

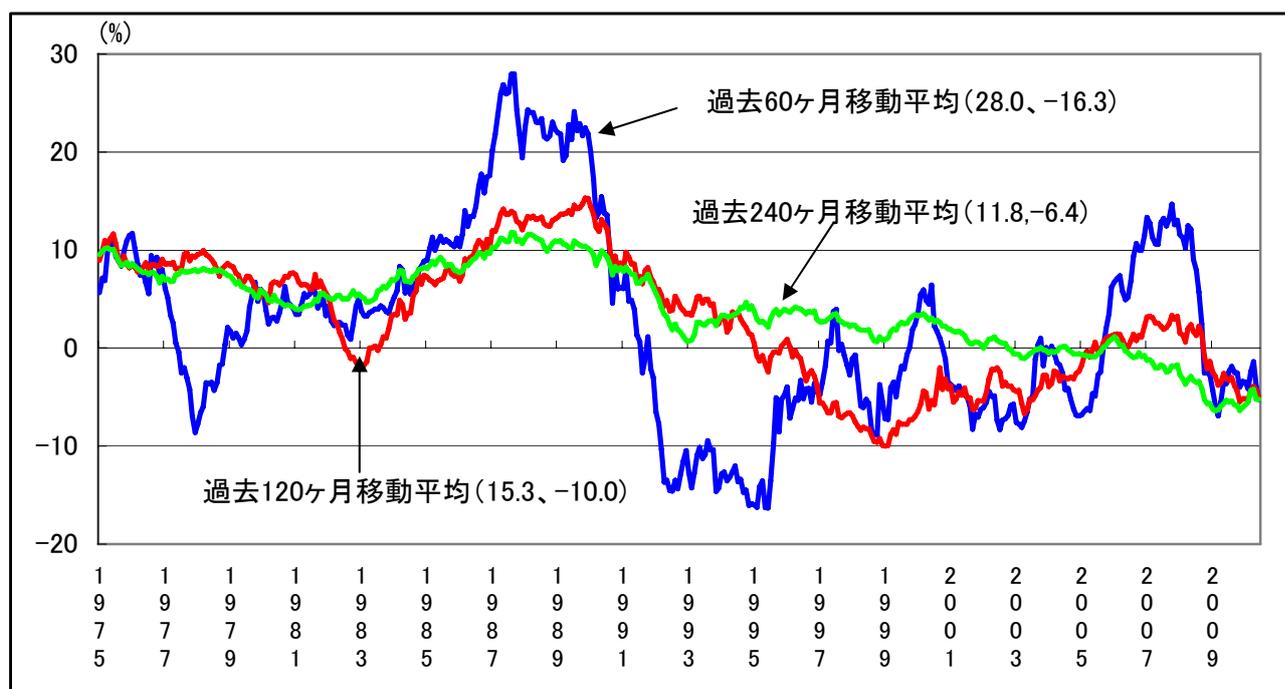
(年金制度)：経済成長率から国内株式の期待リターンを考える

2009年、国内株式は他の先進国同様に回復し、ますますのリターンを記録した。しかし、2010年の上半期になると、やや不安定な動きとなっている。そうした中で、中長期的な経済成長率をもとに、今後の国内株式の期待リターンを考えてみたい。

リーマンショック以降、7000円（2009年3月）まで下落した日経平均株価はその後回復し、2010年4月には1万1千円を超えた。しかし、その後は欧州財政危機の影響などから9000円台前半まで下落している。こうした環境の中、政策アセットミックスの策定にあたって国内株式の期待リターンの水準をどう設定するかは非常に悩ましい問題となっている。

