

Tales from the Emerging World

市場は人知を超えた羅針盤

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | エマージング株式運用チーム | マクロ・インサイト | 2020 年

第二次世界大戦以降最大の世界的な景気後退が進む中、世界中の株式市場は、記録的なプラスリターンとなった最高の四半期の1つを終えたばかりであり、市場がいかに「頭がおかしくなったか」、さらにはその道徳観すら失ったかについてのコメントが殺到しました。今日私たちが話している多くの人は、コロナウィルスに苦しんでいる間、相場が上昇するという光景に、気を悪くしているように思われます。

しかし、市場の「狂気」は筋道だったものです。3月の暴落以降、市場は非常に高価な水準にまで急騰しましたが、パンデミックが続いても、株価がこれほどの力強い上昇を示したのは、筋の通らないことではないのです。

市場価格は経済の将来に集合的に賭けているものであり、この市場というものは、進行中の回復の道筋を予想する上で、プロのエコノミストよりはるかに優れた実績を残してきました。これは、妄想ではなく、予言的であり、また、極めてよくあることです。我々の研究によれば、第2次世界大戦後の時代には、市場は経済学者が行うよりも、景気の波を正確に予測するという点で、はるかに優れた実績をもっています¹。

一見すると、市場は現在、経済のファンダメンタルズと比較して、暴騰しているように見えます。いくつかの評価指標では、米国の株式市場は1999–2000年²のバブル期に次ぐ割高水準にあります。FRBをはじめとする中央銀行の非常に金融緩和的な政策が、明らかに資産価格を嵩上げしています。

しかし、株式市場のバリュエーションは常に金利に極めて敏感であり、金利が低くなると株式はより魅力的に見えるようになります。驚くべきことではありませんが、今や多くの投資家は、単に債券商品の利回りがあまりにも低いという単純な理由で、株式を選好すると言っています。

筆者



RUCHIR SHARMA

エマージング株式運用責任者 兼
チーフ・グローバル・ストラテジスト

¹ 出所：MSIM、2019年時点

² 出所：MSIM、Bloomberg、Factset、Haver、2020年6月30日時点



景気浮揚策で投じられた資金はまた、投機的な色彩を強め、価格をさらに押し上げています。ここ数カ月、米国のマネー・マーケット・ファンドと銀行預金は1兆ドルずつ増加し³、ロックダウン下、自宅で退屈した多くの人々が、その資金の一部でデイトレードに興じています。個人投資家は今や全取引の20～25%を占めており、昨年末の15%から上昇しています⁴。

確かに初心者が増加や金融緩和の強化によって、株式市場の上昇が加速したかもしれませんが、市場の全体的な方向性がおかしいということではありません。今回のような相場の変動性の異常な高まりにより、個人投資家は、その性質やバイアスによって、さまざまな不安と欲望の状態に置かれることになります。しかし、様々な投資家と一緒に行動すると、全体としてみれば個々の極端な行動は互いに打ち消し合い、市場は予測機械の性格を帯び、完全ではないにしても、少なくとも個々の専門家が行うよりも、新しい情報を絶えず効率的に取り入れるのです。

株式市場は今年の3月下旬に底を打ち、数週間後に景気が谷に達しました。その後、エコノミストが4月と5月にGDP成長率見通しの下方修正を続けた一方、株式市場は上昇を続けました。各国が徐々にロックダウンから脱却し、政府が記録的な水準の財政刺激策をするようになると、経済活動は改善せざるを得なくなるとの見方を、株式市場は先取りしていました。

6月上旬に5月の米国月間雇用統計が発表され、予想を大幅に上回る改善が確認されてようやくエコノミストの予想が改善の兆しを見せました。その時まで、世界経済はパンデミックの影響を受けた17%減の3分の1近くを回復したと推定されています⁵。

市場は常に景気のジグザグをつかみ取ろうとしているため、時にその上下は、経済状況のほんの僅かな変化(少し改善/悪化する)を示唆しているにすぎません。時が経つにつれて、米国のような洗練された資本市場を持つ国では、経済と市場の動きが一致してきました。

現在市場では、パンデミックが突然の打撃を受けた後に消滅する大きな自然災害であり、完全に消滅するまでにどの程度の時間がかかるかは、現時点ではまったく分からないものとされています。ここ数週間、米国の新規感染者数が急増し、いくつかの主要な州が経済再開プロセスを停止または反転させたことから、市場は横ばい推移に転じており、これが死亡者数の増加や、ロックダウンの長期化を伴う全面的な第2波に転じるのを注視しています。

