

米国の景気後退期における債券投資

執筆者

David Peterson, CFA

シニア・リサーチ・アナリスト
インベストメント・ソリューション・
グループ

Zachary Knope, CFA

リード・リサーチ・アナリスト
インベストメント・ソリューション・
グループ

概要

- 1972年以降、米国の景気後退期には債券がキャッシュや株式に対してアウトパフォームしてきました。
- 金利は景気後退の3カ月前から低下し始め、景気後退に入って約5カ月後に低下サイクルのボトムに達する傾向があります。
- 景気後退期に、債券は分散投資のメリットをもたらし、株式などのリスク資産を含むポートフォリオのボラティリティを引き下げました。

2022年初頭以降、世界中の中央銀行が利上げや量的緩和の解除により数十年ぶりの高インフレの抑制に取り組んだため、投資ユニバースに影響が及びました。今回の利上げサイクルの引き締め幅(米連邦準備制度理事会(FRB)の政策金利は0.25%から5.50%に上昇)は、従来であれば米国に景気後退をもたらしています。景気後退が近づいているかどうかについてはまだ議論がありますが、投資家は、過去の景気後退期に債券がどのようなパフォーマンスを示したかを検討するべきでしょう。実際、我々の過去の分析によると、債券はストレスがかかる期間中にアウトパフォームし、ポートフォリオのボラティリティを大幅に引き下げました。

景気後退の定義

全米経済研究所の定義によると、1969年以降、米国では8回の景気後退がありました。これらを「軽度」な景気後退と「深刻」な景気後退の2つに分類することにします。深刻な景気後退は3つの性質を持っています。

- 国内総生産(GDP)が前年同期比2%超の減少
- 失業率が3%上昇
- GDP(需給)ギャップがマイナス4%超に拡大

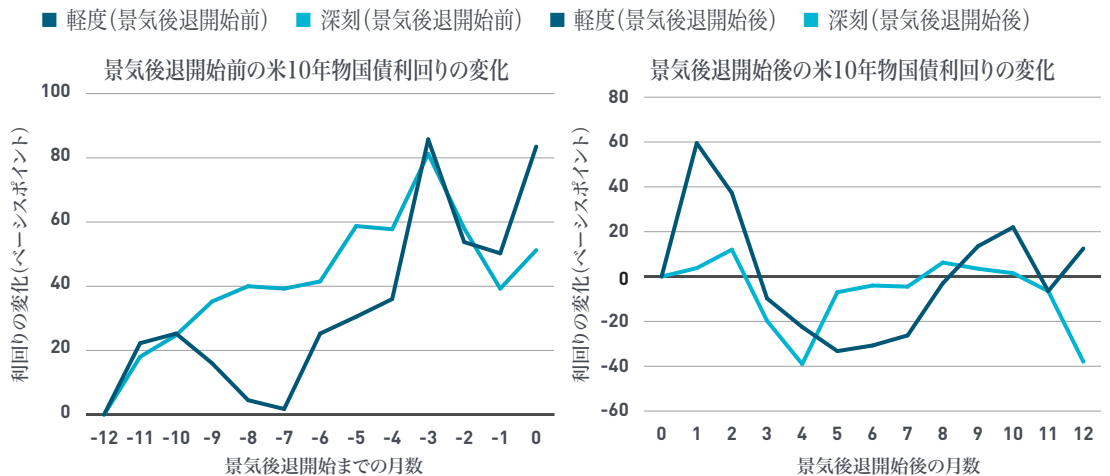
景気後退の分類	
深刻	軽度
1973-1975	1969-1970
1981-1982	1980-1980
2007-2009	1990-1991
2020-2020	2001-2001

これらの特徴を持たない景気後退は、軽度な景気後退に分類されます。1969年以降、「深刻」な景気後退が4回、「軽度」な景気後退が4回ありました。その多くは、FRBによる金融引き締めサイクルの終わりに始まっています。FRBは他の中央銀行と同様に、反循環的な金融政策を行う傾向があり、景気が過熱しているときには金融引き締めを行い、景気が冷え込み過ぎのときには過熱させようとします。債券や金利に敏感な商品にとって、これは一般的に、引き締めサイクルでの金利上昇が景気後退につながり、その後、FRBが経済活動を刺激するために政策金利を引き下げるにつれて金利が低下することを意味します。

景気後退前後の金利動向

図表1は、軽度および深刻な景気後退に入る前の12カ月間と景気後退に入った後の12カ月間における、米10年物国債利回りの推移の平均を示しています。

図表1: 景気後退開始前後12カ月間の米10年物国債利回りの変化(平均)



出所: Bloomberg, NBER, セントルイス連邦準備銀行。1968年12月31日から2021年2月28日までの月次データ。軽度な景気後退=1969年、1980年、1990年、2000年。深刻な景気後退=1973年、1981年、2007年、2020年。利回りの変化は、分析開始時点を0として指数化しています。

金利は、軽度な景気後退と深刻な景気後退のいずれも同じような経路をたどる傾向があり、景気後退に向かうにつれて上昇し、実際に景気後退に入ると低下します。金利は景気後退の3カ月前にピークに達する傾向があり、その後低下し、景気後退入りから平均4~5カ月後に底を打ちます。深刻な景気後退の場合、景気後退の3カ月前から景気後退入り4カ月後までのいずれかの時点で、金利は平均70ベースポイント(bp)近く低下します。軽度な景気後退では、金利の上昇期間は長くなる傾向があり、通常は景気後退開始後1カ月目にピークを迎え、5~6カ月目にかけて低下します。その間、金利は平均93bp低下します。金利が高い水準から急落した1980年の景気後退を除けば、軽度な景気後退での金利の低下幅は平均55bpにすぎません。

景気後退期の米国債のパフォーマンス

投資家にとって景気後退は難しい局面ですが、一方で金利の低下は分散型のポートフォリオの債券部分に利益をもたらす可能性があります。米国債の3カ月間と6カ月間のリターンを見ると、パフォーマンスが最低になるのは景気後退の約3カ月前で、一方、米国債のパフォーマンスのピークは景気後退に入って約5カ月後であることが分かります。

図表2: 景気後退期の米国債の平均リターン

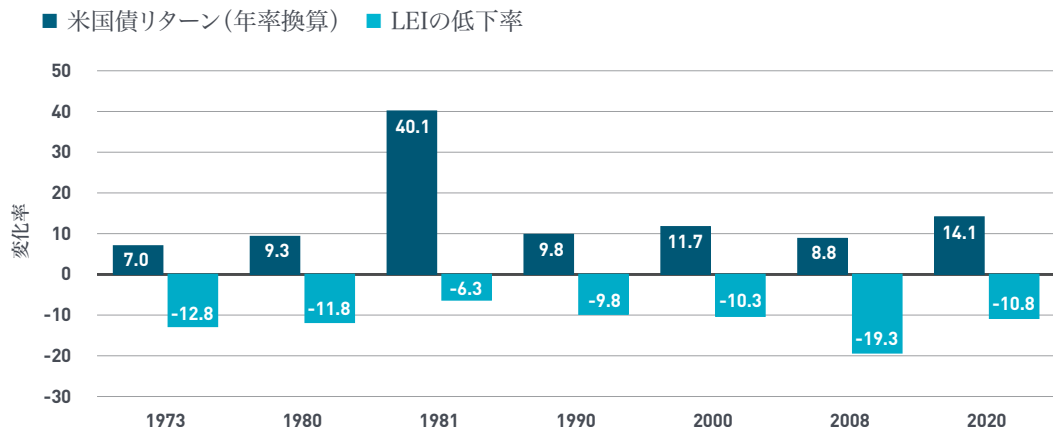
米国債指数	3カ月間のリターン	6カ月間のリターン
6カ月前	2.09%	2.92%
3カ月前	0.22%	2.29%
景気後退開始	3.34%	3.58%
3カ月後	3.34%	3.58%
4カ月後	0.44%	2.76%
5カ月後	6.12%	7.15%
6カ月後	2.81%	5.96%
景気後退終了	3.34%	7.31%
景気後退終了の6カ月後	1.15%	1.94%

出所: Bloomberg。1973年1月31日から2020年10月31日までの月次データ。米国債=Bloomberg US Treasury Index。リターンは米ドル・ベース。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

上図表のリターンは、景気後退期に債券のパフォーマンスがどのように上向くかを示したものです。この分析は、景気後退の開始日と終了日を知った上で後から振り返った結果です。将来の景気後退の時期を予測するには、投資家はそのシグナルを探す必要があります。

1つの有用なシグナルは、景気サイクルに先行する傾向のある複数の経済指標を集約した米民間調査機関コンファレンス・ボードが発表する米国景気先行指数(LEI)です。1973年以降、LEIがゼロを下回ったのは10回で、そのうち7回は景気後退につながっています。3回の偽シグナルはいずれも、指数が反発する前の1カ月だけゼロを下回った場合でした。したがって、ゼロを持続的に下回る場合は、景気後退が近い可能性を強く示唆しています。景気後退入りを予測した7回では、平均してLEI指数は景気後退開始の6カ月前から低下し始め、景気後退入りして約14カ月後に底を打っています。この時間経過は、金利のピークとその後の低下と密接に重なっています。図表3は、LEIが最初にマイナスになったときから景気後退期に底を打つまでの米国債指数のパフォーマンス(年率換算)を示しています。LEIの低下期間中の米国債の平均リターンは14.4%でした。このことは、景気後退期にパフォーマンスが悪化しやすい株式のようなリスク資産と組み合わせることで、債券が景気後退期のダウンサイド・リスク管理に役立つことを示唆しています。

図表3: LEI低下期間中の米国債リターン



出所: Bloomberg、コンファレンス・ボード。1973年1月31日から2020年4月30日までの月次データ。米国債=Bloomberg US Treasury Index。リターンは米ドル・ベース。低下率=記載された期間におけるLEIの前年同期比変化率の最低値。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

他の資産クラスに対する相対パフォーマンス

戦略的資産配分、すなわちポートフォリオにおいて債券を最も効果的に活用するという観点から、債券を他の資産クラスと比較することは有益と考えます。

最近の中央銀行の利上げにより、キャッシュは久し振りに魅力的な投資対象となりました。通常、利上げサイクルにおいては、債券はキャッシュに対しアンダーパフォームします(図表4参照)。しかし、過去の分析に基づけば、中央銀行が最後の利上げをし、いわゆるターミナル・レートに達した後は、債券はその後の利下げの恩恵を受けることとなり、ターミナル・レートが維持されている期間中およびその期間後は、歴史的にキャッシュに対しアウトパフォームしてきました。

図表4: 米国債利回りとキャッシュのパフォーマンス比較

過去のターミナル・レート前後の 資産クラス別パフォーマンス		ターミナル・レート 到達の12カ月前	ターミナル・レート 期間中*	ターミナル・レート 到達の12カ月後
ターミナル・レート =2000年6月～ 2000年12月	キャッシュ	5.87	3.48	5.03
	米国債	4.58	6.42	8.13
ターミナル・レート =2006年7月～ 2007年7月	キャッシュ	4.35	5.52	4.64
	米国債	1.80	5.63	8.77
ターミナル・レート =2019年1月～ 2019年7月	キャッシュ	2.20	1.38	1.92
	米国債	2.84	3.36	7.55
現在の利上げ サイクル**	キャッシュ	3.92	未確定	未確定
	米国債	-2.21	未確定	未確定

出所: Bloomberg, FactSet, ICE BofA, 米連邦準備制度理事会。1988年1月31日から2023年8月31日までの月次データ。米中期国債利回り=Bloomberg US Treasury Intermediate index。キャッシュ=ICE BofA US Currency deposit offered rate constant maturity (3m) index。上記リターンは米ドルベース。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

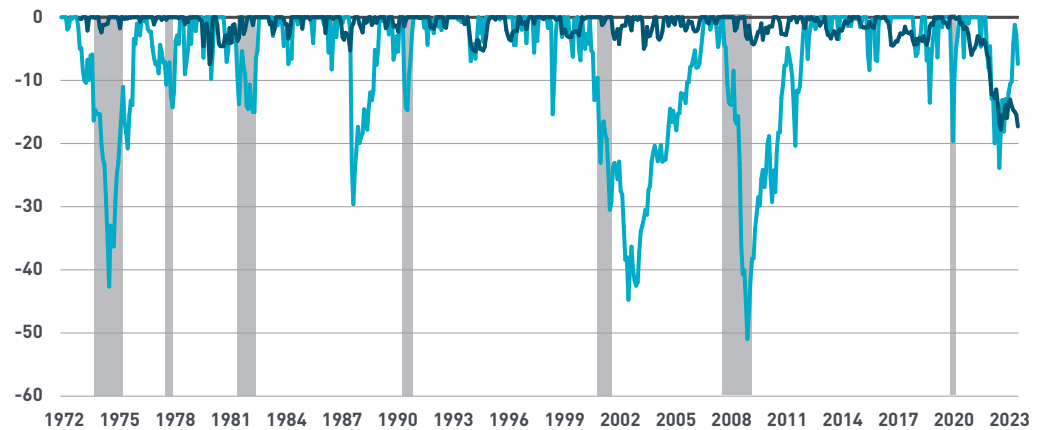
*「ターミナル・レート期間中」では、ターミナル・レートに到達してその水準で維持される期間が異なるため、年率換算したりターンを使用。

**「現在の利上げサイクル」は2023年7月31日現在のものです。今回のサイクルにおける直近12カ月のパフォーマンスを示しています。

経済活動の低下時に中央銀行から追い風を受ける債券とは対照的に、株式は通常アンダーパフォームします。図表5は、1972年以降の景気後退期における米国債と米国株式を比較したものです。いずれの場合も、米国債の方が下落率は小さく、回復も早くなっています。図表に示した7回の景気後退期のうち、米国債の景気後退時の最大下落率は平均3.6%で、最初の下落からの平均回復期間は10カ月です。これに対し、株式の最大下落率は平均38.4%で、回復期間は44カ月、つまり3.5年強となっています。

図表5: 米国債と米国株式の下落率

■ 米国債 ■ 米国株式



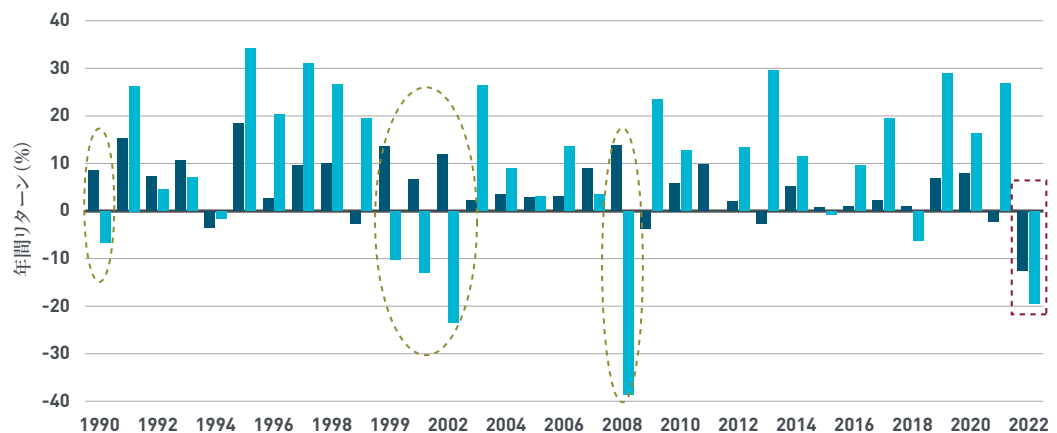
出所: FactSet。1972年10月31日から2023年9月29日までの月次データ。米国株式=S&P 500 Index。米国債=Bloomberg US Treasury Index。リターンは米ドルベース。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

分散投資のメリット

債券は下落率がより緩やかで回復がより早く、また国債は景気後退期間中にプラスのリターンをもたらしています。図表6は、市場がストレス状態にあるときの国債と株式のリターンの違いを表しています。これは、債券には分散効果があり、ダウンサイド・リスク管理に役立てることができることを示しています。

図表6: 米国債と米国株式の年間リターン

■ 米国債のリターン ■ S&P500のリターン

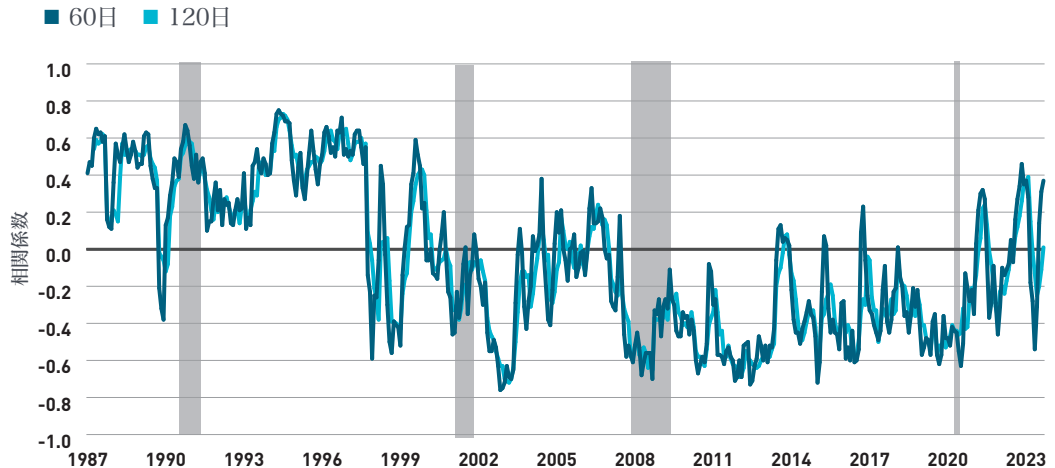


出所: Bloomberg。1990年から2022年までの年間データ。S&P500のリターン=S&P 500 Total Return index。米国債のリターン=Bloomberg US Treasury index。リターンはグロス、米ドルベース。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

この相関関係が揺らいだのは2022年です。この年、世界経済は1980年代以来となる高いインフレ率に直面し、それに対応して短期間に極めて大幅な金融引き締めが実施されました(図表6)。

株式と債券の相関関係は、景気後退の前後で変化することがあります。直近4回の景気後退期では、米国債と米国株式の相関関係は概して景気後退が始まる数カ月前にピークに達し、景気後退の期間中は低下しています(図表7参照)。調査したすべての景気後退期で、相関関係は目に見えて低下しており、2008年のような深刻な景気後退期においては、大幅に低下しています。

図表7:米国債と米国株式のローリング相関関係



相関係数の差(最低レベルー最高レベル)	60日	120日	最低までの期間(年数)
1989/4/26-1991/5/23	-0.26	-0.18	2.08
2000/9/28-2001/9/13	-0.66	-0.18	0.96
2006/10/18-2008/10/6	-1.02	-0.84	1.97
2019/11/29-2020/3/10	-0.28	-0.09	0.28
平均	-0.55	-0.32	1.32

出所:ICE BofA, Bloomberg。相関係数は1986年11月30日から2023年9月29日までの日次データを使用して計算され、月次で記録されています。米国株式=S&P 500 Index。米国債=ICE BofA US Treasury and Agency index。日次データは同一期間の表計算に使用。リターンはグロス、米ドル・ベース。

相関関係の低下は、一般的にポートフォリオ全体のリスク低下につながるため、ポートフォリオに利益をもたらすことが多くなります。例えば、ボラティリティ20%の株式60%とボラティリティ5%の債券40%のポートフォリオにおいては、相関関係が0.35ポイント低下すれば、ポートフォリオ全体のリスクが70bp低下します。これは、債券がポートフォリオ・レベルで優れた分散化・リスク削減効果を有することを示しており、債券に投資する根拠を強化するものと考えます。

ポートフォリオにおける債券の影響

ポートフォリオにどの程度の債券を保有するのが適切でしょうか。投資家によって投資目標とリスク許容度は異なります。しかし、景気後退に向かう時期に債券への資産配分が高ければ、株式への資産配分が高いポートフォリオと比較して、一般的に、景気後退期間中のダウンサイド・リスクが管理しやすくなると考えられます。図表8では、債券の割合が20%から60%までの3つの仮想ポートフォリオの月次下落率を比較しています。

図表8: 景気後退期の仮想ポートフォリオのパフォーマンス

ポートフォリオ配分:	景気後退期の最大下落率:					
	1980年 景気後退期	1982年 景気後退期	1991年 景気後退期	2000年代 初頭	世界金融 危機	新型コロナ ウイルス・ パンデミック
80%株式、 20%債券	-8.47%	-8.49%	-10.95%	-6.72%	-39.54%	-9.30%
60%株式、 40%債券	-7.25%	-6.54%	-8.38%	-3.75%	-29.40%	-6.25%
40%株式、 60%債券	-6.08%	-4.57%	-5.79%	-0.79%	-17.88%	-3.21%
60%債券ポートフォ リオと20%債券ポ ートフォリオの差	2.39%	3.92%	5.16%	5.92%	21.66%	6.10%
S&P 500 Index	-9.73%	-13.28%	-13.83%	-9.68%	-48.45%	-12.35%
Bloomberg US Treasury Index	-4.91%	-1.08%	-1.44%	-1.24%	0.00%	0.00%

出所: Bloomberg。1979年12月31日から2020年4月30日までの月次データ。リターンは米ドルベース。株式=S&P500 Index。債券=Bloomberg US Treasury Index。分析した仮想ポートフォリオは説明のみを目的としています。

上図に見られるように、各仮想ポートフォリオでは、米国株式の最大下落率は米国債よりもはるかに大きく、債券への資産配分が高い方がボラティリティが低くなっています。また、米国債のパフォーマンスは歴史的に株式よりもかなり前にプラスに転じるため、投資家は、株式パフォーマンスが今後改善すると見込まれる時期に株式を買い増すことによりポートフォリオの資産配分を目標値に戻し、次の景気サイクルの開始に向けてポートフォリオをより有利な状況に置くことができます。

結論

景気後退の状況はそれぞれ異なりますが、景気後退期における債券のメリットは今後も続くと考えています。中央銀行による利上げと利下げのサイクルにおいて、債券利回りが景気後退に向かって上昇し、その直前に低下し始め、景気後退の最初の4~5カ月の間、低下し続けるという過去のパターンは今後も続く可能性が高いとみられます。また、株式に比べて債券が持つ分散効果とリスク削減という優位性の多くは、景気後退期にも投資家に利益をもたらす続ける可能性があります。景気後退の暗雲が実際に立ち込めているのであれば、債券への資産配分は投資家が検討すべき重要な対策の一つであると考えます。▲

出所: 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、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料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、本資料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。

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC(以下、「S&P」といいます)の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC(以下、「Dow Jones」といいます)の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っておりません。

当レポート内で提示された見解は、MFSディストリビューション・ユニット傘下のMFSインベストメント・ソリューション・グループのものであり、MFSのポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいはMFSの代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。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