

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年8月3日

中期リターン予想のアップデート

中期的なリターン予想の7年を景気の一サイクルとする保守的な予想に、14年を景気の一サイクルとする景気循環長期化シナリオを追加。すなわち、より長期のシナリオでは平均への回帰の調整プロセスは14年とより長い期間を想定しているが、保守的シナリオでは7年の想定。

年初と年央には通常、各資産クラスの中期的なリターン予想をアップデートしています。その際には、各資産クラスの基本的なリターン創出力を推定し、そのバリュエーションの平均への回帰で調整します。景気予測は考慮に入れていません。実際のところ、保守的なシナリオでは典型的な景気サイクルは7年と仮定していますが、景気循環長期化シナリオでは14年と仮定しています。景気循環長期化シナリオを今回から追加するようにしたのは、第二次世界大戦以降、景気循環が長期化しているエビデンスが増えてきているためです。

1802年から2012年までの間、米国株式の投資家は、年平均で6.6%程度の実質トータルリターンを得ていました。中期リターン予想の対象としたすべての株式市場について長期的なROE（自己資本利益率）を一律に6.0%と想定していますが、これも他の研究に基づいています。ROEから株式のリターン予想に移行するには、2つの調整が必要です。すなわち、一方では株式市場の評価（PER）を考慮する必要があり、他方では企業の利益率の水準を考慮する必要があります。株式市場での評価と企業の利益率の両方が過去平均に回帰すると仮定しています。

債券市場については、実質金利を評価の基準としています。ただし、ここでは、実質金利が中期的に過去平均に回帰すると仮定しているのではなく、対象となる経済の成長トレンドに近似したものとなると仮定しています。なぜなら、成長トレンドは、中期的には実質金利を生み出す基盤となるものだからです。一方、社債、ハイイールド債、エマージング債については、スプレッドが過去平均に回帰すると仮定しています。また、平均的なクレジットデフォルト率や回収率も考慮しています。最後に、外貨建て投資の期待リターンをユーロ換算するための為替ヘッジ・コストを推定します。原則として、為替ヘッジは7年間ないしは14年間にわたり、3ヶ月ロールで行うとの想定です。

このため、為替ヘッジのコストは、7年間ないしは14年間のユーロと外貨の3ヶ月金利の平均金利差予想から算出されます。カバーなし金利平価説は、中期的には、為替ヘッジを行っている外貨投資とヘッジを行っていない外貨投資とでは、パフォーマンスに大きな差はないことを示唆しています。

今後7年間および14年間の平均名目リターン予想*（ユーロ建て、%）

起点：2020年6月30日

資産クラス	指数	7年 年率換算	14年 年率換算
米国株	MSCI 米国	0.8	4.4
欧州株	MSCI ヨーロッパ	7.6	7.8
日本株	MSCI 日本	10.1	9.1
新興国株	MSCI エマージング	11.3	9.7
短期金融市場	ECB政策金利	0.1	0.6
ドイツ国債	ICE BofA Government Index	-2.8	0.1
欧州国債	ICE BofA Government Index	-2.3	0.7
米国債	ICE BofA US Treasury Index	-1.6	0.8
欧州社債	BofA Merrill Lynch Corporate Bond Index	0	1.8
米国社債	BofA Merrill Lynch US Corporate Bond Index	0.9	2.3
欧州ハイイールド債	BofA Merrill Lynch High Yield Index	1.5	3.9
米国ハイイールド債	BofA Merrill Lynch US High Yield Index	3.9	5.0
米ドル建て新興国債券	ICE BofA US Emerging Markets Ext. Sov. Index	1.6	3.9

* 為替ヘッジのコストを考慮したユーロ建ての場合

出所：トムソン・ロイター・データストリーム、BofAメリルリンチ、MSCI、メッツラー

エドガー・ヴァルク
メッツラー・アセット・マネジメント
チーフエコノミスト

追記

株式投資のトータルリターンは、以下の構成要素に分解することができます。

- PER（株価収益率）の変化
- EPS（1株当たり利益）の変化
 - －売上高伸び率
 - －売上高 利益率の変化
 - －発行済株式数の変化（とりわけ、自己株式の取得等によるもの）
- 配当金

企業は、自己資本を投下して行った事業から得られた収益（ROE）を、自社株買戻し、配当金支払い、再投資（将来的な売上高の伸びにつながる）に振り分けることができます。世界の企業の長期的な ROE は 6% と想定しています。ここでの ROE はインフレ率控除後の実質ベースの数字です。また、企業の PER や売上高利益率は、非常に長期間で見ると、横ばいとなる傾向があります。したがって、自社株買いによる株価リターンの向上、配当利回り、実質売上高の伸び率を合計したものは、長期的には 6% に相当するはずですが、しかし、7 年ないしは 14 年の間には、売上高利益率や PER は一定ではなく変動します。単純化のために、今日の平均からの乖離は、7 年ないしは 14 年かけて再び修正されると仮定しています。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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害について一切責任を負いません。
- 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。
- 本資料で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。
- 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。
- 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。

W20-014

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