

# 今後5年間の 資本市場見通し

## 2024年版

日本円ベース



# リターン見通し、ボラティリティ、相関マトリックス (日本円ベース)



→ 相関

|              |                        | 期待リターン (%) | ボラティリティ (%) | 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 | 中国株式 | 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 (為替ヘッジ付き) | グローバル投資適格社債 (為替ヘッジ付き) | 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                | 6.5        | 20.7        | 1.0     |                |       |      |       |      |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | グローバル株式 (除く日本)         | 6.5        | 21.0        | 1.0     | 1.0            |       |      |       |      |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | 先進国株式                  | 6.2        | 20.6        | 1.0     | 1.0            | 1.0   |      |       |      |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | 日本株式                   | 6.9        | 19.1        | 0.9     | 0.8            | 0.9   | 1.0  |       |      |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | 新興国株式                  | 9.3        | 23.7        | 0.9     | 0.9            | 0.9   | 0.8  | 1.0   |      |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | 中国株式                   | 8.8        | 27.9        | 0.7     | 0.7            | 0.7   | 0.6  | 0.9   | 1.0  |        |              |                        |                       |                |          |      |
|              | 実物資産株式                 | 6.3        | 15.5        | 0.9     | 0.9            | 0.9   | 0.8  | 0.9   | 0.7  | 1.0    |              |                        |                       |                |          |      |
| 債券           | グローバル・アグリゲート           | 4.4        | 7.2         | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.6  | 0.7   | 0.6  | 0.8    | 1.0          |                        |                       |                |          |      |
|              | グローバル・アグリゲート (為替ヘッジ付き) | 4.6        | 3.7         | -0.2    | -0.2           | -0.2  | -0.2 | -0.2  | -0.1 | -0.2   | -0.2         | 1.0                    |                       |                |          |      |
|              | グローバル投資適格社債 (為替ヘッジ付き)  | 5.6        | 5.8         | 0.3     | 0.3            | 0.3   | 0.2  | 0.4   | 0.2  | 0.3    | 0.1          | 0.8                    | 1.0                   |                |          |      |
|              | グローバル・ハイイールド社債         | 6.9        | 15.8        | 0.9     | 0.9            | 0.9   | 0.8  | 0.9   | 0.7  | 0.9    | 0.8          | -0.2                   | 0.3                   | 1.0            |          |      |
|              | 日本円キャッシュ               | 0.3        | 0.1         | -0.3    | -0.3           | -0.3  | -0.3 | -0.2  | 0.0  | -0.2   | -0.1         | 0.1                    | -0.1                  | -0.2           | 1.0      |      |
|              | 日本国債                   | -0.5       | 2.5         | -0.3    | -0.3           | -0.3  | -0.4 | -0.3  | -0.2 | -0.3   | -0.2         | 0.7                    | 0.4                   | -0.3           | 0.2      | 1.0  |
|              | 日本投資適格社債               | 0.6        | 1.3         | 0.0     | 0.0            | 0.0   | 0.0  | 0.1   | 0.0  | 0.0    | 0.0          | 0.4                    | 0.4                   | 0.0            | 0.1      | 0.5  |
|              | 現地通貨建て新興国ソブリン債         | 6.3        | 13.0        | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.7  | 0.9   | 0.7  | 0.8    | 0.8          | -0.1                   | 0.3                   | 0.8            | 0.0      | -0.2 |
|              | 新興国ソブリン債               | 6.0        | 11.9        | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.7  | 0.8   | 0.6  | 0.9    | 0.8          | 0.0                    | 0.3                   | 0.9            | -0.2     | -0.2 |
|              | 新興国社債                  | 6.9        | 12.7        | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.7  | 0.8   | 0.6  | 0.9    | 0.9          | -0.2                   | 0.2                   | 0.9            | -0.2     | -0.2 |
| アジア債券        | 6.8                    | 11.2       | 0.8         | 0.8     | 0.8            | 0.6   | 0.7  | 0.6   | 0.8  | 0.9    | -0.2         | 0.1                    | 0.9                   | -0.2           | -0.2     |      |
| オルタナティブ      | コモディティ                 | 4.7        | 21.2        | 0.7     | 0.7            | 0.7   | 0.5  | 0.6   | 0.4  | 0.8    | 0.5          | -0.5                   | 0.0                   | 0.7            | -0.2     | -0.4 |
|              | 金                      | -0.4       | 12.1        | 0.3     | 0.2            | 0.2   | 0.1  | 0.4   | 0.3  | 0.4    | 0.3          | 0.0                    | 0.1                   | 0.3            | 0.0      | 0.0  |
|              | REIT                   | 7.4        | 23.9        | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.6  | 0.6   | 0.5  | 0.8    | 0.6          | 0.0                    | 0.4                   | 0.7            | -0.2     | -0.1 |
|              | ディストレスト                | 9.9        | 21.0        | 0.9     | 0.9            | 0.9   | 0.7  | 0.8   | 0.6  | 0.9    | 0.7          | -0.2                   | 0.3                   | 1.0            | -0.2     | -0.3 |
|              | CLO (シニア)              | 4.9        | 10.7        | 0.5     | 0.5            | 0.5   | 0.5  | 0.3   | 0.3  | 0.5    | 0.7          | -0.4                   | -0.2                  | 0.5            | -0.1     | -0.2 |
|              | CLO                    | 6.5        | 14.6        | 0.6     | 0.6            | 0.6   | 0.6  | 0.4   | 0.3  | 0.6    | 0.6          | -0.2                   | 0.1                   | 0.6            | -0.1     | -0.2 |
|              | ヘッジファンド                | 6.7        | 13.8        | 0.8     | 0.8            | 0.8   | 0.8  | 0.7   | 0.6  | 0.9    | 0.9          | -0.4                   | -0.1                  | 0.9            | -0.2     | -0.4 |
|              | プライベート・クレジット           | 9.0        | 16.1        | 0.7     | 0.7            | 0.7   | 0.6  | 0.6   | 0.5  | 0.8    | 0.8          | -0.5                   | -0.2                  | 0.8            | -0.2     | -0.4 |
|              | グローバル・プライベート不動産        | 7.8        | 15.7        | 0.6     | 0.6            | 0.6   | 0.5  | 0.5   | 0.4  | 0.7    | 0.7          | -0.3                   | -0.1                  | 0.7            | -0.2     | -0.2 |
| プライベート・エクイティ | 7.8                    | 26.1       | 0.9         | 0.9     | 0.9            | 0.7   | 0.8  | 0.7   | 0.9  | 0.8    | -0.4         | 0.1                    | 0.8                   | -0.3           | -0.4     |      |

上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の運用成果を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証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・サービスズ・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、クリフウォーター、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、J.P.モルガン・チェース、MSCI、NCREIF、S&P。出所に関する追加情報については、巻末の追加ディスクロージャーをご参照ください。2024年1月時点。資本市場見通しの具体的な予測及び使用したインデックスの一覧については、後掲のメソドロジー及び参照インデックスをご確認ください。

# リターン見通し、ボラティリティ、相関マトリックス (日本円ベース)



→ 相関

|              |                        | 債券       |                |          |       |       | オルタナティブ |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|--------------|------------------------|----------|----------------|----------|-------|-------|---------|-----|------|---------|-----------|-----|---------|--------------|-----------------|--------------|
|              |                        | 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 | アジア債券 | コモディティ  | 金   | REIT | ディストレスト | CLO (シニア) | CLO | 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 | プライベート・エクイティ |
| 株式           | 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                  |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 中国株式                   |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 実物資産株式                 |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
| 債券           | グローバル・アグリゲート           |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | グローバル・アグリゲート (為替ヘッジ付き) |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | グローバル投資適格社債 (為替ヘッジ付き)  |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 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                   |          |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 日本投資適格社債               | 1.0      |                |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 現地通貨建て新興国ソブリン債         | 0.0      | 1.0            |          |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 新興国ソブリン債               | 0.0      | 0.8            | 1.0      |       |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 新興国社債                  | 0.0      | 0.8            | 1.0      | 1.0   |       |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
| オルタナティブ      | アジア債券                  | 0.0      | 0.8            | 0.9      | 1.0   | 1.0   |         |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | コモディティ                 | 0.0      | 0.6            | 0.5      | 0.6   | 0.5   | 1.0     |     |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | 金                      | -0.1     | 0.4            | 0.4      | 0.3   | 0.3   | 0.4     | 1.0 |      |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | REIT                   | 0.1      | 0.6            | 0.7      | 0.6   | 0.6   | 0.5     | 0.2 | 1.0  |         |           |     |         |              |                 |              |
|              | ディストレスト                | 0.1      | 0.8            | 0.8      | 0.9   | 0.8   | 0.7     | 0.2 | 0.8  | 1.0     |           |     |         |              |                 |              |
|              | CLO (シニア)              | 0.0      | 0.4            | 0.5      | 0.6   | 0.6   | 0.4     | 0.0 | 0.4  | 0.4     | 1.0       |     |         |              |                 |              |
|              | CLO                    | 0.0      | 0.5            | 0.6      | 0.6   | 0.6   | 0.4     | 0.1 | 0.4  | 0.5     | 0.8       | 1.0 |         |              |                 |              |
|              | ヘッジファンド                | -0.1     | 0.7            | 0.8      | 0.9   | 0.9   | 0.7     | 0.3 | 0.6  | 0.8     | 0.7       | 0.7 | 1.0     |              |                 |              |
|              | プライベート・クレジット           | -0.2     | 0.6            | 0.8      | 0.8   | 0.9   | 0.6     | 0.3 | 0.5  | 0.7     | 0.7       | 0.6 | 0.9     | 1.0          |                 |              |
|              | グローバル・プライベート不動産        | -0.1     | 0.5            | 0.6      | 0.7   | 0.7   | 0.6     | 0.3 | 0.6  | 0.6     | 0.5       | 0.4 | 0.8     | 0.8          | 1.0             |              |
| プライベート・エクイティ | -0.1                   | 0.8      | 0.8            | 0.8      | 0.8   | 0.7   | 0.3     | 0.6 | 0.8  | 0.5     | 0.6       | 0.9 | 0.8     | 0.7          | 1.0             |              |

