

新型コロナウイルスの影響、米国連邦準備制度理事会(FRB)および金融市場の今後の見通し



エドワード・L. キャンベル, CFA

マネージング・ディレクター兼
ポートフォリオ・マネージャー、
グローバル・マルチアセット・ソリューション、
QMA



ウォーレン・クーンツ, Jr., CFA

マネージング・ディレクター兼
バリュー・株式ヘッド、
ジェニソン・アソシエイツ



マイケル・コリンズ, CFA

マネージング・ディレクター兼
シニア・ポートフォリオ・マネージャー、
PGIMフィクスト・インカム



キャメロン・ローヘッド

マネージング・ディレクター兼
グローバルヘッド、
PGIMインスティテュショナル・
リレーションシップ・グループ

主な論点

- ・ 新型コロナウイルスの感染拡大、および米国連邦準備制度理事会(FRB)による50bpsの緊急利下げにより、市場のボラティリティと不確実性が高まっている。
- ・ しかし、景気後退入りが予め決まっている訳ではない。もし景気後退したとしても、その期間は短いものとなる。
- ・ PGIMの識者は、こうした状況下でも賢明にポートフォリオをリバランスすることで、バリューを取り込むことが可能だと考えている。

「新型コロナウイルスは、経済活動に徐々に大きなリスクをもたらしている。」

これは、火曜日にFRBがFF金利を50bps引き下げたという異例の発表がなされた際の、比較的ありふれたコメントである。

ますますウィルスの感染が拡大するという一連の脅威の中、今回の金利引き下げはこれまでFRBが下した判断の中で最も重大なものであったかもしれない。少なくとも、利下げ発表のタイミングについては最大の決断だったと言える。衰えることない新型コロナウイルスの感染拡大によって世界が混乱し、投資家は10年以上前の世界金融危機以来となる市場のボラティリティの高まりに直面しているという現実を、この利下げは如実に反映している。

当然のことながら、投資家は今回の利下げや、新型コロナウイルスの流行が世界経済や金融市場に与える影響について憂慮している。こうした事情を踏まえ、プルデンシャル・フィナンシャル・インクの資産運用部門であるPGIM（2019年12月31日現在の運用資産残高は1.3兆米ドル）は3月3日に社内の識者による座談会を開催し、市場の懸念材料について考察し、今後の市場動向に影響を及ぼす要因について論点整理を行った。この座談会は、PGIMインスティテュショナル・リレーションシップ・グループのグローバル・ヘッドであるキャメロン・ローヘッドがホストを務め、QMAのマネージング・ディレクター兼ポートフォリオ・マネージャーであるエドワード・キャンベル、PGIMフィクスト・インカムのマネージング・ディレクター兼シニア・ポートフォリオ・マネージャーであるマイケル・コリンズ、ジェニソン・アソシエイツのマネージング・ディレクター兼バリュー・株式ヘッドであるウォーレン・クーンツというPGIM傘下の3つのビジネス・ユニットにおける投資プロフェッショナルがパネリストとして参加した。当レポートはその座談会の論旨をまとめたものである。

もちろん、新型コロナウイルスの感染拡大が今後どうなるか誰にも確実なことは分らない。同様に、世界市場の先行きも不透明である。しかし、新型コロナウイルスを取り巻く不確実性が高まる一方で、過去に複数の景気サイクルを経験したパネリスト全員が共通して、長期的な視点の維持が極めて重要であると主張した。

ジェニソン・アソシエイツのクーンツは、「我々は、ボトムアップ分析に基づいて個別銘柄を選択し、ポートフォリオを構築しており、こうした手法により投資機会を見極めている。わずか数日前の水準から10%以上値下がりした銘柄があったので、長期的な視点から見て絶好の投資機会となるかどうかを我々のアナリストが検証しているところだ。」と述べた。

QMAのキャンベルもこの意見に同意し、世界市場で見られる足元のボラティリティの高まりが当面、鎮まる気配はないが、「昨年は概して穏やかな年であったため、それと比較すると現在の相場は荒れ模様である。しかし、長期にわたって拡大を続ける現景気サイクルにおいて、今回と同じようなボラティリティの急上昇が発生したことは過去にもあり、2018年第4四半期がその一例である。新型ウイルス感染拡大に対して、金融市場は一進一退を繰り返すであろう。つまり、ウイルス感染拡大による経済的な影響と、それに対処するための政策の実行が拮抗する展開になるだろう。これに伴い、ボラティリティも頻繁に上下する可能性が高い。」と述べた。

“こうしたボラティリティの高まりの中、状況が落ち着きを取り戻すのを待つだけで、株式市場や債券市場のパフォーマンスは改善する傾向がある。”

政策対応に関して言えば、3月3日にFRBが利下げの発表を行ったことは、最近数週間において感染が急拡大したことや、それを受けて経済的な混乱が生じていることの証左であった。今回の利下げは、3月17日と18日に開催が予定されていた連邦公開市場委員会(FOMC) 定期会合のわずか2週間前にもかかわらず、世界金融危機以降で初めてFRBが緊急会合を招集して利下げに踏み切り、世界の主要な中央銀行による金融緩和策と足並みを揃えた。

「FRBは事実上6回の利下げが可能であったが、そのうちの2回分を使ってしまった。3月2日の月曜日、市場において大きな株価の反発があったことを踏まえると、FRBはもう少し時間をかけて、今後2週間にわたって状況を静観するものだとばかり思っていた。よって、今回の利下げは衝撃的だった。しかし、利下げや量的緩和を問わず、景気刺激を激策するために各国中央銀行と協調したグローバルな金融政策が実施されることは間違いない。」とPGIMフィクスト・インカムのコリンズは言う。

経済は打撃を受けるかもしれないが、2008年とは異なる状況

投資家の最大の関心事の一つは、新型コロナウイルスの流行による副次的な影響が世界的な景気後退につながるかどうかだ。

実際、中国の直近のデータによると、同国の製造・サービス部門が縮小傾向にあることを示唆しており、ウイルス対策の影響の全貌は、世界経済の数字にまだ反映されていない。世界経済の健全性にとって最も重要なことは、新型肺炎の流行を封じ込めるのにどの程度の時間がかかるのか、ということだ。

PGIMフィクスト・インカムのコリンズは、「今年の米国のGDP成長率は年初に2%と予想していたが、今のところこの見通しは変えていない。上半期の成長率は1%近傍まで低下するかもしれないが、下半期には3%近くにまで延びるかもしれない。しかし、信用危機がどのように波及するかを予測することが難しかった2008年当時と現在とでは状況は大きく異なっている。現在のボラティリティは、新型肺炎の流行がひと段落するまで続く可能性がある。今日、我々は、これらの急激な市場の売りが、確かにクレジット市場における買い場であることを、より強く確信している。クレジット・スプレッドは拡大したが、その動きは珍しいものではなく、タイトな水準から乖離したために、より極端に見えるだけだ」と述べた。

一方、QMAのキャンベルは景気後退の可能性を織り込んでいないわけではないが、万が一発生したとしても、長く続かないだろうと考え、次のように述べた。

「景気後退に陥るという結論ありきではないが、ほんの数週間前には世界経済への影響を軽微なものとしていたエコノミストたちが、いまや景気後退入りに近いという予想に転じている。FRBの迅速な政策対応は良かったと思う。いずれ新型コロナウイルスの流行はピークを迎えるので、景気後退局面からの回復はおそらくV字型になると思う。思い出してほしいのは、2018年の相場である。高い確率で景気後退入りを市場は織り込んでいたが、そうならなかったため、S&P500のドロウダウンは20%に達した。足元の状況はそこまで行っていないかもしれないが、相場が大きく下げている局面は押し目買いの機会である。」

ジェニソン・アソシエイツのクーンツは、より具体的な投資機会に言及している。「FRBは利下げに踏み切ったが、それでもなお、アメリカの大手銀行のバリュエーションは割安である。過去30年の間で、それらの銀行のバランスシートは概ねより健全になっている。これらの銘柄の株価は大きく動く可能性があるが、大手銀行はテクノロジーに多額の投資をする一方で支店数も減らしており、より資本効率が高まっている。自社株買いや増配で資本に還元し、大手以外の銀行に比べてシェアを伸ばしており、この傾向がすぐには変わらない」と述べた。

PGIMフィクスト・インカムでは、コリンズのチームが週次ベースで、各グローバル市場セクターを0から10の間で評価している。コリンズは短期的にはやや慎重な見通しを持っているものの、長期的なスコアは実際には改善していると指摘した。

「先進国とエマージング諸国の中央銀行を含め、世界中の中央銀行によるすべての緩和策と流動性注入を考慮すると、現在、エマージング債は世界の債券市場において比較的魅力があると考えている。緩やかな世界的景気後退があったとしても、今後実施されるであろう景気刺激策はすべて、ハイ・ベータのクレジット・セクターのアウトパフォームにつながる可能性がある」と確信している。エマージング市場にも同様の可能性があるだろう。」

市場の底値をあえて予測しない

PGIMのInstitutional Advisory & Solutions Groupは2018年4月に、主要な市場のボラティリティ・イベントの前後において、株式と債券がどのようなパフォーマンスをあげているかを調査したレポートを発行した。この調査結果は、投資家はボラティリティの高い局面においても十分に利益を得ることができることを示唆している。足元の不確実な相場環境にもこの結果は当てはまると今回の座談会のメンバーも考えている。

“いまが相場の底だと判断する必要はないが、賢明にポートフォリオをリバランスすれば、割安に放置されているバリューを取り込むことが可能であろう。”

「ボラティリティが高まるようなイベントが市場で起こった場合、市場が落ち着きを取り戻すのを待つだけで、株式や社債のパフォーマンスは、ボラティリティが高まる以前よりも改善する傾向がある。いまが底値だと判断する必要はないが、相場が落ち着いたところで、賢明にポートフォリオをリバランスすれば、割安に放置されているバリューをポートフォリオに取り込むことが可能であろう」とキャンベルは締め括った。



座談会のリプレイは、pgim.com/marketevents からお聴きいただけます。

当資料は、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。当資料に記載されている情報は、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用会社であり、米国証券取引委員会に登録されている投資顧問会社であるPGIMインクによって提供されています。PGIMは、PGIMインクおよびそのグローバルな子会社・関連会社の商号です。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠地とするブルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。シンガポールでは、PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.は、シンガポール通貨庁により資本市場サービス免許保有者として認可されており、金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。（登録番号199404146N）当資料は、証券先物法第304条、シンガポール第289章（「SFA」）および「認定投資家」ならびにSFA第305項に規定される条件に従い、「機関投資家」を対象とした一般情報としてPGIM（シンガポール）Pte.Ltd.によって提供されます。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。PGIMインクは、金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMインクは、該当する州法、およびオーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、米国法はオーストラリア法と異なります。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。PGIMインクは、2004年10月に韓国において投資一任管理免許を取得し、それに伴い韓国の投資家に直接投資一任管理サービスを提供するライセンスを取得しています。© 2020 Prudential, PGIM, それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。20/3 - 1117

PGIMジャパン株式会社

留意事項

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“ CORONAVIRUS, THE FED AND WHERE MARKETS GO FROM HERE”をPGIMジャパンが翻訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できるとPGIMインクが判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性についてPGIMインクならびに当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ71045