

エマージング株式投資の考え方

目次

- I. はじめに
- II. エマージング株式市場の現状
 - 1. エマージング株式市場とは
 - 2. リターン・リスクの推移と時価総額の増加
 - 3. エマージング株式市場が高リターンを挙げた理由
- III. エマージング株式投資を行う際の留意点
- IV. アセットアロケーションにおけるエマージング市場の組み入れ
- V. おわりに

株式運用部 外国株式運用グループ 奥本 心

I. はじめに

近年、BRICs^(注1)に代表されるエマージング諸国^(注2)の経済は高成長を続けており、世界経済に与える影響は以前にも増して大きくなっている。それに伴いエマージング諸国の株式市場(以後エマージング株式市場と呼ぶ)は非常に高いパフォーマンスを挙げている。一方、年金基金等において外国株式の投資対象は主に先進国に限られており、リターン向上等の観点から、エマージング株式への関心が高まっている。本稿ではエマージング株式市場の現状、投資を行なう際の留意点、アセットアロケーション決定の際のエマージング市場の組み入れについて解説を行なう。

II. エマージング株式市場の現状

1. エマージング株式市場とは

エマージング株式市場の特性を把握するため、まず初めにMSCI エマージング指数の構成

(注1) BRICsとは、ブラジル(Brazil)、ロシア(Russia)、インド(India)、中国(China)の4カ国の頭文字を取った造語。経済発展が期待できる国々としてゴールドマンサックス証券が提唱。

(注2) エマージング諸国(Emerging Countries)とは、いわゆる新興成長国のことであり、経済成長の初期の段階に位置する国を指す。エマージング諸国にも様々な定義があるが、ここではMSCI エマージング指数の採用国として定義した。

国・業種構成・代表的企業などを概観しよう。

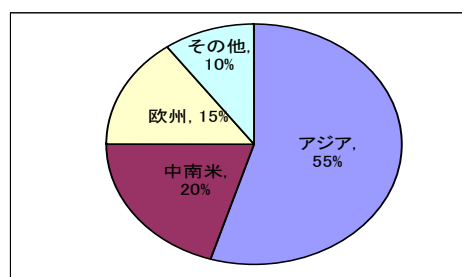
●構成国

まず、エマージング諸国にはどのような国があるのか、MSCI エマージング指数の構成国を例にとってみてみることにする。参考までに、各国の過去のパフォーマンスと地域別の構成比（図表1、2）や、NIES等の構成国^(注3)やその時価ウェイトについてみてみた。

図表1 MSCI エマージング指数構成国

	時価 ウェイト	5年 リターン	構成国			
			NIES	BRICs	NEXT11	VISTA
中国	15.9%	555%		○		
韓国	14.3%	273%	○		○	
ブラジル	13.4%	1038%	○	○		
ロシア	10.1%	492%		○		
台湾	9.9%	109%	○			
インド	8.3%	619%		○		
南アフリカ	6.7%	264%				○
メキシコ	4.5%	339%	○		○	
マレーシア	2.5%	181%				
イスラエル	2.2%	203%				
トルコ	1.7%	671%			○	○
ポーランド	1.7%	360%				
インドネシア	1.6%	701%			○	○
タイ	1.3%	307%				
チリ	1.2%	336%				
エジプト	0.8%	1882%			○	
ハンガリー	0.8%	344%				
チェコ	0.8%	800%				
ペルー	0.6%	715%				
フィリピン	0.5%	377%			○	
アルゼンチン	0.5%	527%				○
コロンビア	0.3%	894%				
モロッコ	0.3%	389%			○	
パキスタン	0.2%	274%			○	
ヨルダン	0.1%	258%				
全体	100.0%	362%	42%	48%	24%	10%

図表2 地域別構成比



(出所：FACTSET から三菱UFJ信託銀行作成。2007年12月末現在。リターンは2003/1～2007/12におけるMSCI国別指数（配当込みグロス、円ベース）累積リターン。)

20世紀後半に経済発展を遂げたNIES構成国や、現在注目を浴びているBRICs構成国のウェイトが高い。また、過去5年のリターンをみると、特定の国でなく、どの国もほぼ例外なく高いリターンを挙げていることがわかる。

また、地域別のウェイトはアジアが半分以上のウェイトを占めており、続いて中南米、欧州（ロシア含む）、その他（中東、アフリカ）となっている。

(注3) NIESとは、新興工業経済地域（Newly Industrializing Economies）のことで、発展途上国で20世紀後半に急速に発展した10カ国（地域）を指す。図表1以外の国では、香港、シンガポール、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、ユーゴスラビアがある。

NEXT11、VISTAとは、BRICsに続く経済発展が望める国として、それぞれゴールドマンサックス証券、BRICs研究所によって提唱された国々を指す。NEXT11は11カ国であり、図表1以外の国ではバングラディッシュ、イラン、ナイジェリア、ベトナムがある。VISTAは構成5カ国のそれぞれの頭文字を取った造語であり、図表1以外の国はベトナムがある。

