

# みずほレポート

2006年5月11日発行

## 株式市場に関するグローバル比較

～ 世界株式市場の成長性・規模の変化と

リスク調整後パフォーマンス～

本誌に関する問合せ先  
みずほ総合研究所(株) 調査本部  
経済調査部 草場洋方  
[hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp](mailto:hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp)  
(03) 3201-0536

## 要旨

1. 世界の株式市場はこの10年で大きく拡大した。時系列にみると、時価総額は1999年にピークをつけた後に一旦減少し、2002年を底に再び上昇基調で推移してきている。
2. 世界株式市場を地域別にみると、中東、中東欧、南アジアなどの成長が著しい。一方、東アジア、東南アジア、中南米・カリブ、アフリカといった地域の株式市場は低迷している。
3. 株式市場の成長性を属性別にみると、BRICs や資源国の株式市場は世界平均を上回る成長を記録してきた。先進国の株式市場は非先進国に比べて成長ペースは緩やかだが、両者の差はさほど大きくない。EURONEXT 構成国は、西欧の他市場に比べて高い成長性を有している。
4. 世界の株式時価総額は北米、欧州、アジア・オセアニアの三極に偏在しており、この10年でその構造に大きな変化はない。BRICs の株式市場の規模はまだ小さい。資源国の占めるウェートが増しつつあるが、世界の株式市場は依然として先進国中心に成立している。
5. 資本資産価格モデルによる世界株式市場に対する期待収益率（中央値）は9.43%である。期待収益率は各地域とも概ね10%内外だが、中南米・カリブはやや高めである。ファーマ＝フレンチ型のマルチファクターモデルによる世界株式市場に対する期待収益率（中央値）は11.85%である。地域別にみると、中南米・カリブの他、中東欧、中東、東南アジアに対する期待収益率が高い。
6. ファーマ＝フレンチ型のマルチファクターモデルは資本資産価格モデルに比べ、実際の株価変動を説明する能力が高い。その傾向は、特に小規模な株式市場について顕著である。
7. 世界株式市場のリスク調整後パフォーマンスを比較すると、中東の成績が最も良く、中東欧がそれに続く。逆に、パフォーマンスが悪いのはアジア・オセアニアである。
8. この10年、わが国株式市場の成績は厳しいものであった。時価総額の成長性やリスク調整後パフォーマンスは平均的水準を下回り、市場の国際的地位は大きく低下した。
9. わが国に求められる中長期的な課題として、技術進歩を促進する仕組み作りや海外との経済的統合が挙げられる。米国におけるNASDAQの躍進や欧州におけるEURONEXTの成功は、わが国の進むべき道をシンボリックに示すものである。

（経済調査部 草場洋方）

## 目次

I	はじめに	1
II	世界株式市場の成長性と規模の比較	5
1	世界全体の動き	5
2	地域別の動き	7
(1)	北米	7
(2)	中南米・カリブ	9
(3)	欧州	11
(4)	中東	18
(5)	アフリカ	20
(6)	アジア・オセアニア	22
3	属性別の動き	30
(1)	BRICs	30
(2)	資源国	31
(3)	先進国	32
(4)	EURONEXT	32
III	世界株式市場の期待収益率とパフォーマンス評価	34
1	期待収益率とは	34
(1)	資本資産価格モデルとファーマ = フレンチ型マルチファクターモデル	35
(2)	推計	36
(3)	決定係数の比較	40
2	各国株式市場の期待収益率	41
3	各国株式市場のパフォーマンス比較	43
IV	世界株式市場に関するその他の論点	46
1	資本市場の成熟度	46
2	株式市場への期待値の変化	48
3	各国株式市場の連動性の高まり	50
V	おわりに 締めと今後へのインプリケーション	51

## I はじめに

わが国経済は、「失われた 10 年」からの脱出に成功した。実質 GDP 成長率は潜在成長率を上回るペースで推移し、需給ギャップは需要超過に転換してきた。企業部門の好調が雇用・所得の増加という形で家計部門へと波及し、個人消費が新たな成長ドライバーとして期待される状況だ。実体経済が好調さを保つ中、物価の面でも、消費者物価の安定的な上昇が確認され始め、日本銀行は 5 年に及んだ量的緩和政策を解除するに至った。

金融市場に目を移すと、経済が明るさを取り戻すのに歩調を合わせる形で、株価と金利の上昇が続いている。特に株価は、2003 年に底打ちした後は堅調な推移を続け、昨年半ば以降の上昇ペース加速により、バブルの再来を懸念する声まで聞かれるようになってきた。

では、わが国が「失われた 10 年」を過ごしてきた間、世界はどう動いてきたのだろうか。どういった国や地域が成長を遂げ、或いは低迷したのだろうか。わが国経済は新しいステージに歩を進めようとしているが、そのような局面だからこそ、改めて「失われた 10 年」を振り返り、やや中長期的な視野に立ち、客観的に足許の自らのポジションを見つめ直すことも重要であろう。

本稿では、このような問題意識を端緒に、特に株式市場に焦点を当てた分析を行う。すなわち、この 10 年、世界の株式市場がどう動き、その構造がどう変わったかを確認する。また、各国株式市場の要求収益率やパフォーマンスを点検する。これらは、株式市場に関するグローバルベースのファクト・ファインディングであり、わが国或いは他の株式市場に関する客観的、相対的な評価作業である。

本稿は、大きく 3 部構成である。はじめに、この 10 年、世界の株式市場がどう成長してきたかという点について、株式時価総額を軸に考察する。具体的には、地域別・属性別に、この 10 年の時価総額の変遷を辿り、世界の中で各株式市場がどのような動きを示してきたのかを俯瞰的にみていく。次に、基礎的なポートフォリオ理論をベースに世界株式市場の期待収益率の算定とパフォーマンス評価を行う。具体的には、世界の株式市場全体をいわゆるマーケットポートフォリオ、各国株式市場を個別のポートフォリオに見立て、

資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model) とファーマ = フレンチ型のマルチファクターモデル (Fama & French Three-factor Model) を用いた期待収益率の算定、シャープの測度 (Sharpe Ratio)、トレーナーの測度 (Treynor Ratio)、ジェンセンの測度

( Jensen's )を用いたパフォーマンス評価、を実施する。そして、最後にその他の論点として、 各国資本市場の成熟度の比較、 各国株式市場への期待値の変化、 各国株式市場の連動性の確認、を行う。なお、期待収益率の算定を実施するところで、資本資産価格モデル及びマルチファクターモデルが実際の株式市場の動きをどの程度説明するのかという、従前よりポートフォリオ理論研究者の興味の対象となっているポイントについて、本稿のフレームワークの中で実証を行う。

本稿が調査の対象とした株式市場は図表 1 の通りである。 1996 年から 2005 年の 10 年間について時価総額及び株価指数に関する月次の情報を当社の有する情報源から取得できること、 各国における主要な証券取引所であること、などが選定基準となっており、世界全体で 61 市場である。従って、時系列情報の取得が困難な株式市場や、他の取引所との上場銘柄の重複が目立つ取引所などは除外してある。

分析に使用した通貨は米国ドルである。これは、 各国の比較を容易にする、 エマージング市場におけるインフレーションの影響を排除する、 国際的な株式投資を考える際は一般に米国ドル建の収益率が重視されるとみられる、などを考慮した。従って、各国株式市場の時価総額及び株価指数の変化については、当社による米国ドル換算ベースである。

各国の株価指数については、極力、 時価総額加重平均ベースの指数であること、 配当を含めたトータルリターン指数であること、 上場銘柄（内国株）全株を対象とした指数であること、を満たす指数を選択するように配慮した。これは、株式市場の期待収益率算定やパフォーマンス評価を行う際、ポートフォリオ理論の前提が極力満たされることを考慮したものである。尤も、上記の条件を十分に満たさない株式市場については、選択可能な指数のうちから最善と考えられるものを抽出した。

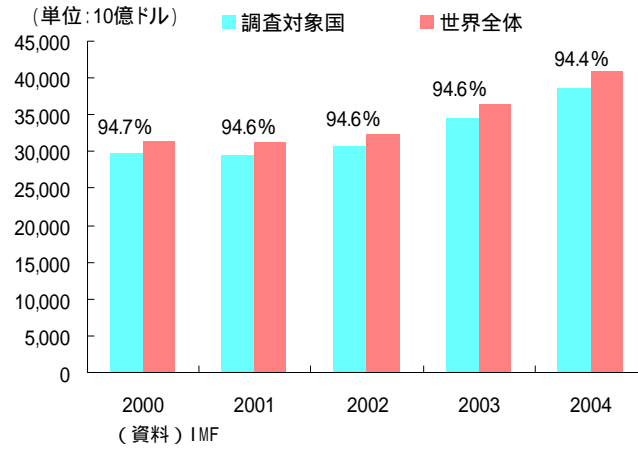
調査カバレッジの十分性についてみると、調査対象国の名目 GDP 合算値は、世界全体の名目 GDP の約 95% を占めている（図表 2）。調査対象から外れた国は、過去 10 年間の主要な市場データ入手が困難であるなど資本市場の整備が遅れていると推定されるため、株式市場のカバレッジとしては、名目 GDP によるカバレッジより高いか、少なくとも同等程度は確保されていると考えられる。また、調査対象市場のデータをもとに当社が推計した時価総額加重平均によるトータルリターンベースの世界株価指数と、市場関係者の間で広く活用されている FT 社及び MSCI 社集計の世界株価指数の動きを比較してみると、概ね連動した動きになっている（図表 3）。この点からも、世界株式市場の包括的な分析を行う上で、本稿のカバレッジは相応に十分なものであると考えられる。

図表1：調査カバレッジ

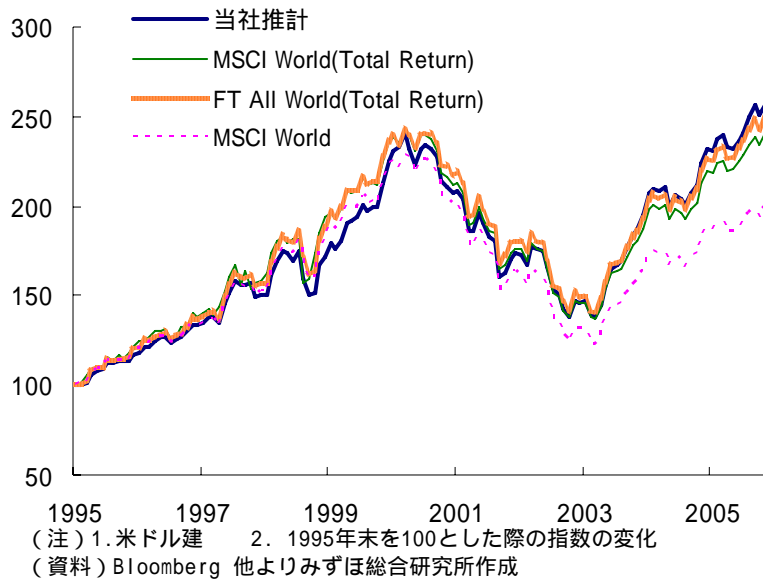
地域	国	証券取引所	株価指数	#
<b>世界</b>				
<b>北米</b>				
米国	NYSE	ニューヨーク	NYSE総合指数	1
	NASDAQ	NASDAQ	NASDAQ総合指数	2
	AMEX	アメリカン	AMEX総合指数	3
	カナダ	TSXトロント	S&Pトロント総合指数	4
<b>中南米カリブ</b>				
メキシコ	メキシコ	メキシコボルサ指数	5	
ブラジル	サンパウロ	ブラジルボベスパ指数	6	
アルゼンチン	ブエノスアイレス	アルゼンチンメルバル指数	7	
ペルー	リマ	ペルーIGBVL指数	8	
チリ	サンティアゴ	チリIGPA指数	9	
ベネズエラ	カラカス	ベネズエラIBC指数	10	
ジャマイカ	ジャマイカ	JSEM指数	11	
バミューダ	バミューダ	バミューダBSX指数	12	
<b>欧州</b>				
<b>西欧</b>				
フランス	EURONEXTパリ	フランスSBF250指数	13	
オランダ	EURONEXTアムステルダム	アムステルダムAEX指数	14	
ポルトガル	EURONEXTリスボン	リスボンBVL総合指数	15	
ベルギー	EURONEXTブリュッセル	ベルギーBSM指数	16	
ギリシャ	アテネ	アテネ総合指数	17	
アイルランド	アイルランド	アイルランドISEQ全株指数	18	
ドイツ	フランクフルト	CDAXパフォーマンス指数	19	
英国	ロンドン	FTオールシェア指数	20	
イタリア	ミラノ	ミラノMIBTEL指数	21	
スペイン	マドリッド	スペインMADマドリッド指数	22	
スイス	スイス	スイスパフォーマンス指数	23	
ルクセンブルグ	ルクセンブルグ	LuxX指数	24	
マルタ	マルタ	マルタ全株指数	25	
<b>北欧</b>				
ノルウェー	オスロ	オスロ全株指数	26	
フィンランド	OMXヘルシンキ	フィンランドHEX総合指数	27	
デンマーク	OMXコペンハーゲン	KFXコペンハーゲン株価指数	28	
スウェーデン	OMXストックホルム	ストックホルムOMX指数	29	
アイスランド	アイスランド	アイスランド株価指数	30	
<b>中東欧</b>				
ハンガリー	ブタペスト	ブタペスト証券取引所指数	31	
スロベニア	リュブリャナ	スロベニアSBI指数	32	
オーストリア	ウィーン	ウィーン証券取引所株価指数	33	
ポーランド	ワルシャワ	ワルシャワWIG指数	34	
ロシア	ロシア	ロシアRTSI指数(ドル建)	35	
スロバキア	スロバキア	スロバキアSAX株価指数	36	
<b>中東</b>				
サウジアラビア	サウジアラビア	サウジ証券取引所株価指数	37	
トルコ	イスタンブール	イスタンブールナショナル100種指数	38	
クウェート	クウェート	クウェートグローバル株価指数	39	
イスラエル	テルアビブ	テルアビブ100種指数	40	
イラン	テヘラン	TSE50指数	41	
オマーン	マスカット	マスカットMSM30指数	42	
<b>アフリカ</b>				
南アフリカ	ヨハネスバーク	FT JSE40指数	43	
エジプト	カイロ・アレクサンドリア	エジプトヘルメス指数	44	
ケニア	ナイロビ	ケニアNSE20種指数	45	
ボツワナ	ボツワナ	ボツワナ国内企業株指数	46	
<b>アジア・オセアニア</b>				
<b>アジア</b>				
<b>東アジア</b>				
日本	東京	東証株価指数	47	
中国	上海	上海総合指数	48	
	深セン	深セン総合指数	49	
香港	香港	ハンセン指数	50	
韓国	韓国	韓国総合株価指数	51	
台湾	台湾	加権指数	52	
<b>東南アジア</b>				
シンガポール	シンガポール	シンガポールSES指数	53	
インドネシア	ジャカルタ	ジャカルタ総合指数	54	
マレーシア	クアラルンプール	クアラルンプールエマス指数	55	
タイ	タイ	SET指数	56	
フィリピン	フィリピン	フィリピン総合指数	57	
<b>南アジア</b>				
インド	ムンバイ	ムンバイ200種指数	58	
スリランカ	コロンボ	コロンボ全株指数	59	
<b>オセアニア</b>				
オーストラリア	オーストラリア	ASX全普通株指数	60	
ニュージーランド	ニュージーランド	NZSE全普通株指数	61	

(資料) みずほ総合研究所

図表 2 : 名目 GDP の推移



図表 3 : 世界市場の時価総額加重平均リターン



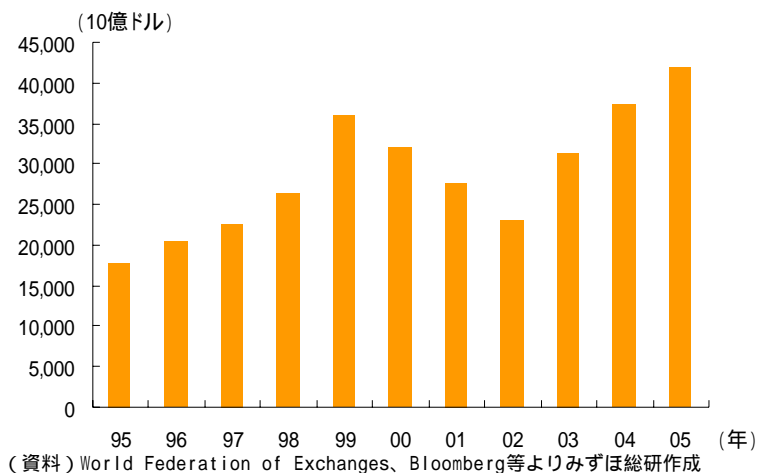
## II 世界株式市場の成長性と規模の比較

本章では、この10年、世界の株式市場がどう成長を遂げてきたのかという点について、時価総額を軸に考察する。具体的には、地域別・属性別に、この10年の時価総額の変遷を辿り、世界の株式市場の中で、それぞれの市場がどのような動きを示してきたのかを俯瞰的にみていく。

### 1 世界全体の動き

1995年末から2005年末の10年間で、世界の株式市場は大きく拡大した(図表4)。世界の株式時価総額は、10年前に17.7兆ドルであったものが、2005年末には41.9兆ドルとなり、この間の増加率は+136.7%となっている。時系列の推移をみると、1999年にピークをつけた後に一度時価総額は減少し、2002年を底に再び上昇基調で推移してきている。いわゆるITバブルの発生・崩壊・回復が、世界的に大きな影響を与えている。

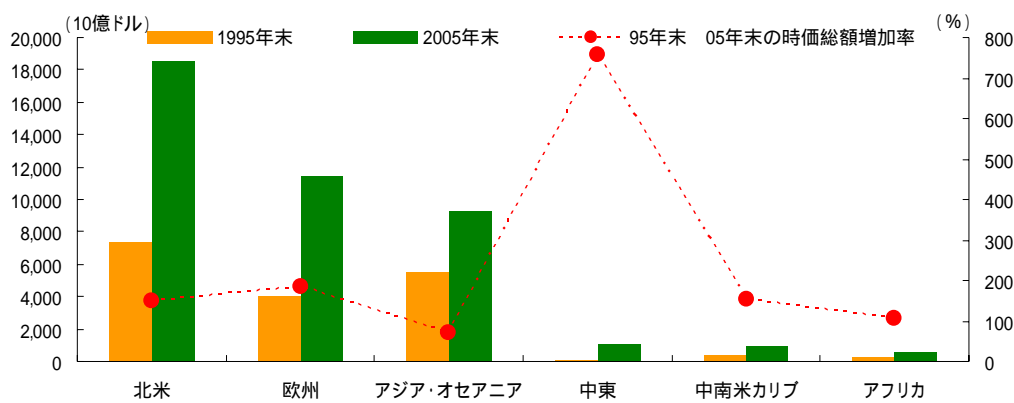
図表4：世界の株式時価総額推移



世界の市場を、北米、中南米・カリブ、欧州、中東、アフリカ、アジア・オセアニアの6地域に分類すると、世界における各地域のポジションとここ10年の変化がみてとれる。2005年末の時価総額の規模は、北米が18.5兆ドル、欧州が11.5兆ドル、アジア・オセアニアが9.3兆ドル、中東が1.1兆ドル、中南米・カリブが0.9兆ドル、アフリカが0.6兆ドルである(図表5)。世界の株式時価総額は、北米、欧州、アジア・オセアニアの三極に

