

学位(商学)論文

アベノミクス相場に関する一考察

指導教官 有賀 裕二 教授

学籍番号 10C2235066K

氏 名 中谷 祐子

## 目次

0. はじめに

1. アベノミクスの株式相場への影響

2. アベノミクス相場のパフォーマンス評価

3. 過去の上昇局面との比較

## 0. はじめに

昨年はアベノミクスという単語を耳にする機会が非常に多かった。  
アベノミクスとは自民党安倍晋三首相が提唱した、  
「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」  
この3つを3本の矢として推進し、長期にわたるデフレーションと景気低迷からの脱却を  
目標とした政策である。

アベノミクスにより日経225平均株価は41年ぶりの上昇率を見せ、この波に乗って一儲けした個人投資家は少なくない。

この大相場をアベノミクス相場と呼ぶことにして、その内容を検証してみようと思う。

## 1. アベノミクスの株式相場への影響

まずはアベノミクスに関連する重要な政治的イベントの流れを確認しておきたい。

《アベノミクスの重要な政治的イベント》

2012年11月14日 野田総理(当時)が安倍総裁(当時)との党首討論で16日に解散すると発言する…①

翌15日 安倍総裁(当時)が読売国際経済懇話会で無制限金融緩和を提唱…②

12月16日 第46回衆議院総選挙で自民党が圧勝…③

同月26日には第2次安倍内閣発足する…④

2013年1月22日 政府・日本銀行は2%の物価安定目標を設定…⑤

2月28日 安倍内閣は次期日本銀行総裁に黒田東彦氏を指名…⑥

3月20日 黒田氏が日銀総裁に就任…⑦

4月4日 日銀による量的・質的金融緩和の導入を決定(黒田バズーカと呼ばれる)…⑧

5月23日 日経平均株価急落…⑨

アベノミクスの起点は①ないし②と捉えることができる。その後、日銀がアベノミクスに巻き込まれた⑤を経て、その具体的な政策が発動された⑧で新局面を迎えていったと考えられる。したがってアベノミクスの効果を考える上では、まずは①より前か後かでの区切りが重要であり、更には⑤・⑧を経て市場がどう変化していったかを見ていく必要があるだろう。



日経 225 のチャートを見ればわかるように、アベノミクスの起点である 2012 年 11 月を境に相場は急上昇しており、特に 2013 年の 5 月までの半年で 50%を超える上昇はまさに急騰と言える。

この短時間で急速な相場の上昇はアベノミクスの株式相場へ与えたインパクトを表す一つの象徴的な現象であるが、その半年の間に前述したアベノミクスを形作るいくつかの重要な政治的イベントがあった。

そこで、それらの政治的イベントが相場にどのように作用したかを計る為に、イベント前後 10 日間の相場のパフォーマンスを調べた。

重要な政治的イベントとしては前述した中から 5 つを取り上げ、さらに相場急騰局面の終焉を告げる 2013 年 5 月 23 日を相場的トピックスとして重要であることから加えて、計 6 つのケースを調べた。

《重要なイベント日》

- E 1. 2012年11月15日：前述①一②
- E 2. 2012年12月17日：前述③
- E 3. 2013年1月22日：前述⑤
- E 4. 2013年2月28日：前述⑥
- E 5. 2013年4月4日：前述⑧
- E 6. 2013年5月23日：前述⑨

計測対象は日経 225・TOPIX・S&P500・ドル円相場の4つで、S&P500とドル円相場は日本株のパフォーマンスに影響を及ぼす重要な要因である海外株式相場と外国為替相場の影響を考慮するためのものである。計測には終値を用いた。

(別紙資料①グラフ参照。)

その結果、次のようなことがわかった。

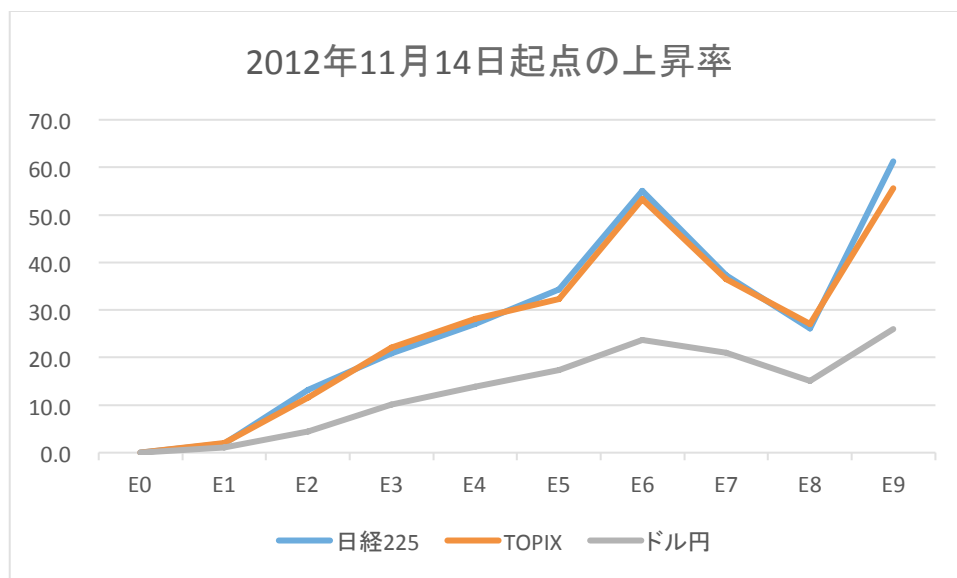
- ・5つの政治的イベントは日経 225、TOPIX に大きなポジティブ・インパクトを与えた。  
日経 225、TOPIX のイベント当日のリターン(以下、当日リターン)はいずれも平均 1.5%と大きく、しかも5回のうち3回は2%を超えるレベルである。これは高値や始値でなく終値ベースの計測結果であることを考えると非常に強いインパクトであったと言えるだろう。また、イベント前10日(以下、前10日)の平均リターンが日経 225 は0%、TOPIX は-0.4%であるのに対して、イベント後10日(以下、後10日)の平均リターンはそれぞれ 6.4%、7.4%となっており、しかも両指数ともに5回の全てのケースで5%を超えるリターンとなっているのは注目に値するだろう。
- ・ドル円相場についても後10日リターンは5回全てが1%を超えているが、当日リターンでは黒田バズーカを除いてはほぼフラットである。したがって日経 225、TOPIX と同様にポジティブ・インパクトは読み取れるものの、程度としては大きくない。しかし後10日リターンは最初の1回こそ1%と小さいがその後4回は平均4%と大きく、イベント2以降反応が強まったことが読み取れる。
- ・日経 225、TOPIX とドル円相場の後一前(後10日)のリターン差の項目を見ていくと、いずれも1~5の政治的イベントは全てプラス、6の急落時はマイナスとなっているが、特にイベント2以降ドル円相場の反応が大きくなり、それにより類似性を増している。そこに日本株とドル円相場の高い連動性、すなわちドル高&株高、ただしイベント6についてはドル安&株安の同時進行という現象が現れている。
- ・S&P500については、当日リターンは1%を超えるものは1回だけであり、また後10日リターンでも最初の1回を除く残り4回の平均リターンは1.2%と微小である。このS&P500のリターンの小ささから、5つの政治的イベントのインパクトは日本市場に限定

されたものだったことがわかる。

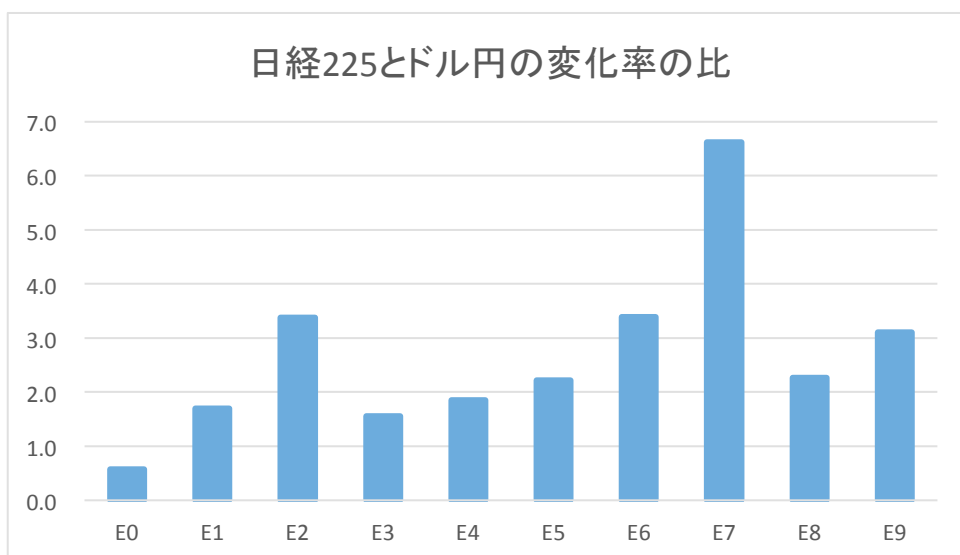
- ・唯一政治的イベントでない 2013 年 5 月の相場急落時については、前 10 日のドル高&日本株高→後 10 日のドル安&日本株安が顕著である。また S&P500 は上昇→下落のパターンは同じだが幅は小さく、この相場急落イベントはアベノミクス相場の小バブルが弾けた日本の株式市場独自の現象であったことがわかる。

## 2. アベノミクス相場のパフォーマンス評価

アベノミクスの登場で 2012 年 11 月にスタートした日本株の上昇は重要な政治的イベントを通過するごとに上昇ピッチを速め、2013 年 5 月 22 日に高値を付けるまでの約半年で日経 225 は 55%、TOPIX は 53% という急騰を演じた。その後 2013 年 6 月 13 日の安値まで両指数とも 20% 以上下落したものの、再び上昇に転じて 5 月 22 日高値を上回って 2013 年を終えている。途中で急落する局面はあったもののアベノミクスの起点である 2012 年 11 月 14 日から 2013 年 12 月末までの日経 225 の上昇率は 61%、TOPIX はやや落ちるがそれでも 55% と非常に大きなものとなった。



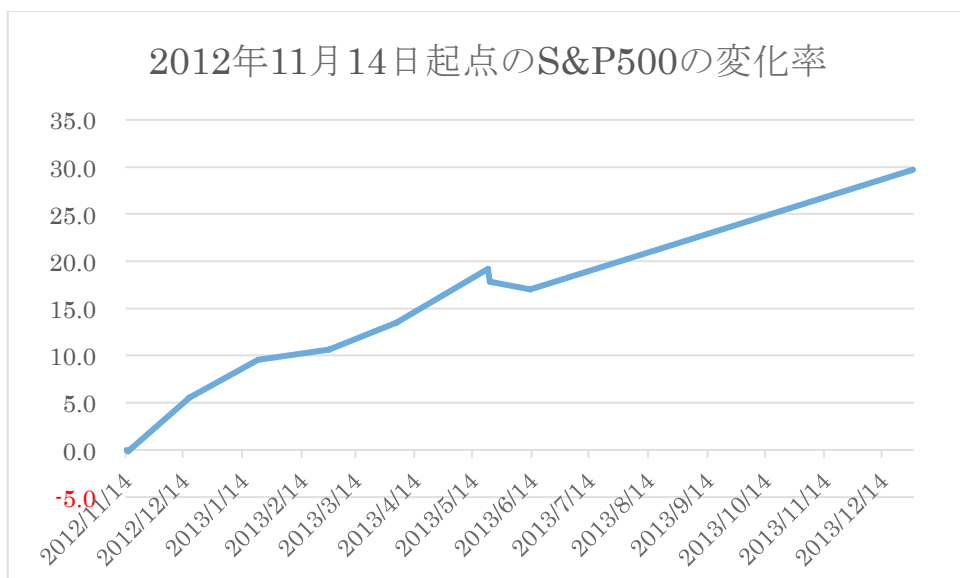
この相場上昇の大きな要因とみられるのがドル円相場における円安の進行である。別紙資料②表-0からも分かるがドル円相場と日経 225、TOPIX の 2012 年 11 月から 2013 年 12 月の動向は似ている。日経 225、TOPIX の変化率とドル円レートの変化率の比をみると相場の上昇時下落時ともに数値は安定しており、5 月 23 日の株価急落時こそ高めの値となっているものの概ね 2~3 の範囲で推移している。



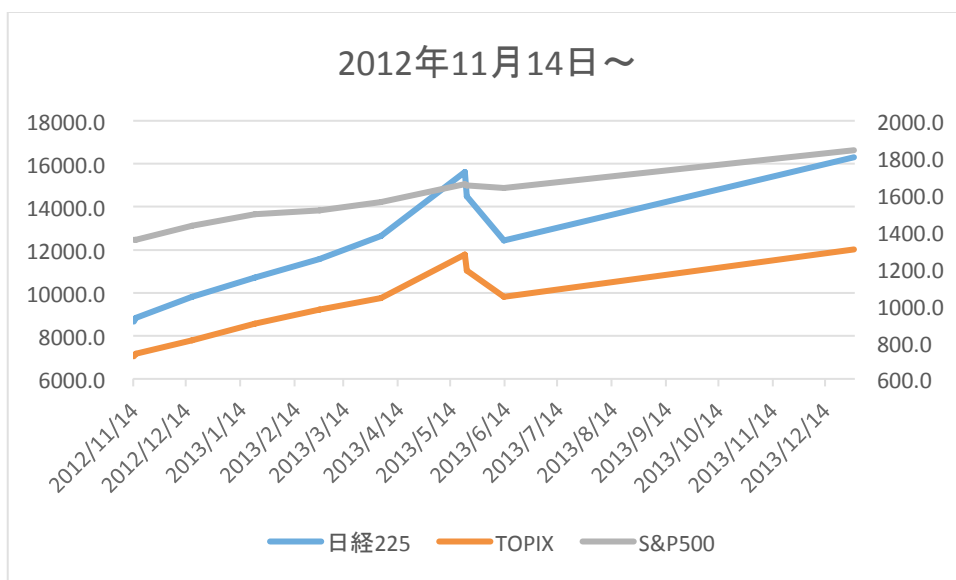
株価がドル円相場を動かした部分もあるだろうが、2012年11月～2013年の日経225、TOPIXとドル円相場の連動性は高く、日本株の上昇に円安が大きく寄与したと考えられる。

また、為替レートと並んで日本株の動向に大きな影響を与える海外の株式相場の動向もみておきたい。

まずは米国の代表的な株価指数であるS&P500の動向をみると、2012年11月14日から2013年12月末にかけて約30%上昇している。

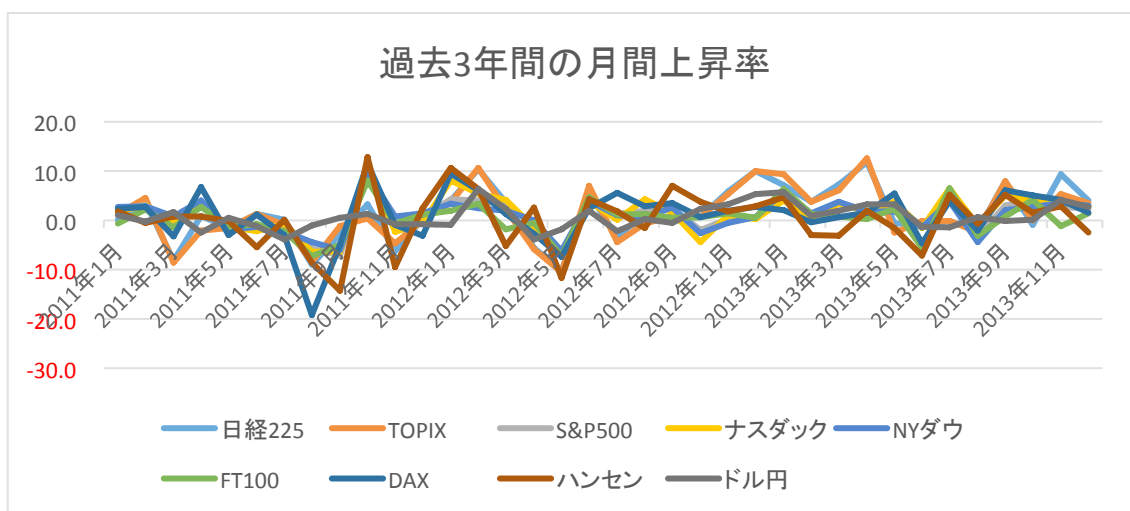


別紙資料②表-0におけるS&P500の変化率推移をみると日経225、TOPIXが急落した2013年5月～6月も下落幅は小幅で、そこから12月にかけて大きく上昇していることが読み取れる。こうした動きが日本株の上昇、特に5月～6月の急落後の再上昇相場をサポートした可能性がある。



2012年11月から2013年12月にかけて日経225、TOPIXは大きく上昇した。この間、ドル円相場は日本株との高い連動性を保ちながら上昇し、また米国のS&P500も恐らくはアベノミクスとは別の要因で大きく上昇した。日本株の上昇にはアベノミクス効果を主要因とする円安効果だけでなく海外株高効果が寄与していると考えられる。

そこで、日本、米国を主とする世界の主要株価指数の過去3年分の月次パフォーマンスをチェックしてみた。



まずはこれまで分析してきた2012年11月～2013年の期間を見てみると、日本の株価指数のパフォーマンスが海外の株価指数に比べても良いことが分かる。特に2012年11月～2013年4月の6カ月は連続して日経225、TOPIXともに3%以上の上昇となっており、海外の株価指数との相対パフォーマンスでもこの6カ月間は連続して日経225とTOPIXが優