●業種構成

図表3はMSCI指数での業種構成である。参考までに先進国、日本との比較や、エマージング主要国の業種構成の比較も行なった。

図表3 エマージング株式市場と主要国の業種構成比（2007年12月末現在）

	先進国	日本	エマージング	中国	韓国	ブラジル	ロシア	台湾	インド
エネルギー	11.9%	1.3%	17.3%	20.7%	2.9%	29.8%	57.2%	1.5%	19.1%
素材	6.9%	9.6%	12.8%	7.1%	13.4%	29.9%	10.7%	14.4%	7.9%
資本財	10.7%	18.7%	7.5%	13.1%	23.6%	3.4%	0.0%	3.3%	12.3%
一般消費財	8.7%	19.9%	6.2%	3.4%	8.9%	2.9%	0.8%	2.4%	3.7%
生活必需品	9.2%	5.1%	5.4%	2.0%	6.0%	4.8%	0.5%	1.3%	3.9%
ヘルスケア	9.1%	5.4%	1.8%	0.0%	0.3%	0.1%	0.6%	0.0%	2.9%
金融	23.0%	18.2%	20.9%	28.0%	19.3%	19.4%	12.2%	14.0%	28.7%
情報技術	10.6%	14.4%	13.7%	1.7%	19.0%	0.5%	0.0%	59.2%	11.2%
電気通信サービス	5.1%	3.1%	10.9%	21.6%	4.3%	4.1%	13.8%	3.8%	4.5%
公益事業	4.7%	4.4%	3.6%	2.4%	2.4%	5.1%	4.1%	0.0%	5.7%

（出所：FACTSETより三菱UFJ信託銀行作成）

エマージングは先進国に比べて素材、通信、エネルギーのウェイトが高いのに対し、ヘルスケア、生活必需品のウェイトが低くなっている。素材、エネルギーのウェイトが高いのは、天然資源が豊富であるためである。また、通信のウェイトが高いのは一部の国（中国、ロシア、メキシコ等）で時価総額の大きい企業が存在することが原因である。

これを国毎に見ると、各国で最もウェイトの高い業種に違いがみられる等、業種のウェイトが大きく異なる。エマージングと一言にいても、個別の国毎にウォッチしていく必要があることがわかる。

●代表的企業

エマージング株式市場にはどのような企業があるのか、その代表的企業（時価ウェイト上位企業）を図表4に示した。

図表4 エマージング株式の代表的企業（時価ウェイト上位、2007年12月末現在）

順位	銘柄名	国	時価ウェイト	主な事業	概要
1	PETROBRAS	ブラジル	4.0%	原油	世界有数の産油国のブラジルで最大の石油企業
2	GAZPROM	ロシア	3.7%	天然ガス	天然ガス埋蔵量で世界シェア1位
3	CHINA MOBILE	中国	2.9%	携帯電話	中国国内で携帯電話シェア1位
4	VALE DO RIO DOCE	ブラジル	2.7%	鉄鉱石	鉄鉱石産出で世界シェア1位
5	SAMSUNG ELECTRONICS	韓国	2.1%	電子機器	DRAM、カラーテレビ等複数の商品で世界シェア1位

（出所：FACTSET、各社HP等より三菱UFJ信託銀行作成。時価ウェイトはMSCIエマージング指数でのウェイト、PETROBRASとVALE DO RIO DOCEとSAMSUNGは普通株と優先株の時価ウェイト合計）

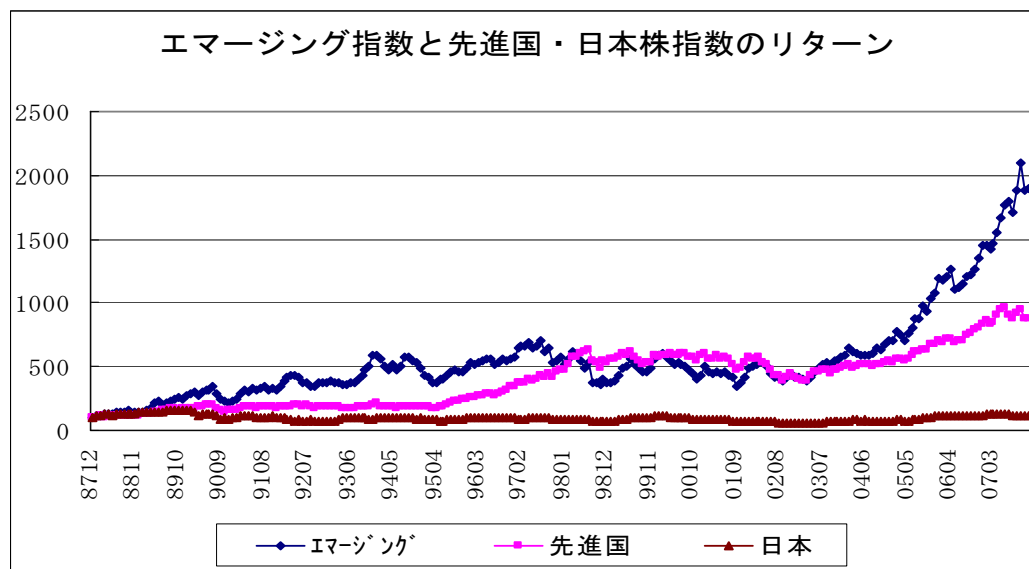
いずれも国内のみならず世界的にみても大企業であり、世界で高いシェアを持つ企業が多く含まれている。また、資源、エネルギー関連企業が5社中3社含まれているが、これらは商品価格上昇の恩恵を直接的に受ける企業であり、一方3位のCHINA MOBILEは今後の中国国内の携帯電話普及率拡大による高成長が見込まれる企業である。これらの企業は先進国では

