

# Capital Market Assumptions

アムンディ資本市場予想

**Amundi** | Investment  
ASSET MANAGEMENT Institute

四半期更新 | 2023年12月

## アセットクラス・リターンの中長期見通し 2023年第4四半期

- 最近の地政学的なイベントやマクロ経済の動向によって、グローバルに見通しの不確実性が高まっており、シミュレーションにおける、特に短期のホライズンに若干の調整が生じた。
- 今四半期は、バリュエーションと資産全体の不確実性が高まる中でスタートしたが、アムンディは、2024年前半の米国の緩やかな景気後退と、中国の低成長への移行加速を勘案し、短期の見通しを若干修正した。
- アムンディの長期モデルでは、無秩序なエネルギー転換と、価格パターンとボラティリティに影響を与える経済のトレンドと不確実性の高さを統合していることが特徴となっている。金利は、長期的には正常化に向う中で、上向きのカーブを描いている。株式リターンは、収益成長率の低下とバリュエーションの低下が特徴となっている。
- 戦略的には、クオリティの高い債券（国債および高格付けクレジット）が魅力的なリターンをもたらす可能性があることが示唆されている。今期は、バリュエーションが改善し始めたことから、10年先までの見通しを上方修正した。株式については、特に先進国市場（日本を除く）の予想を全面的に上方修正した。
- 実物資産とオルタナティブ資産では、グローバル・プライベート・デットとヘッジファンドが、同等のリスク水準にある資産クラス（ハイイールド債や不動産など）と比較して、魅力的なリスク・リターン特性を示している。

### 執筆者



**Viviana Gisimundo**  
Head of Quant Solutions,  
OCIO Solutions



**Lorenzo Portelli**  
Head of Cross Asset Research,  
Amundi Investment Institute



**Bertrand Vuillemot**  
Junior Quantitative Analyst,  
OCIO Solutions



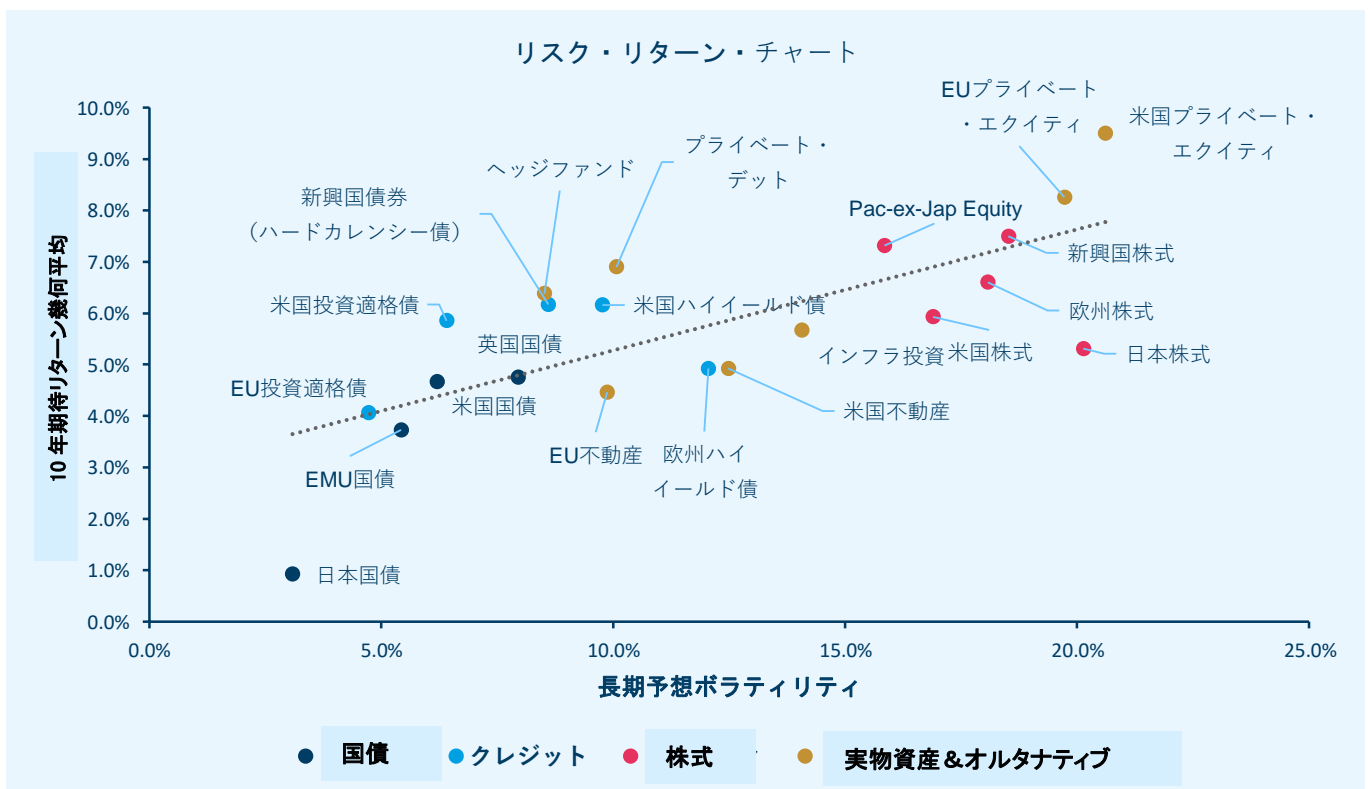
**Tom Walsh**  
Senior Quantitative Analyst,  
OCIO Solutions



