

# 今後の市場見通しについて

## 長期基本資産配分の前提として



2002年11月21日

株式会社 大和総研

年金運用コンサルティング部

経済調査部

## 【年金資産運用管理の考え方 - 長期基本資産配分の前提として - 】

- 1.年金政策は給付政策・積立政策・投資政策の3政策のバランスで決定される。
- 2.投資政策のうち、資産運用の戦略的視点は 分散と集中 攻防一体 機動性の確保にある。現代投資理論によりサポートされ、受託者責任が強く認識される。
- 3.投資管理の核心はRATE(割引率・期待収益率)により表現される。
4. R = Risk Tolerance:リスク許容度    A = Asset Class Preference:資産クラス選択  
T = Time Horizon :投資期間        E = Expected Return        :期待収益率
- 5.投資意思決定プロセスは、  
投資期間:T    リスク許容度:R(ALM・Var)    資産選択:A    マネージャー構成:E  
という重層構造である。
- 6.投資管理手順は 分析 最適化 定式化 実践 見直しの5ステップによる。
- 7.長期基本資産配分(戦略的資産配分)と戦術的資産配分は区分されねばならない。また、毎年のリスク検証、資産配分検証による行動と長期基本資産配分とは  
弁別して考慮されるべきである。
- 8.長期10年予測は経済構造のトレンドによるリターンを、ビルディング・ブロック法により導出するが、マクロ経済モデルを前提条件として推定している。【大和総研投資政策委員会:10年・5年・1年・3ヶ月の予測サービスを顧客向け実施】

---

## 【 日本の中長期的課題：デフレからの脱却 】

- ・日本経済の長期低迷の要因は、フロー、ストック両面におけるデフレにある。
- ・民間企業部門では高コスト是正など自己改革が進んでいる。しかし、その成果をデフレが打ち消し、持続回復に至らず。
- ・デフレは企業の再生を阻む最大の脅威だが、マクロ的な需給ギャップの大きさから、今後数年にわたりデフレを払拭することは困難な情勢。
- ・しかし、現在のゼロ金利という異常事態が永続するはずもなく、将来のインフレへの転換可能性を考える必要がある。
- ・財政のプライマリーバランス均衡化など長期的な課題は多い。しかし、数年後にはデフレ脱却、名目成長率のプラス転換に目処をつけると予想。

## 【 中長期経済見通し1(暫定値)】

### 主要経済指標

年度	実績			本予測全期間			
	86-90	91-95	96-2000	2002-2008	前半 2001-2004	後半 2005-2008	最終5年間 2004-2008
実質GDP	5.0	1.4	1.3	1.2	-0.2	1.9	1.6
民間最終消費	4.3	2.2	0.9	0.7	0.5	1.0	0.8
民間設備投資	10.6	-4.2	4.1	0.9	-3.9	4.3	3.1
公的固定資本形成	4.2	8.0	-3.0	-2.3	-4.2	-1.5	-1.3
財・サービス輸出	3.5	3.1	5.5	3.4	0.7	3.2	3.2
財・サービス輸入	11.3	4.3	3.4	2.7	0.5	3.0	2.9
名目GDP	6.4	2.2	0.4	0.5	-1.4	1.6	1.1
GDPデフレーター	1.4	0.8	-0.8	-0.7	-1.2	-0.3	-0.5
国内卸売物価	-0.8	-1.0	-0.7	-1.6	-1.8	-1.2	-1.4
消費者物価	1.4	1.2	0.3	-0.5	-1.2	-0.0	-0.3
一人当り雇用者報酬	3.1	1.6	0.1	-0.1	-0.7	0.3	0.2
一人当り雇用者報酬(除く雇主負担)	2.9	1.4	0.1	-0.2	-0.9	0.2	0.1
労働分配率	65.3	70.5	72.9	71.8	71.5	72.0	71.9
経常収支	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
失業率	2.5	2.6	4.1	6.4	5.8	6.6	6.6
コールレート	4.9	3.3	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1
10年国債利回り	5.6	4.6	2.0	1.7	1.4	2.0	1.9
円/ドルレート	142.1	112.3	117.1	115.1	119.9	112.9	113.4
中央・地方政府財政収支	-1.2	-3.8	-7.9	-8.9	-8.4	-9.1	-9.1
中央・地方政府債務残高	65.7	71.6	110.3	211.2	184.4	225.6	221.7

(注) 期間平均。経常収支、財政収支、政府債務残高は名目GDP比%。

## 【 中長期経済見通し2 (暫定値) 】

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
名目GDP	502.0	515.2	520.2	513.2	514.3	513.0	499.2	495.8	489.2	485.0	489.4	496.9	506.4	517.1
(前年比%)	2.0	2.6	1.0	-1.3	0.2	-0.3	-2.7	-0.7	-1.3	-0.9	0.9	1.5	1.9	2.1
実質GDP(兆円)	502.8	520.1	521.3	517.2	527.0	535.7	526.2	528.8	529.1	531.3	540.8	552.5	563.3	573.7
(前年比%)	2.5	3.4	0.2	-0.8	1.9	1.7	-1.8	0.5	0.1	0.4	1.8	2.2	2.0	1.8
内需寄与度	3.1	3.5	-0.7	-1.0	1.8	1.5	-1.3	0.2	-0.1	0.3	1.6	2.1	1.9	1.7
外需寄与度	-0.6	-0.1	1.0	0.2	0.1	0.2	-0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
鉱工業生産(1995=100)	100.1	103.7	104.9	97.5	100.5	104.9	94.2	96.5	95.9	95.8	97.1	99.4	101.4	103.2
(前年比%)	1.8	3.6	1.2	-7.1	3.1	4.4	-10.2	2.4	-0.6	-0.1	1.3	2.4	2.0	1.8
国内卸売物価(1995=100)	99.6	98.1	99.1	96.9	96.1	96.0	94.9	93.2	91.0	89.1	87.7	86.5	85.6	84.9
(前年比%)	-1.0	-1.5	1.0	-2.2	-0.8	-0.1	-1.1	-1.8	-2.3	-2.1	-1.6	-1.4	-1.0	-0.8
消費者物価(2000=100)	98.4	98.8	100.8	101.0	100.5	99.9	98.9	97.5	96.5	95.4	94.8	94.5	94.7	95.2
(前年比%)	-0.3	0.4	2.0	0.2	-0.5	-0.6	-1.0	-1.4	-1.1	-1.1	-0.6	-0.3	0.2	0.5
コールレート(%)	0.7	0.4	0.4	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
10年物国債利回り(%)	3.1	2.9	2.2	1.5	1.8	1.8	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0	2.3
マネーサプライ (M2CD,前年比%)	2.9	3.2	3.5	3.7	3.2	2.2	2.2	3.1	2.8	2.3	2.6	3.2	2.7	2.4
地価指数(全国、全用途)	90.0	86.3	83.3	79.3	74.7	70.0	65.3	61.2	58.1	55.2	53.6	52.6	51.9	51.4
(前年比%)	-4.4	-4.1	-3.5	-4.8	-5.8	-6.3	-6.7	-6.3	-5.0	-5.1	-2.8	-1.9	-1.3	-0.9
為替レート(¥/US\$)	96.4	112.6	122.7	128.0	111.5	110.5	125.1	121.0	117.9	115.7	114.5	113.5	112.2	111.2
経常収支(兆円)	9.5	7.3	13.2	15.2	13.2	12.4	11.9	13.4	10.5	11.1	11.6	12.2	12.0	13.1
(名目GDP比%)	1.9	1.4	2.5	3.0	2.6	2.4	2.4	2.7	2.1	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5
労働力人口(万人)	6672	6737	6793	6788	6774	6772	6738	6728	6735	6739	6739	6737	6744	6748
(前年比%)	0.3	1.0	0.8	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
就業者数(万人)	6456	6511	6556	6494	6454	6453	6390	6359	6321	6299	6289	6288	6298	6304
(前年比%)	0.0	0.9	0.7	-1.0	-0.6	0.0	-1.0	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.1
失業者数(万人)	216	226	237	295	320	319	349	368	414	440	451	449	446	444
失業率(%)	3.2	3.4	3.5	4.3	4.7	4.7	5.2	5.5	6.2	6.5	6.7	6.7	6.6	6.6
一人当り	1.0	0.6	1.4	-0.8	-0.8	0.1	-1.2	-1.0	-0.6	0.0	-0.2	0.4	0.4	0.6
労働分配率(%)	72.3	71.8	72.8	73.8	72.6	73.6	71.8	71.4	71.3	71.5	71.5	71.7	72.1	72.7
家計貯蓄率(%)	11.6	10.3	11.4	11.6	10.1	10.4	9.4	8.5	9.1	9.7	9.8	9.4	8.8	8.0
一般政府財政赤字 (名目GDP比%)	-4.6	-4.7	-3.8	-11.4	-7.5	-6.6	-7.6	-8.5	-9.0	-9.2	-10.0	-10.2	-10.6	-11.1
中央地方政府財政赤字 (名目GDP比%)	-6.3	-6.2	-5.4	-12.4	-8.5	-7.0	-8.1	-8.4	-8.3	-9.1	-9.1	-9.1	-9.1	-9.2

モデルは93SNAに基づいており、予測値の実質値及びデフレーターは1995暦年基準である。

## 【 中長期経済見通し3 (暫定値) 】

### 主要前提条件

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
原油価格(通関, US\$/BL)	18.3	21.5	18.8	12.8	20.8	28.3	23.9	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
主要貿易相手国成長率(%)	2.8	2.9	3.6	2.2	4.1	3.8	0.7	0.5	0.7	2.5	2.2	2.9	3.0	3.0
米国	2.4	4.0	4.5	4.1	4.2	3.1	0.3	2.3	3.0	2.7	2.6	3.1	3.1	3.1
米国を除く	3.5	3.1	3.7	2.1	4.4	4.1	0.6	0.0	0.0	2.5	2.2	2.9	3.1	3.1
米国生産者物価(%)	3.3	2.2	-1.2	-2.3	2.7	6.0	-2.1	-1.0	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
米国10年債利回り	6.2	6.6	6.1	5.1	6.0	5.7	5.0	4.4	4.7	4.7	4.8	5.0	5.3	5.5
世界輸入(日本を除く,%)	7.6	6.0	10.5	4.0	9.0	9.3	4.5	1.6	2.0	6.8	6.3	8.1	8.6	8.7
工業製品輸出価格(%)	3.2	-0.2	0.8	-1.9	-0.2	3.6	-2.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
名目政府最終消費(%)	3.9	2.7	3.0	2.5	3.9	-0.1	2.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
(中央・地方政府分)														
名目公的固定資本形成(%)	7.0	-3.2	-5.7	-0.2	-3.2	-9.3	-7.8	-5.9	-6.2	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
65歳以上人口比率(%)	14.6	15.1	15.7	16.2	16.7	17.3	18.0	18.5	19.0	19.5	20.0	20.5	21.0	21.6

モデルは93SNAに基づいており、予測値の実質値及びデフレーターは1995暦年基準である。

## 【 2003年度 長期基本アセットミックス(10年) 注 】

### 国内株式期待リターンの算出

$$\text{国内株式期待リターン} = \text{名目短期金利} + \text{国内株式リスクプレミアム}$$

### 国内債券期待リターンの算出

$$\text{国内債券期待リターン} = \text{名目短期金利} + \text{国内債券リスクプレミアム}$$

$$\text{名目短期金利} = \text{実質短期金利} + \text{インフレ率}$$

$$\text{実質短期金利} = \text{コールレート} - \text{インフレ率}$$

コールレート、インフレ率はDIRによるマクロ予測値(10年間)を使用

国内株式・国内債券リスクプレミアムは過去約40年～50年のリターンの数値を基に算出した。

なお、国内株式の期待リターンの算出方法については8頁を参照。

### 国内株式および国内債券のリスクの算出

全て1975年12月以降のリターンを基にブートストラップ法を用いて算出した。

国内株式 : TOPIX(配当込み)

国内債券 : NRIボンド・パフォーマンス・インデックス(総合)

注: 現在、中長期のマクロ予測を作成中であるため、次頁に掲載した期待リターンは2001年度末～2008年度末までの7年間の予測数値(暫定値)を使用して算出した。

## 期待リターンおよびリスク

	期待リターン	リスク
日本株式	4.80%	6.84%
日本債券	1.72%	1.53%

国内株式・国内債券リスクは1975年12月以降の国内株式・国内債券の月次リターンを基に10年間(年率化)リターンを算出し、ブートストラップ法を用いて標準偏差の分布を作成している。

## 名目短期金利

名目短期金利	0.03% (注)
実質短期金利	0.57% (注)
インフレ率	-0.54% (注)

注: 現在、中長期のマクロ予測を作成中であるため、名目短期金利、インフレ率は2001年度末～2008年度末までの7年間の予測数値(暫定値)を使用して算出した。

名目短期金利 = 実質短期金利 + インフレ率

## リスクプレミアム

国内株式リスクプレミアム	4.77%
国内債券リスクプレミアム	1.69%

月次の国内株式リターン、国内債券リターン、コールレートを用いて10年間ローリングでそれぞれのリスクプレミアムを算出し、それを年率化した数値である。

## 国内株式の期待リターンの算出方法

以下の3つの方法によって算出した結果を考慮して、期待リターンを決定する。

	方法	方法	方法
国内株式期待リターン	4.48%	3.95% ~ 5.16%	4.80%

### DIRマクロ予測の数値を使用

今回の国内株式期待リターン(暫定値)は、2002年度末～2008年度末までのTOPIXに関するDIRマクロ予想を基に算出した

### 長期の基本リターンを使用

過去の長期のリターンからバリュエーションの変化による影響を除いたリターン(基本リターン)を使用

国内株式期待リターン = インフレ率 + 国内株式基本リターン

長期的にはどの国の基本リターンも同程度の水準になるという前提を基に、日本と米国の水準を考慮して国内株式基本リターンを4.49%～5.70%と想定する。

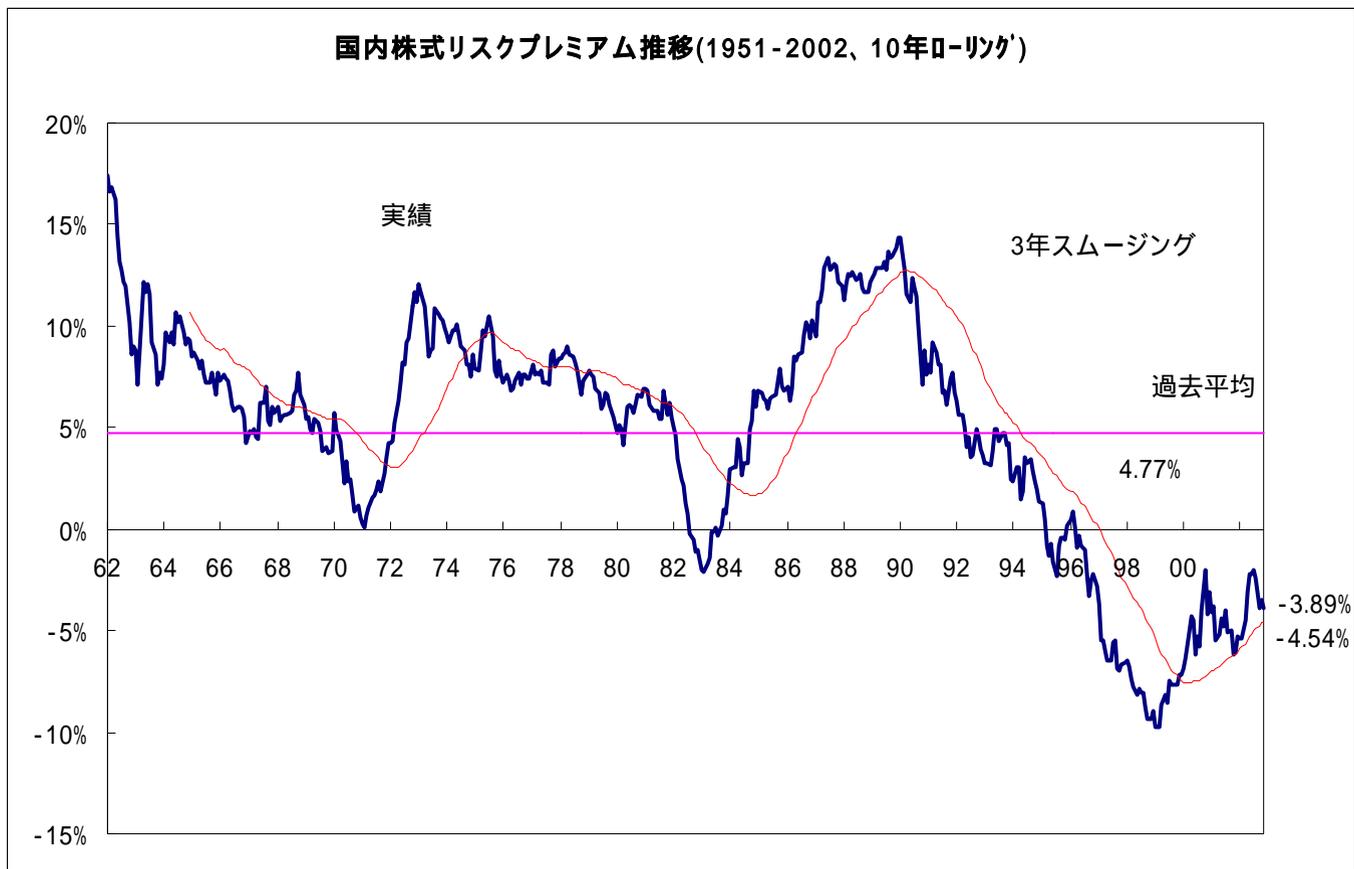
株式基本リターン	4.49% (日本)	5.70% (米国)
インフレ率	-0.54% (日本)	
株式期待リターン	3.95% ~ 5.16%	

### 国内株式リスクプレミアムを使用

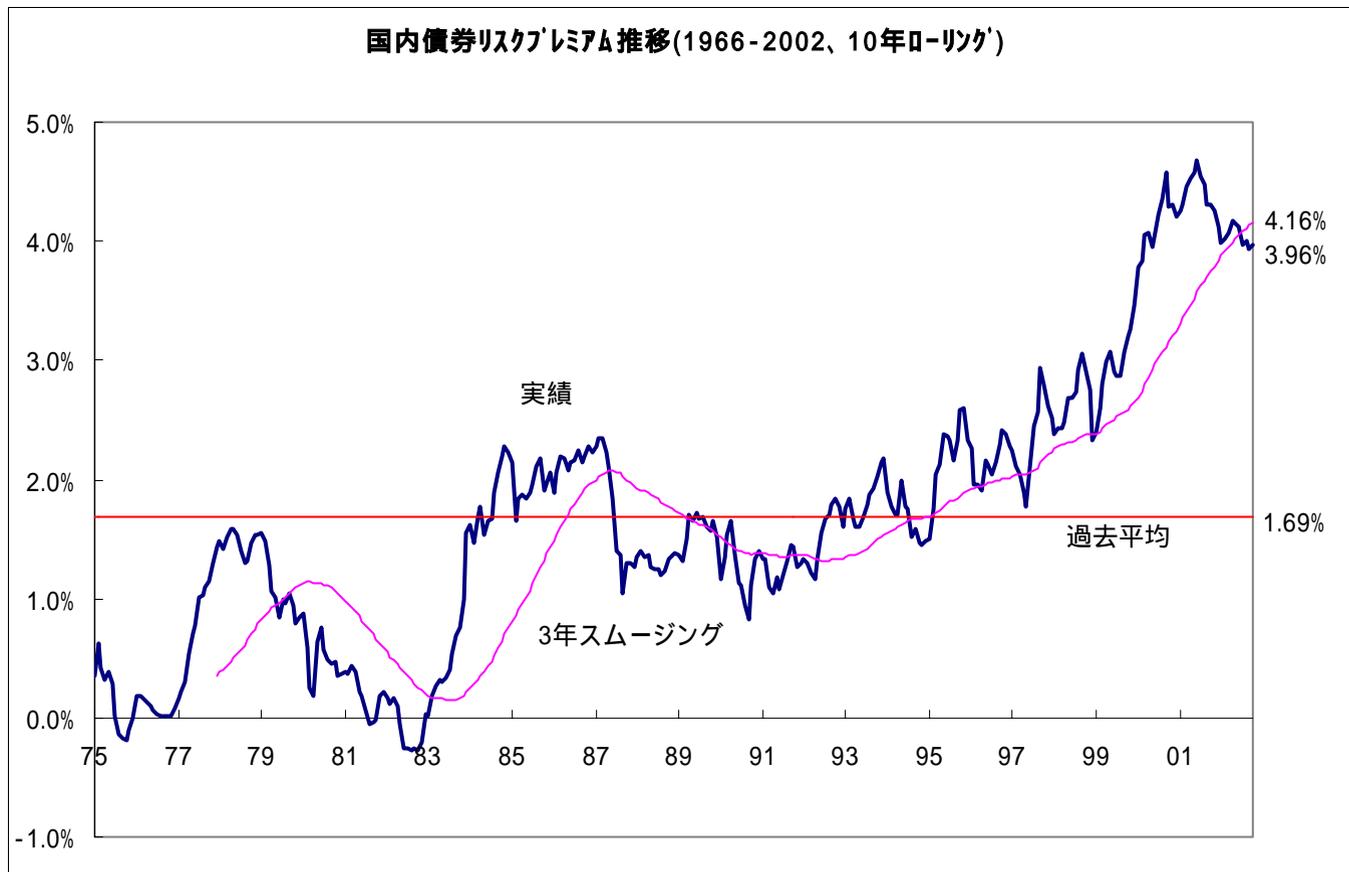
国内株式期待リターン = 名目短期金利 + 国内株式リスクプレミアム

国内株式リスクプレミアムは過去約40年～50年のリターンの数値を基に算出した。

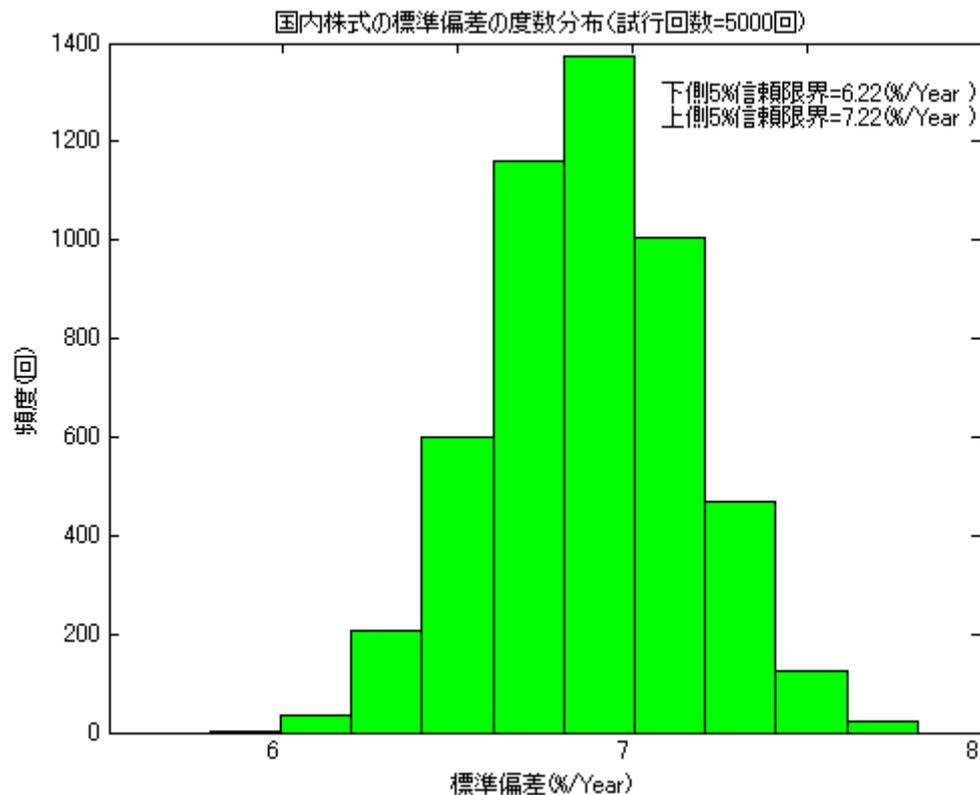
## 国内株式リスクプレミアムの推移



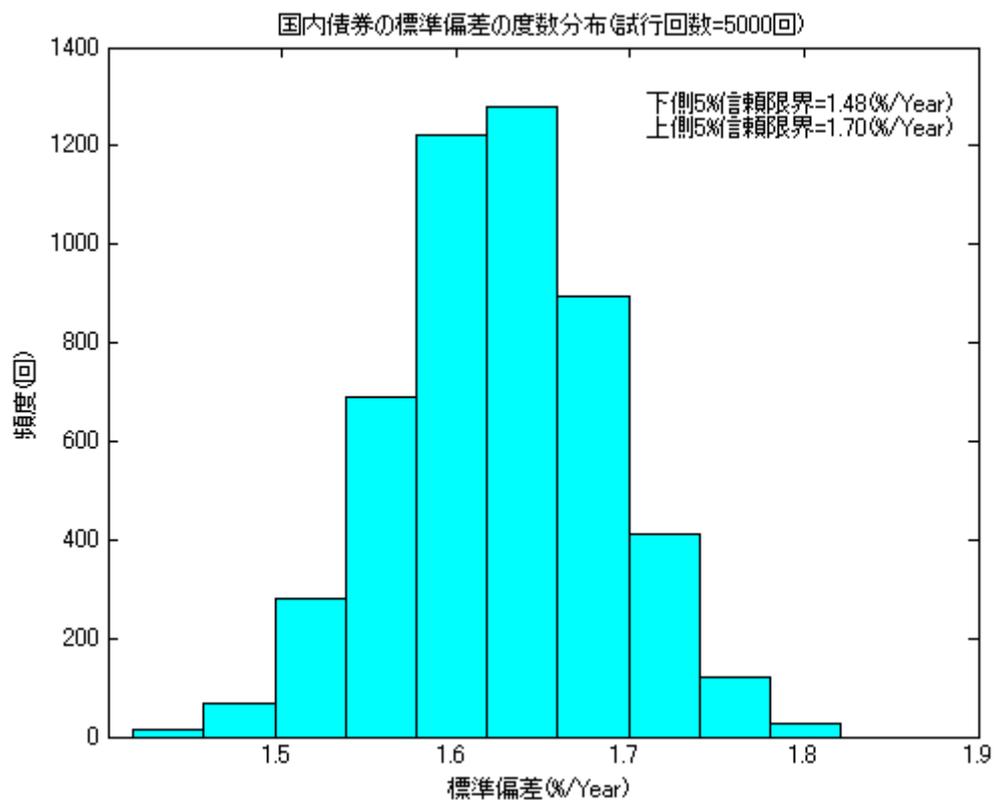
## 国内債券リスクプレミアムの推移



## 国内株式の標準偏差の度数分布



## 国内債券の標準偏差の度数分布



## 【国内株式市場見通し1】

### 市場見通し

・焦点になる「政策転換」

・注目点

日銀による銀行保有株の直接買い取り

政府の不良債権処理本格化

需要創出・資産市場活性化策

補正予算

イラク攻撃と米国景気

日本株見通し(メイン・シナリオ)

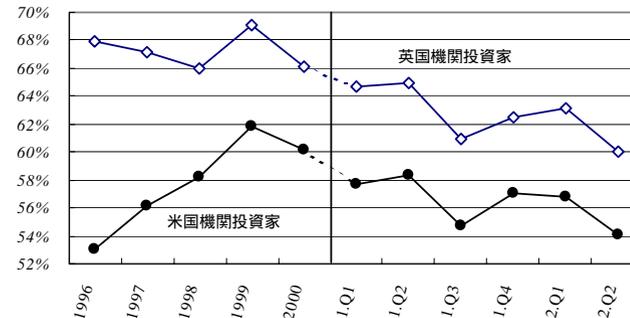
暦年	2000	2001	(2002)	(2003)	2002.2Q	2002.3Q	(2002.4Q)	(2003.1Q)	(2003.2Q)	(2003.3Q)	(2003.4Q)
TOPIX											
期末値	1,283	1,032	900	950	1,024	921	900	850	900	950	950
(期中・高値)	1,754	1,440	1,139	1,100	1,139	1,050	1,100	1,000	1,050	1,100	1,100
(期中・安値)	1,255	988	800	700	984	886	800	700	750	800	800
PER(倍)	42.8	688.0	20.5	19.8	23.3	20.9	20.5	19.3	18.8	19.8	19.8
EPS(連結・年度)	30	2	44	48							
配当利回り(%)	0.8	0.9	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
投資収益率(当該期、%)	-24.7	-18.7	-11.7	6.7	-3.2	-9.8	-2.0	-5.3	6.1	5.8	0.2
日経平均											
期末値	13,785	10,542	9,000	9,500	10,621	9,383	9,000	8,500	9,000	9,500	9,500
(期中・高値)	20,833	14,529	11,979	11,000	11,979	10,960	11,000	10,000	10,500	11,000	11,000
(期中・安値)	13,423	9,504	8,000	7,000	10,074	9,075	8,000	7,000	7,500	8,000	8,000

## 【 国内株式市場見通し2 】

### 株式需給1

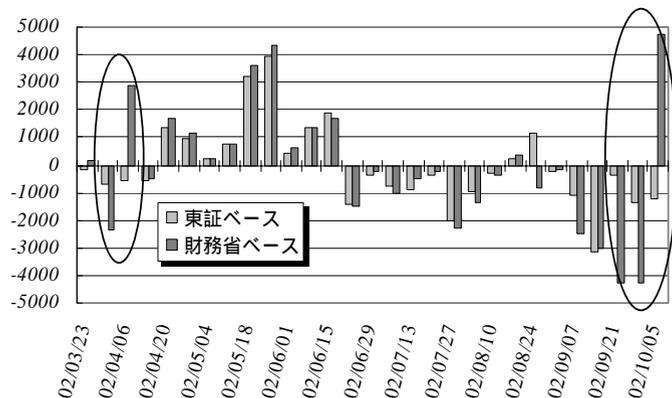
- ・今年度の需給環境依然として厳しい
- ・リスク資産の圧縮進める海外機関投資家
- ・日銀による株購入でも需給改善効果は限定的

欧米機関投資家の株式での運用比率



(出所) 英国統計局およびFRB「Flow of Funds」より大和総研作成

外国人投資家の日本株売買動向 (単位: 億円)



(出所) 東証・財務省公表データより大和総研作。

株式需給の年度予想と上期実績

	2003年 暦年予想	2002年度 想定	上期概算	(実績数値の出所)
銀行の持ち合い解消	-50,000	-50,600	-17,000	銀行発表およびDIR推計
生保の保有株売却	-15,000	-15,000	-3,000	主体別売買動向(東証)
政府保有の売出し	-5,000	-2,500	-2,500	-
I P O	-3,000	-5,000	-4,500	証券業報(日本証券業協会)
P O	-1,500	-1,500	-900	証券業報(日本証券業協会)
個人	5,000	5,000	3,500	主体別売買動向(東証)
投資信託(ETF含む)	15,000	15,000	14,000	投資信託概況(投資信託協会)
私的年金	-15,000	-5,000	-2,000	資金循環勘定(日銀)
公的年金	20,000	30,000	15,000	DIR推計
自社株買い	25,000	20,000	10,000	DIR推計
外国人	5,000	0	0	対内証券投資[株式](財務省)
日銀	20,000	20,000	-	-
証券自己	-	-10,000	-10,000	主体別売買動向(東証)

(出所) 大和総研作成。(注) 金額の単位は億円。

## 【 国内株式市場見通し3】

### 株式需給2 ～ 大手銀行の持ち合い株解消の動向～

- ・2002年度10月～3月の残存額は約3兆3億円
- ・日銀による2兆円株購入でも需給改善効果は限定的
- ・但し、日銀が大株主となることで民間企業の自社株買いが活発になる可能性あり

日銀による株式買い取り策の具体的内容

購入規模	2兆円		
購入対象	トリプルB格以上の企業の株式		
購入期限	2003年9月末 (購入額が2兆円に満たない場合は 2004年9月末で延長可)		
クローズド期間	2007年9月末		
売却期間	2007年10月～2017年9月末		
購入価格	時価(VWAPもしくは終値)		
1行あたりの上限	5,000億円		
1銘柄あたりの上限 (金額の単位は億円)	年間売買額	A格以上	BBB格
	2,000以上	1,000	500
	1,000以上	500	250
	500以上	250	125
	200以上	100	50
(議決権株数の5%)			

(出所) 新聞報道等をもとに大和総研作成。

大手銀行の持ち合い株解消進捗状況

	2002年度 計画額	4-9月期 削減額 (推定)	10-3月期 残存額
みずほHD	8,000	2,000	6,000
三菱東京FG	10,500	5,600	4,900
東京三菱銀行	7,000	3,600	3,400
三菱信託銀行	3,500	2,000	1,500
UFJHD	14,600	3,000	11,600
三井住友銀行	7,000	3,500	3,500
りそなHD 2行合計	3,500	900	2,600
大和銀	2,000	500	1,500
あさひ	1,500	400	1,100
三井トラストHD	3,500	1,000	2,500
住友信託銀行	2,000	900	1,100
みずほアセット信託銀行	1,000	100	900
大手銀行合計	50,100	17,000	33,100

(出所) 大和総研作成。(注) 金額の単位は億円。

## 【 国内債券市場見通し】