得がたい投資機会を提供してくれることがわかる。

2. リターン・リスクの推移と時価総額の増加

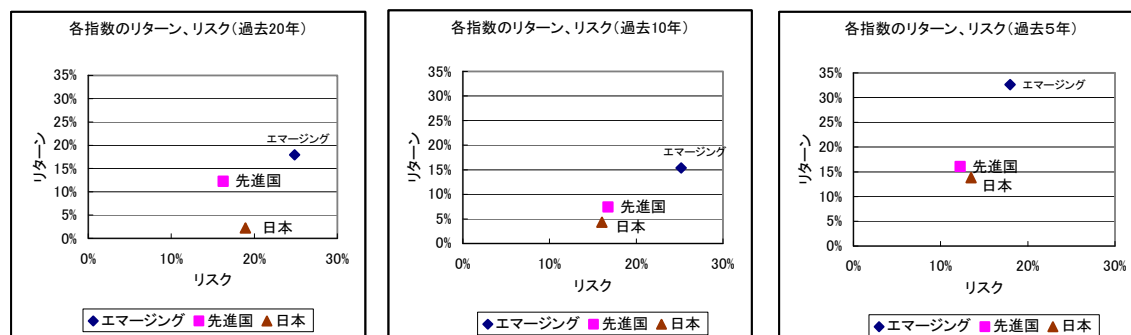
エマージング株式市場は特にここ数年、非常に高いパフォーマンスを挙げているといわれている。具体的に、過去のリターンとリスクを確認しておこう（図表5、6）。

図表5 エマージング指数と先進国、日本株指数のリターン比較(1988/1～2007/12)



(出所: FACTSET から三菱UFJ 信託銀行作成。1987年12月末を100としたときの価値を表示。MSCI 指数(配当込みグロス、円ベース)を利用。エマージングはエマージング指数、先進国はKOKUSAI(先進国、日本株除き)指数、日本は日本株指数)

図表6 エマージング、先進国、日本の株式指数リターン・リスク(～2007/12)



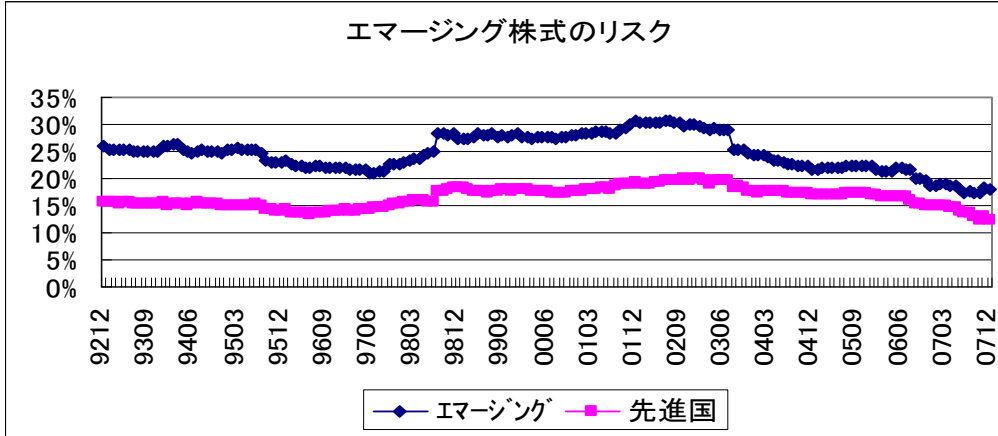
(出所: FACTSET から三菱UFJ 信託銀行作成。リターンは月次リターン平均、リスクは月次リターン標準偏差(いずれも年率換算)。)

エマージング株式は先進国、日本と比べて、リスクは高いものの、確かに高パフォーマンスを挙げている。特に過去5年のリターンが高い。

なお、エマージング市場のリスクは、一貫して先進国よりも高い水準となっている。リスクの推移をみても(図表7)、通貨危機(アジア、ロシア、中南米等)が相次いだ1990年代後半～2000年代前半は30%前後で推移していたが、それ以降低下を続けており、2007

年末には18%まで低下している。また先進国とのリスクの差も同様に低下している。

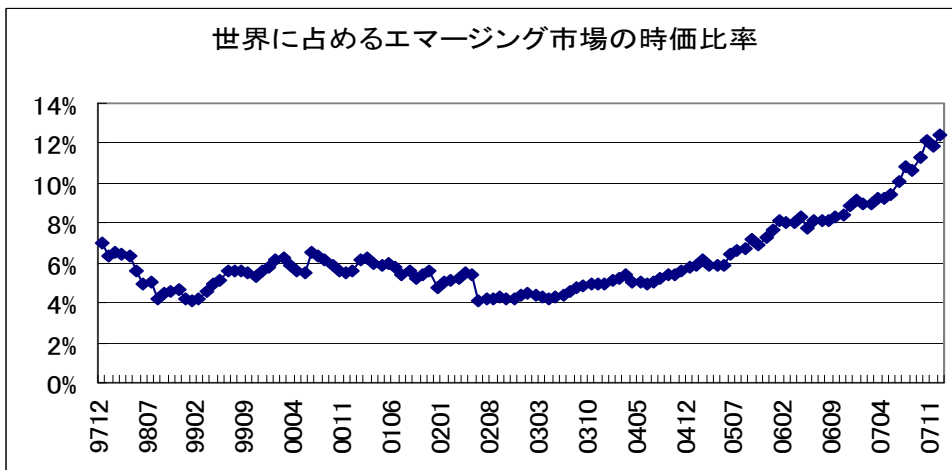
図表7 エマージング株式のリスクの時系列推移（1992/12～2007/12）



(出所：FACTSET から三菱UFJ 信託銀行作成。リスクは月次リターン標準偏差（過去5年、60ヶ月）の年率換算値。)

また、世界株式全体（MSCI ACWI^(注4)）に占めるエマージング市場の時価比率は、過去は概ね4～6%程度で推移していたが、2003年以降上昇を続け、2007年末では12%を超える水準となっている（図表8）。仮にエマージング市場を市場ウェイト並みに組み入れるとすると、世界株式のうち約1割強をエマージング市場に振り分ける必要がある。

