



資本市場見通し
今後5年間の市場見通し
2022年版

日本円ベース





目次

1 資本市場見通し（日本円ベース）	4
2 手法	11
3 補足資料	19

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 | 2022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 資本市場見通し」の刊行4年目を迎えたことを、誠に嬉しく思います。コロナ危機発生以来、投資家は短期間で様々な環境に直面してきました。2021年初め、世界各地の政府による政策の影響で、多くの金融市場の心理が懐疑的から楽観的に転換しました。しかし、地域経済内で持続する混乱および中央銀行の政策立案者によるスタンスの変更が、1年を通じて金融市場参加者の決意を試す状況が続きました。今後の見通しについては、景気回復の力強さ、金融政策の正常化スピード、パンデミックによりもたらされた世界経済の最近の変化に関して、不確定な要素が残っています。

多くの株式市場に関する予測は、2021年版と同等かわずかに強気です。その背景は、景気循環的な業績の改善が更なる続く余地があると見ているためです。それとは対照的に、金利が現在の低水準から上昇すると予想されるため、景気回復は債券にマイナスの影響を与える可能性があります。最後に、オルタナティブ投資戦略に関する予想は、リスク資産にかかる予想プレミアムの上昇およびリターンのおぼろげさが広がるという予想に加え、アクティブ運用が投資ユニバース全般にわたり超過収益を創出する機会の拡大を背景に、総じて改善しています。

ティー・ロウ・プライスの資本市場見通しは、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。このため弊社では、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・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。ファンダメンタルズと定量的両側面からの知見を活用する資産クラスの垣根を超えたアプローチは、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。

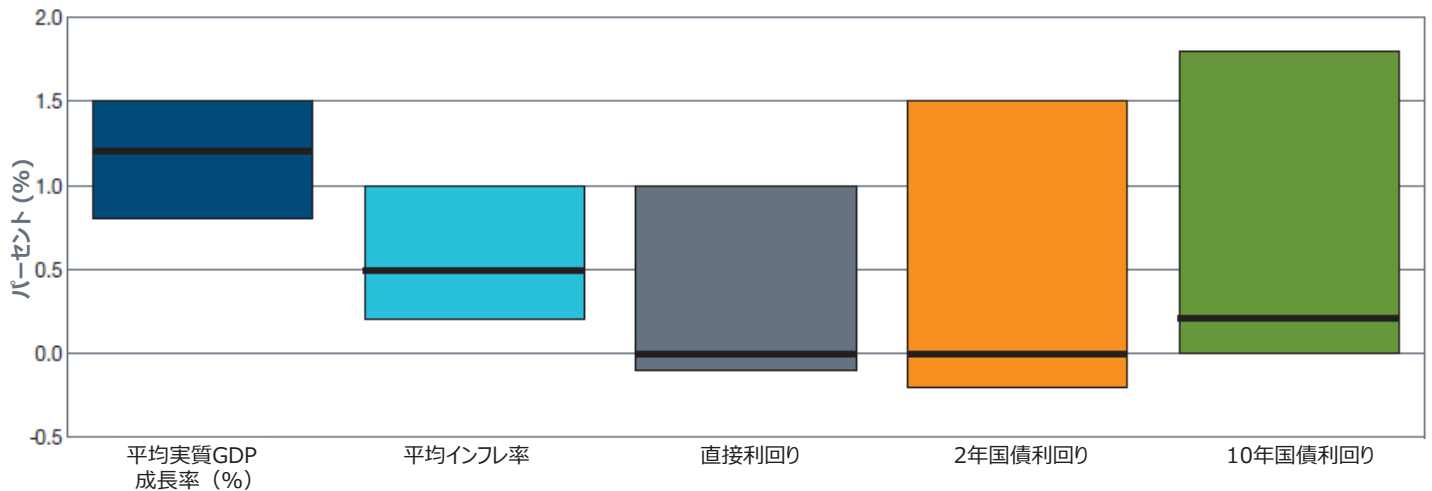
本資料の情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資を推奨するものではなく、将来のパフォーマンスを約束するものではありません。

資本市場見通し（日本）

資本市場見通し | 日本 (日本円ベース)



2026年12月31日までの5年間にわたる世界の経済および金融市場の予想レンジ



ベースライン予想について

2021年、世界の経済および金融市場は、正常化の程度が異なり、投資成果は正反対となる場合もあれば矛盾する場合も散見されました。先進国では、ワクチンの普及と接種により経済の正常化がある程度進捗した一方、新興国は、他の国より長期にわたりウイルス感染拡大の問題に対処することを迫られました。

金融市場のなかでは、熱狂により暗号通貨やミーム株に加え、一部の大手テクノロジー企業の株価が暴騰した一方、債券市場では、中央銀行の金融緩和政策に支えられ、金利が過去最低近くに留まりました。これらの相反する事象は、2022年の予想を困難にし、確信度という面でもマイナスに働きますが、ベースケースは後述のとおりです。

投資環境見通しは常に不透明ですが、バリュエーションを基準にすることで投資判断を下すことは相対的に容易となります。2022年に入り、ほとんどの資産クラスのバリュエーションは、特に株式市場の株価収益率や、クレジット・スプレッドおよび国債利回りの観点からも、適正な水準となっています。

経済

パンデミックの開始以来、景気動向は、主に政府の行動により左右されてきました。パンデミック下で見られた前例のない規模の財政刺激措置は削減されており、実質GDPの予想は、世界的に低下した見通しを反映しています。インフレ率は、米国、オーストラリア、英国で2%の目標値に達するか上回るものの、ユーロ圏の多くと日本では、引き続き中央銀行の目標値を大きく下回ると予想しています。

特筆すべき点として、GDP成長率、予想インフレ率、イールドカーブについて、ティー・ロウ・プライスの運用プロフェッショナルによる見通しのばらつきは、2021年から広がっており、市場の高い不透明感を示しています。総じて、予想経済成長率はプラスを維持していますが、財政支出の削減およびパンデミックにより生じている供給制約の長期化による逆風が予想を押し下げています。