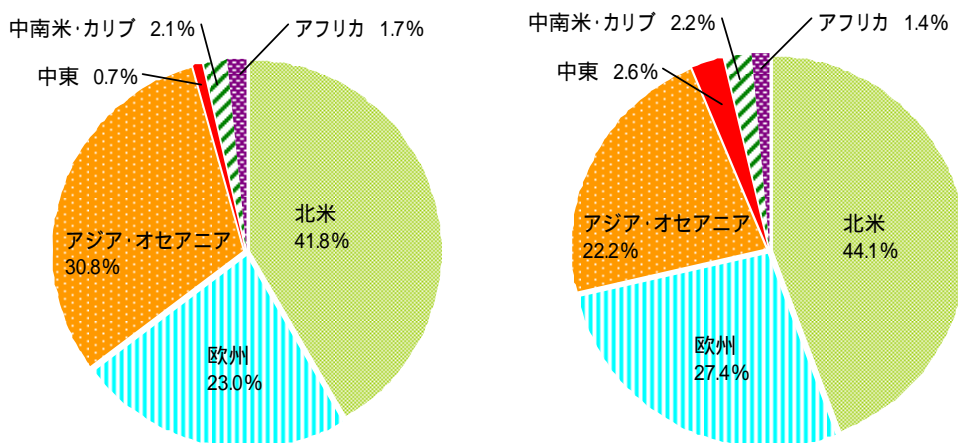
偏在しており、ウェイトは 1995 年末の 95.5%から 2005 年末でも 93.7%にやや低下はしているものの、三極偏在の構造に大きな変化は起こっていない（図表 6）。

図表 5：地域別の時価総額とその増加率



(資料) World Federation of Exchanges、Bloomberg他よりみずほ総合研究所作成

図表 6：世界の株式時価総額に占める各地域の割合（1995 年末 2005 年末）



(資料) World Federation of Exchanges 他

(資料) World Federation of Exchanges 他

この 10 年の特徴的な動きとしては、欧州の時価総額がアジア・オセアニアを追い抜いたことが挙げられる。欧州の時価総額が 10 年間で +182.6%と、世界平均を上回るペースで増加した一方で、アジア・オセアニアは同+70.6%に留まった。詳細は後述するが、欧州では、西欧・北欧・中東欧がバランスよく時価総額を増加させている。アジアの低迷については、わが国の株式市場の低迷、及び 1997、98 年の通貨危機による東・東南アジア諸国の米国ドル建での時価総額減少が大きく影響している。また、中東市場の成長も目立つ。中東の時価総額は 1995 年末には 1,291 億ドルと 6 地域中最小であったが、この 10 年で +757.8%という急激な増加を記録し、中南米・カリブ、アフリカを追い抜いた。

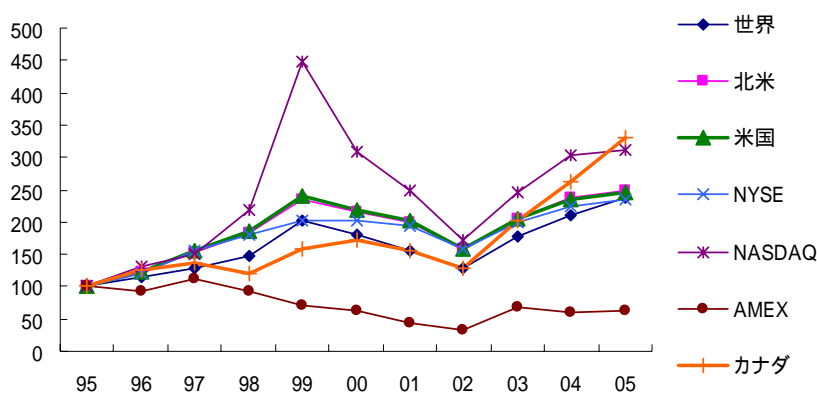
## 2 地域別の動き

続いては、北米、中南米・カリブ、欧州、中東、アフリカ、アジア・オセアニアの各地域について、域内の株式市場の動きをレビューする。

### (1) 北米

この10年間、北米の株式時価総額は、世界平均よりも高い+149.8%の増加を記録している(図表7)。時価総額の増加率を国別にみると、米国が+144.5%、カナダが+230.8%であり、カナダが米国を上回るペースで時価総額を増加させている。時系列の推移をみると、米国の時価総額は2000年頃まで世界平均を上回るペースで増加していたが、ここ数年は成長が鈍化しており、ITバブル崩壊後の回復がやや他地域に比べ遅れている。一方、カナダについては、2000年頃までは世界平均を下回る増加ペースであったものが、近年は成長が加速しており、米国とは対照的である。なお、米国の時価総額を取引所別にみると、IT関連銘柄の多いNASDAQ市場がボラティリティの高い動きを示していることが特徴的である。NASDAQ市場はITバブルの発生と共に大きく時価総額を伸ばしたが、その反動でバブル崩壊後の時価総額の減少も著しい。但し、2002年に底を打った後は、再び他市場を上回るスピードで市場の拡大が続いており、10年間の増加率は+210.7%と、NYSEの同+135.4%Ptを大きく上回る成長を果たしている。

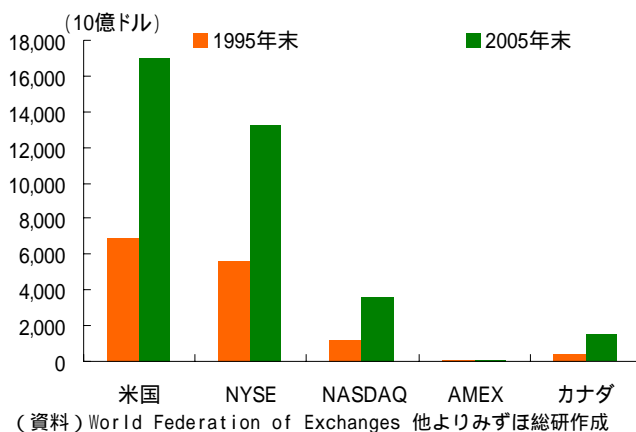
図表7：北米各市場の時価総額の変化



成長力ではカナダが米国を上回ってきたわけだが、ボリューム面では引き続き米国の存在感は圧倒的だ。2005年末の時価総額は米国が17.0兆ドル、カナダが1.5兆ドルであり、10倍以上の格差がある(図表8)。米国の時価総額を取引所別にみると、NYSEが13.3

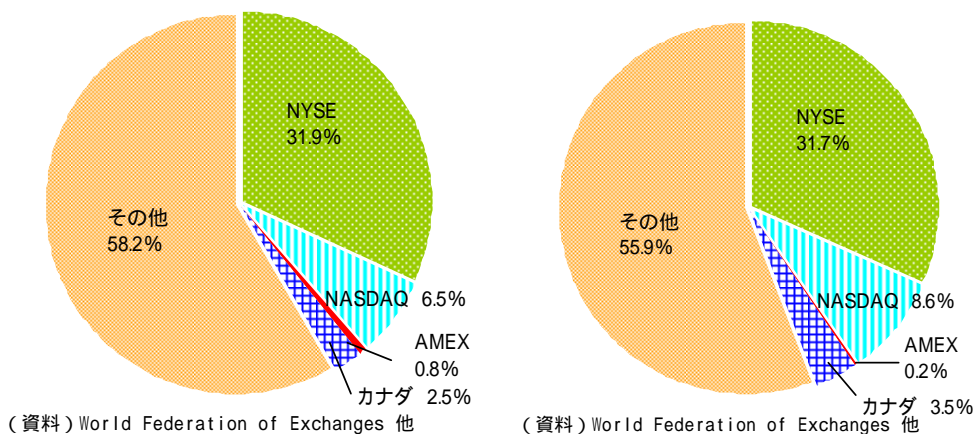
兆ドル、NASDAQ が 3.6 兆ドル、アメリカンが 860 億ドル（いずれも 2005 年末）となっている。引き続き NYSE が大きなウェートを占めているものの、上述の通り NASDAQ の市場拡大ペースが速かったため、NYSE と NASDAQ の規模の比率は、1995 年末の 1:0.21 から 2005 年末には 1:0.27 となり、NASDAQ 市場の存在感がここ 10 年で大きく高まったことがわかる。

図表 8：北米各市場の時価総額



世界の株式市場に占めるウェートをみると、この 10 年で北米のウェートは 41.8% から 44.1% に高まっており（前掲図表 6）特に NASDAQ とカナダの存在感が増している（図表 9）。時価総額が世界最大である NYSE のウェートに殆ど変化はないが、NASDAQ のウェートが大きく伸びたことで、世界株式市場における米国のポジションはこの 10 年で更に拡大している。

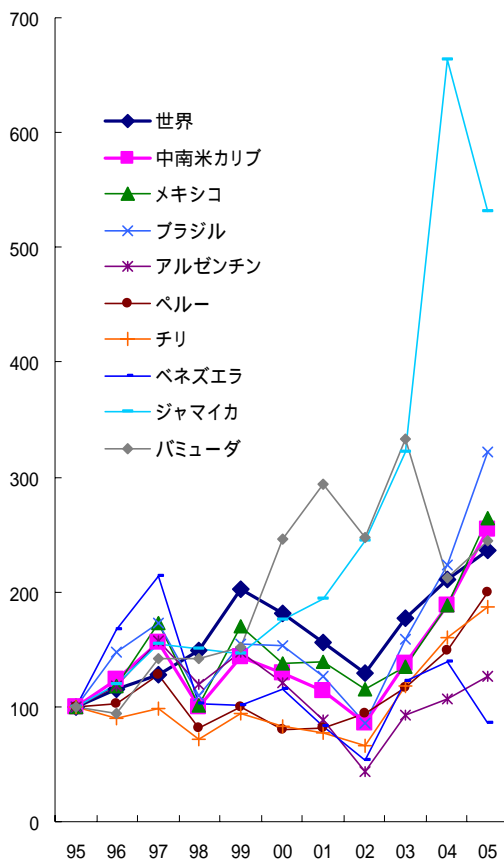
図表 9：世界の時価総額に占める北米各市場の割合（1995 年末 2005 年末）



## (2) 中南米・カリブ

中南米・カリブの株式時価総額はこの10年で+154.2%増加し、増加率は世界平均を上回っている(図表10)。時系列では、2002年頃まで伸び悩んでいた時価総額が、ここ数年飛躍的に拡大している。但し、必ずしも中南米・カリブ地域の株式市場が、全体的にバランスよく成長しているわけではない。ブラジル(この10年間で+221.5%)、メキシコ(同+163.7%)といった大国の時価総額の増加が地域全体の成長を牽引しているものの、ペルー(同+99.5%)、チリ(同+87.2%)、アルゼンチン(同+26.0%)、ベネズエラ(同13.6%)など、株式市場の成長が世界平均を下回る国も多い。1999年のブラジル通貨危機、2001年末のアルゼンチンによる対外債務デフォルトと預金封鎖、2002年のベネズエラ反政府ゼネストなど、この10年の中南米経済は波乱の連続で、結果として米国ドル建の時価総額も低迷が続いたといえよう。

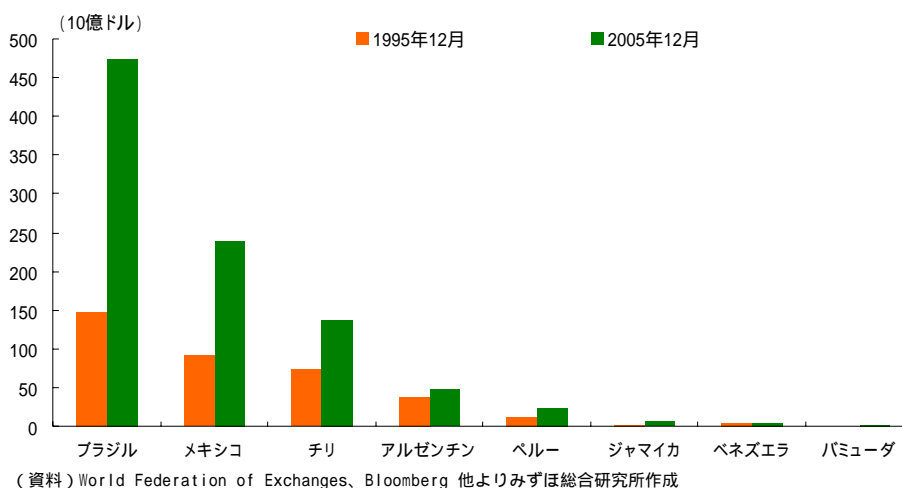
図表10：中南米・カリブ各市場の時価総額の変化



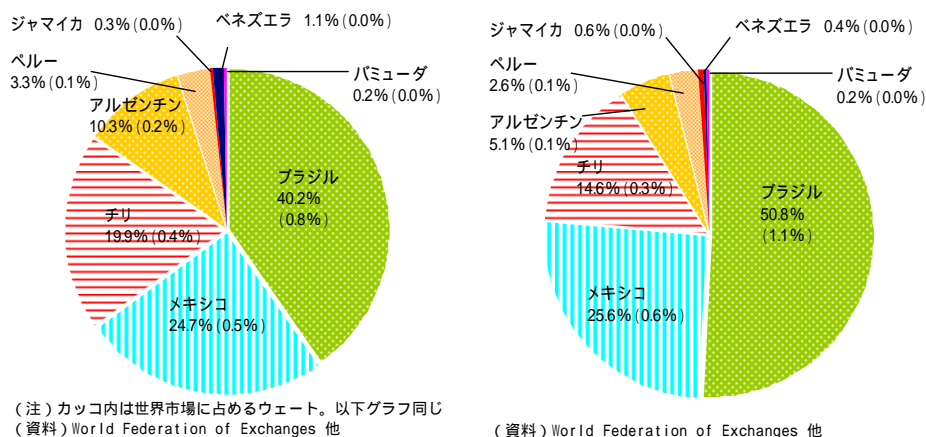
(資料) World Federation of Exchanges 他

2005 年末の中南米・カリブ地域の時価総額を国別に見ると、ブラジル（4,746 億ドル）が最も大きく、以下、メキシコ（2,391 億ドル）、チリ（1,365 億ドル）、アルゼンチン（476 億ドル）と続く（図表 1 1）。この 10 年、ブラジルとメキシコの時価総額増加率が他国に比べ高かったことから、地域内の時価総額格差は更に拡大した。地域内に占めるウェートの変化をみると、ブラジルが 40.2%（1995 年末）から 50.8%（2005 年末）へ、メキシコが 24.7%から 25.6%へそれぞれ増加し、2005 年末には、この 2 国だけで地域の時価総額の 76.5%を占めている（図表 1 2）。世界の株式市場に占める中南米・カリブのウェートは、1995 年末の 2.1%から 2005 年末の 2.2%へ 0.1%Pt 増加しているが、絶対水準は低い。地域内で最大の株式市場を有するブラジルですら、世界市場に占めるウェートは、依然としてわずか 1.1%に過ぎない。

図表 1 1：中南米・カリブ各市場の時価総額



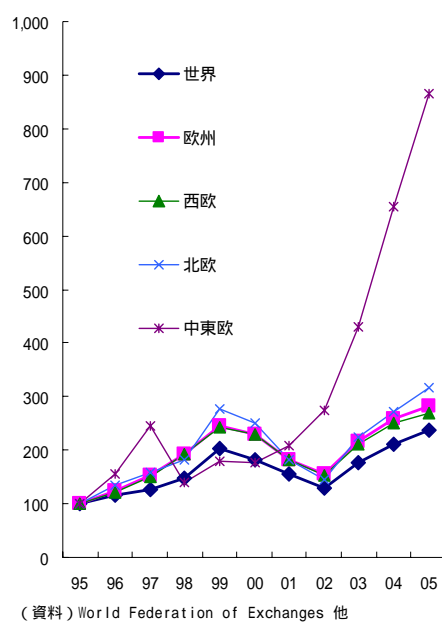
図表 1 2：中南米・カリブの時価総額に占める各市場の割合（1995 年末 2005 年末）



### (3) 欧州

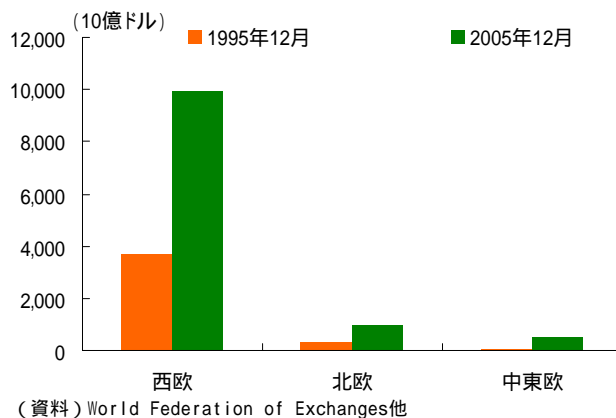
この10年、欧州の株式市場は順調に成長したといっていよう。西欧・北欧・中東欧のいずれもが世界平均より速いペースで時価総額を拡大させており、特に中東欧の時価総額の伸びは目を見張るものがある（図表13）。

図表13：欧州各地域の時価総額の変化



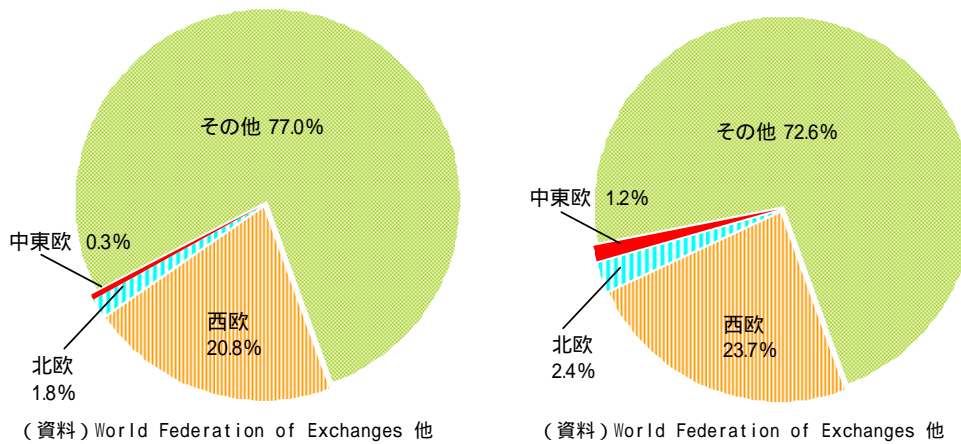
時価総額は、2005年末現在、欧州全体で11.5兆ドルとなっており、内訳をみると、西欧が9.9兆ドル、北欧が1.0兆ドル、中東欧が0.5兆ドルである（図表14）。中東欧が急速に時価総額を拡大させているものの、依然として西欧のボリュームが圧倒的である。

図表14：欧州各地域の時価総額



世界の株式市場に占める欧州のウェートは、1995 年末の 23.0%から 2005 年末には 27.4%に拡大しており、アジア・オセアニアを抜いて第 2 位に浮上している（図表 1 5）。西欧、北欧、中東欧ともに相対的なポジションが向上しており、欧州の株式市場はバランスの取れた成長をみせている。

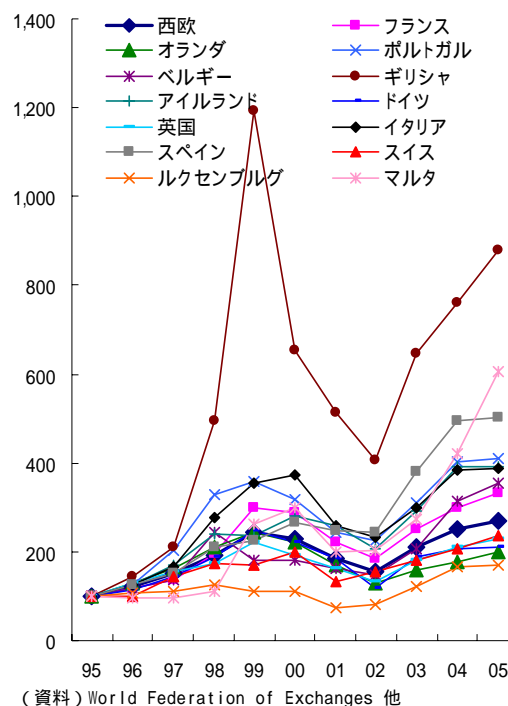
図表 1 5：世界の時価総額に占める欧州各地域の割合（1995 年末 2005 年末）