図表8 世界株式に占めるエマージング市場の時価比率（1997/12～2007/12）



(出所：FACTSET から三菱UFJ 信託銀行作成。MSCI ACWI に占めるエマージング指数の時価比率を計算)

ちなみに、先進国と比較すると、エマージング市場全体の時価ウェイトは米国（41.8%）

(注4) MSCI ACWI (All Country World Index) は先進国23ヶ国とエマージング諸国25ヶ国を合わせたインデックスを指す。

の次に時価ウェイトが高い英国、日本を上回っている（それぞれ9.6%、8.6%：2007年末）。

以上より、エマージング市場は、近年リスク、リターン共に大きく改善し、世界株式の中での存在を急速に増していることがわかる。

また、今後についても、市場の整備等による外国人投資家が利用可能なエマージング市場の増加や、民間企業や国営企業の民営化に伴うIPO（株式の新規公開）などで株式市場のボリューム拡大が見込めるため、エマージング市場の時価ウェイトは更に上昇する可能性が高い。

3. エマージング株式市場が高リターンを挙げた理由

ここ数年、エマージング株式市場が高いリターンを挙げてきた主な理由について、（1）ファンダメンタルズ面、（2）需給面、（3）バリュエーション面の3点からみてみよう。

（1）ファンダメンタルズ面→経済及び企業の高い成長

エマージング諸国の経済成長はめざましく、高リターンの要因となっている。2001年以降のGDP成長率は、先進国が鈍化するのに対し、エマージング諸国を含む先進国以外の成長率は大きく上昇しており、今後についても高水準の成長が期待されている。（図表9）。

図表9 地域別とエマージング主要国の実質GDP成長率

（単位：%）

	期間	1981年～ 1985年	1986年～ 1990年	1991年～ 1995年	1996年～ 2000年	2001年～ 2005年	2006年	2007年 予想	2008年 予想
地域別	全世界	3.0	3.8	2.8	3.9	3.9	5.4	5.2	4.8
	先進国	2.7	3.7	2.3	3.3	2.1	2.9	2.5	2.2
	先進国以外	3.5	3.9	3.6	4.8	6.3	8.1	8.1	7.4
主要国	中国	10.7	7.9	12.3	8.6	9.6	11.1	11.5	10.0
	韓国	7.8	9.6	7.8	4.6	4.6	5.0	4.8	4.6
	ロシア	-	-	-8.5	1.8	6.1	6.7	7.0	6.5
	台湾	6.7	9.3	7.2	5.8	3.2	4.7	4.1	3.8
	ブラジル	1.2	2.1	3.1	2.0	2.7	3.7	4.4	4.0
	インド	5.4	6.1	5.1	6.1	6.4	9.7	8.9	8.4

（出所：IMF World Economic Outlook October2007 から三菱UFJ信託銀行作成）

なお、高成長の背景としては、以下の4点が挙げられる。

- ① エマージング諸国の経済自由化→低賃金を活かしたコスト競争力等で高い利益成長率を実現
- ② 先進国（アメリカ等）の好景気→先進国への輸出増加
- ③ 商品相場の上昇等による資源関連銘柄の利益拡大
- ④ 高水準の外貨準備等による通貨の安定性向上

(2) 需給面→エマージング諸国の国内外から株式への資金流入増

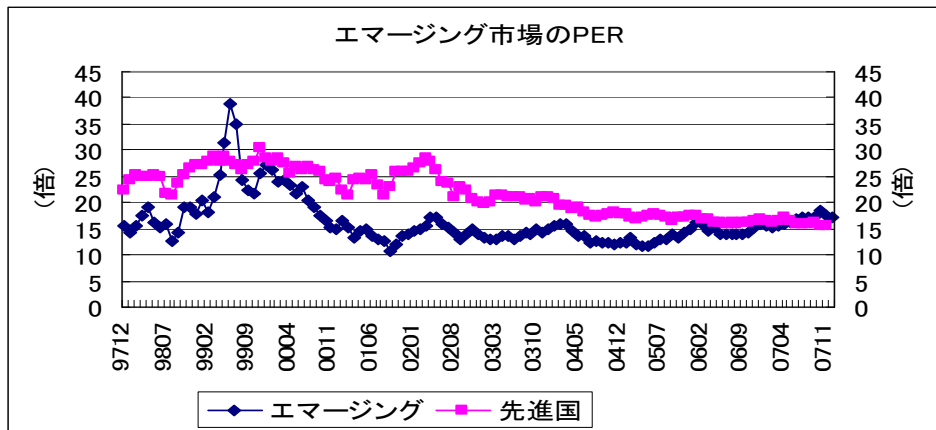
エマージング株式市場へは、エマージング諸国の国外からの資金流入が続いており、これには(1)ファンダメンタルズ面の他、海外投資家のリスク許容度拡大、法・インフラ整備等による株式取引所のアクセス向上等もその背景として挙げられる。

またエマージング諸国内についても、特に中国等において、通貨高抑制のために不胎化^(注5)を行わないドル買い介入を行ったこと等で、流動性が大幅に拡大しており、株式市場への資金流入が続いていることも株価上昇に寄与したものと考えられる。

(3) バリュエーション面→低いバリュエーション

バリュエーション(割安度)を測定する指標として知られるPER(株価/一株利益、利益の何倍まで株価が買われているかを表す)を時系列で見ると、エマージング市場は2001年~2006年まで概ね10~15倍で推移し、過去の水準や先進国と比べると低い水準となっており、これが高リターンのサポート材料となった可能性がある。(図表10)。

