princeton University Press.

Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton, 2005. Economic growth and stock market performance（「経済成長と株式市場のパフォーマンス」）, Chapter 3 (pp 41–58) of Global Investment Returns Yearbook, London Business School and ABN AMRO.

Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton, 2010. Economic growth（「経済成長」）, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, Zurich: Credit Suisse Research Institute.

Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton, 2012. Currency matters（「通貨の重要性」）, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, Zurich: Credit Suisse Research Institute.

Frazzini, Andrea and Owen A. Lamont, 2008, Dumb money: mutual fund flows and the cross-section of stock returns（「ダムマネー：投資信託の流れと株式リターンの一断面」）, Journal of Financial Economics 88(2): 299–322.

Gazzaniga, Michael S., 2011, Who's in charge?: free will and the science of the brain（『誰の責任？ 自由意志と脳科学』）. New York: HarperCollins.

Goldstein, Morris, 1998, The Asian financial crisis（『アジア金融危機』）. Washington D.C: Institute for International Economics.

Griffin, John, Xiuqing Ji, and Spencer Martin, 2003, Momentum investing and business cycle risk: evidence from pole to pole（「モメンタム投資とビジネス・サイクル・リスク：世界各地における証拠」）, Journal of Finance 58: 2515–2547.

Hanauer, Matthias and Martin Linhart, 2013, Size, value, and momentum in emerging market stock returns: integrated or segmented pricing（「新興市場株式のリターンにおけるサイズ、バリュー、そしてモメンタム：統合または分割プライシング」）, Working paper, Technische Universität München.

Ibbotson, Roger G. and Peng Chen, 2003, Long-run stock returns: participating in the real economy（「長期の株式リターン：実体経済への参加」）, Financial Analysts Journal 59(1): 88–98.

Ilmanen, Antti, 2011, Expected returns: An investor's guide to harvesting market rewards（『期待リターン：市場での報酬を回収するための投資家ガイド』）. Chichester, UK: John Wiley & Sons.

Kahneman, Daniel and Amos Tversky, 1973, On the psychology of prediction（「予測の心理学について」）, Psychological Review 80(4): 237–251.

Kaminsky, Graciela L, Carmen M. Reinhart and Carlos A. Végh, 2003, The unholy trinity of financial contagion（「金融上の伝播に関する恐ろしい三位一体」）, Journal of Economic Perspectives 17(4): 51–74.

Krugman, Paul, 1994. The myth of Asia's economic miracle（「アジア経済の奇跡に関する神話」）, Foreign Affairs 73, 62–78.

Little, Ian M. D., 1962, Higgledy piggledy growth（「無秩序な成長」）, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 24(1), 387–412.

Lowell, Julia, C. Richard Neu, and Daoichi Tong, 1998, Financial crises and contagion in emerging market countries（「新興市場諸国における金融危機と伝播」）, RAND Corporation.

Maddison, Angus, 1995. Monitoring the World Economy 1820-1992（『世界経済のモニタリング 1820-1992』）. Paris: OECD Development Centre Studies.

Reinhart, Carmen M and Kenneth S Rogoff, 2011, From financial crash to debt crisis（「金融崩壊から債務危機へ」）, American Economic Review 101(5): 1676–1706.

Ritter, Jay R., 2005. Economic growth and equity returns（「経済成長と株式のリターン」）, Pacific-Basin Finance Journal 9(4), 421–434.

Ritter, Jay R., 2012. Is economic growth good for investors?（「経済成長は投資家にとって良いものだろうか？」）Journal of Applied Corporate Finance 24(3): 8–18.

Roy, Amlan, Sonali Punhani, and Angela Hsieh, 2013a. Demographic insights into policy: Asia's Big 3 (China, India and Japan)（「政策に対する人口統計学的洞察：アジアのビッグ３（中国、インドおよび日本）」）, Global Demographics & Pensions Research, Credit Suisse (30 August).

