

ベンチマーク（TOPIX）に捉われない 日本株運用の意義

－TOPIX の限界と日本株の可能性－

目次

- I. はじめに
- II. ボラティリティが高くリターンが低い TOPIX
- III. 為替感応度の高い TOPIX がもたらす分散効果への悪影響
- IV. 真の日本株リスクプレミアムの獲得に向けて
- V. 終わりに

資産運用部 国内株式クオンツ運用グループ ファンドマネージャー 浅田 一成

I.はじめに

近年、日本株（TOPIX）が為替によって大きく振らされる傾向が強まっている。リーマンショック前後からは一貫して円高による株安が進んだ。足元では逆に、安倍政権の大胆な金融緩和志向（アベノミクス）への期待感により、大きく円安が進み、それに伴い自動車など外需産業中心に TOPIX も大きく上昇した。成長する外需を獲得しようと企業の海外売上が増加することで、TOPIX と為替の高い連動性は今後も続く可能性が高いだろう。

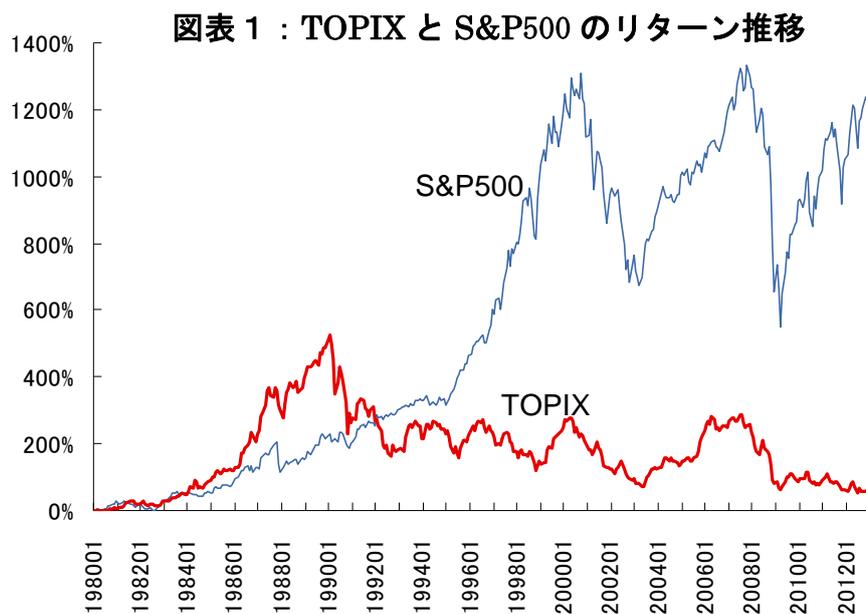
このような為替感応度の高い TOPIX という指数は、年金基金にとって好ましいものなのだろうか？円高で下落する TOPIX をベンチマークとするファンドを保有するということは、いわば外貨建て資産を保有して為替リスクを取っていることと同じである。これは単に TOPIX という指数のボラティリティを為替リスクで増幅しているだけではない。グローバルに投資する年金基金にとっては、円高になると保有する外債、外株ファンドの価値が毀損すると同時に、日本株ファンドまでもリターンがマイナスになり、年金資産全体のボラティリティをより高める結果となっているということである。

そもそも投資家としての最終目標は、ベンチマークに追随することではなく「資産の保全と成長」である。それに資する事の無いリスクは最小限に抑制するべきである。本稿では、TOPIX という指数の特性を明らかにするとともにベンチマークとしての妥当性を議論する。さらにベンチマーク（TOPIX）を意識しない日本株運用を行うからこそ、本来の目的である資産の保全と成長に合った安定的なリターンを享受できる可能性が高まるということを示していきたい。

Ⅱ. ボラティリティが高くリターンが低いTOPIX

1. 期待どおりに上昇してこなかった日本株

株式は債券と比較してリスクが大きい。従って、株式へ投資する投資家はそのリスクに見合った高いリターンが見込めると期待して株式投資を行ってきた。しかし、現実にはどうだろうか。図表1は1980年以降の過去30年超という長期で日本株(TOPIX)と米国株(S&P500)のリターン推移を見たものである。米国株(S&P500)は、リスクは高いがリターンも高くなっている一方、日本株(TOPIX)は米国株と同じくリスクが高いもののリターンは低い。リターン水準はリーマンショック後にますます格差が拡大してしまっており、日本株に対して取ったリスクは短期だけでなく長期で見ても報われていないように見える。