図表10 エマージングと先進国株式のPER推移



(出所: MSCI エマージング指数、KOKUSAI 指数のPER、FACTSET より三菱UFJ信託銀行作成)

株価上昇により2007年後半以降PERが先進国に比べ高い水準で推移しており割安感が薄れているものの、これは主に米国の景気減速懸念から先進国の利益成長が鈍化する一方、エマージング市場は今後も高成長を見込んでいることが反映されているものと思われる。

(注5) 不胎化とは、通貨介入に伴って生じるマネーサプライの増加や減少を、中央銀行がオペレーションにより相殺することを指す。例えば中国で元売りドル買い介入が行われる場合、市場に放出された元資金を中央銀行が吸収することを「不胎化を行う」、吸収しないことを「不胎化を行わない」という。ドル買い介入で不胎化を行わない場合は、マネーサプライが増加するため、金融緩和と同様の効果が発生することとなる。

今後の懸念材料としては、米国の景気減速懸念による輸出の減速や、高値水準にある商品相場の下落、サブプライム危機に伴うリスク許容度の低下等からの海外投資家の資金流出等が挙げられる。

Ⅲ. エマージング株式投資を行う際の留意点

前章で解説したとおり、高い経済成長を背景にエマージング市場は先進国と比べて高リターンを挙げてきたが、実際にエマージング株式投資を行う際の留意点について、先進国株式投資との相違点を中心に1. リスク面、2. 取引面に分けて説明する。

1. エマージング市場のリスク

(1) 中長期的に見た株式の価格変動リスク

エマージング株式の中長期的なリスクをみるため、1年、10年リターンの推移を算出した(図表 11, 12)。

図表 11. 年毎のリターン推移

年別リターン					
年	① エマージング	② 先進国	①-②	世界	(参考)日本
1988	45%	20%	25%	20%	40%
1989	90%	49%	41%	50%	17%
1990	-15%	-9%	-7%	-9%	-40%
1991	47%	14%	33%	15%	0%
1992	11%	2%	9%	2%	-21%
1993	56%	9%	47%	11%	12%
1994	-17%	-10%	-7%	-10%	9%
1995	-2%	34%	-36%	30%	4%
1996	19%	38%	-19%	36%	-5%
1997	-1%	40%	-41%	38%	-14%
1998	-35%	11%	-46%	8%	-9%
1999	51%	10%	41%	12%	47%
2000	-23%	0%	-22%	-2%	-20%
2001	12%	-3%	15%	-2%	-19%
2002	-15%	-28%	13%	-27%	-19%
2003	41%	21%	21%	21%	23%
2004	20%	10%	10%	11%	11%
2005	55%	25%	30%	27%	45%
2006	34%	24%	10%	25%	7%
2007	31%	4%	27%	7%	-10%
平均	20%	13%	7%	13%	3%
最大値	90%	49%	47%	50%	47%
最小値	-35%	-28%	-46%	-27%	-40%
正の確率	65%	75%	65%	75%	55%

図表 12. 過去 10 年リターン推移

過去10年					
期間	エマージング	先進国	世界	(参考)日本	
1988 ~ 1997	469%	381%	371%	-19%	
1989 ~ 1998	155%	343%	322%	-47%	
1990 ~ 1999	103%	227%	214%	-34%	
1991 ~ 2000	86%	258%	239%	-12%	
1992 ~ 2001	42%	207%	190%	-29%	
1993 ~ 2002	8%	117%	106%	-26%	
1994 ~ 2003	-2%	140%	124%	-19%	
1995 ~ 2004	42%	194%	177%	-18%	
1996 ~ 2005	125%	174%	169%	14%	
1997 ~ 2006	152%	145%	146%	29%	
1998 ~ 2007	234%	82%	91%	35%	
平均	128%	206%	195%	-11%	
最大値	469%	381%	371%	35%	
最小値	-2%	82%	91%	-47%	
正の確率	91%	100%	100%	27%	

(出所：FACTSET より三菱UFJ信託銀行作成。世界はMSCI ACWI (日本除き、配当込みグロス、円ベース))

エマージングは先進国、世界に比べマイナスとなる回数が多く、そのマイナス幅も概して大きい(図表 11)。エマージングは過去10年の保有でようやくほとんどの期間でプラスとなる(図表 12)。

この結果から見るとエマージング株式は、先進国に比べリターンの安定度合いが低いこと、時期によっては長期間マイナスリターンが続くことがあることがわかる。

また、図表 11 の年別リターンでエマージングと先進国のリターン格差をみると、リター

ン差は同じ符号が長期間続く傾向がみられる。1988年～1993年はエマージング優位、1994年～1998年は先進国優位、2001年以降2007年までの7年間は継続してエマージング優位となっている。今後もこの傾向が続くか注目される。

(2) イベントリスク、カントリーリスク

エマージング市場は成長過程の国であるため、政治・経済が未成熟等の理由からイベントリスク、カントリーリスクが高い、と言われている。

イベントリスクとは、一般的には戦争、テロ、通貨危機、重要な法や政策変更などの突発的なイベントが生じることで資産価値が変動（下落）するリスクのことを指す。また、カントリーリスクは国の破産（債務不履行）、インフレ、革命、外資規制等、投資国特有の政治的・経済的リスクのことを指す。

(1) で説明した、1994年～1998年のエマージング株式市場が低迷した局面をみると、通貨危機のイベントが下落の要因となっていることが多い。以下に相場下落時の主なイベントと、イベント前後の当該国のリターンとエマージング市場全体のMSCI指数のリターンをみた（図表13）。