**Nicola Zanetti**  
Quantitative Analyst,  
OCIO Solutions

下表は、アムンディの今後 10 年間のフォワード・ルッキングの数値(期待リターン、ボラティリティ、CVaR)と、20 年間のサンプルで計算した過去実績を一覧にしている。ここで、CVaR と最大ドローダウンは、期待と過去実績のそれぞれの下落率を表している。また、ポートフォリオの最適化を目的とした算術平均リターンも表示している。

現地通貨 ベースの資産	資産	シミュレーション				過去実績		
		10年期期待収益 率幾何平均	10年期期待収益 率算術平均	10年想定ボラ ティリティ	10年 CVaR99%	2003-2023 リターン (年率換算)	2003-2023ボ ラティリティ (年率換算)	2003-2023 最大 ドローダウン
国債	米国債	4.7%	4.8%	6.2%	13.8%	2.6%	4.6%	17.7%
	英国債	4.8%	5.0%	7.9%	23.7%	2.9%	7.2%	32.5%
	日本債券	0.9%	1.0%	3.1%	5.9%	1.2%	2.2%	9.6%
	EMU債券	3.7%	3.8%	5.4%	13.7%	2.6%	4.7%	20.9%
投資 適格債	欧州投資適格債	4.1%	4.1%	4.7%	9.6%	2.7%	4.2%	16.5%
	米国投資適格債	5.9%	5.9%	6.4%	12.6%	3.8%	6.1%	20.1%
ハイイールド 債 &新興国債券	欧州ハイイールド債	4.9%	5.5%	12.0%	24.4%	6.0%	10.1%	37.7%
	米国ハイイールド債	6.2%	6.4%	9.8%	21.6%	6.4%	9.1%	33.2%
	新興国債券(ハードカレンシー)*	6.2%	6.4%	8.6%	18.1%	5.4%	8.9%	25.9%
株式	米国株式	5.9%	7.2%	16.9%	44.7%	9.1%	14.9%	51.1%
	欧州株式	6.6%	8.0%	18.1%	48.3%	6.7%	13.9%	50.2%
	日本株式	5.3%	7.2%	20.1%	51.9%	6.1%	17.2%	57.4%
	太平洋地域(除く日本)株式	7.3%	8.3%	15.8%	42.6%	7.5%	13.7%	49.6%
	新興国株式	7.5%	9.2%	18.5%	61.8%	8.7%	16.1%	51.9%
実物資産& オルタナティブ	欧州不動産	4.5%	4.8%	9.9%	28.5%			
	欧州プライベート・エクイティ	8.3%	9.9%	19.7%	53.5%			
	米国不動産	4.9%	5.6%	12.5%	41.4%			
	米国プライベート・エクイティ	9.5%	11.3%	20.6%	50.9%			
	グローバル・インフラ	5.7%	6.5%	14.1%	34.0%			
	グローバル・プライベート・デット	6.9%	7.2%	10.1%	29.7%			
	ヘッジファンド	6.4%	6.6%	8.5%	21.3%			



