

5カ年期待リターン展望 サマリー

# 下支えするアトラス

世界経済の地殻変動は  
どのように起きているか

- サマリー(読了時間:10分)**
- 期待リターンが最も高いのは新興国市場
  - 基本、強気、弱気の3つのシナリオ
  - AIの導入と戦略的投資による生産性の新時代
  - 気候変動がほとんどの資産クラスに大きな影響を及ぼす
  - 4つの特集テーマ(バブル、中国、トランジション・ファイナンス、トレンド発掘)
  - 新企画: 2011年以降のロベコの予想を振り返る

2025  
2029

機関投資家向け

本冊子は2024年9月にロベコが発行した「5-year Expected Returns - Atlas Lifted - Summary」を翻訳したものです。

この夏の金融市場の乱高下は、短期的に混乱があったとしても投資家は長期的な見通しに重点を置くべきであると再認識する契機になりました。ロベコが毎年公表する「5カ年期待リターン展望」は、これまで投資家に有益な情報を提供するツールとなってきました。求められるのは、金融市場を隔々まで展望して見通しを立てることです。

昨年の展望と同様、今後5年間で最大のリターンが見込まれる資産クラスは今回も新興国株式であり、これに新興国債が続く形となりました。基本シナリオ(ユーロ建て)では、2025~2029年に新興国株式と新興国債の年率リターンはそれぞれ7.25%、6%になると予想しています。それに対し、先進国株式と先進国債のリターンはそれぞれ6.5%、4%になる見通しです。

表 1: 期待リターン(2025~2029年)

基本シナリオ	5年間のリターン(年率)	
	ユーロ建て	米ドル建て
<b>債券</b>		
短期金融商品(国内)	3.50%	4.00%
国債(国内)	2.25%	6.00%
グローバル先進国債(通貨ヘッジ)	4.00%	4.50%
新興国債(現地通貨建て)	6.00%	7.00%
グローバル投資適格社債(通貨ヘッジ)	5.25%	5.75%
グローバル・ハイイールド債(通貨ヘッジ)	5.50%	6.00%
<b>株式</b>		
先進国株式	6.50%	7.50%
新興国株式	7.25%	8.25%
上場不動産	5.50%	6.50%
コモディティ	4.75%	5.75%
<b>消費者物価</b>		
インフレ率	2.50%	2.50%

出所: ロベコ、2024年9月。

## “ 今後5年間で最大の リターンが見込まれる 資産クラスは、 今回も新興国株式と なりました。

クレジット関連では、今後5年間の投資適格社債とハイイールド債のリターンはそれぞれ5.25%、5.5%になると予想しています。また、不動産とコモディティは、基本シナリオでは、それぞれ年率平均で5.5%、4.75%のリターンになる見通しです。

通貨別に見ると、すべての資産クラスにおいて、米ドル建ての期待リターンが

ユーロ建てを小幅に上回る見通しです。なかでも国債(国内)のリターンの差は大きく、基本シナリオではユーロ建てが2.25%、米ドル建てが6%としています。これは欧米間で予想される金利差に起因するものです。また、短期金融商品の利回りは、ユーロ建てが3.5%、米ドル建てが4%になると予想しています。

今回の5カ年期待リターン展望においても、例年通り、弱気シナリオと強気シナリオも提示していますが、まずは本年の予想に関する解説をお読みいただきましょう。

### 本年のタイトルについて

今回のタイトルは、天空を両肩で支えるギリシャ神話の巨神アトラスにちなんだもので、アイン・ランド氏の著書「肩をすくめるアトラス (Atlas Shrugged)」が経済思想に与えた影響を象徴しています。この書籍は、1980年代の政府介入を抑制した経済政策に影響を与えました。

その後状況は一変し、現在では、気候変動や人工知能(AI)の普及拡大といった世界的な課題に対応するため、政府介入の強化が求められています。産業やイノベーションにおける新しい巨人が「世界という重荷」を意図的に肩から払いのけるような、超個人主義の時代は終焉を迎えました。その結果、今後5年間で「下支えするアトラス」という表現に近い世界に移行すると考えられます。

第1に、AIが広く導入されることにより生産性は向上する見通しです。戦後復興期の1950年代にイノベーションが生産性の伸びを加速させたのと同様に、この先、経済が急激に変化すると予想しています。

第2に、米国経済の上昇気流によって、他の先進国、特に英国や欧州諸国の経済は押し上げられると見られます。コロナ禍後の回復に出遅れたこれらの国々の経済は遅れを取り戻し、今後5年間でコンセンサスを上回るGDP成長を遂げると予想しています。米国例外主義は、もはや担保されていません。

第3に、世界的な過剰貯蓄が解消に向かう中で、中立金利の水準は上昇します。これには、レジリエンス(頑強性)への投資拡大、AIの導入、中国による経済成長への寄与減退、グリーン・トランジション、「平和の配当」の終焉、高齢化の進展などの要因すべてが寄与します。

### 気候変動の影響

3年連続で本年も、気候変動が将来のリターンに与える影響に関する章を設けました。今回の重要なポイントは何でしょうか。先進国国債の利回りは、経済成長が減速すると低下し、インフレが上昇すると（あるいはインフレの不確実性が高まると）上昇する傾向があります。高コストのエネルギー転換は経済成長を低下させる一方、エネルギー価格の変動性の高さは中央銀行によるインフレ政策の舵取りを複雑にします。

総合的に見て、気候変動が先進国国債のリターンに与える影響は中立的になると想定しています。一方、物理的な気候変動リスクやエネルギー転換リスクに対する脆弱性は、すべての国が一律ではなく、新興国国債の気候シグナルはネガティブとしています。

“高コストのエネルギー転換は経済成長を低下させる一方、エネルギー価格の変動性の高さは中央銀行によるインフレ政策の舵取りを複雑にします。

カーボン・フットプリントや気候バリューアットリスクで測定した気候変動リスクは、先進国市場株式の方が投資適格社債より低水準です。しかしながら、リスクが顕在化したときに初めに影響を受けるのは株式であるため、気候変動リスクは社債リターンよりも株式のリターンに大きな影響を与えると予

想しています。一方、不動産の気候変動リスクに対するエクスポージャーは、物件の所在地に大きく依存します。

もっとも、価値の高い物件の多くが気候変動リスクに対して脆弱な地域に所在するため、グローバル不動産と株式には同じ気候シグナルを付与しています。また、コモディティ市場に関しては、気候変動対策がコモディティ価格を押し上げるとの見方から、気候シグナルはポジティブとしています。

### 強気シナリオと弱気シナリオ

今回の「5カ年期待リターン展望2025～2029年」では、以下の3つのシナリオを提示しました。

- **基本シナリオ: 下支えするアトラス (確率: 50%)**  
先進諸国の経済成長が米国の水準に収斂し、世界経済の成長リスクが後退。先進国のインフレ率は平均2.5%程度で推移。
- **弱気シナリオ: 迷走するアトラス (確率: 30%)**  
インフレとの戦いが継続。米国の財政赤字がインフレの第二波を招く一方で、大国間の勢力図の変化がスタグフレーションの要因となる。
- **強気シナリオ: 調和させるアトラス (確率: 20%)**  
AIがけん引する形で生産性は2.25%もの飛躍的改善を果たし、地政学的な安定性が向上。インフレ率は中央銀行の政策目標に近づき、米国の実質GDP成長率は年3%近い水準に達する。

### その他の特集テーマ

**過去のリターン実績** - 「5カ年期待リターン展望」の第14号となる本書では、2011年以降のロベコの予想の正確性を評価する新しい章を設けました。8つの5カ年期間(重複期間あり)について、各種資産クラスに対するロベコの予想と実際のリターンを比較

## “2011年以降のロベコの 予想の正確性を評価する 新しい章を設けました。”

しました。ダイナミック・ポートフォリオ(各年の5カ年期待リターン展望に基づいて1年ごとに資産配分を調整したポートフォリオ)と参照ポートフォリオの5年間の平均

期待リターンを比較することによって、期待される超過収益を推計しています。ロベコの予想リターンを用いた、同水準の事前予想ボラティリティにおける両ポートフォリオのリターンを比較すると、ダイナミック・ポートフォリオは参照ポートフォリオを年平均33bp上回る結果となりました。一方、実際のリターンを用いると、超過収益は年平均46bpと小幅に上昇します。ボラティリティの実績値は、ダイナミック・ポートフォリオが7.4%、参照ポートフォリオが8.1%でした。また、ダイナミック・ポートフォリオは、トラッキングエラーの実績値が2.1%、インフォメーション・レシオは0.22となりました。

### 4つの特集テーマ:

**1** **トランジション・ファイナンス**は、経時的に排出削減を進める企業への投資を通じて、実世界とポートフォリオ双方の脱炭素化を実現することを目指します。投資家は要因分析の手法を用いて、ポートフォリオの変化に起因するものと投資先企業が実際に削減した排出量とを区別することができます。入手可能なデータが増えることで、トランジション銘柄の選択がアルファ創出に果たす役割を、より正確に評価できるようになります。

**2** **バブル**が発生するのは、投資家心理が良好な環境で資産価格が急激に上昇し、バリュエーションが割高になるときです。キンドルバーガー氏は1978年に執筆した著書<sup>1</sup>の中で、バブルのサイクルを段階ごとに概説しています。経済の創造的破壊をもたらす新技術の導入によってバリュエーションが押し上げられ、最終的にパニックと市場の崩壊という「ミンスキー・モーメント」に発展する流れです。歴史的に見ると、確認されたバブルの約半分は崩壊し、残りは今も膨らみ続けています。現在の米国におけるテクノロジー・バブルには崩壊の兆しが見られるものの、その結末は未だ不透明です。

**3** **テーマ型投資戦略**は、電気自動車、AI、クリーン・エネルギーへの転換といった長期的なトレンドにフォーカスする戦略です。通常はファンダメンタル・アプローチを基盤としますが、短所もあり、それには定量的手法で対応可能です。テーマの発掘やセンチメントの分析を目的とするNLP(自然言語処理)などの定量的手法は、感情的なバイアスを排除し、タイムリーな出口戦略を可能にします。「クオンタメンタル」投資は、定量的アプローチとファンダメンタル・アプローチを融合し、それぞれの長所を活かしてより適切な投資判断を導きます。

**4** **1980年代の日本のバブル**は、「失われた10年」と呼ばれる経済の停滞につながりました。現在、不動産市場、高齢化、デフレに関連する諸問題に直面する中国には、当時の日本と共通点が見られます。中国は日本の二の舞を避けられるのでしょうか。

<sup>1</sup> Kindleberger, C. (1978) *Manias, panics, and crashes* (熱狂、恐慌、崩壊—金融危機の歴史). Basic books: New York.

## 重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V.(以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等: ロベコ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2780号  
加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会

詳細は、ロベコのウェブサイトをご参照ください。