

これからどこへ向かうのか？

過去の株式市場低迷に関する考察

2020年5月22日

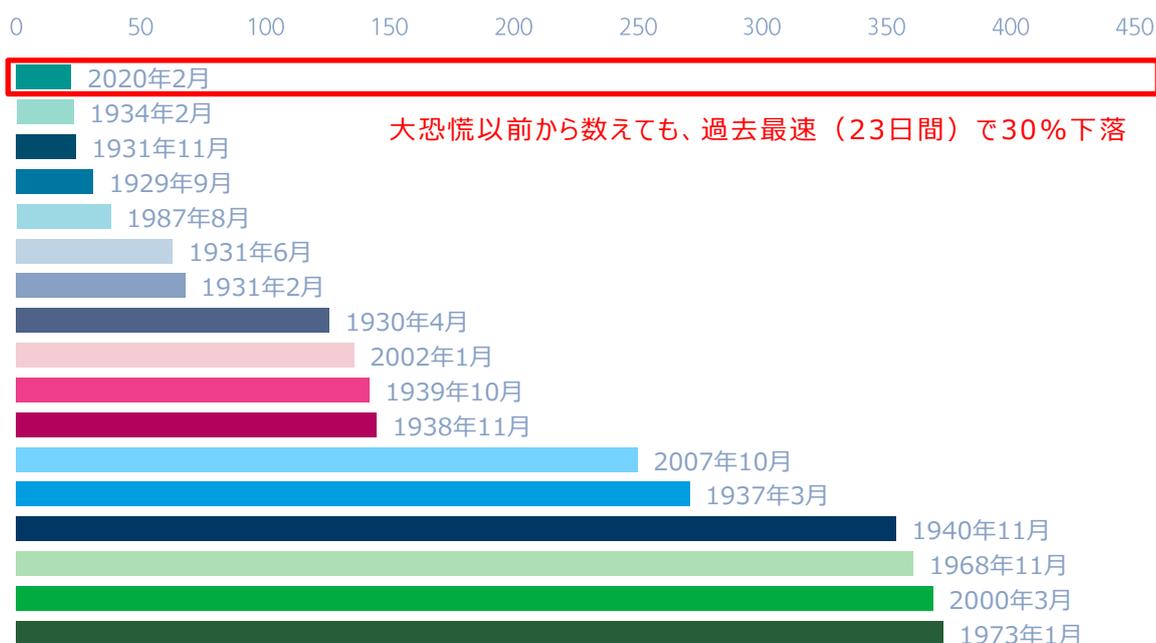
(原文：2020年5月19日)

これからどこへ向かうのか？

イントロダクション

2020 年前半、新たに発見された感染症コロナウイルス（COVID-19）は急速に世界中に伝播しています。4 月末までに確認された感染者数は全世界で 300 万人を超えました。これを受け、犠牲者を最小限に抑え、医療システムの崩壊を防ぐために、世界経済の大部分が停止しています。当初、世界の株式市場はこのリスクへの反応が遅れていましたが、ひとたび反応を示すと、記録的なスピードでの急落を目の当たりとすることになりました。

図 1: S&P500 が 30%下落するのに要した日数



Source: BofA Global Research, Bloomberg. 表示されている月はクラッシュ前のピーク時。市場の代理として S&P500 を使用。

その後、株式市場は大幅に反発しています。これは、世界中で発表されている大規模で多様な金融・財政政策が、長期的かつ深刻な負の経済影響を食い止めるのに十分であるという楽観的な見方があることを示唆しています。人類には、生活水準が今よりはるかに低く、技術が進歩していなかった（もしくは存在しなかった）時代においても、多くの逆境

から立ち直ってきた歴史があります。中世の疫病、内戦、世界大戦等がその一例です。COVID-19 と戦い、経済成長を刺激することができるという期待は、グローバル経済が、そして企業が、最近の歴史を通して様々な困難に対して示した回復力を念頭に置いているという側面もあります。

マーサーは他の多くの意見と同じく、今後経済活動が再開し、最終的には経済が回復すると信じています。しかし、経済回復の形はまだ不明確です。図 2 では、極端に悪い時期を経て、すぐに高成長軌道に戻るといった一般的な楽観論が示されています。ただし、5 人に 1 人以上がさらなる下落（W 字型回復）を予想しており、最も楽観的な V 字型回復を予想しているのはわずか 15%に過ぎません。