図表 13. 株式市場下落時の主なイベント

発生年月	イベント名	危機発生国	下落期間	国リターン	エマージング全体リターン
1994.12	メキシコ通貨危機	メキシコ	94/12～95/3	▲65%	▲30%
1997.6～	アジア通貨危機	タイ	97/8～97/12	▲60%	▲18%
		韓国	97/8～97/12	▲66%	▲18%
		インドネシア	97/8～98/1	▲81%	▲27%
1998.8	ロシア通貨危機	ロシア	98/5～98/9	▲62%	▲38%
1999.1	ブラジル通貨危機	ブラジル	98/12～99/1	▲44%	▲8%

(出所：FACTSET、三菱UFJ信託銀行作成)

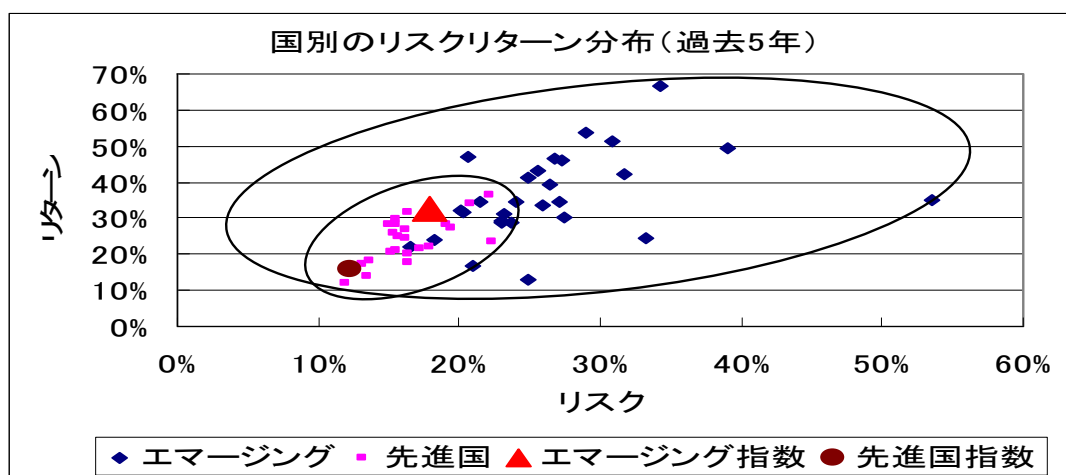
通貨危機は、いずれも経常赤字の増大等への懸念から、海外投資家の資金引き上げが契機となっている。ほとんどのケースで固定相場制や通貨レンジ等で管理された変動相場制が崩壊したことで、通貨が大幅に下落し、株式市場へ波及している。現在は主要国については経常黒字の国が多く通貨危機の懸念は小さいものの、それ以外ではトルコ等の一部の国で経常赤字を海外からの資金でファイナンスしている国がみられ、注意が必要である。

また、通貨危機以外の政治、経済等のイベントについても、株式市場全体に大きく影響を与えることがある。最近の例では、突然の外資規制実施（2006/12、タイ）、元首相暗殺テロ（2007/12、パキスタン）、選挙での与党議席減（2008/3、マレーシア）等で株価が大きく下落したケースがある。

(3) 国のリスク分散効果

では、イベントリスク、カントリーリスクを低減するためにはどうしたらよいだろうか。ここで、MSCI エマージング及び先進国（KOKUSAI）指数と、その採用国の国別指数のリスクリターンの分布をみた（図表 14）。

図表 14 エマージングと先進国の国別リスクリターンの分布



(出所：FACTSET、三菱UFJ信託銀行作成。リターンは月次リターン平均、リスクは月次リターン標準偏差（いずれも年率換算）。2003/1～2007/12までの60ヶ月のデータで算出。)

図表 14 から、エマージング株式は先進国よりもリスクリターンの水準とばらつきが大きいことがわかる。これは(2)で述べた様なイベントリスク、カントリーリスクの存在や、エマージング市場といっても政治、経済状況等は国毎に大きく異なることが理由と考えられる。これからは以下の2点が示唆される。

- ・ エマージング株式はリターンのばらつきが大きいいため、アクティブ運用でプラスの超過収益を獲得できる投資機会は先進国よりも非常に大きいものと考えられる。
- ・ エマージング株式の国毎のリスクは全般的に大きいものの、エマージング指数でのリスクは各国の水準よりも概ね低く収まっており、投資の際に国の分散を行なうことが重要である。

2. エマージング株式の取引上の留意点

外国人投資家にとって、エマージング株式の現地市場での取引が制約されている国が多く、取引を行なう際の障害となることが多い。

実際、エマージング諸国への現地株投資は、外国人投資家への取引の制約^(注6)や取引慣行

(注6) 外国人投資家が現地株式市場へ投資するにあたって政府機関等に事前に登録や取引資格取得が必要な国（中国、インド等）や、現地通貨取得もしくは現地通貨から他国通貨の交換に制約のある国が多い。

の違い^(注7)や市場が整備されていない等が存在するためあまり行われず、その代わりとしてアメリカやイギリス等に上場される預託証券^(注8) (Depository Receipt、DR と略されることがある) や香港 H 株^(注9) (中国株の場合) が用いられることが多い。

エマージング株式の主要銘柄の多くはこのような形で海外市場に上場されており、MSCI エマージング指数構成銘柄の中で海外市場に上場している銘柄の割合は、時価ウェイトベースでは約 2/3、銘柄数ベースでは約 1/3 をカバーできる。

