



資本市場見通し

今後5年間の 市場見通し

2021年



目次

1. 世界の主要市場見通しハイライト.....	4
2. 資本市場見通し（日本）	7
• リターン見通し（日本円ベース）	8
• リターン見通し（現地通貨ベース）	9
• シナリオ別見通し（日本円ベース）	10
• ボラティリティと相関の見通し（日本円ベース）	11
3. 手法	12
4. 補足資料	20

**ティー・ロウ・プライスの資本市場見通しは
グローバルな投資プラットフォームが持つ専門性を最大限活用しています**

資本市場見通し：今後5年間の市場見通し | 2021年

お客様の意思決定に資するよう掘り下げた分析と洞察

このたび、「ティー・ロウ・プライス 年次資本市場見通し」の第3版を刊行できたことを、誠に嬉しく思います。2020年版は、株式市場が過去最大級の急落を記録した後に反発するなかで発行されました。有価証券または資産クラスがその本源的公正価値へ向かう経路が投資リターンをもたらすと見るならば、新型コロナ危機の最悪期において投資家の期待リターンは急上昇し、その後、株価が前回の高値を回復し、さらに上回るなかで、急速に低下していたはずですが。

現在のバリュエーションと2020年に経験した無リスク金利の大幅な低下を考慮して、2021年版資本市場見通しにおける予想名目リターンは、総じて2020年版で示した数値を下回っています。無リスク金利の低下は、ワクチン開発の進展により強まる景気回復が企業利益の上昇余地を生み出し、スプレッドのさらなる縮小に繋がるという楽観的な見方によって、部分的に相殺されました。相関のマトリックスは、現在のボラティリティの高い環境、および2020年の市場下落とその後の反発の両局面でクレジット・株式市場が全般にわたり経験した高いプラスの相関を反映しています。

その他あらゆる世界環境が2020年に変化しましたが、本資料の構成と対象資産クラス・市場は、2020年版（第2版）から概ね変えていません。対象資産クラスについては、国・地域別に加え先進国株式全体の見通しを追加しました。また、日本のお客様からの要望を踏まえ、日本の投資家向けに現地通貨ベースの予想リターンのページを追加しました。2021年が2020年より穏やかな年となることを期待しましょう。

資本市場見通しは、将来のリターン予測を目指すものではありません。リターンは過去、将来のどちらにおいてもフォワード・リターンを中心値としてそこから有意に乖離するという考えに基づいて見通しを策定しています。このためティー・ロウ・プライスでは、ポートフォリオ構築に際して複数の最適化手法と有効性チェックを活用しています。

弊社のベースライン・シナリオは、株式、債券、マルチ・アセットの全部門のシニアのポートフォリオ・マネジャーおよびアナリストが持つ知見を反映して作成されています。資産クラスの垣根を超えたアプローチを採用し、ファンダメンタルズと定量の両側面からの知見を活用して導き出された資本市場見通しは、ティー・ロウ・プライスの有する知見の集大成であると言えます。

今後の改善に役立たせていただきますので、お客様からの質問、コメント、フィードバックをお待ちしております。弊社の営業担当者や本資料の作成に携わった運用プロフェッショナルまでお気軽にご連絡ください。



米国

4.7%
0.0%

米国大型株の
期待リターン（米ドル）

米国債の
期待リターン（米ドル）

通貨



目先の経済成長は堅調だが、金融・財政支援が弱まるにつれて伸び悩む。2008～2009年の世界金融危機後とは異なり、労働市場は急速に回復し、高齢化が供給状況のタイト化に繋がる見込み。これはインフレ率の緩やかな上昇を支えるが、供給状況のタイト化によって賃金と投資の増加を余儀なくされ、利益を圧迫する可能性があるため、企業が受ける恩恵は引き続き限定的。

英国

7.4%
-0.7%

英国株の
期待リターン（英ポンド）

英国債の
期待リターン（英ポンド）

通貨



英国が欧州連合（EU）から離脱したため、一部の国際的な英国企業はブレグジットを警戒した今までのディスカウントが取り除かれることが見込まれる。これにより、事業コストの増加および最大の貿易相手国への輸出環境の悪化が相殺される見込み。さらに、国内のコモディティ会社や金融機関は、継続するテクノロジーからコモディティや金融へのローテーション、イールドカーブのスティープ化、供給状況のタイト化による価格決定力の向上のため、有利な世界環境からさらに恩恵を受けるだろう。



ユーロ圏

5.3%

欧州株の
期待リターン（ユーロ）

-0.1%

欧州国債の
期待リターン（ユーロ）

通貨



欧州の長期成長見通しは低位にとどまる。高齢化の進展に伴う費用の増大、経済的活力の欠如、新型コロナ危機に対応する超低金利の見通しが金融セクターに重しとなるだろう。さらに、継続するユーロ高はインフレ率、企業利益、雇用増加を抑制し、コロナ禍からの回復を妨げる可能性がある。そのため高い配当利回りを除くと、ユーロ圏企業は相対的に魅力度に劣る。

日本

6.3%

日本株の
期待リターン（日本円）

0.2%

日本国債の
期待リターン（日本円）

通貨



国内経済は、労働力の縮小や中国など主要輸出市場の景気減速の後遺症が依然として逆風となっている。これまでの金融・財政政策はともにこれまでに経験したことがない領域に入っており、金融システムの悪化という犠牲を払っている。とはいえ、企業の変化や再編が続くと見込まれ、それが株主価値を解放し、ビジネス・モデルを改善させるだろう。

オーストラリア

6.3%

オーストラリア株の
期待リターン（豪ドル）

1.2%

オーストラリア国債の
期待リターン（豪ドル）

通貨



オーストラリアのファンダメンタルズは、大半の先進国経済より依然として良好。目先、潜在的なコモディティ価格の高騰が交易条件を向上させ、企業利益と国内収益を押し上げる見込み。一方、今後数年にわたり、オーストラリアは、高齢化の影響により、労働年齢人口の増加率が低下する可能性がある。

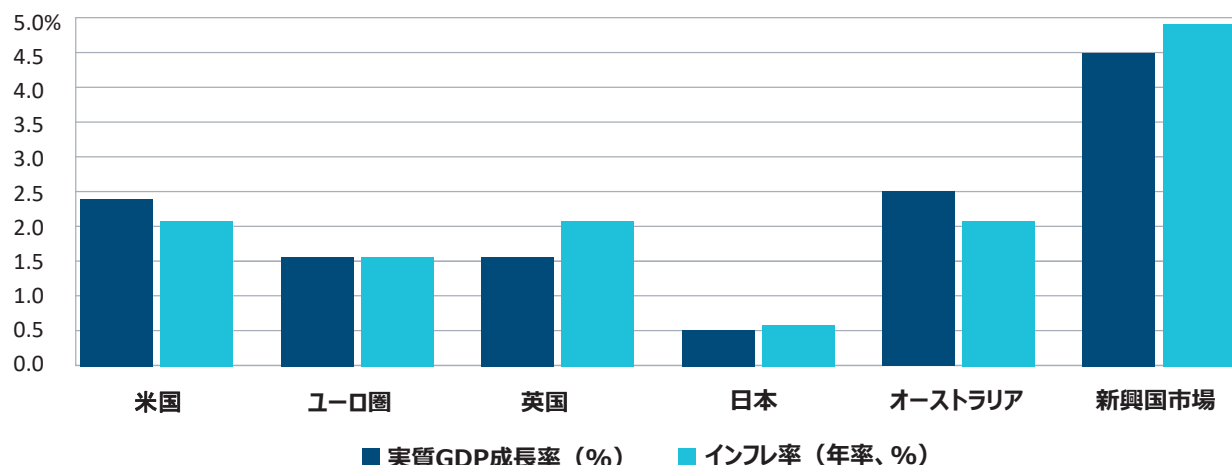


ベースライン予想について

2020年3月、世界的に経済活動が突然停止し、誰もがソーシャル・ディスタンスや接触追跡などの用語を知ることになった2020年を経て、2021年には、パンデミック対策やワクチン普及の進捗が、最も影響力の大きい要素になると見込まれます。

米国の大統領選挙やブレグジットに関する交渉を巡る不透明感を脱し、世界的に大規模な景気刺激策が講じられるなか、今後5年間のリターンは、景気回復が既にどれだけ市場に織り込まれているかによって決まるでしょう。足元では比較的抑えられている世界のインフレ率が景気拡大を背景に再び上昇するか否かも重要な要素です。

ベースライン予想におけるマクロ経済予測



株式

株式リスク・プレミアムの5年間予想は、利回りの低下を主な要因とする予想名目リターンの低下を受けて、昨年よりわずかに拡大しています。世界全体では、株式のバリュエーションはやや割高と考えており、今後のPERの低下予想がトータル・リターンにわずかながらマイナスに寄与すると見込んでいます。実質利益は今後5年間で4%～6%成長する可能性があり、米ドル安により新興国市場がその成長を主導すると考えています。世界全体で、株価の上昇ペースが配当の増加ペースを上回ったことから、配当利回りは2020年にわずかに低下しました。新型コロナ危機時の配当削減は、2008～2009年の世界金融危機時ほど広がりませんでした。米国株式市場、特にグロース株は、2020年に他のグローバル株式市場を上回るペースで上昇し、過去10年間にわたり見られたトレンドが継続しました。日本と英国では利益成長が加速していることから、相対的なバリュエーション・ギャップは縮小すると予想されます。

債券

世界的に変動の激しい経済成長率や低金利という状況に加え、信用スプレッドは極めてタイトになっており、債券リターンの牽引要因の多くはその潜在的なプラス幅が限定的となっています。弊社の先進国債券リターンのベースライン予想は過去の水準を下回り、最近のリターンを再現するにはイールドカーブのマイナス圏への移行（またはマイナス金利のさらなる低下）が必要であると考えています。ほとんどの先進国市場のイールドカーブは、2021年が始まった時点でマイナス圏にあり、中央銀行が世界経済を浮揚させるために取り得る手段は最小限しか残されていません。

弊社の運用プロフェッショナルは、特に長期部分を中心に利回りが全体的に上昇することにより、イールドカーブの形状は今後5年で正常化すると予想しています。このようなベア・スティープ化により、より長期の金融商品のリターンは短期的にマイナスになる可能性があるものの、長期投資家の再投資利回りは高くなります。

人口の高齢化に伴い、退職後の安定した資金の支払いを 선호する動きから、株式市場同様、債券市場でも利回り追求の動きが続くと予想しています。

この利回り追求の動きに加え、金融緩和政策が今後5年間の大半にわたって続くようであれば、スプレッドは抑制され、縮小する可能性もあります。弊社の運用プロフェッショナルは、新興国社債および米国ハイイールド債のスプレッドが最も大幅に縮小すると見えています。弊社の米国のインフレ予想はコンセンサス予想よりも25bps程高く、米国インフレ連動国債（TIPS）のリターンに多少の追い風を提供しています。

オルタナティブ

2020年、コモディティ価格は年初と同じ水準で年末を迎えましたが、その経路は平坦ではなく、1-3月期に20%以上下落した後、次の3四半期をかけて回復しました。金は安全逃避先としての評判通り、2020年に一貫してプラスのリターンをもたらした数少ない資産の1つでした。金は今後5年間にわたり最近の上昇基調を辿ると予想しています。不動産は、リスク性資産として2020年1-3月期に苦戦しましたが、ほぼ横ばいまで回復して年末を迎えました。

弊社はエネルギー関連セクターにおいて、構造的な供給過剰と生産性の力強い伸びが将来的にリターンの妨げになる可能性がある点を引き続き懸念しています。ヘッジファンドのパフォーマンスは戦略や投資アプローチによって大きく異なるものの、2020年は全体的に公開市場を下回りました。プライベート・アセットについては、流動性プレミアムが多少は見込めるものの、上場株式と比較して劇的に高いリターンを期待することはできないと見ています。

通貨

通貨の今後5年間のトレンドを予測することは極めて困難ですが、弊社のコンセンサスとは異なる短期金利見通しや世界経済の成長見通しが、通貨変動を予想する上で参考になります。弊社のベースライン予想は、日本円の小幅高、比較的安定した豪ドルと英ポンド、米ドルとユーロの通貨安を反映しています。また、新興国通貨が先進国通貨対比で大幅に下落することは予想していません。景気の回復や先進国市場とのインフレ率の差の拡大を背景に、新興国通貨は実質ベースで上昇する可能性があります。

資本市場見通し（日本）



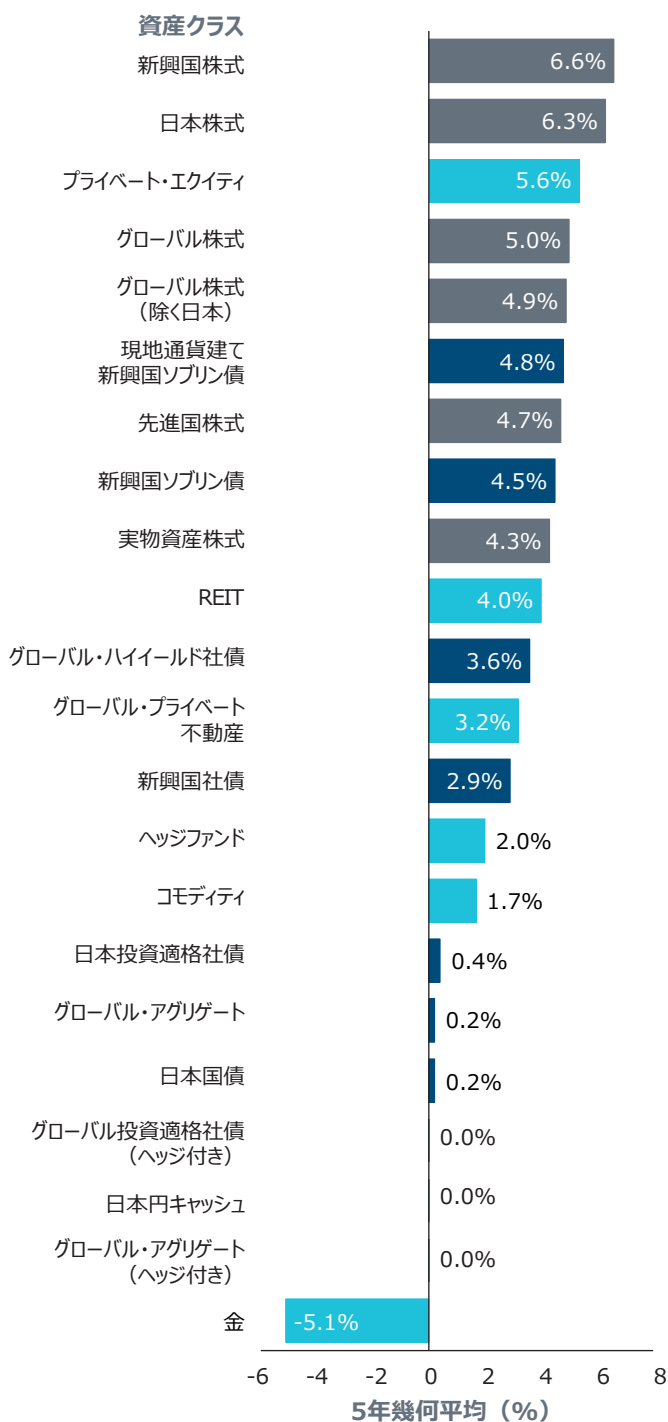
リターン見通し（日本円ベース）



予想年率リターンと過去の名目リターン

資産クラス		2021年 時点における 5年間 リターン予想	5年間の名目リターン (各年の12月31日時点)		
			2020年	2015年	2010年
株式	グローバル株式	5.0%	9.5%	15.3%	-3.5%
	グローバル株式 (除く日本)	4.9	9.8	17.4	-3.8
	先進国株式	4.7	9.4	17.0	-4.4
	日本株式	6.3	5.5	13.9	-10.0
	新興国株式	6.6	9.8	3.2	4.9
	実物資産株式	4.3	3.4	11.3	0.4
債券	グローバル・アグリゲート	0.2	1.6	9.2	-1.0
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	0.0	2.4	3.5	2.0
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	0.0	4.1	4.1	2.1
	グローバル・ハイイールド社債	3.6	5.0	13.3	1.5
	日本円キャッシュ	0.0	-0.1	0.1	0.4
	日本国債	0.2	1.0	2.3	2.0
	日本投資適格社債	0.4	0.5	0.1	1.7
	現地通貨建て 新興国ソブリン債	4.8	3.5	4.4	4.6
	新興国ソブリン債	4.5	3.9	14.0	0.6
	新興国社債	2.9	4.4	12.9	0.4
オルタナティブ	コモディティ	1.7	-2.0	-6.4	-6.1
	金	-5.1	7.7	1.5	12.3
	REIT	4.0	3.5	21.0	-4.4
	ヘッジファンド	2.0	0.2	7.4	-6.4
	グローバル・プライベート 不動産	3.2	3.1	21.4	-3.9
	プライベート・エクイティ	5.6	10.6	21.2	3.7

今後5年間の予想年率リターン



過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：ティー・ロウ・プライス、MSCI、ブルームバーグ・バークレイズ、S&P、JPモルガン・チェース、HFR、ケンブリッジ・アソシエイツ、NCREIF、FTSE/ラッセル、2021年1月現在。使用したインデックスの一覧については補足資料をご参照ください。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。追加情報については「手法」をご参照ください。補足資料の「重要な情報」をご参照ください。

