

# 中期経済見通しと債券・株式の リスク・リターン見通しの考え方

2002年11月21日

(株)ニッセイ基礎研究所

# 中期的な経済像

## デフレ脱却困難な中期経済見通し

中期的に低成長が続く

- 2003～2007年度の平均成長率：実質 0.9%、名目 0.4%

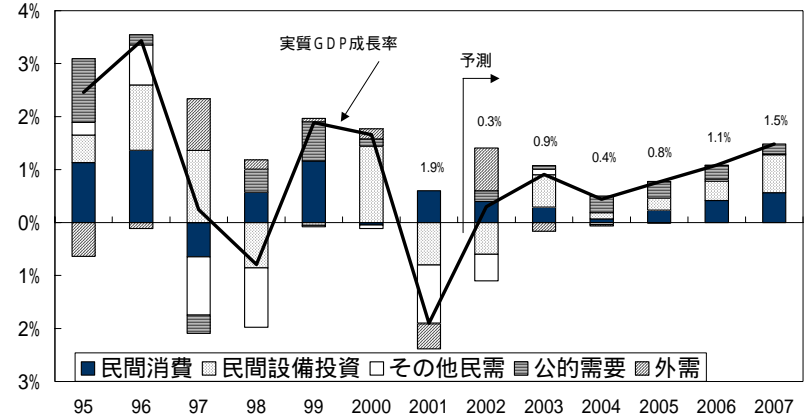
短期間でデフレからの脱却は困難

- 消費者物価：年平均 0.5%下落、2007年度にほぼ「ゼロ」

中期的に低金利が持続

- 短期金利：ゼロ金利からの脱却は2007年度以降
- 長期金利：デフレからの脱却が視野に入ると徐々に上昇

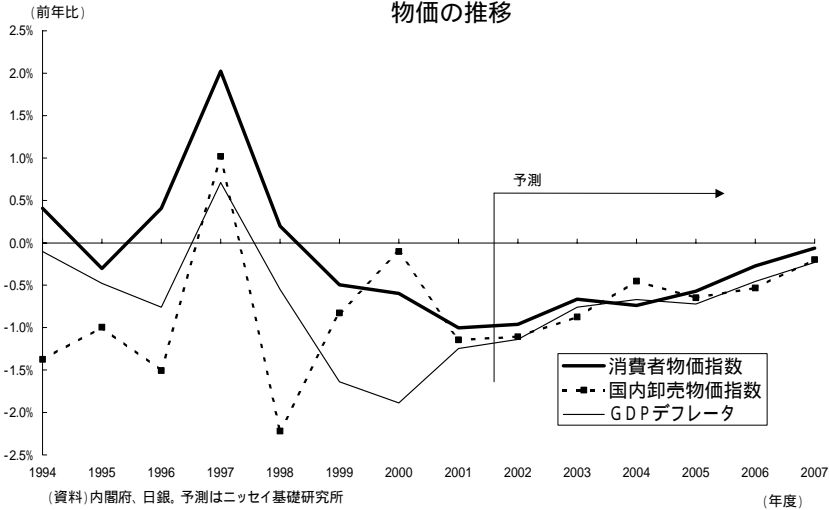
(前年度比) 実質GDP成長率の推移



(資料)内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」、予測はニッセイ基礎研究所

(年度)

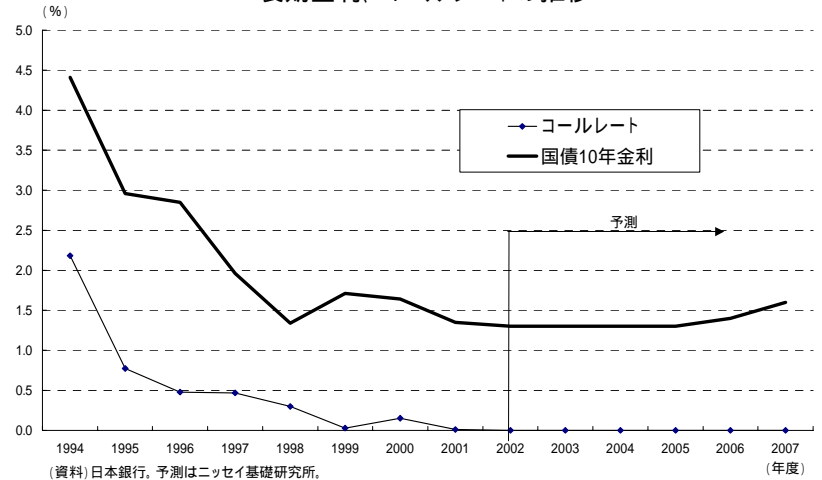
物価の推移



(資料)内閣府、日銀。予測はニッセイ基礎研究所

(年度)

