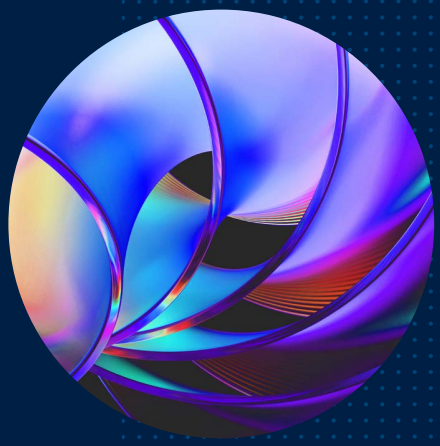
PGIM



景気サイクル後半の投資手法

変容する景気サイクルとリスク削減判断の再考

2026年9月

執筆者

MARCO AIOLFI
マネージング・ディレクター
マルチアセット責任者
PGIMクオンティテイティブ・
ソリューション・グループ

KEVIN CHANG
クオンツ戦略・
パフォーマンス分析責任者
Temasek[1]

MANOJ RENGARAJAN
エグゼクティブ・ディレクター
ポートフォリオ・マネジャー
PGIMクオンティテイティブ・
ソリューション・グループ

JEFFREY YOUNG
マネージング・ディレクター
投資戦略責任者
PGIMクオンティテイティブ・
ソリューション・グループ

要約

経済が「景気サイクル後半」の局面にとどまる期間は以前より長くなっており、投資家にとって難しい課題となっている。経済成長は減速と拡大の境目で長く推移することがあり、そのぶん、減速を示す誤ったシグナルが増える。リスク資産を早く手放しすぎた投資家は、運用成績で大きな打撃を受けてきた。

多くの投資家が同じ資産にロング・ポジションを集中させていると、市場の大幅な下落はさらに大きくなることが多い。しかし、投資家全体がどのようなポジションをとっているかを、直接、適切に測る指標はない。そこで本稿では、こうした市場全体のポジションは、経済成長がトレンドを上回っている期間の長さで決まる、という考え方を提案する。経済がトレンドを上回る期間が長いほど、市場全体でリスク資産のロング・ポジションは大きくなり、バリュエーションは割高になり、リスク資産は大幅な下落に対して脆弱になる。

本稿では、S&P500などの世界のリスク資産のその後のパフォーマンスが、この仮説と整合的かどうかを検証する。具体的には、市場全体でのリスク資産のロング・ポジションの目安として、経済がトレンドを上回っていた期間の長さを用い、その長さに応じたS&P500などのリターンを見る。その結果、近年は、市場の大幅な下落が主に、トレンドを上回る成長がかなり長く続いた後に起きる傾向があることが分かった。その期間は、過去の平均的な期間よりも長い。

はじめに

過去10年間に、米国経済が大幅な減速、さらには景気後退への転落の瀬戸際に立ったことは何回あっただろうか。そして、実際に減速や景気後退に陥ったことは何回あっただろうか（2ヵ月で終わった新型コロナ禍による景気後退を除く）。

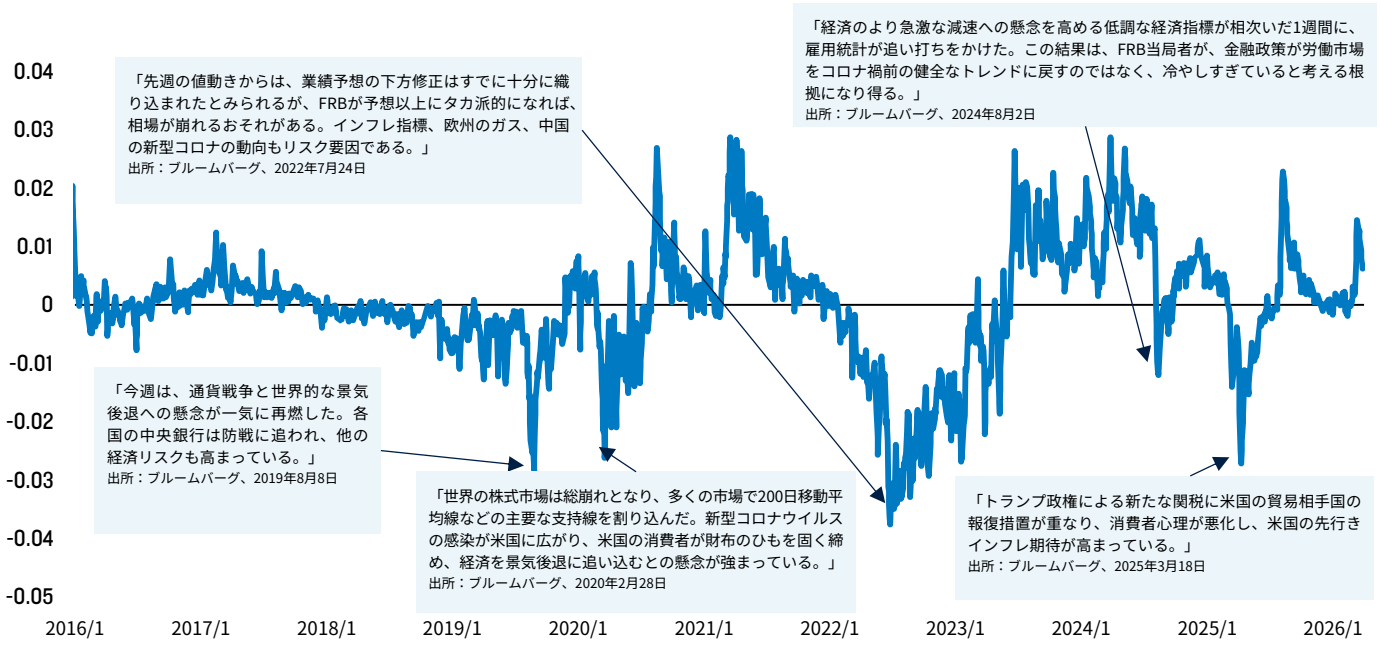
瀬戸際に立ったことは何度もあったが、実際に陥ったことは一度もない。

図表1にいくつかの例を示す。図表1は、PGIMのクオンツ分析による独自の「景気後退センチメント指数」である。この指数は、経済や市場に関する大量のメディア記事を機械学習で分析して作成したもので、値が低いほど景気後退の予想が強いことを示

[1] 本レポートに示された見解および意見は、当該執筆者個人のものであり、個人の立場で述べたものです。Temasekおよびその関係会社の見解、立場、方針を必ずしも反映するものではなく、それらを示すものと解釈すべきではありません。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

図表1：米国：PGIMのクオンツ分析による景気後退センチメント指数（2016年1月～2026年4月、前年比の変化）



出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ、ブルームバーグ

す。2019年には景気後退への懸念が高まったが、景気後退は起きなかった。新型コロナ禍による景気後退のさなかにも懸念が高まったが、全米経済研究所（NBER）のワーキングペーパーによれば、この景気後退は「観測されない単一のショック」によるもので、通常のマクロ経済的な要因によるものではなかった[2]。最近では、景気後退センチメントは2022年半ばにピークを付けたが、予想された景気後退は起きなかった。2024年半ば（FRBが利下げを開始する直前）と2025年春（米国が大規模な新たな関税を発表した後）にも景気後退センチメントが急に高まったが、予想された景気後退は起きなかった。

それは、景気サイクルが変容したからであり、このことは投資家にとって厳しい課題となっている。経済は長い間、景気サイクル後半にある。景気サイクル後半が減速や、さらには景気後退に向かい始めたように見えるたびにリスク資産を手放していたら、パフォーマンスは大きく悪化し、非常に苦しい結果になっていただろう。本稿では、景気サイクル後半での投資を取り巻くこうした新たな状況と、その原因、そして投資家がどのように対応できるかを説明する。主な提言は次のとおりである。

- 経済には自らを調整する仕組みが数多く備わっており、拡大と減速の間にある景気サイクル後半の状態にとどまりやすい。
- ポジショニングの過度な偏りは、リスク資産の下落をトレード機会として捉えるうえで重要な前提条件となる。ポジショニングが十分に偏る前に投資家がリスクを落とすと、相場の振れに何度も翻弄されるリスクがある。
- 経済がトレンドを上回るペースで成長している期間の長さは、市場全体でのリスク資産のロング・ポジションの大きさを測る良い目安になる。過去には、経済がトレンドを上回る状態が長く続いた後に、リスクを減らすのにより有利な機会が生じる傾向があった。
- こうした見方は、「ポータブル・アルファ」のオーバーレイを使ってポートフォリオの資産配分を調整することで、運用に反映可能だと考えられる。

1. 従来の景気サイクルの捉え方

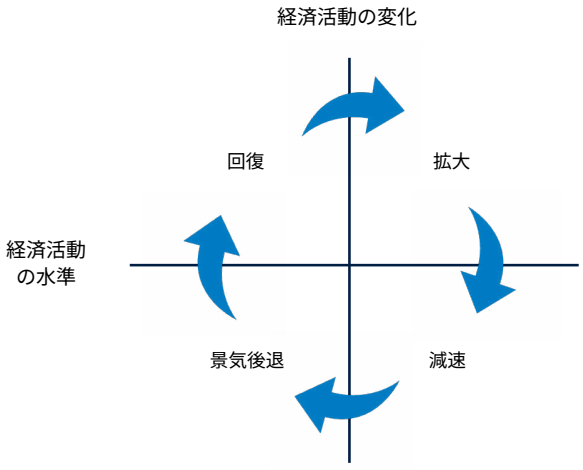
図表2は、景気サイクルの従来の捉え方を示している。基本的には、バーンズとミッチェルが1940年代に行った先駆的な研究の枠組みである。2人は当時、NBERの基礎を築いており、NBERはその後、景気サイクルの非公式な判定機関となった。横軸は経済活動の水準、縦軸は経済活動の変化率である。中央のゼロ点は、成長の水準がトレンドと同じで、成長の変化率がゼロであること、つまり上向きの勢いも下向きの勢いもないことを示す。