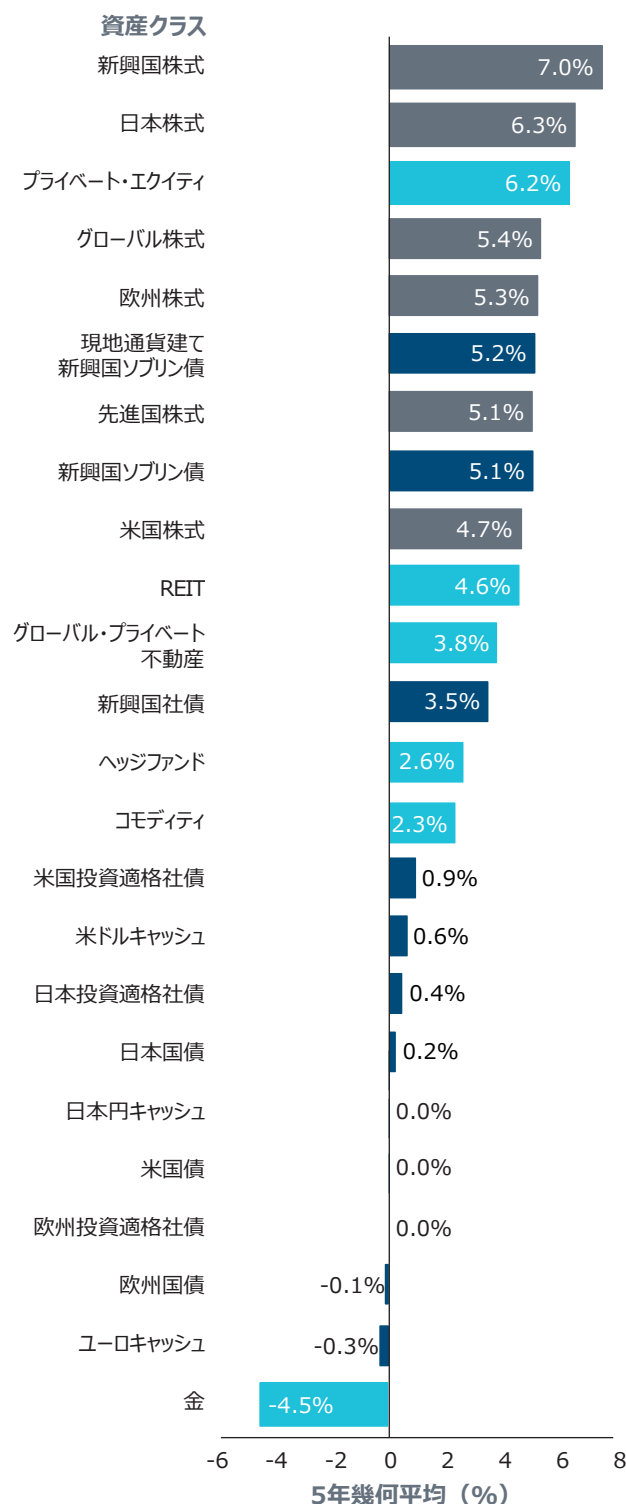
リターン見通し（現地通貨ベース）



予想年率リターンと過去の名目リターン

資産クラス		2021年 時点における 5年間 リターン予想	5年間の名目リターン (各年の12月31日時点)		
			2020年	2015年	2010年
株式	グローバル株式	5.4%	11.7%	8.5%	1.5%
	先進国株式	5.1	11.6	9.6	0.5
	日本株式	6.3	5.5	13.9	-10.0
	米国株式	4.7	15.4	12.2	2.7
	欧州株式	5.3	4.8	8.9	0.8
	新興国株式	7.0	12.6	0.9	11.4
債券	日本円キャッシュ	0.0	-0.1	0.1	0.4
	米ドルキャッシュ	0.6	1.1	0.0	2.3
	ユーロキャッシュ	-0.3	-0.4	0.3	2.5
	日本国債	0.2	1.0	2.3	2.0
	米国債	0.0	3.8	2.9	5.5
	英国債	-0.7	5.8	5.8	4.9
	欧州国債	-0.1	3.0	5.9	3.3
	日本投資適格社債	0.4	0.5	0.1	1.7
	米国投資適格社債	0.9	6.7	4.5	6.0
	欧州投資適格社債	0.0	-4.5	2.3	2.4
	現地通貨建て 新興国ソブリン債	5.2	8.4	6.6	9.5
	新興国ソブリン債	5.1	7.1	5.4	8.4
	新興国社債	3.5	7.6	4.4	8.2
	コモディティ	2.3	1.0	-13.5	1.2
オルタナティブ	金	-4.5	11.0	-6.2	21.0
	REIT	4.6	6.7	11.9	3.0
	ヘッジファンド	2.6	3.3	-0.7	0.8
	グローバル・プライベート 不動産	3.8	5.8	12.2	3.5
	プライベート・エクイティ	6.2	13.3	12.0	11.7

今後5年間の予想年率リターン



過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：ティー・ロウ・プライス、MSCI、ブルームバーグ・バークレイズ、S&P、JPモルガン・チェース、HFR、ケンブリッジ・アソシエイツ、NCREIF、FTSE/ラッセル、2021年1月現在。使用したインデックスの一覧については補足資料をご参照ください。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。追加情報については「手法」をご参照ください。補足資料の「重要情報」をご参照ください。

シナリオ別見通し（日本円ベース）



今後5年間の各シナリオにおける予想年率リターン

	資産クラス	ベースライン	極めて弱気	緩やかな弱気	緩やかな強気	極めて強気
株式	グローバル株式	5.0%	1.1%	4.7%	5.2%	7.7%
	先進国株式	4.9	1.0	4.5	5.1	7.7
	グローバル株式（除く日本）	4.7	1.2	4.4	4.9	7.4
	日本株式	6.3	3.0	6.4	6.9	7.8
	新興国株式	6.6	1.1	6.1	7.0	9.1
	実物資産株式	4.3	-0.9	1.4	4.6	5.4
債券	グローバル・アグリゲート	0.2	0.0	0.2	0.2	0.6
	グローバル・アグリゲート（ヘッジ付き）	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4
	グローバル投資適格社債（ヘッジ付き）	0.0	0.0	0.4	0.5	1.0
	グローバル・ハイイールド社債	3.6	1.4	3.5	3.7	5.0
	日本円キャッシュ	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1
	日本国債	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3
	日本投資適格社債	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
	現地通貨建て新興国ソブリン債	4.8	0.9	4.5	5.1	6.8
	新興国ソブリン債	4.5	2.4	4.5	4.6	5.4
	新興国社債	2.9	1.3	2.9	2.9	4.0
オルタナティブ	コモディティ	1.7	-0.2	1.9	2.0	3.0
	金	-5.1	3.5	2.1	-5.0	-5.3
	REIT	4.0	2.2	4.0	3.9	5.7
	ヘッジファンド	2.0	0.2	1.6	1.7	2.8
	グローバル・プライベート不動産	3.2	2.4	3.1	3.2	3.4
	プライベート・エクイティ	5.6	3.4	5.3	5.7	7.5

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：ティー・ロウ・プライス、2021年1月現在。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。追加情報については「手法」をご参照ください。補足資料の「重要情報」をご参照ください。

ボラティリティと相関の見通し

(日本円ベース)



予想ボラティリティと相関

ボラティリティと相関のマトリックス		株式						債券										オルタナティブ						ボラティリティ (%)
		グローバル株式	グローバル株式 (除く日本)	先進国株式	日本株式	新興国株式	実物資産株式	グローバル・アグリゲート	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	グローバル・ハイールド社債	日本円キャッシュ	日本国債	日本投資適格社債	現地通貨建て新興国ソブリン債	新興国ソブリン債	新興国社債	コモディティ	金	REIT	ヘッジファンド	グローバル・プライベート不動産	プライベート・エクイティ	
株式	グローバル株式	1.0																						21.6
	グローバル株式 (除く日本)	1.0	1.0																					21.8
	先進国株式	0.9	0.8	1.0																				21.5
	日本株式	0.9	0.9	0.8	1.0																			20.7
	新興国株式	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0																		25.5
	実物資産株式	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0																	27.6
債券	グローバル・アグリゲート	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	1.0																7.4
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.1	0.7	1.0															2.9
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	-0.3	0.3	1.0														5.1
	グローバル・ハイールド社債	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	1.0													16.7
	日本円キャッシュ	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	0.7	0.3	-0.4	0.1	1.0												0.1
	日本国債	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.5	0.5	0.0	0.1	0.5	1.0											2.4
	日本投資適格社債	0.9	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8	-0.2	0.3	0.8	-0.1	-0.2	0.0	1.0										1.4
	現地通貨建て新興国ソブリン債	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.2	0.3	0.9	-0.2	-0.3	-0.1	0.8	1.0									13.7
	新興国ソブリン債	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.2	0.3	1.0	-0.2	-0.3	0.0	0.8	1.0	1.0								12.5
オルタナティブ	新興国社債	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.6	-0.5	0.1	0.7	-0.1	-0.4	-0.1	0.7	0.6	0.7	1.0							13.2
	コモディティ	0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.3	0.0	0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.5	1.0						20.9
	金	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	-0.1	0.4	0.7	-0.3	-0.1	0.1	0.7	0.7	0.6	0.5	0.2	1.0					12.5
	REIT	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	-0.1	0.4	0.7	-0.3	-0.1	0.1	0.7	0.7	0.6	0.5	0.2	1.0	1.0				24.7
	ヘッジファンド	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.5	0.0	0.9	-0.2	-0.5	-0.2	0.8	0.9	0.9	0.7	0.4	0.6	0.6	1.0			14.2
	グローバル・プライベート不動産	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	-0.5	-0.3	0.7	-0.2	-0.4	-0.3	0.6	0.7	0.7	0.5	0.3	0.5	0.5	0.9	1.0		14.4
	プライベート・エクイティ	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.5	0.1	0.9	-0.2	-0.5	-0.2	0.8	0.9	0.9	0.8	0.4	0.6	0.6	0.9	0.8	1.0	30.4

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：ティー・ロウ・プライス、MSCI、ブルームバーグ・バークレイズ、S&P、JPモルガン・チェース、HFR、ケンブリッジ・アソシエイツ、NCREIF、FTSE/ラッセル、2021年1月現在。使用したインデックスの一覧については補足資料をご参照ください。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。追加情報については「手法」をご参照ください。補足資料の「重要情報」をご参照ください。

手法

手法 債券



基本モデル

債券セクターのリターンを、今後5年間の平均利回り、今後5年間の平均ロールダウン、バリュエーションの変化がもたらす今後5年間の平均年率リターンの3つに分解します。

リターン＝平均利回り＋ロールダウン＋バリュエーションの変化

各資産クラスの直接利回り、予想利回り、現在のデュレーションに基づきこの3つの要素を計算します。

直接利回り

線形補間により直接利回りを求めます。すなわち、資産クラス毎に適切なソブリン債のイールドカーブを決定し、イールドカーブ上で当該資産クラスの現時点のデュレーションに該当する年限の利回りを特定します。スプレッドを伴うセクターについては、ソブリン債のイールドカーブ上の当該資産クラスの現時点のデュレーションに該当する年限の利回りに、現時点のオプション調整後スプレッドを加えます。

予想利回り

予想利回りは直接利回りと同様の方法で求め、調査結果を変数として用います。非国債インデックス（クレジット等）については、調査結果の今後5年間のスプレッド予想をソブリン利回りの予想値に加えます。

現時点のデュレーション

現時点のデュレーションは二つの目的で使用します。ひとつは上記のようにソブリン債のイールドカーブ上のデュレーションが一致する利回りを特定する目的です。もう一つの目的は、年平均ロールダウンとバリュエーションの変化に伴うリターンの計算です。これらの計算においては、各セクターのデュレーションが今後5年間一定水準で推移することを前提とします。弊社のリサーチによれば、この前提は完璧ではないものの、十分に合理的だと判断されます。修正デュレーションはほとんどの場合、過去のどの5年間をとっても1年以内の増減にとどまるためです。

平均利回り

直接利回りと5年後の予想利回りとの単純平均を平均利回りとすることにより、非国債のスプレッドのキャプチャー・レシオに関する予想が考慮されます。

平均利回り＝（直接利回り＋予想利回り）÷2

利回り変化

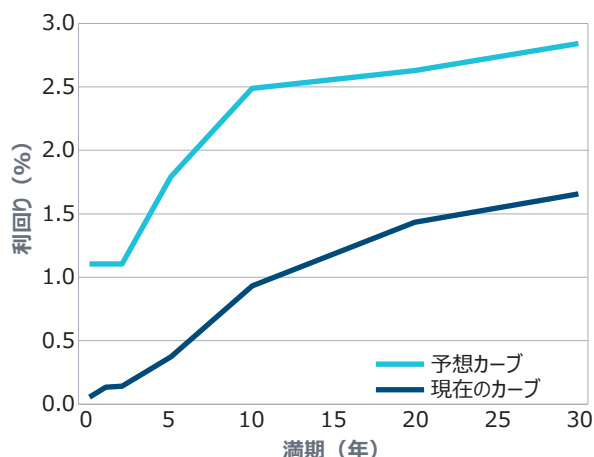
利回り変化は、直接利回りが予想利回りへと変動する変化の幅の平均値です。

利回り変化＝（予想利回り－直接利回り）÷5

ロールダウンによるリターン

ロールダウンによるリターンは、毎年デュレーションを一定に保つために行うリバランスを通じて得られるリターンです。特定の債券の利回りが残存期間が1年短い債券の利回りに変化するのに伴い、リターンが発生します。

米国債イールドカーブ予想



弊社ではこのような考え方にに基づき、以下の方法でロールダウンによるリターンを推計しています。

- 最初に、直接利回りと予想利回りの推計に使用した方法を用いて現在と将来のロールダウン後利回りを求めます。ただし、現在と将来のイールドカーブの各年限は、インデックスの現在の平均年限よりも1年短いものとして補間します。
- 次に、ステップ1で求めた現在及び将来の予想利回りの差異の平均値をとることにより、今後5年間におけるロールダウンから得られる平均リターンを推計します。

平均ロールダウン・リターン＝（現在のロールダウン後利回り＋予想に基づく将来のロールダウン後利回り）÷2

- 3番目に、カーブ上のロールダウンによる利回りの年平均変化幅（ロールダウンによる変化）を推計します。

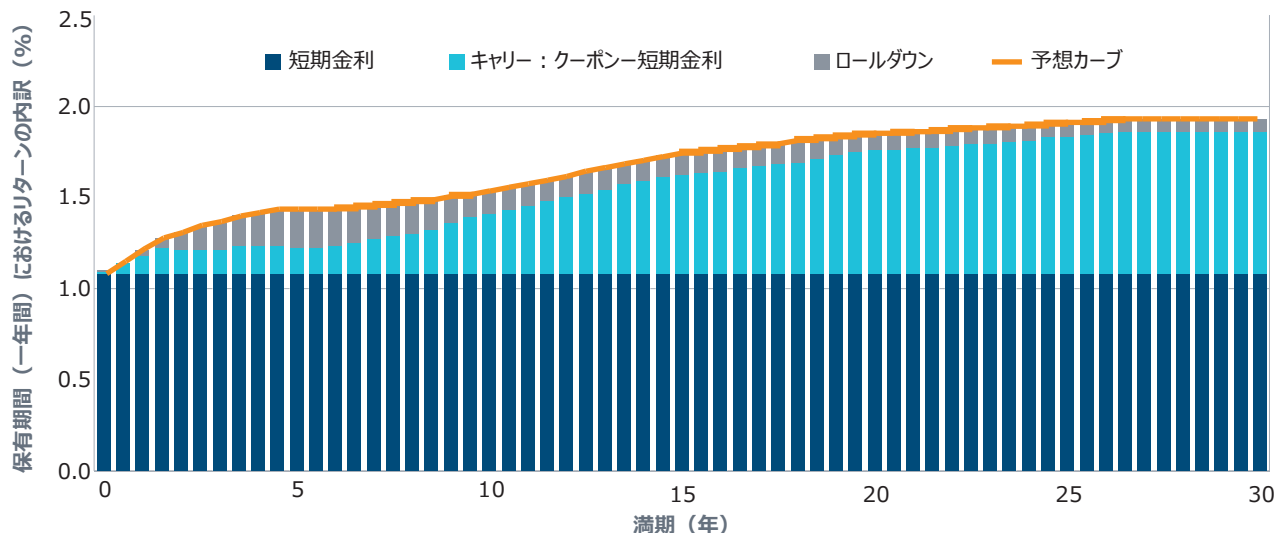
年平均ロールダウン利回り変化幅＝（平均ロールダウン後利回り－平均利回り）÷5

- 最後に、現在のデュレーションとロールダウン変化幅を掛け合わせ、イールドカーブのロールダウンによる各インデックスの年平均リターンを求めます。

ロールダウンによる年平均リターン＝現在のデュレーション×年平均ロールダウン利回り変化幅



国債のキャリーとロールダウン



バリュエーションの変化

バリュエーションの変化は、対応するソブリン債イールドカーブの水準変化によるリターンと、対応するソブリン債に対するスプレッドの変化によるリターンの2つに分解されます。

平均水準の変動によるリターン=現在のデュレーション×利回り変化幅

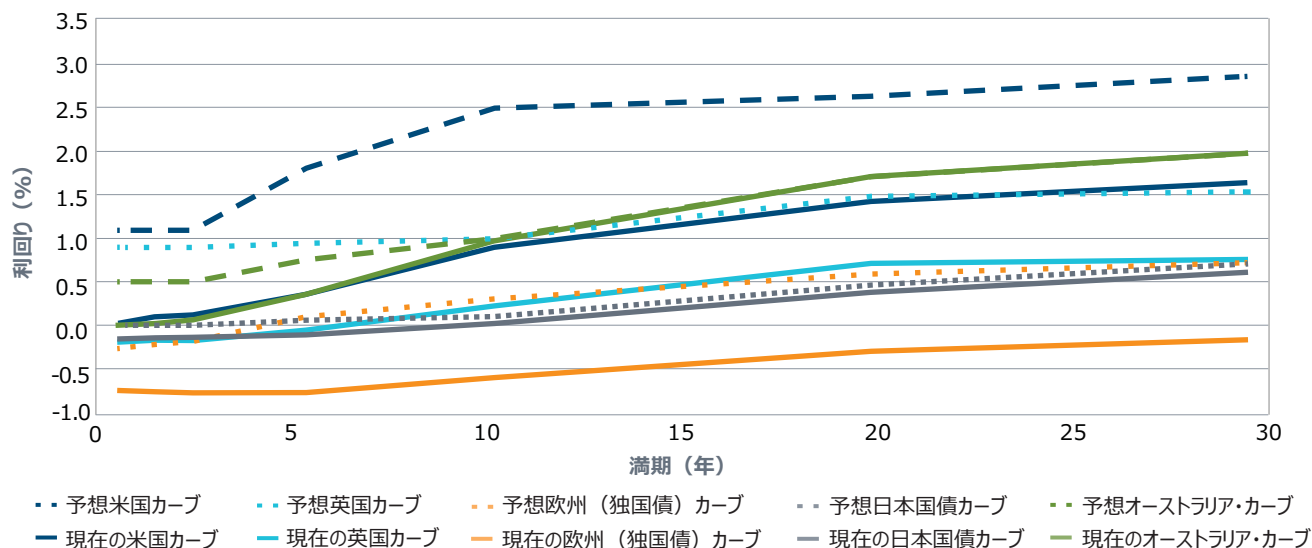
デュレーションについての注記

補間を行うにあたっては、イールドカーブ上の位置を特定するのに理論的な修正調整済みデュレーションを使用します。ただし、バリュエーションの変動に伴うリターンを推計するにあたっては過去のデータから導き出されるデュレーションを用いることにより、該当するソブリン債のイールドカーブの水準変化と各セクターのスプレッドの水準変化とを完全に分離させています。

インフレ連動国債

インフレ連動国債のリターンは、対応するソブリン債の名目イールドカーブの水準変化によるリターンと、インフレ率の予想せぬ変化に起因するリターンの2つに分解されます。ソブリン債の名目リターンは、前述のプロセスに基づき算出されます。予想せぬインフレ率によるリターンは、（弊社の5年インフレ率予想-現在の5年インフレ率コンセンサス予想）×インデックスの現在のデュレーション、によって算出します。

グローバル・イールドカーブ



手法 株式



株式市場については、米国、英国、欧州、日本、オーストラリア、新興国のリターン予想を行います。米国の場合は、大型株と小型株に分けてリターン予想を行います。弊社が行う調査は、グローバル株式のポートフォリオ・マネジャーとアナリストのチームが持つ知識と経験を最大限活用するプロセスとなっており、各市場の予想の融合によりグローバル株式の予想を策定しています。株式市場の見通しは、調査結果と市場データの融合により作成されます。

調査対象データ：

1. 期待インフレ率：今後5年における総合消費者物価指数の年率上昇率
2. EPS（1株当たり利益）の実質成長率：今後5年間の算術平均
3. 予想PER（株価収益率）：5年後の乗数

市場データ：

1. 配当利回り：利回り（%）の過去平均
2. 現在のPER：過去12か月の収益に基づくPER

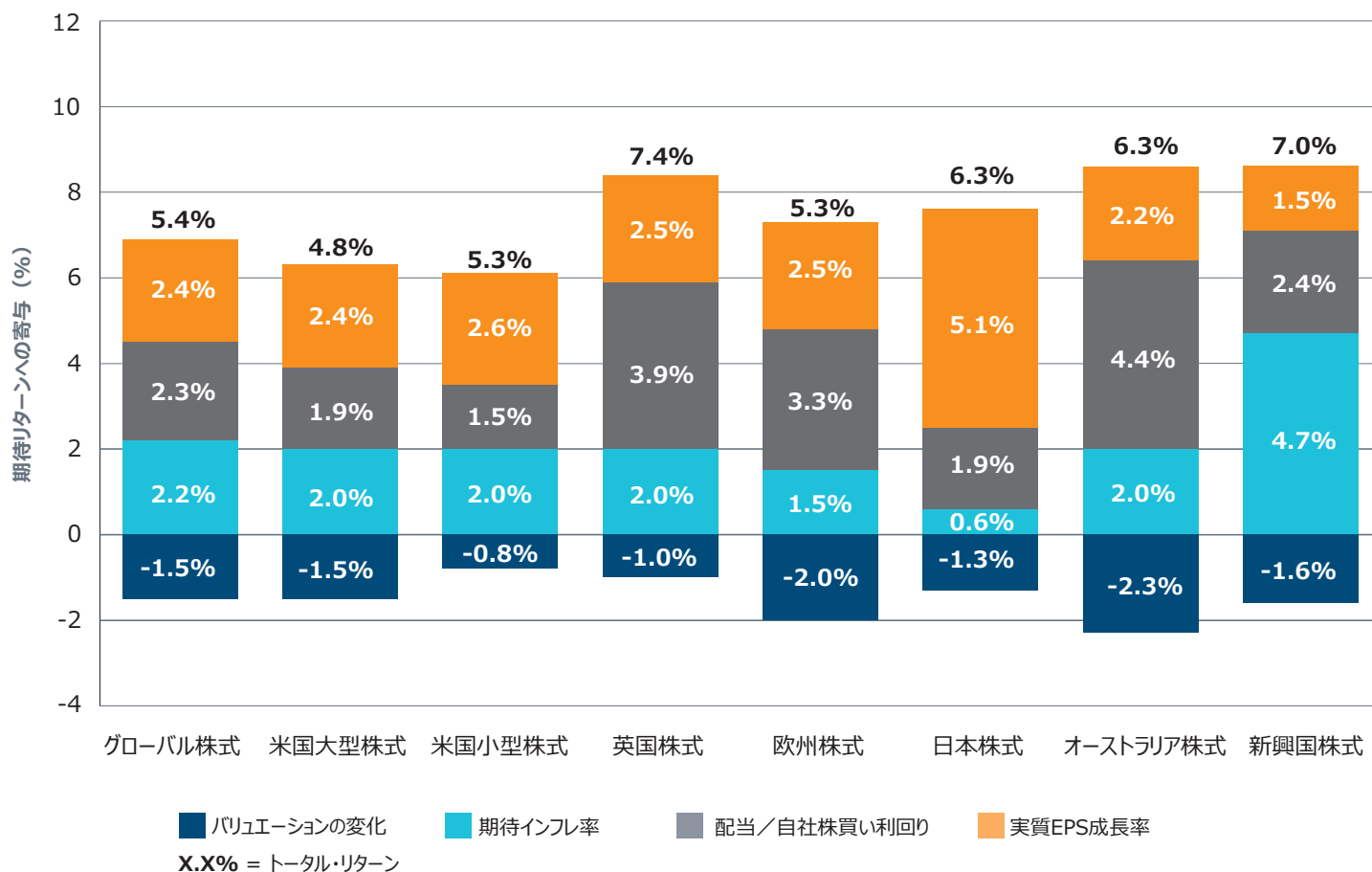
平均年率リターンは、各株式クラス毎に上記の変数を用いて以下の式に従って求めます。

期待インフレ率+実質EPS成長率+配当利回り+バリュエーションの変化

各市場の今後5年間のバリュエーションの変化（年率）は以下の式で求めます。

$$\left(\frac{\text{予想PER}}{\text{現在のPER}} \right) \times \frac{1}{5}$$

2021～2026年の株式市場の期待リターン（現地通貨ベース）



出所：ティー・ロウ・プライス、2021年1月現在。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。補足資料の「重要情報」をご参照ください。



実物資産株式

実物資産株式のリターンは、裏付けとなるベンチマークを構成する3つの要素、すなわちインフレ敏感銘柄、不動産投資信託（REIT）及び実物商品を反映しています。この資産クラスのリターンは、MSCI ACWI（除く米国）50%、REIT25%、コモディティ25%で構成されます。米国以外の資源国への名目上の配分を高めるためにMSCI ACWI（除く米国）を選定しています。

自社株買いと新規発行による影響

弊社の株式リターン・モデルでは、意図的に2つの要素（自社株買いと新規発行）を考慮の対象から除外しています。企業が自社株買いを行うと残存する発行済株式1株当たりの持株比率は上昇し、株価を押し上げる効果が働きます。しかしながら、自社株買いの持つ以上のような株価上昇効果は、新規発行や追加的な株式公開により相殺されることがあります。公開されている学術的な研究によれば、市場全体で見た場合には、この二つを加味した効果については結論が出ていません。

ウィリアム・バーンスタインとロブ・アーノットは、株式の発行と新規発行は一貫して自社株買いを上回っているため、自社株買いは結局年率2%程度のマイナスの効果を持つと主張しています。彼らの研究によれば、世界株式市場の時価総額の上昇ペースは、対応する株式インデックスの上昇ペースを一貫して上回り、彼らの見方を裏付けているということです。一方で、フィリップ・ストラエルとロジャー・イボットソンは、1970～2014年のS&P500指数の全株式を使って個別企業レベルの株式発行（純額）を期初における時価総額で割り集計した結果、自社株買いは1.5%程度のプラス効果を持っていると主張しています。

弊社は、この相反する見方のどちらにも直接的に組みせず、自社株買いと新規発行はリターンに影響を及ぼさないという中立的な仮定を置くことにしています。



手法 オルタナティブ

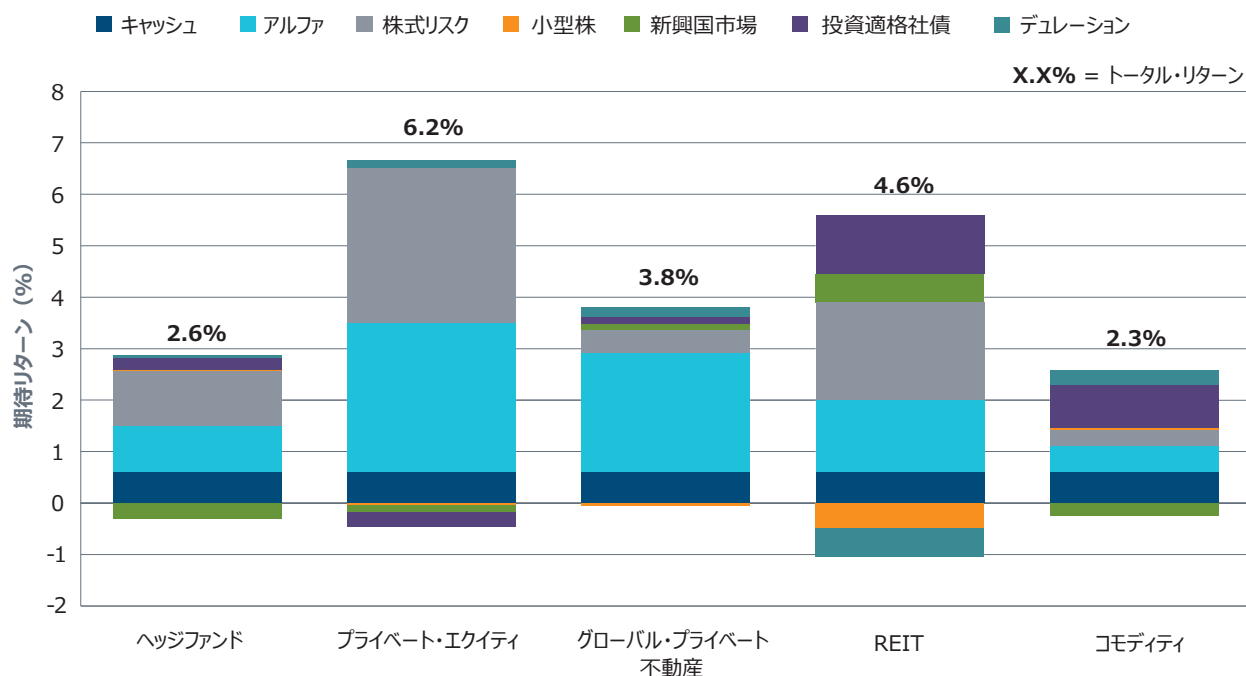
オルタナティブ資産のリターン予想では、以下のプレミアムを予測変数とするファクター回帰モデルを使用します。

- 株式のリスク・プレミアム（キャッシュを上回る株式のリターン）
- 小型株のリスク・プレミアム（大型株を上回る小型株のリターン）
- 新興国市場のプレミアム（先進国株式を上回る新興国株式のリターン）
- 投資適格社債のプレミアム（デュレーションが同等の国債を上回る投資適格社債のリターン）
- デュレーション・プレミアム（キャッシュを上回る国債のリターン）

弊社は、プレミアムに対する各資産クラスのエクスポージャーの計測に2002年以降のデータを使用しています。加えて、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、不動産といった資産クラスでは、アクティブ運用の要素が大きく、投資家が各資産の価値を考える際の基礎となっています。弊社は調査結果に基づき、各プレミアムの数値を以下の通り定量化し、各資産クラスの過去の実績ベータに対してこのプレミアムを適用して期待リターンを算出しています。

リスクプレミアム	今後5年間の予想値（算術平均）
株式リスク	4.1%
小型株	0.5%
新興国市場	2.5%
投資適格社債	0.9%
デュレーション	-0.6%

期待リターンの構成要素



出所：ティー・ロウ・プライス、2021年1月現在。上記の情報は特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の結果を示すものではありません。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。補足資料の「重要情報」をご参照ください。

コモディティ

コモディティについては、上記のファクターモデルに加え、弊社のセクタースペシャリストによる金価格と原油価格の予想値を推計の変数として使用しています。弊社では原油の需給不均衡が今後も価格低下圧力になると考えることから全般的にコモディティに対して弱気です。

弊社の運用プロフェッショナルによる5年後の平均予想値は、ブレント原油価格が1バレル55米ドル、金価格が1,570米ドルとなっています。

手法



調査

資本市場見通しの基礎となるのは、ティー・ロウ・プライスの株式、債券、マルチ・アセットの各部門のシニア・ポートフォリオ・マネジャー、エコノミスト、アナリストが幅広く参加する調査です。この調査では、GDP成長率、インフレ率、コモディティ価格、株式バリュエーション、企業収益成長率、債券利回り、イールドカーブの傾き、スプレッドの水準などの多くの項目に対して、予想値の提供が求められます。回答者は、それぞれの専門分野に関する知見の他、他の分野に関する見方を提供します。全ての回答を回収した後、資産クラス毎にベースラインの予想値が決定され、資本市場見通しがバナンスおよび投資委員会が、その一貫性と妥当性について検証します。

相関とボラティリティ

過去のデータに基づく調査によれば、短期的（数日から数ヵ月）にはボラティリティは一定の水準から大幅にかい離しない傾向を有し、今日のボラティリティ環境と近い将来に投資家が経験する環境には高い相関があることが判明しています。しかしながら長期的な相関関係はそれほど明確ではありません。同様に、新興国債券等の一部の資産クラスでは過去10年でボラティリティが構造的に大きく低下している一方、低金利環境によりデューレーションが長期化している先進国投資適格債券等では足元でボラティリティが上昇しています。

前述のボラティリティと相関のマトリックスの計測においては、過去15年間のデータに基づき、必要に応じて各資産クラスにおける最近の変化を反映させるための調整を施しています。オルタナティブ資産のリターン実績については、自己相関が強いことから、あえて平滑化せず、各裏付資産の経済的変動を反映させています。

通貨の取り扱い

特定の資産の通貨が基準通貨と異なる場合、リターンの推計には以下のようないくつかの疑問が生じます。

- 通貨変動はヘッジすべきか、為替ヘッジの必要性は資産クラスによって異なるか
- 通貨リターンを推計するのに合理的なアプローチとは

2021年については、カバーなし金利平価が成り立つこと、すなわち、原則として2国間の名目金利の差は、一方の通貨に対する他方の通貨の予想される変動幅と等しいことを前提にしています。したがって、弊社の通貨見通しを用いて、特定の資産のリターンを他通貨に変換することで生まれる通貨リターンの影響を推計することができます。

弊社は経験上、カバーなし金利平価が成り立つとは限らないことは認識していますが、今後5年間については合理的な考え方であると考えています。

過去のデータは、外貨建て投資適格債券をヘッジせずに保有する場合よりも、優良債券をヘッジする場合のほうが、リスク調整後リターンは高くなる可能性があることを示しています。これは、世界中の投資家全般に当てはまります。株式投資におけるヘッジ効果はそれほど明確ではなく、国による違いがより大きく表れます。弊社は、グローバル・アグリゲート債券とグローバル投資適格社債はヘッジあり、それ以外の外貨建てエクスポージャーはヘッジなしでリターンを予測しています。ヘッジありとヘッジなしのリターン予測の差は、金利に対する弊社の見方と、2020年12月31日時点の市場の5年インプライド・フォワード・レートの違いによるものです。

長期予想

ほとんどではないものの多くの投資家は、本資料に含まれる5年間予想よりも長期の投資期間を想定しています。例えば、ティー・ロウ・プライス・ターゲット・デットおよびターゲット・アロケーション運用戦略は、積立期間が40年超で退職後の生活が30年超の投資家を対象とする戦略を提供しています。弊社は、これらの投資家のポートフォリオの構築と設計に役立つ予想を求められることがよくあります。ポートフォリオ構築のために単一の見通しを用いることには強く反対しますが、長期または永続的な投資期間を想定している投資家は、現在の市場環境を越える市場環境を考慮すべきです。そうした長期の環境は確かに本資料に記載する予想の多くに大きな影響を及ぼします。長期投資期間にわたり市場がもたらす傾向があると考えられるリスク・プレミアムについて、複数の市場サイクルにわたる予想平均値は以下のとおりです。定義上、これらは長期で比較的安定していますが、必要に応じて変更および再検証することがあります。以下の表に含まれるリスク・プレミアムは、オルタナティブ資産クラスのリターンを推定するためにも利用されますが、長期投資期間にわたり潜在的に利用できるプレミアムの一部に過ぎません。

リスクプレミアム	長期の市場サイクルにわたる予想値 (算術平均)
株式リスク	5.5%
小型株	1.0%
新興国市場	1.0%
投資適格社債	0.5%
デューレーション	1.0%

手法 シナリオ

将来のリターンのピンポイント推定は難しく、暗黙的に一定水準の不確実性を伴います。そのため弊社は、極めて弱気、緩やかな弱気、緩やかな強気、極めて強気の4つで見通しを構築しました。これらのシナリオはベースライン・シナリオを補強し、経済やリターンのさまざまなシナリオの検討を可能にするために策定されています。

これらのシナリオは、投資家の全般的なリスク選好姿勢が短期から中期の投資リターンの主な牽引役であるとの考えに基づいています。これを念頭に置いた上で、弊社のシナリオ生成プロセスではまず、リスクに対する投資家のセンチメントが異なる複数の期間を分析します。グローバル株式のリターンをリスクの代替とし、一般的な資産クラスの過去15年間のパフォーマンスを四分位に分け、これらの期間における各資産クラスのボラティリティと、グローバル株式との相関を推計します。この方法は、相関とボラティリティの平均がすべてのリスク環境における資産クラスの動きを必ずしも適切に表していないことをはっきり受け止めたものです。

次に過去30年間の5年ローリング期間を四分位に分け、既に推計したボラティリティと相関を利用して幅広い資産クラスのリターンを再構築します。

このプロセスに則り資産クラスのリターンを計算した後、資本市場見通しがバナンスおよび投資委員会によるレビューを実施します。ガバナンス委員会は、多くの場合、過去を振り返るだけのクオントツ的視点では反映されない資産クラスの構造的変化を反映するためにリターンに修正を加えます。資産クラスの潜在的な動きを判断する上でこの定性的な知見が重要になります。

資産配分を投資目的に合致させるためには、複数の環境下におけるポートフォリオ設計を考慮することが不可欠だと考えています。

補足資料

補足資料 謝辞



ティー・ロウ・プライス 資本市場見通しがバナンスおよび投資委員会は、以下の投資プロフェッショナルにより構成されています。

Peter Austin

グローバル・マルチ・アセット・ソリューションズ 統括責任者

Stefan Hubrich, CFA, Ph.D.

リサーチ部門ディレクター、ポートフォリオ・マネジャー

Megumi Chen

マルチ・アセット・クオンツアナリスト

Andrew Jacobs van Merlen, CFA

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

David Clewell, CFA

マルチ・アセット投資アナリスト

Hailey Lynch

マルチ・アセット・クオンツアナリスト

Richard Coghlan, Ph.D.

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

Sean McWilliams

マルチ・アセット・クオンツアナリスト、ポートフォリオ・マネジャー

Jason DaCruz

マルチ・アセット・ソリューションズ・アナリスト

Robert Panariello, CFA, CAIA, FRM

マルチ・アセット・リサーチ部門アソシエイト・ディレクター

Chris Faulkner-MacDonagh, Ph.D.

グローバル・ポートフォリオ・ストラテジスト、
ポートフォリオ・マネジャー

Sébastien Page, CFA

グローバル・マルチ・アセット部門統括責任者

Justin Harvey, ASA, CFA

マルチ・アセット・ソリューションズ 分析責任者

Charles Shriver

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

下記のメンバーによる資本市場見通しに対する貢献に感謝します。

Roy Adkins, Andrew Armstrong, Steve Bartolini, Scott Berg, Peter Botoucharov, Chris Brown, Carolyn Chu, Archibald Ciganer, Mike Connelly, Rick de los Reyes, Quentin Fitzsimmons, Erin Garrett, Arif Husain, Randal Jenneke, Keir Joyce, Andrew Keirle, Aadish Kumar, Matt Lawton, Wyatt Lee, Alan Levenson, John Linehan, Kevin Loomer, Yoram Lustig, Heather McPherson, Colin McQueen, Raymond Mills, Samy Muaddi, Ken Orchard, Gonzalo Pangaro, Thomas Poullaouec, Larry Puglia, Rodney Rayburn, Jeff Rottinghaus, Nikolaj Schmidt, Scott Solomon, David Stanley, Saurabh Sud, Hajime Takigawa, Ju Yen Tan, Rob Thomas, Toby Thompson, Lauren Wagandt, Michael Walsh, Hiroshi Watanabe, Ernest Yeung, and Lowell Yura.

各地域のマルチ・アセット担当

Yoram Lustig, マルチ・アセット・ソリューションズ EMEA 及び中南米責任者
yoram.lustig@troweprice.com

Thomas Poullaouec, マルチ・アセット・ソリューションズ APAC 責任者
thomas.poullaouec@troweprice.com

瀧川 一, ソリューションズ・ストラテジスト / ポートフォリオ・マネジャー APAC
hajime.takigawa@troweprice.com

Lowell Yura, マルチ・アセット・ソリューションズ 北米責任者
lowell.yura@troweprice.com

Peter Austin, マルチ・アセット・ソリューションズ 統括責任者
peter.austin@troweprice.com

お問い合わせ先

機関投資家アドバイザリー部
Japan_Institutional@troweprice.com

投信営業部
Japan_Intermediary@troweprice.com

補足資料



参照インデックス

	資産クラス	参照インデックス
株式	グローバル株式	MSCI ACWI
	グローバル株式（除く米国）	MSCI ACWI（除く米国）
	グローバル株式（除く日本）	MSCI コクサイ
	グローバル株式（除くオーストラリア）	MSCI ACWI（除くオーストラリア）
	先進国株式	MSCIワールド
	先進国株式（除く米国）	MSCIワールド（除く米国）
	米国株式	ラッセル3000
	欧州株式（除く英国）	MSCI欧州（除く英国）
	英国株式	FTSE 100
	米国大型株式	ラッセル1000
	米国小型株式	ラッセル2000
	欧州株式	MSCI欧州
	アジア株式（除く日本）	MSCIアジア（除く日本）
	日本株式	MSCI日本
債券	オーストラリア株式	S&P/ASX 200
	新興国株式	MSCI Emerging Markets
	実物資産株式	S&P リアルアセット・インデックス
	グローバル・アグリゲート	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合
	グローバル・アグリゲート（ヘッジ付き）	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合（ヘッジあり）
	グローバル・アグリゲート（除く米国、ヘッジ付き）	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合-（除く米国、ヘッジあり）
	グローバル・アグリゲート（除く米国）	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合（除く米国）
	グローバル投資適格社債（ヘッジ付き）	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合社債（ヘッジあり）
	グローバル・ハイイールド社債	ブルームバーグ・バークレイズ・ハイイールド社債
	米ドルキャッシュ	ブルームバーグ・バークレイズ1～3ヵ月米短期国債
	米国インフレ連動国債	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル米国インフレ連動国債
	米国短期インフレ連動国債	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル1-5年米国インフレ連動国債
	米国債	ブルームバーグ・バークレイズ米国債
	米国投資適格社債	ブルームバーグ・バークレイズ米国総合社債
	米国ロング・クレジット	ブルームバーグ・バークレイズ米国ロング・クレジット
	米国ロング国債	ブルームバーグ・バークレイズ米国ロング国債
	米国アグリゲート	ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券
	米国ハイイールド社債	ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド社債
	米国バンクロン	S&P/LSTA レバレッジド・パフォーミング・ローン
	米国証券化商品	ブルームバーグ・バークレイズ米国証券化商品
	英ポンドキャッシュ	ブルームバーグ・バークレイズ0～3ヵ月英短期国債
	英国債	ブルームバーグ・バークレイズ英国債
	英国投資適格社債	ブルームバーグ・バークレイズ英国総合社債
	欧州キャッシュ	ブルームバーグ・バークレイズ0～3ヵ月ユーロ短期国債
	欧州国債	ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ国債
	欧州投資適格社債	ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ総合社債
	欧州ハイイールド債	ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ・ハイイールド債
	日本円キャッシュ	ブルームバーグ・バークレイズ1～3ヵ月日本短期国債
	日本国債	ブルームバーグ・バークレイズ日本国債
	日本投資適格社債	ブルームバーグ・バークレイズ日本総合社債
	豪ドルキャッシュ	ブルームバーグ・オーストラリア債券バンクビル
	オーストラリア国債	ブルームバーグ・オーストラリア債券0+年コンボジット
オルタナティブ	現地通貨建て新興国ソブリン債	JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド
	新興国ソブリン債	JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド
	新興国社債	JPモルガンCEMBI
	ヘッジファンド	HRFXグローバル・ヘッジファンド
	プライベート・エクイティ	ケンブリッジ・アソシエイツLLCグローバル・プライベート・エクイティ
	コモディティ	ブルームバーグ・コモディティ
REIT	金	S&P GSCIゴールド・トータル・リターン
	グローバル・プライベート不動産	NCREIF不動産
	REIT	FTSE EPRA/NAREIT先進国

参考文献

ウィリアム・J. バーンスタイン、ロバート・D. アーノット、『収益成長:2%の希薄化（Earnings Growth: The Two Percent Dilution）』、ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル、2003年9-10月号p.47-55

F・ブラック、R・リッターマン（1991）、『株式、債券、通貨によるグローバル・アセット・アロケーション（Global Asset Allocation with Equities, Bonds, and Currencies）』、債券リサーチ10月号、ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニー

F. X. ディボルド、C・リー（2006）、『国債利回りのターム・ストラクチャーを予測する（Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields）』、ジャーナル・オブ・エコノメトリクス、p.130、337～364

F. X. ディボルド、G. D. ルードブッシュ、B・アルオバ（2006）、『マクロ経済とイールドカーブ:ダイナミック潜在ファクター・アプローチ（The Macro economy and the Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach）』、ジャーナル・オブ・エコノメトリクス、p.131、309～338

アルバート・デスクリー、アナンド・マイトラ、サイモン・ボルベニコフ（2013）、『アセット・アロケーションの決定に対する相反する見方を解決する（Managing Conflicting Views in Asset Allocation Decisions）』、バークレイズ・バンクPLC

ロジャー・G. イボットソン、ベン・チェン、『株式の長期リターン:実体経済に参加する（Long Run Stock Returns: Participating in the Real Economy）』、ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル59号第一項、2003年2月

ブラサンタ・チャンドラ・マハラナビス（1936）、『統計学における汎距離（On the generalised distance in statistics）』（PDF）、インド国立科学研究所論文集

セバスチャン・ペイジ（2020）、『分散を越えて：投資家が資産配分に関して知るべきこと（Beyond Diversification: What Every Investor Needs to Know About Asset Allocation）』、マグロー・ヒル・エデュケーション

ニールス・ペダーセン、セバスチャン・ペイジ、フェイ・ヘ（2014）、『アセット・アロケーション:オルタナティブ投資のリスク・モデル（Asset Allocation : Risk Models for Alternative Investments）』、ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル70号第3項、p.34～45

フィリップ・U. ストラエル、ロジャー・G. イボットソン（2017）、『株式リターンの長期ドライバー:トータル・ペイアウトと実体経済（The Long Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy）』、ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル73号第3項、p.32～52



主なリスク及び重要情報

主なリスク

全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。予想に影響を与え得る要素には以下のようなものがありますが、これらに限られません。

政治経済情勢

金融市場のパフォーマンス

金利水準

法令等の変更

株式投資は株式投資に特有のボラティリティの影響を受け、インカム志向の証券への投資よりも価値の変動幅が大きくなることがあります。特定の資産クラスはセクター集中リスクの影響を受け、より広範な資産クラスよりも、該当のセクターに影響する動向の影響を受けやすくなります。小規模な企業は製品ラインナップ、市場、財源が限定的であることが多いため、通常大企業に投資するよりもリスクが高くなります。外貨建て証券の取引は為替変動の影響を受け、投資価値に影響することがあります。債券は、格下げやデフォルトを通して金融環境の悪化による影響を受ける場合があり、投資価値に影響することがあります。高利回り債券への投資はより高いリスクを伴います。新興国に投資する場合は、市場、政治、経済情勢の変化により、先進国に投資するよりも変動幅が大きくなることがあります。より確立された市場で取引されている証券よりも、流動性は低くなります。

追加開示

ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。BLOOMBERG® はブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びその関連会社（総称してブルームバーグ）の登録商標及びサービスマークです。BARCLAYS® はバークレイズ銀行及びその関連会社（総称してバークレイズ）の登録商標及びサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関するすべての権利はブルームバーグもしくはバークレイズの使用許諾者に帰属します。ブルームバーグとバークレイズのいずれも本資料を承認、または記載情報の正確さや完全性を保証するものではなく、それから得られる結果についても明示的もしくは黙示的な保証をするものでもなく、これに関連して発生する被害や損害について法律が許す最大限の範囲で責任を負いません。

MSCI及びその関連会社ならびに第三者の情報源及びプロバイダー（総称して「MSCI」）は、本資料に含まれるいかなるMSCIのデータに関しても、明示的もしくは黙示的な保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。MSCIのデータは、その他のインデックスまたは証券もしくは金融商品の基礎として転載または転用することができません。本資料はMSCIが承認、確認または作成したものではありません。過去のMSCIのデータ及び分析は、将来のパフォーマンスの分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。いかなるMSCIのデータも、何らかの投資判断を行う（または行わない）ように投資助言または推奨を行うことを意図したのではなく、投資助言または推奨として依拠することはできません。

JPモルガンは信頼できると考えられる情報源から情報を入手していますが、その完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。JPモルガンの書面による事前承認がない限りインデックスの複製、利用、配布は禁じられます。Copyright © 2021, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

S&P Copyright © 2021, S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス（およびその関連会社）。S&P ASX、GSCI、リアルアセット及びS&P/LSTAレバレッジド・パフォーマンス・ローンのインデックスの複製については、いかなる場合も、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス（以下、「S&P」）の書面による事前承認がない限り 禁じられます。S&P、その関連会社、及びそのサプライヤーはいずれも、情報の正確性、妥当性、完全性、入手可能性を保証するものではなく、その原因に関わらずいかなる誤りや脱落の責任を負うこともなく、そうした情報を使用した結果生じる結果についての責任を負うこともありません。

S&P、その関連会社、及びそのサプライヤーは、いかなる場合にもS&Pの情報の利用に関連するあらゆる損害、費用、法的費用、損失（逸失収入、逸出利益、機会費用を含む）に対する責任を負いません。

ロンドン証券取引所グループplc及びそのグループ企業集団（以下、総称して「LSEグループ」）© LSE Group 2021.FTSE Russellのインデックス及びデータの全ての権利はインデックス及びデータを所有する然るべきLSEグループ企業に帰属します。LSEグループとその使用許諾者はいかなる場合にもインデックス及びデータの誤りや脱落に対する責任を負うことはなく、このためいかなる主体も本資料に記載のインデックス及びデータに依拠すべきではありません。LSEグループのデータの再配布は然るべきLSEグループ各社の明示的な書面による同意がない限り許可されません。LSEグループは本資料の内容を宣伝、協賛、推奨することはありません。

重要情報

ティール・ロウ・プライスの資本市場見通し：本資料に記載される情報は、説明のみを目的としています。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。本資料は運用戦略またはポートフォリオの実際のリターンを反映したのではなく、将来の結果を示すものではありません。分析の基礎として用いた過去のリターンはティール・ロウ・プライスが収集した情報や第三者の情報源からの情報に基づいており、個々に検証したものではありません。資本市場見通しにおいて参照している資産クラスは幅広いインデックスで表されており、広く知られ投資家に認識されやすいインデックスを選定しています。インデックスは、構成銘柄、セクター配分、ボラティリティ、資産配分の点で実際のポートフォリオとは特性に大きな違いがあり、限界があります。したがって、ポートフォリオのリターンやボラティリティはインデックスとは異なる場合があります。運用報酬、取引コスト、租税及び発生しうる費用は考慮しておらず、それらを考慮した場合はリターンが低下する場合があります。各資産クラスの期待リターンは特定の経済シナリオを仮定しており、特定のシナリオが実現するとしても、実際のリターンは見通しから大きく乖離する可能性があります。

本資料は一般的な情報の提供やマーケティングのみを目的としています。本資料に受託者としての投資アドバイスを含む助言の意味合いはなく、また本資料は投資判断の主たる根拠となることを意図したものではありません。投資を検討される投資家の皆様には、投資判断の前に、法務上、財務上および 税務上の独立したアドバイスを求めることが推奨されます。ティール・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社をはじめとするティール・ロウ・プライス・グループは、ティール・ロウ・プライスの運用商品およびサービスから収益を得ています。**過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。**投資元本および投資から得られる利益は、減少することあれば増加することもあります。投資元本が毀損する可能性もあります。

本資料は、いずれの国または地域においても、有価証券の売買や特定の投資活動に対する提案、案内、個別または一般的な推奨や勧誘を構成するものではありません。また本資料は、いずれの国または地域においても、規制当局による審査を受けておりません。

記載の情報および意見は、信頼でき最新であると考えられる情報源から入手していますが、その情報源の正確性または網羅性を保証するものではありません。また、見通しが実現する保証はありません。本資料における見解は記載の日付時点のものであり、予告なく変更される可能性があります。これらの見解はティール・ロウ・プライス・グループやその関係会社の見解とは異なる場合があります。いかなる状況においても、ティール・ロウ・プライスの同意なしに、本資料の全部または一部を複製または再配布することは禁止されます。

本資料は、本資料の配布が禁止または制限される国または地域の居住者による使用を目的としておらず、特定の国においては特別な要請に基づき提供されます。

また、いずれの国または地域においても、個人投資家への配布を目的としたものではありません。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成した資料の一部を、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会

