Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022年9月12日

各資産クラスの中期期待リターンの推計

本レポートでは中期的な期待リターンとして、株式と債券の今後10年間の名目リターンの推計を試みています。また、当該期待リターンとボラティリティの比率も示します。

2022年前半の株式・債券市場の調整は非常に大きなものとなりました。結局のところ、債券の利回りが今や上昇し、株式のバリュエーションが低下したため、中期的なパフォーマンスの見通しが改善されました。

各金融資産の長期的なベースラインとなるリターンの仮定を置き、バリュエーションが平均値へ回帰するとして調整を加えます。経済シナリオは使用せず、典型的な経済サイクルが10年間続くと仮定します。

名目期待リターンに関する前提

1802年から2012年まで、米国株式への投資は実質ベースで年率約6.6%のトータルリターンを生み出しているとの研究があります。また、他の研究結果も考慮し、検討したすべての株式市場の長期期待リターンを一律に実質年率6.0%と仮定します。中期期待リターンの推計には、これに2つの調整を加えます。一つは株式市場のバリュエーションで、もう一つは企業の利益率の水準を考慮する必要があります（付録参照）。ここでは、株式市場のバリュエーションと利益率の両方が、推計対象期間中に過去の平均値に回帰すると仮定します。

債券市場については、実質金利をバリュエーションの指標として想定します。ただし、ここでは、実質金利が中期的に過去の平均値に戻ることではなく、対象地域となる経済の成長トレンドに近似することを想定します。成長トレンドは、中期的に実質金利を生み出す基礎となります。

一方、投資適格社債、ハイ・イールド債券、新興国債券については、スプレッドのリターンが過去の平均値に回帰することを想定します。また、平均的なデフォルト率や回収率も考慮します。

名目リターンを計算するために、インフレ期待（インフレスワップ）を用いて株式と債券の実質リターンの推計値に調整を加えます。

最後に、外貨建て金融資産の期待リターンをユーロベースに変換するため、為替ヘッジコストを試算します。為替ヘッジは原則として10年間にわたり3ヵ月ごとに定期的にロールするものとします。従って、為替ヘッジコストは、今後10年間の平均的な期待3ヵ月金利差から算出されます。

カバー無し金利平価説では，為替ヘッジを行う場合と行わない場合の外貨建て投資のパフォーマンスは，中期的にはほとんど変わらないことを示唆しています。

中期名目リターンの推計値（単位：%） ユーロ*

Asset class	Index	Over 10 years p.a.
Shares USA	MSCI USA	2.7
Shares Europe	MSCI Europe	5.9
Shares Japan	MSCI Japan	4.9
Shares China	MSCI China A	8.5
Shares Emerging Markets	MSCI Emerging Markets	8.7
Money market	ECB key interest rate	1.3
Government bonds Germany	ICE BofA Government Index	1.5
Eurozone government bonds	ICE BofA Government Index	2.2
Government bonds USA	ICE BofA US Treasury Index	2.3
Corporate bonds Eurozone	BofA Merrill Corporate Bond Index	4.0
Corporate bonds USA	BofA Merrill Corporate Bond Index	4.5
High-yield bonds Eurozone	BofA Merrill Lynch High Yield Index	5.9
High-yield bonds USA	BofA Merrill Lynch High Yield Index	6.0
Emerging Markets government bonds in USD	ICE BofA US Emerging Markets Ext. Sov. Index	6.4

* 為替ヘッジコストを考慮

出所: リフィニティブ・データストリーム、ICE、MSCI、メッツラー

2022年6月30日現在

国債、投資適格社債、ハイ・イールド債券、株式にはボラティリティに大きな差が存在

ボラティリティはリスクの尺度です。どのような投資家でも、年率リターンが3%で、かつ各年のリターンが2%から4%の間で変動する資産と、同じ年率リターンで各年のリターンが20%から-10%の間で変動する資産であれば、前者を好むでしょう。

国債は最も安全な資産と考えられています。景気循環の中で政策金利が変動すれば、国債価格も変動しますが、投資家にとって本当のリスクはインフレです。それでも、歴史的に見れば、国債のボラティリティは他資産に比べ最も低水準に留まります。米国では、1980年以降、国債のボラティリティが低下傾向にありましたが、これはインフレリスクの低下の結果と考えられます。1980年以降のボラティリティは平均年率5.0%でした。

投資適格社債は、企業がデフォルトした場合には、回収率次第で投資家は損失を被るため、国債よりもリスクが高いものです。米国投資適格社債のボラティリティは、1980年以降、平均年率5.9%でした。ハイ・イールド債券は、デフォルト率が高く、平均回収率も低いため、1980年以来、ボラティリティは平均年率8.9%となっています。

株式投資家は、賃金、利払い、納税など一連のコスト計上後の利益を得る権利しかないため、最大のリスクを負

っています。また、倒産した場合には、全損することも多い。1970年以降、米国株式（MSCI USA）のボラティリティは平均年率15.4%でした。

株式は国債や社債よりも大幅にボラティリティが高い
平均年率ボラティリティ（単位：パーセント）

	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2009	2010–2019	Since 2020	Total
MSCI USA	15.8	16.4	13.4	16.5	12.5	20.8	**15.4**
MSCI Europe	14.1	15.6	15.3	17.3	11.7	17.7	**15.1**
MSCI Japan	16.9	15.8	22.5	18.2	16.9	15.7	**18.2**
MSCI China				32.5	23.7	18.5	**27.2**
MSCI Emerging		22.5	24.6	25.5	17.1	19.2	**22.5**
ICE Gov Ger		3.3	3.2	3.4	4.3	4.8	**3.8**
ICE Gov Euro		3.6	4.0	3.4	4.3	5.1	**4.0**
ICE Gov USA		6.0	5.3	5.0	3.8	5.3	**5.0**
ICE Corp Euro			3.4	3.4	3.0	6.4	**3.7**
ICE Corp USA		6.4	5.7	6.4	4.0	8.9	**5.9**
ICE HY Euro			12.5	15.1	6.8	12.0	**11.8**
ICE HY USA		5.6	7.7	11.9	5.8	11.6	**8.9**
ICE EM			20.5	10.5	6.1	12.7	**13.2**

出所: リフィニティブ・データストリーム、ICE、MSCI。メッツラー

中央銀行の大規模な介入により2019年まで低ボラティリティを実現

2010年から2019年にかけて、ほとんどの金融市場においてボラティリティの低さが際立っていました。明らかに、中央銀行の広範な介入がボラティリティを抑制しました。ボラティリティは今後も低いままである可能性がありますが、金利やリスクプレミアムのわずかな変化でさえ、現在の低金利環境では、理論的には株式や債券に大きな価格変動をもたらします。2020年の株式相場の急回復は、これが単なる理論ではないことを示しています。従って、中央銀行の介入にもかかわらず、ボラティリティが再び過去の平均値に向かって上昇することを想定します。ここでは、10年間の中期期待リターンを過去のボラティリティとの関係で整理します。

中期期待リターンの推計値*と過去のボラティリティとの比率

Asset class	Index	Historic	About 10 years p.a.
Shares USA	MSCI USA	0.7	0.2
Shares Europe	MSCI Europe	0.6	0.4
Shares Japan	MSCI Japan	0.4	0.3
Shares China	MSCI China A	0.2	0.3
Shares Emerging Markets	MSCI Emerging Markets	0.4	0.4
Money market	ECB key interest rate	–	–
Government bonds Germany	ICE BofA Government Index	1.3	0.4
Government bonds Eurozone	ICE BofA Government Index	1.4	0.5
Government bonds USA	ICE BofA US Treasury Index	1.1	0.5
Corporate bonds Eurozone	ICE BofA Corporate Bond Index	1.1	1.1
Corporate bonds USA	ICE BofA Corporate Bond Index	1.1	0.8
High-yield bonds Eurozone	ICE BofA High Yield Index	0.4	0.5
High-yield bonds USA	ICE BofA High Yield Index	0.8	0.7
Emerging Markets government bonds in USD	ICE BofA US Emerging Markets Ext. Sov. Index	0.6	0.5

* 為替ヘッジのコストを考慮

出所: リフィニティブ・データストリーム、ICE、MSCI、メッツラー

2022年6月30日現在

付録

株式投資の実質トータルリターンは、以下のように分解することができます。

1) 株価収益率(PER)の変化
2）1株当たり利益(EPS)の変化

- 実質売上高成長率
- 利益率の変化
- 発行済株式数の変化（例えば自社株買いなど）

3）配当利回り

長期的には、株式投資の実質リターンは、当該企業の株主資本利益率に対応するものとなります。企業は、その株主資本利益を、配当、自社株買い、再投資に充てることができます。したがって、（再投資の結果としての）実質売上高成長率、自社株買い等による発行済株式数の変化、配当利回りの合計は、長期的には株主資本利益率に等しくなければなりません。ここでは、地域を問わず長期的に6%の自己資本利益率を生み出すと仮定します。自己資本利益率は実質値です（実質売上高成長率＋発行済み株式数の変化＋配当利回り＝一定＝6%）。

また、PERや利益率は、20年以上という非常に長い期間でみれば横ばいで推移する傾向があります。しかし、10年単位では、利益率もPERも一定ではなく変動します。ここでは，現在値の平均からの乖離が10年かけて修正されるという単純化された仮定を用いています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W22-032