長期金利、コールレートの推移



(資料)日本銀行。予測はニッセイ基礎研究所。

# 依然残る過剰問題

## バブル崩壊による3つの過剰問題

過剰雇用・過剰設備問題は悪化

- ・景気が回復しても顕著に改善しない
- ・解決が容易でない理由：「構造的」な需要不足問題の存在

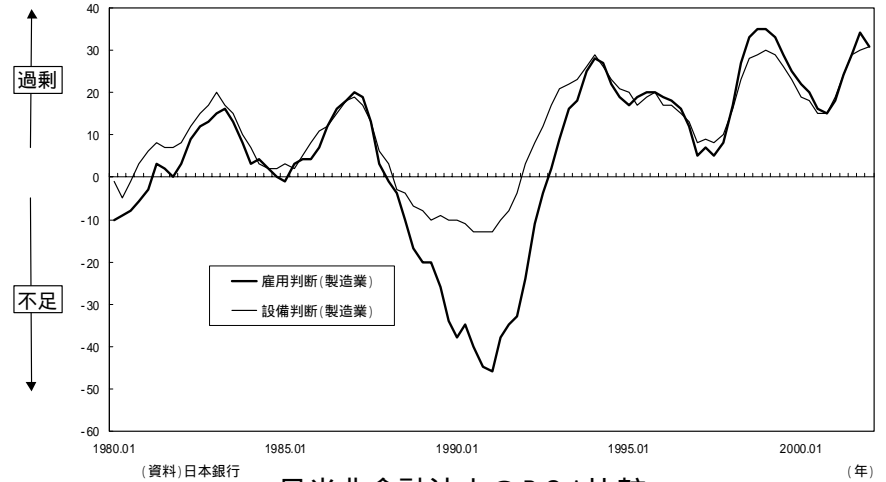
過剰債務問題には改善が見られる

- ・フロー：低金利で利払い負担は過去の水準を下回る
- ・ストック：債務の対名目GDP比は徐々に低下

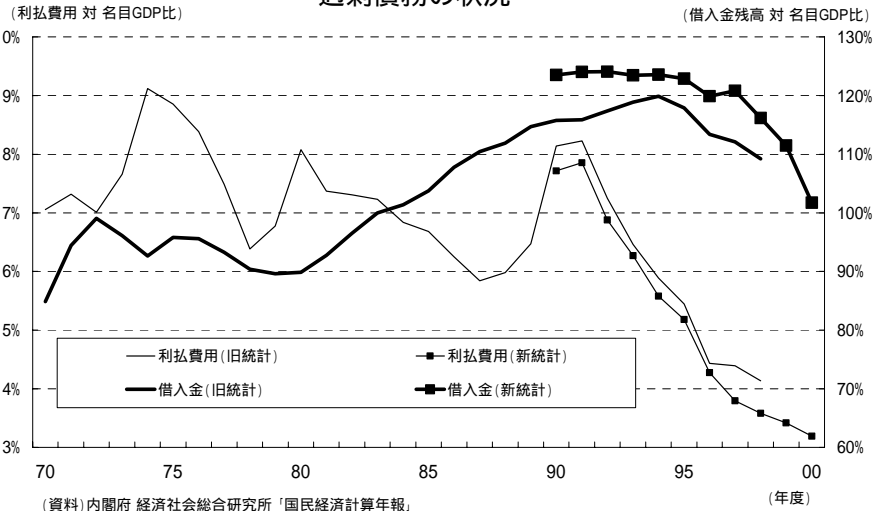
不良債権問題の背景に企業収益率の低さ

- ・ROA（総資本利益率）の日米格差は拡大

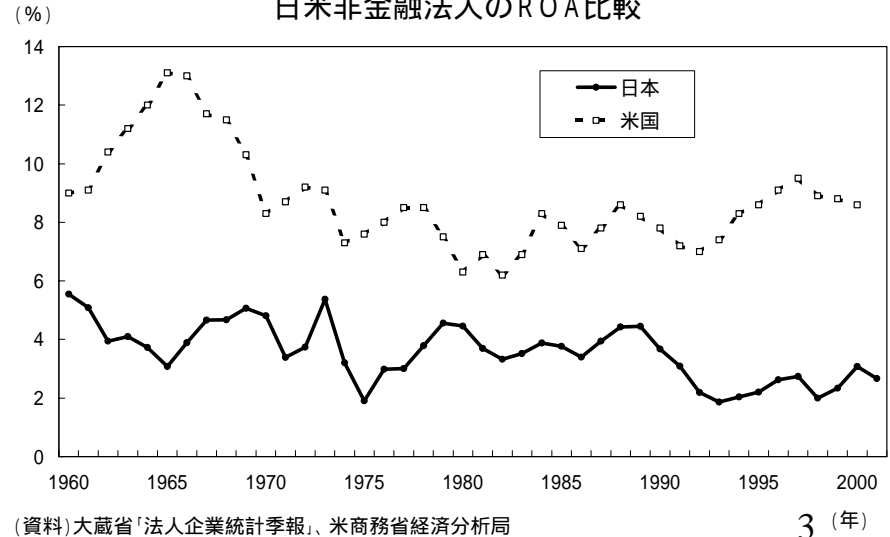
雇用・設備DIの推移



過剰債務の状況



日米非金融法人のROA比較



# 高齢化でデフレ状況に変化

## 高齢化でデフレ的状況が変化

人口高齢化による供給力の低下 = 好ましくない形の問題解決

団塊世代の引退による生産年齢（15～64歳）人口の減少

- ・ 2000年 2005年： 179万人 (2000年：8638万人)
- ・ 2005年 2010年： 293万人
- ・ 2010年 2015年： 437万人

高齢化でインフレ・高金利経済に

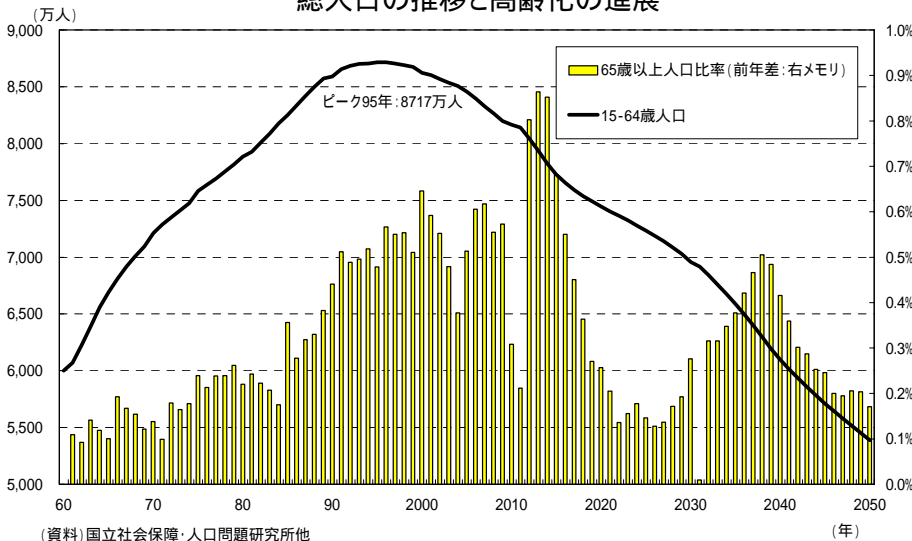
- ・ 経常収支赤字化=国内の需要過剰、円安：輸入物価の上昇
- ・ 貯蓄減少、海外から資金流入の必要性：高金利