上記の予想は例示のみを目的としたもので、将来の運用成果を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証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・サービスズ・リミテッド、ケンブリッジ・アソシエイツ、クリフウォーター、FTSE/ラッセル、HFR、ICE BofA、J.P.モルガン・チェース、MSCI、NCREIF、S&P。出所に関する追加情報については、巻末の追加ディスクロージャーをご参照ください。2024年1月時点。資本市場見通しの具体的な予測及び使用したインデックスの一覧については、後掲のメソドロジー及び参照インデックスをご確認ください。

## メソドロジー

# 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、平均ロールダウン、バリュエーションの変化がもたらす平均リターンの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、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で該当するデュレーション年限の利回りに、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。

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

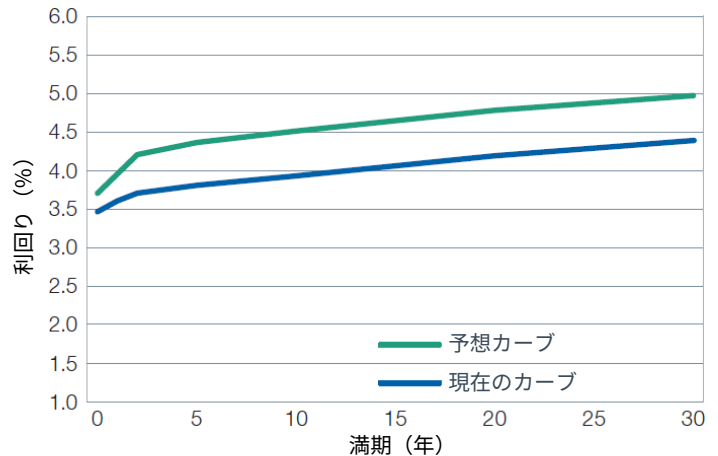
### 利回り変化

利回り変化は、直接利回りと予想利回りとの変化幅の平均値です。

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



### 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基づき、次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利回りを推計します。

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

- 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。

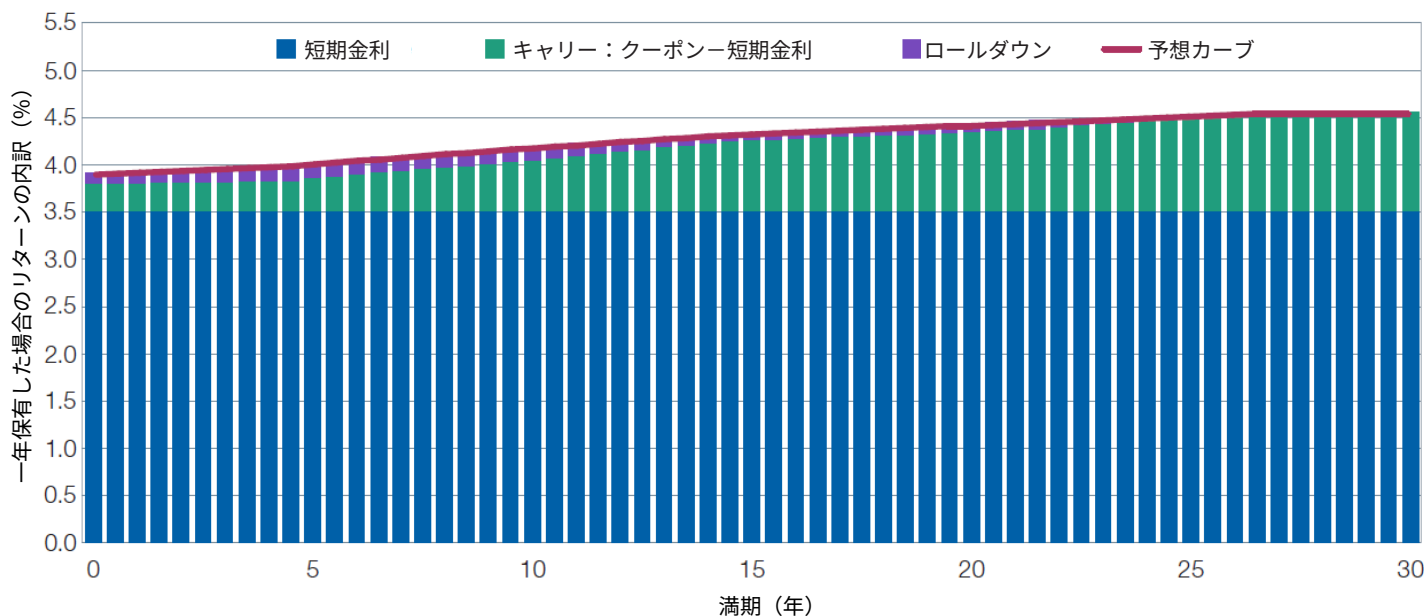
$$\text{年平均ロールダウン利回り変化幅} = (\text{平均ロールダウン利回り} - \text{平均利回り}) \div 5$$

- 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。

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



## 国債のキャリアとロールダウン



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。

### 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 x 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化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。

### スプレッドのキャプチャー・レシオについての注記

当社の予測では、インプットとしてデフォルト率と回収率の推定を明示的には使用していません。その代わりに、格下げやデフォルトによる信用損失を反映させるため、各資産クラスのスプレッドのキャプチャー・レシオを予測しています。このスプレッドのキャプチャー・レシオは、ある資産クラスが現在のスプレッド・レベルに比して将来もたらすと予想される超過リターンの割合です。これらの予測は、各セクターの現在の信用力、過去のスプレッドのキャプチャー・レシオ、投資家の将来予測に基づいています。

### 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、インフレ率の予期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します。予期せぬインフレ率によるリターンは、(弊社の5年インフレ率予想ー現在の5年インフレ率コンセンサス予想) x 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。





## メソドロジー

### 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、各市場予想の融合によりグローバル株式全体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年間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。

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

## メソドロジー

### 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）
- 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）

### 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価格水準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。

弊社は、各資産クラスのプレミアムに対するエクスポージャーの推定にヒストリカル・データを使用しています。また、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定量化し、各投資対象のベータ値に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。

### 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。



## 追加メソドロジー

### 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・アセットの各部門でシニアのポートフォリオ・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、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、専門分野に関する知見だけでなく、他の分野に関しても見方を提供することが求められます。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

過去の実証研究によれば、短期的（数日から数ヵ月）にはボラティリティはクラスター化し、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

弊社では、先進国通貨は相互に相対リターンを生まないと仮定しています。このアプローチは、カバーなし金利平価、すなわち、2国間の名目金利差によって、高金利通貨は低金利通貨に対して将来的に減価する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。一方で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、外貨建て投資適格の債券をヘッジせずに保有する場合よりも、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<br>(算術平均) |
|----------|----------------------------|
| 株式リスク    | 5.5%                       |
| 小型株      | 1.0%                       |
| 投資適格社債   | 0.5%                       |
| デフレーション  | 1.0%                       |



## 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 Index                                  |                                  |
|                 | グローバル株式 (除く日本)                                       | MSCI Kokusai Index                               |                                  |
|                 | 先進国株式  | MSCI World Index                                 |                                  |
|                 | 日本株式   | MSCI Japan Index                                 |                                  |
|                 | 新興国株式  | MSCI Emerging Markets Index                      |                                  |
|                 | 中国株式   | MSCI China Index                                 |                                  |
| 債券              | 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 Index                 |                                  |
|                 | グローバル・アグリゲート (為替ヘッジ付き)                               | Bloomberg Global Aggregate (Hdg) Index           |                                  |
|                 | グローバル投資適格社債 (為替ヘッジ付き)                                | Bloomberg Global Aggregate Corporate (Hdg) Index |                                  |
|                 | グローバル・ハイイールド社債                                       | Bloomberg Corporate High Yield Index             |                                  |
|                 | 円キャッシュ   | Bloomberg Japan Treasury Bills 1-3 Months Index  |                                  |
|                 | 日本国債   | Bloomberg Japan Treasury Index                   |                                  |
|                 | 日本投資適格社債   | Bloomberg Japan Aggregate Corporate Index        |                                  |
|                 | 現地通貨建て新興国ソブリン債                                       | JP Morgan GBI – EM Global Diversified Index      |                                  |
|                 | 新興国ソブリン債   | JP Morgan EMBI Global Diversified Index          |                                  |
|                 | 新興国社債  | JP Morgan CEMBI Index                            |                                  |
|                 | アジア債券  | JP Morgan Asia Credit Index                      |                                  |
|                 | オルタナティブ  | コモディティ   | Bloomberg Commodity Index        |
|                 |  | 金  | S&P GSCI Gold Total Return Index |
|                 |  | REIT   | FTSE EPRA/NAREIT Developed Index |
| ディストレスト         |  | ICE BofA CCC & Lower                             |                                  |
| CLO (シニア)       |  | Palmer Square Senior CLO Debt Index              |                                  |
| CLO             |  | Palmer Square CLO Debt Index                     |                                  |
| ヘッジファンド         |  | HFRI Fund of Funds Composite Index               |                                  |
| プライベート・クレジット    |  | Cliffwater Direct Lending Index                  |                                  |
| グローバル・プライベート不動産 |  | NCREIF Property Index                            |                                  |
| プライベート・エクイティ    | Cambridge Associates LLC Global Private Equity Index |  |                                  |

## 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・エコノメトリックス、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・エコノメトリックス、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、ペン・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定に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。予想に影響を与える要素には以下等があげられますが、これらに限定されるものではありません。

#### 政治経済情勢

金融市場のパフォーマンス

金利水準

法令や規則の変更

株式への投資は株式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可能性があります。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、該当セクターから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、財務的リソースが限定的であることが多いため、大規模な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。ハイイールド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可能性があります。また、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。

HFRウェブサイトおよびHFRデータベース製品に掲載されているすべてのデータおよびコンテンツは、情報提供および個人的な使用のみを目的としています。HFRのウェブサイト、HFRデータベース製品、およびそれらから生成されるレポートで提供されるトータル・リターン・データは、非営利目的の内部利用のみを目的としています。データは、投資商品または金融商品との関連で使用するのに十分、包括的、または承認されたものではありません。利用者は、HFRとの書面による別個の契約がない限り、データを複製、再配布、販売、再送信、または第三者に利用可能にすること、あるいはその他のいかなる商業目的または公共目的にも使用することはできません。HFRデータ、HFRマークおよび名称、および/またはHFR指数名称を使用するには、HFRからの書面によるライセンスが必要です。これには、投資商品および金融商品（かかる商品または金融商品がHFR指数に基づいているか、HFR指数にリンクしているか、またはHFR指数に追従しているかにかかわらず）、投資商品および金融商品の名称、目論見書、マーケティング、および公的または商業的に配布されるその他の資料、ベンチマーク目的、およびSEC、政府または規制当局への届出における使用が含まれますが、これらに限定されません。詳細は、HFRまでお問い合わせください：INDICES@HFR.COM

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、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・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。

ロンドン証券取引所グループおよびそのグループ企業（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、投資および承認は受けておりません。

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 © 2024, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。



## 主なリスク及び重要情報②

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。

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ずれの情報、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おらず、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。

**ティー・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、説明と情報提供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定に基づくもので、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ものではなく、将来の運用成果を保証する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広範なインデックスによって代表されており、投資家が容易に認識できる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します。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場合があります。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

### 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）の逓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

202404-3518235