## 西欧

西欧域内の国別の時価総額の変動をみると、増加率が高いのは、ギリシャ（この10年で+780.8%）、マルタ（同+507.2%）、スペイン（同+403.7%）、ポルトガル（同+309.5%）など、低いのはルクセンブルグ（同+68.4%）、オランダ（同+98.1%）、ドイツ（同+111.5%）、英国（同+129.9%）などである（図表16）。総じてみると、域内で経済発展が遅れていた国々が経済の成長と共に順調に時価総額を増やしているようで、中でもギリシャは五輪開催に向けた高成長も株式市場の拡大に寄与したとみられる。

図表16：西欧各市場の時価総額の変化

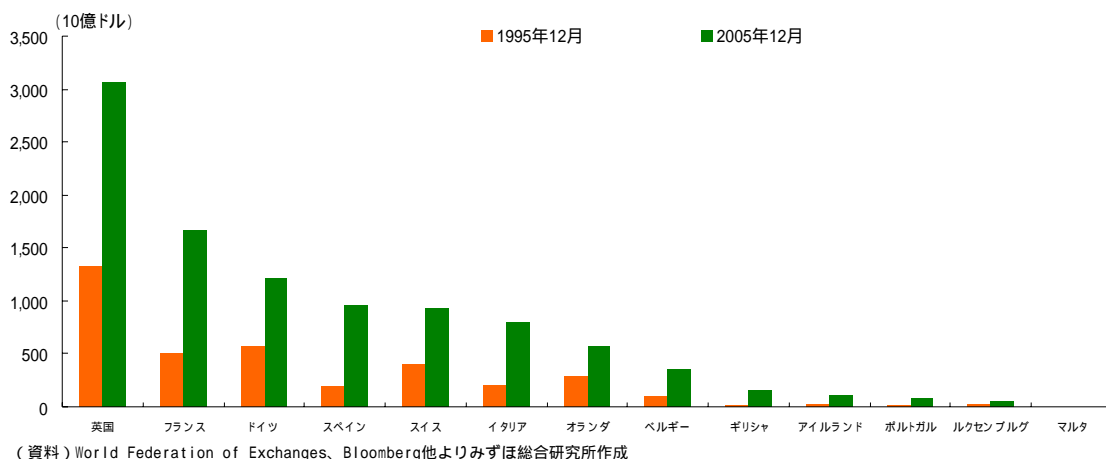


ボリューム面では、英国（2005年末で3.1兆ドル）を先頭に、以下、フランス（同1.7兆ドル）、ドイツ（同1.2兆ドル）、スペイン（同0.96兆ドル）、スイス（同0.94兆ドル）と続く（図表17）。この10年で時価総額の少ない国々のウェイトが拡大した結果、域内各国の株式市場は規模の均一化が進んでいる（図表18）。経済・通貨の統合が進んだことで富の分配がスムーズに進み、経済発展の面で出遅れていた国々がキャッチアップしてきた様が窺われる。なお、この10年でフランスの時価総額がドイツを上回ったことも注目される。わが国同様のストック調整に苦しんできたドイツを尻目に、フランスが国営企業の民営化など規制改革を通じて堅調な経済成長を続けたことが背景にあるも

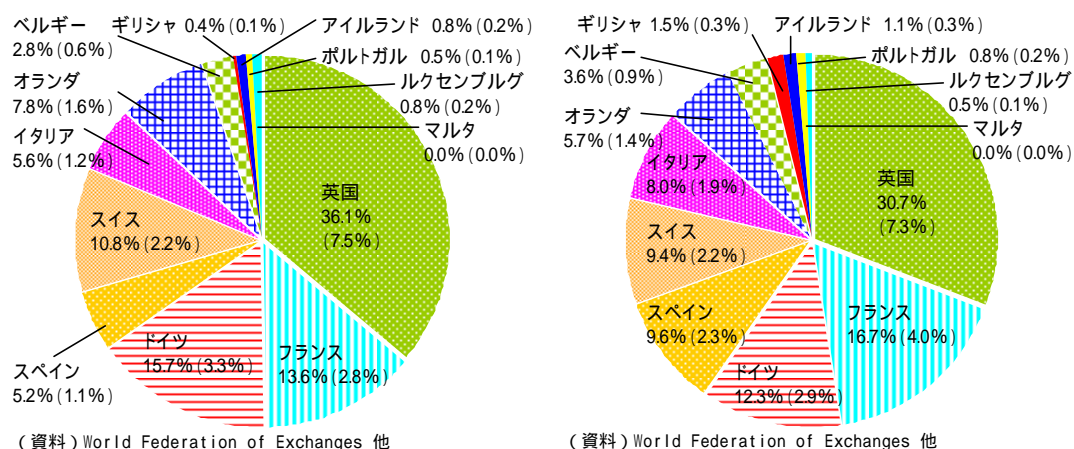
のと考えられる。また、フランスのパリ証券取引所は、アムステルダム証券取引所などと共同して Euronext を構成している。この証券取引所の再編が時価総額の増加にプラスの影響を与えている可能性もあり、この点については後述する。

世界の株式市場の中では、西欧のウェイトは緩やかに増しており、特にフランスやスペインの地位向上が目立っている。一方、英国については、ウェイトそのものは殆ど変化していないものの、この間米国 NASDAQ 市場が急成長した結果、世界の株式市場における地位（時価総額ウェイト）が、第3位から第4位に低下した。ユーロへの不参加など欧州統合の流れに一定の距離を置いている英国の市場は、西欧市場の成長の波に上手く乗れていないようだ。

図表 17：西欧各市場の時価総額



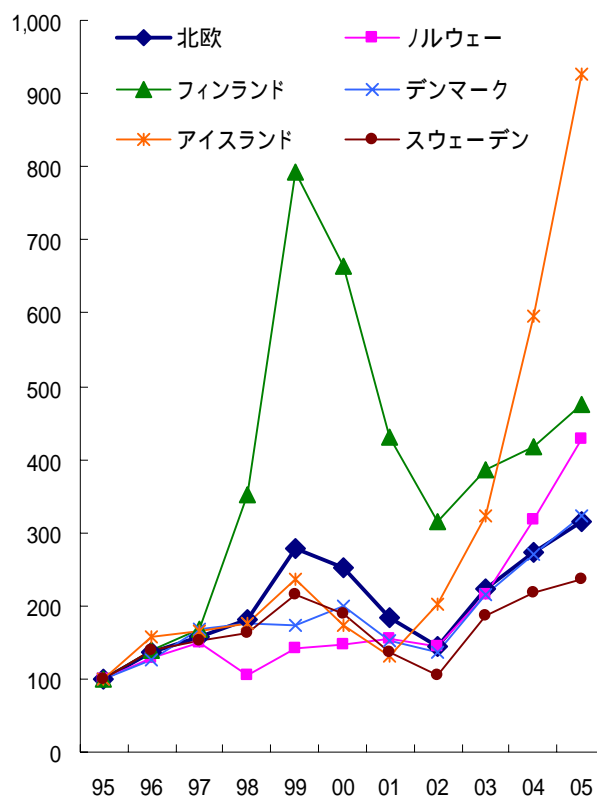
図表 18：西欧の時価総額に占める各市場の割合（1995年末 2005年末）



## 北欧

北欧の株式市場は順調に拡大を続けている。調査対象の6カ国中5カ国がこの10年で世界平均を上回る時価総額の増加率を記録しており、最も増加率が低いスウェーデンについても、世界平均と略同様のペースで市場が拡大している（図表19）。時系列にみると、1999年を山、2002年を谷とする時価総額の動きは世界の流れと総じて一致しているが、デンマークやノルウェーなど、ITバブル前後の時価総額の変動が小さい国も確認される。

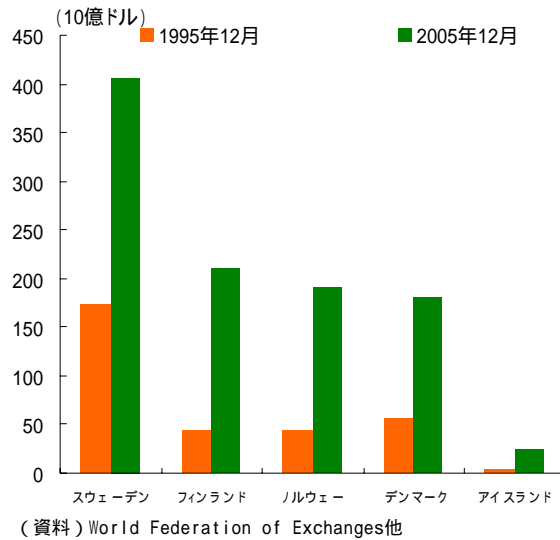
図表19：北欧各市場の時価総額の変化



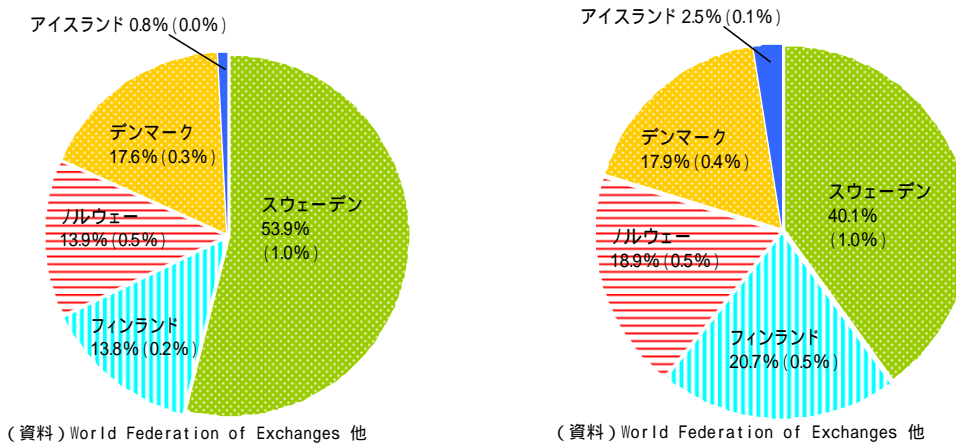
(資料) World Federation of Exchanges 他

北欧の株式市場の時価総額を比較すると、最も大きいのがスウェーデン（2005年末で4,056億ドル）であり、それに続くフィンランド（2,097億ドル）、ノルウェー（1,910億ドル）、デンマーク（1,808億ドル）の株式市場の規模は比較的接近している（図表20）。また、アイスランドの株式市場の規模は251億ドルとかなり小さい。北欧も西欧同様に、規模の小さな株式市場がより高い時価総額の増加率を達成したため、域内株式市場の規模の接近が確認できる。なお、北欧の株式市場が世界株式市場に占めるウェイトは、殆ど変化していない（図表21）。

図表 2 0 : 北欧各市場の時価総額



図表 2 1 : 北欧の時価総額に占める各市場の割合 (1995 年末 2005 年末)

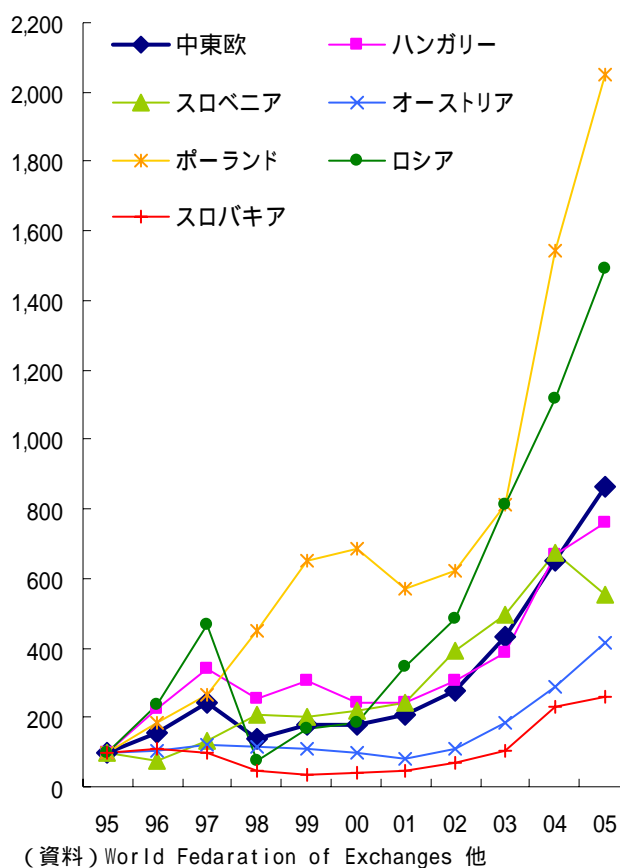


### 中東欧

中東欧は、この 10 年で時価総額が最も増加した地域である。ここ 10 年の時価総額の増加率は、ポーランドの +1,950.8% を筆頭に、ロシアが +1,390.8%、ハンガリーが +658.9% と続き、増加率の最も低いスロバキアですら +160.5% と世界平均を上回る成長を示している (図表 2 2)。中東欧の株式市場に関して特徴的なのは、他の地域が大なり小なり IT バブルの影響を受けて 1999 年から 2002 年にかけて時価総額の減少に見舞われる中、中東欧はその影響を殆ど受けることなく、右肩上がりでも加速度的に成長を続けてきた点だ。中東欧経済は、1997 年のロシア通貨危機により一時的な停滞に見舞われたものの、その後は、

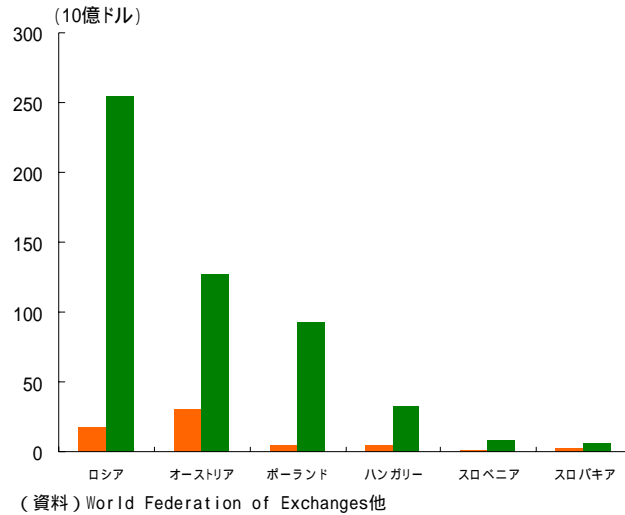
高い労働生産性と安価な賃金を武器に、総じて安定的に高い経済成長を維持してきた。2004年にはポーランドやハンガリーなどがいわゆる拡大EUへの加盟を果たし、欧州地域の生産工場として更なる経済発展が期待されている。また、ロシアは豊富な天然資源を活かして再び世界の政治経済に占める存在感が増しつつある。中東欧の株式市場の成長は、このようなファンダメンタルズの状況が大きく影響しているものと考えられる。

図表 2 2 : 中東欧各市場の時価総額の変化

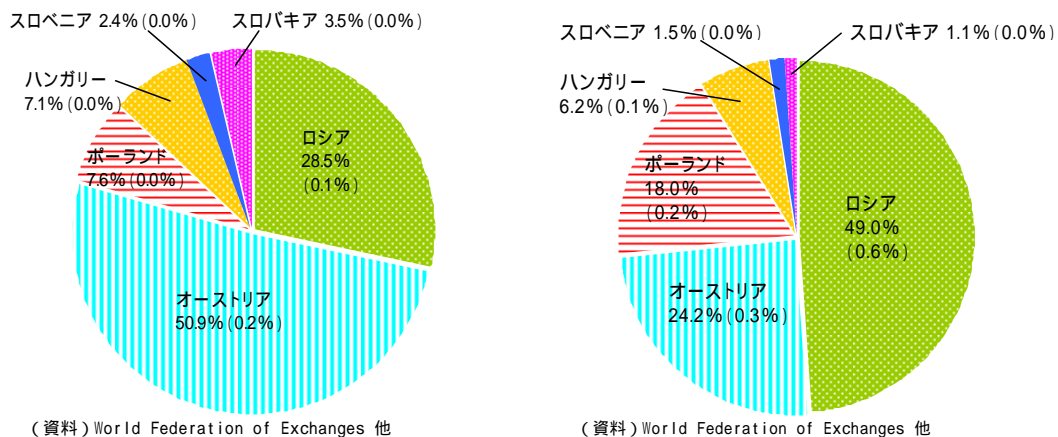


中東欧地域の時価総額の規模をみると、最も大きなロシアが2005年末現在で2,550億ドル、以下オーストリア1,263億ドル、ポーランド936億ドル、ハンガリー325億ドルとなっており(図表23)。この10年でロシアの占めるウェートが急拡大する一方、オーストリアのウェートが低下している(図表24)。なお、成長著しい中東欧の株式市場ではあるが、世界株式市場におけるウェートは依然として極めて小さく、2005年末現在、ロシアでさえ時価総額は世界の0.6%程度に留まる。

図表 2 3 : 北欧各市場の時価総額



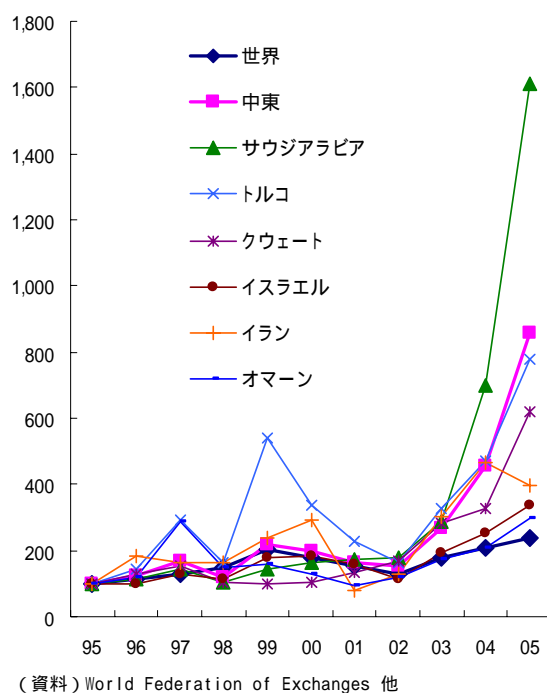
図表 2 4 : 北欧の時価総額に占める各市場の割合 (1995 年末 2005 年末)



#### (4) 中東

中東は、中東欧と並び、この 10 年で最も時価総額が増加した地域であり、10 年間の増加率は +757.8% に達する (図表 2 5)。国別では、サウジアラビアが同 +1,513.9% と際立った増加をみせており、その他の国々も全て世界平均の上回る増加率を記録している。時系列推移では、2002 年を境に世界株式市場との成長スピードの差が鮮明になっている。但し、産油国とそれ以外とでは成長パスに差異が認められ、サウジアラビアやクウェートといった産油国がほぼ一本調子で成長しているのに対し、トルコやイスラエルといった国では、世界市場同様、1999 年から 2002 年にかけて、明確な時価総額の減少トレンドが存在している。

