

## マクロ・レジームに関するマクロ的考察 市場のパラダイム・シフト

### 執筆者

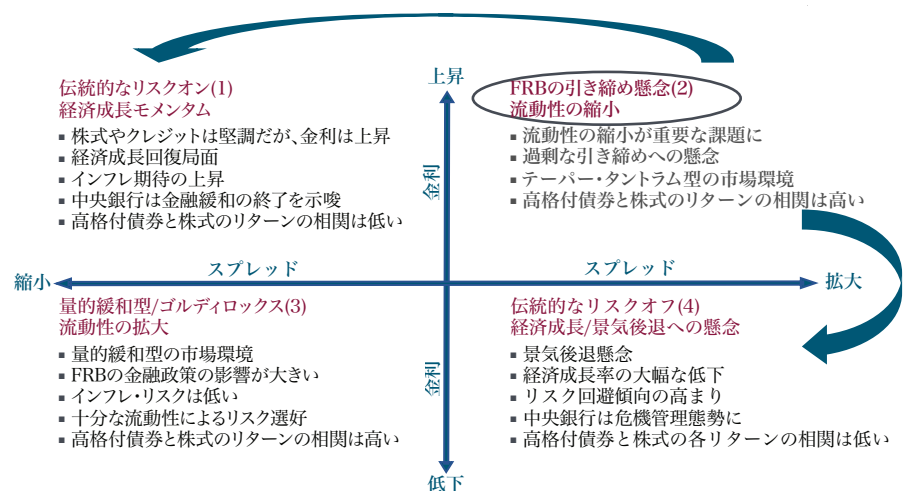


Benoit Anne  
マネージング・ディレクター  
インベストメント・ソリューション・グループ

世界市場でパラダイム・シフトが起きる可能性が高まっています。「米連邦準備制度理事会 (FRB) の引き締め懸念」という足元のマクロ・レジームは、まもなく終わりを迎えるとみられます。このレジームから移行する中で、市場のテーマは流動性から経済成長に移行すると考えています。「FRBの引き締め懸念」は、債券にとって最悪のシナリオでした。このようなシナリオから脱却することにより、債券リターンの見通しが改善する見込みです。したがって、債券への資産配分の増加を検討するときではないかと考えています。

FRBの引き締め懸念は収束しつつあるとみています。FRBの引き締め懸念というマクロ・レジームは、FRBによる引き締めサイクルの開始が間近であるとの見通しが高まった2021年終盤に定着しました。このマクロ・レジームの支配は世界市場に壊滅的影響を与え、多くの資産クラスは金利上昇に伴い過去数十年で最大の損失を被りました。また、信用スプレッドが拡大し、株式を含めリスク資産は大きく売り込まれました(図表1の四分割の右上を参照)<sup>1</sup>。

図表1: 世界のマクロ経済と債券市場: 4つのレジーム

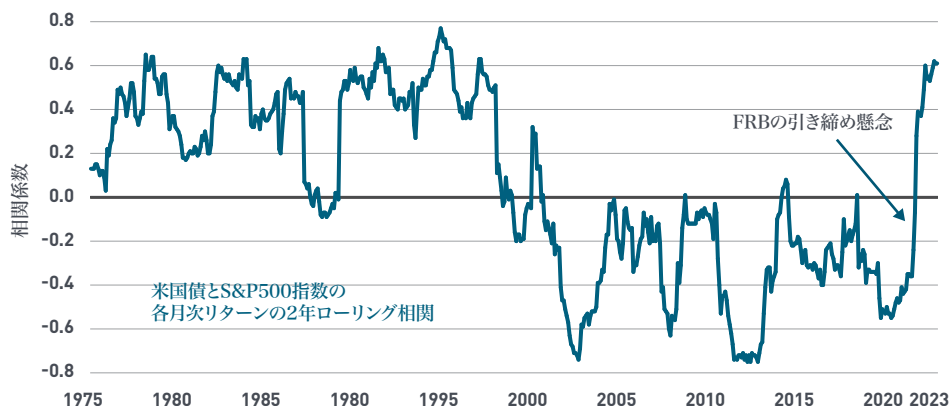


出所:MFS、上記は例示のみを目的としています。



さらに、債券と株式の正の相関が強まり、ポートフォリオのリスク分散における債券の価値が損なわれました(図表2参照)。しかし、FRBの引き締めサイクルが終息しつつあることを主な理由として、FRBの引き締め懸念が支配的なマクロ・レジームだった時期も終息しつつあると考えています。このマクロ・レジームの変化に伴い、債券と株式の相関は過去20年間の状況に戻るとみられます。その証拠に、感応度の高い短期的な相関はすでに低下しており、債券と株式の60日ローリング相関は負に転じました<sup>2</sup>。中期の2年ローリング相関も今後低下し始め、年間を通じて低下する見込みです(図表2参照)。

図表2:FRBの引き締め懸念は、過去数十年間で最も高い債券・株式相関を引き起こした



出所: Bloomberg。2023年5月までの月次の相関係数は、米国債指数とS&P500指数の各月次リターンの2年ローリング相関に基づいています。

投資家心理の改善が見込まれます。引き締めサイクルの終了は近く、FRBの引き締め懸念は収束したとみられます。一部の市場参加者は、6月は政策変更を見送り、7月に最後の利上げが実施されるとの見方を示しています。引き締めサイクルはすでに終わったと考える市場参加者もいます。いずれにせよ、FRBはまもなく世界市場を動かす主因ではなくなるとみられます。現時点で市場が織り込んでいるFRBのターミナル・レート(利上げの最終到達地点)は2023年8月の5.42%で、現在よりも17ベーシスポイント高い水準となっており、さらに25ベーシスポイントの利上げを示唆しています(図表3参照)。引き締めサイクルの終了は、投資家心理を改善する一方、最近の金利ボラティリティの主な原因だった積極的な金融政策サイクルがなくなること、金利ボラティリティの一定程度の正常化をもたらすと考えられます。MOVE指数は124と5年平均の77を大きく上回っており、金利ボラティリティは当面、高水準を維持しますが、MOVE指数はいずれ低下するとみられます<sup>3</sup>。



図表3:FF金利先物に基づくターミナルレートの予測値

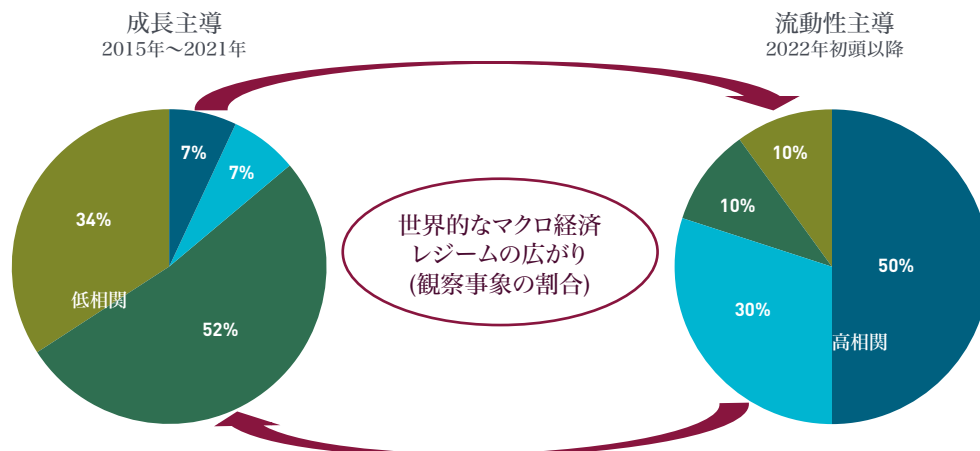


出所: Bloomberg。2022年3月1日から2023年6月2日までの日次データ。データは誘導目標レンジの上限を表しています。2023年5月から2024年12月までの月間FF金利先物に基づく予想政策金利。0.125%刻みで調整。FF金利の誘導目標レンジの上限を表しています。