[2] James H. Stock、Mark W. Watson、“Recovering from COVID”、NBER Working Paper 33857、2025年5月（https://www.nber.org/papers/w33857）

左下の象限から見ていくと、成長はトレンドを下回り、さらに低下している。これが「景気後退」である。左上の象限では、成長はまだトレンドを下回っているが、上向いている。これが「回復」である。右上の象限では、成長が長く上向いてきた結果トレンドを上回り、なお上向いている。これが「拡大」である。その後、勢いが衰え始め、やがてマイナスに転じる。ただし、成長はまだトレンドを上回っている。これが右下の「減速」の象限である。

従来の手法では、成長サイクルのこうした局面ごとに、資産価格がどう動くかを対応づけていた。「回復」は「リスクオン」の局面で、株式にはプラスだが、債券にとってはそうでもなかった。「拡大」（通常はインフレを押し上げる）は、株式にはまだある程度プラスだったものの、債券にとってはマイナスだった。そして、経済が「拡大」の後半に入ったらすぐに、投資家が自らのポジションを「リスクオフ」に切り替えるのが、従来の資産配分のやり方だった。その時点から経済はまもなく「減速」に入り、「景気後退」へ向かうからである。ある局面から次の局面への移行は規則的で予測しやすかったため、この図はかなり長い間、実用的な経験則として機能した。

図表2：景気サイクルの古典的な模式図



出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ

では、景気サイクルそのものはどう測ればよいのか。エコノミストは、景気サイクルが拡大から減速や景気後退へ移りつつあることを示す古典的な経験則として、多くの指標を使ってきた。減速や景気後退をほぼ確実に、完全に正確に予測できると考えられてきた指標も多い。たとえば、逆イールド、サーム・ルール、コンファレンス・ボードの景気先行指数である。少し前には、Business Insiderが、こうした指標のうち7つは「完璧な実績」を持つとまで主張していた[3]。

図表3では、こうした指標から6つを選んで示している。対象は、労働市場、企業センチメント、市場による信用リスクの評価にわたる。本稿では、この6つの指標の過半数（4つ以上）が警告を発している経済を「景気サイクル後半」と定義する。この定義に基づくと、米国経済は1980年以降、8回景気サイクル後半の状態にあった。古典的な指標の多く（特にサーム・ルールや新規失業保険申請件数など、労働市場に関するもの）は、景気サイクル後半の局面の全期間で点灯していたわけではない。つまり、こうした指標は、大きな景気後退を知らせるのには役立っても、減速を知らせるのにはそれほど役立たない可能性がある。

参考として、図表4では、こうした景気サイクル後半の期間を、NBERが公式に認定した景気後退と比べている。1981年、1991年、2001年、2008年の景気後退の前には景気サイクル後半の期間があり、景気サイクル後半から景気後退へ比較的滑らかに移行していたことが分かる。しかし、それ以降はそうなっていない。2008年以降、景気サイクル後半の指標が点灯したのに景気後退が続かなかった「誤警報」が3回あった。なお、2020年初めの2ヵ月間の新型コロナ禍による景気後退は、前述のNBERのワーキングペーパーによれば「観測されない単一のショック」によるもので、通常のマクロ経済の不均衡によるものではなかった。

市場の動きにも、時期による興味深いパターンがある。2006年以降の景気サイクル後半の期間には、株式のパフォーマンスはそれ以前の数十年ほど悪くなかった。2001年までの景気サイクル後半の期間では、景気サイクル後半に移行してからの7ヵ月間、株式市場は横ばいか、大きく下落した（2000～2001年の局面の後）。しかし、その後の景気サイクル後半の期間では、株式市場は概ね好調で、5～17%上昇した（例外は2019年終盤～2020年初めの期間だが、この期間も、2020年2月に新型コロナ禍が市場を襲うまでは順調だった）。

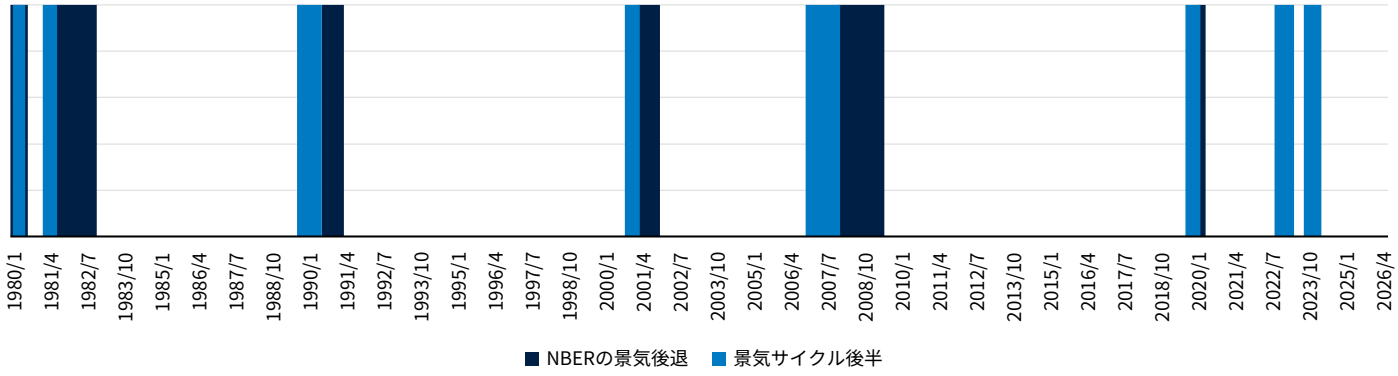
[3] “Here are 7 recession indicators with perfect track records flashing warning signs”、Business Insider、2024年9月6日（https://www.businessinsider.com/recession-indicators-perfect-track-records-sahm-yield-curve-conference-board-2024-9）

図表3：米国：1980年以降の景気サイクル後半の期間とS&P500のパフォーマンス（1980年2月～2024年3月、%）

期間	S&P500のリターン	点灯しなかった指標
1980年2～6月（5ヵ月）	0.07%	ISM（全期間）、サーム（期間の初め）
1981年2～7月（6ヵ月）	1.06%	ISM（全期間）、サーム（期間の初め）
1989年9月～1990年6月（10ヵ月）	1.87%	サーム（全期間）、申請件数（期間の初め）
2000年10月～2001年3月（6ヵ月）	-19.23%	サーム（全期間）、申請件数（期間の初め）
2006年11月～2007年12月（14ヵ月）	6.56%	サーム+申請件数（全期間）、信用（期間の初め）
2019年9月～2020年2月（6ヵ月）	0.95%	サーム、申請件数、信用（全期間）
2022年9月～2023年4月（8ヵ月）	5.42%	サーム（全期間）+申請件数（期間の大半）
2023年9月～2024年3月（7ヵ月）	16.56%	期間の終盤はほとんどのシグナルが消灯

出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ

図表4：NBERが認定した景気後退と、複数の指標で判定した景気サイクル後半の期間（1980年1月～2026年2月）



出所：全米経済研究所（NBER）、PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ

2. 現代の景気サイクル：より長く、終盤の姿も異なる

現代の景気サイクルは、過去数十年の景気サイクルとは様相が異なる。主な違いは次のとおりである。

- 経済は景気サイクル後半にあるという見方が根強く、景気後退への懸念が広がっていても、拡大期は以前より長くなっている。
- 経済は以前よりも、拡大と減速の局面の間を行き来しやすくなっている。短期間、小幅にトレンドを下回った後、同じように短期間、小幅にトレンドを上回ることが多い。成長率がトレンドを下回ったり上回ったりする状況が頻繁に繰り返されること自体が、市場参加者の間で「景気はすでにサイクル終盤にあり、より深刻な景気後退が間近に迫っている」という見方が根強く残る一因となっている。

本稿では、2点目に焦点を当てる。多くの投資家を悩ませているとみられるからである。

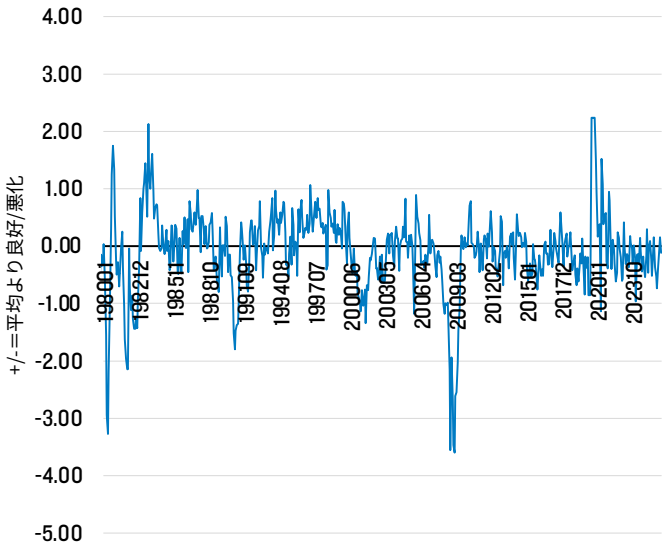
また、単一の指標によるシグナルは、以前に比べて、景気サイクル後半の局面を見極めるのに適していない可能性があると考えている。特に構造変化が進む時期には、どの指標であれ、以前と同じように機能するとは考えにくい。経済が以前ほど製造業中心でなくなっているなら、ISMの製造業調査の減速は、経済全体の減速を確実に示すだろうか。また、ギグ・エコノミーのもとで、新規失業保険申請件数は何を示すのだろうか。より理にかなっているのは、経済活動がトレンドを上回っているか下回っているかを総合的に見ることである。マルチアセットの観点からは、市場は個々の指標の変動よりも、経済全体の変化に強く反応する。その指標が過去にどれほど優れていたとしても、それは変わらない。