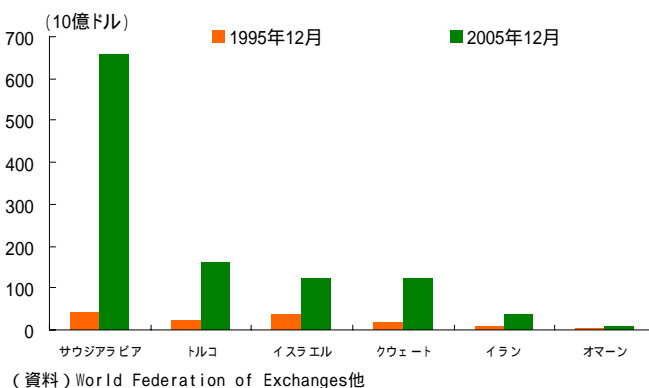
図表 2 5 : 中東各市場の時価総額の変化



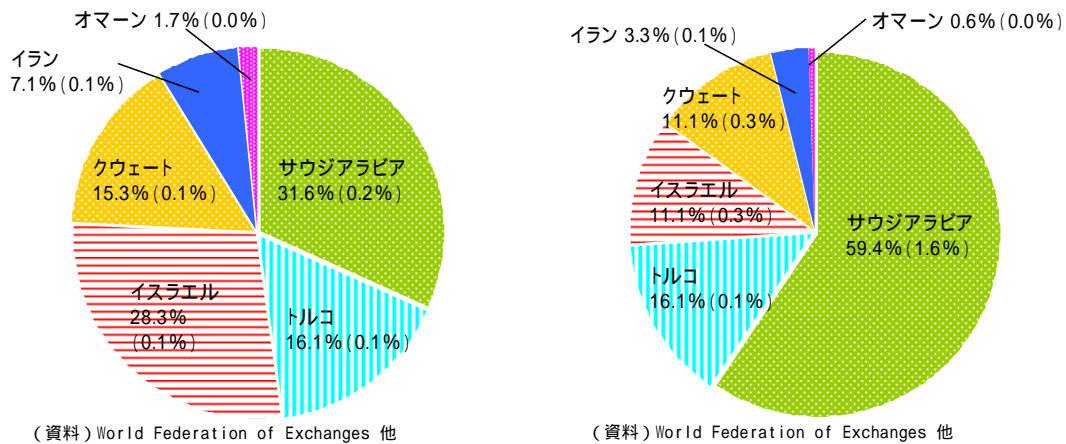
中東の株式市場ではサウジアラビア市場の存在感が圧倒的に大きい。2005 年末現在の時価総額は 6,577 億ドルと中東全体の 59.4% を占め、シェアも 1995 年の 31.6% から急拡大している (図表 2 6、2 7)。その他の市場も総じて成長しているが、特徴的なのは、イスラエルやイランといった政情が不安定な国のシェアが目立った低下で、カントリーリスクを如実に反映する形となっている。

中東の株式市場が世界に占めるウェイトは、この 10 年で 0.7% から 2.6% に拡大している。特にサウジアラビアは、時価総額シェアが 0.2% から 1.6% へ、顕著に増加している。

図表 2 6 : 中東各市場の時価総額



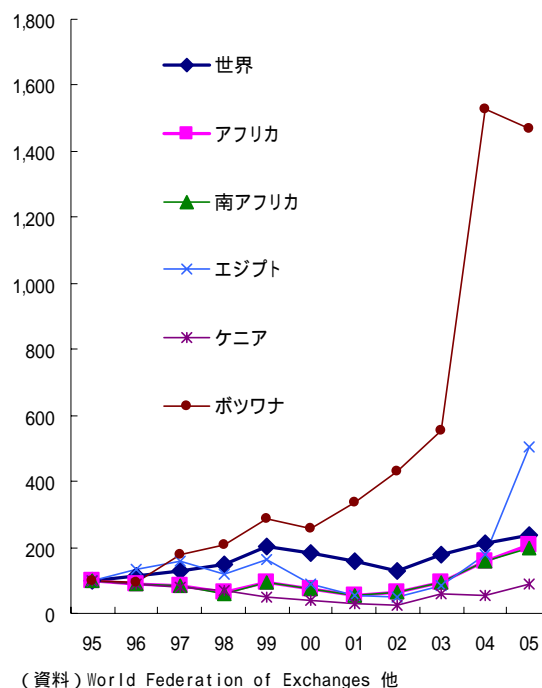
図表 27 : 中東の時価総額に占める各市場の割合 (1995年 - 2005年)



### (5) アフリカ

この10年、アフリカの時価総額の増加率は+106.5%と、世界平均を下回って推移してきた(図表28)。域内での増加率にはばらつきがあり、ボツワナ(+1,370.9%)やエジプト(+404.4%)といった国では株式市場が大きく成長しているが、ケニア(-11.2%)や南アフリカ(+98.0%)では、市場の成長スピードは平均以下である。

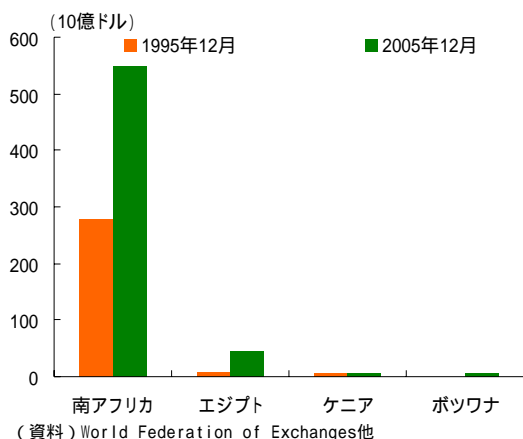
図表 28 : アフリカ各市場の時価総額の変化



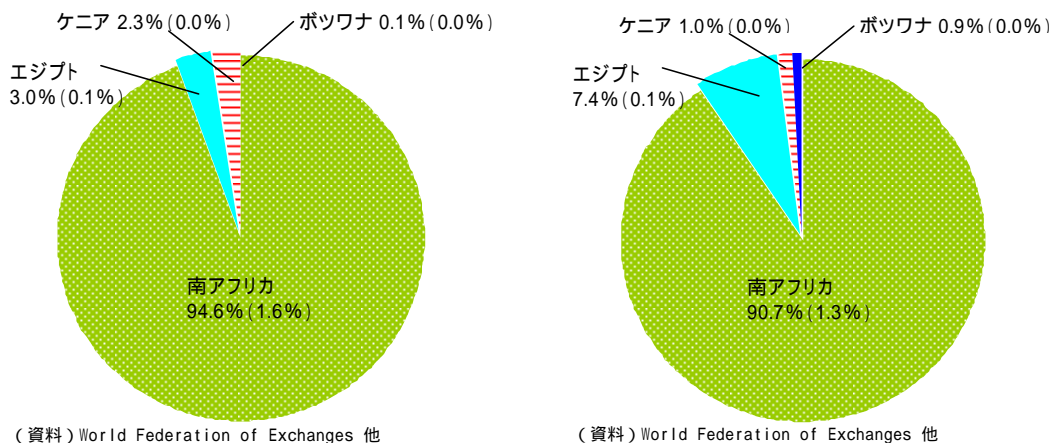
アフリカの株式市場においては、南アフリカの存在感が大きい。時価総額は5,493億ドル（2005年末）で、アフリカ全体の90.7%（同）を占めている（図表29、30）。続くエジプトの時価総額は451億ドル（同）で、市場規模は南アフリカの1/10以下となっている。

世界市場に占めるアフリカのウェイトは極めて小さく、しかも低下している。1995年には世界シェアが1.7%であったが、2005年末にはシェアが1.4%となり、中東に抜かれて地域別のシェアは最低となった。市場規模の小さな地域の中でも、アフリカ市場の停滞が目立っている。

図表29：アフリカ各市場の時価総額



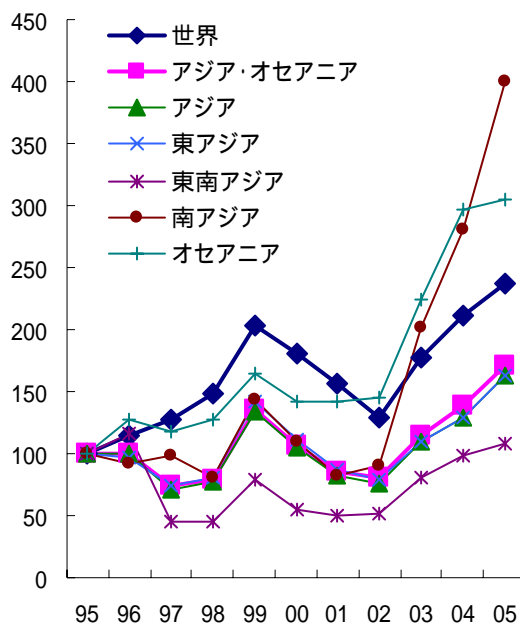
図表30：アフリカの時価総額に占める各市場の割合（1995年 2005年）



## (6) アジア・オセアニア

アジア・オセアニアの株式市場は、この 10 年、世界株式市場の足を引っ張る存在であった。時価総額の増加率は 10 年間で +70.6%と世界平均を大きく下回り、地域別では最低の増加率となった(前掲図表 5)。域内では、南アジアとオセアニアの時価総額増加ペースは世界平均を上回っており、低迷の主因は東南アジアと東アジアの株式市場の停滞にあった(図表 3 1)。

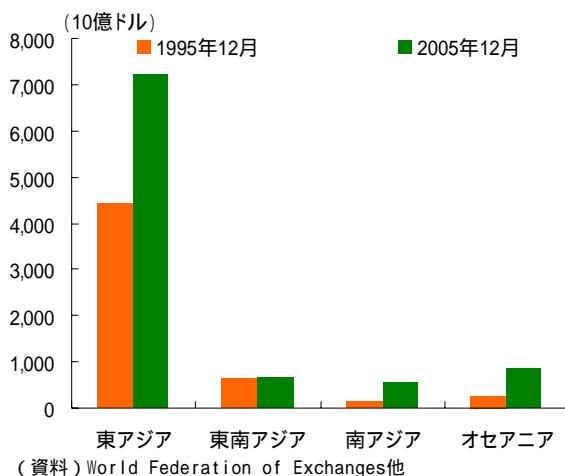
図表 3 1 : アジア・オセアニア各地域の時価総額の変化



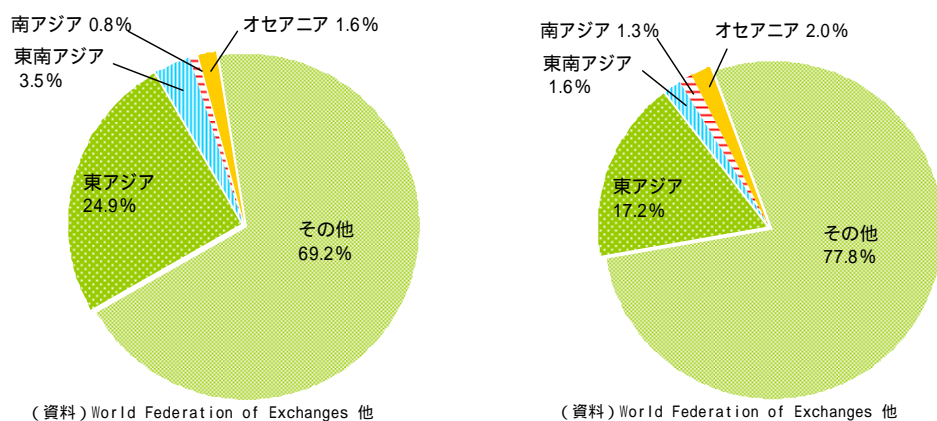
(資料) World Federation of Exchanges 他

アジア・オセアニアの株式時価総額は 2005 年末で 9.3 兆円となっており、世界シェアは 22.2%である(前掲図表 6)。1995 年にはシェア 30.8%で北米について第 2 位の地位を占めていたが、欧州の成長もあり、世界におけるアジア・オセアニアのウェイトは大きく低下している。域内の時価総額を比べると、2005 年現在、東アジアが 7.2 兆ドルと突出しており、東南アジアが 6,830 億ドル、南アジアが 5,588 億ドル、オセアニアが 8,446 億ドルとなっている(図表 3 2)。域内のシェアについては、東アジアと東南アジアのシェアが低下する一方で、南アジアの躍進が目立っている(図表 3 3)。東南アジアと南アジアを比較すると、10 年前には市場規模が 1:0.22 であったものが、2005 年末には 1:0.82 となっており、南アジアの市場規模は、東南アジア市場に急速に迫りつつある。

図表 3 2 : アジア・オセアニア各地域の時価総額



図表 3 3 : 世界の時価総額に占めるアジア・オセアニア各地域の割合 (1995 年末 2005 年末)

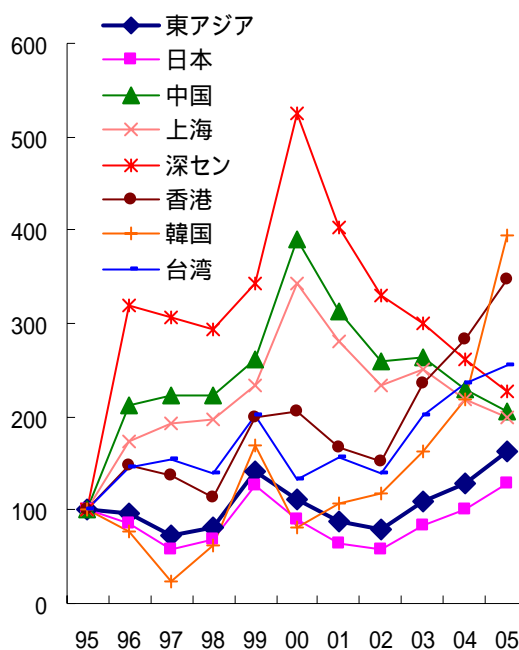


### 東アジア

東アジアの株式市場の停滞がアジア・オセアニア、或いは世界の株式市場の足を引っ張ってきたことは上述の通りだが、東アジア域内の動きを国別にみると、韓国（10年間で+294.6%）、香港（同+247.4%）、台湾（同+154.3%）の株式市場の成長率は世界平均を上回っており、中国（同+127.2%）も世界平均と略遜色ない成長をみせている（図表 3 4）。一方、わが国の株式市場はこの10年間で+29.0%しか成長していない。わが国株式市場の低迷は域内でも際立っており、アジア・オセアニア、或いは世界の株式市場の足を引っ張った張本人は、わが国市場ということになるだろう（なお、わが国株式市場が上昇トレンドに入った2003年以降の2年間に限れば、市場規模の増加率は世界平均を上回っている）。

東アジア市場の時系列推移をみると、幾つかの特徴的な動きが観察される。一つには、中国の株式市場が極めて特異な推移を示していることである。世界、或いは東アジア全体の市場は、1999 年を山、2002 年を谷とし、2002 年以降は時価総額の継続的な増加が確認されるところであるが、中国については、2000 年をピークに市場規模が減少の一途を辿っており、他の市場との相関の低さが目立っている。中国株式の価格下落は、経済成長や人民元切り上げに対する過度な期待の剥落、会計制度や市場インフラの不備などが大きな背景にあると考えられる。また、韓国株式市場の好調さも注目される。韓国経済は 1997 年の通貨危機によって IMF 管理下に置かれ、株式市場は東アジア域内で最もシュリンクしたが、その後の回復は目覚しく、結局この 10 年間でみると時価総額の伸び率は域内最大を記録している。

図表 3 4 : 東アジア各市場の時価総額推移



(資料) World Federation of Exchange他

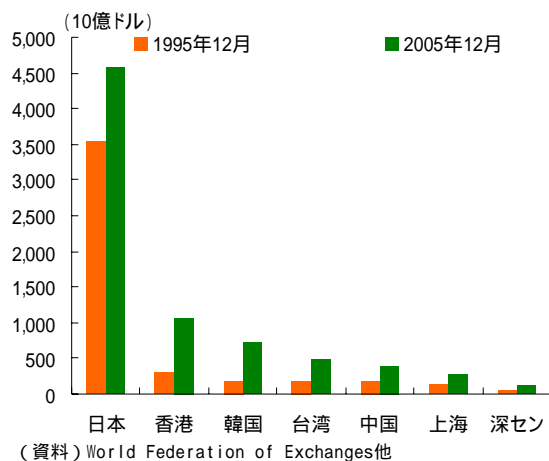
東アジアの株式市場を規模別に比較すると、依然としてわが国市場が圧倒的な規模を有しており、2005 年末の時価総額は 4 兆 5,729 億ドルと、NYSE に次いで世界第 2 位の大きさである(図表 3 5)。以下、香港が 1 兆 550 億ドル、韓国が 7,180 億ドル、台湾が 4,760 億ドルと続く。中国については、上海が 2,862 億ドル、深センが 1,157 億ドルで、両市場を合計すると 4,019 億ドルの規模である。

時価総額の域内シェアについては、この 10 年で大きな変化が生じており、特にわが国

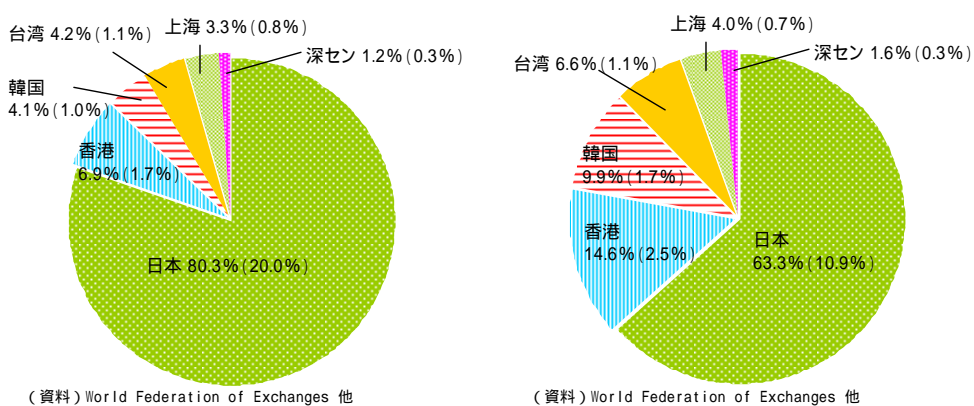
市場の地盤沈下が目立つ格好となっている。すなわち、バブル崩壊後の長いストック調整過程で企業価値の伸びが抑制されたわが国は、東アジアにおける時価総額シェアを、この10年で80.3%から63.3%へ大きく低下させた（図表36）。

世界の株式市場におけるウェートをみると、ここでもわが国市場の凋落振りが目立ち、世界に占める時価総額シェアは20.0%から10.9%へ、この10年で半減している。一方、香港、韓国については世界市場に占めるウェートが拡大しており、特に香港は、中国本土の株式市場が伸び悩む中での躍進振りが目立っている。

図表35：東アジア各市場の時価総額



図表36：東アジアの時価総額に占める各市場の割合（1995年末 2005年末）

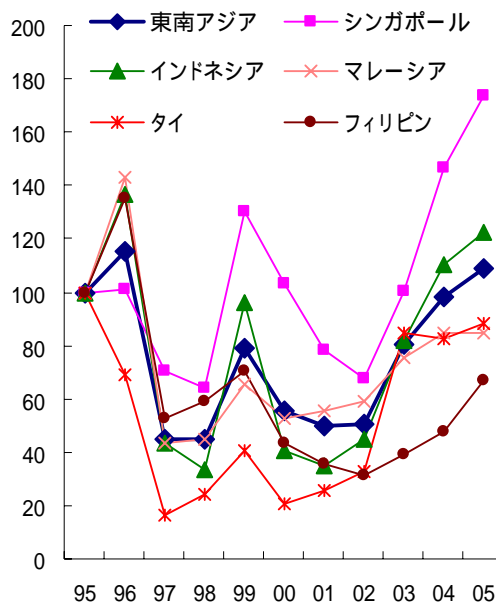


## 東南アジア

東南アジアの株式市場も、東アジアと並んで低迷が目立った地域である。この 10 年間の時価総額増加率はわずか +8.7%に過ぎず、殆ど成長しなかったといつてよいだろう。図表 37 に示すとおり、東南アジア低迷の原因は 97 年のアジア通貨危機にあることは明らかだ。タイ、マレーシア、フィリピンといった国々は、97 年以降揃って大幅な時価総額の減少に見舞われている。米国ドルに対する本国通貨の減価に加えて、実体経済の急激な悪化、経済危機に端を発する政情不安などが重なった結果である。

通貨危機以降の各国株式市場の回復にはばらつきがみられる。シンガポール市場は、通貨危機の煽りを受けて低迷したが、域内における相対的な影響は軽微に留まったため、その後の回復スピードは突出している。インドネシア市場は、ペースは緩やかながら、世界的な資源需要の高まりなどに支えられて回復している。一方で、タイ、マレーシア、フィリピンの各国株式市場は、依然として通貨危機以前の時価総額の水準を回復するに至っていない。近年は各国とも経済のパフォーマンスそのものは悪くないわけだが、タイやマレーシアでは 2004 年末のインド洋大津波による一時的な経済停滞が発生して株式市場が低迷したことに加え、フィリピンなどは、政情不安が続く中で本国通貨に対する信認が継続的に低下しており、米国ドル建ての時価総額の伸び悩みに繋がっている。

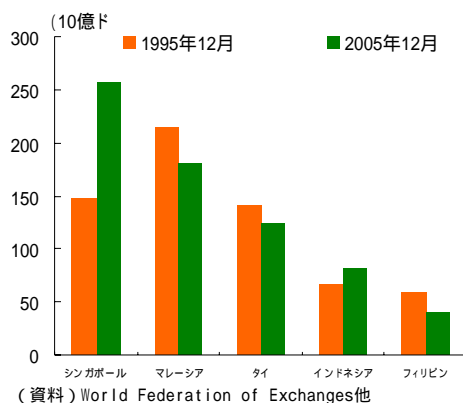
図表 37：東南アジア各市場の時価総額の変化



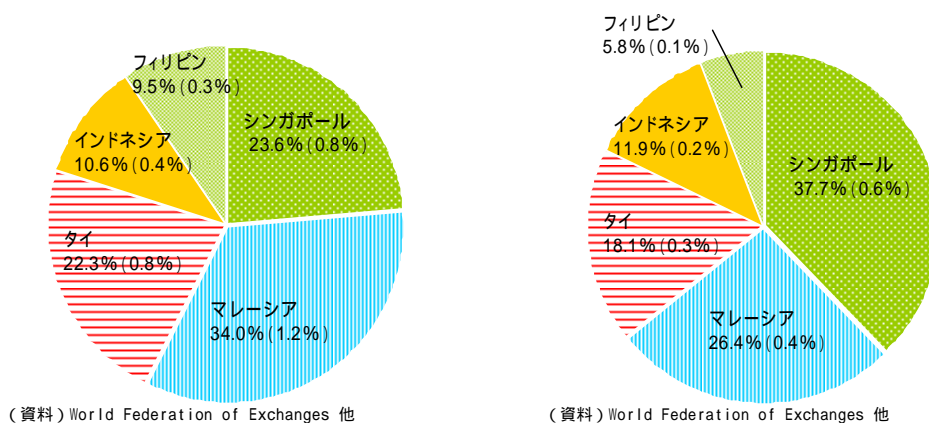
(資料) World Federation of Exchanges 他

東南アジアの株式市場の規模をみると、2005年末現在、シンガポール市場が2,573億ドルで最も大きく、以下、マレーシア（1,805億ドル）、タイ（1,239億ドル）、インドネシア（814億ドル）、フィリピン（398億ドル）の順となる（図表38）。この10年では、各国が時価総額を減少させる中でシンガポールの堅調さが目立ち、シンガポールの市場規模はマレーシアを上回った（図表39）。なお、世界との比較では、シンガポールも世界平均を下回る時価総額の増加率に留まっており、世界に占める東南アジア各国市場のウェイトは各国とも低下している。

図表38：東南アジア各市場の時価総額



図表39：東南アジアの時価総額に占める各市場の割合（1995年末 2005年末）

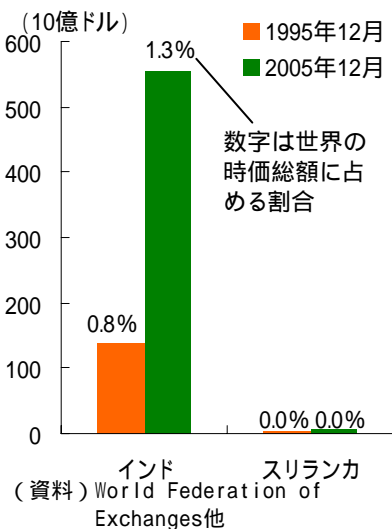
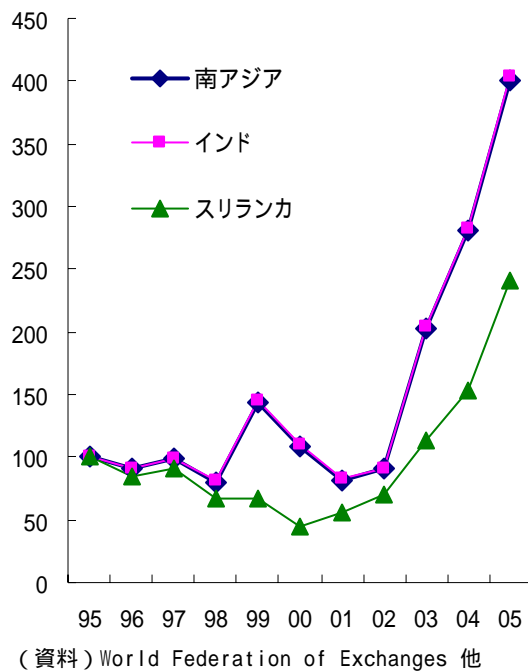


## 南アジア

南アジアの株式市場は世界平均を上回って推移してきた。インドはこの10年間の時価総額増加率が+303.3%に達し、スリランカ市場も世界平均を若干上回る+140.7%の成長を記録している(図表40)。時系列の推移をみると、2002年までは両国とも市場の停滞・縮小が続いていたものが、ここ数年で比較的な成長を遂げていることが特徴的である。インドは中国に続く世界の成長セクターとして注目を浴びており、スリランカ経済もその外縁に位置することで成長期待が高まっているものとみられる。

時価総額の規模をみると、インドが5,531億ドル、スリランカが57億ドルとなっており、いずれも急拡大している(図表41)。世界市場に占めるウェートは依然として小さいものの、着実に存在感を増しており、上述の通り、既に時価総額ベースで東南アジアに肉薄しつつある。

図表40：南アジア各市場の時価総額の変化      図表41：南アジア各市場の時価総額



## オセアニア

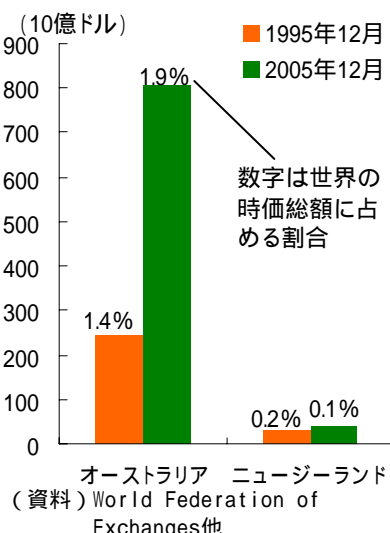
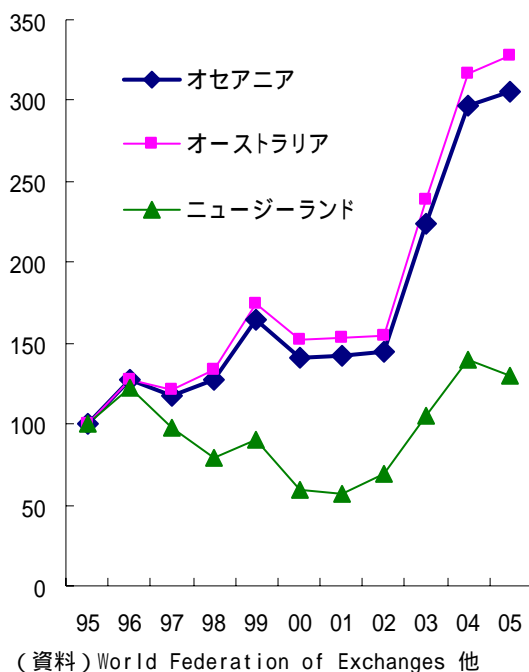
オセアニアの株式市場については、オーストラリアが拡大(この10年間で+227.9%)を続けている一方で、ニュージーランドは低迷が続いており(同+29.4%)。域内における市場の変化にかなりの差が確認される(図表42)。オーストラリアは資源供給国としての

期待値が高まっている反面、ニュージーランドは、自国通貨高による輸出鈍化などで実体経済がもたついた時期があった他、今後に向けた成長期待という意味でもオーストラリアほどの特徴がみられず、このあたりが両国市場の成長に差を生んでいるとみられる。

オセアニア地域の株式時価総額をみると、オーストラリアが8,040億ドル、ニュージーランドが406億ドル（いずれも2005年末現在）であり、オーストラリア市場はニュージーランド市場の約20倍の規模となっている（図表4-3）。世界に占めるウェイトでは、オーストラリアのシェアが1.4%（1995年末）から1.9%（2005年末）に増加している。

図表4-2：オセアニア各市場の時価総額の変化

図表4-3：オセアニア各市場の時価総額



### 3 属性別の動き

ここでは、特徴的な属性を有する国々の株式市場について、世界市場との比較を行う。検討の対象は、BRICs、資源国、先進国、EURONEXT 構成国である。

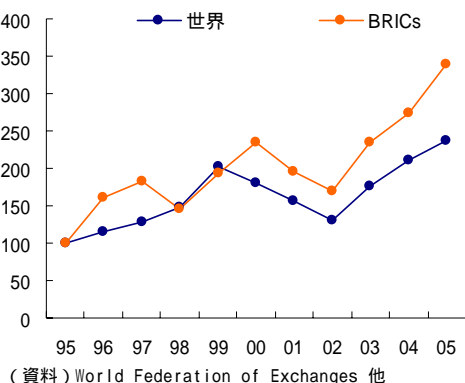
#### (1) BRICs

近年、世界の経済や資本市場における BRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国) への注目が極めて高くなっている。人口が急増するインドやブラジルに対し人口が減少に転じているロシア、一大需要拠点としての成長が期待される中国やインドに対し豊富な天然資源に注目が集まるロシアやブラジル、という具合に、実際には、各国の経済発展段階や経済的関心の焦点は大きく異なる。しかしながら、例えばわが国において BRICs 株に投資対象を限定した投資信託が存在するなど、この 4 カ国を一つの束にして議論がなされる傾向が顕著である。

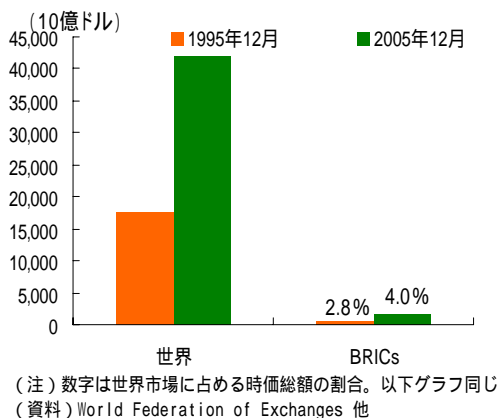
BRICs の株式時価総額の変化を世界市場との対比で示したのが図表 4 4 である。BRICs の株式時価総額はこの 10 年で +239.1% の増加率を記録し、世界平均を大きく上回る成長を遂げてきた。時系列にみると、総じて世界の株式市場と連動した動きを示しており、ロシアとブラジルの時価総額が通貨危機の影響で大きく減少した 98 年を除いては、この 10 年間の時価総額増加率はコンスタントに世界平均を上回っている。

しかしながら、BRICs が世界の株式市場に占める地位はまだまだ小さい。時価総額は 1995 年末の 4,968 億ドルから 2005 年には 1 兆 6,846 億ドルに拡大したが、それでも世界の 4.0% を占めるに過ぎない (図表 4 5)。

図表 4 4 : BRICs の時価総額の変化



図表 4 5 : BRICs の時価総額



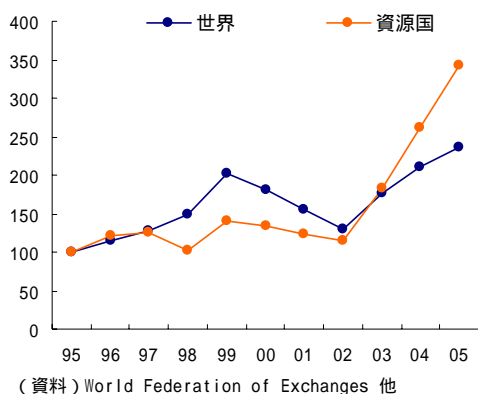
## (2) 資源国

中国やインドといった人口の極端に多い国々が本格的な工業化プロセスに入りグローバル経済におけるウェートが増す中、世界的な天然資源の需給構造にも大きな変化が起こることが見込まれており、それに伴って資本市場の資源国への関心も高まっている。(なお、資源国という言葉の定義は曖昧で、その国の経済に占める資源輸出のウェートが高い国を指すような場合や、或いは資源の産出量において世界で主要な地位を占める国を指す場合などがある。本稿では、これらを踏まえて一般的に資源国として認識し得る国を、調査対象国から14カ国抽出した。具体的には、カナダ、ブラジル、ペルー、チリ、ベネズエラ、ノルウェー、ロシア、サウジアラビア、クウェート、イラン、オマーン、南アフリカ、インドネシア、オーストラリアの各国である。)

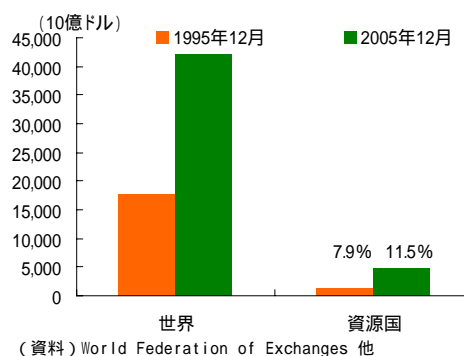
資源国の時価総額はこの10年で+242.8%増加した(図表4-6)。これはBRICsとほぼ等しい増加率であり、世界平均を大きく上回るものである。時系列の推移をみると、1999年から2002年にかけてのITバブルの発生と崩壊局面において世界平均と比べてその影響が少ない、時価総額の伸びは2002年までは世界平均と同等程度でその後の増加が著しい、ことが特徴的である。エネルギー需給に関する世界の関心が高まるにつれて資源国の時価総額も増大している様子が確認される。

株式市場の規模をみると、2005年末現在の資源国の時価総額は4兆8,254億ドルであり、世界市場に占めるウェートは11.5%と、10年前の7.9%から急上昇している(図表4-7)。資源国は、カナダやオーストラリアを除いていわゆるエマージング市場に属する国々であるものの、合わせてみれば既にわが国を上回る時価総額を有しているというのは、興味深い事実といえるだろう。

図表4-6：資源国の時価総額の変化



図表4-7：資源国の時価総額



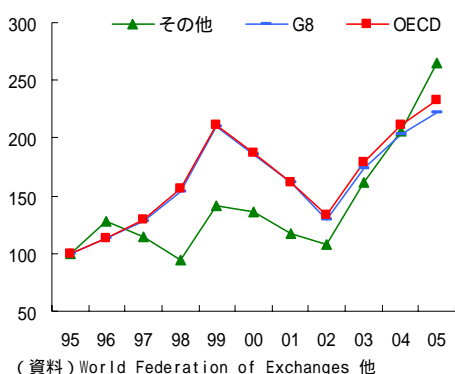
### (3) 先進国

BRICs や資源国が株式市場における存在感を高める中、これまで世界の資本市場を牽引してきた先進諸国の株式市場はどう動いてきたのだろうか。G8 と OECD 加盟国（調査対象でないチェコを除く）を先進国と捉えてみると、この 10 年の時価総額の増加率は、G8 が +121.4%、OECD 加盟国が +132.9% であり、いずれも OECD 非加盟国の増加率（+164.4%）を下回っている（図表 4 8）。

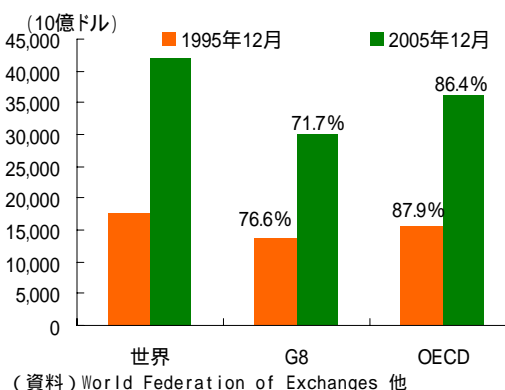
経済成長のスピードや将来性からすれば、非先進国の市場拡大がより早いペースで進んでいることに意外感はない。むしろ注目されるのは、2004 末に至るまでは先進国の方が株式市場の成長が速かったという点だろう。この間、非先進国については通貨危機や対外債務デフォルト、政情不安など、為替リスクやカントリーリスクを意識せざるを得ない事態が多発しており、先進国には見られないこうしたエマージング市場特有のリスクが、非先進国の時価総額拡大にブレーキをかけてきた部分もあるのではないかと考えられる。

時価総額の規模では、依然として先進国のウェイトが圧倒的だ（図表 4 9）。シェアはやや低下しているものの、G8 の時価総額は 30.1 兆ドルで世界の 71.7%、OECD 加盟国の時価総額は 36.2 兆ドルで世界の 86.4% を占めている。引き続き、世界の株式市場は先進国中心に成立していると捉えられよう。

図表 4 8 : G8、OECD の時価総額の変化



図表 4 9 : G8、OECD の時価総額



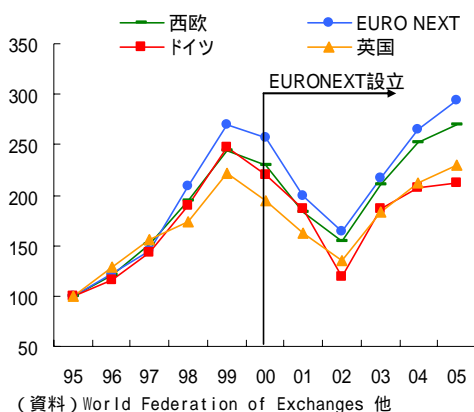
### (4) EURONEXT

EURONEXT は、2000 年 9 月にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの各証券取引所が合併して設立した取引所連合であり、2002 年にはリスボン証券取引所とロンドンで金融派生商品を取り扱う LIFFE も合流している。その後、2003 年には OMX（北欧・バルト

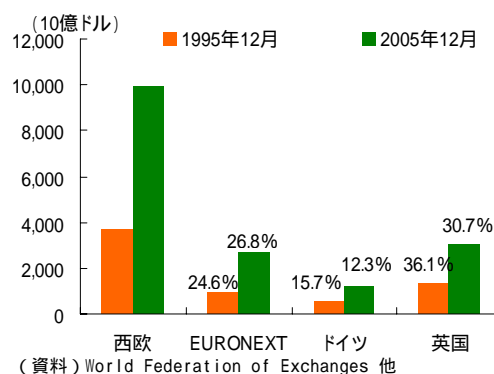
三国の証券取引所連合)が設立され、最近でも、豪マッコーリー銀行や米国 NASDAQ がロンドン証券取引所へ T O B を実施するなど、EURONEXT が嚆矢となって、世界的な証券取引所統合の流れが出来ている。証券取引所の統合は、取引システムの統一によるクロスボーダー取引の活性化などにより取引シェアを拡大し、収益力を高めることを一義的な目的としている。

では、EURONEXT を構成する各市場は、統合によりメリットを享受しているのだろうか。ここでは本稿の分析フレームワークの範囲内で、時価総額の推移に焦点を絞ってみていくが、図表 50 に示されるとおり、EURONEXT 市場は、ロンドン、ドイツといった欧州におけるメジャーな株式市場、或いは西欧全域の株式市場に比べ、この 10 年における時価総額の増加率は最も高い。そしてその結果、西欧に占める時価総額シェアは 1995 年の 24.6% から 26.8% へと上昇しており、一方でロンドンやドイツがシェアを低下させていることを踏まえれば、取引所としては大きな躍進を遂げたということが出来る(図表 51)。

図表 5 0 : 西欧主要市場の時価総額の変化



図表 5 1 : 西欧主要市場の時価総額



当然ながら、EURONEXT の設立による取引の容易さのみがこのような差を生んだわけではない。構成国の時価総額の増加率は EURONEXT 設立以前から他の市場を上回っており、経済成長率や企業収益の差がより大きなファクターとして作用したとみられる。但し、取引所統合による市場の拡大が、企業間比較の容易性や取引の流動性を高めた結果として売買を活性化し、構成国の時価総額を押し上げる一助になった可能性は十分認められるだろう。

なお、EURONEXT については、市場の成長に対する期待値が他市場に比べ高い可能性があり、この点については後段で改めて述べたい。

### III 世界株式市場の期待収益率とパフォーマンス評価

本章では、基礎的なポートフォリオ理論をベースに世界の株式市場の期待収益率の算定と、投資リスクを調整した上でのパフォーマンス評価を行う。

#### 1 期待収益率とは

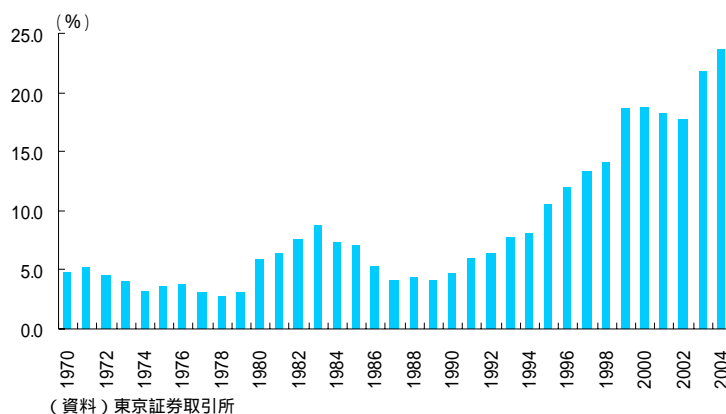
株式投資の期待収益率（要求収益率ともいう）は、インベストメントやコーポレートファイナンスの各分野において様々に用いられている。すなわち、株式投資を考える際のベンチマークリターン、配当割引モデル、キャッシュフロー割引モデル、残存収入アプローチといった株式評価モデルにおける割引率、NPV や EVA<sup>®</sup> を用いた投資意思決定における割引率である WACC の構成要素、といった使われ方である。

このように、株式の期待収益率は、現代の株式投資を考える上で極めて重要な概念である。本稿では、グローバルな株式投資家の視点をイメージし、調査対象とした 61 証券取引所の時価総額加重平均収益率をマーケットポートフォリオの収益率とし、資本資産価格モデルとフレンチ＝ファーマ型のマルチファクターモデルより各国株式市場の期待収益率を求める。

このような作業の主な目的は、世界の各国・各地域に株式投資をする際に期待すべき収益率（投資の割引率）を、一定の尺度で比較することである。一般に個別株式の期待収益率算定に際しては、その国の主要な株価指数の変化率をマーケットポートフォリオの収益率として、資本資産価格モデルにより個別ポートフォリオの期待収益率を算定する手法が教科書的だが、このようなアプローチは理論的にも実務的にも課題が多い。理論的に、マーケットポートフォリオは世界に存在する全ての金融・実物資産の加重平均値と解される。このような理論値を算出することは不可能な為、実務的には国内株価指数をマーケットポートフォリオとするわけだが、今や外国人投資家の持ち株シェアが 25% に達し( 図表 5 2 ) 逆に国内投資家の海外投資も活発化する中、たとえ国内株式の評価であっても、期待収益率はグローバルな視野から検討されるべきであろう。また、わが国特有の実務的課題として、TOPIX などの株価指数をマーケットポートフォリオと仮定した場合、バブル崩壊後の相場下落によりマーケットポートフォリオのヒストリカルな変化率がマイナスとなり、個別株式の期待収益率算定が困難になるという点も指摘できる。

本稿のアプローチの特徴は、理論的なマーケットポートフォリオにより近い、世界株式の時価総額加重平均リターンをベースに各国株式市場の期待収益率を算定することであり、その結果、わが国株式市場についても、期待収益率がマイナスになるという事態が回避される。

図表 5 2 : わが国における外国人投資家の株式保有比率の推移



### (1) 資本資産価格モデルとファーマ＝フレンチ型マルチファクターモデル

本稿では、株式市場の期待収益率を求めるモデルとして、資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model。以下 CAPM) とファーマ＝フレンチ型のマルチファクターモデル (Fama & French Three-factor Model。以下 FF) を用いる。CAPM は株式の期待収益率を求める最も古典的なモデルである。但し、実際に観察される株式市場の収益率が CAPM による収益率とかなり乖離した動きを示すことから、モデルの妥当性についての批判が常に存在しており、裁定価格理論 (Arbitrage Pricing Theory) や各種のマルチファクターモデルが CAPM の代替として提案されてきた。FF は、そのようなマルチファクターモデルの一つであり、近年では期待収益率算定における一つのスタンダードとなっている。

CAPM は、個別ポートフォリオの期待収益率を、個々のポートフォリオが持つマーケットリスク (システムティックリスク) によって説明するモデルである。マーケットリスクは、個別ポートフォリオの収益率とマーケットポートフォリオの収益率の共分散を、マーケットポートフォリオの収益率の分散で除したもので、これを  $\beta$  とすると、CAPM は次式で示される。

$$R_{Equity} = R_{Free} + (\beta (R_{Market} - R_{Free}))$$

CAPM では、株式市場全体に対するプレミアムと、 $\beta$  で示されるマーケットリスクの大小

によって個別ポートフォリオの収益率が決定される。

FF は個別ポートフォリオのリターンを、CAPM と同じマーケットリスクファクター、SMB ファクター ( Small Minus Big : 時価総額の小さなポートフォリオのリターン - 時価総額の大きなポートフォリオのリターン )、HML ファクター ( High Minus Low : 株式簿価 / 株式時価の高いポートフォリオのリターン - 株式簿価 / 株式時価の低いポートフォリオのリターン ) の三つのファクターで説明するマルチファクターモデルである。SMB ファクターは中小型株式に対するプレミアム、HML ファクターは低 PBR 株 ( 一般に「バリュース株」) に対するプレミアムの存在を示している。FF は以下の通り示される。

$$R_{Equity} = R_{Free} + \beta_1(R_{Market} - R_{Free}) + \beta_2SMB + \beta_3HML$$

## (2) 推計

では、CAPM と FF について、時系列回帰により各株式市場に適用されるパラメータの推計を行う。CAPM についての推計式は以下の通りである。

$$R_{Equity} - R_{Free} = C + \beta_1(R_{Market} - R_{Free}) +$$

同じく FF については以下の通りである。

$$R_{Equity} - R_{Free} = C + \beta_1(R_{Market} - R_{Free}) + \beta_2SMB + \beta_3HML +$$

なお、C は切片、 $\epsilon$  は残差を示している。推計にあたっての諸条件は図表 5 3 に示した。本稿では、1996 年 1 月から 2005 年 12 月までの 120 カ月について、前掲図表 1 で示した株価指数の月次リターンをベースに期待収益率を導出する。また、FF における HML ファクターについては、各株価指数についての株式簿価を算定することが困難であったため、MSCI 社のバリュース株指数とグロース株指数を用いてそれに代えた。

このような条件に基づいて推計した各株式市場のパラメータは、図表 5 4 に示したとおりである。

図表 5 3 : 推計条件

各株式市場の収益率	1996年1月～2005年12月の120カ月の月次収益率
マーケットの収益率	同期間の世界61証券取引所の時価総額加重平均収益率
無リスク利率	同期間のFF金利(1カ月物)
SMB	年初時点の時価総額が小さな30市場の収益率と大きな30市場の収益率の差
HML	MSCI世界バリュース株指数とMSCI世界グロース株指数の月次変化率の差

(注) いずれも米国ドル建  
(資料) みずほ総合研究所

図表54：CAPM、FFそれぞれのパラメータと調整後決定係数

	Capital Asset Pricing Model				Fama & French Three-factor Model					
	Variable	MKT	C	R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	C	R-squared
北米	Coefficient	1.02	0.04	0.92	Coefficient	1.01	0.04	0.07	0.10	0.93
	Std. Error	0.03	0.10		Std. Error	0.03	0.05	0.04	0.10	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
米国	Coefficient	1.01	0.03	0.91	Coefficient	1.00	0.05	0.09	0.10	0.92
	Std. Error	0.03	0.11		Std. Error	0.03	0.05	0.04	0.11	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
NYSE	Coefficient	0.84	0.05	0.80	Coefficient	0.88	0.39	0.17	0.10	0.86
	Std. Error	0.04	0.14		Std. Error	0.03	0.06	0.05	0.12	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
NASDAQ	Coefficient	1.58	0.14	0.73	Coefficient	1.44	1.15	0.04	0.03	0.85
	Std. Error	0.09	0.33		Std. Error	0.07	0.11	0.10	0.25	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アメリカン	Coefficient	0.80	0.37	0.61	Coefficient	0.82	0.12	0.18	0.22	0.63
	Std. Error	0.06	0.22		Std. Error	0.06	0.10	0.08	0.22	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
カナダ	Coefficient	1.13	0.16	0.75	Coefficient	1.14	0.03	0.27	0.02	0.76
	Std. Error	0.06	0.22		Std. Error	0.06	0.10	0.09	0.22	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
中南米カリブ	Coefficient	2.00	0.51	0.59	Coefficient	2.10	0.17	1.46	0.54	0.74
	Std. Error	0.15	0.57		Std. Error	0.12	0.22	0.18	0.47	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
メキシコ	Coefficient	1.36	0.67	0.44	Coefficient	1.39	0.12	0.78	0.14	0.50
	Std. Error	0.14	0.52		Std. Error	0.14	0.23	0.20	0.51	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ブラジル	Coefficient	2.14	0.33	0.54	Coefficient	2.21	0.00	1.29	0.58	0.62
	Std. Error	0.18	0.67		Std. Error	0.17	0.29	0.24	0.63	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アルゼンチン	Coefficient	1.32	0.33	0.22	Coefficient	1.43	0.00	1.85	1.63	0.43
	Std. Error	0.22	0.83		Std. Error	0.20	0.34	0.29	0.74	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ペルー	Coefficient	0.81	0.34	0.24	Coefficient	0.90	0.19	1.03	0.42	0.44
	Std. Error	0.13	0.49		Std. Error	0.12	0.20	0.17	0.43	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
チリ	Coefficient	0.92	0.37	0.39	Coefficient	1.00	0.30	0.84	1.00	0.57
	Std. Error	0.10	0.39		Std. Error	0.09	0.15	0.13	0.34	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ベネズエラ	Coefficient	1.15	0.15	0.15	Coefficient	1.34	1.14	0.80	0.91	0.25
	Std. Error	0.24	0.90		Std. Error	0.23	0.40	0.34	0.88	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ジャマイカ	Coefficient	0.01	1.07	0.01	Coefficient	0.02	0.13	0.13	0.96	0.02
	Std. Error	0.14	0.51		Std. Error	0.14	0.24	0.21	0.53	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
バミューダ	Coefficient	0.31	0.78	0.06	Coefficient	0.36	0.45	0.19	0.84	0.10
	Std. Error	0.10	0.38		Std. Error	0.10	0.18	0.15	0.39	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
欧州	Coefficient	0.99	0.08	0.86	Coefficient	0.99	0.02	0.09	0.01	0.86
	Std. Error	0.04	0.14		Std. Error	0.04	0.06	0.05	0.14	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
西欧	Coefficient	0.96	0.02	0.84	Coefficient	0.97	0.07	0.05	0.03	0.84
	Std. Error	0.04	0.14		Std. Error	0.04	0.07	0.06	0.15	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
フランス	Coefficient	1.04	0.06	0.77	Coefficient	1.04	0.01	0.01	0.05	0.76
	Std. Error	0.05	0.20		Std. Error	0.05	0.09	0.08	0.20	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
オランダ	Coefficient	1.14	0.25	0.77	Coefficient	1.16	0.21	0.06	0.24	0.78
	Std. Error	0.06	0.21		Std. Error	0.06	0.10	0.08	0.22	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ポルトガル	Coefficient	0.93	0.20	0.44	Coefficient	0.92	0.27	0.39	0.02	0.47
	Std. Error	0.10	0.35		Std. Error	0.10	0.16	0.14	0.36	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ベルギー	Coefficient	0.70	0.34	0.36	Coefficient	0.76	0.48	0.07	0.30	0.40
	Std. Error	0.09	0.32		Std. Error	0.08	0.15	0.12	0.32	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ギリシャ	Coefficient	0.92	0.59	0.17	Coefficient	0.96	0.00	0.61	0.16	0.19
	Std. Error	0.18	0.68		Std. Error	0.18	0.32	0.27	0.69	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アイルランド	Coefficient	0.88	0.32	0.53	Coefficient	0.95	0.47	0.10	0.17	0.58
	Std. Error	0.08	0.28		Std. Error	0.07	0.13	0.11	0.28	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ドイツ	Coefficient	1.15	0.16	0.72	Coefficient	1.15	0.03	0.13	0.24	0.72
	Std. Error	0.07	0.24		Std. Error	0.07	0.12	0.10	0.25	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
英国	Coefficient	0.81	0.14	0.77	Coefficient	0.83	0.13	0.04	0.19	0.78
	Std. Error	0.04	0.15		Std. Error	0.04	0.07	0.06	0.15	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
イタリア	Coefficient	1.05	0.23	0.56	Coefficient	1.04	0.18	0.24	0.09	0.57
	Std. Error	0.08	0.31		Std. Error	0.09	0.15	0.12	0.32	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	

(注) 1. MKTはマーケットリスクファクター、Cは切片を指す 2. R-squared は Adjusted ベース (以下同じ)  
 (資料) みずほ総合研究所

	Capital Asset Pricing Model				Fama & French Three-factor Model					
	Variable	MKT	C	R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	C	R-squared
スペイン	Coefficient	1.03	0.31	0.63	Coefficient	1.04	0.03	0.17	0.19	0.63
	Std. Error	0.07	0.27		Std. Error	0.07	0.13	0.11	0.28	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
スイス	Coefficient	0.83	0.14	0.55	Coefficient	0.86	0.40	0.23	0.23	0.60
	Std. Error	0.07	0.25		Std. Error	0.07	0.11	0.10	0.25	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ルクセンブルグ	Coefficient	1.01	0.03	0.18	Coefficient	0.93	0.71	0.36	0.10	0.20
	Std. Error	0.20	0.73		Std. Error	0.20	0.34	0.29	0.75	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
マルタ	Coefficient	0.45	0.90	0.09	Coefficient	0.43	0.49	0.76	0.45	0.21
	Std. Error	0.13	0.47		Std. Error	0.12	0.21	0.18	0.46	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
北欧	Coefficient	1.29	0.30	0.74	Coefficient	1.23	0.53	0.20	0.25	0.78
	Std. Error	0.07	0.26		Std. Error	0.07	0.11	0.10	0.25	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ノルウェー	Coefficient	1.06	0.41	0.53	Coefficient	1.15	0.46	0.63	0.11	0.67
	Std. Error	0.09	0.34		Std. Error	0.08	0.13	0.11	0.29	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
フィンランド	Coefficient	1.50	0.50	0.47	Coefficient	1.35	1.19	0.08	0.65	0.56
	Std. Error	0.14	0.54		Std. Error	0.13	0.23	0.20	0.51	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
デンマーク	Coefficient	0.81	0.40	0.48	Coefficient	0.83	0.09	0.09	0.32	0.47
	Std. Error	0.08	0.29		Std. Error	0.08	0.14	0.12	0.30	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
スウェーデン	Coefficient	1.38	0.04	0.75	Coefficient	1.33	0.46	0.19	0.09	0.77
	Std. Error	0.07	0.27		Std. Error	0.07	0.12	0.10	0.27	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アイスランド	Coefficient	0.81	0.40	0.48	Coefficient	0.83	0.09	0.09	0.32	0.47
	Std. Error	0.08	0.29		Std. Error	0.08	0.14	0.12	0.30	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
中東欧	Coefficient	1.15	1.35	0.36	Coefficient	1.23	0.03	1.28	0.44	0.58
	Std. Error	0.14	0.51		Std. Error	0.12	0.20	0.17	0.43	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ハンガリー	Coefficient	1.34	1.30	0.36	Coefficient	1.37	0.33	1.26	0.47	0.50
	Std. Error	0.16	0.60		Std. Error	0.15	0.25	0.21	0.55	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
スロベニア	Coefficient	0.18	0.34	0.00	Coefficient	0.22	0.04	0.50	0.01	0.04
	Std. Error	0.15	0.55		Std. Error	0.15	0.26	0.22	0.56	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
オーストリア	Coefficient	0.60	0.41	0.28	Coefficient	0.70	0.56	0.48	0.03	0.48
	Std. Error	0.09	0.33		Std. Error	0.08	0.13	0.11	0.29	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ポーランド	Coefficient	1.25	0.44	0.39	Coefficient	1.27	0.25	0.94	0.17	0.48
	Std. Error	0.14	0.53		Std. Error	0.13	0.23	0.20	0.51	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ロシア	Coefficient	1.65	2.14	0.19	Coefficient	1.80	0.10	2.41	0.43	0.38
	Std. Error	0.31	1.14		Std. Error	0.28	0.48	0.40	1.04	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
スロバキア	Coefficient	0.01	0.72	0.01	Coefficient	0.03	0.04	0.33	0.48	0.01
	Std. Error	0.18	0.65		Std. Error	0.18	0.31	0.26	0.68	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
中東	Coefficient	0.79	1.53	0.30	Coefficient	0.81	0.25	0.87	0.96	0.46
	Std. Error	0.11	0.41		Std. Error	0.10	0.17	0.14	0.37	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
サウジアラビア	Coefficient	0.27	1.79	0.03	Coefficient	0.31	0.21	0.26	1.57	0.04
	Std. Error	0.12	0.46		Std. Error	0.13	0.22	0.18	0.47	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
トルコ	Coefficient	2.06	0.88	0.29	Coefficient	2.08	0.69	2.05	0.44	0.42
	Std. Error	0.29	1.08		Std. Error	0.27	0.47	0.39	1.02	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
クウェート	Coefficient	0.03	1.14	0.01	Coefficient	0.10	0.46	0.26	0.88	0.09
	Std. Error	0.10	0.36		Std. Error	0.10	0.16	0.14	0.36	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
イスラエル	Coefficient	0.98	0.27	0.34	Coefficient	0.95	0.51	0.68	0.11	0.42
	Std. Error	0.12	0.46		Std. Error	0.12	0.20	0.17	0.45	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
イラン	Coefficient	0.10	1.72	0.01	Coefficient	0.12	0.14	0.03	1.68	0.02
	Std. Error	0.28	1.03		Std. Error	0.29	0.49	0.42	1.07	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
オマーン	Coefficient	0.13	0.71	0.00	Coefficient	0.20	0.27	0.47	0.33	0.05
	Std. Error	0.14	0.53		Std. Error	0.14	0.25	0.21	0.54	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アフリカ	Coefficient	0.96	0.22	0.21	Coefficient	1.00	0.20	0.27	0.00	0.21
	Std. Error	0.17	0.63		Std. Error	0.17	0.30	0.25	0.65	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
南アフリカ	Coefficient	1.00	0.16	0.20	Coefficient	1.05	0.25	0.21	0.03	0.20
	Std. Error	0.18	0.67		Std. Error	0.19	0.32	0.27	0.70	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	

(資料) みずほ総合研究所

	Capital Asset Pricing Model				Fama & French Three-factor Model					
	Variable	MKT	C	R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	C	R-squared
エジプト	Coefficient	0.56	0.90	0.06	Coefficient	0.56	0.59	1.31	0.09	0.23
	Std. Error	0.19	0.69		Std. Error	0.17	0.30	0.25	0.65	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ケニア	Coefficient	0.41	0.43	0.05	Coefficient	0.45	0.12	0.42	0.74	0.07
	Std. Error	0.15	0.57		Std. Error	0.16	0.27	0.23	0.58	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ボツワナ	Coefficient	0.14	1.28	0.00	Coefficient	0.17	0.13	0.23	1.09	0.00
	Std. Error	0.12	0.46		Std. Error	0.13	0.22	0.19	0.48	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アジア・オセアニア	Coefficient	0.90	0.35	0.58	Coefficient	0.91	0.08	0.08	0.31	0.58
	Std. Error	0.07	0.26		Std. Error	0.07	0.12	0.10	0.27	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
アジア	Coefficient	0.90	0.39	0.55	Coefficient	0.91	0.08	0.10	0.33	0.55
	Std. Error	0.07	0.28		Std. Error	0.08	0.13	0.11	0.29	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
東アジア	Coefficient	0.89	0.41	0.52	Coefficient	0.89	0.09	0.23	0.26	0.53
	Std. Error	0.08	0.29		Std. Error	0.08	0.14	0.11	0.30	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
日本	Coefficient	0.91	0.67	0.40	Coefficient	0.91	0.14	0.42	0.40	0.43
	Std. Error	0.10	0.38		Std. Error	0.10	0.18	0.15	0.38	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
中国	Coefficient	0.16	0.43	0.00	Coefficient	0.17	0.18	0.17	0.52	0.01
	Std. Error	0.16	0.61		Std. Error	0.17	0.29	0.25	0.64	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
上海	Coefficient	0.15	0.35	0.00	Coefficient	0.17	0.19	0.14	0.41	0.01
	Std. Error	0.16	0.58		Std. Error	0.16	0.28	0.23	0.60	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
深セン	Coefficient	0.15	0.59	0.00	Coefficient	0.16	0.15	0.21	0.71	0.02
	Std. Error	0.19	0.72		Std. Error	0.20	0.34	0.29	0.75	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
香港	Coefficient	1.28	0.31	0.50	Coefficient	1.28	0.01	0.11	0.38	0.49
	Std. Error	0.12	0.44		Std. Error	0.12	0.21	0.18	0.45	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
韓国	Coefficient	1.62	0.41	0.34	Coefficient	1.58	0.31	0.04	0.38	0.33
	Std. Error	0.21	0.76		Std. Error	0.21	0.36	0.31	0.79	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
台湾	Coefficient	1.01	0.47	0.26	Coefficient	1.04	0.12	0.74	0.97	0.31
	Std. Error	0.15	0.57		Std. Error	0.15	0.26	0.22	0.57	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
東南アジア	Coefficient	1.04	0.71	0.24	Coefficient	1.12	0.25	0.84	1.35	0.32
	Std. Error	0.17	0.62		Std. Error	0.16	0.28	0.23	0.61	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
シンガポール	Coefficient	0.95	0.62	0.33	Coefficient	1.02	0.27	0.61	1.09	0.40
	Std. Error	0.12	0.46		Std. Error	0.12	0.21	0.17	0.45	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
インドネシア	Coefficient	1.42	0.59	0.16	Coefficient	1.59	0.61	1.67	1.86	0.28
	Std. Error	0.29	1.09		Std. Error	0.28	0.48	0.40	1.04	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
マレーシア	Coefficient	0.87	0.87	0.11	Coefficient	0.91	0.03	0.72	1.36	0.13
	Std. Error	0.22	0.82		Std. Error	0.22	0.39	0.33	0.84	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
タイ	Coefficient	1.24	1.23	0.18	Coefficient	1.37	0.51	1.19	2.15	0.27
	Std. Error	0.24	0.89		Std. Error	0.23	0.40	0.34	0.87	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
フィリピン	Coefficient	1.18	1.19	0.23	Coefficient	1.31	0.55	1.06	2.02	0.34
	Std. Error	0.20	0.73		Std. Error	0.19	0.32	0.27	0.70	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
南アジア	Coefficient	1.04	0.40	0.25	Coefficient	1.00	0.74	0.86	0.08	0.35
	Std. Error	0.16	0.60		Std. Error	0.16	0.27	0.23	0.58	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
インド	Coefficient	1.05	0.40	0.25	Coefficient	1.00	0.75	0.87	0.08	0.34
	Std. Error	0.16	0.61		Std. Error	0.16	0.27	0.23	0.59	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
スリランカ	Coefficient	0.42	0.11	0.05	Coefficient	0.42	0.22	0.41	0.14	0.06
	Std. Error	0.15	0.57		Std. Error	0.16	0.27	0.23	0.59	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
オセアニア	Coefficient	0.86	0.02	0.62	Coefficient	0.89	0.10	0.21	0.19	0.64
	Std. Error	0.06	0.23		Std. Error	0.06	0.11	0.09	0.23	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
オーストラリア	Coefficient	0.87	0.01	0.63	Coefficient	0.90	0.08	0.19	0.16	0.64
	Std. Error	0.06	0.23		Std. Error	0.06	0.11	0.09	0.23	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	
ニュージーランド	Coefficient	0.70	0.22	0.29	Coefficient	0.78	0.35	0.48	0.62	0.39
	Std. Error	0.10	0.37		Std. Error	0.10	0.16	0.14	0.36	
	Variable	MKT	C		R-squared	Variable	MKT	HML	SMB	

(資料) みずほ総合研究所

### (3) 決定係数の比較

さて、各市場の期待収益率についてみる前に、CAPM と FF が現実の株価の動きをどの程度説明できるのかという点について比較を行いたい。これまでの研究では、この説明能力に関して FF に優位性があるとする結論が多数であるが、本稿の推計においても、同様の結果が得られた。

世界の 80.3% の株式市場で FF の決定係数が CAPM の決定係数を上回っており、平均的な決定係数の上昇幅は 6%Pt である（図表 5 5）。地域別にみると、東アジア市場を除く全ての地域で FF の優位性が認められ、特に中南米・カリブ、中東欧、東南アジアといった地域で、決定係数の上昇幅が大きい。

図表 5 5 : 地域別にみた CAPM に対する FF の説明能力の優位性

	上昇率	上昇幅
世界	80.3%	0.06
北米	100.0%	0.05
中南米カリブ	87.5%	0.11
欧州	79.2%	0.05
西欧	84.6%	0.03
北欧	60.0%	0.05
中東欧	83.3%	0.11
中東	83.3%	0.06
アフリカ	75.0%	0.05
アジア・オセアニア	73.3%	0.05
アジア	69.2%	0.04
東アジア	33.3%	0.01
東南アジア	100.0%	0.08
南アジア	100.0%	0.05
オセアニア	100.0%	0.06

(注) 1. 上昇率は、当該地域内の取引所のうち、決定係数が上昇した取引所の比率

2. 上昇幅は、FFモデルの決定係数からCAPMの決定係数を減じたもの

(資料) みずほ総合研究所

また、市場の規模別に比較をすると、CAPM、FF 共に、市場規模が大きくなるにつれて決定係数が高まっている（図表 5 6）。これは、規模の大きな株式市場ほど、その変動がマーケットポートフォリオの変動に与える影響が大きいことによるものだろう。逆に、小規模な市場では CAPM の説明能力が低くなっている。また、全ての規模で CAPM に対する FF の優位性が認められるが、特に規模の小さな市場でその差が顕著である。特に小規模なポートフォリオについては、FF による期待収益率の導出が望ましいと考えられる。

図表 5 6 : 規模別にみた CAPM に対する FF の説明能力の優位性

時価総額	取引所数	CAPM	FF	差
～10億ドル	11	0.10	0.14	0.03
～50億ドル	13	0.22	0.33	0.11
～100億ドル	9	0.34	0.44	0.10
～250億ドル	12	0.31	0.35	0.04
～500億ドル	6	0.46	0.47	0.01
～1,000億ドル	5	0.62	0.63	0.01
1,000億ドル～	5	0.69	0.74	0.04

(注) 数値は調整後決定係数の平均値

(資料) みずほ総合研究所

## 2 各国株式市場の期待収益率

上記推計により算出したパラメータを基に、各国株式市場に対する期待収益率を一覧したものが図表 5 7 である。平均値は CAPM:9.24%、FF:13.80%、中央値は CAPM:9.43%、FF:11.85%、標準偏差は CAPM:2.77%、FF:7.42% となった。推計結果からは、期待収益率は CAPM ベースより FF ベースの方が高い(中央値ベースで 2% 強の差)、FF は CAPM より分散が大きい(標準偏差で 5% 弱の差) ことが明らかとなった。

図表 5 7 : 各国株式市場に対する期待収益率の一覧

(単位: %)

地域	国	期待収益率		地域	国	期待収益率	
		CAPM	FF			CAPM	FF
北米	米国	9.94	9.06	欧州	ハンガリー	11.86	23.32
	NYSE	8.97	8.32		スロベニア	5.31	9.86
	NASDAQ	13.26	11.00		オーストリア	7.63	13.35
	アメリカン	8.73	10.68		ポーランド	11.31	19.71
	カナダ	10.63	13.05		ロシア	13.63	38.88
中 南 米 ・ カリ ブ	メキシコ	11.95	19.13	スロバキア	4.34	7.33	
	ブラジル	16.54	29.63	サウジアラビア	5.77	8.55	
	アルゼンチン	11.74	30.25	トルコ	16.04	35.52	
	ペルー	8.82	19.01	クウェート	4.48	7.83	
	チリ	9.41	18.00	イスラエル	9.76	14.91	
	ベネズエラ	10.73	21.14	イラン	4.88	5.43	
	ジャマイカ	4.28	5.72	オマーン	5.05	9.84	
	バミューダ	6.03	5.35	ア フリ カ	南アフリカ	9.88	12.43
	フランス	10.12	10.22	エジプト	7.40	18.35	
	オランダ	10.67	10.63	ケニア	6.56	10.66	
ポルトガル	9.49	12.51	ボツワナ	5.08	7.37		
欧州	ベルギー	8.20	8.68	ア ジ ア ・ オ セ ア ニ ア	日本	9.39	5.92
	ギリシャ	9.43	15.16		中国	5.16	4.07
	アイルランド	9.22	11.25		上海	5.15	4.30
	ドイツ	10.75	11.85		深セン	5.15	3.63
	英国	8.80	9.46		香港	11.46	12.45
	イタリア	10.16	11.95		韓国	13.45	13.13
	スペイン	10.06	11.59		台湾	9.93	16.67
	スイス	8.89	7.71		シンガポール	9.60	15.96
	ルクセンブルグ	9.91	11.58		インドネシア	12.30	30.53
	マルタ	6.79	12.63		マレーシア	9.15	15.77
	ルルウェー	10.22	17.22		タイ	11.24	24.10
	フィンランド	12.77	10.75		フィリピン	10.93	22.47
	デンマーク	8.80	9.86		インド	10.15	16.59
	スウェーデン	12.05	12.75		スリランカ	6.64	9.85
	アイスランド	8.80	9.86		オーストラリア	9.17	11.14
					ニュージーランド	8.20	13.45

(資料) みずほ総合研究所

次に、期待収益率を地域別にみていく（図表 5 8）。CAPM では、各地域の期待収益率は概ね 10%内外であり、各地域への期待収益率に大きな差はない。但し、中南米・カリブ地域についてのみ、15.7%と際立って高いことが特徴的である。FF で期待収益率を算出すると、CAPM より高まる傾向があり、これは個別市場と場合と同様である。中南米カリブ地域が 31.0%と更に高くなる他、中東欧、中東、東南アジア、南アジアといった地域の期待収益率が大きく上昇している。これは言い換えれば、これらの地域の SMB プレミアム（時価総額が低いことに起因するリスクプレミアム）、HML プレミアム（PBR が低いことに起因するリスクプレミアム）がかなり高いことを意味している。上述の通り、これらの地域では総じて FF は CAPM に対して説明能力が優位にあり、これらの地域への株式投資に際しては、これらのリスクファクターを加味した投資判断をすることが望ましいといえるだろう。

図表 5 8 : 地域別の期待収益率

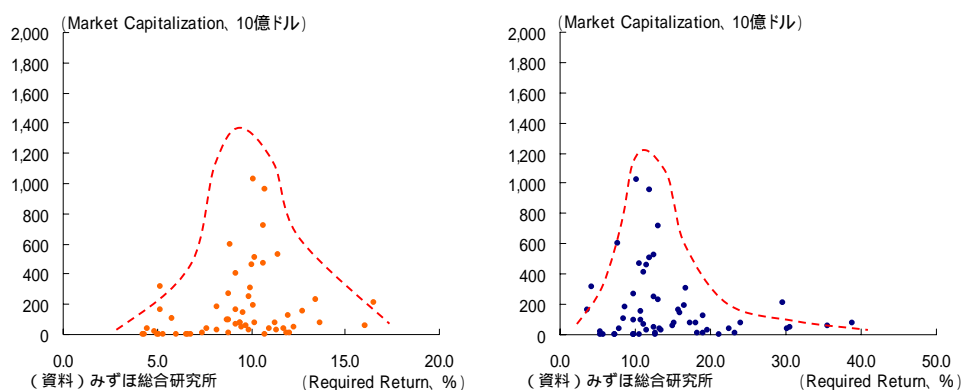
(単位: %)

	CAPM	FF
北米	10.0	9.3
中南米カリブ	15.7	31.0
欧州	9.8	10.6
西欧	9.6	10.3
北欧	11.6	12.2
中東欧	10.7	23.2
中東	8.7	16.3
アフリカ	9.6	12.6
アジア・オセアニア	9.3	8.8
アジア	9.3	8.6
東アジア	9.2	7.4
東南アジア	10.1	18.7
南アジア	10.1	16.5
オセアニア	9.1	11.3

(資料) みずほ総合研究所

続いて、時価総額の規模と期待収益率の関係をみていくと、CAPM では概ねベルシェイプ型の分布となっており、時価総額が増加するにつれて期待収益率は 10%程度に向けて収斂していく（図表 5 9）。一方、FF では、時価総額が増加するにつれて期待収益率が 10%程度に向けて収斂していく傾向は CAPM と変わらないが、時価総額の小さい市場の期待収益率は分散しており、特に際立って期待収益率の高い市場が存在している。

図表 5 9 : 期待収益率と時価総額の関係 (左 : CAPM、右 : FF)



### 3 各国株式市場のパフォーマンス比較

各株式市場の表面的なパフォーマンスの評価は、株価指数の増減率なり、上述した株式時価総額の増減率を比較することで容易に行うことが出来る。但し、当然のことながら、リスクの高い市場のリターンはリスクの低い市場のリターンを上回って然るべきであるから、本来的な市場間のパフォーマンス比較は、リスク調整後ベースで実施されなければならない。

本稿では、世界株式市場のリスク調整後パフォーマンスを、シャープの測度、トレナーの測度、ジェンセンの測度を用いて比較する。

それぞれの測度を簡単に紹介すると、まずシャープの測度は以下で示される。

$$M_{Sharpe} = \frac{R_{Portfolio} - R_{Free}}{\sigma_{Portfolio}}$$

シャープの測度は、ポートフォリオの超過収益率(無リスク利率を控除した収益率)を、ポートフォリオ収益率の標準偏差で除したものである。標準偏差は、当該ポートフォリオへの投資に関するトータルリスクを含んでいると解されるので、シャープの測度は、投資に関する全てのリスクを調整した後の収益率とみなすことが出来る。

トレナーの測度は、以下で示される。

$$M_{Trenor} = \frac{R_{Portfolio} - R_{Free}}{\beta_{Portfolio}^{Market}}$$

トレナーの測度は、ポートフォリオの超過収益率を、CAPMにおける  $\beta$  で除したものである。ポートフォリオ理論においては、広く投資対象を分散することで、資産固有のリス

ク（アンシステムティックリスク）は無くなってゆき、ポートフォリオが持つリスクはで表されるマーケットリスク（システムティックリスク）に収斂するとされており、トレーナーの測度は、ポートフォリオについて、このマーケットリスクを調整したパフォーマンスを測定する。

シャープの測度とトレーナーの測度の違いは、資産固有のアンシステムティックリスクを含むかどうかにある。従って、資産の相対的なパフォーマンスについて、シャープの測度の結果がトレーナーの測度の結果に対し大きく劣っている場合、その資産については、何らかの固有のリスクが存在しているということになる。

ジェンセンの測度は、以下で示される。

$$M_{Jensen} = R_{Portfolio} - E(R_{Portfolio})$$

ジェンセンの測度は、実際の収益率が期待収益率をどの程度上回ったかを示している。例えば、アクティブ運用の投資信託について、ベンチマークとなる株価指数の収益率を期待収益率とし、ジェンセンの測度で運用成績の評価をするといった利用法がある。本稿では、CAPMとFFのうち決定係数が高い方の期待収益率を用いてジェンセンの測度を測定する。

地域別にリスク調整後のパフォーマンスをみたものが図表60である。中東のパフォーマンスが圧倒的に高く、中東欧もパフォーマンスは良好である。また、北米も、小幅ながら三つの測度全てで世界平均を上回る実績を残している。中南米・カリブや中東欧を除く欧州は、シャープの測度やトレーナーの測度でみたパフォーマンスは良好だが、ジェンセンの測度では期待収益率を下回るパフォーマンスしか上げられていない。これは、両地域はSMB、HMLファクターと正の相関があり、その分期待収益率が高いわけだが、実際はそれに見合った実績を残せていないことによる。アジア・オセアニア地域は、南アジアを除いて三つの測度全てで平均以下の実績となっており、この10年のパフォーマンスは良くなかったといえる。アフリカと南アジアは、トレーナーの測度やジェンセンの測度によるパフォーマンスは良好だが、シャープの測度によるパフォーマンスは世界平均を下回っている。これはつまり、マーケットリスクやSMB、HMLプレミアムが期待する収益率は確保しているものの、それ以外のこれらの地域固有のリスクに対しては、十分にそれを充足する収益率は得られていないということである。

各国別にみても、地域別のパフォーマンスとほぼ似たような実績となっており、北米、北欧、中東欧、中東の国々のパフォーマンスが良好である一方、アジア・オセアニアや中南米・カリブの国々のパフォーマンスは良くない（図表61）。

図表 60 : 世界各地域のリスク調整後株式パフォーマンス

	Sharpe	Treynor	Jensen
世界	0.12	0.44	0.00
北米	0.12	0.48	0.07
中南米カリブ	0.14	0.69	0.57
欧州	0.13	0.52	0.01
西欧	0.11	0.45	0.06
北欧	0.16	0.67	0.14
中東欧	0.27	1.61	0.41
中東	0.36	2.37	1.52
アフリカ	0.08	0.67	0.17
アジア・オセアニア	0.01	0.04	0.38
アジア	0.00	0.01	0.26
東アジア	0.01	0.03	0.18
東南アジア	0.03	0.25	1.16
南アジア	0.11	0.82	0.28
オセアニア	0.09	0.41	0.13