流動性から経済成長へのパラダイム・シフトが起きる可能性が高くなっています。FRBの引き締め懸念というレジームは2022年以降の50%の期間で観察されています(図表4参照)。流動性が主要な市場の変動要因であるため、これを流動性主導レジームと呼んでいます。このレジームの下では、投資家の最大の懸念は流動性の低下となります。今後、市場の主要テーマは成長にシフトし、景気後退への懸念が市場の主な変動要因になると考えています。成長主導のレジームには、経済成長への懸念型と経済成長モメンタム型という2つの明確に異なるレジームがあります(図表1参照)。経済成長/景気後退への懸念型のレジームでは、景気後退リスクの高まりが織り込まれるため、金利が低下する一方でスプレッドが拡大します。経済成長カテゴリーにおいて対極にある経済成長モメンタム型レジームは、多くの場合、金利の上昇やスプレッドの縮小を特徴とします。特に、米国が景気後退を回避できた場合には、短期的にこうなる可能性があります。このMFSの見通しにとって重要なリスクは、中央銀行のタカ派的傾向の長期化です。そうなればFRBの引き締め懸念というレジームが長引き、より深刻な景気後退が不可避となる可能性があります。

図表4:市場のパラダイム・シフト

■ FRBへの不安 ■ 量的緩和 ■ 景気後退 ■ 景気回復



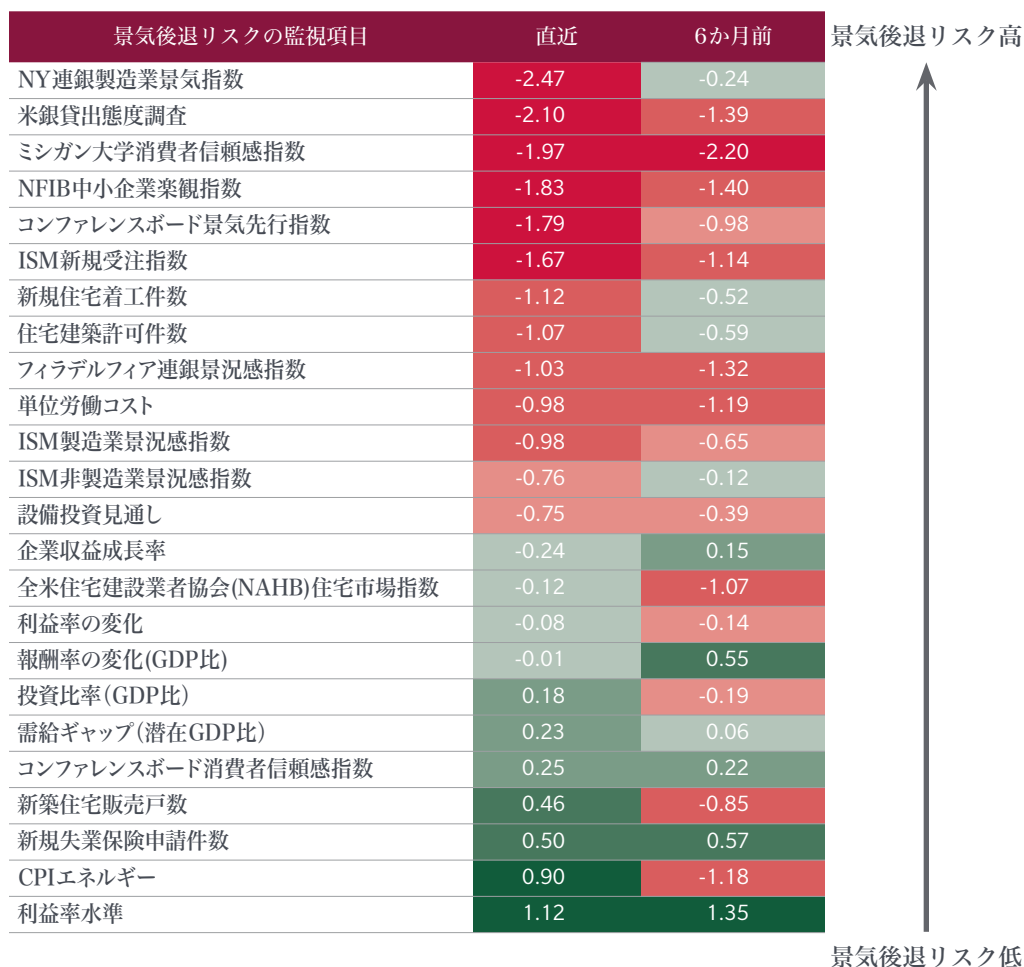
上記は例示のみを目的としています。注記および出所: 2015年1月から2023年4月までの月次データに基づき作成。Bloomberg。米10年国債利回り、Bloomberg US IG Corporateのスプレッド。FRBの不安レジームは、1か月で10年金利が10bps以上上昇すると同時に、投資適格社債スプレッドが5bps拡大する場合を指します。量的緩和レジームは、1か月で10年金利が10bps以上低下すると同時に、投資適格社債スプレッドが5bps縮小する場合を指します。また、景気後退レジームは、10bps以上の金利低下と5bps以上のスプレッド拡大を特徴とします。最後に、景気回復レジームは、金利が10bp以上上昇すると同時に、スプレッドが5bp以上縮小する場合を指します。各レジームの観測事象の割合(%)は、特定のレジームに関する観測事象の数を特定期間におけるレジームに関する観測事象の総数で単純に割った比率です。下部の矢印は、市場パラダイムが流動性主導から成長主導に戻るというMFSの見通しを示しています。



景気サイクルは景気後退に向かっているとみられます。米国は近い将来、景気後退入りする可能性の方が高いと考えています。評論家らが予測する景気後退入りの時期は、米国経済の底堅さを踏まえ、後ずれしています。景気後退を予測することはサイエンスというよりアートに属するといえますが、合理的にみれば、2023年の第4四半期に景気後退入りが見込まれます。速報ベースの経済データは、バランスシートの明白な全体的不均衡が存在しないことから、米国の景気後退は軽度であると示唆しています。しかし、この基本ケースの成長見直しには依然として不確実性があります。景気後退における大幅な減速まではいかないうソフトランディングとなることも考えられますが、例えば民間部門で金融市場における大規模で過大なリスクテイクが明るみに出たり、金融安定リスクがさらに高まったりすれば、より深刻な景気後退となる可能性もあります。

MFSの景気後退リスク・モニタリングは、徐々に景気後退に向かっていることを示しています。先行指標を全体としてみると、依然として経済成長の兆候に大きなバラツキがあります。最も警戒すべき景気後退の兆候は、いわゆるソフト・データ、特に企業の景況感、消費者心理、貸出条件等に関する調査に現れることが多いですが、現状企業の利益率は高水準を保っており、新規失業保険申請件数の低さが示すとおり、労働市場は引き続き堅調です(図表5参照)。また、MFSの景気循環指標(BCI)は現在、深刻な景気減速のリスクを示しているものの、差し迫った景気後退を示すまでには至っていません(図表6参照)。過去、深刻な景気後退リスクを示した際のBCIのレベルは-1に近づいていました(現状は-0.47)。