図表5と図表6は、景気サイクルの性質の変化を示している。図表5はフィラデルフィア連銀のADS指数である。これは、さまざまなマクロ経済指標と市場指標から作成した、景気動向を総合的に示す指標である（Appendix参照）。値がプラスなら景気が長期平均より強く、マイナスなら弱いことを示す。指数がプラスからマイナスに転じるとき、経済はトレンドを上回る局面から下回る局面に移っている（マイナスからプラスはその逆）。本稿では、このようにトレンドの線を上下に横切る動きを「ゼロ・クロス」と呼ぶ。

ここから2つの興味深いパターンが読み取れる。第1に、経済がトレンドの上下を行き来する頻度が、以前より高くなっている。図表6に、年代別のゼロ・クロスの回数を示す。ゼロ・クロスは、1980年代の35回から、1990年代は28回、2000年代は25回と減少傾向にあった。しかし2010年代には38回に増え、2020年代はこれまでに26回に達している。このペースが続くと、2020年代全体では42回となり、過去のどの年代よりもはるかに多くなる。これが前述の「行き来」であり、ポートフォリオの運営を難しくしてきた。

第2に、景気サイクルの山と谷の大きさが縮小している。プラスの値（景気がトレンドを上回るとき）の平均は時間とともに低下し、マイナスの値（景気がトレンドを下回るとき）の平均も縮小した。経済を「平常」の状態に引き戻し、過熱も冷え込みも防ぐ力が、以前より強く働いているかのようである（ただし、重要な例外もある）。

図表5：米国：フィラデルフィア連銀ADS景況指数
（1980年1月～2026年2月、長期平均との比較、プラス＝平均より良好）



図表6：米国：フィラデルフィア連銀ADS景況指数の年代別平均
（1980年1月～2026年2月、長期平均との比較、プラス＝平均より良好）

	平均変化		ゼロ・クロスの回数
	トレンド超の月	トレンド未満の月	
1980年代	0.57	-0.73	35
1990年代	0.43	-0.48	28
2000年代	0.21	-0.77	25
2010年代	0.23	-0.29	38
2020年代	0.72	-0.35	42*

注（図表6）：2020年代のゼロ・クロスの回数は、2026年2月までのデータを基に、年代全体に換算した値です。
出所：フィラデルフィア連銀

3. なぜ変わったのか

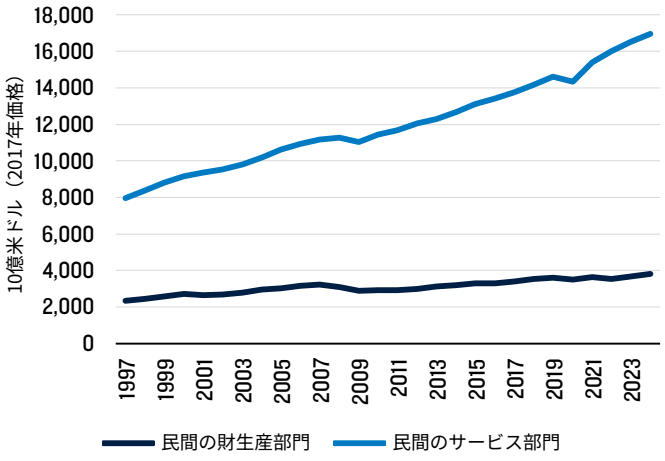
理由の1つは、財生産部門（製造業、建設業、農業）からサービス部門への構造的な移行である。図表7は、1990年代後半以降の、民間の財生産部門とサービス部門の実質GDPを示している。この間、サービス部門の年率成長率は、財生産部門を1%ポイント上回った（2.84%対1.82%）。その結果、時間とともに、経済の中心は財からサービスへと大きく移った。サービスは財に比べて、景気サイクルの影響を受けにくく、変動も小さい。

この移行の影響の1つは、在庫循環が経済に与える影響、ひいてはインフレ、金融政策、資産価格全般に与える影響が小さくなったことである。これを図表8に示す。図表6と同様の分析で、民間在庫変動の実質GDP成長率への寄与度の平均を、年代別に測っている。寄与度がプラスだった期間とマイナスだった期間に分け、最後の列には寄与度の絶対値の平均を示している。