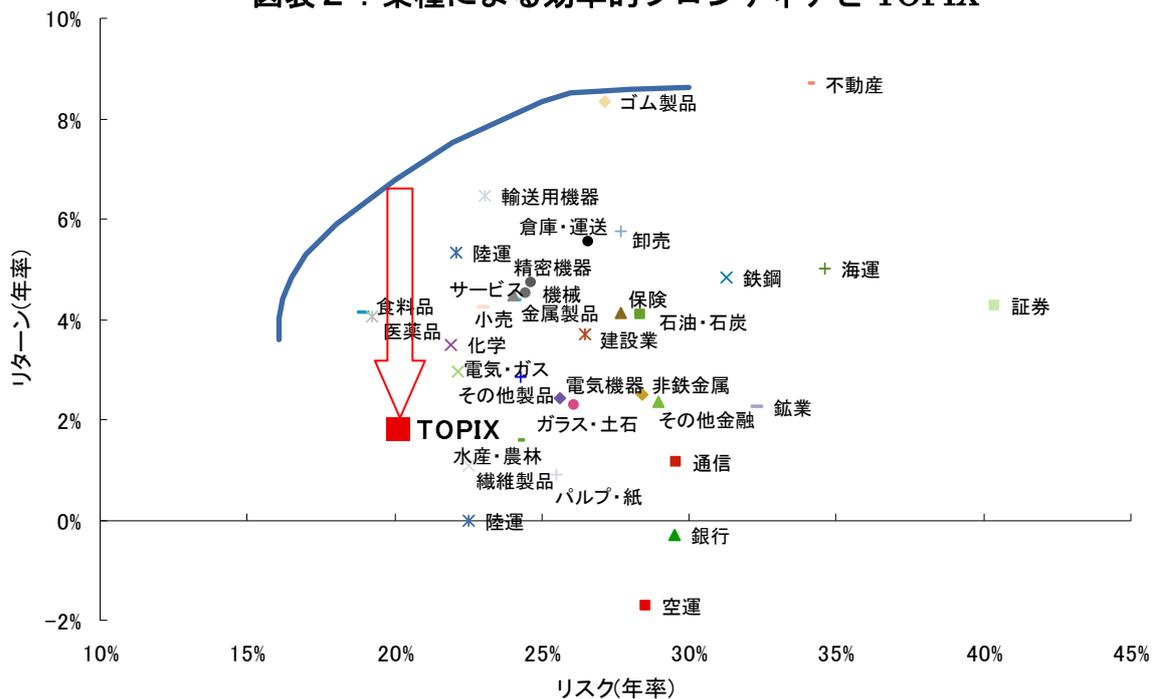
出所：DataStream より三菱UFJ信託銀行作成

2. CAPM という幻想

ファイナンス理論上では、このような高ボラティリティかつ低リターンということは起こりえない。CAPM では時価総額加重インデックスがリスク・リターンで見て効率的であると述べられている。では、現実的には CAPM が成立しているのだろうか。図表2は簡易的に東証 33 業種毎にリスク・リターンをプロットし、業種による効率的フロンティアを描いたものである。これを見ると、TOPIX という指数は CAPM で想定している効率的フロンティア上のリターンの3分の1以下のリターンしか得られておらず、効率的とはいえない。

このように理論が成立しないのはなぜだろうか。CAPM に代表されるファイナンス理論は成立するために厳しい前提をおいている。例えば、証券市場は効率的であることや取引費用や税金が存在しないこと、投資家は全員がリスク回避的かつ同じ相場見通しを持つことなどである。このような厳しい前提は現実では満たされるはずもなく、CAPM が成立し得ない現実のマーケットにおいては、TOPIX が効率的であるとは言えないだろう。