株式の期待リターンの設定に当たり、これまでしばしば利用されてきたのは、長期間にわたる過去の平均値である。一例として、短期資産に対する株式リスクプレミアムの平均値を、将来の予想短期金利（短期資産のリターン）に上乘せするビルディングブロック手法がある。この手法の長所は過去のリターンそのものではなく、リスクプレミアムのデータを使うので短期金利の変動の影響を受けない点にある。他方短所としては、5年、10年あるいは期間20年でも、実績値データが決して安定していない点がある。図表1は国内株式（TOPIX）のリスクプレミアムの推移である。最大と最小の差が、60ヶ月移動平均で44.3%、240ヶ月移動平均でも18.2%にのぼる。株式リスクプレミアムがマイナスになることも少なくない。なお、過去84年の米国の株式リスクプレミアム（SP500と短期金利の差）における最大・最小の差を試算すると、240ヶ月移動平均で15.5%、360ヶ月移動平均でも10.5%であり、やはり小さくはない。

図表1 国内株式のリスクプレミアム推移



(出所) Ibbotson Associates の TOPIX、短期金利データより筆者作成

なお、カッコ内の数値は最大値、最小値を示す

株式リスクプレミアム（株式の期待リターン）を推計するもう一つの方法が、リターンを配当利回りとキャピタルゲイン（値上がり益）に分ける方法である。後者の値上がり益は、一株当たり利益の伸び率と株価収益率（PER：株価の一株あたり利益に対する倍率）の変化により説明される。さらに一株当たり利益の伸び率は、（上場）企業収益全体の伸び率と発行済み株式総数の伸び率（増資により株式数が増えれば、一株当たり利益が減る関係）によって決まる。結局、株式のリターンは、

株式リターン＝A. 配当利回り＋B. （上場）企業収益の伸び率＋C. 株価収益率の伸び率
－D. 発行済み株式済み数の伸び率、となる。

2010年7月末現在、東証1部上場企業のA. 配当利回りは2%、C. 株価収益率は17倍である（いずれも来期基準）。どちらも妥当な水準であろう。では（上場）企業収益の伸びはどうか。GDP（国内総生産）統計上、法人企業部門が生み出した付加価値は、その一部が賃金として労働者に、また一部は税金として政府に分配され、その残余が資本の提供者である株主のものになる。つまり、労働分配率や法人税率に変化がなければ、GDP成長率と企業収益の伸び率はほぼ等しいと考えられる。

ある米国の研究によると2006年までの80年間、先進国の人口1人あたり実質GDP伸び率は平均2.2%であった。経済の成熟化した日本がこの2%を大きく上回る成長率を維持できるとは考えにくい。その上、2010年からの10年間、日本の全人口は年平均0.4%、20～64歳人口は年率1.0%減少する。結局、日本経済の実質成長率は1%台前半に止まることになる。

以上、C. 株価収益率、とD. 発行済み株式済み数、が変化しないと、今後5～10年程度の国内株式の期待リターンは、A. 2%の配当利回り、B. 1%台前半の企業収益伸び率、を合計した3%台前半となる。短期金利をゼロとすればリスクプレミアムも3%台前半となる。

期待リスクプレミアムが3%台前半だとして、年金基金はどう対処するのか。国内株式投資に限って言えば、対応策の一例として市場インデックスの見直しがある。海外ではこの数年、時価総額加重平均のインデックスよりも、リスクを最小に抑えた最小分散ポートフォリオや全銘柄に同じ金額を投資する等金額ポートフォリオの方が、同じリスクでより高いリターンを上げられるという分析がある。現実の時価総額インデックスでは、上位2、3割の銘柄にそのパフォーマンスが左右され、他の銘柄の値動きがほとんどインデックスに反映されない、というのである。日本でも、TOPIX以外の市場インデックスによるパッシブ運用を検討してみる余地があろう。

もう一つの例は海外の経済成長の果実の獲得である。上述した試算は、企業収益の伸び率が日本の国内総生産の伸び率に等しいという前提による。しかし、高成長の海外諸国から収益を得られている企業への投資を選択すれば、ある程度はその制約を逃れられるかもしれない。

もっとも、これらの方法でもリターンを1%ポイント以上引き上げることは難しいだろう。国内株式ポートフォリオの効率性を改善する新たな工夫だけで不十分なら、資産配分や予定利率の見直しが必要になる。

（臼杵政治）