っている。2013年5月～2013年12月の上昇率は米国の指数並みとなったものの、2012年11月～2013年12月の日経225、TOPIXの上昇率は海外の全ての株価指数の上昇率を大きく上回っている。

次に2011年～2013年の全体でみると、海外の指数全体の月間上昇率平均の推移(別紙資料②表—4)は、2011年は横ばい、2012年は1.3%、2013年は1.7%となっており、2012年～2013年に株式相場は世界的に上昇局面にあったことが分かる。特に米国株は2012年～2013年にかけて上昇が加速している。

日本の株価指数についても、2011年は下落しているが2012年には上昇に転じて、2013年は大幅に上昇。これは海外、特に米国と同様の傾向にあり、それを強めた結果にみえる。ここで月間上昇率の標準偏差を見てみる。

すると日経225、TOPIXは米国、英国の指数と比べて高いのが分かる。このバラツキの大きさはボラティルという言葉で置き換えられ、成熟した市場よりも新興市場で顕著なものである。つまり日本株には新興市場的なボラティル特性が比較的強く見られ、それが2013年のリターンの大きさをもたらしたとの見方もできる。

2012年11月～2013年の日本株の大幅上昇はアベノミクスの登場をきっかけに始まり、政策の進展に合わせて為替相場の円安進行と連動して加速していった。しかし、それは特異という程のものではなく、世界的な株高を背景として、日本株のボラティル特性がてこのように働いた結果であったと考えられる。

### 3. 過去の上昇局面との比較

株式相場のより長期的な歴史において2012年～2013年の上昇相場はどのようにとらえることができるだろうか。

別紙資料③グラフ—1と2に主要株価指数のチャートをまとめた。

この主要株価指数のチャートを見るとわかるように、日本株バブルが崩壊した1990年以降現在に至るまでに、世界的には3度の株価上昇局面、あるいは3度の相場の山と2度の相場の谷が認められる。

山・・・2000年、2007年、2013年(継続中)

谷・・・2001—2003年、2008—2009年

である。

その3度の株価上昇局面を外観すると以下ようになる。

㉑ 1990年—2000年

長い上昇相場で1995年以降に上昇加速。最終局面でIT株中心の米国ナスダックが暴騰し（その後暴落）、ITバブル相場と称された。しかし日本の株式相場は1990年の暴落後、1990年代を通して低迷を続け、大きく上昇したのはITバブル相場の最終局面である1999年のみである。1999年のTOPIXの年次上昇率58%は1990～2013年で最高である。

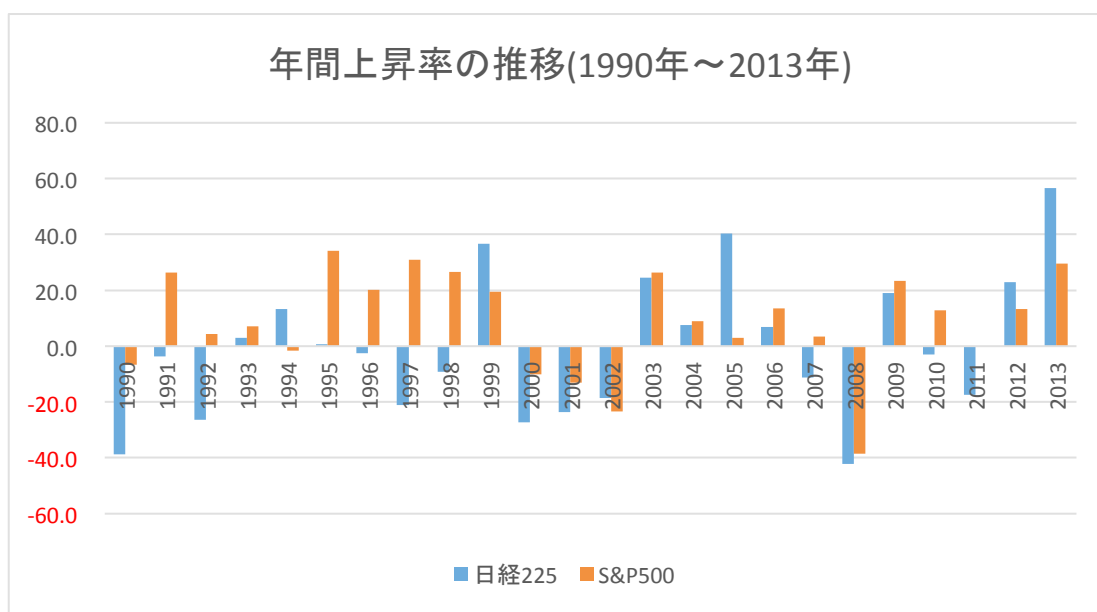
㉒ 2003年—2007年

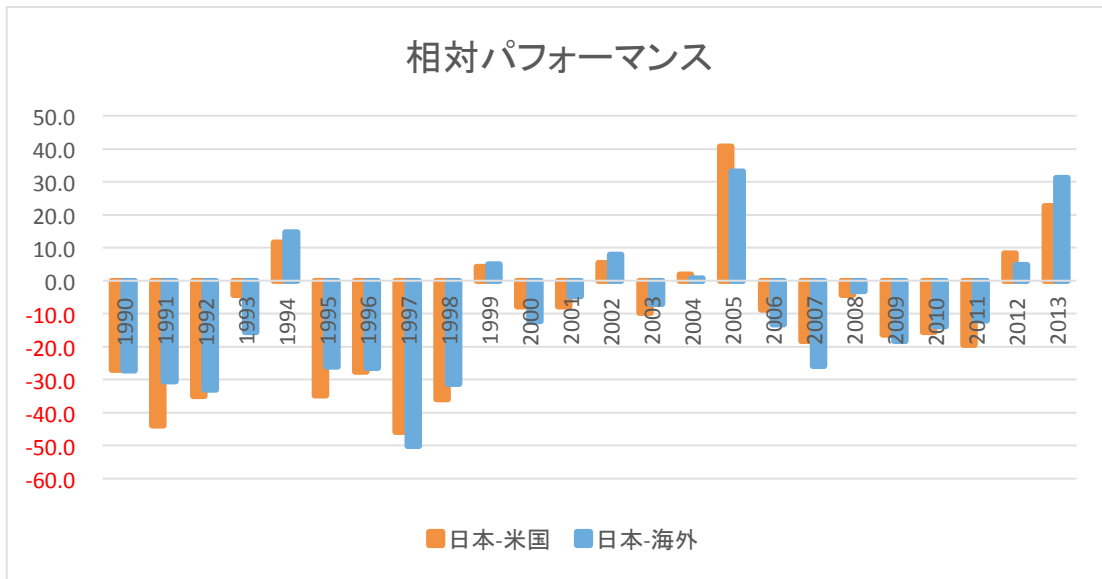
ITバブル崩壊後の戻り相場の色彩が強く、S&P500,FT,TOPIXともに2000年の高値前後で2007年にピークをつけている。この期間の海外株式と日本株の連動性は比較的大きいが、日本株は2001年—2002年の下げは厳しく、その後2003年に一段階低い位置からの戻しがあり2004年の膠着を経て2005年後半に短期間で急上昇した。この相場の推移は、小泉政権への期待が契機となった点も含めてアベノミクス相場と似ている。（この時期の相場を小泉相場と呼ぶことにする。）

㉓ 2009—2013年（現在継続中）

2008年のリーマン・ショックを経ての上昇相場。リーマン・ショックで最も打撃を受けたはずの米国株が最も上昇率が大きく、ITバブル時の高値を更新。一方、日本株は2007—2008年の下落率が欧米よりも大きく、その後の上昇も弱い。それが、アベノミクス効果もあり2012年から2013年には米国を大きく上回る上昇となった。

さて、年間上昇率表(別紙資料③表—1)で2009年以降の日本株のパフォーマンスをみていくとする。





以下のような特徴が見て取れる。

- ① 短期間で急上昇（年間で 50%、2 年間で 70%超の急騰）
- ② 海外株高と同時進行
- ③ 米国、海外を大きく上回るパフォーマンス
- ④ 直前の数年間の相対パフォーマンスの悪さ
- ⑤ 円安

こうした特徴を過去 2 度の上昇局面と比べてみると、以下のようになる。

同様なら○・同様でなければ×・その中間なら△と評価している。

#### 1999 年（IT バブル相場）

- ① △：TOPIX で 58% 上昇、ただし上昇は 1 年だけ
- ② ○：海外株高の最終局面
- ③ ×：相対パフォーマンスは小幅プラス
- ④ ○：4 年連続で 20% 以上のマイナス
- ⑤ ×：円高

#### 2003 年－2006 年（小泉相場）

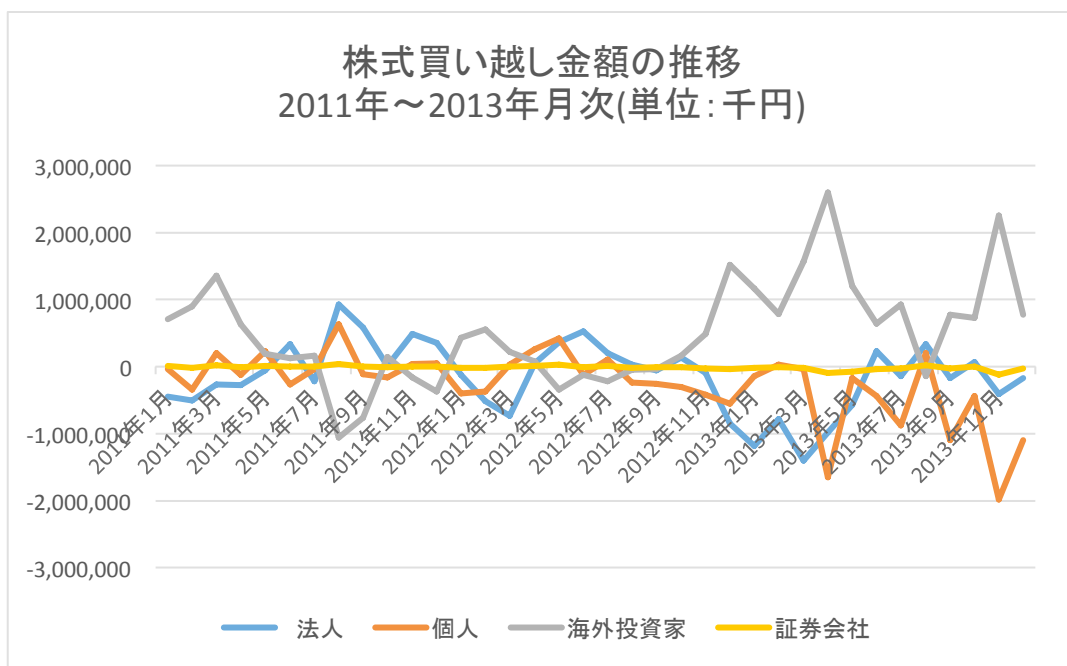
- ① ○：1 年で 40% 超、3 年で 70% 超の上昇
- ② ○：海外株高と同時進行
- ③ ○：2005 年に 30% 超の大幅プラス
- ④ △：2000 年－2003 年平均はマイナス 5%
- ⑤ ○：円高（2003 年）→円安（2005 年）

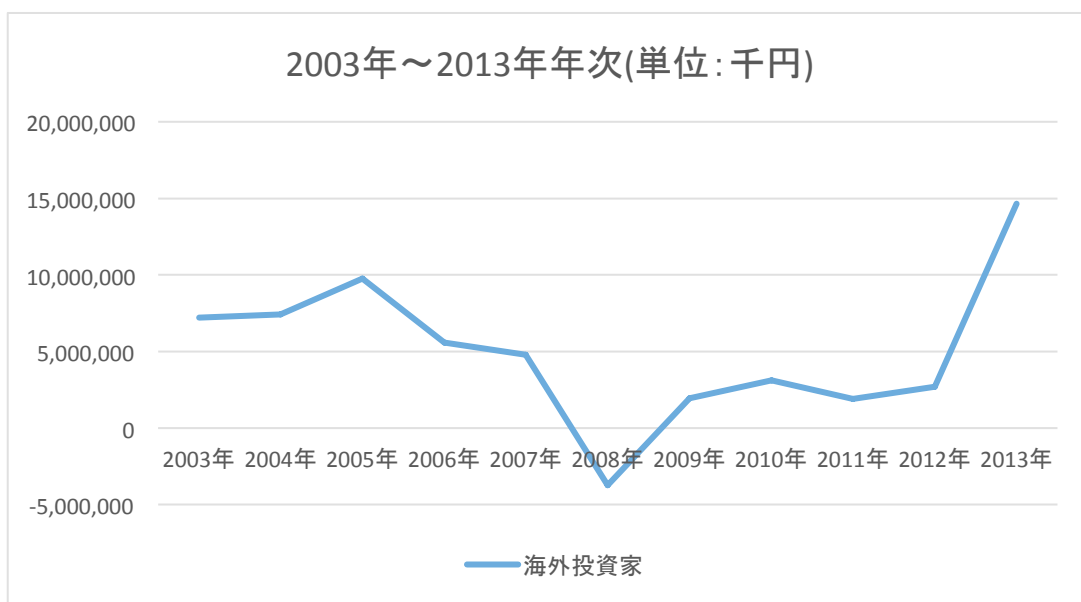
アベノミクス相場と小泉相場は政治主導・政策期待型という点で似ているが、パフォーマンス上の特徴からも類似点が多いのである。海外の株高が背景にあり、当初は相対パフォーマンスが悪く、その後に円安を伴って短期間で急上昇し、海外を大きく上回るパフォーマンスを出している。

それでは何故、同じような展開をたどったのであろうか。

それは日本の株式市場のメイン・プレーヤーが 2005 年当時も現在も同じで海外投資家であり、どちらの上昇相場も海外投資家の大量の日本株買いによって実現したからであろう。

・株式売買代金シェア





(データ元：東証)

海外の株式相場の上昇によって海外投資家のリスク許容度が高まると同時に日本株の相対的な割安感が強まった。そうした状況下でアベノミクスあるいは小泉政権が登場し、それを契機に海外投資家はボラティリティ特性をもつ日本株を短期間で大量に買い付け、その結果、日本株は急騰した。需給面から言えば、アベノミクス相場は（小泉相場も）以上のよう

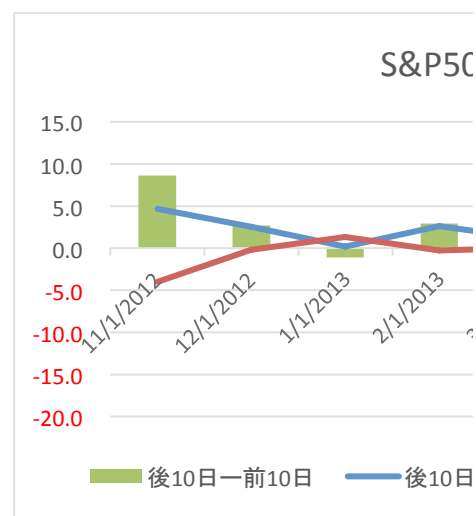
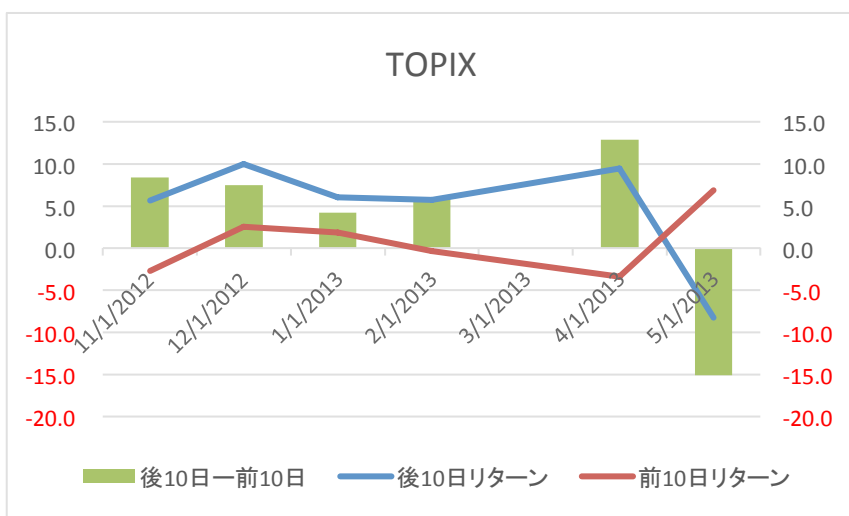
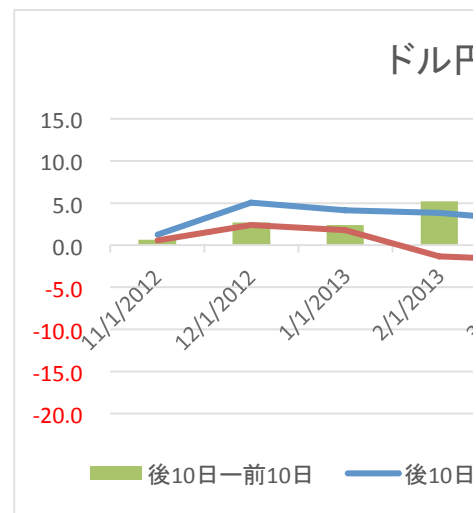
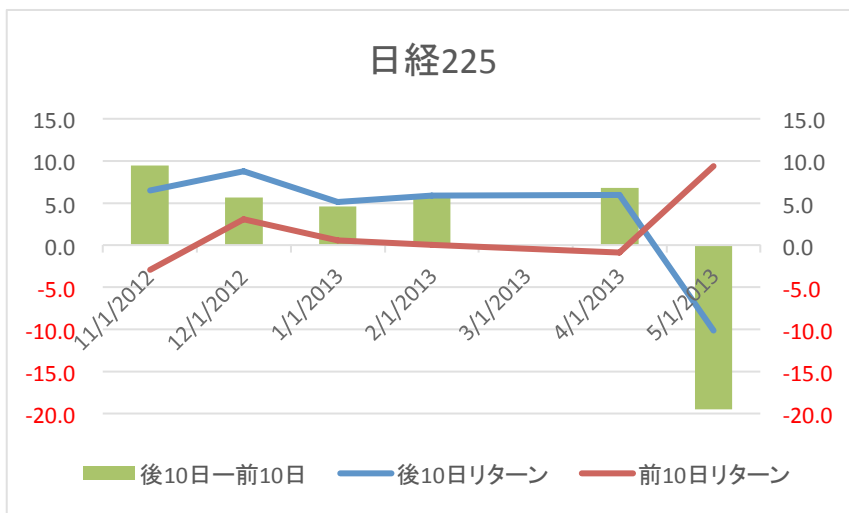
に説明できるであろう。

現在継続中のアベノミクス相場であるが、その終わり方についても過去の相場にならうのであろうか。

前回の上昇相場は海外に先行して失速した。前々回もそうであった。今回も日本株は海外より遅れて上昇を開始し、短期間に急激に上昇し、そして海外より先に失速するのだろうか。それとも長期の上昇相場に突入し遥か彼方に見える1989年の高値に迫っていくことになるのだろうか。

私は、日本の株式相場が今後も力強く上昇していくことを期待している。しかしそれは、日本の力だけでは難しいだろう。だから世界の株式相場に盛り上がってほしい。

・別紙資料①(グラフ)



・別紙資料①(表)

重要イベント前後でのリターン比較									
日経 225					S&P500				
Date	当日リターン	後 10日リターン	前 10日リターン	後-前	Date	当日リターン	後 10日リターン	前 10日リターン	後-前
1	2012/11/15	1.9	6.5	-3.0	9.4	1	2012/11/15	-0.2	1.2
2	2012/12/17	0.9	8.7	3.1	5.7	2	2012/12/17	1.2	0.4
3	2013/1/22	-0.4	5.1	0.6	4.6	3	2013/1/22	0.4	-0.1
4	2013/2/28	2.7	5.9	0.0	5.9	4	2013/2/28	-0.1	0.4
5	2013/4/4	2.2	5.9	-0.9	6.8	5	2013/4/4	0.4	-0.3
6	2013/5/23	-7.3	-10.1	9.4	-19.5	6	2013/5/23	-0.3	0.4
1-5の平均		1.5	6.4	-0.0	6.5	1-5の平均		0.4	
TOPIX					ドル円				
Date	当日リターン	後 10日リターン	前 10日リターン	後-前	Date	当日リターン	後 10日リターン	前 10日リターン	後-前
1	2012/11/15	2.1	5.7	-2.7	8.4	1	2012/11/15	1.1	1.1
2	2012/12/17	0.8	10.0	2.5	7.5	2	2012/12/17	-0.6	-0.6
3	2013/1/22	-0.4	6.1	1.9	4.2	3	2013/1/22	-1.1	-1.1
4	2013/2/28	2.3	5.7	-0.3	6.1	4	2013/2/28	0.4	0.4
5	2013/4/4	2.7	9.5	-3.4	12.9	5	2013/4/4	3.5	3.5
6	2013/5/23	-6.9	-8.3	6.8	-15.1	6	2013/5/23	-1.1	-1.1
1-5の平均		1.5	7.4	-0.4	7.8	1-5の平均		0.7	

・別紙資料②表-0

重要イベント 日の株価													
Date	日経 225	変 化 率	変 化 率(E 0起 点)	TOP IX	変 化 率	変 化 率(E 0起 点)	SP5 00	変 化 率	変 化 率(E 0起 点)	ドル 円	変 化 率	変 化 率(E 0起 点)	
2011/ 12/30	8455 .4			728. 6			1257 .6			76. 9			
E 0 11/14	8664 .7	2.5	0.0	722. 4	-0.9	0.0	1355 .5	7.8	0.0	80. 2	4.3	0.0	
E 1 11/15	8829 .7	1.9	1.9	737. 5	2.1	2.1	1353 .3	-0. 2	-0.2	81. 1	1.1	1.1	

E 2	2012/ 12/17	9828 .9	11. 3	13. 2	807. 8	9.5	11. 6	1430 .4	5.7	5.5	83. 9	3.4	4.5
E 3	2013/ 1/22	1070 9.9	9.0	20. 8	901. 2	11. 6	22. 1	1492 .6	4.3	9.6	88. 7	5.7	10. 1
E 4	2013/ 2/28	1155 9.4	7.9	27. 0	975. 7	8.3	28. 1	1514 .7	1.5	10. 7	92. 5	4.3	13. 8
E 5	2013/ 4/4	1263 4.5	9.3	34. 3	1037 .8	6.4	32. 3	1560 .0	3.0	13. 5	96. 4	4.2	17. 4
E 6	2013/ 5/22	1562 7.3	23. 7	55. 1	1276 .0	23. 0	53. 3	1655 .4	6.1	19. 2	103 .1	7.0	23. 7
E 7	2013/ 5/23	1448 4.0	-7. 3	37. 2	1188 .3	-6.9	36. 5	1650 .5	-0. 3	17. 8	102 .0	-1.1	21. 1
E 8	2013/ 6/13	1244 5.4	-14 .1	26. 1	1044 .2	-12. 1	27. 1	1636 .4	-0. 9	17. 0	95. 6	-6.2	15. 1
E 9	2013/ 12/30	1629 1.3	30. 9	61. 3	1302 .3	24. 7	55. 5	1841 .1	12. 5	29. 7	105 .1	9.9	26. 0

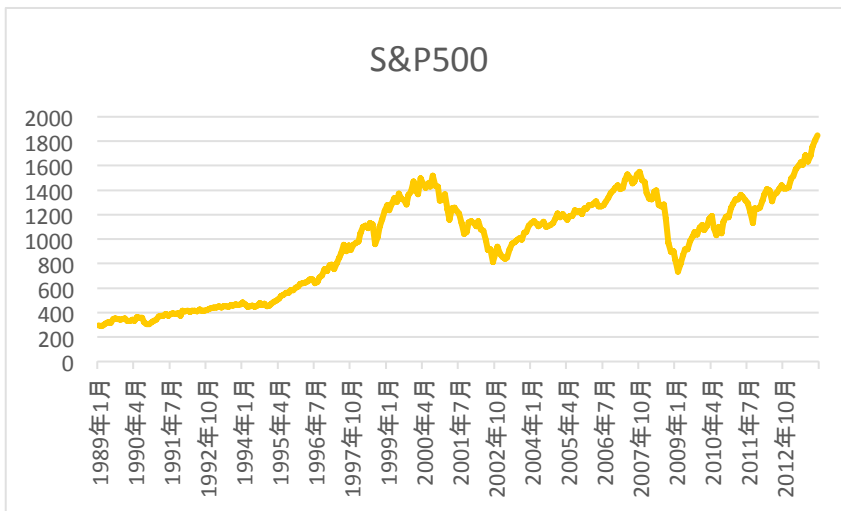
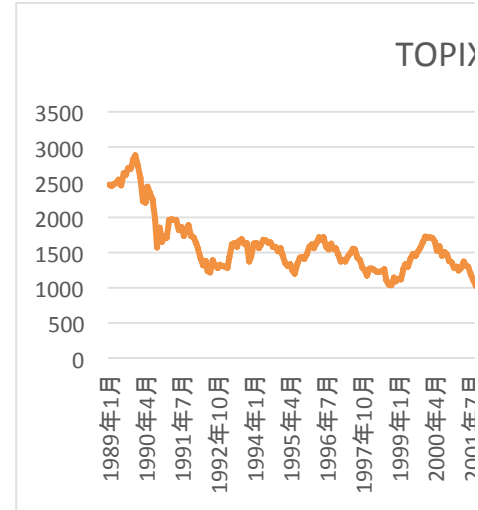
・別紙資料②表-0'

	変化率の比				
	Date	225/ドル円	TPX/ドル円	225/SP	TPX/SP
	2011/12/30				
E0	2012/11/14	0.6	-0.2	0.3	-0.1
E1	2012/11/15	1.7	1.9	-11.9	-13.1
E2	2012/12/17	3.4	2.8	2.0	1.7
E3	2013/1/22	1.6	2.0	2.1	2.7
E4	2013/2/28	1.8	1.9	5.4	5.6
E5	2013/4/4	2.2	1.5	3.1	2.1
E6	2013/5/22	3.4	3.3	3.9	3.8
E7	2013/5/23	6.6	6.2	25.0	23.5
E8	2013/6/13	2.3	2.0	16.4	14.2

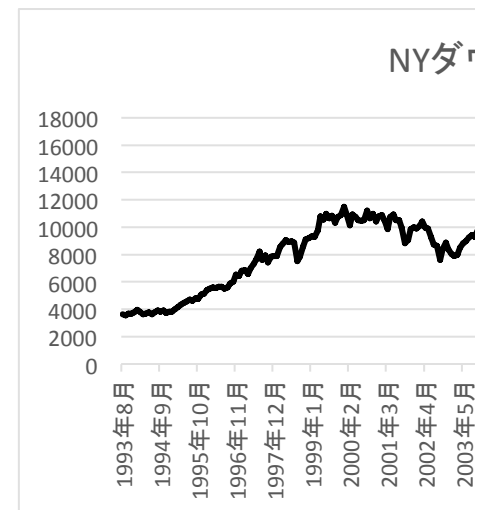


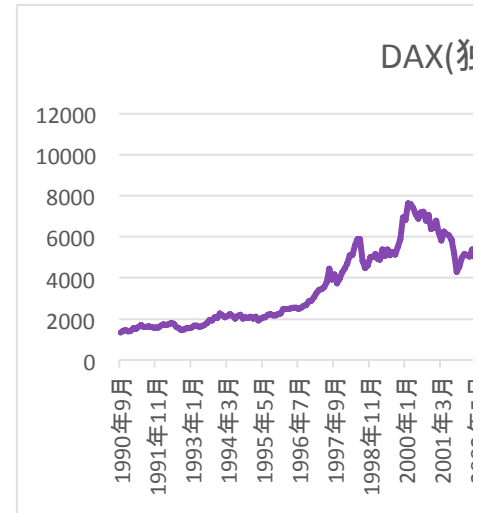
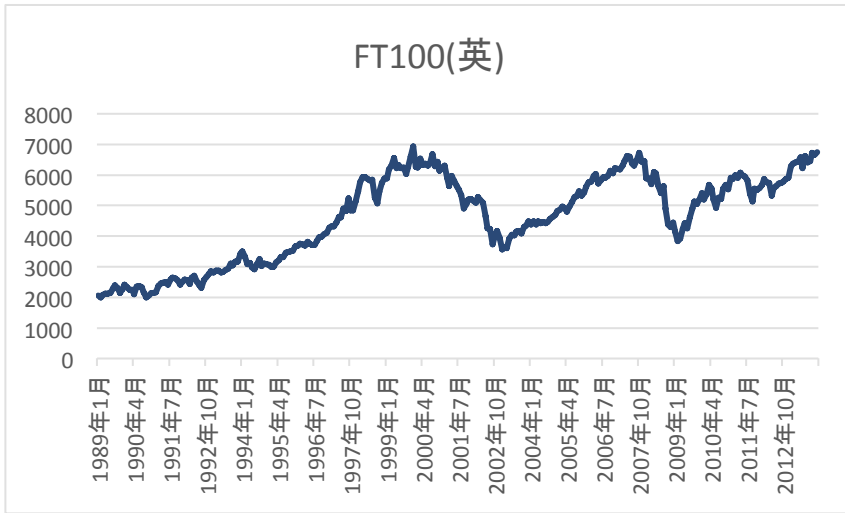
E9	2013/12/30	3.1	2.5	2.5	2.0
----	------------	-----	-----	-----	-----

・別紙資料③グラフー1



・別紙資料③グラフー2





・別紙資料②(表一)

主要株価指数の月間上昇率（過去3年）									
Date	日経225	TOPIX	S&P500	ナスダック	NYダウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
2011年1月	0.1	1.3	2.3	1.8	2.7	-0.6	2.4	1.8	1.0
2011年2月	3.8	4.5	3.2	3.0	2.8	2.2	2.8	-0.5	-0.3
2011年3月	-8.2	-8.6	-0.1	-0.0	0.8	-1.4	-3.2	0.8	1.7
2011年4月	1.0	-2.0	2.8	3.3	4.0	2.7	6.7	0.8	-2.5
2011年5月	-1.6	-1.6	-1.4	-1.3	-1.9	-1.3	-2.9	-0.2	0.5
2011年6月	1.3	1.3	-1.8	-2.2	-1.2	-0.7	1.1	-5.4	-1.2
2011年7月	0.2	-0.9	-2.1	-0.6	-2.2	-2.2	-2.9	0.2	-3.8
2011年8月	-8.9	-8.4	-5.7	-6.4	-4.4	-7.2	-19.2	-8.5	-1.0
2011年9月	-2.8	-1.2	-7.2	-6.4	-6.0	-4.9	-4.9	-14.3	0.6
2011年10月	3.3	0.4	10.8	11.1	9.5	8.1	11.6	12.9	1.3
2011年11月	-6.2	-4.7	-0.5	-2.4	0.8	-0.7	-0.9	-9.4	-0.7
2011年12月	0.2	0.0	0.9	-0.6	1.4	1.2	-3.1	2.5	-0.8
2012年1月	4.1	3.7	4.4	8.0	3.4	2.0	9.5	10.6	-0.9
2012年2月	10.5	10.7	4.1	5.4	2.5	3.3	6.1	6.3	6.4
2012年3月	3.7	2.2	3.1	4.2	2.0	-1.8	1.3	-5.2	2.3
2012年4月	-5.6	-5.9	-0.7	-1.5	0.0	-0.5	-2.7	2.6	-3.9

月									
2012年5月	-10.3	-10.5	-6.3	-7.2	-6.2	-7.3	-7.3	-11.7	-1.8
2012年6月	5.4	7.0	4.0	3.8	3.9	4.7	2.4	4.4	2.0
2012年7月	-3.5	-4.4	1.3	0.2	1.0	1.2	5.5	1.8	-2.3
2012年8月	1.7	-0.6	2.0	4.3	0.6	1.4	2.9	-1.6	0.3
2012年9月	0.3	0.8	2.4	1.6	2.6	0.5	3.5	7.0	-0.5
2012年10月	0.7	0.7	-2.0	-4.5	-2.5	0.7	0.6	3.8	2.3
2012年11月	5.8	5.3	0.3	1.1	-0.5	1.5	2.0	1.8	3.3
2012年12月	10.0	10.0	0.7	0.3	0.6	0.5	2.8	2.8	5.3
2013年1月	7.2	9.4	5.0	4.1	5.8	6.4	2.1	4.7	5.7
2013年2月	3.8	3.8	1.1	0.6	1.4	1.3	-0.4	-3.0	0.9
2013年3月	7.3	6.1	3.6	3.4	3.7	0.8	0.7	-3.1	1.9
2013年4月	11.8	12.6	1.8	1.9	1.8	0.3	1.5	2.0	3.3
2013年5月	-0.6	-2.5	2.1	3.8	1.9	2.4	5.5	-1.5	3.2
2013年6月	-0.7	-0.2	-1.5	-1.5	-1.4	-5.6	-4.7	-7.1	-1.3
2013年7月	-0.1	-0.2	4.9	6.6	4.0	6.5	4.0	5.2	-1.5
2013年8月	-2.0	-2.3	-3.1	-1.0	-4.4	-3.1	-2.1	-0.7	0.6
2013年9月	8.0	8.0	3.0	5.1	2.2	0.8	6.1	5.2	-0.2

2013年10月	-0.9	0.0	4.5	3.9	2.8	4.2	5.1	1.5	0.1
2013年11月	9.3	5.4	2.8	3.6	3.5	-1.2	4.1	2.9	4.2
2013年12月	4.0	3.5	2.4	2.9	3.0	1.5	1.6	-2.4	2.7

・別紙資料②(表一2)

月間上昇率の平均	日経225	TOPIX	S&P500	ナスダック	NYダウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
通期	1.4	1.2	1.1	1.3	1.1	0.4	1.0	0.2	0.8
2011年	-1.5	-1.7	0.1	-0.1	0.5	-0.4	-1.0	-1.6	-0.4
2012年	1.9	1.6	1.1	1.3	0.6	0.5	2.2	1.9	1.0
2013年	3.9	3.6	2.2	2.8	2.0	1.2	2.0	0.3	1.6
2012/1-2012/10	0.7	0.4	1.2	1.4	0.7	0.4	2.2	1.8	0.4
2012/11-2013/3/4	7.6	7.8	2.1	1.9	2.1	1.8	1.4	0.9	3.4
2013/5-2013/12	2.1	1.5	1.9	2.9	1.4	0.7	2.4	0.4	1.0
2012/11-2013/3/12	4.5	4.2	2.0	2.5	1.7	1.2	2.0	0.6	2.0

月間上昇率の標準偏差	日経225	TOPIX	S&P500	ナスダック	NYダウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
通期	5.4	5.4	3.5	4.0	3.2	3.4	5.4	5.8	2.5
2011年	4.2	3.9	4.6	4.7	4.1	3.9	7.5	7.0	1.6
2012/1-2012/10	5.9	6.2	3.3	4.7	3.1	3.3	4.7	6.5	3.0
2012/11-2013/3/12	4.7	4.8	2.4	2.3	2.6	3.3	3.0	3.7	2.3

・別紙資料②(表-3)

主要株価指数の月間上昇率 (国別平均)				相対パフォーマンス(日本- 他国)				
	J	A	F			J - A	J - F	
Date	日本平均	米国平均	海外平均	Date	日本平均	米国平均	海外平均	
2011年1月	0.7	2.2	1.7	2011年1月	0.0	-1.6	-1.0	
2011年2月	4.1	3.0	2.3	2011年2月	0.0	1.1	1.9	
2011年3月	-8.4	0.2	-0.5	2011年3月	0.0	-8.6	-7.9	
2011年4月	-0.5	3.4	3.4	2011年4月	0.0	-3.9	-3.9	
2011年5月	-1.6	-1.5	-1.5	2011年5月	0.0	-0.1	-0.1	
2011年6月	1.3	-1.7	-1.7	2011年6月	0.0	3.0	3.0	
2011年7月	-0.4	-1.6	-1.6	2011年7月	0.0	1.3	1.3	
2011年8月	-8.7	-5.5	-8.6	2011年8月	0.0	-3.2	-0.1	
2011年9月	-2.0	-6.5	-7.3	2011年9月	0.0	4.5	5.3	
2011年10月	1.8	10.5	10.7	2011年10月	0.0	-8.6	-8.8	
2011年11月	-5.4	-0.7	-2.2	2011年11月	0.0	-4.7	-3.2	
2011年12月	0.1	0.6	0.4	2011年12月	0.0	-0.4	-0.2	
2012年1月	3.9	5.3	6.3	2012年1月	0.0	-1.4	-2.4	
2012年2月	10.6	4.0	4.6	2012年2月	0.0	6.6	5.9	
2012年3月	2.9	3.1	0.6	2012年3月	0.0	-0.2	2.3	
2012年4月	-5.7	-0.7	-0.5	2012年4月	0.0	-5.0	-5.3	
2012年5月	-10.4	-6.5	-7.7	2012年5月	0.0	-3.9	-2.8	
2012年6月	6.2	3.9	3.9	2012年6月	0.0	2.3	2.4	
2012年7月	-3.9	0.8	1.8	2012年7月	0.0	-4.7	-5.7	
2012年8月	0.5	2.3	1.6	2012年8月	0.0	-1.8	-1.1	
2012年9月	0.6	2.2	2.9	2012年9月	0.0	-1.7	-2.4	
2012年10月	0.7	-3.0	-0.6	2012年10月	0.0	3.6	1.3	
2012年11月	5.5	0.3	1.0	2012年11月	0.0	5.3	4.5	
2012年12月	10.0	0.5	1.3	2012年12月	0.0	9.5	8.7	
2013年1月	8.3	5.0	4.7	2013年1月	0.0	3.3	3.6	
2013年2月	3.8	1.0	0.2	2013年2月	0.0	2.7	3.6	
2013年3月	6.7	3.6	1.5	2013年3月	0.0	3.1	5.1	
2013年4月	12.2	1.8	1.5	2013年4月	0.0	10.4	10.7	

2013年5月	-1.6	2.6	2.3		2013年5月	0.0	-4.1	-3.9
2013年6月	-0.4	-1.5	-3.6		2013年6月	0.0	1.0	3.2
2013年7月	-0.1	5.1	5.2		2013年7月	0.0	-5.3	-5.3
2013年8月	-2.2	-2.9	-2.4		2013年8月	0.0	0.7	0.3
2013年9月	8.0	3.4	3.7		2013年9月	0.0	4.6	4.3
2013年10月	-0.4	3.7	3.7		2013年10月	0.0	-4.1	-4.1
2013年11月	7.3	3.3	2.6		2013年11月	0.0	4.1	4.7
2013年12月	3.7	2.8	1.5		2013年12月	0.0	1.0	2.3
月間上昇率 の平均	日本平 均	米国平 均	海外平 均		月間上昇率の 平均	日本 平均	米国 平均	海外 平均
通期	1.3	1.2	0.9		通期	0	0.1	0.4
2011年	-1.6	0.2	-0.4		2011年	0	-1.8	-1.2
2012年	1.7	1.0	1.3		2012年	0	0.7	0.5
2013年	3.8	2.3	1.7		2013年	0	1.4	2.0
2012/1-2012/ 10	0.5	1.1	1.3		2012/1-2012/1 0	0	-0.6	-0.8
2012/11-201 3/4	7.7	2.0	1.7		2012/11-2013/ 4	0	5.7	6.0
2013/5-2013/ 12	1.8	2.1	1.6		2013/5-2013/1 2	0	-0.3	0.2
2012/11-201 3/12	4.3	2.1	1.7		2012/11-2013/ 12	0	2.3	2.7
月間上昇率 の標準偏差	日本平 均	米国平 均	海外平 均		月間上昇率の 標準偏差	日本 平均	米国 平均	海外 平均
通期	5.4	3.6	4.2		通期	0	1.9	1.2
2011年	4.1	4.5	5.3		2011年	0	-0.4	-1.2
2012/1-2012/ 10	6.1	3.7	4.3		2012/1-2012/1 0	0	2.4	1.8
2012/11-201 3/12	4.7	2.4	2.9		2012/11-2013/ 12	0	2.3	1.8



・別紙資料②(表一４)

主要株価指数の月間上昇率（国別平均）				相対パフォーマンス(日本－他国)			
	J	A	F			J－A	J－F
Date	日本平均	米国平均	海外平均	Date	日本平均	米国平均	海外平均
2011年1月	0.7	2.2	1.7	2011年1月	0.0	-1.6	-1.0
2011年2月	4.1	3.0	2.3	2011年2月	0.0	1.1	1.9
2011年3月	-8.4	0.2	-0.5	2011年3月	0.0	-8.6	-7.9
2011年4月	-0.5	3.4	3.4	2011年4月	0.0	-3.9	-3.9
2011年5月	-1.6	-1.5	-1.5	2011年5月	0.0	-0.1	-0.1
2011年6月	1.3	-1.7	-1.7	2011年6月	0.0	3.0	3.0
2011年7月	-0.4	-1.6	-1.6	2011年7月	0.0	1.3	1.3
2011年8月	-8.7	-5.5	-8.6	2011年8月	0.0	-3.2	-0.1
2011年9月	-2.0	-6.5	-7.3	2011年9月	0.0	4.5	5.3
2011年10月	1.8	10.5	10.7	2011年10月	0.0	-8.6	-8.8
2011年11月	-5.4	-0.7	-2.2	2011年11月	0.0	-4.7	-3.2

2011年12月	0.1	0.6	0.4		2011年12月	0.0	-0.4	-0.2
2012年1月	3.9	5.3	6.3		2012年1月	0.0	-1.4	-2.4
2012年2月	10.6	4.0	4.6		2012年2月	0.0	6.6	5.9
2012年3月	2.9	3.1	0.6		2012年3月	0.0	-0.2	2.3
2012年4月	-5.7	-0.7	-0.5		2012年4月	0.0	-5.0	-5.3
2012年5月	-10.4	-6.5	-7.7		2012年5月	0.0	-3.9	-2.8
2012年6月	6.2	3.9	3.9		2012年6月	0.0	2.3	2.4
2012年7月	-3.9	0.8	1.8		2012年7月	0.0	-4.7	-5.7
2012年8月	0.5	2.3	1.6		2012年8月	0.0	-1.8	-1.1
2012年9月	0.6	2.2	2.9		2012年9月	0.0	-1.7	-2.4
2012年10月	0.7	-3.0	-0.6		2012年10月	0.0	3.6	1.3
2012年11月	5.5	0.3	1.0		2012年11月	0.0	5.3	4.5
2012年12月	10.0	0.5	1.3		2012年12月	0.0	9.5	8.7
2013年1月	8.3	5.0	4.7		2013年1月	0.0	3.3	3.6
2013年2月	3.8	1.0	0.2		2013年2月	0.0	2.7	3.6
2013年3月	6.7	3.6	1.5		2013年3月	0.0	3.1	5.1
2013年4月	12.2	1.8	1.5		2013年4月	0.0	10.4	10.7
2013年5月	-1.6	2.6	2.3		2013年5月	0.0	-4.1	-3.9
2013年6月	-0.4	-1.5	-3.6		2013年6月	0.0	1.0	3.2
2013年7月	-0.1	5.1	5.2		2013年7月	0.0	-5.3	-5.3
2013年8月	-2.2	-2.9	-2.4		2013年8月	0.0	0.7	0.3
2013年9月	8.0	3.4	3.7		2013年9月	0.0	4.6	4.3
2013年10月	-0.4	3.7	3.7		2013年10月	0.0	-4.1	-4.1
2013年11月	7.3	3.3	2.6		2013年11月	0.0	4.1	4.7
2013年12月	3.7	2.8	1.5		2013年12月	0.0	1.0	2.3
月間上昇率の 平均	日本平 均	米国平 均	海外平 均		月間上昇率の 平均	日本平 均	米国平均	海外平均
通期	1.3	1.2	0.9		通期	0	0.1	0.4
2011年	-1.6	0.2	-0.4		2011年	0	-1.8	-1.2
2012年	1.7	1.0	1.3		2012年	0	0.7	0.5
2013年	3.8	2.3	1.7		2013年	0	1.4	2.0
2012/1-2012 /10	0.5	1.1	1.3		2012/1-2012 /10	0	-0.6	-0.8
2012/11-201	7.7	2.0	1.7		2012/11-201	0	5.7	6.0

3/4					3/4			
2013/5-2013 /12	1.8	2.1	1.6		2013/5-2013 /12	0	-0.3	0.2
2012/11-201 3/12	4.3	2.1	1.7		2012/11-201 3/12	0	2.3	2.7
月間上昇率 の標準偏差	日本平 均	米国平 均	海外平 均		月間上昇率 の標準偏差	日本平 均	米国平均	海外平均
通期	5.4	3.6	4.2		通期	0	1.9	1.2
2011年	4.1	4.5	5.3		2011年	0	-0.4	-1.2
2012/1-2012 /10	6.1	3.7	4.3		2012/1-2012 /10	0	2.4	1.8
2012/11-201 3/12	4.7	2.4	2.9		2012/11-201 3/12	0	2.3	1.8

・別紙資料③表—1

主要株価指数の年間上昇率									
Date	日経 225	TOPIX	S&P50 0	ナスダック	NYダ ウ	FT100	DAX	ハンセ ン	ドル円
1990	-38.7	-39.8	-6.6	-17.8		-11.5			
1991	-3.6	-1.1	26.3	56.8		16.3	12.9		
1992	-26.4	-23.7	4.5	15.4		14.2	-2.1		
1993	2.9	10.1	7.1	14.7		20.1	46.7		
1994	13.2	8.3	-1.5	-3.2	2.1	-10.3	-7.1		
1995	0.7	1.2	34.1	39.9	33.5	20.3	7.0		3.8
1996	-2.6	-6.8	20.3	22.7	26.0	11.6	28.2		11.8
1997	-21.2	-20.1	31.0	21.6	22.6	24.7	47.1		13.0
1998	-9.3	-7.5	26.7	39.6	16.1	14.5	17.7		-12.9
1999	36.8	58.4	19.5	85.6	25.2	17.8	39.1	68.8	-10.0
2000	-27.2	-25.5	-10.1	-39.3	-6.2	-10.2	-7.5	-11.0	11.9
2001	-23.5	-19.6	-13.0	-21.1	-7.1	-16.2	-19.8	-24.5	14.9
2002	-18.6	-18.3	-23.4	-31.5	-16.8	-24.5	-43.9	-18.2	-9.8
2003	24.5	23.8	26.4	50.0	25.3	13.6	37.1	34.9	-9.8
2004	7.6	10.2	9.0	8.6	3.1	7.5	7.3	13.2	-4.3
2005	40.2	43.5	3.0	1.4	-0.6	16.7	27.1	4.5	14.9
2006	6.9	1.9	13.6	9.5	16.3	10.7	22.0	34.2	0.9
2007	-11.1	-12.2	3.5	9.8	6.4	3.8	22.3	39.3	-6.2
2008	-42.1	-41.8	-38.5	-40.5	-33.8	-31.3	-40.4	-48.3	-18.8
2009	19.0	5.6	23.5	43.9	18.8	22.1	23.8	52.0	2.6
2010	-3.0	-1.0	12.8	16.9	11.0	9.0	16.1	5.3	-12.7
2011	-17.3	-18.9	-0.0	-1.8	5.5	-5.6	-14.7	-20.0	-5.2
2012	22.9	18.0	13.4	15.9	7.3	5.8	29.1	22.9	12.7
2013	56.7	51.5	29.6	38.3	26.5	14.4	25.5	2.9	21.4
平均リターン	日経 225	TOPIX	S&P50 0	ナスダック	NYダ ウ	FT100	DAX	ハンセ ン	ドル円
通期	4.8	5.0	4.6	9.7	5.4	2.3	8.2	10.4	0.2

2003年以降	9.5	7.3	8.8	13.8	7.8	6.1	14.1	12.8	-0.4
標準偏差	日経 225	TOPIX	S&P50 0	ナスダック	NYダ ウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
通期	28.4	29.5	19.1	35.1	16.8	16.2	27.0	31.9	12.3
2003年以降	27.7	26.9	18.4	25.0	16.4	14.4	22.6	28.8	12.4
下落年数	日経 225	TOPIX	S&P50 0	ナスダック	NYダ ウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
通期	7	7	5	5	5	5	5	5	8
2003年以降	4	4	2	2	2	2	2	2	6
	日経 225	TOPIX	S&P50 0	ナスダック	NYダ ウ	FT100	DAX	ハンセン	ドル円
最大リターン	56.7	58.4	29.6	85.6	26.5	22.1	39.1	68.8	21.4
最小リターン	-42.1	-41.8	-38.5	-40.5	-33.8	-31.3	-43.9	-48.3	-18.8
最大一 最小	98.8	100.2	68.1	126.1	60.3	53.4	83.0	117.1	40.2

・別紙資料③表—2

主要株価指数の年間上昇率（国別平均）				相対パフォーマンス(日本ー他国)			
Date	日本	米国	海外	日本	日本-米国	日本-海外	
1990	-39.3	-12.2	-12.0	0.0	-27.1	-27.3	
1991	-2.4	41.6	28.1	0.0	-43.9	-30.4	
1992	-25.0	10.0	8.0	0.0	-35.0	-33.0	
1993	6.5	10.9	22.2	0.0	-4.4	-15.7	
1994	10.8	-0.9	-4.0	0.0	11.6	14.8	
1995	1.0	35.8	27.0	0.0	-34.9	-26.0	
1996	-4.7	23.0	21.8	0.0	-27.7	-26.4	
1997	-20.7	25.1	29.4	0.0	-45.7	-50.1	
1998	-8.4	27.5	22.9	0.0	-35.9	-31.3	
1999	47.6	43.4	42.7	0.0	4.2	4.9	
2000	-26.3	-18.5	-14.1	0.0	-7.8	-12.3	
2001	-21.6	-13.7	-16.9	0.0	-7.8	-4.6	
2002	-18.5	-23.9	-26.4	0.0	5.4	7.9	
2003	24.1	33.9	31.2	0.0	-9.8	-7.1	

2004	8.9	6.9	8.1		0.0	2.0	0.8
2005	41.9	1.3	8.7		0.0	40.6	33.2
2006	4.4	13.1	17.7		0.0	-8.7	-13.3
2007	-11.7	6.6	14.2		0.0	-18.3	-25.9
2008	-41.9	-37.6	-38.8		0.0	-4.3	-3.1
2009	12.3	28.7	30.7		0.0	-16.4	-18.4
2010	-2.0	13.6	11.8		0.0	-15.6	-13.8
2011	-18.1	1.2	-6.1		0.0	-19.4	-12.1
2012	20.5	12.2	15.7		0.0	8.3	4.7
2013	54.1	31.5	22.9		0.0	22.6	31.2
平均リターン	日本	米国	海外		日本	日本-米国	日本-海外
通期	4.9	6.6	6.8		0.0	-1.7	-1.9
2003年以降	8.4	10.1	10.6		0.0	-1.7	-2.2
標準偏差	日本	米国	海外		日本	日本-米国	日本-海外
通期	29.0	23.7	24.4		0.0	5.3	4.6
2003年以降	27.3	19.9	20.9		0.0	7.3	6.3
下落年数	日本	米国	海外		日本	日本-米国	日本-海外
通期	7	5	5		0	2	2
2003年以降	4	2	2		0	2	2
	日本	米国	海外		日本	日本-米国	日本-海外
最大リターン	57.6	47.2	45.3		0.0	10.4	12.3
最小リターン	-41.9	-37.6	-39.4		0.0	-4.3	-2.5
最大-最小	99.5	84.8	84.7		0.0	14.7	14.9