Roy, Amlan, Sonali Punhani, and Angela Hsieh, 2013b. Demographic dynamics over business cycles and crises: what matters is how different（「ビジネス・サイクルおよび危機に関する人口統計学的力学：どう違うのかが重要」）, Global Demographics & Pensions Research, Credit Suisse (21 June).

Roy, Amlan, Sonali Punhani, and Angela Hsieh, 2013c. Rising youth unemployment: a threat to growth and stability（「青年失業率の増加：成長と安定に対する脅威」）, Global Demographics & Pensions Research, Credit Suisse (25 March).

Roy, Amlan, Sonali Punhani, and Angela Hsieh, 2013d. European demographics and fiscal sustainability（「欧州人口統計と財政上の安定」）, Global Demographics & Pensions Research, Credit Suisse (17 January).

Sharpe, William F., 1991, The arithmetic of active management（「アクティブ運用の数学」）, Financial Analysts Journal 47(1): 7–9.

Young, Alwyn, 1995. The tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the East Asian growth experience（「数字の支配：東アジアの成長経験に関する統計上の現実に対峙する」）, Quarterly Journal of Economics 110, 641–680.

Van Agtmael, Antoine, 2007, The emerging markets century（『新興国市場の世紀』）. New York: Free Press.

著者紹介

エルロイ・ディムソン

ロンドン・ビジネススクールのファイナンス論名誉教授。ケンブリッジ・ジャッジ・ビジネススクール寄付基金運用センター長。ノルウェー政府年金基金の戦略評議会およびFTSE グループ政策委員会の議長を務める。欧州金融学会の元会長で、英国 CFA 協会（FSIP）およびアクチュアリー協会の名誉フェロー。『証券市場の真実—101 年間の目撃録』(原題“Triumph of the Optimists”)をポール・マーシュ、マイク・スタントンと共同執筆。Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Business, Journal of Portfolio Management, Financial Analysts Journal 等に執筆。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

ポール・マーシュ

ロンドン・ビジネススクールのファイナンス論名誉教授。ロンドン・ビジネススクールでは、ファイナンス論の分野の教授、校長代理、学部長、修士を含むファイナンス論プログラムの理事兼教授。公共の調査に関する助言経験があり、現在 Aberforth Smaller Companies Trust の委員長。M&G グループ及び Majedie Investments の元非常勤取締役。多数の金融機関・企業にコンサルタントとして出向。Journal of Business, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Portfolio Management, Harvard Business Review に執筆。エルロイ・ディムソンと、ロンドン・ビジネススクールが 1987 年から提供しているFTSE100 インデックスおよび NumisSmaller Companies Index を共同設計。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

マイク・スタントン

ロンドン・ビジネススクールの研究リソースであるロンドン株価データベースのディレクターで、ロンドン・ビジネススクール・リスク・マネージメント・サービスを提供。イギリス、香港、スイスの大学で教鞭をとる。“Advanced Modeling in Finance Using Excel and VBA”(Wiley、邦題『EXCEL と VBA で学ぶ先端ファイナンスの世界』)をメアリー・ジャクソンと共著。Wilmott 誌に連載コラムを執筆。Journal of Banking & Finance, Financial Analysts Journal, Journal of the Operations Research Society, Quantitative Finance に執筆。今回のイヤーブック及びクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック 2014 の土台となる、重要な『証券市場の真実—101 年間の目撃録』（原題“Triumph of the Optimists,”Princeton University Press, 2002)をエルロイ・ディムソン、ポール・マーシュと共同執筆。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

マイケル・モーブッサン

クレディ・スイス　マネジメント・ディレクター兼グローバル・フィナンシャル・ストラテジー部長。バリュエーション、資本市場理論、競争戦略分析、意思決定の分野における調査研究やレポートに基づき顧客に指針を提供。2013 年のクレディ・スイス入社以前はレッグ・メイソン・キャピタル・マネジメントでチーフ・インベストメント・ストラテジストとして勤務。3 つの著作があり、直近では『成功の方程式：ビジネス、スポーツそして投資におけるスキルと幸運の解明（“The Success Equation: Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing,” Harvard Business Review Press, 2012）』を出版。1993 年よりコロンビア・ビジネススクールのファイナンス非常勤教授、また Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing の教員。また、複雑なシステム論の主要な研究センターであるサンタフェ・インスティテュート運営委員会議長。ジョージタウン大学より学士号を取得。

この出版物について

出版
クレディ・スイス AG
リサーチ・インスティテュート
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurich
Switzerland

プロダクション・マネージメント
グローバル・リサーチ　エディトリアル&パブリケーションズ
Markus Kleeb (Head)
Ross Hewitt
Katharina Schlatter

著者
エルロイ・ディムソン、ロンドン・ビジネススクール, edimson@london.edu
ポール・マーシュ、ロンドン・ビジネススクール, pmarsh@london.edu
マイク・スタントン、ロンドン・ビジネススクール, mstaunton@london.edu
31–35 ページ 執筆担当
マイケル J. モーブッサン（クレディ・スイス）
michael.mauboussin@credit-suisse.com

編集最終期限
2014 年 1 月 31 日

この出版物の入手について
この出版物の入手をご希望の方は、クレディ・スイス出版ショップ www.credit-suisse.com/publications あるいは担当カスタマー・アドバイザーを通してご注文ください。
クレディ・スイスグローバル・インベストメント・リターンズソースブック 2014をご希望の方は、担当カスタマー・アドバイザーを通してご注文ください（クレディ・スイスのお客様限定）。お客様以外の方は、本ページ右側の注文に関する情報をご覧ください。

この出版物の入手について（クレディ・スイス社内）
この出版物およびクレディ・スイスグローバル・インベストメント・リターンズ　ソースブック 2014（お客様への配布に限定）を希望の際は GG Research Editorial　までメールを送信願います。

ISBN 978-3-9524302-0-0

イヤーブックやソースブックのご注文（お客様以外）　本イヤーブックの配布はクレディ・スイスのお客様には出版者から、お客様以外にはロンドン・ビジネススクールから配布されています。詳細な表、図、一覧表、背景情報、出所および文献データは付録のクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック 2014 に掲載されています。フォーマットは A4 カラー・無線綴じ・224 ページで、30 章、152 の図、85 の表、145 の引用データを掲載しています。ISBN 番号は 978-3-9524302-1-7 です。ご希望の方は、下記までご連絡ください。
Patricia Rowham, London Business School, Regents Park, London NW1 4SA, イギリス, 電話: +44 20 7000 7000, ファクス: +44 20 7000 7001,
e-mail prowham@london.edu Eメールを推奨いたします。

使用したデータをご覧になりたい場合　ディムソン・マーシュ・スタントン・データセットはモーニングスター社から入手可能です。DMS データモジュールについてお問い合わせください。データに関するガイドラインの詳細は www.tinyurl.com/DMSsoucebook まで。

この出版物から引用する場合　著者の許可を得るには、引用をご希望の文章、データ、図、表や付録の詳細を添えて著者までご連絡ください。引用された場合は、“Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press, 2002”についても本書と併せて引用文献リストに記載することが必要です。31～35ページを除いては、各図・表を転載する際は　Copyright© 2014 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton との記載が必要です。許可を得た際は、転載の出版物を著者あてに下記住所までお送りください。
London Business School, Regents Park, London NW1 4SA, 英国

Copyright © 2014 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton（31～35ページを除く）本イヤーブックに掲載されている資料の著作権は、特別な記載がない限りすべて著者に帰属します。また、本イヤーブックのいかなる部分についても、事前に著者の書面による許可を得ることなく、複製および使用することは、画像、電子、コピー機による複写、録音あるいは情報記憶装置・検索システムを含む方法の如何にかかわらず、一切禁止されております。

免責事項／重要情報
本書の記載事項は、クレディ・スイスにより提供されるもので、ここで提示される意見や記述は全て当資料作成時のものであり、変更されることがあります。本書は情報提供のために作成されたものであり、証券その他金融商品の売買や引き受けについてクレディ・スイスを代表した上で勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものではありません。本書は投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしておりません。また、特定個人に対する推奨も含みません。本書で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではありません。