図表 2：業種による効率的フロンティアと TOPIX

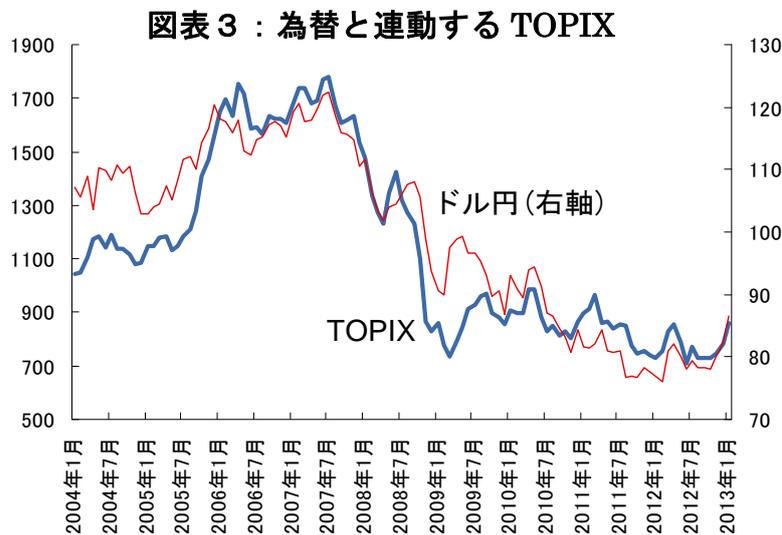


1983年5月～2012年12月の東証33業種データより算出
出所：DataStream より三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. 為替感応度の高いTOPIXがもたらす分散効果への悪影響

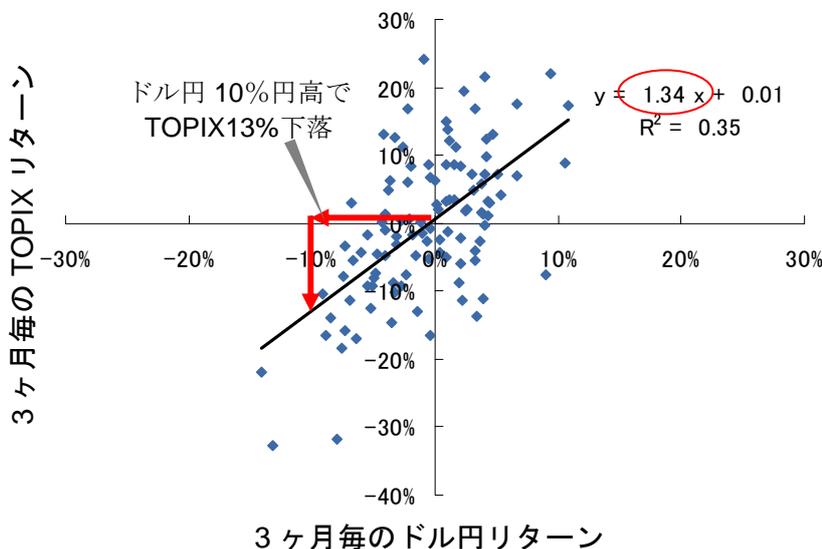
1. 大きな為替リスクを内包した TOPIX という指数

TOPIX という指数を非効率たらしめている、つまりボラティリティを増大させている最大の要因はなんだろうか。近年において、それは為替の与える影響の大きさであろう。図表 3 は 2004 年以降の 10 年弱の期間におけるドル円と TOPIX の推移を見たものである。疑う余地なく、ドル円と TOPIX が高い連動性を示している事が分かるだろう。では、どの程度の強さで連動しているのかということを見たのが図表 4 である。過去の推移を見ると、TOPIX はドル円の 1.3 倍の比率で動いていることが分かる。これは 10%円高になると TOPIX が 13% 下落するということを意味し、TOPIX への投資は投資金額の 1.3 倍の為替リスクを取ることになる。



出所：DataStream より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 4 : TOPIX の為替感応度



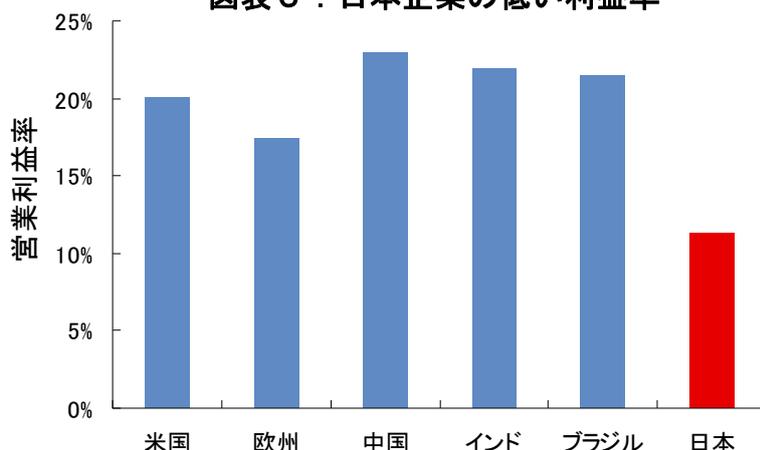
出所：DataStream より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 日本の大企業の利益の高い為替感応度