- 寄与度の絶対値の平均は、年代ごとに低下している。
- 在庫の寄与度がプラスだったときの平均寄与度も、年代ごとに低下している。
- 在庫の寄与度がマイナスだったときの平均寄与度も、年代ごとに縮小している。

（いずれも、新型コロナ禍でゆがんだ2020年代を除く。）

図表7：米国：民間の財生産部門とサービス部門の実質GDP
（1997～2024年、10億米ドル、2017年価格）



出所：米国経済分析局

図表8：米国：民間在庫の実質GDP成長率への寄与度（年代別、寄与度がプラスの四半期とマイナスの四半期）
（1970年1-3月期～2025年10-12月期、実質GDP成長率（年率）への寄与度、%ポイント）

	平均寄与度		全四半期（絶対値）
	プラスの四半期	マイナスの四半期	
1980年代	2.10	-2.16	2.13
1990年代	1.16	-1.12	1.14
2000年代	1.16	-1.01	1.07
2010年代	1.10	-0.76	0.91
2020年代	1.72	-1.16	1.37

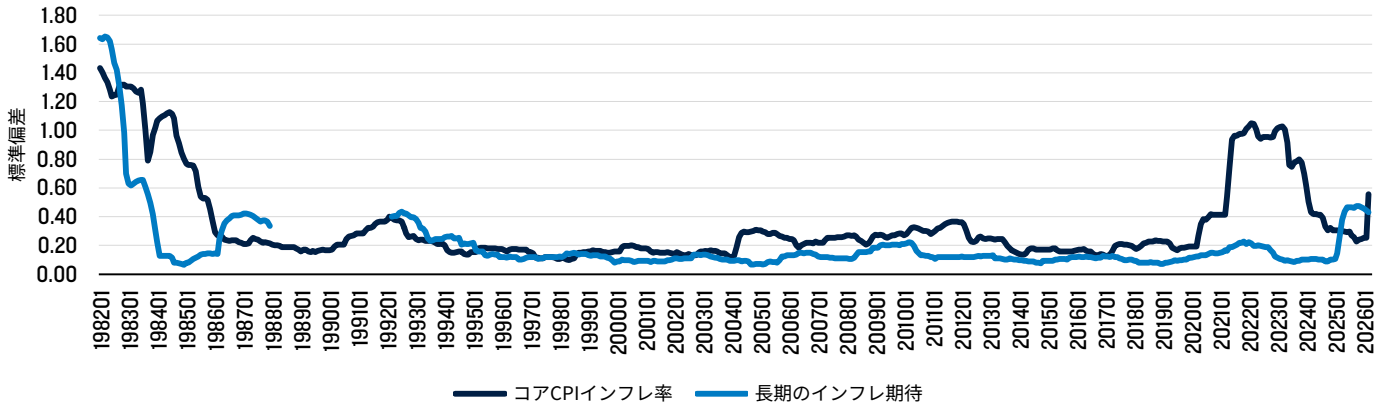
出所：米国経済分析局

第2に、インフレ期待は過去より安定している。これは、長期のインフレ期待の安定性が高まったことや、インフレを抑える方向に働いてきた経済の構造変化と整合的である。図表9は、長期のインフレ期待のボラティリティとコアCPIインフレ率の変化のボラティリティがどう関係しているかを示している。1980年代前半には、どちらのボラティリティも非常に高く、連動する傾向があった。1990年代前半になっても、長期のインフレ期待のボラティリティは高く、実際のインフレのボラティリティの上昇にかなり強く反応していた。しかし、2000年代半ば以降は、インフレ期待は実際のコアCPIインフレ率よりも大幅に安定している。確かに、2021～2023年の大インフレでは、インフレ期待が不安定になりかねない場面もあった。しかし、このインフレ急騰でさえ、インフレ期待のボラティリティにはほとんど影響しなかった。2022年に小幅に上昇した後、インフレ期待のボラティリティは、実際のインフレが急騰する前の低い水準に戻った。

確かに近年は、インフレ率が目標を上回ったことや、関税などの要因（図表9で2025年にインフレ期待のボラティリティが上昇する前に導入された）によって、FRBの信認を疑問視する見方も出ている。しかし、市場が織り込むインフレ期待（長期のインフレ・スワップなど）は、従来のレンジを超えて上昇しなかった。そのためFRBは、インフレ率が高い景気サイクル後半の局面でも辛抱強く構えてさらなる利上げを控え（2024年9月以降は利下げを続けている）、経済が拡大と減速の局面の間を行き来する状態を保つことができた。

実体経済の構造変化と、長期のインフレ期待の安定性の高

図表9：米国：コアCPIインフレ率のボラティリティと長期のインフレ期待のボラティリティ
（1982年1月～2026年2月、標準偏差）



注：コアCPIインフレ率のボラティリティ＝コアインフレ率の前年比の3ヵ月差の標準偏差（過去2年間）。長期のインフレ期待のボラティリティ＝5年先のインフレ期待の前年比の3ヵ月差の標準偏差（ミシガン大学の調査、過去2年間。1988年1月～1992年2月はデータなし）。
出所：米国労働統計局、ミシガン大学

図表10：大手銀行全体の自己資本比率（ストレス下の予測）と規制上の最低水準
（2024年10-12月期～2027年1-3月期（予測）、%）

規制上の比率	2024年10-12月期の実績	深刻な悪化シナリオでの最低自己資本比率（予測）	規制上の最低自己資本比率
普通株式等Tier1比率	13.4	11.6	4.5
Tier1比率	14.9	13.2	6.0
総自己資本比率	16.9	15.3	8.0
Tier1レバレッジ比率	7.7	6.7	4.0
補完的レバレッジ比率	6.5	5.6	3.0

注：自己資本比率は、監督上のストレステストの規則に定められた資本政策の前提を用いて算出しています。12 C.F.R. § § 238.132(d)、252.44(c)を参照してください。これらの予測は、想定より厳しい経済状況を前提とした仮定上の推計です。最低自己資本比率は2025年1-3月期～2027年1-3月期の値です。補完的レバレッジ比率の予測には、カテゴリーI、II、IIIの基準が適用される銀行の推計のみを含みます。
出所：FRB、“2025 Federal Reserve Stress Test Results”、2025年6月（https://www.federalreserve.gov/publications/files/2025-dfast-results-20250627.pdf）

まり（これにより、積極的な政策対応の必要性が低下した）は、数十年にわたって続いてきた。より最近では、金融システムの資本が厚くなり、ショックを増幅しにくくなった。ただし、この点については、我々は前の2点ほどの確信を持っていない。図表10は、「深刻な悪化」のストレス・シナリオにおける大手銀行全体の自己資本比率を示している。比率は規制上の最低水準を大きく上回っており、最近の水準からも大きく離れていない。この種のストレステストの結果は、前提や市場の反応の想定が正しいかどうかに大きく左右される。そのため、個別の数値をそのまま受け止めることについては慎重であるべきだろう。それでも、米国の銀行システムが近年、発生時には深刻とみられたいくつかのショックに耐えてきたのは事実である。新型コロナ禍による経済活動の停止、そして新型コロナ禍と在宅勤務の広がりによる商業用不動産の顕著な低迷（倒産や資産売却での多額の損失を含む）、2022年からの金利急上昇に伴うリファイナンス危機、シリコンバレー銀行の破綻をきっかけとした2023年の地域銀行危機である。さらに最近では、プライベート・クレジット市場に圧力が生じている。まだ初期の段階だが、これまでのところ、システミックな危機の兆候はほとんど見られない。

ここで、経済が長期間にわたって拡大と減速の局面の間を行き来してきたという、先に述べた点に戻る。経済が減速しない、あるいは経済活動がトレンドを下回らない、と言っているのではない。むしろ、経済活動がトレンドを下回ったときに、トレンドの上へ押し戻す自己修正の仕組みが数多くある、というのが本稿の主張である。具体的には、在庫循環が崩れて大規模な解雇が広がる、ということにはならない。FRBも、インフレを抑えて信認を回復するために積極的に利上げする必要がない。金融機関や市場が、システム不安への懸念から急激に萎縮することもない。インフレ圧力が和らぐと実質所得の伸びが高まり、消費と経済活動全般が再び加速し得る。

この仕組みは逆方向にも働く。成長が強くなりすぎると、インフレ圧力が高まって金利が上昇し、実質所得の伸びと実質的な資産がともに減少する（同時に、新規事業の資金調達コストが上昇する）。これが需要を抑え、インフレ圧力を冷まし、大幅な利上げの必要性を小さくする傾向がある。

4. 運用上のルール：ポジションの偏りが大きくなるまで待つ

投資家は、こうした状況にどう対応すべきか。

第1に認識すべきなのは、投資家がどの資産にどれだけ資金を振り向けているか、つまり市場全体のポジショニングが極めて重要だということである。

次のように整理できるかもしれない。経済が景気サイクル後半の状態で行き来しているなら、市場全体のポジショニングは比較的均衡している可能性が高い。こうした状態では、経済についての投資家の見方が分かれている。弱気の投資家もいれば、強気を維持する投資家もいるため、リスク資産と安全資産の配分についても見方が分かれる。また、規模が大きすぎて、配分をすぐには変えられないポートフォリオもある。したがって、次の2つの点で時間が重要である。第1に、市場のコンセンサスが形成されるには時間がかかる。第2に、実際のポートフォリオをそのコンセンサスに合わせて動かすには、さらに時間がかかる。行き来を繰り返す景気サイクル後半の環境では、拡大局面も減速局面も一時的で、長くは続かない。拡大局面が短いため、市場全体でリスク資産のロング・ポジションが大きく積み上がるまでには至らない。同じように、減速局面も短いため、安全資産への資金の偏りが市場全体で大きく膨らむこともない。そのため、この段階で投資家がリスクを減らすと、前述の自己修正の仕組みによって経済とリスク資産の価格が持ち直したときに、その上昇を取り逃がすおそれがある。したがって投資家は、市場全体のポジションがいつ一方向に積み上がったかを推測するルールを持っておくべきである。リスクを減らすことで収益を得られるような相場の反転が起きやすくなるのは、その時点になってからである。