本書に掲載されている情報や意見は、クレディ・スイスが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。本書に掲載されている情報や意見を使用した場合に生じた損失につきましては、クレディ・スイスは一切の責任を負いかねます。本書に掲載された情報や分析を本書の発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。新興国市場関連の投資には、先進国市場のものよりも投機的でボラティリティの高いものも含まれています。主なリスクには政治リスク、経済リスク、クレジット・リスク、為替リスク、市場リスクがあります。為替投資はレートの変動により影響を受けます。取引をご検討される際は、個別の状況に応じその投資が適切であるか、購入に伴う金融リスクその他法的、規制、信用、税制、及び会計面での影響を受けるリスクについて独自の調査および分析を行い、さらには必要に応じて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。本書は米国においては米国の登録ブローカー・ディーラーである Credit Suisse Securities (米国)が、カナダにおいては Credit Suisse Securities (カナダ)が、ブラジルでは Banco de Investomentos Credit Suisse（ブラジル）が提供しています。

本書はスイスにおいてはスイスの銀行である Credit Suisse AG が提供しています。クレディ・スイスはスイス金融監督局(FINMA)の監督下にあります。スイス以外のヨーロッパにおいては Credit Suisse(イギリス)及び Credit Suisse Securities（ヨーロッパ）が提供しています。Credit Suisse Securities（ヨーロッパ）及び Credit Suisse(イギリス)は共に健全性規制機構（PRA）の認可を受け、また健全性規制機構および金融行動監視機構（FCA）の監督下にあり、クレディ・スイス内でこの２つは関連していますがそれぞれ独立法人として規制を受けています。個人の顧客に対する健全性規制機構（PRA）か金融行動監視機構（FCA）、またはその両方による保護はイギリス国外の顧客に提供された投資及びサービスには適用されず、また、当該の投資における発行者が義務を果たさない時は英国金融サービス機構の補償スキームは適用されません。ガーンジーにおいては Credit Suisse(チャネル諸島)が提供しています。Credit Suisse (チャネル諸島) は 15197（登録地：Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey）の下登録される独立法人です。Credit Suisse(チャネル諸島)はクレディ・スイスの完全子会社であり、ガーンジー金融センターの規制を受けています。最新の監査済み財務諸表の写しは、請求により入手可能です。本書はジャージーにおいては Credit Suisse （チャネル諸島)ジャージー支店により提供されています。ジャージー支店（所在地：TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA）はジャージー金融サービス委員会の規制を受けています。アジア太平洋地域では本書は当該管轄区域において適正な認可を受けている次の法人のいずれかにより提供されています。香港では香港証券先物委員会認証の Credit Suisse（香港）あるいは香港金融管理局の監督下にあり、証券先物条例政令（香港法、第 571 章による）規制の登録機関であるクレディ・スイス香港支店から、日本においてはクレディ・スイス証券株式会社から提供されています。その他のアジア太平洋地域では、Credit Suisse Equities （オーストラリア）、Credit Suisse Securities（タイ）Credit Suisse Securities（マレーシア）、Credit Suisse AG シンガポール支店のいずれかが当該管轄区域において適正な認可を受ける法人として担当しています。その他の世界の地域は上記のいずれかが担当しています。

著者及び Credit Suisse の書面による許可なく、本書の全体あるいは一部を複製してはなりません。 © 2014 Credit Suisse Group AG and/or its affiliates. 不許複製

クレディ・スイスAG
リサーチ・インスティテュート
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurich
Switzerland

cs.researchinstitute@credit-suisse.com
www.credit-suisse.com/researchinstitute

FSC
www.fsc.org
MIX
Paper from responsible sources
FSC® C009035

PERFORMANCE
myclimate
neutral
Printed Matter
No. 01-12-215793 – www.myclimate.org
© myclimate – The Climate Protection Partnership

RCE 1545824 ISBN 978-3-9524302-0-0 02/2014