なぜ、TOPIX は特に 2004 年以降、為替と強く連動するようになったのだろうか。一つは日本株のバリュエーション(PER)がグローバル平均に収斂してきたことが挙げられる。株価はバリュエーション(PER)×利益 (EPS) である。2004 年頃に日本株のバリュエーションが概ねグローバル標準に収斂してきたことで、その時期からの株価の動きは利益 (EPS) の変化の影響が大きくなってきたのである。

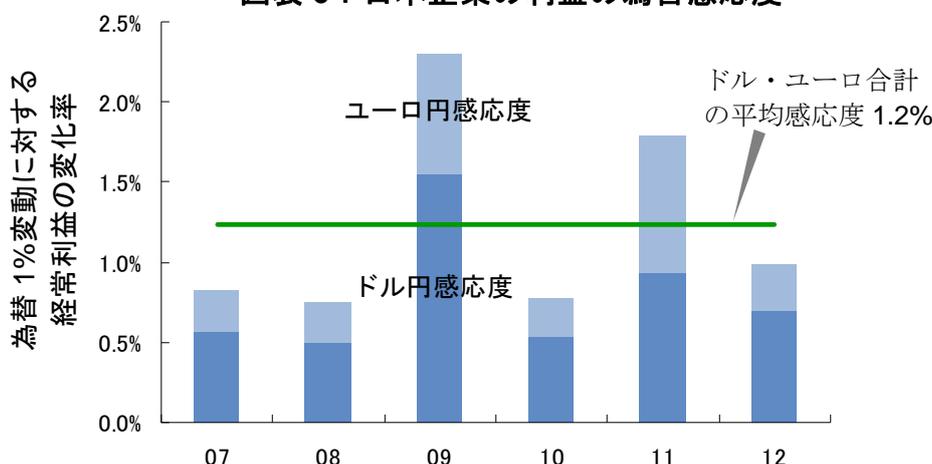
そして、日本の大企業において利益を動かす最大の要因はやはり為替である。図表 5 で示すように日本の大企業は世界各国と比較して利益率が低く薄利多売の傾向がある。利益率が高ければ少しくらいの円高でも輸出企業は黒字を維持できるが、現状は利益率が低い企業が多いため、円高がすぐに大幅減益、または赤字に直結してしまう。その結果、図表 6 で示すようにドル円、ユーロ円が 1%円高へ進むと日本の内需企業を含めた大企業全体で 1.2%利益が落ち込むような、為替感応度の高い状況となっている。これは前項で見たドル円に対する TOPIX の感応度 (1.3 倍) と概ね一致しており、為替に対する利益連動性の高さが TOPIX の高いボラティリティを生んでいると言える。

図表 5 : 日本企業の低い利益率



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

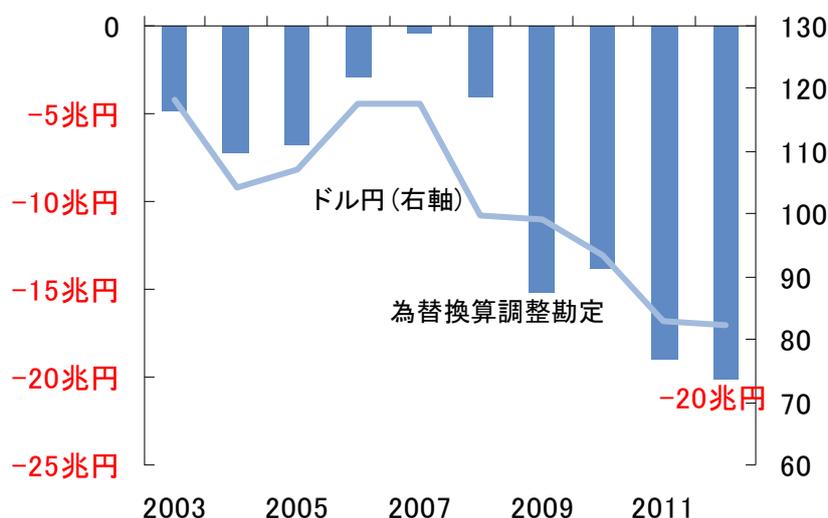
図表 6 : 日本企業の利益の為替感応度



2007 年度～2012 年度における大型株 NOMURA400 (2012 年は RussellNomura 大型株) (金融除く) の銘柄毎に期初時点での予想利益に対する為替感応度を算出し、その平均値
出所：野村証券より三菱 UFJ 信託銀行作成