(注) 1. Jensenの測度は、CAPMとFFのうち決定係数の高いモデルを前提にしている  
 2. パフォーマンスが世界平均以上の地域を黄色地にしている  
 (資料) みずほ総合研究所

図表 61 : 世界各国のリスク調整後株式パフォーマンス

(単位: %)

地域	国	パフォーマンス測度			地域	国	パフォーマンス測度		
		Sharpe	Treynor	Jensen			Sharpe	Treynor	Jensen
北米	米国	0.12	0.47	0.07	欧州	ハンガリー	0.23	1.40	1.42
	NYSE	0.12	0.49	0.07		スロベニア	0.07	2.32	0.31
	NASDAQ	0.08	0.35	0.00		オーストリア	0.16	1.11	0.52
	アメリカン	0.19	0.90	0.19		ポーランド	0.13	0.79	1.47
	カナダ	0.14	0.58	0.05		ロシア	0.21	1.73	2.82
中南米・カリブ	メキシコ	0.17	0.93	0.11	スロバキア	0.10	138.70	0.23	
	ブラジル	0.12	0.59	0.61	サウジアラビア	0.38	7.17	0.34	
	アルゼンチン	0.02	0.18	1.66	トルコ	0.13	0.86	1.47	
	ペルー	0.12	0.85	0.45	クウェート	0.30	37.69	0.31	
	チリ	0.01	0.04	1.03	イスラエル	0.11	0.71	0.62	
	ベネズエラ	0.03	0.30	0.94	イラン	0.16	17.15	1.30	
	ジャマイカ	0.19	152.86	1.04	オマーン	0.13	5.69	0.32	
欧州	バミューダ	0.21	2.93	0.81	南アフリカ	0.07	0.60	0.50	
	フランス	0.12	0.49	0.01	エジプト	0.15	2.05	0.62	
	オランダ	0.05	0.22	0.41	ケニア	0.04	0.61	0.52	
	ポルトガル	0.12	0.66	0.24	ボツワナ	0.27	9.53	0.91	
	ベルギー	0.15	0.91	0.22	日本	0.05	0.30	0.37	
	ギリシャ	0.12	1.07	0.42	中国	0.08	3.21	0.40	
	アイルランド	0.16	0.80	0.18	上海	0.07	2.68	0.17	
	ドイツ	0.07	0.30	0.09	深セン	0.08	4.27	0.08	
	英国	0.06	0.27	0.41	香港	0.04	0.19	0.87	
	イタリア	0.13	0.65	0.09	韓国	0.03	0.18	0.62	
	スペイン	0.16	0.73	0.46	台湾	0.00	0.03	1.95	
	スイス	0.12	0.60	0.10	シンガポール	0.03	0.21	1.70	
	ルクセンブルグ	0.05	0.47	0.20	インドネシア	0.00	0.02	1.35	
	マルタ	0.20	2.43	0.45	マレーシア	0.05	0.56	1.45	
	ノルウェー	0.16	0.82	0.34	タイ	0.07	0.56	1.66	
	フィンランド	0.14	0.77	0.77	フィリピン	0.07	0.57	1.13	
	デンマーク	0.18	0.93	0.07	インド	0.11	0.81	0.29	
スウェーデン	0.18	0.55	0.37	スリランカ	0.05	0.69	0.44		
アイスランド	0.10	0.70	0.87	オーストラリア	0.09	0.43	0.05		
				ニュージーランド	0.02	0.12	0.69		

(注) 1. Jensenの測度は、CAPMとFFのうち決定係数の高いモデルを前提にしている  
 2. パフォーマンスが世界平均以上の地域を黄色地にしている  
 (資料) みずほ総合研究所

## IV 世界株式市場に関するその他の論点

### 1 資本市場の成熟度

ここでは、調査対象各国の名目 GDP と時価総額の関係に注目し、資本市場の成熟度について考察する。

株式市場は私企業が広く資本を調達する場であり、或いは流通市場を通じて企業所有権の移転が行われる場である。株式資本主義の発展に応じて株式市場の規模も拡大していくと考えられるので、経済規模に対する株式時価総額の規模を比較することで、各国における資本主義経済・資本市場の成熟度が比較しうる。例えば、経済規模に比して株式時価総額の小さな地域では、経済活動に占める上場企業の活動ウェイトが低く、公的部門或いは資本市場に参入していない私的企業の活動ウェイトが高いと考えられる（なお、株式時価総額は投資家の成長期待が反映されており、資本市場の規模を示す指標として完全ではない点に留意が必要である）。

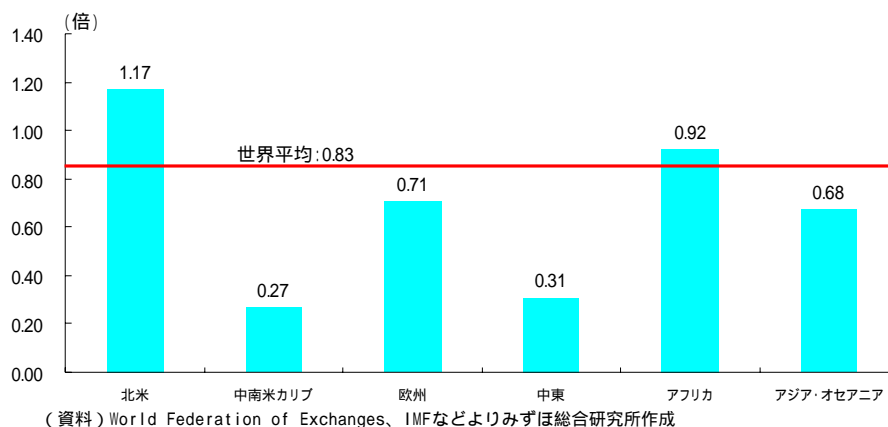
このような資本市場の成熟度が低い国は、政府部門の役割が大きいと考えられるだけに、投資に際してのポリティカルリスクが高く、或いは会計制度などの市場インフラの整備も立ち遅れている可能性がある。つまり、資本市場の成熟度が低い場合、投資リスクは相対的に高いと考えられる。但し一方で、そのような国や地域では、将来、経済全体の成長速度以上のスピードで株式市場が拡大する可能性がある。すなわち、このような国や地域では、（経済システムがいずれ株式資本主義に収斂するとすれば）公的部門の民営化や IPO の発生ポテンシャルが相対的に高く、また上場に際しては、事業価値の再評価が行われ企業所有権の市場価値が増大する可能性もある。

地域別に株式時価総額 / 名目 GDP 倍率をみたものが図表 6 2 である。世界平均の 0.83 倍に対し、北米とアフリカが平均以上、その他の地域が平均以下である。なお、アフリカについては、時価総額の大きい南アフリカが 1.53 倍と突出して高い為平均を上回っているが、その他の国々は 0.11 ~ 0.34 倍とかなり低い。地域別の比較からは、時価総額の集中する北米、欧州、アジア・オセアニアの中では北米の成熟度が顕著であること、中南米・カリブ、中東、アフリカ（南アフリカを除く）といった地域では資本市場が未成熟である

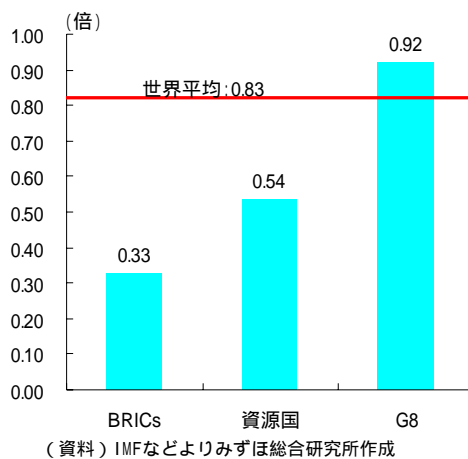
こと、などが確認される。

図表 6 3 は BRICs、資源国、G8 について資本市場の成熟度をみたものである。先進国に比べて、BRICs や資源国の資本市場の成熟度はかなり低く、投資リスクが高い代わりに、将来の市場拡大余地が残っているとみることができる。

図表 6 2 : 地域別の資本市場の成熟度



図表 6 3 : BRICs、資源国、G8 の資本市場の成熟度

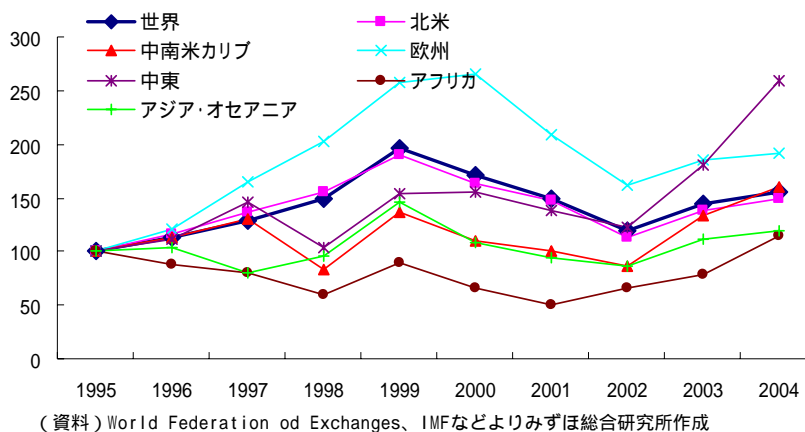


## 2 株式市場への期待値の変化

続いて、時価総額 / 名目 GDP 倍率の過去からの変化率、すなわち実際の経済成長以外の要因で達成された時価総額の変化率をみていく。この変化率が高いほど株式市場への期待値が高まっていることを示している。

世界全体の時価総額 / 名目 GDP 倍率は、1995 年から 2004 にかけて + 54.8%Pt 増加した（図表 6 4）。地域別にみると、中東（+ 159.9%）、欧州（+ 91.8%）が世界平均をかなり上回る増加率、中南米・カリブ（+ 60.4%）、北米（+ 49.4%）が世界平均並みの増加率、アジア・オセアニア（+ 20.0%）、アフリカ（+ 14.7%）が世界平均のかなり下回る増加率となっている。中東へのプレミアムは近年特に顕著であり、原油高などを背景に拡大しているものと考えられる。また、欧州へのプレミアムが 2003 年まで飛びぬけて高かったことも特徴的で、ユーロの誕生、EU の拡大などで中長期的な成長期待が高まったものと考えられる。一方、アフリカは 2003 年までは変化率がマイナスであった。アフリカの経済・株式市場に対する期待は停滞或いは低下している。

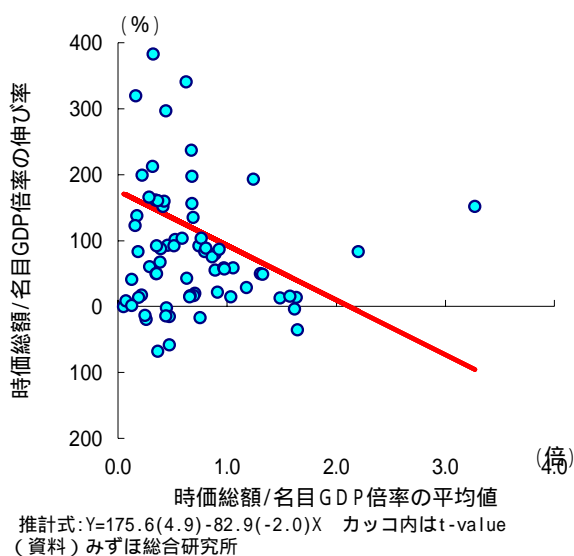
図表 6 4 : 各地域の株式市場への期待値の変化



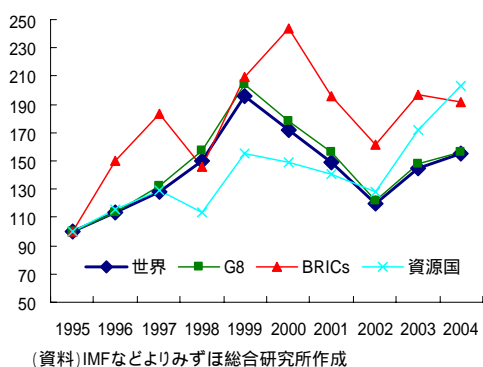
また、資本市場の成熟度と期待値の変化の関係については、負の相関がある（図表 6 5）。つまり、未成熟な市場ほど経済成長以上の成長を示してきたといえる。BRICs や資源国への期待値は、世界平均を大きく上回って推移している（図表 6 6）。この間、名目 GDP の平均成長率は BRICs が 4.3%、資源国が 3.2% であり、世界平均の 3.6% に対し極端な高成長を示しているわけではないので、BRICs や資源国の株式市場がかなり期待先行の拡大と

なっていることがわかる。また、EURONEXT 構成国と西欧主要国の期待値の推移をみると、EURONEXT への期待値が最も高い（図表 6 7）。証券取引所の統合が市場の拡大に寄与している可能性については先述したが、例えば英国市場への期待値の伸び悩みと比較してみても、証券取引所の統合がポジティブな評価に繋がっている可能性が示唆されている。

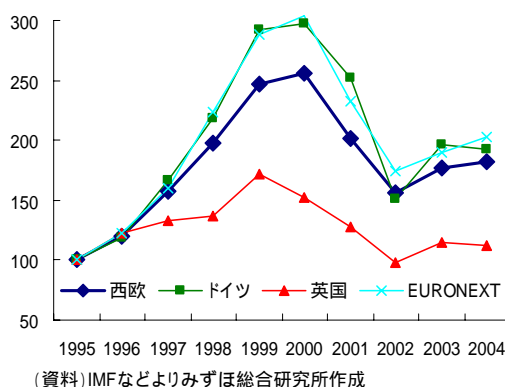
図表 6 5 : 資本市場の成熟度の期待値の変化



図表 6 6 : 各市場への期待値の変化



図表 6 7 : 西欧主要市場への期待値の変化

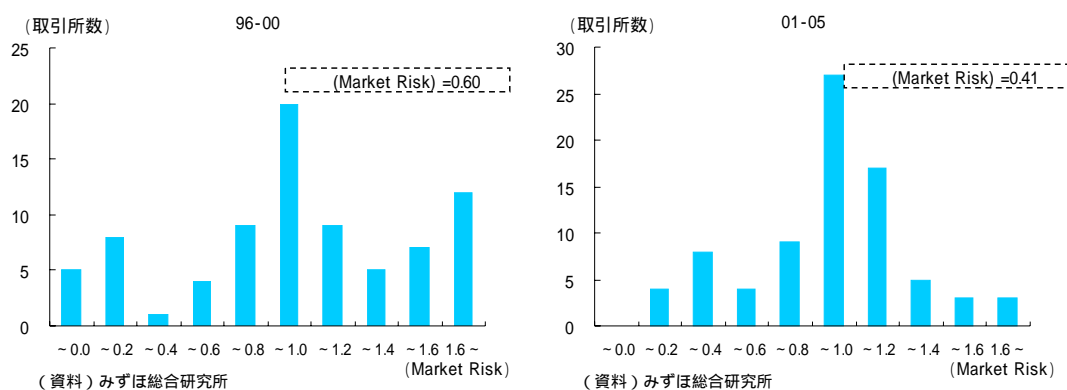


### 3 各国株式市場の連動性の高まり

CAPMにおける  $\beta$  は、世界の株式市場の変動に対し、各国市場がどの程度連動して動くかを示すものだが、1996年から2000年までと2001年から2005年までの  $\beta$  の分布をみると、 $\beta$  の標準偏差は0.60から0.41に低下しており、各国市場の  $\beta$  が1.0近傍に収斂していることがわかる(図表68)。 $\beta$  が1.0というのは、各国市場が世界市場と全く同じ動きをすることを示しているので、この間、各国市場の連動性は大きく高まっていることになる。

株式市場の連動性が高まっている大きな理由の一つは、経済や資本市場のグローバル化により世界経済が「ワンワールド」化していることだろう。欧州圏では経済の統一が成り、中国やインド、中東欧諸国も世界経済で主要な地位を占めるようになった。各国・各地域が比較優位を持った経済活動に特化するなどして経常収支の格差が拡大しているが、それはグローバルな資本の移動をもたらす作用もある。また、わが国における金融ビッグバン、或いは国際統一会計基準の整備などにみられるように、グローバルな資本の移動を促す仕組み作りも進捗してきている。

図表68：各国  $\beta$  野分布(左：1996年1月～2000年12月、右：2001年1月～2005年12月)



## V おわりに 纏めと今後へのインプリケーション

以上、本稿では 1996 年から 2005 年までの 10 年間について、成長性、規模、期待収益率、パフォーマンスといった観点から世界の株式市場を比較してきた。本稿は俯瞰的且つファクト・ファインディング的な作業であり、必ずしも一つの結論に達するという性質のものではないが、最後に、分析を通じて得られた事実を簡単に整理した上で、今後のわが国経済へのインプリケーションと成り得る事項について述べ、結びとしたい。

はじめに、わが国株式市場に対する客観的な評価だが、この 10 年については極めて厳しい評価にならざるを得ない。わが国は、時価総額でみた市場の成長性、株価指数のリスク調整後パフォーマンスのいずれも平均的水準を大きく下回る成績であり、結果としてその国際的地位は大幅に低下した。1995 年末に世界の 20% を占めた時価総額は、今や 10% に半減し、いわゆる資源国に集まる投資資金の方が大きい状況だ。

わが国とは対照的に、高いパフォーマンスを出したのが、BRICs や資源国といった属性で語られる国々であり、地域別に言えば中東や中東欧、北欧などだ。これらの国々は、天然資源や豊富で安価な労働力などを背景に安定的な成長を実現してきたことを特徴としている。この点、東南アジアや中南米・カリブの市場は様相が異なる。これらの地域も、中東や中東欧に劣らず潜在的な成長余地は大きいわけだが、政治的・経済的な混乱が続いた結果、十分なパフォーマンスを上げてきたとはいいがたい。株式市場のパフォーマンスは、潜在的な成長余地だけで決まるというわけではなく、成長の安定性にも依存しているといえるだろう。

わが国同様の成熟市場である米国や西欧は、世界平均を上回るパフォーマンスをあげてきた。この事実は、わが国経済の今後に向けた重要なインプリケーションを提供するものである。まず、米国においては NASDAQ 市場が牽引する形で成長を実現してきたという点が注目される。高度な技術を有する新興企業に円滑な資金提供が為されることで経済発展を後押しし、結果として資本市場も成長するという好循環が形成されている。また、EURONEXT の成功も示唆的だ。EU 設立やユーロへの通貨統一で経済的に一つになった欧州の株式市場はバランスよく成長しており、ユーロに不参加の英国市場が地盤沈下する中で EURONEXT の地位が向上するなど、資本市場にも統合のメリットが表れている。

わが国は天然資源も少なく、今後は人口も減少に転じてゆく。従って、経済成長を維持

するには、技術進歩が起こりやすい仕組みづくりを通じて一人当たり生産性を高めると共に、自由な貿易や資本取引を通じた海外との経済的統合の利益を享受することが不可欠だ。米国における NASDAQ の躍進や欧州における EURONEXT の成功は、成熟した経済が如何に経済成長を維持していくかという命題に対する、一つのシンボリックな答えである。「失われた 10 年」からの脱却に成功したわが国経済だが、目の前に横たわるこうした中長期的な課題に対しては、依然として明確な答えが見出せていない。わが国においても、欧米を範とした独自の成長パスが早期に形成され、結果として株式市場への高い評価が中長期的に維持される状況になるよう期待したい。

以 上