株式

株式リターンの5年間予想は、総じて2021年と同程度かわずかに上回っています。世界全体では、緩やかな利益成長およびバリュエーションのわずかな

な縮小というベースライン予想を受けて、5年間の予想トータル・リターンは、ヒストリカルな実現リターンの下位3分の1に位置づけられます。

新興国市場はパンデミックからの回復が遅れているものの、回復が進むにつれ、新興国株式のパフォーマンスは先進国株式を上回ると予想しています。同様に足元の動きが反転し、ユーロ圏、英国、日本の株式は、総じて米国を上回ると予想しています。地域別株式市場の相対パフォーマンスの変化の主要因であるバリュエーションは現在、わずかに割高で、予想期間にわたり低下すると見えています。

債券

本書で対象とする世界の国債イールドカーブ全般にわたり、金利は向こう5年間にわたり上昇すると予想しています。金利上昇予想が過去10年間にわたり外れてきたことを認識する一方で、最近の財政政策と金融政策の複合効果が、2008～2009年の世界金融危機以降の時代に特有の環境を生み出してきたと考えています。

総じて、弊社の運用プロフェッショナルは、景気回復を受けて中央銀行が短期金利を引き上げることから、イールドカーブはフラット化すると予想しています。デュレーションは、国債指数に最も大きな影響を与えると考えており、国債指数のトータル・リターンは1%を下回り、マイナスの領域まで低下するものもあると予想しています。多くのユーロ圏諸国と日本における足元のマイナス利回りを考慮すると、これは当然と言えます。

投資適格社債とハイイールド債の信用スプレッドは、先進国市場でわずかに拡大するものの、これがリターンに与える影響は比較的抑えられると予想しています。この予想は、リスク資産に関する総じて明るい見通しと食い違っているように見えるかもしれませんが、経済状況の改善と金利上昇は、スプレッドに対する下方圧力のある程度和らげる可能性があります。

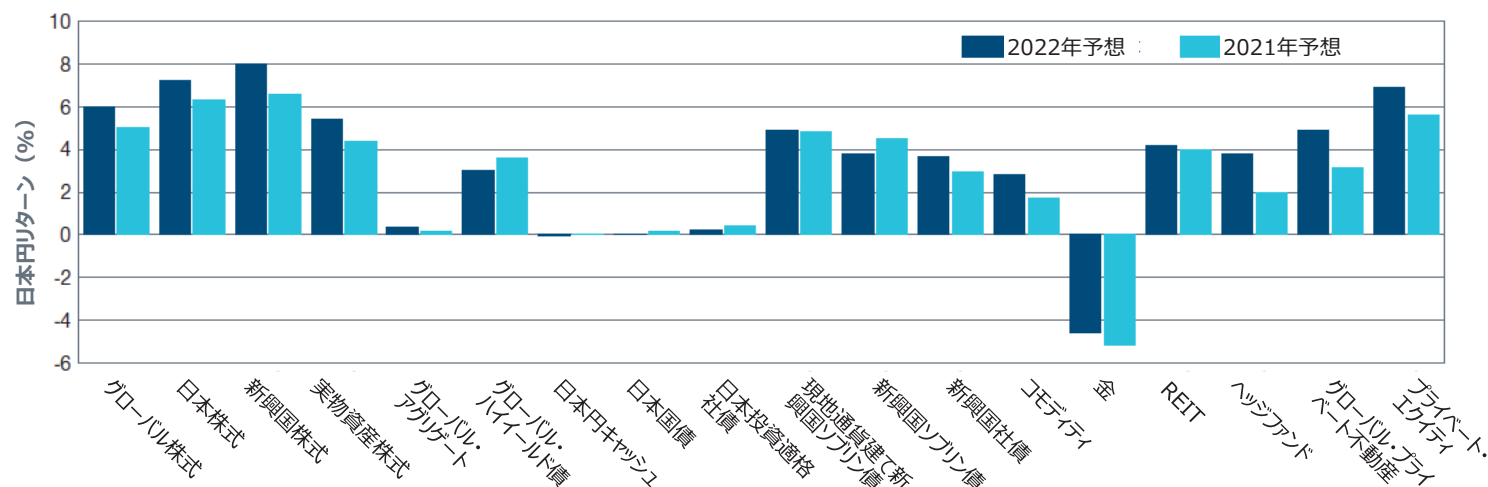
オルタナティブ

上場株式市場に関して2021年の見通しよりわずかに強気の予想は、構造的な株式ベータを伴うオルタナティブ資産クラスの見通しにも反映しています。



資本市場見通し | 日本 (日本円ベース)

2022年と2021年のリターン予想の比較



資産クラス

出所：ティー・ロウ・プライス、

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。

また、アクティブ運用を取り巻く環境は好転すると考えており、ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどアクティブ運用に価値創出の大部分を依存する資産クラスのリターンは上昇すると予想しています。

コモディティのリターン上昇予想は、インフレ予想から論理的に導き出されます。プライベート・アセットについては、引き続きわずかな流動性プレミアムが見込めるものの、上場市場と比較して劇的に高いリターンをもたらすものではないと見ています。金については、2021年のモメンタムが継続し、引き続きマイナスのトータル・リターンを予想しています。

日本

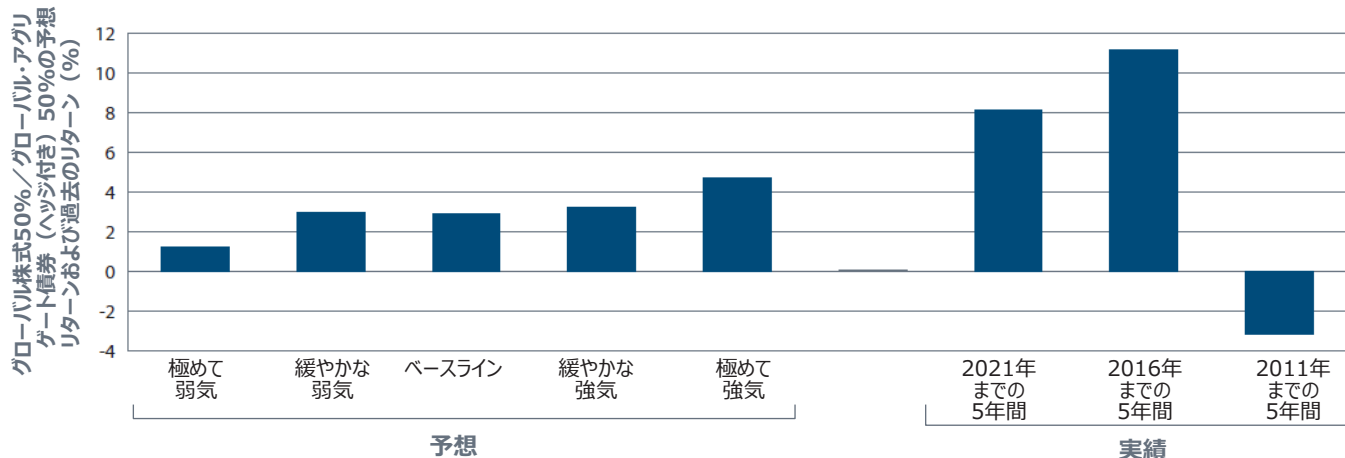
日本の見通しは、自由民主党が岸田首相の下、衆院選で安定多数を確保したことを反映しています。この政策の継続性および追加景気刺激策の受け入れ姿勢は、日本株式に有利に働いています。

世界全体がパンデミック後の正常化を続けるなかで、日本の非常に開かれた輸出主導の市場は、恩恵を受ける好位置にあります。弊社の運用担当

者は、日本銀行が高度に緩和的な金融政策を維持すると考えており、日本におけるイールドカーブの動きは、他の先進国で予想される動きより小さいと見ています。

日銀が高度に緩和的と予想されるため、日本国債のイールドカーブは2026年末までにわずか10bpsの変化に留まると予想しています。この比較的小さいイールドカーブの動きが、足元の低い利回り水準とともに、近年と比べて低いマルチ・アセット・ポートフォリオのリターン予想に寄与しています。グローバル株式50%とグローバル債券50%のヘッジ付きポートフォリオに関して5つのシナリオによるリターン、および2021年、2016年、2011年の各12月31日までの5年間の実績リターンを以下に提示します。強気予想は、直近のリターンほど楽観的ではなく、その多くは、予想期間の出発点における低いマイナスの債券利回り水準および世界的に割高な株式バリュエーションに起因します。

低い期待リターンがマルチ・アセット・ポートフォリオに与える影響



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。

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。

MSCI ACWI (円ベース) およびブルームバーグ・グローバル総合債券 (円ヘッジ) 指数を使用しています。弱気と強気の定義については、18ページの「手法 - シナリオ」をご参照ください。

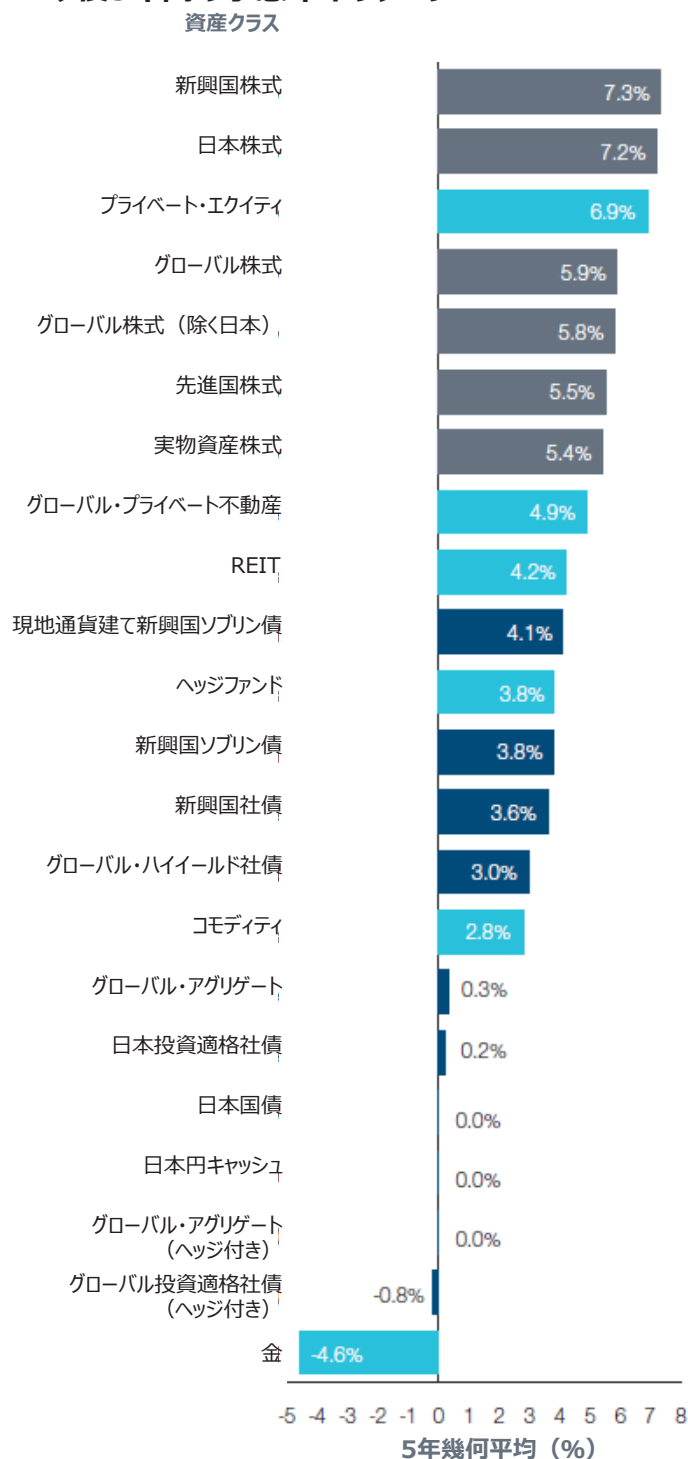
リターン見通し (日本円ベース)



予想年率リターンと過去の名目リターン

資産クラス		2022年の 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)		
			2021年	2016年	2011年
株式	グローバル株式	5.9%	14.6%	19.4%	-9.7%
	グローバル株式 (除く日本)	5.8	15.9	20.9	-9.5
	先進国株式	5.5	15.3	20.6	-10.0
	日本株式	7.2	8.0	18.3	-13.8
	新興国株式	7.3	9.9	10.3	-6.0
	実物資産株式	5.4	7.1	13.5	-4.2
	グローバル・アグリゲート	0.3	3.1	8.9	-2.5
債券	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	0.0	1.6	2.9	3.3
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	-0.2	3.0	4.2	3.3
	グローバル・ハイールド社債	3.0	5.6	16.2	-1.8
	日本円キャッシュ	0.0	-0.1	0.1	0.4
	日本国債	0.0	0.4	2.5	2.4
	日本投資適格社債	0.2	0.5	1.0	0.9
	現地通貨建て新興国ソブリン債	4.1	2.6	7.3	0.0
	新興国ソブリン債	3.8	4.4	15.1	-1.1
	新興国社債	3.6	5.0	15.1	-1.4
	コモディティ	2.8	3.4	-1.1	-10.3
オルタナティブ	金	-4.6	8.1	1.6	8.6
	REIT	4.2	12.1	21.7	-9.7
	ヘッジファンド	3.8	3.3	5.0	10.4
	グローバル・プライベート不動産	4.9	5.7	20.6	-5.5
	プライベート・エクイティ	6.9	18.3	22.9	-0.5

今後5年間の予想年率リターン



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。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：MSCI、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、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。分析：ティール・ロウ・プライス、出所に関する追加情報については、補足資料の追加ディスクロージャーをご参照ください。2022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。

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。

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	5.9%	1.9%	5.5%	6.2%	8.8%
	グローバル株式 (除く日本)	5.8	1.8	5.5	6.1	8.8
	先進国株式	5.5	1.7	5.1	5.8	8.3
	日本株式	7.2	3.7	5.6	7.4	8.5
	新興国株式	7.3	3.8	7.7	8.5	10.0
	実物資産株式	5.4	2.2	5.0	5.6	7.5
債券	グローバル・アグリゲート	0.3	0.5	0.4	0.3	0.6
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	0.0	0.5	0.4	0.3	0.6
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	-0.2	0.1	0.2	0.3	1.3
	グローバル・ハイールド社債	3.0	-0.4	3.0	3.1	4.6
	日本円キャッシュ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
	日本国債	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.1
	日本投資適格社債	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
	現地通貨建て新興国ソブリン債	4.1	2.4	4.8	5.1	6.1
	新興国ソブリン債	3.8	1.3	2.8	4.0	4.8
オルタナティブ	新興国社債	3.6	1.7	2.8	3.7	4.9
	コモディティ	2.8	1.7	2.4	2.7	2.6
	金	-4.6	-2.1	-2.8	-4.8	-5.1
	REIT	4.2	0.2	3.9	4.4	8.7
	ヘッジファンド	3.8	3.1	3.5	3.7	3.5
	グローバル・プライベート不動産	4.9	3.5	4.6	4.9	5.5
	プライベート・エクイティ	6.9	5.5	6.6	6.9	7.5

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。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：MSCI、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、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。分析：ティール・ロウ・プライス、出所に関する追加情報については、補足資料の追加ディスクロージャーをご参照ください。2022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。
 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。



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					
		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・ハイイールド社債	日本円キャッシュ	日本国債
株式	グローバル株式	1.0											
	グローバル株式 (除く日本)	1.0	1.0										
	先進国株式	1.0	1.0	1.0									
	日本株式	0.9	0.8	0.9	1.0								
	新興国株式	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0							
	実物資産株式	1.0	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0						
債券	グローバル・アグリゲート	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0					
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	1.0				
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.1	0.7	1.0			
	グローバル・ハイイールド社債	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	-0.3	0.3	1.0		
	日本円キャッシュ	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	1.0	
	日本国債	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	0.7	0.3	-0.4	0.1	1.0
	日本投資適格社債	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.0	0.2	0.5
	現地通貨建て新興国ソブリン債	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	-0.2	0.3	0.8	0.0	-0.2
	新興国ソブリン債	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.2	0.3	0.9	-0.1	-0.3
オルタナティブ	新興国社債	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.2	0.3	1.0	-0.1	-0.3
	コモディティ	0.8	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.5	-0.5	0.1	0.7	-0.1	-0.4
	金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0
	REIT	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	-0.1	0.4	0.7	-0.2	-0.1
	ヘッジファンド	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	-0.1	0.0
	グローバル・プライベート不動産	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	-0.5	-0.3	0.7	-0.3	-0.4
	プライベート・エクイティ	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	-0.5	0.0	0.9	-0.3	-0.5

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。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：MSCI、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、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。分析：ティール・ロウ・プライス、出所に関する追加情報については、補足資料の追加ディスクロージャーをご参照ください。2022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。
 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。



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 (続き)

ボラティリティ と相関の マトリックス		債券				オルタナティブ						ボラティリティ (%)
		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											21.3%
	グローバル株式 (除く日本)											21.5
	先進国株式											21.2
	日本株式											20.3
	新興国株式											25.1
	実物資産株式											27.0
債券	グローバル・アグリゲート											7.2
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)											3.0
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)											5.1
	グローバル・ハイールド社債											16.4
	日本円キャッシュ											0.1
	日本国債											2.3
	日本投資適格社債	1.0										1.3
	現地通貨建て新興国ソブリン債	0.0	1.0									13.4
	新興国ソブリン債	-0.1	0.8	1.0								12.2
オルタナティブ	新興国社債	0.0	0.8	1.0	1.0							13.0
	コモディティ	-0.1	0.6	0.6	0.7	1.0						21.1
	金	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0					12.4
	REIT	0.1	0.7	0.7	0.6	0.5	0.1	1.0				24.4
	ヘッジファンド	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	1.0			12.7
	グローバル・プライベート不動産	-0.3	0.5	0.7	0.7	0.5	0.3	0.5	0.1	1.0		14.3
	プライベート・エクイティ	-0.2	0.8	0.8	0.9	0.8	0.3	0.6	0.2	0.8	1.0	29.2

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。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：MSCI、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、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。分析：ティール・ロウ・プライス、出所に関する追加情報については、補足資料の追加ディスクロージャーをご参照ください。2022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。

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。

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。

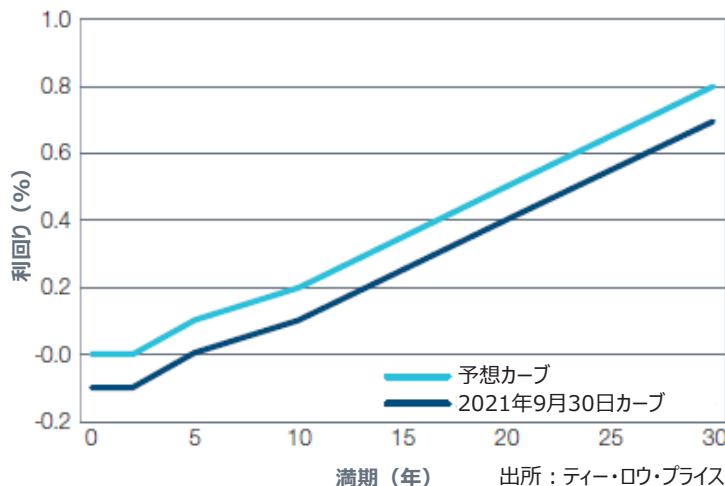
平均利回り=(直接利回り+予想利回り)÷2

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

日本国債イールドカーブ予想



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。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。

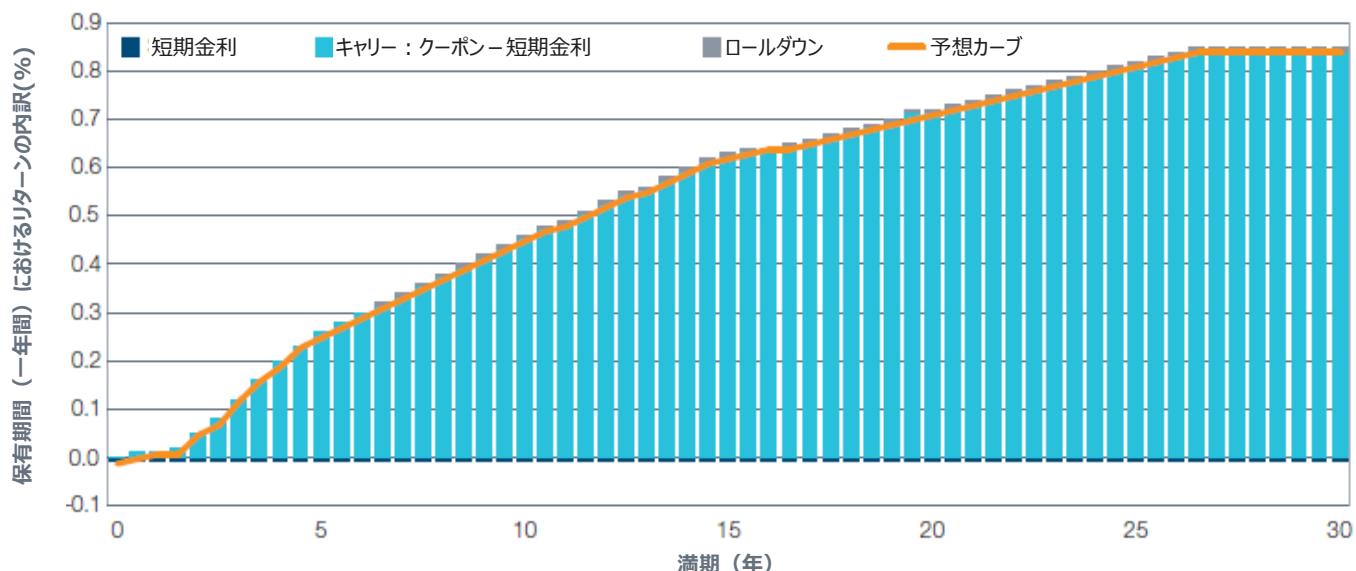
年平均ロールダウン利回り変化幅=(平均ロールダウン後利回り-平均利回り)÷5

- 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

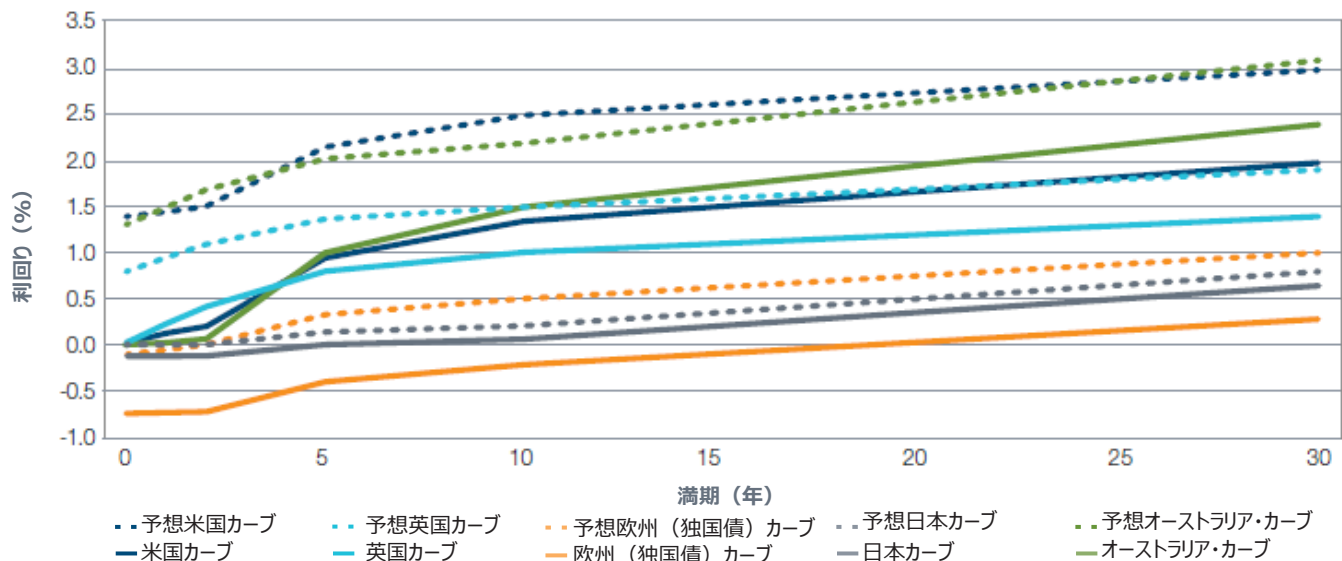
デュレーションについての注記

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



注：カーブは2021年9月30日現在。



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カ月の収益に基づくPER

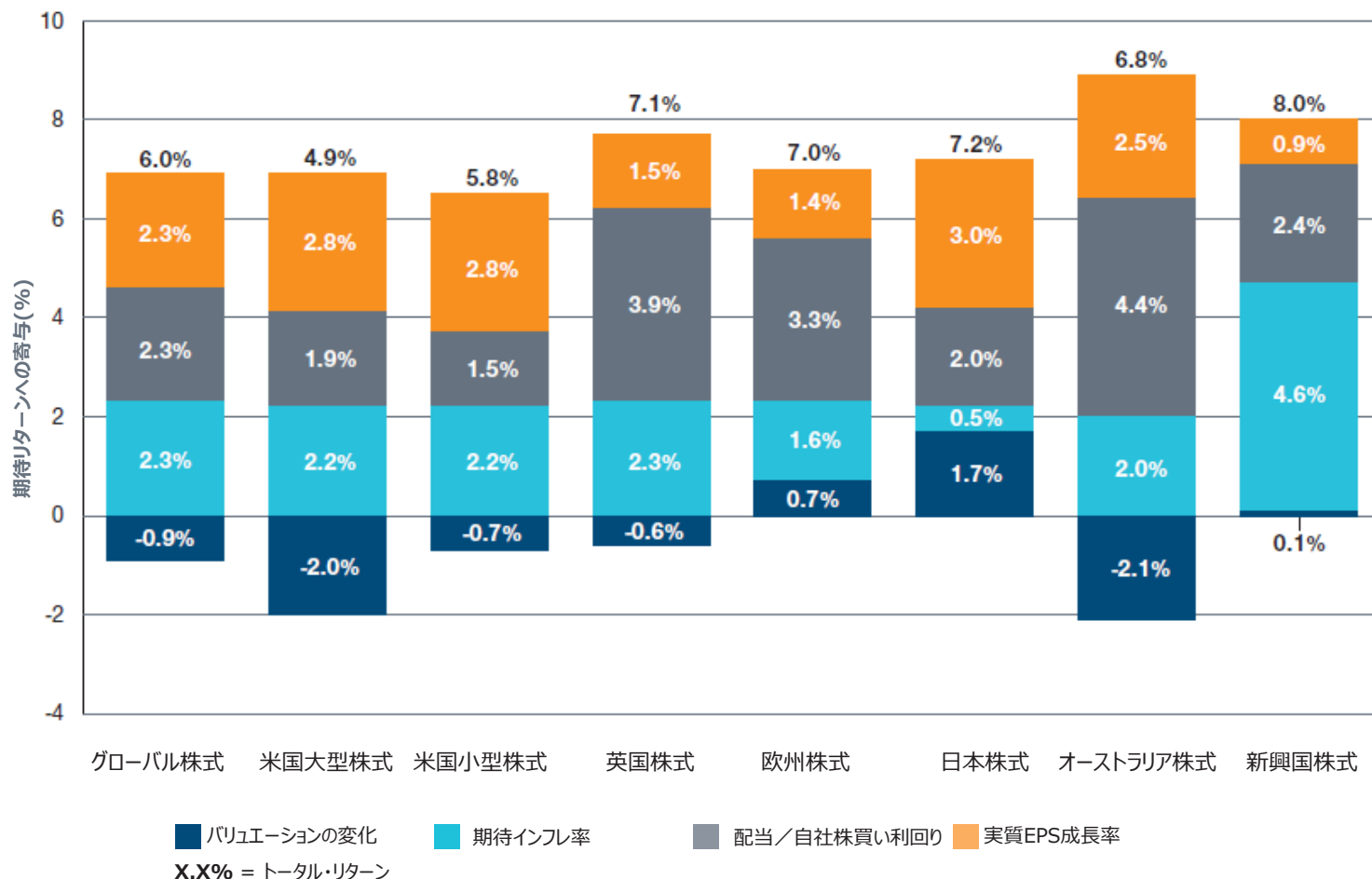
平均年率リターンは、各株式クラス毎に上記の変数を用いて以下の式に従って求めます。

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。

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

2022～2026年の株式市場の期待リターン(現地通貨ベース)



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。

分析：ティール・ロウ・プライス、2022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。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。



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、株式の発行と新規株式公開は一貫して自社株買いを上回っているため、自社株買いは年率2%程度のマイナス効果を持っていると主張しています。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のこと。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

オルタナティブ投資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。

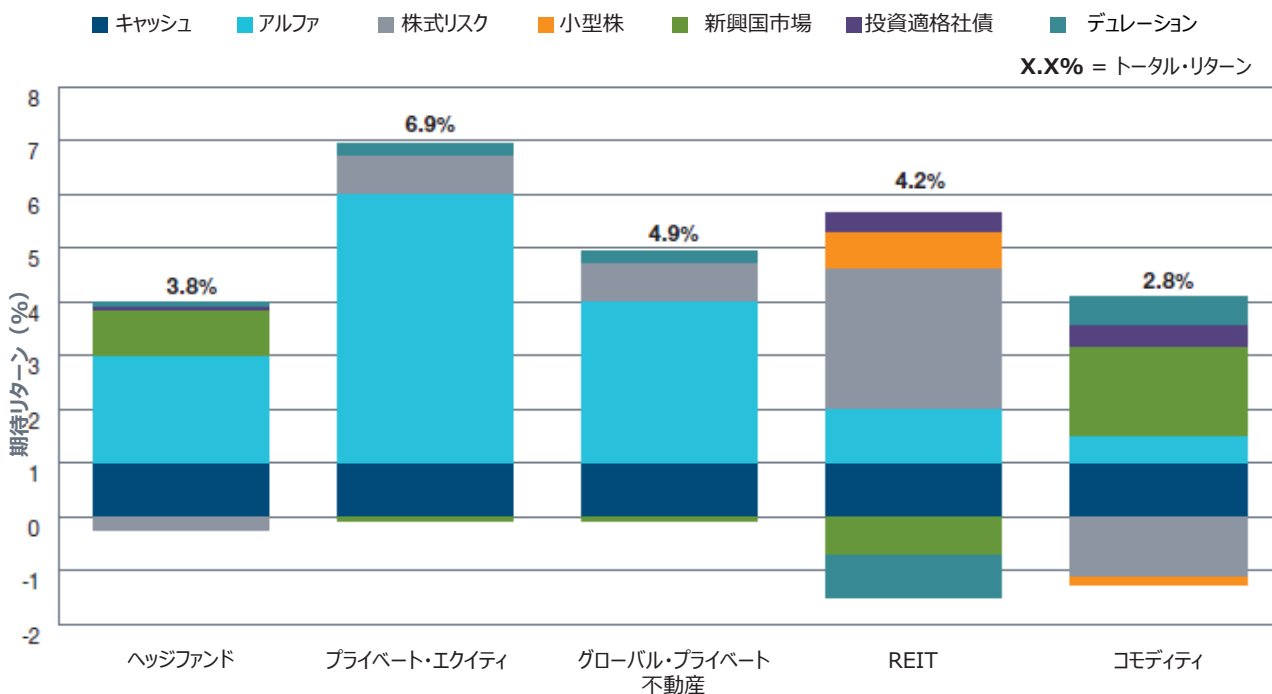
- 株式のリスク・プレミアム（キャッシュを上回る株式のリターン）
- 小型株のリスク・プレミアム（大型株を上回る小型株のリターン）
- 新興国市場のプレミアム（先進国株式を上回る新興国株式のリターン）
- 投資適格社債のプレミアム（デューレーションが同等の国債を上回る投資適格社債のリターン）
- デューレーション・プレミアム（キャッシュを上回る国債のリターン）

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、不動産といった投資では、アクティブ運用の要素が大きく、価値創出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と定め、各投資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	3.9%
小型株	0.9%
新興国市場	3.4%
投資適格社債	0.3%
デューレーション	-1.0%

期待リターンの構成要素



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。

出所：ディー・ロウ・プライス、2022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。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。

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60米ドル、金価格が1オンス1,388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ランスポイント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数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レージ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、過去約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。オルタナティブ投資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

2022年の見通しについては、先進国通貨が相互にリターンに寄与しないことを前提にしています。このアプローチは、カバーなし金利平価、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という考え方とは対照的です。カバーなし金利平価は、直感的に納得できるものの、経験的に実証されてはいません。

そのため、2022年版における通貨アプローチは、この実態を反映しています。新興国通貨については、新興国市場の高い経済成長率、インフレ予想、直接利回りを反映して、わずかな下落を予想しています。

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・デー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%
デレージョン	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、ベースライン・シナリオに加えて極めて弱気、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。これらの四分位が極めて弱気、緩やかな弱気、緩やかな強気、極めて強気のシナリオに対応します。

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、資本市場見通しガ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の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ランスおよび投資委員会は、以下の運用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

Andrew Jacobs van Merlen, CFA

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

Megumi Chen, CFA

マルチ・アセット・クオンツアナリスト

Hailey Lynch, CFA

マルチ・アセット・クオンツアナリスト

David Clewell, CFA

マルチ・アセット投資アナリスト

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

Richard Coghlan, Ph.D.

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

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

Jason DaCruz, CFA

マルチ・アセット・ソリューションズ・アナリスト

Sébastien Page, CFA

グローバル・マルチ・アセット部門統括責任者

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

Charles Shriver

マルチ・アセット・ポートフォリオ・マネジャー

Justin Harvey, ASA, CFA

マルチ・アセット・ソリューションズ 分析責任者

Lowell Yura, ASA, CFA

マルチ・アセット・ソリューションズ北米責任者

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

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, Steve Bartolini, Scott Berg, Brian Brennan, Christopher Brown, Sheldon Chan, Archibald Ciganer, Mike Connelly, Rick de los Reyes, Mike Delle Vedova, Christina Dove, Shawn Driscoll, Quentin Fitzsimmons, Erin Garrett, Arif Husain, Randal Jenneke, Niklas Jeschke, Keir Joyce, Andrew Keirle, Shinwoo Kim, Aadish Kumar, Matt Lawton, Alan Levenson, Kevin Loomer, Yoram Lustig, Paul Massaro, Colin McQueen, Raymond Mills, Samy Muaddi, Tim Murray, Ken Orchard, Gonzalo Pangaro, Thomas Poullaouec, Larry Puglia, Rodney Rayburn, Darren Scheinberg, Scott Solomon, David Stanley, Hajime Takigawa, Ju Yen Tan, Lauren Wagandt, Michael Walsh, Ernest Yeung, and Josh Yocum.

マルチ・アセット担当

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

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 ex-USA
	グローバル株式（除く日本）	MSCI Kokusai
	グローバル株式（除くオーストラリア）	MSCI ACWI ex-Australia
	先進国株式	MSCI World
	先進国株式（除く米国）	MSCI World ex-USA
	米国株式	Russell 3000
	欧州株式（除く英国）	MSCI Europe ex-UK
	英国株式	FTSE 100
	米国大型株式	Russell 1000
	米国小型株式	Russell 2000
	欧州株式	MSCI Europe
	アジア（除く日本）株式	MSCI Asia ex-Japan
	日本株式	MSCI Japan
	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 Real Assets Index
	グローバル・アグリゲート	Bloomberg Global Aggregate
	グローバル・アグリゲート（ヘッジ付き）	Bloomberg Global Aggregate (Hdg)
	グローバル・アグリゲート（除く米国）（ヘッジ付き）	Bloomberg Global Aggregate ex-U.S. (Hdg)
債券	グローバル・アグリゲート（除く米国）	Bloomberg Global Aggregate ex-U.S.
	グローバル投資適格社債（ヘッジ付き）	Bloomberg Global-Aggregate Corporate (Hdg)
	グローバル・ハイイールド社債	Bloomberg Corporate High Yield
	米ドルキャッシュ	Bloomberg 1-3M Treasury Bills
	米国インフレ連動債	Bloomberg Global Inflation-Linked U.S. TIPS
	米国短期インフレ連動債	Bloomberg Global Inflation-Linked 1-5 Year U.S. TIPS
	米国債	Bloomberg U.S. Treasury
	米国投資適格社債	Bloomberg U.S. Aggregate Corporate
	米国投資適格社債（ヘッジ付き）	Bloomberg U.S. Aggregate Corporate (Hdg)
	米国ロング・クレジット	Bloomberg U.S. Long Credit
	米国ロング国債	Bloomberg U.S. Long Treasury
	米国アグリゲート	Bloomberg U.S. Aggregate Bond
	米国ハイイールド社債	Bloomberg U.S. Corporate High Yield
	米国バンクローン	S&P/LSTA Leveraged Performing Loan
	米国証券化商品	Bloomberg U.S. Securitized
	英ポンドキャッシュ	Bloomberg Sterling Treasury Bills 0-3 Month
	英国債	Bloomberg UK Gilts
	英国投資適格社債	Bloomberg UK Aggregate Corporate
	欧州キャッシュ	Bloomberg EUR Treasury Bills 0-3 Month
	欧州国債	Bloomberg EUR Treasury
	欧州投資適格社債	Bloomberg EUR Aggregate Corporate
	欧州投資適格社債（ヘッジ付き）	Bloomberg EUR Aggregate Corporate (Hdg)
	欧州ハイイールド社債	Bloomberg EUR High Yield
	日本円	Bloomberg Japan Treasury Bills 1-3 Months
	日本国債	Bloomberg Japan Treasury
	日本投資適格社債	Bloomberg Japan Aggregate Corporate
	豪ドルキャッシュ	Bloomberg Ausbond Bank Bill
	オーストラリア国債	Bloomberg Ausbond 0+ Composite
	現地通貨建て新興国ソブリン債	JP Morgan GBI - EM Global Diversified
	新興国ソブリン債	JP Morgan EMBI Global Diversified
	新興国社債	JP Morgan CEMBI

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. デイボルド、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. デイボルド、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)』、『パークレイズ・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・マハラノビス（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

フリッパ・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



補足資料

参照インデックス（続き）

オルタナティブ	資産クラス	参照インデックス
	ヘッジファンド	HFRI Fund of Funds Composite
	プライベート・エクイティ	Cambridge Associates LLC Global Private Equity
	コモディティ	Bloomberg Commodity
	金	S&P GSCI Gold Total Return
	グローバル・プライベート不動産	NCREIF Property
	REIT	FTSE EPRA/NAREIT Developed



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。

追加ディスクロージャー

「BLOOMBERG®」およびブルームバーグ・インデックスはブルームバーグ・ファイナンス L.P.およびインデックスのアドミニストレーターであるブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（BISL）を含むその関連会社（まとめて「ブルームバーグ」）の商標およびサービスマークであり、ライセンスを得て使用しています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスとは関係ありません。ブルームバーグは本資料を承認または支持、レビュー、推奨するものではありません。また、本資料に関連するデータまたは情報の適時性、正確性、完全性を保証するものではありません。

MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源およびプロバイダー（総称して「MSCI」）は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本報告書は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。MSCIの過去のデータや分析は、将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆または保証するものとして捉えられるべきではありません。いずれのMSCIデータも、投資判断のため（または投資判断を控えるため）の投資アドバイスや推奨を目的としたものではなく、そのような目的で依拠されるべきではありません。

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 © 2022, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

S&Pインデックスは、S&Pグローバル傘下のS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社（「SPDJ」）の商品であり、ティー・ロウ・プライスはライセンスを得て使用しています。「Standard & Poor's®」および「S&P®」はS&Pグローバル傘下のスタンダード・プアーズ・フィナンシャル・サービスLLC（「S&P」）の登録商標です。「Dow Jones®」はダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLC（「ダウ・ジョーンズ」）の登録商標です。本商品はSPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、およびそれぞれの関連会社による出資、承認、販売および販売促進を受けておりません。いずれもティー・ロウ・プライスの商品への投資推奨の可否についていかなる表明もしておらず、誤り、不備、またはS&Pのインデックスの解釈についていかなる責任も負いません。

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・ストック・エクスチェンジ・グループおよびそのグループ事業（総称して「LSEグループ」）。著作権はLSEグループに帰属します。FTSEは、特定のLSEグループ企業の商号です。FTSEインデックスまたはデータの著作権は、インデックスまたはデータを保有する関連するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループおよびそのライセンサーは、インデックスまたはデータの誤りや不備の責任を負わず、いずれの当事者も本書に記載のインデックスまたはデータに依拠することは禁止されます。関連するLSEグループ企業の書面による明示的同意なしにLSEグループから得たデータを再配布することは認められません。本書の内容は、LSEグループによる販売促進、出資および承認は受けておりません。

ティー・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ものではなく、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・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もありません。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・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・ロウ・プライス・グループは、ティー・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・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・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

