



資本市場見通し 今後5年間の市場見通し 2023年版

日本円ベース



2023年4月



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 | 2023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5年目を迎えたことを、誠に嬉しく思います。昨年出した見通しでは、インフレ率の高止まり、金融政策の劇的な変化、新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）後の経済活動の再開の遅れなど、金融市場にとって多くの課題があることを強調しました。こうした課題に加え、ロシアのウクライナ侵攻など予期せぬリスクイベントも発生し、2022年は投資家にとって厳しい年となりました。2023年初頭、金融市場は依然として短期的な逆風にさらされていますが、長期投資家にとっては楽観的な見通しを得る余地があると考えています。

金融資産の将来パフォーマンスに関する予測は、現在のバリュエーション評価に基づいています。2022年、金融資産は株式と債券の双方で大幅に割安になりました。この道のりは苦しいものでしたが、結果的に切り下がったバリュエーション水準は、今後5年間のリターンを支える最初のステップになると考えています。

このバリュエーションを念頭に置くと、2023年版のリターン見通しは2022年版と比較して高くなっています。株式市場では、足もとのマルチプルの低下と底堅い企業利益予想が、リターン見通しの引き上げの根拠となっています。債券市場では、年初の利回り水準が高く、ソブリン債の利回り低下が予想されるため、リターン見通しが高くなりました。最後に、オルタナティブ投資戦略についても、名目リスクフリーレートの上昇、株式関連リスクプレミアムの上昇、アルファ創出機会の継続を反映して、リターン見通しが切り上がっています。

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リターン見通し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・マネジャーや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。

弊社は、環境・社会・ガバナンス（ESG）要因が、様々な資産クラスの将来のリスク／リターン特性に大きな影響を与える可能性があることを認識しています。これらの要因は、セクターや個々の証券によって重要性や影響度が異なります。加えて、ESGトレンドの中には、今後5年間という時間軸を超えて展開されるものもあります。従って、当レポートではESGを考慮した予測は明示的に行っていません。しかし、弊社はESGインテグレーションにより、ESG評価を運用プロセスに組み込んでおり、各シニア・ポートフォリオ・マネジャーやアナリストは、各アセットクラスの見通し作成や投資判断の際にESG要因が与える影響を分析・モニタリングしています。

当資料の今後の改善のため、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。弊社の営業担当者までお気軽にご連絡ください。

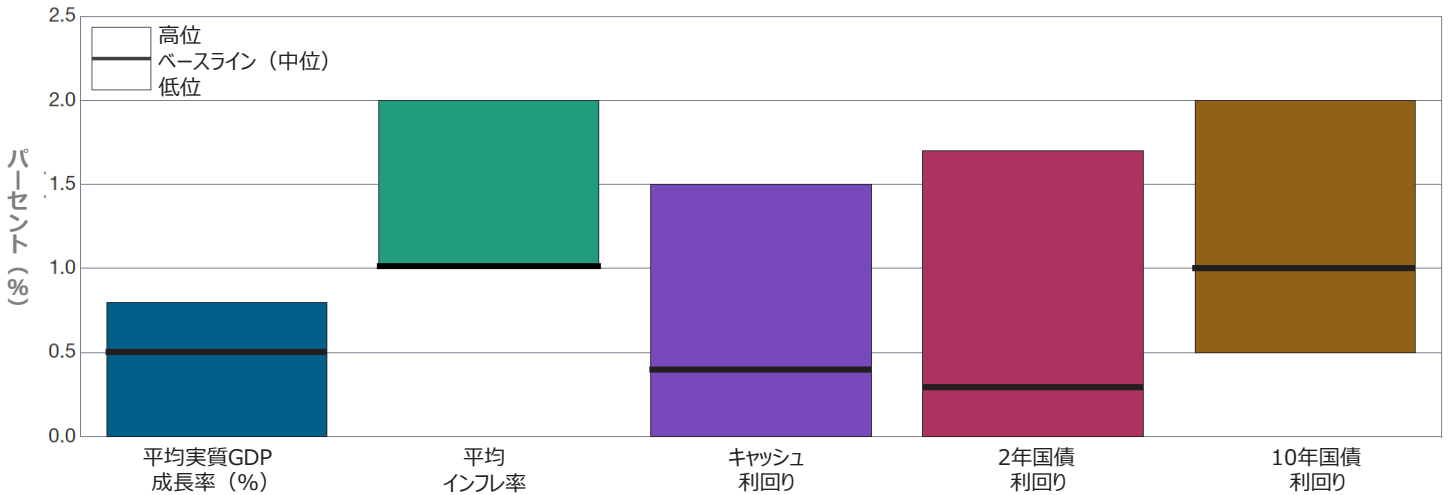
当資料の情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資を推奨するものではなく、将来のパフォーマンスを約束するものではありません。

資本市場見通し（日本）



資本市場見通し | 日本 (日本円ベース)

2027年12月31日までの5年間に於ける世界の経済および金融市場の予想レンジ



出所：ティール・ロウ・プライス

ベースライン予想について

2022年の金融市場の主要テーマであったインフレは、中央銀行に遅きに失した政策変更を促し、金融市場は直ちに反応しました。債券市場は過去数十年で最悪のパフォーマンスを記録し、金融引き締めの影響を最も受けた資産の一つとなりました。さらに、金利が上昇するにつれて、株式のマルチプルは縮小し、リスク資産は総じてアンダーパフォームしました。

2023年初頭、世界のインフレ率はピークに達しているように見えますが、主要な中央銀行の金融政策方針と経済成長への影響については依然として不確実性が残っています。景気後退が予想されるため、短期的には注意が必要ですが、当レポートの5年見通しという長い視野に立てば、投資家にとってより前向きな見通しが得られると考えます。