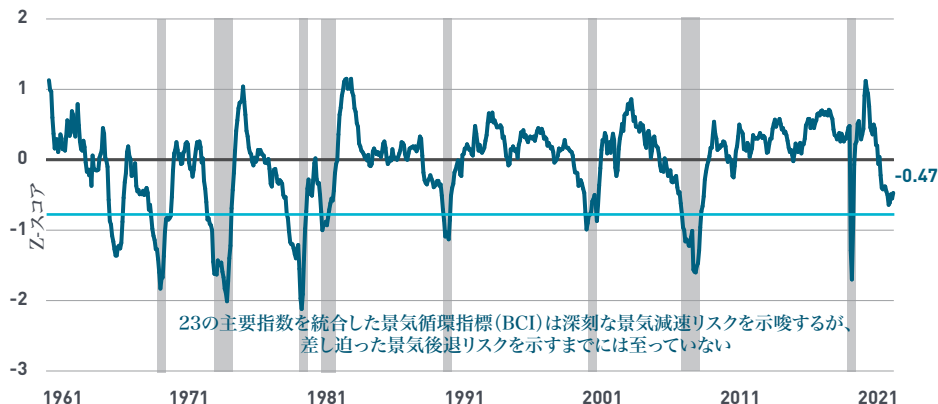
図表5:景気後退リスクのモニタリング



出所:Bloomberg。1960年1月またはデータ系列開始のいずれか早い方以降の個々のZスコアに基づきます。各変数に関する直近月の観察データを示しています。出所の詳細については巻末脚注をご覧ください。



図表6: 差し迫った景気後退リスクは見られず



出所:Bloomberg。1962年1月から2023年4月までの月次データ。BCIは23個の変数のZ-スコアを集計しています<sup>4</sup>。網掛けた箇所は、全米経済研究所(NBER)が定義した公式の米国の景気後退を示しています。Z-スコアは、特定のデータ・ポイントの平均との差を標準偏差で割った数値です。横線はZ-スコアがマイナス0.85の線で、平均値からの大幅な乖離を示しています。

市場のパラダイム・シフトは債券に有利に働く可能性があります。FRBの引き締め懸念というレジームは債券にとって最悪のシナリオでした。このレジームからの移行は、債券リターンの見通しが改善すると見込まれます。FRBへの懸念の下で、金利とスプレッドはともに上昇したことで、債券のトータル・リターンが低下しました。これが、2022年に世界の大半の債券資産クラスでリターンが二桁のマイナスになった背景です。対照的に、成長主導のレジームの下では、スプレッドと金利の動きが互いに相殺されるため、リターンの低下が起きたとしてもそれが増幅される可能性は低いといえます。米国の投資適格社債の金利とスプレッドの動きによるリターンのマトリックスをみると、1年後の予想リターンは、市場が大きく動いた場合にのみマイナスになることが分かります。例えば、成長主導のレジームの下では、金利とスプレッドの各々の動きを合わせた純変動幅が90ベースポイント(スプレッドが120ベースポイント拡大し、金利が30bp低下した場合)以上に達した場合にのみ、米国の投資適格債の年間リターン予想はマイナスになります。このような大規模な動きがないとはいえませんが、こういった動きは深刻な景気後退シナリオに限られると考えます。足元、金利が調整されたことから、今後債券リターンがマイナスになる可能性はさらに低くなると考えています。なぜなら、利回りの上昇によるインカム収入の増加が、絶対リターンの下支えになるからです。

図表7:金利とスプレッドの動きに関する様々なシナリオにおける米国投資適格社債の予想1年リターン(%)

米国IG		今後1年間のスプレッドの動き (bps)												
		-150	-120	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
今後1年間の金利の動き (bps)	150	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50	-11.65	-13.79	-15.93	-18.07	-20.21
	120	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50	-11.65	-13.79	-15.93	-18.07
	90	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50	-11.65	-13.79	-15.93
	60	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50	-11.65	-13.79
	30	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50	-11.65
	0	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36	-9.50
	-30	18.34	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22	-7.36
	-60	20.48	18.34	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08	-5.22
	-90	22.63	20.48	18.34	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94	-3.08
	-120	24.77	22.63	20.48	18.34	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21	-0.94
	-150	26.91	24.77	22.63	20.48	18.34	16.20	14.06	11.92	9.77	7.63	5.49	3.35	1.21

出所:Bloomberg。米国投資適格社債 - Bloomberg US Agg Corporate Index。利回りは2023年6月1日現在。デュレーションは2023年6月1日現在。予想1年リターンは、足元の利回り + 金利とスプレッド間の正味変化 × デュレーションとして推定しています。参照された将来の予想リターンやパフォーマンスは、投資家が実現する可能性がある実際のパフォーマンスを約束または推定するものではなく、また、それらに依拠されるべきものではありません。予想は例示のみを目的としており、助言として依拠されたり、推奨事項として解釈されたりすべきでなく、パフォーマンスを保証するものでもありません。予想は、まだ実現していない、または起こる可能性がある主観的な推定と仮定に基づいています。予想は実際の取引に基づくのではなく、MFSがとりまとめたモデルやデータに基づいているため、限界があります。結果は、将来達成される可能性がある結果を代表または示唆するものではありません。個別の投資家のパフォーマンスは大きく異なる可能性があります。

全体として、このポジティブな市場のパラダイム・シフトに鑑みて、債券へのアロケーションの拡大を検討する好機ではないかと考えています。▲



## 巻末脚注

- <sup>1</sup> 4分割の図は、金利とスプレッドの動きによって起こり得るマクロ債券レジームの4つの型、すなわち、FRBの引き締め懸念型、経済成長/景気後退懸念型、量的緩和型、経済成長モメンタム型を説明しています。例えば、FRBの引き締め懸念型のレジームでは、金利もスプレッドも上昇します。経済成長/景気後退懸念型のレジームでは、スプレッドは拡大しますが金利は低下します。
- <sup>2</sup> 出所:Bloomberg。短期相関は米国債とS&P500指数の各日次リターンの60日ローリング相関として計算されます。米国債はBloomberg US Treasury index。2023年6月2日現在のデータでは、相関係数は-0.48です。
- <sup>3</sup> Bloomberg。ICE BofA Move指数は、期間1か月の米国債オプションのノーマライズド・インプライド・ボラティリティをイールドカーブで加重した指数です。同指数は、CT2、CT5、CT10、CT30(Bloombergの米国2年債、5年債、10年債、30年債)のボラティリティの加重平均です。2023年6月2日現在。
- <sup>4</sup> BCIには、次の変数が組み込まれています。新規失業保険申請件数(米労働省)、住宅建築許可件数(米国勢調査局)、フィラデルフィア連銀景況感調査デフュージョン・インデックス(フィラデルフィア連銀)、新築住宅販売件数(米国勢調査局)、消費者信頼感指数(ミシガン大学)、消費者信頼感(コンファレンスボード)、4地区連銀調査から集計した設備投資予測指数(ニューヨーク、リッチモンド、ダラス、カンザスシティ、フィラデルフィア)、ISM新規受注件数(サプライマネジメント協会)、企業利益率変化(米経済分析局)、企業利益成長率(米経済分析局)、企業利益率水準(米経済分析局)、需給ギャップ(米議会予算局)、米国消費者物価指数(米労働統計局)、NY連銀製造業景況指数(ニューヨーク連銀)、全米住宅建設業者協会住宅市場指数(NAHB)、NFIB中小企業楽観指数(NFIB)、住宅着工件数(米国勢調査局)、米銀貸出態度調査、中小企業向け商工ローンの融資基準を引き締めたと答えた回答者数の割合(FRB)、ISM製造業景況感指数(サプライマネジメント協会)、ISM非製造業景況感指数(サプライマネジメント協会)、投資比率:固定投資対GDP比率 - 内挿法により月次の時系列に変換(米経済分析局)、報酬率の変化。従業員が受領した個人所得対GDP比率の12か月間の変化(米経済分析局)、単位労働コスト(米労働統計局)。

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、当レポートを承認もしくは保証するものではなく、当レポートに記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、当レポートから得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(MFS)および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第312号

加入協会:一般社団法人 投資信託協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会