図 2: 景気回復（リセッションからの脱却）はどのような形になると思うか？



Source: BofA Global Fund Manager survey, April 2020. これは世界中の機関投資家、 뮤チュアルファンドやヘッジファンドのマネージャー等、約 200 名の意見を集計した月次のレポートです。

投資家が景気回復に関して形成する期待が、株式市場の反応に直結します。そのため、回復の形に影響を与える要因や、株価が安定し、将来的に高値を更新するまでに要する時間を理解することは重要です。

景気低迷の形はその都度異なる

短期間のイベント主導型のショックであったとしても、消費者や企業の行動やそれに関する期待（いわゆるアニマル・スピリット¹）が大きくマイナスに沈んだ場合、長期的かつ構造的な景気低迷に転じる可能性があります。景況感の悪化は支出や投資の減少につながり、回復のプロセスを長期化させます。

COVID-19 がどのように展開するかを評価する上での一つの課題は、前例がないということです。過去にもパンデミックはありましたが、それぞれが異なる方法で、異なる時間に、異なる場所で、異なる反応で発生しています。

- 限定的ではあるものの、自主的なソーシャルディスタンスが行われたという点で、今回の流行に最も近いのは 1919 年のスペイン風邪です。しかし、当時、第一次世界大戦の影響により市場は 1911 年からすでに半分近く下落し、その回復局面に入っていたため、影響は軽微でした。
- 1957 年のアジア風邪（インフルエンザ）と 1969 年の香港風邪（インフルエンザ）もそれに匹敵するものです。世界での死者数はそれぞれ 100 万人を超えており、死者数の面では COVID-19 よりも（現時点においては）はるかに深刻です。しかし、今日、世界の市場、メディア、サプライチェーンはより洗練され、相互に関連しているため、比較を難しくしています。
- HIV/AIDS のパンデミックは都市封鎖を必要とせず、SARS、エボラ出血熱、MERS は、不幸中の幸いながら、症例が一部の地域に限られていました。

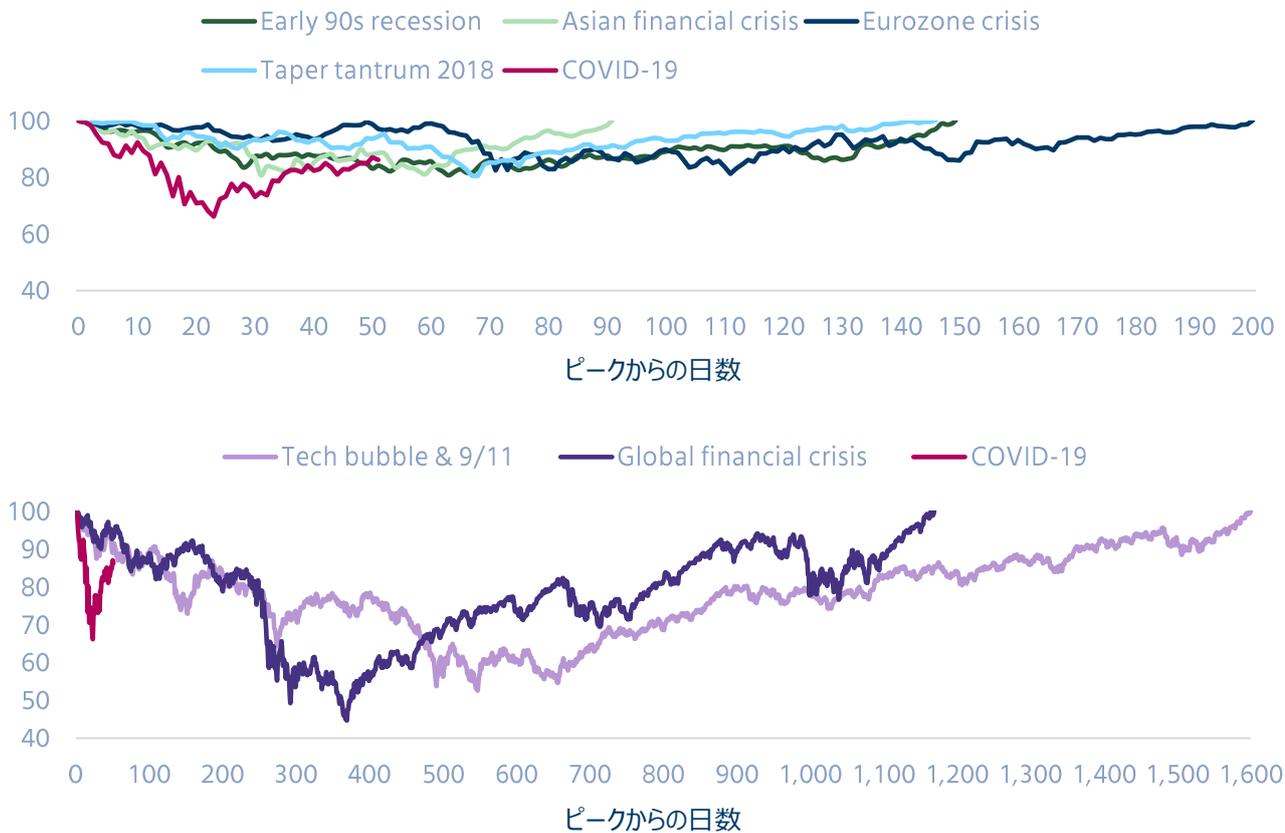
COVID-19 のような前例は少ないものの、市場下落の例は多くあります。市場のショックにはそれぞれ独自の起源と進化がありますが、下落（恐怖）と回復（強欲）の理由は同じであり、最近の（過去 30 年の）市場下落局面を比較することは参考になるかもしれません。

図 3: COVID-19 と過去の市場下落局面の比較 – 統計（S&P500 : 1990 年～2020 年）

イベント	ピーク	理由	ピークから底までの日数	最大ドロウダウン	回復に要した日数
COVID-19	2020 年 2 月	COVID-19	?	-33.8%	?
テーパー・タントラム 2.0	2018 年 9 月	FRB による引き締め政策（政策ミスと認識されている）	95 日間	-19.4%	109 日間
欧州ソブリン危機	2011 年 4 月	ユーロ圏崩壊のリスク	157 日間	-18.6%	123 日間
世界金融危機	2007 年 10 月	世界的な財政破綻のリスク	517 日間	-55.3%	1,117 日間
IT バブル崩壊 / アメリカ同時多発テロ	2000 年 9 月	IT バブルおよび不安定な中東情勢	768 日間	-47.4%	1,475 日間
アジア通貨危機	1998 年 7 月	レバレッジの高いアジア企業や過大評価された通貨への空売り	45 日間	-19.2%	84 日間
90 年代初頭のリセッション	1990 年 7 月	不安定な中東情勢や原油価格の高騰	87 日間	-19.2%	123 日間

Source: S&P 500 Total Return Index. Thomson Reuters Datastream. 日数は暦日（営業日ではない）、回復はトータルリターン指数がピークを取り戻すことを指します。

図 4: COVID-19 と過去の市場下落局面の比較 – 時系列 (S&P500 : 1990 年~2020 年)



Source: S&P 500 Total Return Index. Thomson Reuters Datastream. 日数は暦日（営業日ではない）、回復はトータルリターン指数がピークを取り戻すことを指します。

やはり、下落のスピードが際立っています。株価は次の四半期や来年の企業収益だけでなく、より長期の収益性を反映していることを考えると、なぜ市場はこれほどまでに株式を大きくディスカウントしたのでしょうか。

- 市場のエコシステム**：市場参加者は、関連データを正しく反映した市場価格が形成されるように協調して行動すべきですが、現実には市場はより混沌としています。また、流動性も重要です。資産価格が理論値よりも低い場合、それを買うための現金を誰も持っていないことがその原因かもしれません。
- 脆弱な企業**：パンデミックのようなマクロ経済イベントのリスクをカバーするための手元資金を用意している企業はほとんど存在せず、保険に加入している例も極めて稀でした。これらの企業が2四半期分の収益を失うことは、政府や

中央銀行の十分な支援がなければ、廃業を余儀なくされることを意味します。このような事態が発生した場合、回復への道はより複雑なものになるでしょう。

- **晴天価格**：パンデミックが発生する前、株式市場では多くの銘柄に晴天を前提とした価格付けがされていました。長期にわたる金融刺激策、低インフレ、低金利が、このようなゴルディロックス相場が続くと期待を投資家に植え付けていたため、ひとたびマイナスの乖離が発生すると、それがショックへとつながる潜在的な可能性がありました。
- **計り知れないリスク**：パンデミックが世界経済にとっての最大のリスクの一つであるとグローバル・リスク・レポート²が何年にもわたり指摘していたにもかかわらず、COVID-19 は市場にサプライズを与えました。世界経済が停止するという見通しは、（投資家はその被害を推定しようとしているものの）大きな不確実性をもたらしています。
- **政策的サポート**：世界金融危機以降、金利が「正常」に戻ることがなかったため、投資家は、ショックが発生した場合に発動できる、効果的な金融支援政策が残っているかどうか疑問視していました。

最後のポイント（政策的サポート）は、3月中旬の安値からの回復を説明し得る理由を提示しています。その大部分は、中央銀行や政府がCOVID-19の影響を受けた経済を「何が何でも」支援するという姿勢を示したことを、投資家がポジティブに受け止めたということの説明が可能です。米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）等による無制限の金融支援（通称「無制限量的緩和」）の発表を市場はポジティブに受け止めました。それにより、国債金利や社債金利を低く抑えつつ、政府債務を増加させることが可能になりました。ほとんどの経済圏では、前例のない金融政策と財政政策のコンビネーションという形で、強力なコミットメントが発表されています³。また、多くのテクニカルな要因（ショートポジションのクローズ、リバランス）も回復の一端を説明しているかもしれません。

困難な局面に何が起きたかを思い返してみると、ITバブル崩壊と世界金融危機の両時期には、S&P 500 は下落と上昇を繰り返しており（下表を参照）、市場が一直線にラリーすることは稀であることを思い出させます。

IT バブル崩壊		世界金融危機	
2000年9月1日 – 2001年4月4日	-27%	2007年10月9日 – 2008年3月10日	-18%
2001年4月4日 – 2001年5月21日	+19%	2008年3月10日 – 2008年5月19日	+12%
2001年5月21日 – 2001年9月21日	-26%	2008年5月19日 – 2008年11月20日	-47%
2001年9月21日 – 2002年3月19日	+22%	2008年11月20日 – 2009年1月6日	+25%
2002年3月19日 – 2002年10月9日	-33%	2009年1月6日 – 2009年3月9日	-27%

Source: [Howard Marks, "Calibrating" memo, April 6, 2020](#)

2020年2月以降の下げ幅は大きかったものの、世界金融危機後の下落やITバブル崩壊と比べれば小さいものです。この下落が、どの水準のバリュエーションで始まり、そして現在の水準に戻ったのかを考えると、株式市場がさらに下落する可能性は常に存在することが分かります。これは特に、COVID-19に対する免疫の獲得（つまりワクチン開発の成功）が困難となり、感染の第二波が発生した場合、あるいは再感染が発生した場合、その可能性が高まると考えられます。その場合、世界経済へのダメージはより広範囲に及び、回復に要する期間はさらに長くなるでしょう。

これから考えられる道筋は？

端的に言うと、それは状況次第です。発表された金融・財政プログラムだけでは、過去最大の経済の冷え込みを食い止めるのに十分ではないことが明らかになりつつある中で、実体経済を無視した形で株式市場は反発を見せています⁴。2019年12月31日時点ではS&P500企業の2020年1-3月期収益成長率は前年同期比4.3%と予想されていましたが、実際の収益成長率は-13.7%（2020年5月1日現在）に転じており⁵、3月中旬以降の米国の新規失業申請件数は、すでに世界金融危機以降に創出された新規雇用数を上回っています⁶。実際、悪い経済統計の発表が続く中で、5月初頭には米国と中国の間でCOVID-19に関する緊張も高まり、ボラティリティが上昇しています。

どのようなシナリオが現実となるか明確になるにつれて、株式は上昇または下落します。これが、ほとんどの景気後退期において、景気回復に先立って株式市場の回復が起こる理由です。マーサーの想定するベースシナリオは以下の通りであり、「アップサイド」と呼ぶシナリオと「リセッションの長期化」と呼ぶシナリオとの対比で示されています。

アップサイド

1. ウイルスの早期封じ込めに成功
2. ウイルス克服後に、世界経済は景気刺激策により急回復
3. 年末までに、景気刺激策（特に量的金融緩和）縮小の議論を開始し、インフレ率の上昇に伴って金利が正常化し始める

ベースケース

1. ウイルスの封じ込めに概ね成功
2. 経済は急降下するものの、さらなる景気刺激策により、2020年末にはGDPが2019年の90%程度、2021年末には100%に回復
3. 世界の経済成長はウイルス発生前の期待値まで回復するが、国家の債務水準やイベント主導のボラティリティの高まりに関連した懸念が継続

リセッションの長期化

1. 7-9 月期に入ってもウイルスが封じ込められていない⁷、あるいは変異しており、特に欧州、英国、米国において懸念が残る
2. 世界的に成長が鈍化し、2020 年後半にようやく経済回復の兆しが見え始める
3. 2020 年末には経済が最大 60%程度に回復
4. 国家の債務水準の高さから、景気刺激策が制約される

投資家はどのように行動すれば良いのか？

事前に設定した戦略的資産配分から大きく外れてしまったポートフォリオの配分をリバランスする等、投資家が可能な限り強固なポートフォリオを維持するために、取るべき手段が存在します⁸。リバランスには潜在的なコストがかかること、特にボラティリティが依然として高いことを考えると、投資家は流動性の高い資産クラスにおいて、少なくとも 50%のリバランスを実施するように努めるべきであると考えます⁹。

また、リスク選好度とシナリオ・テストに応じて、オポチュニスティックな意思決定も可能です。マーサーは、グロース資産の配分見直しを検討している投資家にとって、スプレッドが拡大しているハイ・イールドならびに投資適格クレジットの分野に投資妙味があると考えています¹⁰。

マーサーによる 2020 年 4-6 月期のグローバル・ダイナミック・アセット・アロケーション・レポートでは、キャッシュからグロース債券（特にハイ・イールド債はリスク対比で魅力的なバリエーションであると判断しています）への再ポジショニングを推奨しています。業績見通し（株式のパフォーマンスを左右する主要な要因）のボラティリティが大きいことから、株式については中立を維持しており、オーバーウェイトを推奨するほどの明確なリスク調整後の魅力はないと考えています。しかし、株式やクレジットの下落初期での投資には、常にリスクがあるということに注意が必要です。予想にかかわらず、株式市場のボラティリティは依然として高く、流動性は低く、さらなるネガティブなショックが発生する可能性があることを意味しています。2020 年 2 月以降の急落や過去の回復期との比較は、このことを思い出させるものです。投資家は（弊社の分析で示したように）マーク・トゥ・マーケット（時価評価）によるさらなる損失が発生する可能性があることに留意する必要がありますが、投資期間が長くなればなるほど、その重要性は低下します。

投資家の皆様には、今後の潜在的なネガティブリスクに留意していただきたいと考えていますが、ベースケースにおいて我々は引き続き、慎重に楽観視しています。回復への道のりは長いと思われませんが、一部の国では、死亡者数の停滞

や減少を経て、ロックダウンの縮小が始まっています。また、歴史的なレベルの金融・財政政策によるサポートを行っている国もあり、それらが希望につながっていると考えます。



Lewis Watson
Strategic Research Specialist

¹ ケインズが、経済成長を促進したり阻害したりする楽観主義と悲観主義の波を表現するために使用したフレーズ。市場は "理性によってではなく、アニマル・スピリットによって動かされる "と述べたことは有名です。

² <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020> ,2020年1月15日発行

³ 例えば、FRBは最近の格下げされてハイ・イールドとなった銘柄を対象に含む、さらなる国債と社債の買い入れプログラムを発表しました。また、米政府はロックダウン期間中に国内の成人全員に1,200ドルを支払うことを約束しました。

⁴ COVID-19の感染拡大がどの程度となるか知る前に、これらのプログラムがどれだけ大規模なものになる必要があるのか、あるいは企業や消費者にどれだけ大きな打撃を与えるのかを予測するのは困難です。また、多くの国で適切な検査の利用可能性が低いことも、評価を難しくしています。

⁵ 55%の企業が5月1日までに決算報告を実施。出所：Factset Earnings Insight

⁶ 出所：アメリカ合衆国労働統計局

⁷ 通常、「成功した」突然変異は致死率を下げる傾向にありますが、もし運が悪ければ、突然変異がウイルスの感染性と致死率を同時に高める可能性があります。すでに3つの系統のウイルスが出現しているのを確認しています。

⁸ 市場リスクに関係なく、この行動は、市場回復時に株式のアンダーウェイトによって、ポートフォリオが深刻にベンチマークをアンダーパフォームするリスクを減らすことができます。

⁹ <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/rebalancing-in-troubled-markets.html>

¹⁰ <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/time-to-buy-high-yield.html>

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又はwww.mercer.com/conflictsofinterestをご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません