

バンガード「グローバル・マクロ・マターズ」シリーズ

米国株の上昇に伴い、 リスクとリターンのトレードオフが複雑に

バンガード・リサーチ | ジョー・デイビス Ph.D. | 2017年11月

世界金融危機のどん底から8年半の間にS&P 500指数は250%の上昇を見せ、現在の上げ相場は1926年以来、2番目に力強く2番目に長期にわたるものとなっています。上昇幅および期間の長さにおいて過去最大であったのは、1990年代のインターネット・ブームであり、当時は9年半の間にS&P 500指数は400%以上の上昇を見せました。

この比較により、必然的に次のような心地よいとは言えない疑問が湧いてきます。この上げ相場は今後も続くのでしょうか？ そもっと大事な質問はこれです。バリュエーションが史上最高値まで高騰し、株価が50%の暴落を見せた90年代バブルの再来でしょうか？¹

私たちの分析では:

- CAPEレシオ（景気循環調整後の株価収益率）のように従来から使用されているバリュエーション指標を見ると、長期平均と比較して、足元の状況は警戒すべきレベルにあると言えます。株価の過大・過小評価を測定するのにより適している、バンガー

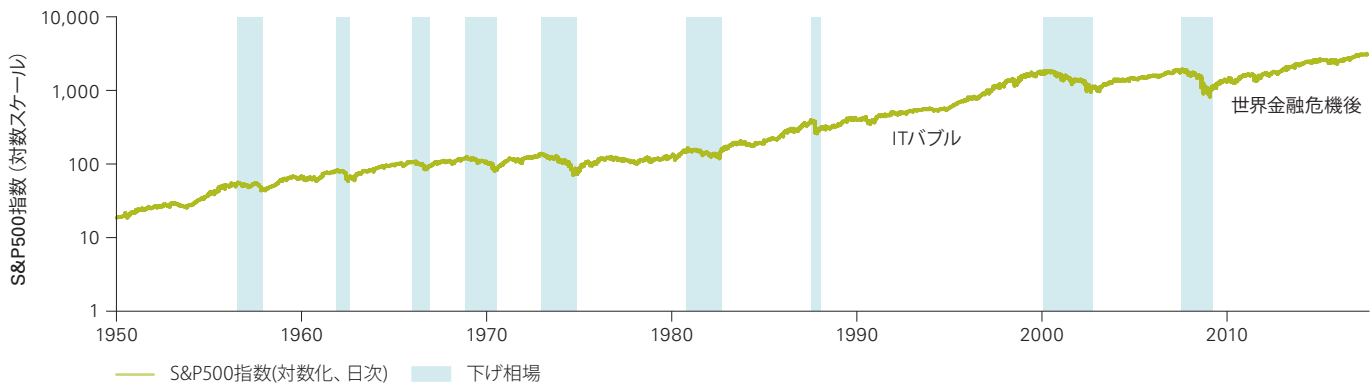
ドの「フェアバリュー」CAPEレシオによれば、米株はフェアバリューより高値で取引されているものの、ITバブル期に見られたような極度の高値には達していません。

- とはいえ、私たちの今後5年の米国株価予想は、良くても控えめなものにとどまっています。また、米国外の株式市場のほうが明るい見通しを示しているため、グローバル分散投資の利点はとりわけ説得力のあるものとなるでしょう。私たちのシミュレーションによれば、足元の市場環境で、グローバルに分散された株式60%、債券40%のポートフォリオは、米国株100%のポートフォリオとほぼ同等のリターンが見込める一方、テールリスクはかなり低くなる見通しです。²

伝統的バリュエーションは異例の高さ

株価収益率（PER）は株式市場が過大評価されている期間や、バブル期を判断するうえで重要なサインとなります。バブル期においては、市場価格が分配金、純資産、収益といった企業のファンダメンタルズからすっかり乖離した状態になります。バ

図1 史上2番目に強い上げ相場を見せているS&P 500指数



注記：上図は、1950年1月1日から2017年10月23日までのS&P 500指数の動きを示しています。「下げ相場」は前回高値から20%以上の下落を見せた期間と定義しています。出所：ファクトセットおよびブルームバーグのデータを基に、バンガード作成。

1 CAPEレシオは、1990年代後半から2000年代初期にかけて長期平均よりも3標準偏差分の上昇を示したため、この期間は極度に過大評価されている、またはバブルであると考えられます。

2 ジョセフ・デイビス、ロジャー・アリアガディアス、ハーシュディーブ・アールワリア、フランク・ポランコ、クリストス・タソプロス「バンガード・グローバル・キャピタル・マーケット・モデル」(2014) ペンシルベニア州/バレーフォージ、バンガード・グループ

リユエーションは市場のタイミングをはかるうえでは適切なツールではありませんが、バリュエーションの上昇後10年間は、リターンの落ち込みにつながる事が多いのです。2000年にCAPEレシオが44倍に達した後、続く「失われた10年」でS&P 500指数は累積してマイナス8%の落ち込みを示しました。

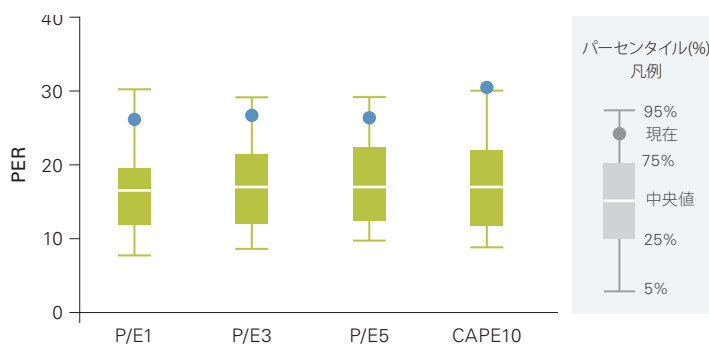
1年間、3年間、5年間のどの平均収益で算出しても、足元のPERはかなり高くなります。図2aに示した4種類のバリュエーションは過去の数値と比較して89から95パーセンタイルの間に収まります。CAPEレシオは過去と比較して95パーセンタイルになります。図2bに示されているように、CAPEレシオは31倍であり、1926年以降の長期的な平均値である18倍から2標準偏差分弱、高くなっています。

フェアバリューCAPEではそれほど警戒感はない

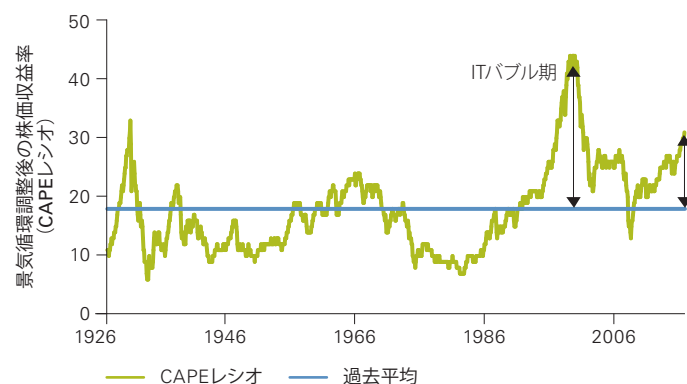
図2aと2bに示された数値は警戒を要するものですが、CAPEレシオ（や、その他のバリュエーション指標）を過去の平均値と単純に比較すると、また違った結果が見えてきます。しかし、その結果は誤解を招く可能性があります。というのも、そのような比較ではインフレ率や金利など、各数値のフェアバリューに影響する経済や市場環境の変化を考慮に入れていないからです。たとえば、金利の長期的低下やインフレは、資本資産評価モデル（CAPM）における割引率を引き下げ、結果的に株価収益率を上げることとなります。この場合、CAPEレシオの高さは株価の過大評価によるものではなく、債券の低利回りが背景にあるかもしれません。2017年CFA協会年次総会で、CAPEレシオの考案者ロバート・シラー教授とジェレミー・シーゲル教授は低金利がCAPEレシオ上昇の原因のひとつである可能性があるとして

図2 S&P 500指数は過去と比べて異例の高さ

a. PERは上昇している



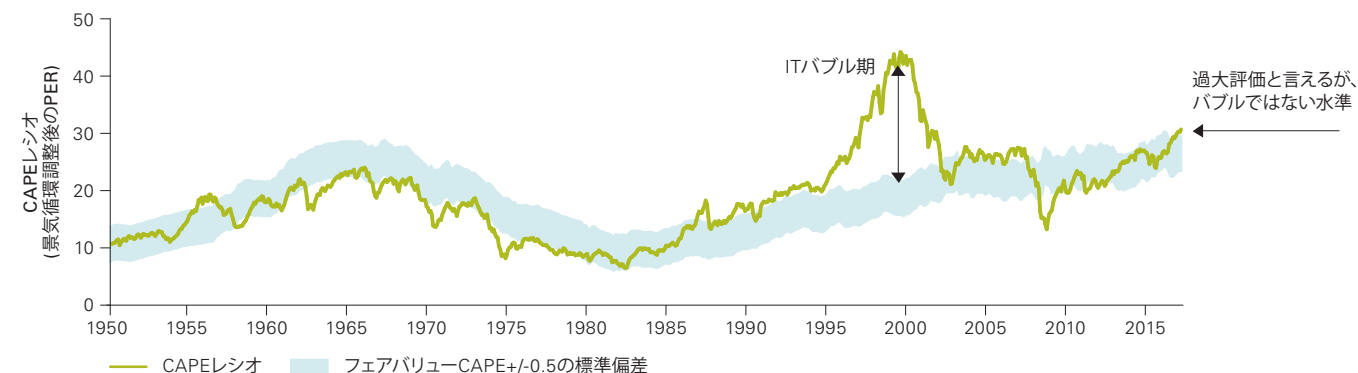
b. 長期平均との乖離はバブルを示唆しているか？



注記：上図は、1926年以降のS&P 500指数についての分析です。

出所：ロバート・シラーのウェブサイト(aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm)に基づき、バンガード作成。

図3 CAPEレシオは過大評価を示す範囲に近づいている



注記：フェアバリューCAPEは、CAPEレシオをインフレ予想と低金利により修正した統計モデルに基づくものです。この統計モデルは、株式益回り（S&P 500指数）、米国の過去10年平均インフレ率、1940年1月から2017年9月までの期間で推定された10年米国債利回りという3変数ベクトル誤差修正モデル（VEC）です。詳しくは、バンガードの『世界経済と市場見通し』をご参照ください。

出所：ロバート・シラー教授のウェブサイト(aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm)、米労働統計局（BLS）、米連邦準備制度理事会（FRB）のデータに基づき、バンガード作成

述べています。

バンガードの『2015年の世界経済と市場見通し』で、私たちはその時点での金利とインフレを考慮に入れたフェアバリュースCAPEを導入しました。³ このフェアバリュースCAPEという概念は、従来のCAPEレシオの比較対象となりうる、より役立つ時変ベンチマークを提供してくれます。

図3は、1950年代以降のCAPEレシオに対する私たちのフェアバリュース・モデルを示したものです。1990年代後半の数値を見ると、これら2つの値の差がバブルを示唆していると言えるでしょう。現在、CAPEレシオは過去最高値に近づいていますが、私たちのフェアバリュース推測値よりもわずかに高いだけです。言い換えれば、フェアバリュースCAPEによれば市場は過大評価と呼べる範囲に近づいていますが、バブル期ほど大幅に過大評価されているわけではありません。⁴

米国株価の高騰と低金利の影響

1990年代後半の株式市場におけるバブルと比較するのは極論かもしれませんが、今後5年から10年の米国株のリターンは良くても低水準にとどまると私たちの分析では示されています。常に説得力のあるグローバルな分散化は、現状においてとりわけ大きな意味を持っています。「バンガード・キャピタル・マーケット・モデル」(VCMM)によるシミュレーション結果をご覧ください。

- **米国株の低リターン、ハイリスクはほぼ間違いないようです。** 図4に示したように、今後5年のシミュレーションでは、約3分の1の確率で米国株は年に5%以上のリターンが得られると出ています。10%以上の下落は、どの年をとっても69%と出ており、過去の水準(42%)と比べて高くなっています。

- **グローバルな分散により、見通しは明るくなります。** どの年をとっても、米国株のみへの投資に比べ、グローバル株式(60%米国株式、40%米国外株式)への投資はより良いリターンをもたらす可能性があり、10%以上下落する可能性は低くなっています。グローバル株式へのアロケーションがない投資家は、グローバルに分散化することが得策かもしれません。
- **グローバル債券への投資は分散を促進し、テールリスク抑えることが出来ます。** 図4に示したように、グローバルに60%を株式、40%を債券に投資したポートフォリオは、米国株と同程度のリターンが見込めますが、下振れリスクはずっと低く抑えられます。グローバル債券そのものからは大きなリターンは望めませんが、株式市場との相関が低いため、株式市場が混乱をきたした際にバランスを取るうえで役立ちます。分散のみがリスクを抑えながらリターンを得られる投資方法なのです。

投資においては常に、目標とするリターンと許容できるリスクのバランスをとる必要があります。現在のバリュエーションを見る限り、リスクの高いポートフォリオは通常よりも高いリスクを有しているにも関わらず予測リターンは抑制されており、一方でグローバルな株式60%、債券40%のバランスのとれたポートフォリオは、通常よりも魅力的なリスクとリターンのトレードオフを示しています。低リターンと株式の低リスクプレミアムという状況を切り抜けていかなければならない今後数年は、投資家にとって厳しいものとなるでしょう。支出を抑え貯蓄に回すという判断も、分散を維持しコスト管理をすることと同じくらい重要になってきます。長期的な視点を失わず手堅いアセットアロケーションを維持し、定期的にポートフォリオのバランスを見直すといった投資原則を守ることは、これまで以上に重要となるでしょう。

図4 グローバルな分散が、より必要とされている

Risk and return: A five-year outlook

	リスク		リターン		
	VCMMによる、毎年10%以上の下落を示す推定確率	毎年10%以上の下降を示した過去の実績割合	5%以上の年率リターンが得られる確率	25パーセンタイル	75パーセンタイル
ポートフォリオ					
100%米国株	69%	42%	38%	-1.3%	7.3%
100%グローバル株	62%	53%	43%	0.4%	7.6%
60%株40%債券のグローバル・ポートフォリオ	26%	19%	33%	1.5%	5.7%

注記：10,000回のVCMMシミュレーションを基に、2017年9月現在での今後5年間の経費差引前名目年率リターン(予測、米ドル)を示した統計概要です。「過去の実績割合」は、それまでの5年のどの年をとっても10%以上の下落を示した割合であり、1960年以降の各暦年におけるリターンを基に計算したものです。グローバル株式ポートフォリオは米国株60%、米国以外の株式40%で、グローバル債券ポートフォリオは米国債券70%、米国以外の債券30%で構成されています。VCMMの詳細については、バンガードの「グローバル・キャピタル・マーケット・モデル」をご参照ください。

出所：バンガード

3 ジョセフ・デイビス、ロジャー・アリアガディアス、アンドリュー・パターソン、ハーシュディープ・アールワリア、バンガードの「世界経済と市場見通し」(2014年12月) ペンシルベニア州バレーフォージ、バンガード・グループ
 4 注目しておきたい重要なポイントの一つは、世界金融危機において企業収益が低迷した2008年から2009年が、2018年以降は10年平均値の対象期間に含まれないため、来年以降CAPEレシオはわずか(現在の株価と収益に大きな変動がないと仮定すれば28倍前後)に下がると考えられます。

Connect with Vanguard™ > vanguardjapan.co.jp

留意事項:

- 本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。
- 本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- 本資料の内容に関しては公正を期しておりますが、内容の正確性を保証するものではありません。本資料の内容は作成時の状況及び見解であり、今後、予告なしに変更することがあります。

