

第1部：パンデミック後の 景気サイクルを形作る 長期トレンドの概観

Michael Lin, CFA

Portfolio Strategist

経済と市場のボラティリティが上昇し、高いインフレ率が常態化するという特徴を持つ、新たな市場体制に入ったと考えています。現在のスタグフレーション的な環境に至った循環的・長期的な変化を評価し、こうした傾向が次の景気循環でどのように現れるかについて分析します。

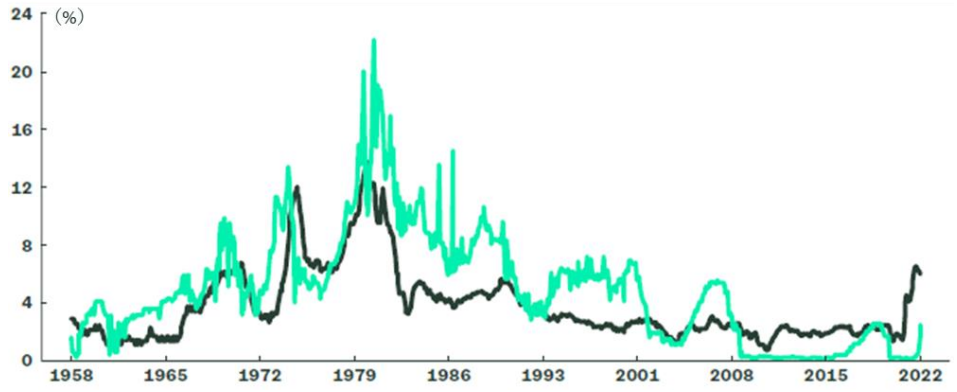
金利低下が永続する という考え方からの シフト

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（当社）は、景気循環の力と、（短期的な動向に左右されない）長期的な力が、過去10年余りにわたり経験してきたものとは異なる環境を形成する、新たな市場体制に入ったと考えています。長期的な観点から見ると、19世紀と20世紀前半（1980年代以前）の「伝統的な景気循環」は、好況・不況のサイクルやインフレ率と金利の上下動を反映し、概して変動が激しく短命でした。一方、過去40年間は、ある意味例外的でした。この期間はグローバル化、技術進歩、独立した中央銀行（フォワードガイダンス）が経済の安定とインフレ率の持続的な低下をもたらしたことで、予測可能性が高まり、経済成長とインフレが安定しました。図表1に示すように、各金利サイクルはその前のサイクルよりも低い金利でピークを迎えたため、投資家は最終的に「永続的に金利は低下する」との考えに陥り、成長が伸び悩む時にはつねに政策支援を期待するようになってしまいました。

図表1

FFレートとコアCPIの推移

- コアCPI
- FFレート



出所：ファクトセット、連邦準備銀行、Macrotrends、2022年7月末時点。

パンデミックからの脱却にあたって、投資家は従来とは異なるマクロ環境と優先項目に直面し始めており、これは投資スタイルや利用可能な投資機会も変化していることを示唆しています。パンデミック後の景気循環は、より従来型の景気循環の要素を反映したものとなり、インフレ率の上昇と政府介入の増加、そして気候変動、医療危機、地政学的・社会的緊張の高まり、脱グローバル化、技術革命など複数の要因から生じる、より極端でファット・テールな（極端な事象が起きる確率が高い状態にある）結果を伴うと思われます。

パンデミック後の景気循環 — インフレ率とボラティリティが上昇

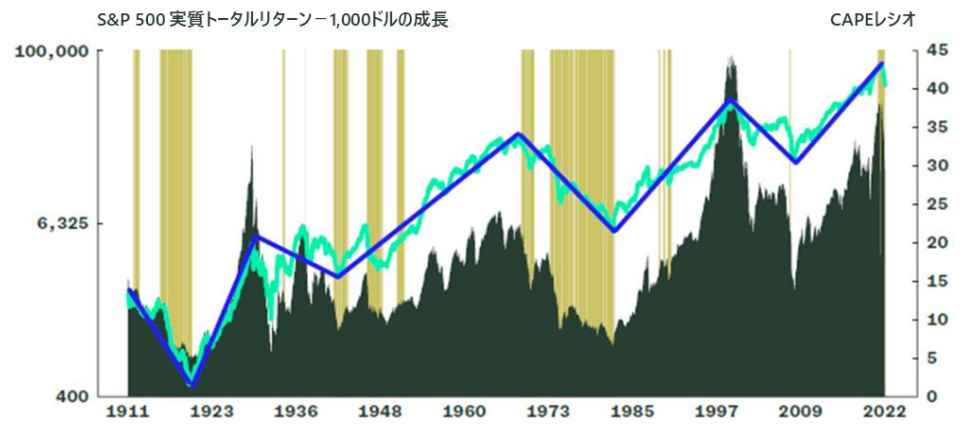
過去100年にわたって株式市場は長いサイクルの中で動いており、数年にわたる強気相場後に長期に及ぶ弱気相場が続いています。長期的な弱気相場は名目値では横ばいに見えることが多いのですが、インフレを調整すると、これらの弱気相場はよりはっきりと認識できます。

図表2

市場は長いサイクルの中で動いている — 今後はボラティリティの高い展開が予想される

S&P500実質トータルリターン・インデックス vs 景気循環調整後株価収益率

- 景気循環調整後PER (CAPE) (右軸)
- S&P 500 実質トータルリターン・インデックス (左軸)
- 長期サイクリックトレンドライン
- 年間CPI > 5%



出所：イェール大学、Robert J. Shiller、ファクトセット、2022年6月末時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。インデックスのリターンは運用によるものではなく、いかなる手数料または経費の控除も反映されていません。

図表2は、S&P500種指数の実質値に、景気循環調整後株価収益率（CAPE）と高インフレの時期を重ね合わせたものです。当然のことながら、継続的な強気相場は通常、バリュエーションが低い時点（実質値の底値）から始まります。CAPEが平均で8倍近辺の時点で始まり、景気拡大、投資家の楽観主義の高まり、合理的な熱狂の時期を伴う強気サイクルを経て、CAPEは平均で25倍まで拡大します。一方、弱気相場は、通常バリュエーションが伸びきった状態（当初のCAPEは平均29倍）に始まり、経済の激変や投資家の悲観論が長引く中、大きく下落（CAPEは平均で18倍程度まで縮小）します。

歴史を振り返ると、数年にわたる調整シナリオは、常に景気後退と関連していました。一般的に、景気が後退し、金融政策が再び緩和に転じるまで、市場が底を打つことはありません。さらに、インフレ率の上昇は株価収益率（PER）の低下を伴い、インフレが緩やかであればPERは上昇します。この歴史的なパターンと一致するように、直近の長期強気サイクルは、長期債利回りの構造的な低下と低位で安定した物価上昇が支えとなり、景気とバリュエーションの両方が長期にわたって拡大しました。

もちろん目下の問題は、長期的な弱気市場が始まったのかどうか、そして、今後どの程度のボラティリティに投資家は耐えなければならないか、ということです。

新たな体制への不安定な移行期

パンデミック時に適用されたリフレ政策は、大量の資金と信用を経済に注入し、2020年に起きた市場の大幅下落を一時的なものにとどめることができました。しかし、こうした政策の結果、自己強化型のインフレが持続するリスクに現在直面しています。中央銀行はインフレ抑制のために「必要なことは何でもする」ことを約束していますが、今後の見通しは依然として不透明で、その難しい手段をいかにうまく使うかにかかっています。

1980年代以降で初めて、インフレが中央銀行にとって重要な制約条件となりました。「FRBプット」の行使価格は、世界金融危機（GFC）後の時代に多くの投資家が見込んでいたよりも現在ははるかに低くなっており、投資家はもはやFRBに資産価格の救済を頼ることはできません。軟調な市場に対する中央銀行の反応関数の変化は、GFC後の時代とは大きく異なる政策の転換を意味しています。

今後1年程度は、中央銀行のバランスシートが縮小し、金利上昇の影響が経済活動の低下につながるため、デスインフレの圧力が強まると予想されます。継続的なインフレ圧力とそれが利益率に与える影響に対応し利益予想が調整される中、インフレの逆風は財からサービスに移行し、先進国市場の1株当たり利益（EPS）は全体として増加よりも減少に向かうと予想されます。

長期的なインフレ圧力 と新たな時代の展開

当社は、スタグフレーションが長期化する可能性は低く、1970～80年代のインフレと現在その渦中にあるインフレには重要な違いがあると考えています。

- 現時点でインフレ期待が全面的に織り込まれた証拠はなく、「定着」からは程遠い状況です。長期的なインフレ期待は依然として低位にとどまっており、5年／10年のブレイクオープンインフレ率は2021年の後半とほぼ同水準になっています。
- サプライチェーンのボトルネックが緩和され、在庫水準が上昇し、財に対する需要の消失も一部で見られています。
- 現在の経済構造はかなり異なっています。例えば、40年前と比べてエネルギー集約度の低い世界に住んでいるのです。
- 実質賃金の伸びは相対的に低い状況です。－ 1970年代は実質賃金の伸びが（より好ましい人口動態に支えられ）プラスであったため、大半の消費者は物価上昇を負担することができました。今日、これとは対照的に、先進国では実質賃金の伸びはほとんどマイナスで推移しています。
- テクノロジーの発展によるディスインターミディエーション（中間業者の排除）と富の格差拡大は、背景となるディスインフレの動きをさらに強め、1970年代や80年代のようなスタグフレーションになる可能性を一層低下させています。

とは言え、1990年代から2010年代のディスインフレの状況が戻ることはないと思われます。金融引き締め策によってインフレ率はこれまでの水準から低下すると思われますが、中央銀行がインフレ率を低位な水準（約2.5%）まで戻せるかどうかは、景気後退がどの程度深刻で、どの程度続くかによります。現在のインフレは、賃金上昇と家計のバランスシートの強靭さという形で一定の「慣性」を伴っており、これを低下させるには、より長期の景気後退が必要となる可能性が高いと思われます。長期にわたる緊縮的な政策スタンスは、短期的には大きな経済的な痛みとハードランディングのリスクをもたらすことになります。

長期的に見れば、互いに対立する他の重要な長期的な要因によって、この不確実性はさらに深刻となり、既存のデフレ圧力を打ち消すような構造的なインフレ圧力を生み出しています。インフレの側面では、脱グローバル化、エネルギー転換、生産面の変化、より頻繁なブラックスワン現象（例えば、気候変動や地政学の動向）など、実現までに数十年かかると思われるゆっくりとした変化の過程に直面しています。ディスインフレの側面では、過去数十年にわたり優勢だったディスインフレ圧力、すなわち技術発展によるディスインターミディエーション、エネルギー集約度の低い経済、富の格差拡大、人口動態の高齢化などに引き続き直面しています。こうした問題は不安定の種を植え付けており、将来的にはより一層政府の介入が必要になる可能性があります。

足元のインフレ圧力の強さは、政府や中央銀行の介入の度合いによって悪化または抑制されることになります。介入は、規制、金融、財政、社会的、場合によっては軍事的手段により行われます。政策対応の押し引きがある中、投資家はインフレ率の急上昇と経済成長率や市場リターンの変動が大きくなるデスインフレの時期を同時に目にする事となり、政策の失敗が蓄積されるリスクも高まりそうです。**まとめると、現在作用している構造的なインフレ圧力は、背景にあるデスインフレの圧力を補って余りあるものであり、結果として基調となるインフレ率は上昇することになります。**

こうした長期的なテーマは、投資環境にどのような影響を及ぼすのでしょうか。不安定さとボラティリティが高まる新たな体制は、ある意味で19世紀から20世紀前半の伝統的な景気循環に似ています。しかしボラティリティの根本的な要因は異なり、ESGや脱炭素化といった全く新しい展開が投資スタイルや投資機会により大きな影響を与えると予想されます。**図表3は、今後の市場環境について最も可能性が高いと思われる結果と、それに関連する株式のシステム運用のスタイルや選好されるファクターをまとめたものです。**

図表3
パンデミック後の株式市場の主要テーマ

パンデミック以前の環境（1980年代前半～2020年）	パンデミック後の環境（2021年以降）	株式に対して考えられる影響	選好されるスタイル／ファクター
デスインフレ	インフレ	ボラティリティがより大きな市場	投機的な成長株よりもバリュー株
金利低下／QE	金利上昇／QT／「何が何でも」	売上高の伸びや長期的なキャッシュフローに対する依存度の低下	デレーションがより短期のキャッシュフロー
少ないブラックスワン現象	より多くのブラックスワン現象	再評価の持続性の低下／バリュエーション要因の低下	市場感応度がより低い銘柄
グローバル化／安価で豊富な労働力	地域化／労働力不足と賃金上昇	より高価な労働力 より高価な投入要素	クオリティ（例：利益率の持続可能性）
グローバルサプライチェーンの複雑化・効率化（デフレ要因）	サプライチェーンの簡素化－回復力の構築（インフレ要因）	設備投資額の増加 利益率の持続可能性をより重視	
安価で豊富なエネルギー	脱炭素化／グリーンフレーション	気候変動とそれに伴う設備投資をより重視	ESG固有の要因
資本集約度の低下（例：ソフトウェア）	資本集約度の向上（例：ロボティクス）	新素材（銅、ニッケル、コバルトなど）への投資拡大と、それに伴う周期的な過大評価	バリュー／シクリカル（資本財）

出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ。

前サイクルのバリュエーション主導の強気相場とは対照的に、政策の枠組みがより引き締め基調の中、需要と供給の正常化を探ることから、今年これまでに経験したボラティリティが継続すると予想されます。次のサイクルでは、ボラティリティの増加とインフレ率の上昇という動きが標準的となるため、短期間に特定の投資スタイルが一貫して機能することは期待できません。より長期では、中央銀行が問題の兆しが見えた時点で直ちに流動性を注入するような状況ではないため、レバレッジが高く割高でクオリティの低い企業にはより厳しい環境になると予想されます。高いインフレ率が常態化することも、デフレーションの長い成長銘柄に対し圧力を与え続けることとなります。

本稿の第2部では、図3で示された長期的なトレンドの根拠をより詳細に検討し、アルファとリスク軽減の両方を追求する分散型ポートフォリオが、このような今後の投資環境にいかに適しているかを説明します。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、金融アドバイザーを顧客とし、顧客の皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、指針となる以下の原則を毎日実践しています。

- 厳格さが礎
- 幅広い選択肢からの構築
- スチュワード（受託者）として
- 将来への投資

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界30拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、約3.48兆ドル²を運用する世界第4位¹の資産運用会社へと成長しています。

1. Pensions & Investments Research Center, 2021年12月末時点。
2. 2022年6月末時点、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー (SSGA FD) が取り扱うSPDRの残高約664.3億ドルを含みます。SSGA FDはSSGAの関連会社です。

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。本書は、情報提供を目的として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。本書は、弊社の運用手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。弊社グループの運用戦略をもとに弊社が運用を再委託することにより提供可能となる運用戦略も含まれます。本書は、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。なお、投資信託の場合は投資信託毎に設定された販売手数料、信託報酬やその他費用が、投資一任契約や投資顧問契約の場合は個別契約毎に運用報酬、信託報酬やその他費用がかかります。各金融商品に関する運用リスクや手数料等諸費用の詳細につきましては、契約締結前交付書面やお客様向け資料等をご覧ください。本書で述べられている見解は、2022年8月31日に終了した期間におけるアクティブ・クオンツ株式チームの見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。分散投資は、利益の確保または損失を防ぐことを保証するものではありません。ポートフォリオにおける特定のESG基準を満たさない企業を除外した有価証券ポートフォリオのリターンは、そのような企業を含む有価証券ポートフォリオのリターンを下回る可能性があります。ポートフォリオにおけるESG基準によって、市場全体をアンダーパフォームする産業セクターまたは有価証券への投資が行われる可能性があります。時価総額が大きい企業は、市場および経済の状況に応じて上下します。時価総額が大きい企業は、時価総額が小さい企業よりも変動が小さい傾向にあります。このように潜在的なリスクが低い代わりに、証券の価値は時価総額が小さい企業ほど上昇しない可能性があります。中型株への投資は、知名度の高い大型株への投資よりも大きなリスクを伴う可能性があります。小型株への投資よりも変動が小さい場合があります。小型株への投資は、大型株で知名度の高い企業への投資よりも大きなリスクを伴う可能性があります。セクター投資は、フォーカスが絞られているため、多くのセクターや企業に分散して投資するよりもボラティリティが高くなる傾向があります。バリュー投資スタイルは、バリュエーションの改善につながる特性を持つ割安な企業に重点を置いています。バリュエーションが全く改善されず、実際には他の投資スタイルや株式市場全体よりも低いリターンとなる場合があります。『クオリティ』投資スタイルは、高いリターン、安定した収益、および低い財務レバレッジを持つ企業に重点を置きます。この投資スタイルは、これらの企業の過去のパフォーマンスが継続しないリスクや、『クオリティ』株のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンよりも低くなるリスクを伴います。本書には、将来予想に関する記述とみなされる特定の記述が含まれる場合があります。本書に含まれる過去の事実以外の記述で、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA) が将来的に発生する、または発生する可能性がある予想、考えるまたは予測する活動、事象または展開に関する記述はすべて、将来予想に関するものです。これらの記述は、過去の傾向、現在の状況、予想される将来の展開、および状況に応じて適切と思われるその他要因（その多くは本書に詳述されています）に関するSSGAの経験と認識に照らして、SSGAが行った特定の仮定および分析に基づくものです。このような記述は、複数の仮定、リスク、不確実性の影響を受け、その多くはSSGAの支配を超えるものです。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、将来予想に関する記述で予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第345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、日本証券業協会

© 2022 State Street Corporation. All Rights Reserved. Tracking #: 5059769.1.1.APAC.INST, Exp. Date: 9/30/2023