

2019 Long-Term Capital Market Assumptions

第23回年次レポート | エグゼクティブ・サマリー



要旨

Long-Term Capital Market Assumptions(LTCMA)とは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが今後10～15年の見通しに基づき、60もの資産クラスや戦略について、10以上の通貨における期待リターンや想定ボラティリティ、相関係数を算出するものです。本稿では、世界経済の今後10～15年の見通しや各資産クラスの期待リターン算出の背景について説明します。主要なポイントは以下の通りです。

- 今後10～15年の世界の実質GDP成長率見通しは年率2.5%で、昨年対比で横ばいとなりました。いくつかの国では多少の調整を加えたものの、長期的な成長見通しは安定しており、リスクは上下にバランスがとっています。均衡状態における期待リターンは過去の基準に照らすと妥当な水準ですが、景気サイクルの逆風により、今後10～15年のリターン見通しは頭打ちとなつておらず、依然として厳しい環境といえるでしょう。
- 多くの国のGDP成長率は潜在成長率を上回っていますが、伸び代は残り少なく、資産価格のバリュエーションは上昇しています。長期目線の投資家は景気サイクル全体におけるリターンを重視すべきですが、それでも投資開始のタイミングが非常に重要なことも事実です。従来の投資の枠組みは市場リスクを反映していますが、流動性リスクのような要因は必ずしも把握できません。これは、景気サイクルの成熟期における実際のリターンに多大な影響を及ぼす可能性があります。
- 今回の債券リターンの見通しは、ここ1年で金融政策の正常化を受け金利が上昇した米国を中心に改善しています。世界的な株式リターンは横ばいですが、地域格差が見られることから、投資機会を生み出す可能性があるでしょう。
- オルタナティブ資産は、運用報酬の引下げとアルファ改善トレンドに下支えされるため、相対的に有望な分野です。
- 世界株式6対米国総合債券4のポートフォリオの期待リターンは小幅改善し、債券の期待リターンの上昇により、株式・債券の効率曲線は時計回りの方向に更に回転しています。他の地域では、効率曲線に大きな変化は見られませんでした。これは、米国の景気サイクルが成熟期にあることと、景気サイクルの地域間格差の両方を反映しています。米国債のシャープ・レシオは現在、過去10年間で初めて米国株式のそれを大幅に上回っています。
- 2019年のメッセージは「外れ値を管理せよ」です。これは、今回の景気サイクルの終盤を乗り切るために、伝統的な平均分散アプローチを超えて、新たな洞察を探ることを示唆しています。確かに、長期的には平均回帰の特性は市場における力強いドライバーとなります。しかしながら、それは確実なものではありません。現在、我々の置かれたいびつな状況が、明日には新たな均衡になり得ることに留意すべきでしょう。

(注)本稿で述べられている期待リターンは、原則として米ドルベースもしくは現地通貨ベースとなっています。

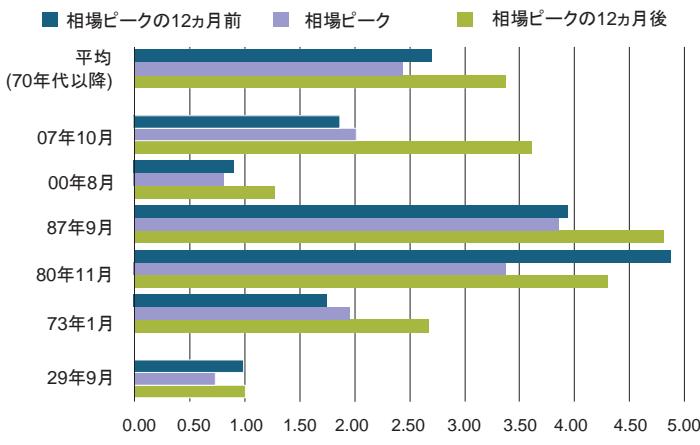
はじめに

投資家にとって、2019年は象徴的な年、場合によっては後世に影響を与える年になる可能性があります。米国の景気拡大が2019年半ばまで続いた場合、米国は景気サイクルの長さで新記録を樹立することになります。依然として豪州の27年(記録更新中)の景気拡大には及びませんが、それでも顕著な記録です。特に、今回の景気サイクルの特徴となっているいくつかの矛盾を考慮するとそのように言えるでしょう。先進国の政策金利は上昇していますが、G7の失業率が40年ぶりの最低水準になっているのと同じように、前回の景気サイクルの最低水準を依然として下回っています。S&P500の強気相場は最長記録であり、景気の底からピークまでの上昇は過去50年の強気相場平均の約2倍となっていますが、同時に世界株式については、過去の強気相場平均を約6%下回っています。そして最先端技術が地理的もしくは機能間の障壁を除去しつつある一方、貿易保護主義は、少なくとも短期的にはグローバル化を後退させる可能性があります。

当然のことながら、現在の長期に亘る景気拡大は、今回の景気サイクルが終了する時期についての様々な憶測を引き起こしています。景気サイクル終了のタイミングを完璧に捉えられる人は殆どおらず、そうした努力は徒労であると言えるでしょう。とはいっても、景気サイクルの成熟期の複雑さを理解し、弱気相場局面に備えることは、いつそれが生じようとも、不可欠な取り組みです。長期目線の投資家は、景気サイクルの予測できない変化を、自分自身にはあまり関係がない事柄と思うかも知れません。しかしながら、構造的テーマや均衡リターンの議論に焦点を当てなければ、結果的に投資家はその時々の相場環境のもとで市場に参入、または退出することになり、それが長期のパフォーマンスにさえも多大な影響を及ぼすことになります(図表1)。

投資の開始時期は長期間にわたるパフォーマンスにさえも影響を及ぼします。

図表1: 所与の開始時期からS&P500に投資した1ドルの10年後の価値



出所:ブルームバーグ、J.P.モルガン・アセット・マネジメント、データは2018年9月30日時点

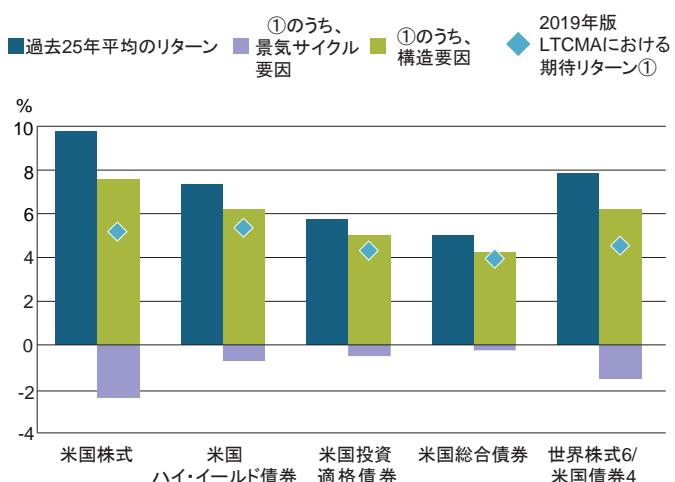
意思決定を行うにあたり、我々は、将来生じ得る可能性を直感的に加重しながら、実質的な平均値や中央値となるようなメインケースを形成しています。しかし、景気サイクルの終了、すなわち景気後退を議論することは、不連続性や、少なくとも当面は平均的な結果から外れた環境を予想することを暗に意味します。従来の金融市場の分析手段の大半は平均的な結果や平均回帰に固定されているため、景気サイクルの重要な転換点の全容を示さないかもしれません。

上記は、平均回帰の手法を放棄すべきだと言いたいのではありません。実際、LTCMAはこうした技法に基づいています。むしろ、景気サイクル全体のより良い洞察を得るためにには、これらの枠組みを補完し、平均回帰の仮定と限界を吟味すべきと考えています。結局、今回の景気サイクルが示しているように、各国の経済と市場が長期にわたり均衡から遠く離れる可能性があり、これらの均衡自体が静的とは言えない場合があると考えられます。

景気サイクルの成熟期を乗り切るには、投資家が平均値から離れた「外れ値」や「極値」にもしっかりと対処し、景気サイクルの転換点がどのような非線形の結果をもたらすかを評価することが要求されます。平均回帰が維持される時期と維持されない時期の精査も、当社が行ってきた幅広いテーマに基づく分析作業に紐づいています。我々が直面しているはっきりした不均衡のいくつかを探ること、そしてこれらが経済の骨組みにおいて構造的シフトを示す場合を認識することは、2019年版の4本のテーマ別レポート全てに共通するテーマです。

景気サイクルの逆風が強まっているにもかかわらず、長期的な楽観論を維持しています。世界株式6対米国債券4のポートフォリオのリターンは、債券リターンの上昇により小幅改善しています。

図表2: 主要資産の過去25年の平均リターンと2019年版の見通しの比較。後者について、構造(均衡)要因と景気サイクル要因に分解



出所:ブルームバーグ、データストリーム、J.P.モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ、データは2018年9月30日時点

昨年、当社は自らを構造要因に関しては楽観論者であるが、景気サイクル要因に関しては現実主義者であると評しました。今年、景気サイクルの逆風は強まりましたが、構造要因に関する楽観主義は後退しておらず、不透明感が増してきた際のポートフォリオの管理方法を熟考しています(図表2)。また、今回の景気サイクルの終了を早めるであろう要因の一部が、長期的な景気と投資環境に徐々にではあっても多大な影響を及ぼす可能性がある点にも留意しています。実際、景気サイクル自体は本来、変化するのが当然であり、それとともに景気後退の原因、そして救済策も変化していきます。中央銀行のバランスシートの債務水準と規模により、金融政策についての新たな課題が生じており、究極的には中央銀行の独立性を損ねると同時に、資本市場の構造が進展し、投資家にとってのリターンとリスクの新たな源泉が生成される可能性があります。

全体として見ると、経済成長と均衡金利の見通しを昨年からごくわずかに変更しています。インフレ上昇圧力はあまりなく、将来の景気サイクルにおいてもインフレ率が中央銀行の目標を下回ることが多くなると予想しています。このため、米国の予想インフレ率を小幅に引き下げています。単純なポートフォリオ(世界株式6対米国総合債券4)のリターンは5.25%から5.50%へと若干上昇していますが、これは債券リターンの上昇にのみ牽引されたものであり、景気サイクルの成熟期を迎えたより強い兆候と考えられます。中でも注目すべきは、米国債の想定シャープ・レシオが現在、過去10年で初めて米国株式のそれを大幅に上回っていることです。シャープ・レシオそのものを深堀りしても、特にレフト・テール・リスク¹のある資産や景気サイクルが成熟する時期に関する全容を掴むことは出来ませんが、現在の投資環境の特徴を理解することは可能です。

マクロ経済のテーマ – 外れ値を管理する

2019年版における今後10~15年の先進国の実質GDP成長率見通しは1.50%となり、前回予測から据え置きました。新興国の見通しは4.50%から4.25%に引き下げていますが、それでも、主要新興国²の見通しに変更はありません。全体では、世界経済の実質GDP見通しは2.50%で、昨年対比で横ばいであり、各國・地域の成長率の相対水準も殆ど変化はありません(図表3)。昨年と同様に、長期的な見通しはかなり安定しており、リスクについては、よく知られている人口動態による引き下げ要因と最先端技術主導の生産性向上による上昇余地が概ね均衡しています。

2019年の世界経済の成長見通しは低調ですが、概ね安定しています

図表3: マクロ経済想定(%)

	2019年想定		2018年想定		変化率(%ポイント)	
	実質GDP	コア・インフレ率	実質GDP	コア・インフレ率	実質GDP	コア・インフレ率
先進国	1.50	1.75	1.50	1.75	0.00	0.00
米国	1.75	2.00	1.75	2.25	0.00	-0.25
ユーロ圏	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.00
英国	1.25	2.00	1.25	2.00	0.00	0.00
日本	0.50	1.00	0.50	1.00	0.00	0.00
オーストラリア	2.00	2.50	2.00	2.25	0.00	0.25
カナダ	1.50	1.75	1.50	1.75	0.00	0.00
スウェーデン	1.75	1.75	1.75	1.75	0.00	0.00
スイス	1.25	0.50	1.25	0.75	0.00	-0.25
新興国*	4.25	3.50	4.50	3.50	-0.25	0.00
中国	5.00	2.75	5.00	2.75	0.00	0.00
インド	7.00	5.00	7.00	5.00	0.00	0.00
ブラジル	3.00	4.75	3.00	5.00	0.00	-0.25
ロシア	1.25	5.50	1.50	5.50	-0.25	0.00
世界全体	2.50	2.25	2.50	2.50	0.00	-0.25

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント、2017年9月30日および2018年9月30日時点の予想値

* 新興国については、算出対象の9カ国の数値から算出

米中間³の貿易摩擦は、関税の格差と同様にイデオロギーについても格差があるように思われ、現在の景気サイクルを超えたグローバル化の進路であると明確に定義できるかもしれません。米国の金融政策の正常化は世界の借り入れ状況を容赦なく逼迫させており、まだ景気サイクルの転機を早めてはいませんが、おそらく他の中央銀行が正常化に踏み切る前に(図表4)、世界経済において金融政策の面で半恒久的な違いが生じるリスクがあります。企業の借入比率(レバレッジ)自体は景気後退を引き起こさないかもしれませんが、化学反応を促進する形で、経済に対する高い債務水準が金融政策の伝達を長期的に複雑にする可能性があります。

しかしながら、景気後退のタイミングを計る試みと同様に、具体的なきっかけを正確に特定する試みは無駄な演習になります。その代わりに、リスクがどこに存在するか認識し、リスクがどのように変化し、構造的枠組みに影響を及ぼすかを検討することが2019年版のLTCMAのテーマ別レポートで焦点を当てている重要な分野です。

一つ目のレポートではこのトレンドを直接探っていきます。過去の景気後退の分析に注力し、将来の景気後退、および回復がどういう性質になり得るかを検討します。LTCMAの枠組みは、長期予想という特性から「景気サイクルに中立」になるよう設計されていますが、決して「景気サイクルを無視」するわけではありません。言い換えれば、本稿では景気サイクルのタイミングを計ろうとはしませんが、リターン見通しは投資開始の時期に左右されます。現在の世界経済が安定化していることは、不均衡が構築されるのにより長い期間を要することと合わせ、将来の景気サイクルがより長く緩やかになることを意味すると言ってよいでしょう。

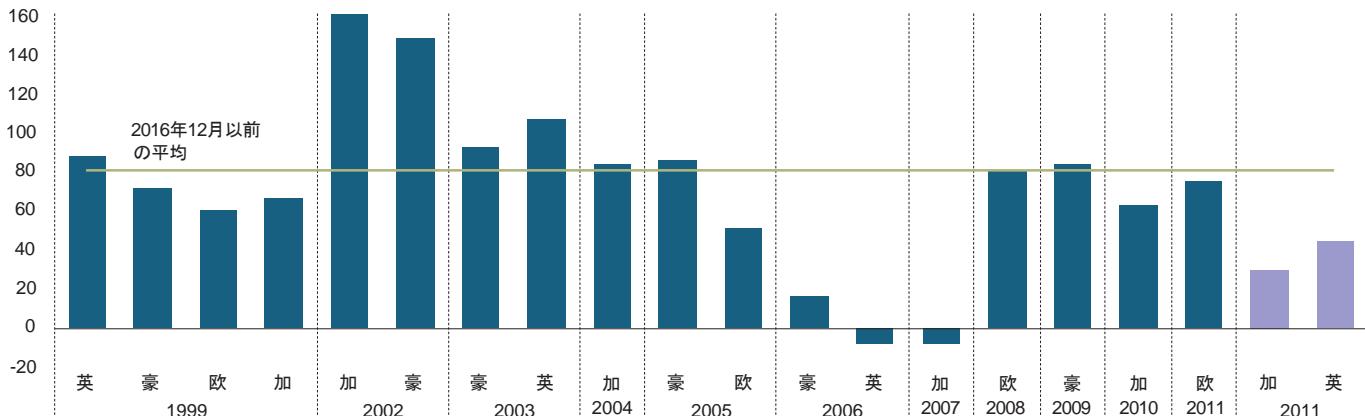
³ 他の貿易摩擦、例えば、NAFTAとEU間は関税交渉を通じて解決されることが見込まれますが、中国との貿易摩擦は本稿の執筆時点で、容易に解決されることはほぼないとみられます。

しかしながら、在庫サイクルの短縮化、銀行資本の改善、政府支出パターンの落ち着きにより、下振れリスクが抑えられていることと同様に、不振にあえぐ経済を刺激する手段も制限されており、過去にV字回復を促進した要因は影を潜めつつあります。このことは、より緩やかな景気回復と一段と独創性の高い金融政策を意味すると考えられます。つまり、中立金利に対して、今後10年間の政策金利は引き締めよりも緩和となる局面が多くなる可能性が高いと思われます。おそらく将来の景気拡大を安定させるためには、金融緩和の期間を長引かせる必要があるため、金利は長期的に過去よりも均衡を下回る水準にとどまるでしょう。

長期にわたる刺激策に依存した、より緩やかで長い景気サイクルを背景に、金利は低水準にとどまる可能性が高く、これが債務動向に大きな影響を及ぼす可能性があります。二つ目のレポートでは政府債務について、どうすればそれを削減できるのかと、政府が債務水準を引き下げる必要があるか、またそれを望むのかどうかを探っています。今後10～15年の見通し期間では、金利が低水準にとどまり中立金利を頻繁に下回る可能性が高いため、政府が債務水準に向き合うためのインセンティブがほとんどありません。これは単純に問題を先送りしているということですが、持続可能な債務水準や政策金利について、将来の予想を過去の平均を基準に考えると間違う可能性があることも意味しています。おそらく、もっと深い意味合いとして、政府債務水準の上昇と、その債務による中央銀行のバランスシートの拡大という二重の要因が重なって、中央銀行が独立性を保つ限界を超えてしまったのではないかとの疑問も投げかけています。

利上げサイクルは世界的に同時に発生することが多くあります。現在の米国の利回り曲線は、他の地域が利上げサイクルを開始する通常の水準よりも平坦化しています。

図表4: 主要中央銀行の利上げサイクルの開始時の米国の3ヵ月/2年債の利回り曲線(BPS)



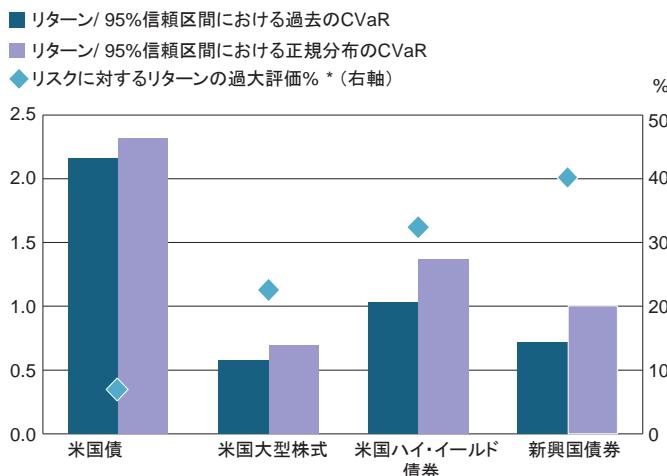
出所:ブルームバーグ、J.P. モルガン・アセット・マネジメント、データは2018年10月時点

三つ目のレポートは、金利の長期的な低下が上場株式市場の役割を、「資金調達」から、「キャッシュの分配」と「バランスシート管理」へ変化させることへの考察から始めます。現在では、企業の時価総額に拘わらず、開発資金を提供する私募(未公開)市場の規模と範囲は拡大しています。今日の大規模でアクセス可能な私募市場には、優れたリターンを提供する潜在力があるものの、流動性リスクがあり、適切なマネジャーのデューデリジェンスが求められます。非上場資産が投資家にとってのメイン・ストリームに移行したとしても、流動性リスクは—私募と一部の上場資産において—多くの投資家にとっての追加的な検討事項になり得ます。

シャープ・レシオのような一般的な投資概念は、特に市場がストレスを受ける時期において、流動性の問題を直接的にはほとんど考慮に入れません。しかし、CVaR(コンディショナル・バリュー・アット・リスク)やソルティノ・レシオ⁴等は流動性リスクを間接的に考慮します(図表5)。また、景気サイクルが成熟期に移行している局面では、市場リスクとともに流動性リスクを適切に評価することが重要です。長期的に見ると、上場株式のリターンは株主還元(配当及び自社株買い)に左右される可能性が高く、私募市場が投資家のリターン・ギャップと企業の資金調達ギャップを埋め合わせることになります。究極的には、投資家が将来のリターンを高めるためのリスクを分析する、新たなポートフォリオ構築ツールが必要になるでしょう。

リスクの平均水準とともにリスクの分布も考慮した測定が景気サイクルの成熟期には有効です

図表5:レフト・テール・リスクに焦点を当てたリスクに対するリターンの比率



出所:J.P. モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ、
2018年9月時点

* 通常の想定に基づくリターン/CVaRと過去の経験に基づくリターン/CVaRとの比率の差異。いずれのCVaR尺度も、95%信頼度区間で算出されます。

⁴ 条件付バリュー・アット・リスク(CVaR):ポートフォリオのテール・リスクの数値を測定するリスク評価尺度で、より損失に焦点を当て、発生確率の低いシナリオで役立ちます。ソルティノ・レシオは、超過リターンを下方偏差で割ることで、ダウンサイドのボラティリティを全体のボラティリティから分離し、シャープ・レシオの意味合いを向上させます。

景気サイクルを通じてポートフォリオを管理することの実用性が、最後のレポートの焦点です。歴史的な前例と少しばかりの謙虚さに基づくと、景気後退の理由やタイミングを正確に予測できる人はほとんどいないと言ってもいいでしょう。しかしながら、ポートフォリオに打撃をもたらすイベントを、合理的に分析することは可能です。例えば、過剰な利上げに起因するショックは、ロングオンリーの債券ファンドには打撃となります。債務主導ポートフォリオへの影響は相対的に少ないでしょう。また、企業の景況感と業績の低迷するシナリオでは、一般的に株式の保有が少ない欧州の個人投資家よりも、米国の個人投資家の方に大きな打撃を与えます。「外れ値」をもたらすエクスポート・ジャーナルの識別は、今回の景気サイクルの終盤を乗り切り、想定しているよりも魅力的な長期的リターンを確保するために、非常に有用だと思われます。

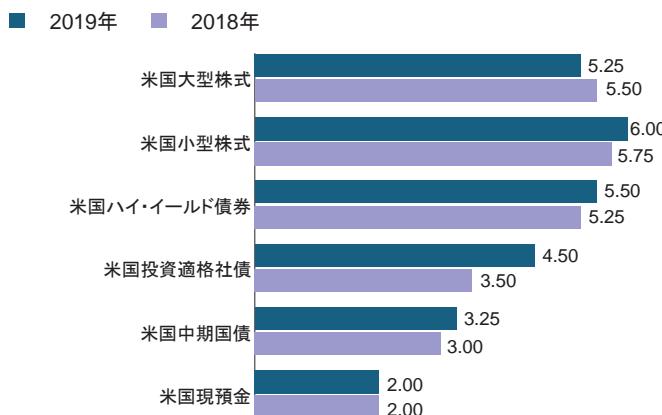
2019年の本稿の共通のテーマは、「短期的な不連続性の予想」と「長期的な不均衡への適応」です。そして当社は、依然として楽観的な見方を維持しています。

均衡状態にある⁵リターンの数値予想は、過去50年間の平均水準を幾分下回っていますが、現在の景気サイクルの逆風、すなわち投資の開始時期を調整した後では十分に健全です。平均値から離れた「外れ値」を管理するとは、平均的なリターン予想や正規分布に従うリスク・リターン特性を無視することを示唆しているのではなく、テール・リスクや流動性の欠如といった要因をより良く反映するために、従来の投資ツールを強化することを意味します。また、外れ値の管理とは、均衡値が锚の役割を果たすことを否定しているわけではありません。人口動態や金融政策、市場構造等の前例のないパターンなどの一部の要因が、長い期間にわたってフェア・バリューから逸脱させる可能性を示唆しています。

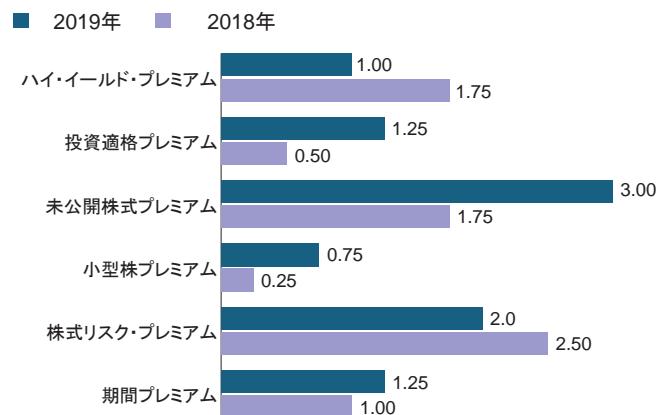
⁵ 「均衡状態にある」リターンの数値は、実勢市場レベルではなく、当社がフェア・バリューと考えるバリュエーション、利率、信用スプレッド、金利等の想定を置いた予想を示しています。

LTCMAにおける主要資産の期待リターン — 景気サイクル要因によるリスクが高まり、株式および高リスクのクレジット資産のリターンとリスク・プレミアムの重石となっています。

図表6:LTCMAにおける主要資産の期待リターン(%)



図表7:LTCMAにおける主要資産のリスク・プレミアム



出所:J.Pモルガン・アセット・マネジメント。2017年9月30日時点および2018年9月30日時点の予想値

主要資産クラスの見通し

今回の安定した長期的な経済見通しは、資産リターン見通しの変動の多くが2018年中の市場動向によって説明がつくため、均衡状態にある、かなり安定したリターンの見通しだと言い換えられます(図表6と7)。グローバルに見ると、株式リターンの見通しは昨年比でほぼ横ばいですが、国債のリターンの見通しは小幅上昇しています。地域別では、主に2018年の株式市場を米国がリードしたことと、米国で政策金利の正常化がより進展していることを反映して、国・地域毎の格差がみられました。

米国債の想定シャープ・レシオは現在、米国株式のそれを上回っており、景気サイクルの成熟期に位置していることと符合しています。おそらく重要であろう事実は、米国債のシャープ・レシオが、リターンの上昇よりも金利ボラティリティの低下によって大幅に上昇していることです。これは、今回の景気サイクルで経験している過剰な金融緩和の余波なのかもしれません。しかし、他の大半の地域では、株式シャープ・レシオが依然として国債のそれを上回っています。これは、多くの国でまだ金融政策の正常化が見られていないためです。2019年に長期的な世界経済見通しを判断する際に投資家が直面する難題は、米国市場のパターンがどの程度世界のリスク選好を支配するか — ひいては、米国がどの程度グローバル全体の景気サイクルのテンポを決めるか — を判断することでしょう。

債券 – 利回り曲線のフラット化、利回りの低下

米国の金融政策の正常化は緩やかに着実なペースで続いているます。本稿の執筆時点で、米国の短期金利と10年債利回りは当社の均衡金利の推定値に近くなっています。短期金利は今回の景気サイクルの期間により一層上昇しますが、10年債利回りに上振れリスクはありません、金利の絶対水準が過去より低いにもかかわらず、今回の景気サイクルの終了時に、利回り曲線がフラット化する可能性が高いと予想しています。今後10~15年の構造的な状況として低水準の金利と利回り曲線のフラット化を予想しますが、この見解は、当社のハト派的インフレ率見通しと、将来、景気サイクルが引き伸ばされた場合に予想される景気刺激策の期間延長を反映しています。

米国では金融政策の正常化は十分に進んでいますが、他の地域ではそうでないため、米国以外の利上げサイクルが開始する前に、今回の景気サイクルが終了するかもしれないというリスクがあります。すなわち、現在の景気サイクルにおける一時的な違いが、景気サイクルを超えた構造的な違いに発展する公算が高まっています。一部地域での均衡金利の低下の見通しと金融政策の正常化⁶は、世界の国債のリターン見通しが昨年よりも小幅に上昇することを意味します。クレジット債券と新興国債券は債券ユニバースのなかでは、最も高いリターンを提供すると見られます。しかしながら、明らかに良好なシャープ・レシオと控え目な想定ボラティリティは、市場にストレスがかかる状態で現れるであろう流動性リスクを必ずしも掴み切れていない点には警戒が必要です。

⁶ 米国の金融政策の正常化は、米国債券にとってより有利な投資タイミングをもたらしていますが、まだ正常化を開始していない地域(欧州など)にとっては、依然として今後の正常化プロセスは債券リターンに対する低下圧力となっています。

株式 – ピークを超え、リターンは安定

2019年の株式リターンの見通しは、主に前年の地域別リターンの格差を反映しています。米国株式は、2018年の見通しを25ベーシス・ポイント(bps)下方修正して5.25%としており、米国の株式リスク・プレミアム(ERP)は現在、長期平均を下回っています。一方、2018年に遅れをとっていた新興国株式は、50bps引き上げて8.50%とし、これにより、先進国と新興国の予想株式リターンの格差が小幅拡大し、米ドル・ベースで2.75%、現地通貨ベースで3.00%となりました。先進国株式と新興国株式のリターン構成要因は、2019年の見通しでも依然として異なっており、先進国株式リターンの5分の4が「配当」と「自社株買い」が源泉であるのに対して、新興国株式のそれは3分の1未満となっています。

先進国株式と新興国株式の双方に共通する事項の一つは、景気サイクルが転機を迎えたときに、株式市場全体がリスク回避の矢面に立つことです。したがって、投資家は景気サイクルの成熟期に、どの程度リスクを抱えるかと景気サイクルがどこまで進むかを判断しなければなりません。しかしながら、グローバル株式の均衡リターンの想定は安定しており、相応に投資妙味があることを改めて述べておきたいと思います。

現在の一部の市場でリターンの制約要因となっている景気サイクル要因(高い利益率やバリュエーション)によって、通常の期待リターン予想と均衡リターン予想を使った場合のポートフォリオは大きく異なります(図表8)。これは、現在の景気サイクル要因、つまり高バリュエーションと高い利益率が、景気後退を終えた後、今度は逆に景気サイクルの追い風に転換するからです。2019年の長期投資家にとって重要な検討事項は、今回の景気サイクルでどの程度リスク性資産からリターンを獲得する試みを続けるか、そして、どの程度の「手元資金」を残し、次の景気サイクルに向けて準備をするかのトレード・オフです。

オルタナティブ資産 – マネージャー選択の重要性

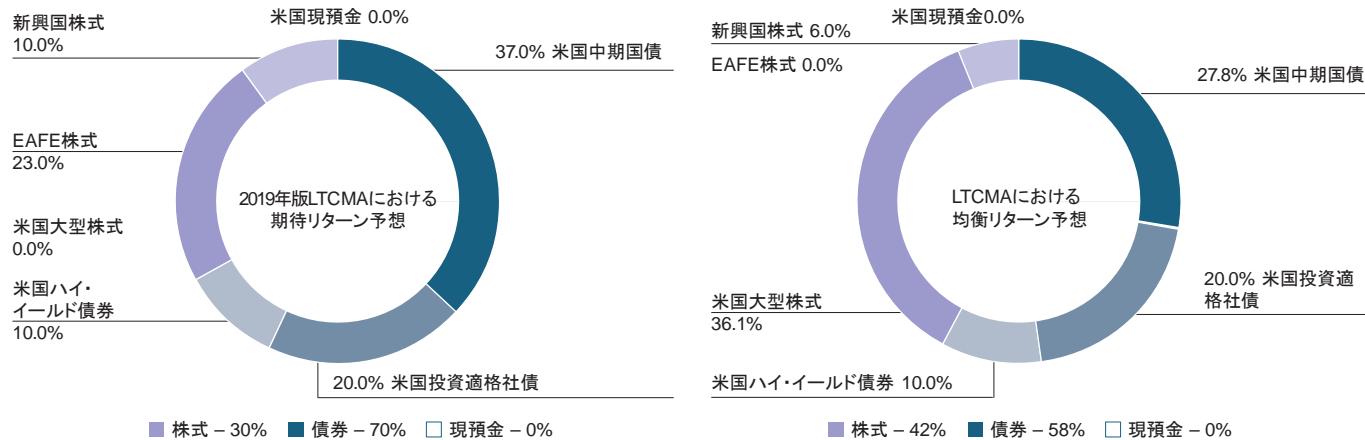
オルタナティブ資産は、相対ベースで、場合によっては絶対ベースでも、2019年の見通しにおいて有望です。未公開株式(プライベート・エクイティ)は、アルファの改善により、リターン水準を上方修正しました。それ以外では、他のオルタナティブ資産クラスの大半における期待リターンは、手数料引き下げによる追い風が低水準の上場株式部分のリターン引き下げとほぼ相殺する形で、昨年対比概ね横ばいとなりました。伝統的な資産クラスのリターンが過去に比べて低いことから、引き続きリターン引き上げを狙った資金がオルタナティブ資産に殺到すると考えられます。その場合にはおそらくバリュエーションが押し上げられ、結局は将来のリターンに低下圧力がかかると予想しています。このため、当社は、マネージャー選択がオルタナティブ資産にとって主たるリターン決定要因になることを再度強調せざるを得ません。本来備わっている低流動性の対価としてのリターンや今回のアルファ見通しの小幅引き上げは、投資家のオルタナティブ資産への需要を途中まで誘導してくれますが、現在の景気サイクルの立ち位置を考慮すると、実際にはマネージャー・デュー・デリジエンスの重要性は非常に大きなものです。

為替 – すべての道はドルに通ず

今回の主要通貨の予想はほぼ変わらず、当社はドルのフェア・バリューを1ユーロ=1.32ドル、1ドル=92円と見ており、このことは、今回の長期的な経済見通しが比較的安定することを示しています。米ドルは依然としてフェア・バリューを大きく上回っていますが、過去12ヵ月間の値動きは、長期的なバリュエーション予想が通貨の短期的な取引パターンに与える影響が限定的であることを示しています。とはいっても、今後10~15年にわたりドルが主要通貨の大半に対して下落し、米ドル・ベースの投資家にとって国際分散投資によるリターンが改善する一方、非ドル・ベースの投資家にとってはやや異なる影響が及ぶことを予想しています。

現在の10~15年の期待リターン予想を用いた最適なポートフォリオは、均衡リターン予想を用いたポートフォリオと大きく異なっています

図表8: 2019年版LTCMAリターンと均衡リターンによるポートフォリオ(オルタナティブ資産を除く)



注記: 1. 2019年版LTCMAリターンおよび2. 均衡リターンを用い、平均・分散アプローチにて中程度のリスク許容度を持つ最適化された流動資産ポートフォリオを図案化したもの。配分上限:米国投資適格社債20%、米国ハイ・イールド債券10%、米国株式55%、EAFE株式35%、新興国株式10%

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ。2018年9月30日時点の予想値

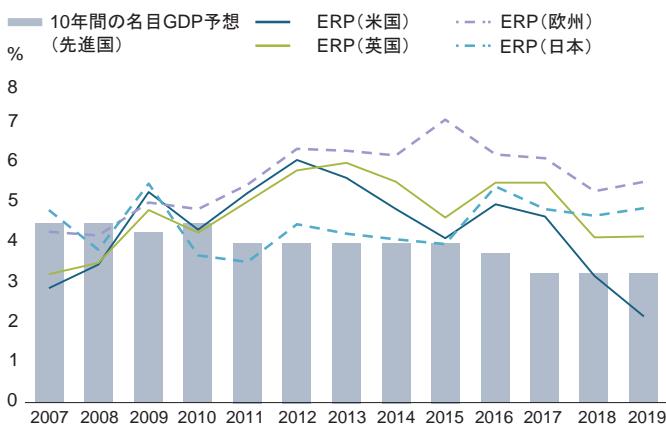
なお、今後10年間に国際決済通貨としての人民元の地位が高まる可能性があります。しかしながら、時間の経過とともに増える一方の米国の財政赤字と債務の動向に対する懸念があるにせよ、当社の予想期間を通じて世界の基軸通貨としてのドルを脅かすものは殆ど見あたりません。そのため、ドルの動向が引き続き為替市場の基調を決定していくことになります。

投資家にとっての示唆

数年前、当社の長期的な成長見通しは低下続けていましたが、株式リスク・プレミアムは上昇していました。一方で現在に目を向けると、成長見通しは安定していますが、株式リスク・プレミアムは特に米国を中心に低下しています(図表9)。その結果、米国株式と債券の効率曲線が徐々にフラット化しています。昨年は主に株式の期待リターンの低下が要因でしたが、今年は主に債券リターンの改善が要因となっています。一方で、まだ金融政策の正常化に着手していない他の地域では、株式6対債券4のポートフォリオの絶対ベースのリターンは低位でありながら、株式・債券の効率曲線の傾斜は米国対比で急な勾配になっています。

GDP成長率見通しは安定していますが、株式リスク・プレミアムの見通しは特に米国を中心に低下しています

図表9:LTCMAにおける株式リスク・プレミアム(ERP)、年率%

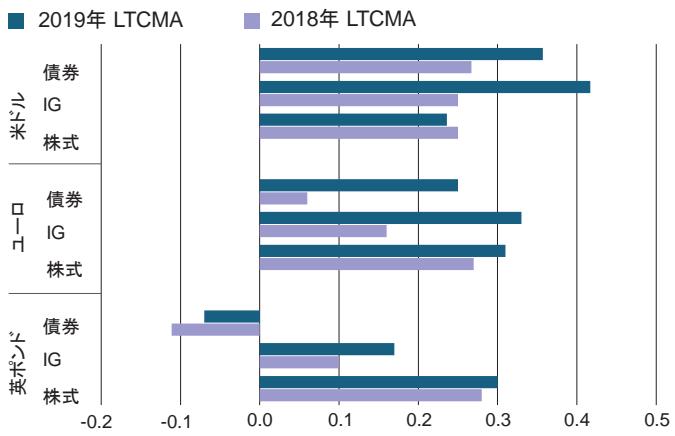


出所:J.P. モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ。2018年9月時点の予想値

この地域格差は各国・地域のシャープ・レシオにも当てはまります。例えば、米国債券のシャープ・レシオは米国株式のそれを上回っていますが、欧州ではその逆となっています(図表10)。株式・債券の効率曲線の相対的な形状や様々な通貨建てのシャープ・レシオの順位は、景気サイクルと金融政策の正常化の段階の地域格差をかなり反映しています。一方で、シャープ・レシオは、景気後退がいつ始まるか、どこで始まるか、どのように広まるか、あるいはストレスのかかった市場でリターンの分布がどうなるのかを示しません。

金融危機以来初めて、米国債券のシャープ・レシオが米国株式のそれを上回りましたが、欧州ではその逆となっています

図表10:G3主要通貨のシャープ・レシオ



出所:J.P. モルガン・アセット・マネジメント。2017年9月30日時点および2018年9月30日時点の予想値

今後10年間を見通した場合、景気後退は事実上避けられず、当社の予想期間である10~15年の間に思ったよりも早く起こる可能性があります。投資家の多くは、次の景気後退の正確なきっかけとその形態、特にそれを回避することに固執しています。しかしながら、マーケット・タイミングを計ることは、一筋縄ではいきません。ポジションの縮小を通じてゲームに参加し続けること、そして、次の景気サイクルがどのような姿になるかを評価していくことが、長期的にはより効果的なアプローチになると確信しています。

投資家にとって、景気サイクルの成熟期を乗り切ることは、従来の平均分散アプローチの枠組みが教えてくれることと、くれないことを認識することに他なりません。比較的フラットな米国の株式と債券の効率曲線(図表11Aと11B)は、リスク回避が一段と魅力的になりつつあることを示していますが、景気サイクルが転機を迎える前に、米国以外の政策金利が正常化するかどうかは示してくれません。米国ハイ・イールド債券と新興国債券の比較的高いシャープ・レシオは、クレジット資産が景気サイクル全体にわたって投資妙味があることを示していますが、弱気相場でポジションを減らすだけの十分な流動性があるかどうかは示していません。また、欧州株式の長期リターン予想が米国株式を0.75%上回っているということは、実際のリターンの歪みが欧州だと下方に、米国だと上方にあるかもしれない、といったことも、教えてくれません。

景気サイクルの成熟期に、外れ値を管理するということは、従来の枠組みにおいて観察される市場リスクを最適化するだけでなく、その枠組みが捉えていないリスクも認識すること、そして最も重要なこととして、そのようなリスクにも対応できるよう準備をしておくことなのです。

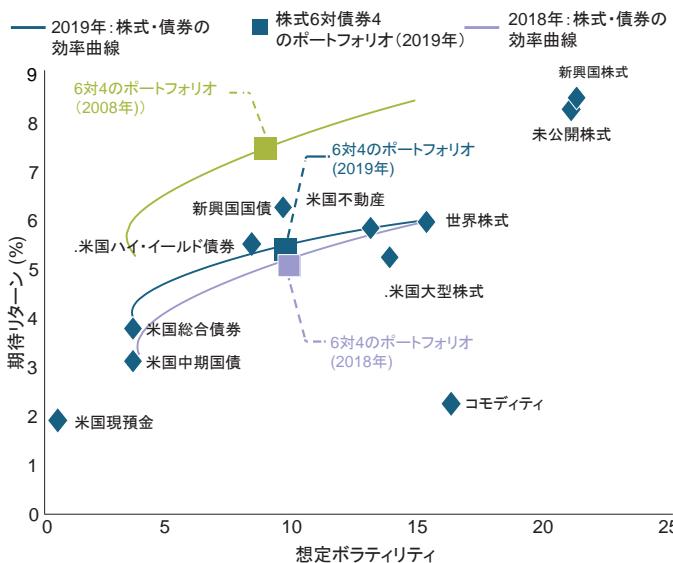
長期的な投資環境に目を向けると、現在の景気サイクルのどの要素が次の景気サイクルの構造的な特徴へと発展するかを見極めていくことは、重要な取り組みになると確信しています。特に重要なケースは、それらが明らかに景気サイクルの混乱した状況を長期化させている場合や、既に均衡水準として認識されているものをリセットする場合です。結局のところ、平均回帰は力強いドライバーですが、絶対的に確実なものではありません。根深く残る混乱の背景を識別することは、構造的な景気や投資環境を理解するうえで重要です。

このような根深い混乱が表に出現する場合、その影響は政策金利に織り込まれやすいと考えています。というのも、刺激策にあまり左右されない平坦な景気サイクルによって、政策金利が長期間にわたり均衡水準を下回る水準で維持されると考えるからです。このことにより資産価格は押し上げられ、物価インフレを伴うことなく、将来、一連の資産インフレが引き起こされる可能性があります。昨年執筆した最先端技術トレンド⁷は、実質成長率と生産性を向上させていても、物価・賃金インフレをさらに抑制することにしか役に立ちません。このような環境が経済的不平等を拡大させる限り、政府が財政刺激策の資金を調達するために借り入れを実施しようとすると誘惑が生まれます。これは、国の債務水準が近い将来に平均回帰しそうにないと考える十分な理由です。このように、政策金利、政府のバランスシート、市場構造、インフレ傾向はいずれも、単純な平均回帰枠組みが捉えきれない投資環境の構造的シフトを表していると当社は考えます。

⁷ 「最先端技術の経済成長への影響」2018年版 Long-Term Capital Market Assumptions、J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2017年

昨年に比べ、世界株式6対米国債券4のポートフォリオの期待リターンは若干上昇し、債券リターンの改善により、株式・債券の効率曲線は時計回りの方向に回転しています。一方、欧州のリターンと効率曲線は殆ど変わらず、欧州が金融政策の正常化において米国に遅れをとっていることを反映しています。

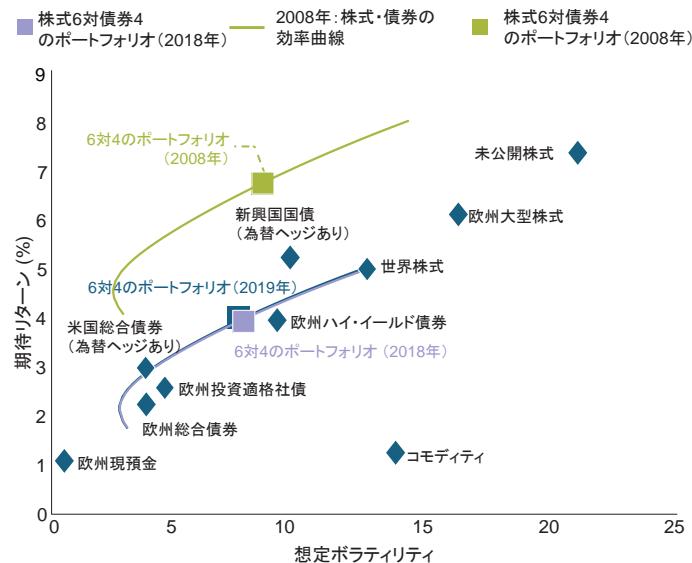
図表11A:【ドル・ベース】世界株式・米国総合債券の効率曲線および世界株式6対米国総合債券4のポートフォリオ、LTCMAの2019年と2018年のリスクとリターン(%)を使用



出所:J.P.モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ。2017年9月30日時点および2018年9月30日時点の推定値

これらの課題に対応するために、投資家には、最先端技術などの構造的テーマを背景とするよりアクティブな投資、オルタナティブ資産の成長性への着目、市場リスクだけでなくすべてのリスク要素が適切に報われるための準備が役立つと言えます。投資家にとって、一部の市場で債券の期待リターンが上昇しているときに効率的にリスクを低減する能力は、景気サイクルの成熟期にゲームに参加し続けるうえで、また次の景気サイクルに向けて態勢を整える際に役立ちます。これは特に、資産規模が大きく投資制約の多い、またはリスク回避度の高い投資家に当てはまるでしょう。また、十二分な資力のある、または時価評価が必ずしも必要ではない投資家にとっては、低流動性資産の魅力的なシャープ・レシオにより、短期的には多少のボラティリティを伴うにせよ、長期的にはリターンが上昇する可能性が生じます。いずれにせよ、景気サイクルの成熟期を乗り切るとは、リスクを回避することを意味するのではなく、取ろうとしているリスクを理解することを意味するのです。

図表11B:【ユーロ・ベース】世界株式・世界債券(為替ヘッジ)の効率曲線および世界株式6対世界債券4(為替ヘッジ)のポートフォリオ、LTCMAの2019年と2018年のリスクとリターン(%)を使用



Long-Term Capital Market Assumptions 2019 レポート作成メンバーのご紹介

編集チーム

	John Bilton, CFA <i>Head of Global Multi-Asset Strategy, Multi-Asset Solutions</i>		Michael Hood <i>Global Strategist, Multi-Asset Solutions</i>		Stephen Macklow-Smith <i>Portfolio Manager, European Equity Group</i>
	Michael Feser, <i>CFA Portfolio Manager, Multi-Asset Solutions</i>		Dr. David Kelly, CFA <i>Chief Global Strategist, Head of Global Market Insights Strategy</i>		Patrik Schowitz, <i>CFA Global Strategist, Multi-Asset Solutions</i>
	Jonathon Griggs <i>Head of Applied Research, Global Fixed Income, Currency & Commodities</i>		Grace Koo, Ph.D. <i>Quantitative Analyst and Portfolio Manager, Multi-Asset Solutions</i>		Anthony Werley <i>Chief Portfolio Strategist, Endowments & Foundations Group</i>

J.P.モルガン・アセット・マネジメントのLONG-TERM CAPITAL MARKET ASSUMPTIONS(LTCMA)は、ポートフォリオ・マネジャー やストラテジストらによって構成されるアサンプションズ・コミッティーによって作成されたものです。

このコミッティーは、ポートフォリオ・マネジャー や商品スペシャリストらのインプットと専門知識を活用し、資産クラス全体にわたり、一貫性のある分析を行っています。加えて、コミッティーはそのプロセスの最終段階において、J.P.モルガン・アセット・マネジメントのシニア・リーダーとともに、提案された予想値とその論拠について厳正なレビューを実施しています。

多くの投資家が、自らの投資方針と投資判断が一貫性のある見方に依拠することを確認し、様々なシナリオでのポートフォリオの状況を把握するために、当社のLTCMAを活用しています。



J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。
J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係わる参考情報の提供を目的としたものであり、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社および弊社グループ会社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではございません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

弊社で取り扱う運用手法におきましては、国内外の株式・債券等を投資対象とするため、組入れ株式の価格の下落、金利の上昇による債券価格の下落、組入有価証券の発行会社の財務状況の悪化や倒産等の影響により、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合は、為替の変動により損失を被ることがあります。

本資料は、最近の運用環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品等の勧誘を目的とするものではないため、投資に係る手数料・報酬等の金額及び計算方法を示すことはできません。運用にあたっては、運用報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用、信託事務の処理に関する諸費用等がかかります。ファンドへの投資にあたっては、申込手数料、信託報酬、信託財産留保金、有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用、信託事務の処理に関する諸費用等がかかります。

商号:JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号

加入協会:一般社団法人日本投資顧問業協会(010-00105号)、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM51230 | 10/18 | 0903c02a823f3d5b