経済

米国から始まったインフレ圧力は、今や世界に広がっています。景気の底堅さを背景に、各国中央銀行は政策金利を引き上げてインフレを抑制しようとしています。

弊社の実質国内総生産（GDP）予測では、今後5年間は中程度の経済成長を見込んでいます。インフレは緩和されると予想していますが、当見通し作成時点での発射台が高止まりしているため、ほとんどの経済圏で中央銀行の目標インフレ率を上回る水準を予想しています。全体として、世界のGDP成長率は、進行中の金融引き締めサイクルの影響を受けやすいものの、強い経済ファンダメンタルズに支えられ、引き続きポジティブな見通しです。

株式

株式リターンの5年間予想は、昨年版と比較して大幅に上昇しています。世界のベースライン予想では、一株当たり名目利益（EPS）の成長は底堅く、株価はマルチプルの拡大を通じて底堅く推移すると予想しています。

米国の景気回復と金融引き締めサイクルが世界の他の地域を先行して来たことから、米国以外の株式リターン予想が相対的に高くなっています。EPS成長率の見通しは地域間で比較可能ですが、当見通し作成時点で

の発射台となるバリュエーション水準が異なるため、リターンの予想値は地域によって異なります。特に、新興国株式は先進国株式をアウトパフォームすると予想しています。先進国市場の中では、英国、欧州、オーストラリアがアウトパフォームすると予想します。

債券

例年、各国・地域の金利環境は、緩やかなインフレや経済見通し、低位な政策金利という類似性によって大きく特徴づけられていました。対照的に、2023年は各国・地域で明確に異なる金利サイクルが予想されます。

弊社の金利見通しの中で、足もとの米国のイールドカーブは際立って上昇しており、今後5年間はイールドカーブ全体が緩やかに低下すると予想しています。その他の地域では、キャッシュや短期金利は安定的に推移するか、緩やかに低下すると予想していますが、日本は例外で、日本銀行が政策金利を長期で低位に保つと予想しています。長期金利は、米国以外のすべての地域で上昇すると予想しています。

弊社の運用プロフェッショナルは、各国中央銀行が利上げサイクルを終了し、経済活動が当見通し予測期間の終わりにかけて回復するにつれて、イールドカーブがスチープ化すると予想しています。しかし、平均的には、当見通し作成時点での金利の発射台が高く、相対的に高いキャリーが期待できるため、投資家はキャリー収益がクッションの役割を果たすことが期待できます。その結果、ほとんどの債券資産クラスのリターン予想は、前年よりも大幅に上振れています。

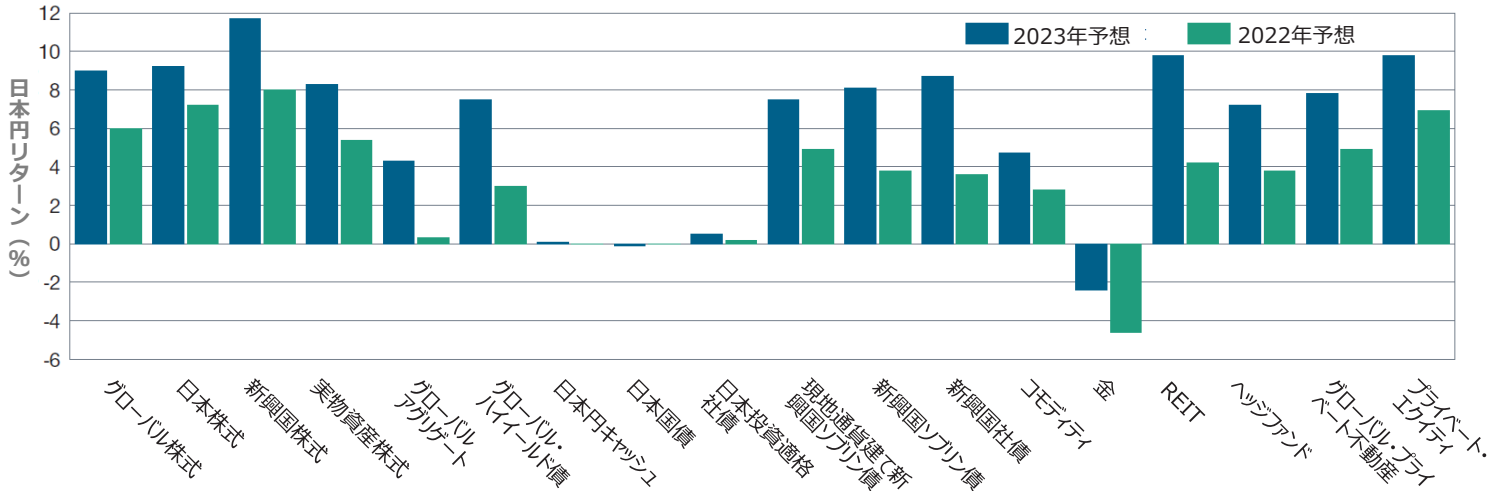
オルタナティブ

株式・債券市場に対する弊社の強気な予想は、オルタナティブに対する予想にも反映されています。健全な株式リスクプレミアムは、株式への構造的なエクスポージャーを持つ多くのオルタナティブ戦略に利益をもたらすと予想します。また、クレジット、デュレーション、エマージング・エクスポージャーによって、リターンプレミアムが昨年と比較してわずかに上昇すると予想しています。



資本市場見通し | 日本 (日本円ベース)

2023年と2022年の5年先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。

しかし、リターン・プレミアムは、アルファ創出に対する期待値の低下により相殺されると考えます。オルタナティブは依然としてアクティブ運用の豊富な投資機会を提供すると考えていますが、今後5年間の最も強力なパフォーマンスのけん引役は、ベータとリスクプレミアムからもたらされると考えています。

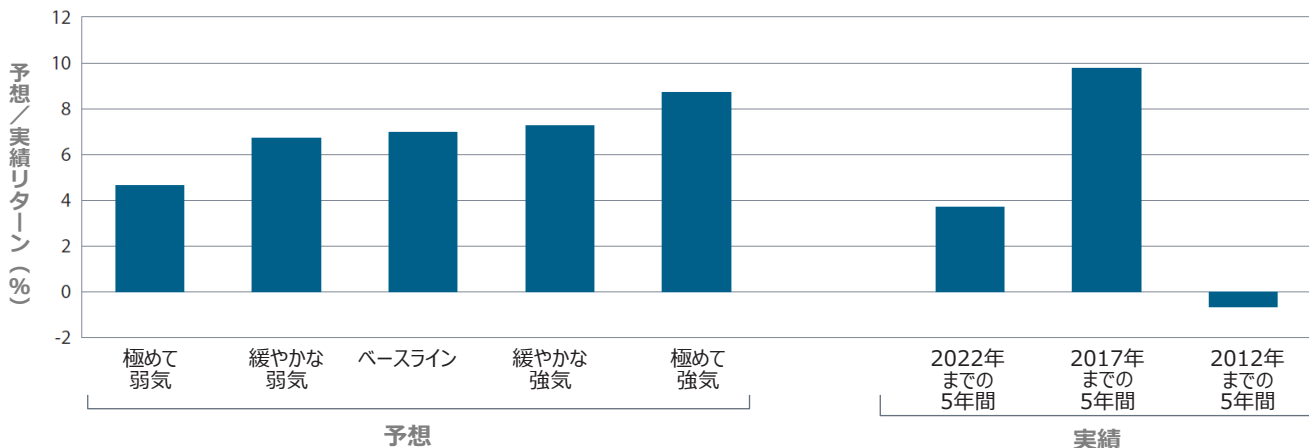
日本

当見通しの対象となる世界の国・地域の中で、日本は極めて例外的な経済スタンスを維持しています。日本のインフレ率は2022年に上昇しましたが、日本銀行の緩和政策の継続により、2022年央には急激な円安が進行しました。日本銀行は相対的にハト派スタンスを崩していませんが、予測期間を通じてインフレ率は低下し、金利環境はわずかに抑制的になる程度と予想しています。弊社は、日本のキャッシュ利回りは2027年末までに50bps上昇すると予測していますが、先進国のリスクフリーレートの中では

最も緩和的な水準となる見通しです。この比較的小さな変化は、日本国債のイールドカーブにも反映され、わずかにスティープ化すると予想しています。日本の株式市場は、2022年の低迷を経て、今後5年間は相対的に強いパフォーマンスが期待できると考えており、一株当たり実質利益（EPS）の成長とマルチプルの拡大がトータルリターンの追い風となると考えています。

以下に、グローバル株式（円ベース）50%とグローバル債券（円ヘッジ）50%のポートフォリオによる5つの予想シナリオと、2022年、2017年、2012年の各12月31日までの5年間の実績リターンを示しています。弊社の5年間の予測は、2022年末までの直近5年実績リターンよりも比較的高く、昨年の予測から大幅に上方修正されています。

期待リターンの違いがマルチ・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。

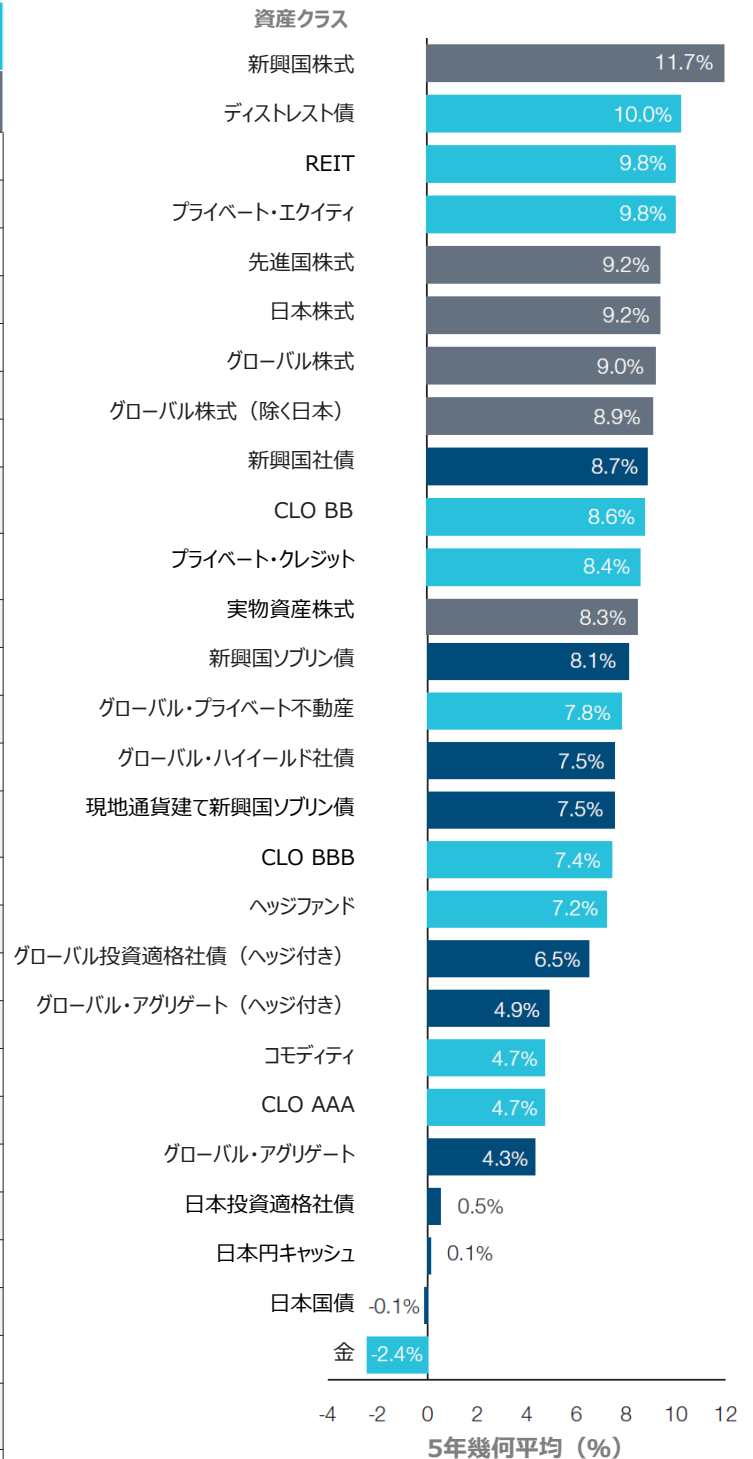


リターン見通し (日本円ベース)

予想年率リターンと過去の名目リターン

資産クラス	2023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)				
		2022年	2017年	2012年		
株式	グローバル株式	9.0%	9.0%	17.4%	-5.6%	
	グローバル株式 (除く日本)	8.9	10.5	18.4	-5.2	
	先進国株式	9.2	10.0	18.3	-5.6	
	日本株式	9.2	3.2	18.5	-8.3	
	新興国株式	11.7	1.9	10.3	-5.6	
	実物資産株式	8.3	6.2	9.6	-0.2	
	債券	グローバル・アグリゲート	4.3	1.5	6.3	0.2
グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)		4.9	-1.6	2.2	4.3	
グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)		6.5	-1.5	2.9	5.7	
グローバル・ハイイールド社債		7.5	4.3	11.1	4.9	
日本円キャッシュ		0.1	-0.1	0.0	0.3	
日本国債		-0.1	-0.8	2.2	2.2	
日本投資適格社債		0.5	-0.1	0.9	0.8	
現地通貨建て新興国ソブリン債		7.5	0.6	3.8	3.5	
新興国ソブリン債		8.1	1.7	10.2	4.6	
新興国社債		8.7	3.6	9.9	4.7	
オルタナティブ		コモディティ	4.7	9.7	-3.5	-9.9
		金	-2.4	8.9	-0.3	8.2
		REIT	9.8	7.6	15.7	0.5
	デイトレスト債	10.0	2.9	12.9	5.8	
	CLO AAA	4.7	5.4	7.6	N/A	
	CLO BBB	7.4	6.2	11.6	N/A	
	CLO BB	8.6	8.3	15.0	N/A	
	ヘッジファンド	7.2	6.3	9.6	-6.6	
	プライベート・クレジット	8.4	15.3	15.4	3.5	
	グローバル・プライベート不動産	7.8	11.7	16.1	-2.9	
プライベート・エクイティ	9.8	24.3	20.3	-0.9		

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：ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、Cliffwater、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、JPモルガン・チエース、MSCI、NCREIF、S&P。分析：ティー・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。2023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
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	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0									
グローバル・アグリゲート	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8	1.0								
グローバル・アグリゲート(ヘッジ付き)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	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	0.3	0.3	0.1	0.8	1.0						
グローバル・ハイールド社債	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	-0.2	0.3	1.0					
日本円キャッシュ	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	1.0				
日本国債	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	0.7	0.4	-0.4	0.2	1.0			
日本投資適格社債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.5	0.5	0.0	0.1	0.5	1.0		
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	0.0	1.0	
新興国ソブリン債	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.1	0.4	0.9	-0.2	-0.2	0.0	0.8	
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	-0.2	-0.3	0.0	0.8	
コモディティ	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.5	-0.5	0.0	0.7	-0.2	-0.4	-0.1	0.6	
金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	-0.1	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.4	
REIT	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	-0.1	0.3	0.7	-0.3	-0.1	0.1	0.6	
ディストレスト債	0.9	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9	0.7	-0.2	0.3	1.0	-0.2	-0.3	0.1	0.8	
CLO AAA	0.4	0.4	0.4	0.5	0.2	0.5	0.6	-0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	
CLO BBB	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.6	0.5	-0.2	0.1	0.5	-0.1	-0.2	0.0	0.4	
CLO BB	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.6	0.4	-0.1	0.2	0.5	-0.1	-0.2	0.0	0.4	
ヘッジファンド	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.5	0.0	0.9	-0.2	-0.5	-0.2	0.7	
プライベート・クレジット	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	-0.5	-0.2	0.8	-0.2	-0.5	-0.3	0.6	
グローバル・プライベート不動産	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.6	0.8	-0.6	-0.4	0.6	-0.2	-0.5	-0.3	0.5	
プライベート・エクイティ	0.9	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9	0.8	-0.4	0.0	0.9	-0.3	-0.5	-0.2	0.7	

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：ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、Cliffwater、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、JPモルガン・チエース、MSCI、NCREIF、S&P。分析：ティー・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。2023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 (%)	
	新興国ソブリン債	新興国社債	コモディティ	金	REIT	ディストレスト債	CLO AAA	CLO BBB	CLO BB	ヘッジファンド	プライベート・クレジット	グローバル・プライベート不動産	グローバル・プライベート・エクイティ		
株式	グローバル株式														20.9
	グローバル株式 (除く日本)														21.1
	先進国株式														20.8
	日本株式														19.8
	新興国株式														24.5
	実物資産株式														26.3
債券	グローバル・アグリゲート														7.1
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)														3.6
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)														5.8
	グローバル・ハイールド社債														15.9
	日本円キャッシュ														0.1
	日本国債														2.4
	日本投資適格社債														1.3
	現地通貨建て新興国ソブリン債														13.0
	新興国ソブリン債	1.0													12.0
	新興国社債	1.0	1.0												12.7
	オルタナティブ	コモディティ	0.5	0.6	1.0										
金		0.4	0.3	0.4	1.0										12.3
REIT		0.7	0.6	0.5	0.1	1.0									24.2
ディストレスト債		0.8	0.9	0.7	0.2	0.8	1.0								21.1
CLO AAA		0.4	0.5	0.3	0.0	0.4	0.4	1.0							10.2
CLO BBB		0.6	0.5	0.4	0.1	0.4	0.5	0.8	1.0						14.5
CLO BB		0.5	0.5	0.4	0.1	0.4	0.5	0.6	1.0	1.0					19.8
ヘッジファンド		0.8	0.9	0.7	0.3	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5	1.0				13.8
プライベート・クレジット		0.8	0.8	0.6	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.9	1.0			16.2
グローバル・プライベート不動産	0.6	0.7	0.6	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	0.4	0.9	0.9	1.0		15.4	
プライベート・エクイティ	0.8	0.8	0.7	0.3	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5	0.9	0.9	0.8	1.0	27.5	

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：ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、Cliffwater、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、JPモルガン・チエース、MSCI、NCREIF、S&P。分析：ティー・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。2023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	9.0%	4.4%	8.4%	9.5%	11.8%
	グローバル株式 (除く日本)	8.9	4.4	8.4	9.5	11.8
	先進国株式	9.2	4.7	8.5	9.7	11.9
	日本株式	9.2	4.2	8.8	9.5	10.7
	新興国株式	11.7	5.6	12.1	11.8	14.7
	実物資産株式	8.3	0.8	4.5	4.8	5.4
債券	グローバル・アグリゲート	4.3	3.9	4.2	4.2	4.5
	グローバル・アグリゲート (ヘッジ付き)	4.9	4.9	5.0	5.0	5.6
	グローバル投資適格社債 (ヘッジ付き)	6.5	5.7	6.7	6.8	7.9
	グローバル・ハイールド社債	7.5	3.8	7.4	7.6	9.3
	日本円キャッシュ	0.1	0.0	0.1	0.3	0.8
	日本国債	-0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.3
	日本投資適格社債	0.5	0.1	0.4	0.5	0.7
	現地通貨建て新興国ソブリン債	7.5	4.6	6.2	7.6	9.3
	新興国ソブリン債	8.1	4.3	6.1	8.2	9.2
	新興国社債	8.7	4.6	8.6	8.8	10.1
オルタナティブ	コモディティ	4.7	-0.5	2.3	5.0	6.4
	金	-2.4	-2.5	-2.5	-2.2	-3.4
	REIT	9.8	6.2	10.5	9.8	11.4
	デストレスト債	10.0	4.6	8.7	10.3	12.1
	CLO AAA	4.7	2.6	3.9	4.7	5.0
	CLO BBB	7.4	0.9	5.6	7.4	9.0
	CLO BB	8.6	-0.6	5.9	8.8	11.3
	ヘッジファンド	7.2	4.5	6.3	7.4	8.2
	プライベート・クレジット	8.4	5.1	7.2	8.4	9.0
	グローバル・プライベート不動産	7.8	5.5	7.0	8.0	8.6
プライベート・エクイティ	9.8	6.3	8.8	10.3	12.1	

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：ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、Cliffwater、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、JPモルガン・チェース、MSCI、NCREIF、S&P。分析：ティー・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。2023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。

$$\text{リターン} = \text{平均利回り} + \text{ロールダウン} + \text{バリュエーションの変化}$$

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、セクター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セクター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セクター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。

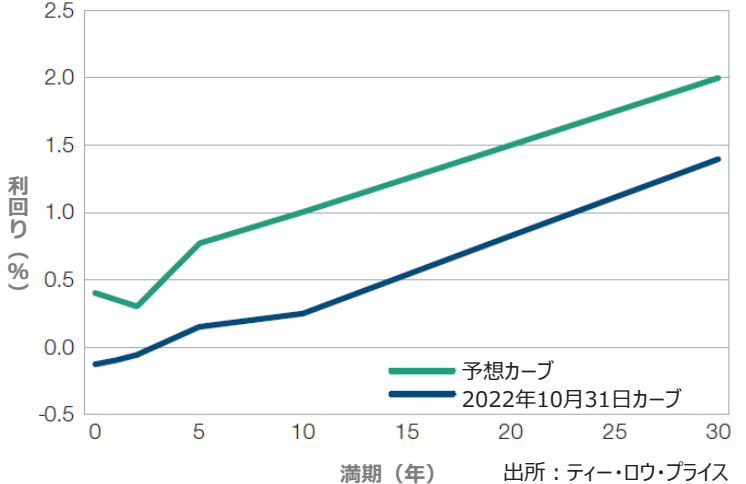
$$\text{平均利回り} = (\text{直接利回り} + \text{予想利回り}) \div 2$$

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。

$$\text{利回り変化} = (\text{予想利回り} - \text{直接利回り}) \div 5$$

日本国債イールドカーブ予想



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。

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置き換わることに伴い、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。

$$\text{平均ロールダウン・リターン} =$$

$$(\text{現在のロールダウン利回り} + \text{予想ロールダウン利回り}) \div 2$$

- 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。

$$\text{年平均ロールダウン利回り変化幅} =$$

$$(\text{平均ロールダウン利回り} - \text{平均利回り}) \div 5$$

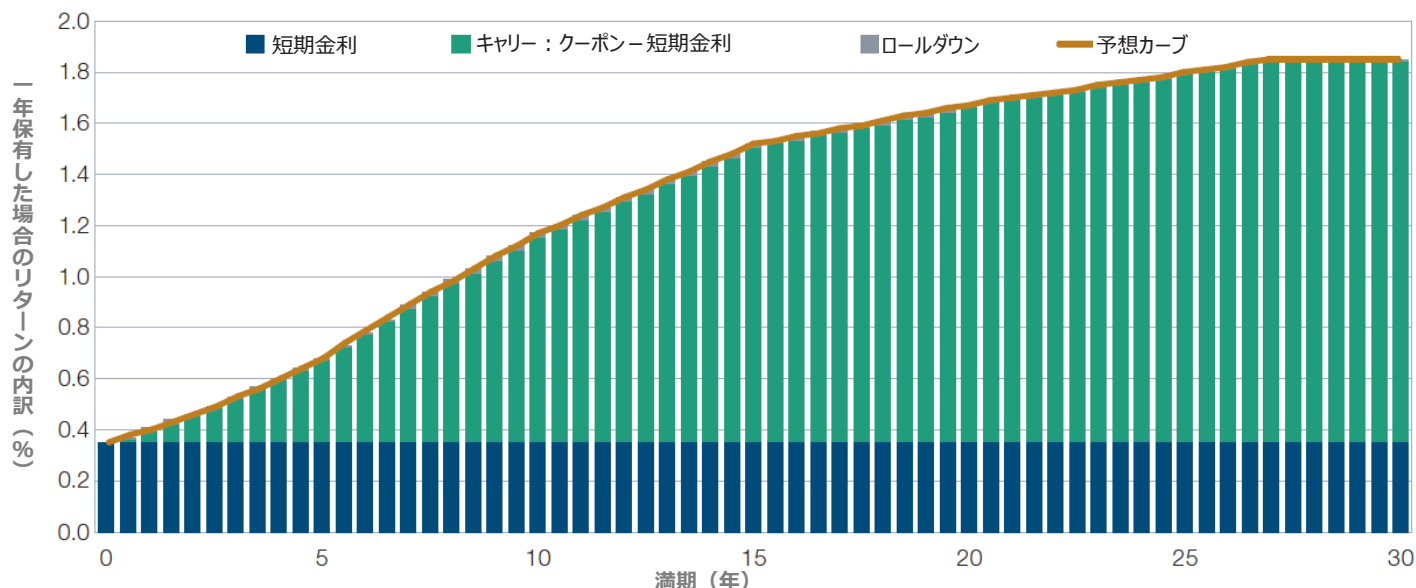
- 最後に、現在のデュレーションとロールダウン変化幅を掛け合わせ、イールドカーブのロールダウンによる各インデックスの年平均リターンを求めます。

$$\text{ロールダウンによる年平均リターン} =$$

$$\text{現在のデュレーション} \times \text{年平均ロールダウン利回り変化幅}$$



国債のキャリーとロールダウン



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：ティー・ロウ・プライス

バリュエーションの変化

バリュエーションの変化は、対応するソプリ債イールドカーブの水準変化によるリターンと、対応するソプリ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

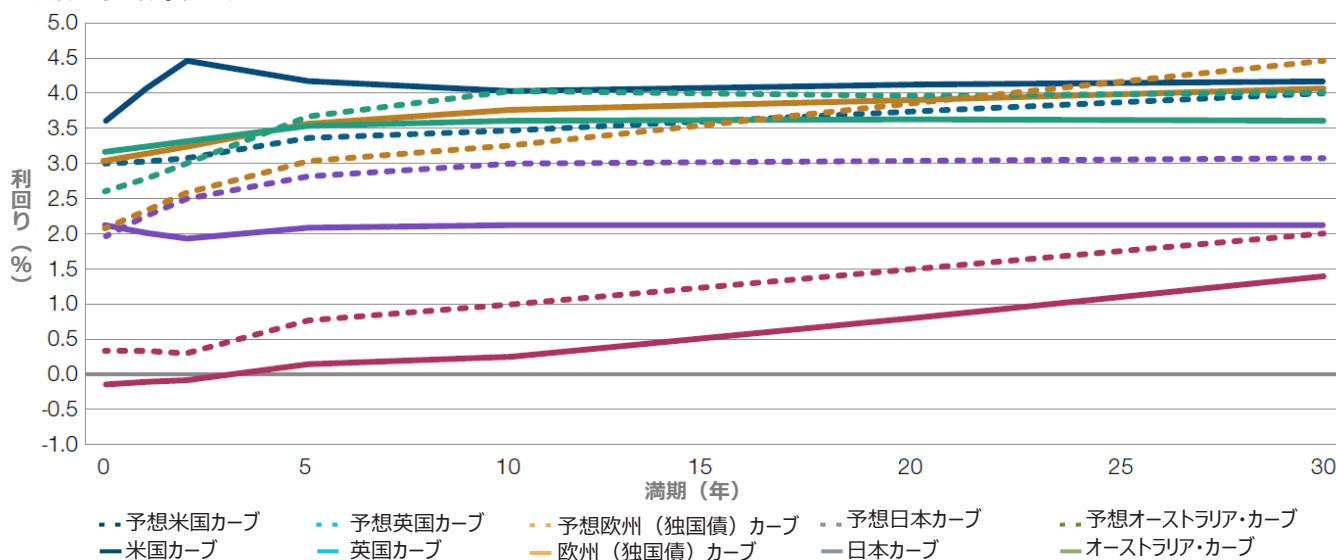
デュレーションについての注記

補間を行うにあたって、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、該当するソプリ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、対応するソプリ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。ソプリ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2022年10月31日現在。

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：ティー・ロウ・プライス



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年後のマルチプル

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カ月の実績PER

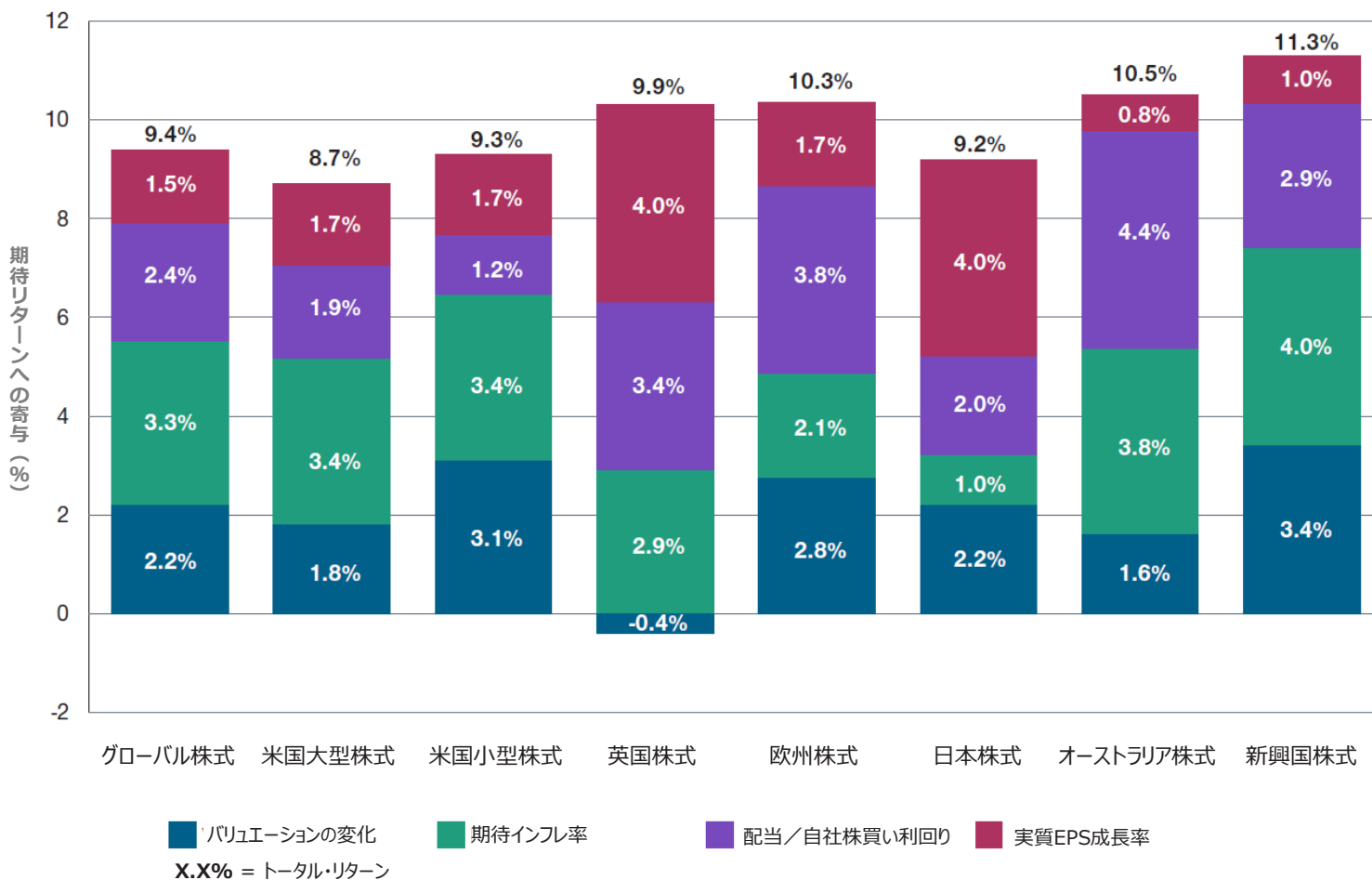
平均年率リターンは、各株式クラス毎に上記の変数を用いて以下の式に従って求めます。

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。

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

今後5年間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、2023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。

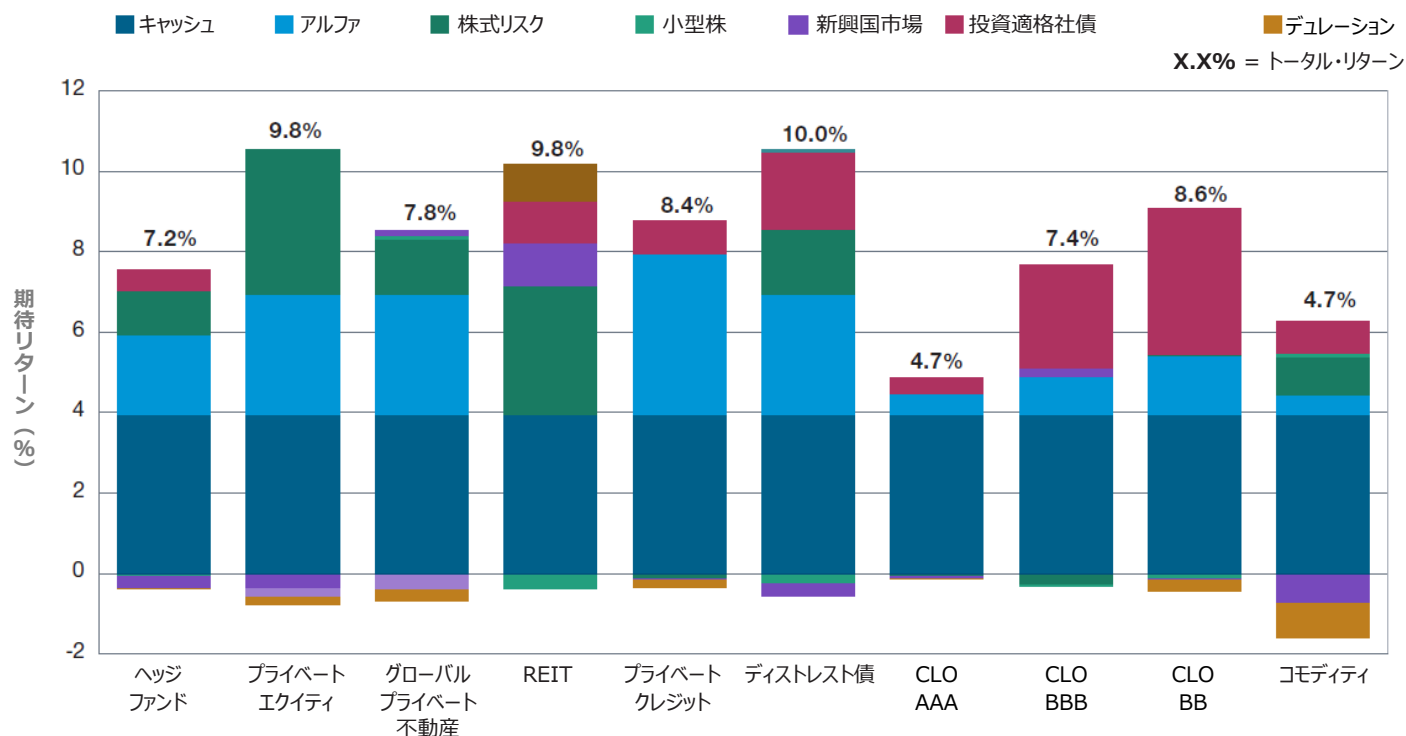
- 株式のリスク・プレミアム（キャッシュを上回る株式のリターン）
- 小型株のリスク・プレミアム（大型株を上回る小型株のリターン）
- 新興国市場のプレミアム（先進国株式を上回る新興国株式のリターン）
- 投資適格社債のプレミアム（デレーションが同等の国債を上回る投資適格社債のリターン）
- デレーション・プレミアム（キャッシュを上回る国債のリターン）

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	4.8%
小型株	0.6%
新興国市場	3.0%
投資適格社債	1.4%
デレーション	1.1%

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、2023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1,450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リエーション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フレ化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年の見通しより、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、弊社の通貨アプローチは、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、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、当資料に含まれる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当資料に記載する予想の多くに大きな影響を及ぼします。長期の投資期間にわたり市場がもたらす傾向があると考えるリスク・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%
デフレ化	1.0%



手法 シナリオ

将来のリターンをピンポイントで推定は難しく、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、経済やリターンのおさまやか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、投資家の一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、資本市場見直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

ティール・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

Cesare Buiatti, Ph.D.

シニア・マルチ・アセット・クオンツアナリスト

David Clewell, CFA

アソシエイト・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

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, Christopher Brown, Justin Brown, Will Chao, Archibald Ciganer, Mike Connelly, Berg Cui, Mike Delle Vedova, Quentin Fitzsimmons, Erin Garrett, Arif Husain, Randal Jenneke, Niklas Jeschke, Keir Joyce, Christina Kellar, Shinwoo Kim, Matt Lawton, Kevin Loomer, Yoram Lustig, Paul Massaro, Colin McQueen, Raymond Mills, Samy Muaddi, Tim Murray, Ken Orchard, Thomas Poullaouec, Som Priestley, Rodney Rayburn, Fahad Siddiqui, Scott Solomon, David Stanley, Gio Steckel, Saurabh Sud, Hajime Takigawa, Ju Yen Tan, Michael Walsh, Hiroshi Watanabe, Howard Woodward, Eva Wu, and Ernest Yeung.

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

お問い合わせ先

機関投資家アドバイザー部

Japan_Institutional@troweprice.com

投信営業部

Japan_Intermediary@troweprice.com

「CFA®」および「Chartered Financial Analyst®」は、CFA Instituteの登録商標です。



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	
	カナダ株式	S&P/TSX Composite	
	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	
	債券	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)		Bloomberg Global Aggregate ex-U.S.	
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)	
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

プラサンタ・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・ベイジ (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・ベダーセン、セバスチャン・ベイジ、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



補足資料

参照インデックス (続き)

	資産クラス	参照インデックス
オルタナティブ	ヘッジファンド	HFRI Fund of Funds Composite
	ディストレスト債	ICE BofA CCC & Lower
	CLO AAA	Palmer Square CLO AAA
	CLO BBB	Palmer Square CLO BBB
	CLO BB	Palmer Square CLO BB
	プライベート・クレジット	Cliffwater Direct Lending
	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①

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場合があります。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場合があります。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ル・ロウ・プライスとは関係ありません。ブルームバーグは当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、当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。

ICE Data Indices, LLC (以下「ICE DATA」) から許可を得て使用しています。ICE Data、その関連会社、およびそれぞれの第三者サプライヤーは、明示又は黙示の一切の保証を行うものではなく、明示的に、インデックス、インデックス値及びインデックスに含まれるデータについて、商品性及び特定の目的への適合性の保証を否認します。ICE Data、その関連会社、およびそれぞれの第三者サプライヤーは、インデックスまたはインデックス・データまたはその構成要素の妥当性、正確性、適時性または完全性に関して、いかなる損害または責任も負わないものとし、インデックスおよびインデックス・データおよびそのすべての構成要素は「現状のまま」提供され、お客様の使用はお客様自身のリスクで行うものとします。ICE Data、その関連会社、およびそれぞれの第三者サプライヤーは、ティール・ロウ・プライスまたはその製品もしくはサービスのスポンサー、保証、または推奨を行うものではありません。

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、出資および承認はを受けておりません。

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 © 2023, 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 (「SPDJI」) の商品であり、ティール・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SPDJI、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。いずれもティール・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せず、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。

著作権はS&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス (及び適宜その関連会社) に帰属します。関係者による書面による事前承諾がない限り、いかなる形式においても、信用格付けを含むいかなる情報、データまたは資料 (「情報」) の複製は禁じられます。S&P、その関連会社およびサプライヤー (「情報提供者」) は、情報の正確性、適切性、完全性、適時性または可用性の保証はせず、原因の如何に関わらず誤りや不備 (過失その他の如何を問わず) に対する責任を負わず、また情報の利用から生じた結果に対して責任を負いません。情報提供者は、いかなる場合も、情報の利用に関連するいかなる損害、経費、費用、弁護士費用または損失 (損失利益や機会費用を含む) に対して責任を負いません。情報の一部として特定の投資運用や証券、信用格付け、または投資運用に関する所見を参照している場合、それは当該投資運用や証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資運用または証券の適合性について述べてはならず、投資アドバイスとして依拠されるべきではありません。信用レーティングとは意見を表明するものであり、事実を表明するものではありません。



主なリスク及び重要情報②

ティール・ロウ・プライスの資本市場見通し：当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。当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。

当資料は一般的な情報のみを目的としています。当資料に受託者としての投資アドバイスを含まない助言の意味合いはなく、また当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、減少することも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。

当資料は、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。また当資料は、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、見通しの実現する保証はありません。当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、当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。

当資料は、当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。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

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ものを、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み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

T.Rowe Price®

INVEST WITH CONFIDENCE

202304-2857508

202304-2865663

