

### 長期経済循環の下での株式リスクプレミアムと資産配分

山口 勝業 CMA

#### 目 次

- |                    |                        |
|--------------------|------------------------|
| 1. はじめに            | 4. 経済局面別のリスクプレミアムと資産配分 |
| 2. 過去60年間の歴史的な位置付け | 5. 終わりに                |
| 3. 株式リスクプレミアムの変動過程 |                        |

過去60年間、日米のインフレと金利は一つの大きな経済循環を示してきた。本稿では株式を疑似永久債と見なして、この間の事後的な超過収益率データから事前の株式リスクプレミアムと株式デュレーションの変動過程を推計する。分析結果からは、株式市場のバブルや暴落時には何が起きるか、実質ベースの株式期待リターンはどのように変動してきたか、経済局面により最適資産配分はどのように違うかなどの示唆が得られた。

#### 1. はじめに

2016年12月、FRBは昨年に続き2度目の利上げに踏み込んで、リーマンショック以来の未曾有の金融緩和はようやく出口を模索しはじめた。しかし日米とも失業率が歴史的な低水準にある一方インフレの兆しは見られず、中国をはじめ新興国の成長鈍化も加わって、世界的に経済成長率は力強さを欠いている。Summers [2016] が指摘する「長期停滞」が的を射ているとすれば、低金利環境はまだ当分続きそうである。この有史以来の

超低金利の下での資産運用はあらゆる投資家にとって困難な課題だ。だがそれだけに、アナリストやファンドマネジャーにとっては「腕の見せどころ」でもあるはずだ。

本稿は過去のデータを踏まえた分析結果を示し、来るべき将来へ向けた長期的運用戦略を考察する素材を提供したい。具体的には過去60年間(1956～2015年)にわたる米国と日本での株式と債券の収益率データに基づいて、株式リスクプレミアムの変動過程を推計することを試み、インフレ調整後の実質リターンでみた最適資産配分を



山口 勝業 (やまぐち かつなり)

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン(株)取締役会長。日本長期信用銀行を経て2000年より同社代表取締役社長、16年より現職。一橋大学大学院国際企業戦略研究科非常勤講師。博士(経済学)、CFA協会認定証券アナリスト。79年一橋大学社会学部卒、86年Yale School of Management修士。著書『日本経済のリスク・プレミアム』、訳書『証券投資の思想革命』、『アルファを求める男たち』(いずれも東洋経済新報社)。