要するに、市場の急落と反騰、現在の上昇の一時中断は、戦後の歴史において最も激しく最も短い景気後退の1つに数えられる非常に珍しい経済サイクルの道筋を、エコノミストの予測コンセンサスよりもはるかに密接に、かつはるかに正確に予測したものであったということです⁶。

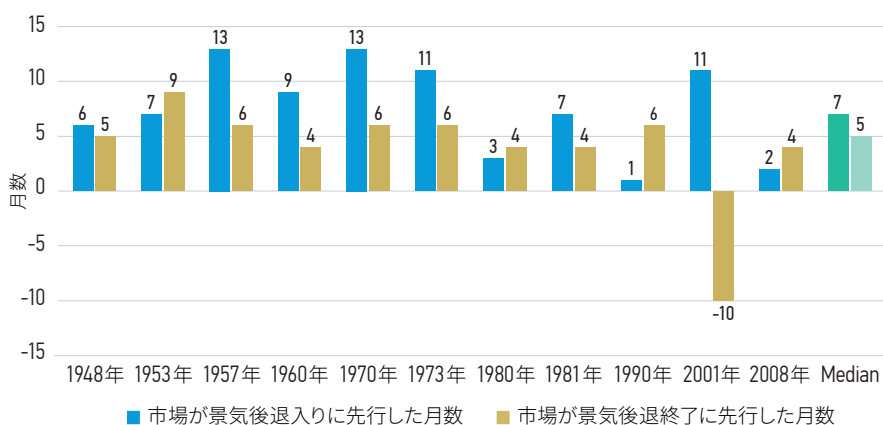
これは、私たちの過去の研究に沿ったものであり、実情に疎い専門家が何を言おうが、株式市場は一般的に経済学者よりも明確な将来展望を持っていることを示しています。1947年から2007年までの米国における11回の景気後退のうち、株式市場は平均すると景気後退入りの約8ヶ月前から下落し始めました¹。

批評家が指摘したように、市場は同時に誤ったシグナルを送ることもあり、景気後退が起らなかったとき(1987年のように)、あるいは経済のファンダメンタルズから大きく乖離して(2000年のテクノロジー・バブルのときと同じように)急落したのも事実です。しかし、プロのエコノミストの予測コンセンサスよりも信頼性の高いバロメーターであることには変わりはありません。戦後の景気後退を予測した彼らエコノミストの成績は、0勝11敗⁷です。

反対に、戦後11回の景気回復のうち10回は、景気が谷をつけるかなり前に株式市場が底を打ちました¹。リターンは、新しい上昇相場の初期段階が最も高いというこ

図表1
市場の予見性

通常、市場の動きは景気後退の始まりを7カ月前導し、景気後退の終わりを5カ月前導します



出所: MSIM analysis、NBER、Bloomberg、Factset

³ 出所: Crane Data、2020年4月時点

⁴ 出所: Bloomberg、2020年7月時点

⁵ 出所: Goldman Sachs、2020年6月8日現在

⁶ 出所: MSIM、Bloomberg、Factset、Haver、2020年7月時点

⁷ 出所: Ned Davis、"Ned's Insights," 2014年11月14日

とがよくあります。従って4-6月期にみられたように、景気の低迷が続くなかで株式市場が力強く上昇するのは、過去の経験と矛盾しません。

それでも、表面下では、市場は先行きについて、一面記事に書かれているよりも、より微妙なメッセージを送っています。S&P500のリターンは年初来では横ばいですが、バーチャル・エコノミーの急成長を遂げている中、AmazonやMicrosoft

などハイテク大手がバーチャル・エコノミーの急成長の恩恵を受けています。市場に占める割合の高いテクノロジー株とその他のパフォーマンスとバリュエーションの格差は、史上最大の水準にまで広がっています。経済全体が最大の下落局面を過ぎていると感じている一方で、パンデミックが経済活動のオンライン化を牽引していることから、市場はテクノロジーの成長見通しが他よりも力強いと見ています。

株式のバリュエーションは金利の低下に次ぐ低下で切りあがってきましたが、株式市場が景気循環の最良のバロメーターであることに変わりありません。歴史の中で、そしてこのパンデミックの中で、市場は、評論家や専門家よりも一歩、二歩先を進んで、将来を予測してきました。確かに、金融緩和は市場を活性化させたが、まだ「頭がおかしくなった」わけではありません。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の

結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp