

2020年10月15日

市場はファンダメンタルの鎖から解放されたのか？

ネイサン・シーツ、チーフ・エコノミスト兼グローバル・マクロ経済リサーチ責任者

ジョージ・ジラネック、アソシエイト、グローバル・マクロ経済リサーチ

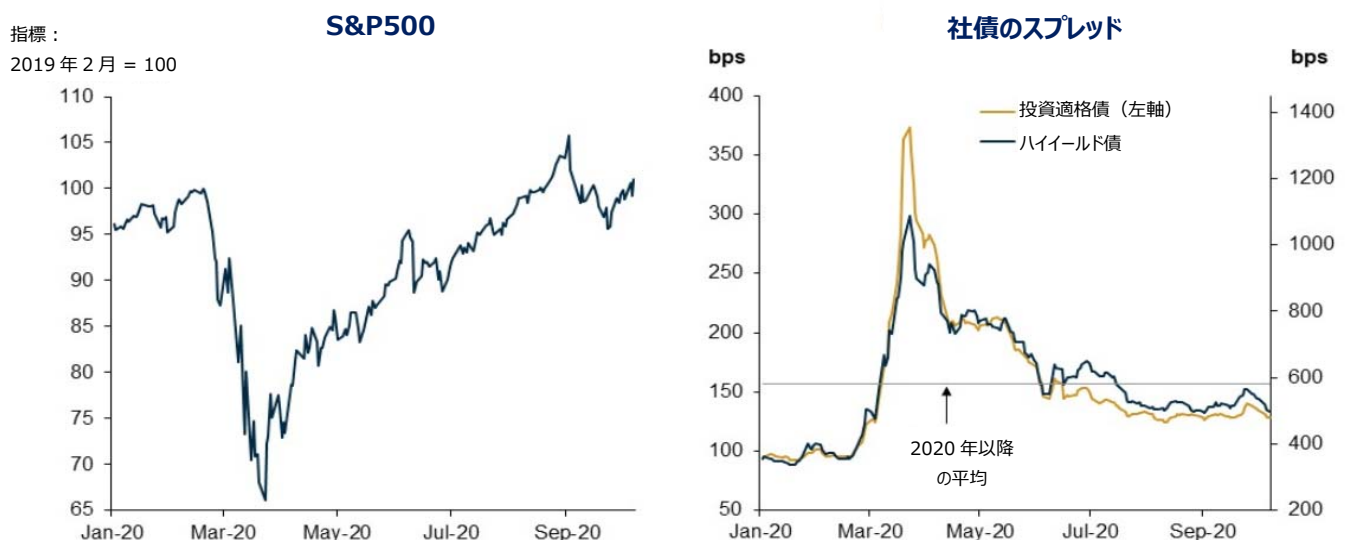
ここ数カ月にわたる金融市場の力強い回復は、強弱入り交じる実体経済の回復を大きく上回っている。ただ、過去 50 年以上にわたり、米国における全ての景気後退局面では概ね似たような乖離が発生しており、これが景気後退局面における 1 つの特徴となっていることを我々は指摘したい。さらに、こうした乖離の発生は、一般的にマクロ経済の回復が間近に迫っていることを示す強力なシグナルとなっている場合が多い。

春先に新型コロナウイルスによって市場が下落した後、米国経済は夏場に非常に力強い回復を示した。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は年率換算で 30% となったと見られ、これは四半期ベースでは戦後最大の伸びであった。同様に、労働市場においても 1,000 万人を大幅に上回る雇用が回復した。

しかし、それでも経済の全体的なパフォーマンス水準は依然として軟調である。実質 GDP は 2019 年第 4 四半期水準を約 3~4% 下回っており、労働市場は依然として 1,000 万人以上の失業者を抱えている。足元で観測されているマクロ経済指標によると、切望されている失業手当の上乗せ給付を含む追加財政支援策が米国議会で合意に至らなかったこともあり、今後数カ月にわたる経済回復のペースが若干鈍化することが示されている。これらはすべて、歴史的に見ても争議的となっている大統領選挙を背景としたものであり、大統領選挙後もかなりの期間にわたって論争が続く可能性がある。そして、新型コロナウイルスも引き続き大きな懸念材料である。¹

こうした不確実性にもかかわらず、ここ数カ月にわたって米国の金融市場は力強く回復している（図 1 参照）。株価は 9 月初めの高値からは下落しているものの、コロナ禍前の水準を上回っている。米国の投資適格債やハイイールド債のスプレッドも大幅に縮小している。これらのスプレッド水準はコロナ禍前をやや上回っているものの、過去 20 年平均を下回る水準にまで縮小している。

図 1：米国株式および社債のスプレッドは回復している



出所：スタンダード&アース、ブルームバーグ。*投資適格債およびハイイールド債の合計。

当レポートは、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。

こうした状況を見ると、市場は実体経済のファンダメンタルの鎖から解放されたのではないかと疑問が生じる。

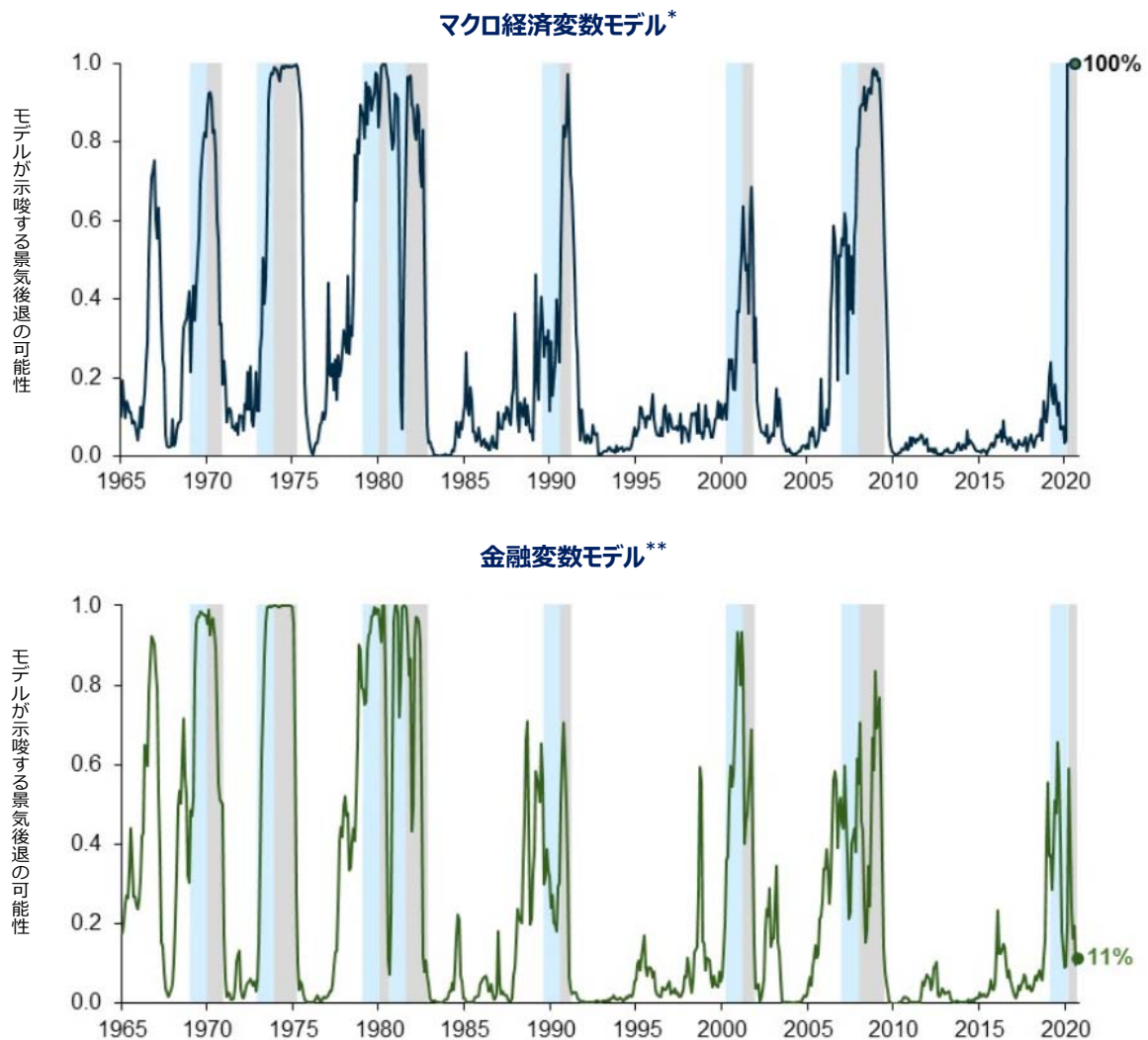
図2は、2020年2月に我々が発行した別のレポートで取り上げた景気後退の発生可能性に関するモデルを使って、こうした疑問について検証したものである。その時点では、米国経済において景気後退圧力が作用していることを示す兆候はほとんど見られなかった。もちろん、新型コロナウイルスの流行が世界中に急拡大するにつれて、全てが大きく変化した。²

我々のモデルは、今後1年間に経済が景気後退に陥る可能性について分析したものである。直近のデータをこのフレームワークに適用させると、マクロ経済変数と金融変数の間に大きな乖離が見取れる。

新規失業保険申請件数、財物の消費、消費者信頼感といったマクロ経済変数だけに目を向ければ、このモデルでは今後も依然として景気後退期が続くことが間違いない（100%の確率）との結論を示している。

対照的に、米国債の長短金利差、S&P500の実質リターン、コマーシャル・ペーパー（金融セクターを除く）のスプレッドといった金融変数モデルによると、景気後退の可能性が若干高まった程度に過ぎない。金融市場は、経済の見通しについてより楽観的な見方をしているように思われる。

図2：景気後退の可能性を示すモデルに乖離が見られる



* 変数には、新規失業保険申請件数、財物のPCE、消費者信頼感、住宅建築許可件数、時間当たり平均賃金が含まれる。**変数には、長短金利差、実際のS&P500指数、コマーシャル・ペーパーを除く社債のスプレッドが含まれる。出所：PGIMフィクスト・インカム。

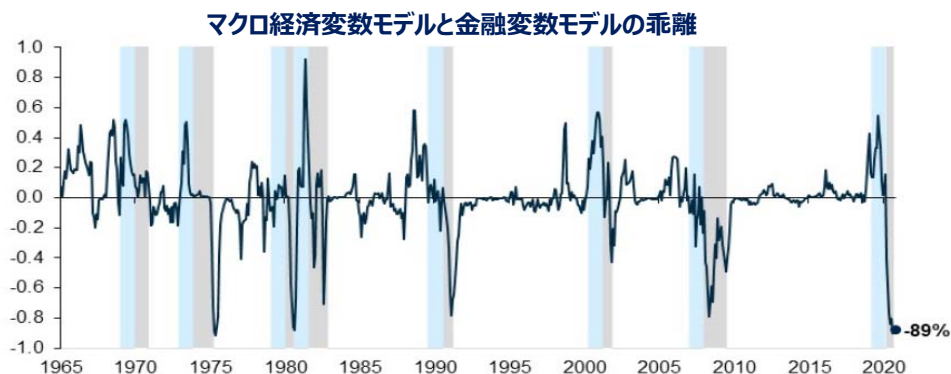
我々の考察によれば、こうしたマクロ経済変数モデルと金融変数モデルのパフォーマンスの乖離は、いくつかの要素を反映している。第1に、連邦準備制度理事会（FRB）による大規模な景気刺激策は金融市場にとっては即効性のある支援材料になる傾向があるが、消費、投資、住宅といった実体経済に対しては、時間の経過とともに徐々にその効果が浸透していく。第2に、より根本的なことであるが、市場は将来の予測についても織り込んでいる。つまり、資産価格は足元の経済情勢を反映するだけでなく、これに加えて将来的な景気回復見通しも織り込まれている。

もちろん別の可能性として、大規模な景気刺激策やその他の政策介入によって市場のリスク評価能力が鈍っており、更なる景気下方圧力が生じた場合には追加的な政策介入が実施されるであろうと投資家が期待するような風潮が生まれているとも考えられる。こうした期待感が景気回復の時期および力強さに対する非現実的な予測を生み、これによって実態以上に資産価格が上昇している可能性がある。

こうした点を踏まえ、図3は1960年代半ばまで遡るデータを参照しながら、2つのモデルから得られた景気後退可能性の乖離を検証している。³ 歴史的に見ると、足元の乖離は大きなものである一方で、こうした前例がない訳ではない。過去にも同じような規模の乖離が生じたことがあった。そして特筆すべきは、これまでの米国における過去8回の景気後退の全てが、こうした大きな乖離とともに終焉したという特徴を持っている。

下段の表は、こうした下方への大きな乖離についてより詳細に検討したものである。いずれの事例においても、景気後退が底を打つとほぼ同時期に2つのモデルが導き出す景気後退の可能性に乖離が生じている。こうした乖離の発生は、景気後退が終焉を迎えようとしていることを示す極めて信頼できるシグナルとなっている。

図3：市場の過熱、あるいは景気後退の終焉を告げるシグナル？



マクロ経済変数モデルと金融変数モデルの乖離

景気後退の開始	景気の谷 (乖離)	景気の谷 日付	景気後退の終了までの月数 終了前 (+) / 終了後 (-)
Jan-70	-18%	Jan-71	-2
Dec-73	-91%	May-75	-2
Feb-80	-88%	Aug-80	-1
Aug-81	-70%	Aug-82	3
Aug-90	-78%	Feb-91	1
Apr-01	-43%	Nov-01	0
Jan-08 (1)	-80%	May-08	13
Jan-08 (2)	-49%	Jun-09	0
Mar-20	-90%	Aug-20	?

出所：PGIM フィクスト・インカム

このフレームワークが唯一当てはまらなかったのは、2008年5月の事例である。2007年秋の金融崩壊および2008年3月のBear Stearns社の破綻を受けて、下方圧力は緩和する方向に向かうように見られた。

その当時の見方を示す一例として、2008年6月の連邦公開市場委員会（FOMC）において、セントルイス連銀のジム・ブラード総裁は「今年1月から3月にかけて、非常に積極的な政策が実施された。これは、とりわけ金融面における負の連鎖によってもたらされた深刻な景気後退に先手を打つための予防的な政策でもあった。深刻な景気後退は現実には起こり得る可能性があったが、実際にはそうならなかった。」と述べた。

もちろん、その後状況はさらに悪化し、FRBは改めて追加的な景気刺激策を実施することになった。この2つのモデルは2009年6月に再び乖離し、その時には景気後退が底を打った。

こうした検証結果は、景気後退期にわたって金融市場は将来的な景気回復を示す有力なシグナルであったことを示唆するものである。従って、経済が引き続き直面している課題を踏まえれば、足元の金融市場の回復は行き過ぎのようにも見受けられるが、単なる「市場の過熱」であると安易に片付けるべきではない。確かに、依然としてマクロ経済の不確実性は高いが、過去の事例を検証してみると、金融市場は先行きの見えない状況の中で景気回復を示すシグナルとして大きな成果を挙げてきた。

¹ こうした見解と合致するように、9月に開催されたFOMC議事録では、「FOMC参加者は、経済見通しを巡る不確実性は引き続き非常に高まっていると考えており、経済回復の道程は新型コロナウイルスの進展に大きく依存している。」と述べられている。

² “Can This Expansion Last Forever?”と題して我々が以前に発行したレポートにおいて、本稿で取り上げたフレームワークの仕組みや見解について詳述されている。

³ 水色の部分は景気後退期の12ヶ月前、灰色の部分は景気後退期を示している。

本資料は2020年10月15日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。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。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。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。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮していません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して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(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。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。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。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。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。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。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッド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リミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、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、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した" HAVE THE MARKETS BECOME UNMOORED FROM FUNDAMENTALS ?"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果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。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

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
PGIMJ76324