このように、預託証券を用いるメリットは、コストや手間のかかる現地での取引を回避できることであり、具体的には以下の点が挙げられる。

- ・ アメリカ、イギリス等の市場で取引可能であり、取引が容易である。
- ・ 現地口座開設の手間やコストが省ける。
- ・ 現地のインフラ整備が十分でない株式市場における現物決済に伴うリスク等が回避できる。
- ・ 取引通貨は現地通貨建てでない (通常 US ドル等で行われる) ため、決済のために現地通貨を利用する必要がない。

一方、預託証券を用いるデメリットは、以下の点が挙げられる。

- ・ 議決権の問題

預託証券の名義人は通常預託銀行で、発行会社の株主名簿に単一株主として登録されている為、議決権の行使は技術的に難しい。

- ・ 源泉税還付の問題

原証券の発行国と日本との間に租税条約が締結されていれば、源泉税還付請求は可能だが、実務上、手続きが複雑で手数料が高い等の理由から、還付手続きを実施しない場合が多い。

エマージング現地株式市場の取引制約等は年々緩和される傾向にあり、今後更に外国人投

(注7) 決済サイクルの違い等が挙げられる。

(注8) 預託証券とは、海外での株式の売買を円滑にするために、預託銀行が本国において保管される原株式を見合いに海外で発行する代替証券のこと。その保有者は原則として原株式を保有しているのと同等の権利を有することが出来る。預託証券の種類で有名なものとして、主にニューヨーク証券取引所等の米国市場に上場される ADR (American Depository Receipt)、主にイギリス市場に上場される GDR (Global Depository Receipt) が挙げられる。

(注9) 香港 H 株とは、香港市場に上場される中国企業で、資本の出所も登記も中国である企業の銘柄を指す。

資家にとって利用し易くなることが想定され、現地株式市場の利用は増加していくものと考えられる。

IV. アセットアロケーションにおけるエマージング株式市場の組み入れ

1. アセットアロケーションにおけるエマージング株式の組み入れ意義

一般的に、年金等のアセットアロケーションにおける外国株式のベンチマークは先進国のみを対象とした指数（MSCI KOKUSAI 等）が用いられている。今後、エマージング株式を新たに投資対象に加える理由としては、国際分散投資と同様の議論が成り立つと思われる。国際分散投資の意義は主に以下の通りと考える。

- ① 高いリターンの追求
- ② 投資対象の拡大
- ③ 分散投資効果

以下で、各項目について、エマージング株式組み入れ意義を考えてみよう。

- ① 高いリターンの追求

「II.エマージング株式の現状」で述べたとおり、今後もエマージング市場は高い成長機会が存在するため、高いリスクながら高いリターンの追求のために投資する意義があるといえる。

- ② 投資対象の拡大

「II.エマージング株式の現状」の業種構成、代表的企業で説明したとおり、特に資源、エネルギー関連に大きな特徴があり、エマージング株式に投資する意義があるといえる。また、アクティブ運用にとっては、投資対象の拡大で収益機会が増えるという利点もある。

- ③ 分散投資効果

エマージング株式へ投資することにより、分散投資効果が得られるか否かについて確認するため、主要資産との相関係数をみてみよう。

図表 15 各資産のリターンの相関係数（過去 10 年、1998 年～2007 年）

	世界株式	先進国株式	エマージング株式	国内株式	外国債券	国内債券
世界株式	1	1.00	0.83	0.46	0.34	-0.03
先進国株式	1.00	1	0.80	0.44	0.34	-0.03
エマージング株式	0.83	0.80	1	0.53	0.21	-0.01
国内株式	0.46	0.44	0.53	1	-0.08	-0.19
外国債券	0.34	0.34	0.21	-0.08	1	0.26
国内債券	-0.03	-0.03	-0.01	-0.19	0.26	1

（出所：三菱UFJ信託銀行作成。月次リターンの相関係数。国内株式はTOPIX（配当込み）、世界株式はMSCI ACWI（日本除き）、先進国株式はMSCI KOKUSAI、エマージング株式はMSCI エマージング指数、外国債券はシティグループ世界国債インデックス（除く日本）、国内債券はNOMURA-BPI（総合）。）

エマージング株式の先進国株式との相関は 0.8 と高く、また、その他の資産との相関は先進国株式とほぼ同程度であることから、現時点ではエマージング株式組み入れによるリスクの分散・低減効果はさほど期待出来ないことがわかる。