2005年を超えると低成長でも需給ギャップが縮小

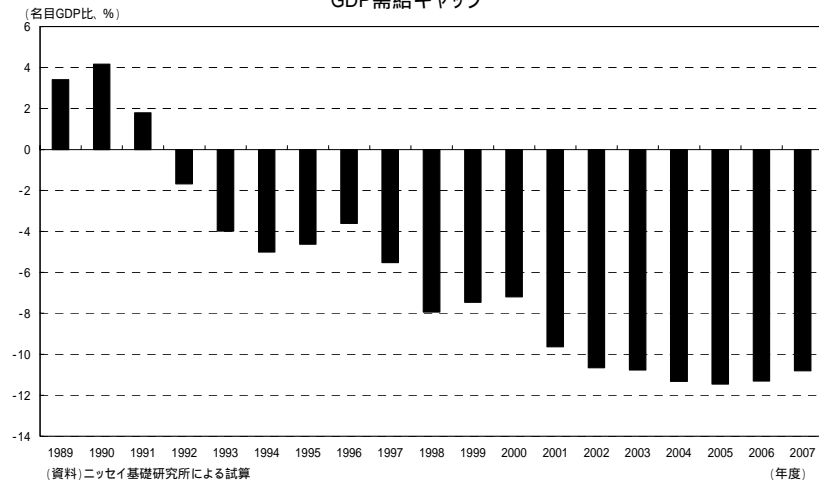
## 人口高齢化の経済への影響

現在	将来
・ 老後に備えた貯蓄	・ 高齢者の貯蓄取り崩し
需要不足：貯蓄過剰	需要過剰：貯蓄不足
・ 豊富な労働力 ■ 失業	・ 労働力人口の減少 ■ 人手不足
・ デフレ、低金利	・ インフレ、高金利

総人口の推移と高齢化の進展



GDP需給ギャップ



# 2つのリスク

## 2つの大きなリスク

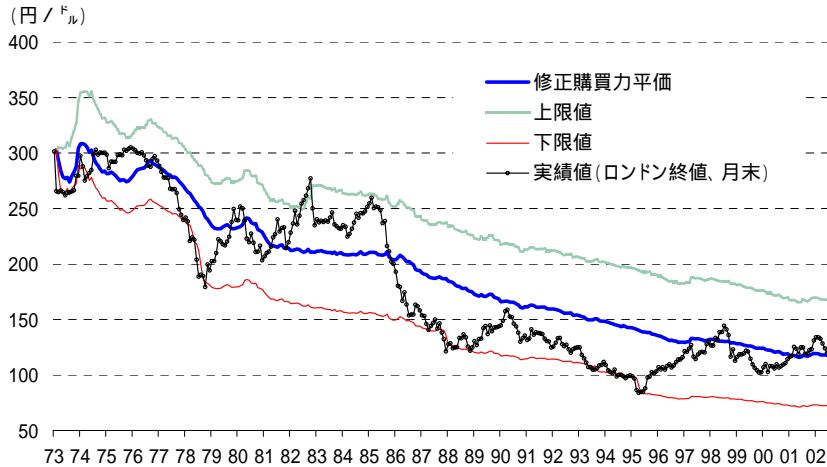
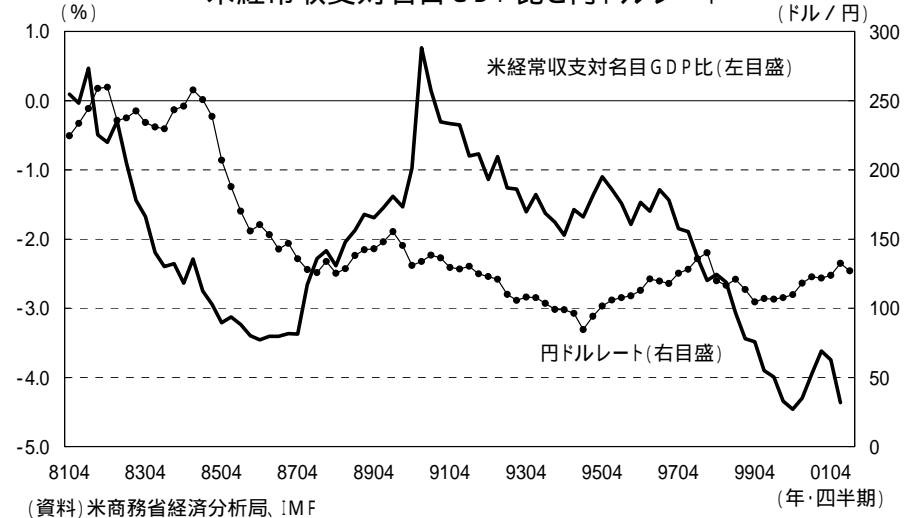
### ドルの大幅下落

- ・ 米国経常収支赤字：プラザ合意当時を上回る
- ・ 購買力平価：ドル下落の余地が大きい
- ・ ドル高政策放棄の恐れ：もはや米国の国益とは言えず
- ・ 中国人民元の切り上げ：国際政治上の困難から円高圧力

### 長期金利の急上昇

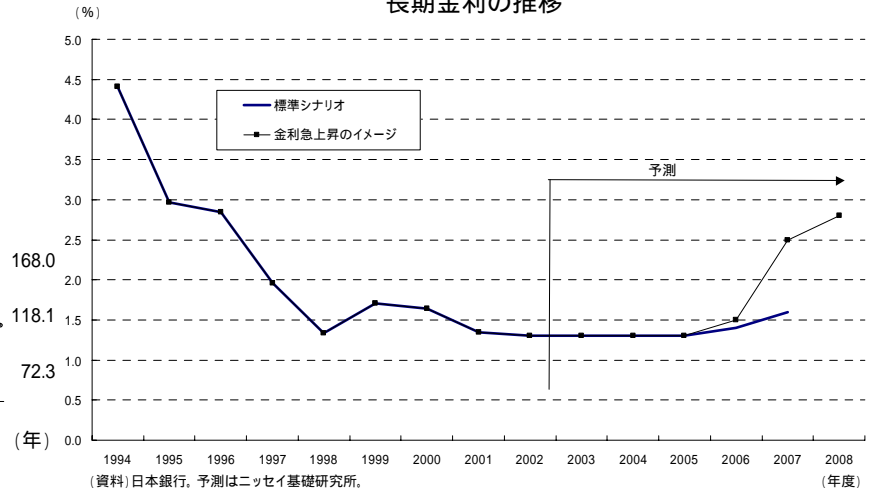
- ・ 財政赤字の縮小困難 = 政府債務残高の累増
- ・ デフレ脱却視野 長期金利急上昇の恐れ
- ・ 金融機関に国内債券のキャピタルロスが発生

米経常収支対名目GDP比と円ドルレート



(注) 2002年7月末時点の修正購買力平価は、73年1月～2002年6月の各月を基準とする354の相対的購買力平価(生産者物価基準)の平均値。上限値・下限値は、その最大値・最小値。  
 (資料) 日本銀行等によりニッセイ基礎研究所作成

長期金利の推移



# 国内債券(国債)のリスク・リターン

## 国内債券(国債)のリスク・リターンの見通し

### 概要

15年間の過去データおよび中期経済見通しから作成

リスクの見通し：過去平均法を利用

過去平均法「過去の収益率データから、直接、平均リターン、標準偏差(リスク)、相関係数を求める」

リターンの見通し：シナリオ法を利用

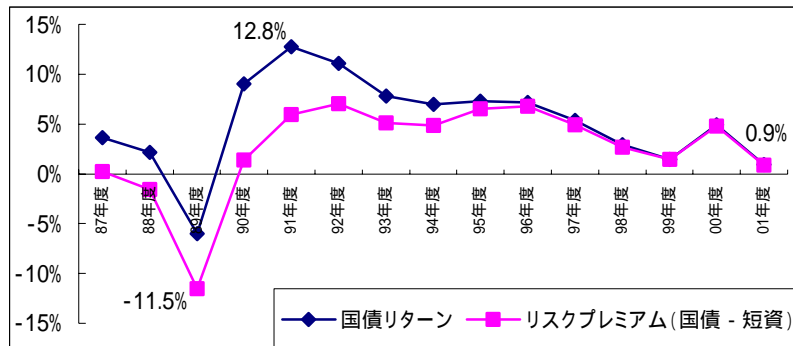
シナリオ法「経済シナリオを想定して、そのシナリオにおけるリターンを与え、将来の期待リターン・リスクを計算して求める」

## 想定ポートフォリオ:野村BPI 国債全体

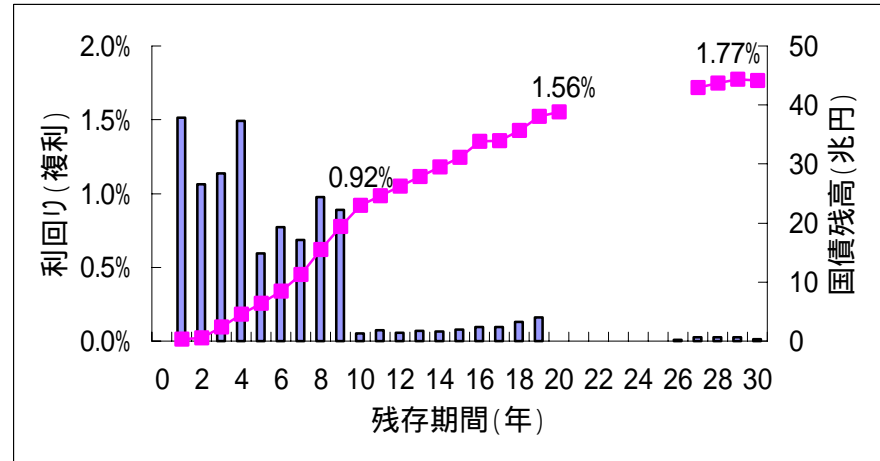
・2002年3月末データ

利回り(複利)	インカム利回り	デュレーション
0.71%	2.09%	5.60年

・時価利回りの推移



## 国債のイールドカーブおよび残高(H14.11.13現在)



## 国内債券(国債)のリスク・リターンの見通し

年度	短期金利	10年金利	ポートフォリオ平均金利	インカム利回り	キャピタル利回り	時価利回り
2001	0.010%	1.40%	0.98%	2.09%	-1.19%	0.90%
2002	0.001%	1.30%	0.91%	2.01%	-0.97%	1.04%
2003	0.001%	1.30%	0.91%	1.94%	-1.10%	0.84%
2004	0.001%	1.30%	0.91%	1.88%	-1.03%	0.85%
2005	0.001%	1.30%	0.91%	1.82%	-0.97%	0.85%
2006	0.001%	1.40%	0.98%	1.78%	-1.30%	0.48%

時価利回り = インカム利回り + キャピタル利回り

5年平均	1.92%	-1.09%
------	-------	--------

0.83%
-------

・リスク(標準偏差)の推移

87-91年度	92-96年度	97-01年度	87-01年度平均
5.28%	4.71%	3.70%	4.56%

# 国内株式のリスク・リターン

## 国内株式のリスク・リターンの見直し

### 概要

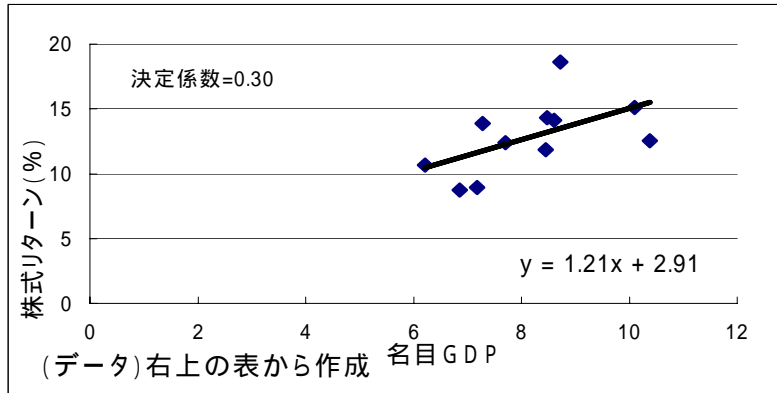
過去データおよび中期経済見通しから作成。リスクプレミアム等の推定は、取得可能ななるべく長い期間のデータを使用

リスクの見直し：過去平均法を利用

ただし、バブルの形成・崩壊などの原因により、リスク値が突出した期間があれば、データから除外を検討も

リターンの見直し：ビルディングブロック法およびシリア法を利用  
ビルディングブロック法「過去の収益率データを、無リスク金利、インフレ率、リスクプレミアムなどの要因に分解し、それぞれについて、構造モデルを推定する」

## 名目GDPと株式リターンの関係に注目した見直し



株式リターン =  $1.21 \times$  名目GDP見通し + 2.91  
(内はt値 (1.98) (0.58))