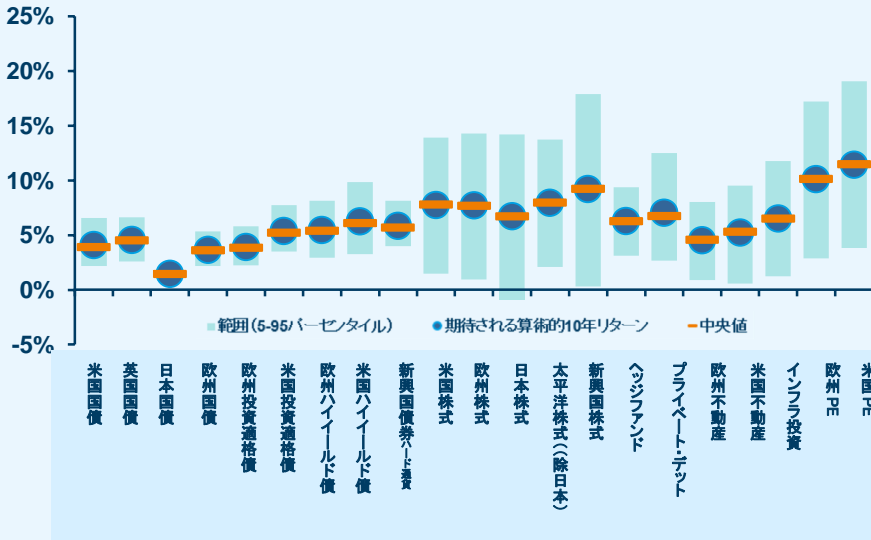
\*HardcurrencyUSD. \*\*Historicalfiguresonrealandalternativesarenotavailable,asourmodelsrefertoun-smootheddataifnecessary.  
Thearithmeticaverage returns are derived using the price generated by our simulation engine, CASM. By definition, the arithmetic mean is always greater than or equal to the geometric mean. In particular, higher volatility of returns and higher frequency of returns and/or a longer time horizon will increase the difference between the two measures.  
Regarding real assets, the table represents the modelling of core-plus (moderate risk) real estate and direct lending on the private debt side.  
The expected returns do not consider the potential alpha, generated by portfolio management that can be significant to overall real and alternative assets. Full sources on page 5.



## 資産クラス・リターン予想

期待リターンは、気候トランジションを含むアムンディの中心シナリオの仮定を用いて計算されている。

10 年期待リターンの範囲



グラフでは、テール・シナリオ(最低と最高の 5%)を除いた算術期待リターンの範囲を示している。

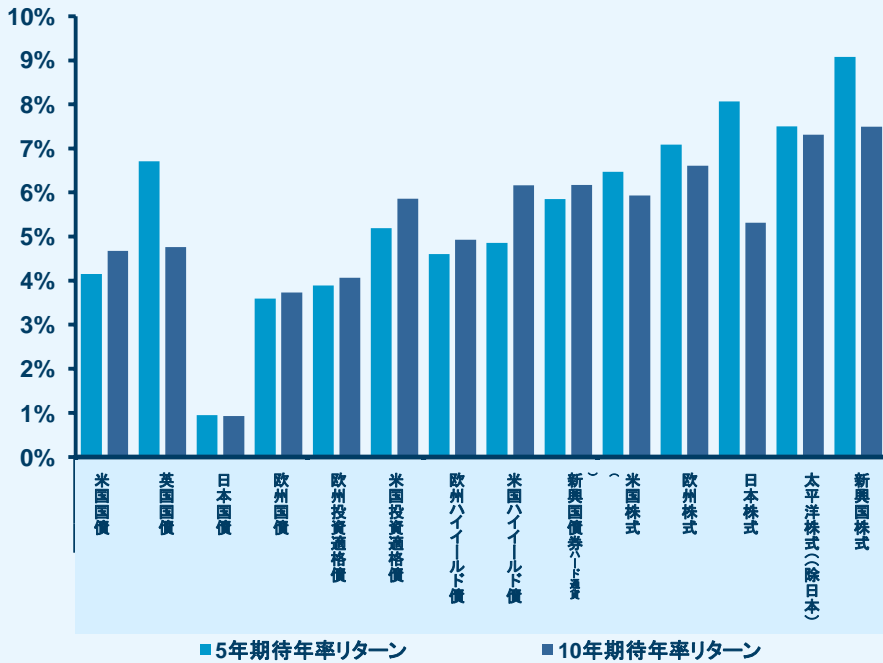
国債の期待リターンは、中心シナリオを挟んでバラつきはあるものの、依然として魅力的となっている。特に、英国債の期待リターンが、国債ユニバースの中で優位に立っていること(投資家はデレギュレーションのミスマッチに留意する必要がある)、および、日本国債が引き続き他の国債に劣後していることが重要なポイントとなっている。

高格付のクレジット・リターン予想は、国債とほぼ一致している。低格付け債券は高格付け債券をわずかにアウトパフォームすると予想されるが、内在的ボラティリティと想定されるデフォルト損失が大きいため、リスク調整後リターンの観点からはアウトパフォームしていない。

株式については、10年間の期待リターンが5%~7.5%と中程度であることが確認できる。ただし、シミュレーションに基づく、10年間の株式リターンがゼロを下回る可能性が5%となっており、マイナスリターンの可能性も排除できない。株式のファンダメンタルズに関するアムンディの前提は、マクロ経済的な背景が変化し、バリュエーションがわずかに改善した結果、若干上方修正された。

プライベート・エクイティは、投資家に2桁のリターンを提供する可能性があるとして予想されている。不動産への期待はクオリティの高いクレジットとほぼ同じであるが、この資産は流動性が低く複雑であるため、中心シナリオのバラつきはかなり大きい。グローバル・プライベート・デットは、期待リスク調整後リターンで競争力があり、クレジット関連プロダクトに対する代替資産として有力とみられる。

5年と10年の期待リターン比較



Source: Amundi Asset Management, CASM Model, Quant Solutions and Amundi Institute Teams. Full source on page 5.

前回のレポートと比較すると、債券の5年リターンは10年リターンに近づいた。英国については、長いデレギュレーションに基づく大幅なキャピタル・ゲインと利回り低下の予想に支えられ、5年間の期待リターンがより高くなると予想している。アムンディは、格差が縮小しつつあるとしても、株式が5年間で6.5%から9%の範囲でより高いリターンを提供すると予想している。



以下の表では、さまざまな資産クラスの将来見通し(5年と10年の期待リターン、想定ボラティリティ)を示している。また、過去20年間の年率リターンとボラティリティの過去実績(2つの大きな危機(世界金融危機とコロナ危機)を含むサンプル)も掲示している。

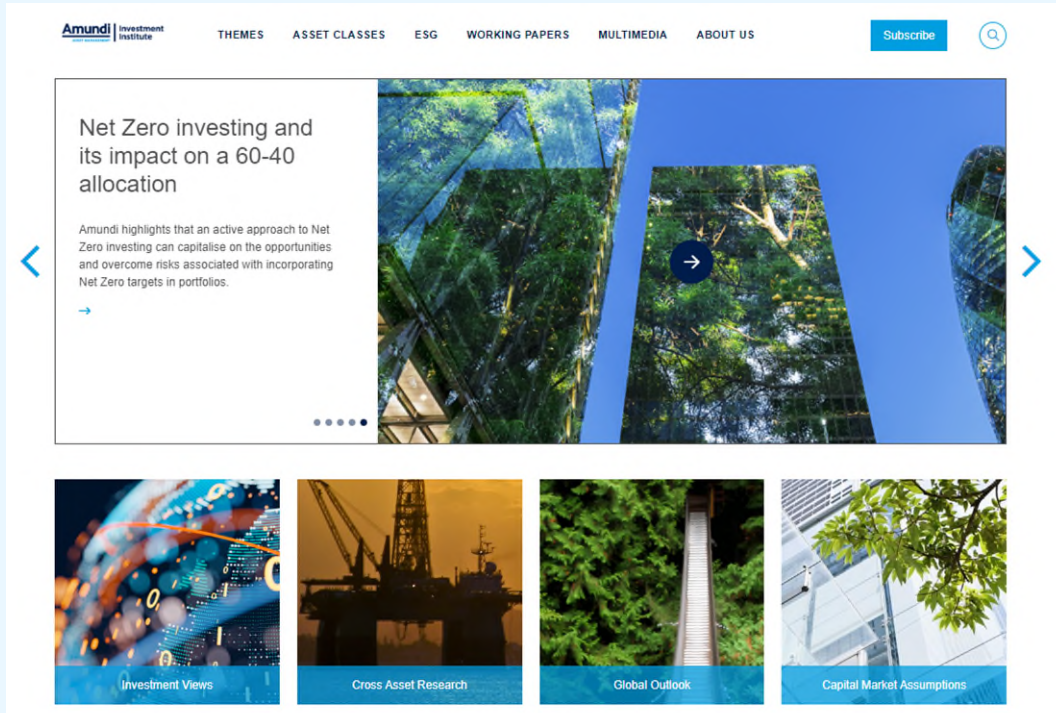
資産 (現地通貨建て)	参照インデックス	デュレーション	平均年率換算値 幾何平均		平均年率換算値 算術平均	10年想定 ボラティリティ	2003-2023年 実績リターン (年率換算)	2003-2023年 実績ボラティ リティ (年率換算)
			5年期待 リターン	10年期待 リターン	10年期待 リターン			
<b>キャッシュ</b>								
ユーロ	JPCAEU3M Index	0.2	2.6%	2.5%	2.4%	1.3%	1.3%	0.9%
米ドル	JPCAUS3M Index	0.2	4.0%	3.7%	3.7%	1.8%	1.9%	0.9%
<b>国債</b>								
米国	JPMTUS Index	6.8	4.1%	4.7%	4.8%	6.2%	2.6%	5.4%
英国	JPMTUK Index	11.6	6.7%	4.8%	5.0%	7.9%	2.9%	7.6%
日本	JPMTJPN Index	9.8	0.9%	0.9%	1.0%	3.1%	1.2%	2.6%
EMU中核国	JPMTWG index	7.7	2.5%	2.9%	3.0%	5.2%	2.2%	5.0%
EMU準中核国 (仏)	JPMTFR Index	8.4	3.5%	3.6%	3.7%	5.7%	2.4%	5.2%
イタリア	JPMTIT index	7.1	4.4%	4.3%	4.5%	7.6%	3.3%	6.5%
スペイン	JPMTSP Index	7.4	4.0%	4.0%	4.2%	6.8%	3.1%	5.7%
EMU債券全体	JPMGEMUI Index	7.8	3.6%	3.7%	3.8%	5.4%	2.6%	5.0%
グローバル	BTSYTRUH Index	7.7	3.3%	3.4%	3.5%	4.1%	3.0%	3.8%
<b>投資適格債</b>								
ユーロ	ER00 index	5.2	3.9%	4.1%	4.1%	4.7%	2.7%	4.6%
米国	COA0 index	7.5	5.2%	5.9%	5.9%	6.4%	3.8%	6.4%
ユーロ・アグリゲート	LBEATREU Index	7.2	3.7%	3.8%	3.9%	5.0%	2.4%	4.4%
米国アグリゲート	LBSTRUU Index	7.0	4.5%	5.1%	5.2%	5.6%	2.8%	4.1%
グローバル・アグリゲート	LEGATRUH Index	7.5	4.0%	4.3%	4.4%	4.5%	3.1%	3.5%
<b>ハイイールド債</b>								
ユーロ	HE00 index	3.6	4.6%	4.9%	5.5%	12.0%	6.0%	12.7%
米国	HOA0 index	4.1	4.9%	6.2%	6.4%	9.8%	6.4%	10.4%
<b>新興国債券</b>								
ハードカレンシー債*	JPEIDVR Index	7.0	5.8%	6.2%	6.4%	8.6%	5.4%	9.3%
現地通貨建て債券**	JGENVUUG Index	4.9	5.8%	5.8%	6.4%	10.8%	4.5%	11.7%
現地通貨建て中国国債	JGNCNTL Index	5.2	1.9%	3.2%	3.2%	3.2%	na	na
<b>転換社債</b>								
欧州インデックス(ユーロヘッジ)	UCBIFX20 Index		4.8%	5.0%	5.5%	11.0%	3.6%	10.1%
<b>株式</b>								
米国	NDDLUS Index		6.5%	5.9%	7.2%	16.9%	9.1%	16.1%
欧州	NDDLE15 index		7.1%	6.6%	8.0%	18.1%	6.7%	15.1%
ユーロ	NDDLEMU Index		6.5%	6.1%	7.9%	19.6%	6.1%	18.0%
英国	NDDLUK Index		8.1%	7.4%	8.3%	15.6%	6.9%	13.5%
日本	NDDLJN Index		8.1%	5.3%	7.2%	20.1%	6.1%	19.4%
日本除くアジア太平洋地域	NDDLXJ Index		7.5%	7.3%	8.3%	15.8%	7.5%	15.1%
新興国	NDLEEGF index		9.1%	7.5%	9.2%	18.5%	8.7%	17.3%
中国	NDELCHF Index		10.2%	8.1%	11.6%	26.6%	8.4%	26.1%
先進国	NDDLWI index		6.8%	6.1%	7.4%	16.8%	8.0%	15.3%
グローバル	NDLEACWF Index		7.2%	6.4%	7.8%	17.3%	8.0%	15.2%

\* Hard Currency USD, China Bond starting date is beginning of 2019. \*\* USD Unhedged, including the USD currency expectation towards EM currencies. Full source on page 5.



## AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Investment Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Investment Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.



<https://research-center.amundi.com/>

### Chief editors

#### Monica Defend

Head of Amundi Investment Institute

### Investment Insights & Publishing

#### Claudia Bertino

Head of Investment Insights & Publishing,  
Amundi Investment Institute

#### Laura Fiorot

Head of Insights & Client Division,  
Amundi Investment Institute

## IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or re-disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 07 November 2023.

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 07 November 2023.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photos: © GettyImages.



## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

### アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

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

3285855