ここで、数値例として、エマージング株式をアセットアロケーションに組み入れた場合の資産全体のリスクリターンを算出した。

（算出方法）

全体のアセットアロケーションを以下の通りとし（エマージング株式組み入れの影響を出易くするため、株式の比率の高いケースを想定）、

- ① 外国株式を先進国株式とエマージング株式の双方に振り分けた場合、
- ② 外国株式を世界株式とした場合

のリスクリターンを算出した（図表 16）。

外国株式：30%

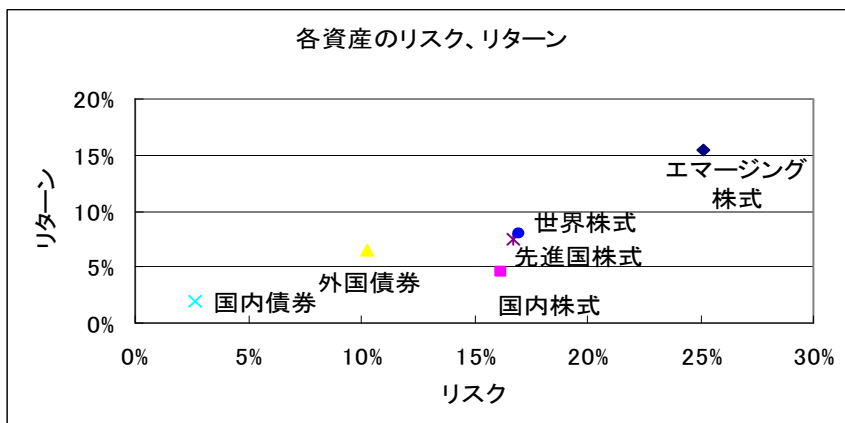
国内株式：45%

国内債券：15%

外国債券：10%

リターン、リスク、相関係数は過去 10 年の実績値を利用（図表 15）。

図表 16 各資産のリターンとリスク（過去 10 年、1998 年～2007 年）



(出所：三菱UFJ信託銀行作成、各資産の定義は図表15と同様。リターンは月次リターン平均、リスクは月次リターン標準偏差(いずれも年率換算)。)

図表 17 エマーキング株式を組み入れたときのリターン・リスク

	先進国株式 ウェイト	エマーキング 株式 ウェイト	リターン	リスク
現行	30%	0%	5.2%	10.6%
① 先進国株式 + エマーキング株式	25%	5%	5.6%	10.9%
	20%	10%	6.0%	11.3%
	15%	15%	6.4%	11.7%
	10%	20%	6.8%	12.1%
	5%	25%	7.2%	12.6%
	0%	30%	7.6%	13.0%
②世界株式	世界株30%		5.4%	10.7%

(出所：三菱UFJ信託銀行作成)

エマーキング株式のリスクが高いこと、エマーキング株式と先進国株式の相関が高いことから、エマーキング株式のウェイトを高めるほどリスクが高くなる。外国株式を世界株式とした場合も、リスク、リターンは若干上昇する。

またリターンもエマーキング株式のウェイトを高めるほど高くなるものの、算出に用いた期間(過去10年)がエマーキング株式にとって比較的良い投資環境であったと考えられるため、この点には注意が必要である。

以上の数値例からも、エマーキング株式のリスクが高いこと、先進国株式との相関が高いことから、現時点ではエマーキング株式組み入れによるリスク分散・低減効果はほとんど望めないことがわかる。

以上の議論により、主に①高いリターンの追求、②投資対象の拡大においてエマーキング株式組み入れの意義があると考えられる。

2. アセットアロケーションにおけるエマージング株式の組み入れ方法

今後、エマージング株式をアセットアロケーションに組み入れる場合、主に以下の3つのアプローチが考えられる。

① 投資対象のみ変更

ベンチマークを先進国とし、投資対象をエマージング諸国まで拡大する。

② ベンチマークを世界株式とする

外国株式のベンチマークを世界株式（先進国とエマージングを合算したもの）とする。

③ ベンチマークを先進国とエマージングの双方を用いる

ベンチマークが先進国のものとは別個に、ベンチマークがエマージングのものを組み入れ、それぞれの資産ウェイトを決定する。

「①投資対象のみ変更」は、ベンチマークは従前と変わらないので、ALM（Asset Liability Management、資産負債管理）を実施している場合は、現行のスキームを維持しつつエマージング市場への投資が可能となる。また、運用マネージャーにとっては、前に説明したとおり、エマージング市場への投資対象の拡大はアクティブ運用にとっての投資機会が大きく拡大するため、パフォーマンスの向上に繋がる可能性がある一方、エマージング市場への投資はトラッキングエラーの上昇要因となるうえに、アナリスト増員等による経営資源のリソースの確保が必要となる。よって運用マネージャーによっては、さほどエマージング市場に投資しないこともあろう。

よって、運用マネージャー選定の際には、エマージング市場への投資方針や、エマージング市場を分析するための運用体制が出来ているか等をみていく必要がある。

②と③は、従来と違うベンチマークを採用するため、ALM を実施している場合は、それを再構築する必要が出てくる。②と③の違いは、②はエマージング市場のウェイトは市場の時価ウェイトとなるが、③はエマージング市場のウェイトを自らが決定するという点である。③については、リスク管理の観点からはエマージング株式と先進国株式は相関が高いため、別の資産として取り扱う意義が小さいと考えられるものの、エマージング株式のウェイトを自ら判断したい投資家にとっては利用価値があると思われる。

IV. おわりに

以上のように、エマージング株式市場について、現在の状況、投資を行なう際の留意点、資産としての組み入れる意義、また組み入れる際アプローチ方法についての考察を行なった。

エマージング株式投資は様々なリスク、留意点はあるものの、先進国にない投資機会が存在しており、またエマージング諸国と先進国との成長格差は今後も続くことが考えられる。今年に入り、先進国経済の減速懸念等から先進国株式、エマージング株式ともに下落しているものの、エマージング株式は今後も中長期的に有望な投資対象であると考えます。

今回の分析がエマージング株式投資検討の参考となれば幸いです。

【参考文献】

- ・ 内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）編（2007）『2007年秋 世界経済の潮流』日本統計協会
- ・ 門倉貴史（2006）『BRICs 新興する大国と日本』平凡社
- ・ 川村雄介監修・著、日本証券経済研究所編（2007）『アジア証券市場と日本』きんざい
- ・ 内誠一郎（2005）「新興国市場投資概観」内誠一郎（2005）証券アナリストジャーナル 2005年9月号
- ・ 津金真理子（2005）「エマージング投資—実務的運用の視点から」証券アナリストジャーナル 2005年9月号

（2008年3月12日 記）

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）