## ビルディングブロック法(リスクの対価としての株式リターン)

	名目GDP	実質GDP	インフレ	株式リターン	リスクプレミアム	リスクプレミアムのリスク	リスクの市場価値(*)
アメリカ	7.7	2.6	5.1	12.4	5.8	15.6	0.37
イギリス	10.1	2.5	7.6	15.1	6.0	21.2	0.28
オーストラリア	10.4	3.4	7.0	12.5	3.0	21.0	0.14
オーストリア	7.2	3.1	4.0	9.0	4.1	19.0	0.22
ベルギー	7.3	2.7	4.6	13.9	7.3	16.7	0.44
カナダ	8.5	3.2	5.3	11.9	3.9	17.6	0.22
デンマーク	8.5	2.5	6.0	14.3	6.8	17.6	0.39
フランス	8.6	2.7	5.9	14.1	5.9	20.8	0.28
ドイツ	6.2	2.9	3.4	10.7	4.6	18.9	0.24
日本	6.9	2.9	4.0	8.7	3.6	18.1	0.20
スエーデン	8.7	2.4	6.3	18.6	10.0	22.9	0.44
11カ国平均							0.29

(データ)イボットソン・アソシエイツ・ジャパン(1970-2001のMSCIインデックスおよびGDP実績より計算)

リスクプレミアム = 株式リターン - 短期金利

リスクの市場価値 = リスクプレミアム ÷ (リスクプレミアムの) リスク



短期金利見通し	リスク(MSCI)	リスクの市場価値	リスクプレミアム	株式リターン見通し
0.001%	18.1%	0.29	5.30%	5.30%



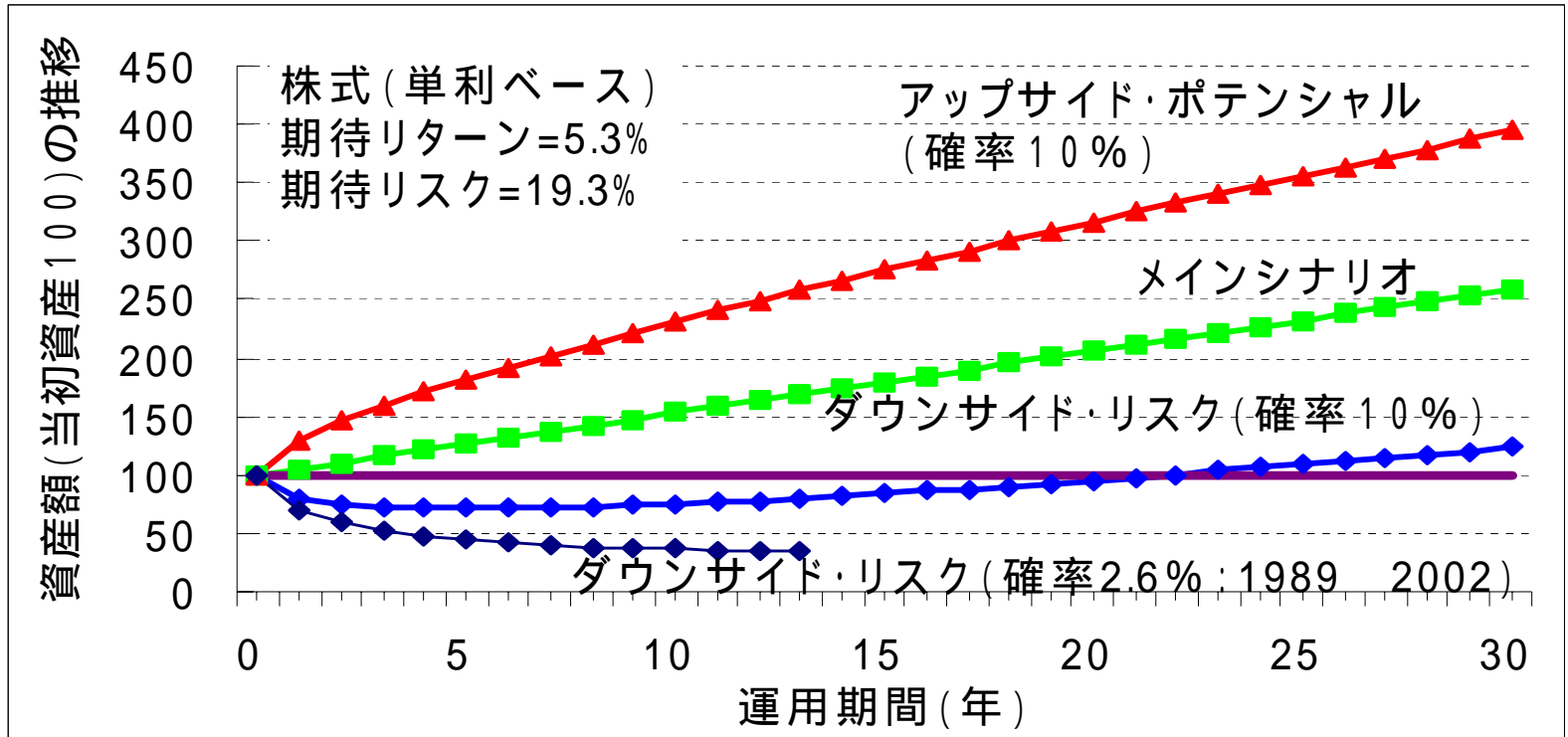
名目GDP見通し	株式リターン見通し
-0.12%	2.76%

## ・リスク(標準偏差)の推移

87-91年度	92-96年度	97-01年度	87-01年度平均	92-01年度平均
23.88%	20.19%	18.38%	20.82%	19.29%

(データ)TOPIX配当込み

# 下落リスクと時間分散効果(国内株式)



(参考)バブル崩壊後約13年の株価下落について

TOPIX配当込み(月末)	
89/12月(ピーク)	02/10月
2895.43	963.24

下落率	
	年率(単利)
-66.7%	-5.2%

発生確率
2.6%

発生確率は、上図と同じ前提(株式リターンが正規分布)で計算した場合



# デフレ・インフレ経済下の株式・債券リターン比較

- 株式のリスクプレミアム水準は、インフレ局面がデフレ(ディスインフレ)局面に比べ相対的に高い
- ただ、デフレ(ディスインフレ)局面でもリスクプレミアム水準は概ねプラスであり、また株式リターンは両局面ともほぼ同水準であった

		日本	米国	ドイツ	フランス	イギリス	(%)
		52'1Q-02'3Q	26'1Q-02'3Q	70'1Q-02'2Q	70'1Q-02'2Q	70'1Q-02'2Q	単純平均
株式リターン	全期間	13.18	12.76	10.76	15.00	15.66	13.47
	インフレ局面	14.31	8.14	7.58	15.59	18.57	12.84
	デフレ(ディスインフレ)局面	11.22	14.85	8.33	10.58	20.54	13.10
債券リターン	全期間	7.00	5.84	8.10	10.01	12.34	8.66
	インフレ局面	5.59	0.66	7.31	7.95	7.64	5.83
	デフレ(ディスインフレ)局面	9.55	7.40	11.44	10.57	17.53	11.30
リスクプレミアム (株式 - 債券)	全期間	6.18	6.92	2.66	4.99	3.32	4.81
	インフレ局面	8.72	7.48	0.27	7.64	10.93	7.01
	デフレ(ディスインフレ)局面	1.67	7.45	-3.11	0.01	3.01	1.81
(参考)							
インフレ水準 (CPI)	全期間	3.91	3.1	3.33	5.62	7.36	4.66
	インフレ局面	10.6	8.97	7.18	11.71	15.58	10.81
	デフレ(ディスインフレ)局面	-1.43	-2.41	0.14	1.03	1.38	-0.26
長期金利水準	全期間	6.01	5.37	7.12	8.94	9.93	7.47
	インフレ局面	7.19	6.48	8.29	11.47	12.65	9.22
	デフレ(ディスインフレ)局面	4.7	3.7	6.06	6.66	7.48	5.72
株式のリスク水準	全期間	22.45	25.64	22.76	25.83	25.45	24.43
	インフレ局面	22.66	18.99	17.90	27.90	35.65	24.62
	デフレ(ディスインフレ)局面	23.33	34.20	26.86	27.46	18.22	26.01
債券のリスク水準	全期間	6.07	9.03	7.55	7.95	13.56	8.83
	インフレ局面	4.43	9.97	10.27	10.47	15.63	10.15
	デフレ(ディスインフレ)局面	5.62	7.28	5.92	7.19	13.11	7.82

(データ)イボットソン・アソシエイツ・ジャパン

日本、米国、ドイツ、フランス、イギリスについて、四半期データが最大限取得可能な期間により分析  
CPI(前期比)水準の上位30%の期間をインフレ局面、下位30%の期間をデフレ(ディスインフレ)局面とした