上記は P/L における為替の影響について述べた。一方、バランスシート (B/S) の観点でも為替は大きな影響を与えている。図表 6 は日本企業の為替換算調整勘定の推移を示したものである。為替換算調整勘定とは、海外の支店や子会社の外貨建て純資産を円ベースに換算した金額の増減を表すものであり、P/L には反映しないが、直接、純資産を増減させる。日本企業は海外に積極的に進出しており資産サイドに大きな外貨建て資産が存在する。その一方で、負債サイドは円での調達が多いことから、日本企業全体バランスシート上では大きな為替リスクを負った状態となっている。このことが下の図で示すように、円高が進んだ 2007 年以降の 5 年で、約 20 兆円もの純資産の減少をもたらしている。利益だけ見ていると分からないが、この為替換算調整勘定のマイナスの累積は純資産を変動させる大きな要因であり、円高に進んだ際の日本企業の株価の上値を重くしている要因の一つと考えられる。

図表 7：日本企業の為替換算調整勘定の推移



2003 年度～2012 年度における東証一部企業の為替換算調整勘定合計
出所：日経 NEEDS より三菱 UFJ 信託銀行作成

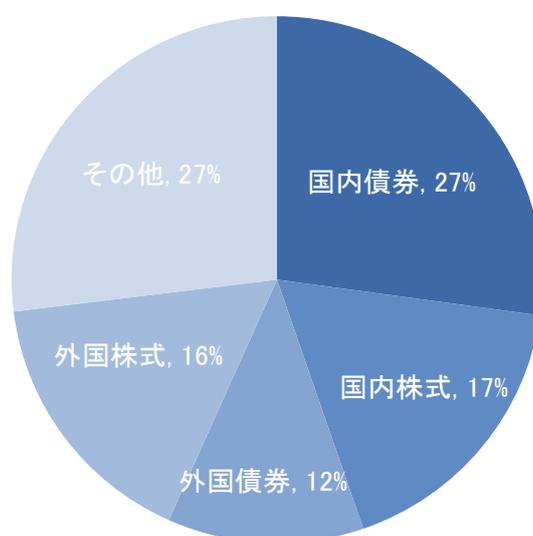
3. 為替感応度の高い TOPIX へ投資する意味

ここまでで、TOPIX という指数は理論上、言われているような効率的なものではなく、現実には為替に大きく影響されボラティリティが高くなっていることを示してきた。では、ほとんどの年金基金がこの TOPIX をベンチマークとしてパッシブファンド等へ投資しているが、これはどのような影響を与えているのだろうか。

図表 7 は企業年金の 2011 年度の平均的な資産配分を示したものである。年金資産のうち、見た目の為替リスクを負っている部分は外債+外株部分であり、ヘッジ無しとすると 28% である。しかし、実質的には、為替に連動してしまう TOPIX 型の日本株ファンドを 17% 保有することで、年金資産のうち半分程度を為替リスクにさらしていることになる。

このことは資産間の分散効果の観点で言えば、TOPIX という為替感応度の高い指数、つまり外貨建て資産との相関が高い日本株指数を用いることによって、分散効果を低下させていると言える。足元のように、円安へ進んでいるときは全てがポジティブに働き、非常に高いリターンが獲得できる。しかし、逆に円高へ進み始めると目も当てられない。外貨建て資産が円高で目減りするだけでなく、TOPIX も下落する可能性が高いのである。外部環境が良好な今だからこそ、本来の目的である資産の保全と成長へ向けて次の一手を考える必要があるのではないだろうか。

図表 8 : 企業年金の資産配分の平均



出所：2011年度企業年金連合会 資産運用実態調査
より三菱UFJ信託銀行作成

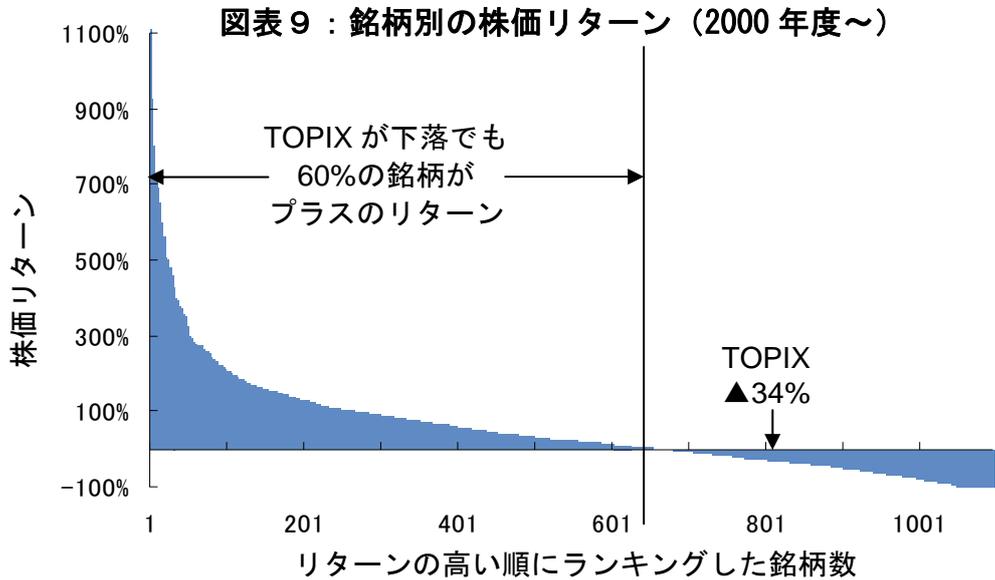
IV. 真の日本株リスクプレミアムの獲得に向けて

1. リターンの視点：付加価値を生む企業への集中投資

これまで述べてきたように TOPIX という指数はボラティリティが高い一方でリターンが低く、さらに外貨建て資産との分散効果も期待しがたいとなれば、日本株自体への投資をためられるかもしれない。しかし、そんなことはない。資産の保全と成長というそもそもの目的を哲学とし、TOPIX に捉われず株主価値を生み出す銘柄に厳選して投資することで、安定的なリターンを獲得し、さらに外貨建て資産などとの分散効果をより得られるようにすることが可能であると考えられる。

ここからは、筆者がそう考える背景、根拠を示していきたい。下の図は2000年3月以降の銘柄別の株式リターンである。このITバブル絶頂期から12年間超でTOPIXは34%もの下落となっている。しかし、ITバブルの崩壊、長期的な円高や内需低迷における環境下においても、図表8を見るように銘柄別に見ればなんと60%もの銘柄がプラスのリターンとなっているのである。このことは、株主価値を生み出す銘柄を厳選して投資することによって、TOPIX

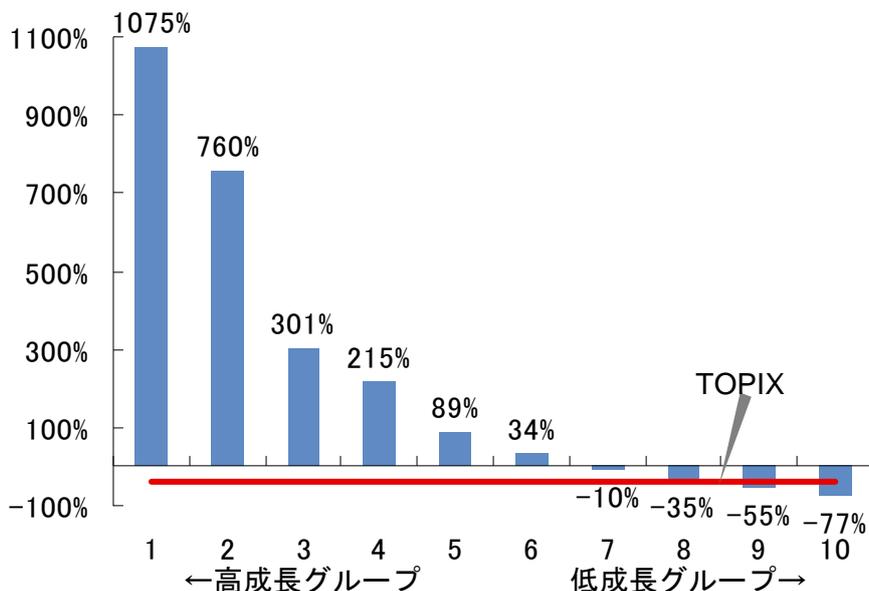
がたとえマイナスのリターンであったとしても絶対リターンで高いプラスのリターンを獲得できる可能性が高いことを示している。



2000年3月末時点での東証一部上場銘柄の2013年1月までの株価リターン
出所：日経 NEEDS より三菱 UFJ 信託銀行作成

では、具体的にどのような銘柄へ投資すべきだろうか。株主価値を創出する源泉の一例として、利益成長率に焦点を当て、利益成長率の高さで10グループに分けて株価リターンを見たものが図表9である。これを見ると TOPIX が大きなマイナスにも関わらず、全ての銘柄の真ん中より少し上の利益成長銘柄（グループ5）へ投資しただけで少なくとも12年間で+89%のリターンが得られることを示している。TOPIX がマイナスのリターンでも、丹念な調査分析によって日本株のリスクプレミアムを享受できる可能性は高いといえる。

図表 10：利益成長率別の株価リターン（2000年～）



2000年度～2011年度の年度毎で営業利益成長率別でグループ分けし、
グループ別の株価リターンを算出したもの
出所：日経 NEEDS より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. アセットアロケーションの視点：分散効果の強化

第三章では、TOPIX が為替リスクを大きく内包しているがゆえに、外貨建て資産との相関が高まり、分散効果を低下させていることを述べた。ここでは、資産の保全と成長を目標として TOPIX に捉われない運用を行うことで、より高い分散効果を楽しむことができる可能性があることを述べていきたい。

例として、ここでは、高配当戦略を用いる。TOPIX に捉われない運用の中でも高配当戦略は、安定的な配当を支払い続けられる銘柄で構成されるため、為替リスクの高い銘柄を非保有として TOPIX に比べて為替との連動性を低減できる可能性が高い。TOPIX を意識せず高配当銘柄のみでポートフォリオを構築したシミュレーションによる資産間の相関係数を見たものが図表 10 である。TOPIX が外貨建て資産、特に外株との相関が高いのに対して、安定したリターンの高配当戦略は、為替との連動性を低下させ、外債や外株との相関を下げる事に成功している。これは TOPIX に捉われない運用を行うことで、分散効果を強化し、リスク・リターンを改善できる可能性を示しているのである。

図表 11：各資産間の相関係数

	相関係数				
	NOMURA-BPI	TOPIX	CitiG-WGBI	MSCI-KOKUSAI	高配当戦略
NOMURA-BPI	1.00	-0.33	0.07	-0.19	-0.15
TOPIX	-0.33	1.00	0.32	0.67	0.78
CitiG-WGBI	0.07	0.32	1.00	0.54	0.26
MSCI-KOKUSAI	-0.19	0.67	0.54	1.00	0.38
高配当戦略	-0.15	0.78	0.26	0.38	1.00

2000年4月～2012年11月のデータより算出
出所：日経 NEEDS より三菱 UFJ 信託銀行作成

V. 終わりに

2012年の秋以降、日本経済への行き過ぎた悲観論の後退が株高を促している。長期的に見て円高、株安の局面が終わったという声も少し聞かれるようになってきた。そうした中で、やや冷や水を浴びせるようで恐縮であるが、今回は、日本株ベンチマークとして用いられるTOPIXの為替リスクの大きさについて焦点を当てた。TOPIXに内包する大きな為替リスクがTOPIXという指数自体のボラティリティを増幅させているとともに、外貨建て資産との分散効果を低下させてしまい、ベンチマークとしての利用価値に疑問符がつくことを本稿では示した。

TOPIXは日本株の全てを表しているのではない。たとえTOPIXが下落していても、プラスのリターンを出す銘柄は多いことが示すように、日本株全体を見渡せば投資チャンスはいくらでも存在するのである。重要なことは、TOPIXを過度に意識することなく、本来の目的である資産の保全と成長に資する運用を行うことで資産全体のリスク・リターンを高めていくことである。日本株に対する外部環境が好転してきた今だからこそ本来の目的に立ち返り長期的な視野に立ってTOPIXありきではない日本株運用を考える機会がきているのではないだろうか。

(平成 25 年 2 月 4 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する公式見解ではない

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）