第2に認識すべきなのは、ポジショニングを直接示すデータは限られているということである。

市場全体のポジショニングをある程度直接測る指標はいくつかある。しかし、我々の知る限り、直接的な指標はどれも網羅的ではなく、資産価格に対して強い予測力を持つとみられるものもない。多くは、特定の種類の資産、特定の種類の投資家、特定の仲介業者の顧客しか対象にしていないか、主に主観的な判断に基づくものである。よく使われる直接的な指標とその欠点として、次のものが挙げられる。

- **CFTCの建玉明細報告（Commitments of Traders）：**CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）の株価指数先物を対象とし、投資家の種類（運用会社、ブローカー・ディーラーなど）別の内訳がある。主な問題は、本稿が注目する投資家の種類（運用会社、レバレッジド・ファンド）が、アルファの獲得以外にもさまざまな目的で先物を使っていることである。そのため、このデータからは、これらの投資家の本当のロング・ポジションを正確に読み取れない。
- **証券会社の調査：**大手証券会社の多くは顧客を調査し、その情報を顧客のポジショニングの指数にしている。主な問題は、対象範囲が部分的なことである。調査の対象は、当然ながらその証券会社の顧客に限られる。加えて、こうした調査は主観的になりやすく、指数の作り方の透明性も高くない。
- **カストディアンの調査：**基本的に、証券会社の調査と同じ欠点がある。
- **独立系の株式フロー・データ提供会社：**世界の多数の市場の投資信託とETFを対象としており、範囲は広い。一方で、フロー（資金の出入り）のデータであり、ストック（保有残高）のデータではない。
- **政府のデータ：**FRBの資金循環統計など一部のデータには、資産の残高（つまりポジショニング）の情報が含まれる。しかし、こうしたデータは一般に頻度が低く（四半期ごと）、公表までの時間差も大きい（四半期末から約6週間後）。そのため、データが古すぎて、あまり役に立たない。

第3に認識すべきなのは、良い直接的なデータがない以上、ポジショニングの目安となる指標で代用せざるを得ないということである。

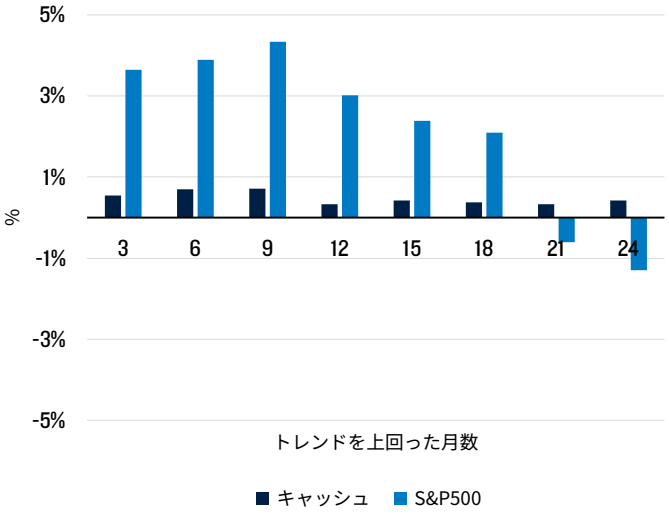
本稿では、経済がトレンドを上回っている期間の長さを、ポジショニングの目安として使う考え方を採る。市場全体で大きなロング・ポジションが積み上がるには、トレンドを上回る期間（time above trend。以下、本稿ではTATと呼ぶ）が長く続く必要がある。理由は前述の2つで、市場のコンセンサスが形成されるのに時間がかかり、コンセンサスが形成された後もポートフォリオの配分を変えるのに時間がかかるからである。この考え方は論理的で、市場の実態を反映しており、入手できるデータの空白を埋める新しい方法である。

次の2つの条件を満たしたときにリスク資産から退避するシグナルについて、その成果を検証する。

- **トレンドを上回る成長の期間（TAT）：**ADS指数（景気動向を総合的に示すフィラデルフィア連銀の指標）が少なくともNヵ月連続でトレンドを上回っていることを条件とする。Nは3～24ヵ月の範囲とする。この条件は、市場全体でリスクをとる方向のポジションが積み上がるのに使える時間を表す。
- **減速への反転：**短期的な反転の条件として、ADS指数のモメンタムがマイナスに転じ、20営業日（月次のマクロ経済データの公表サイクルのおよそ1回分）マイナスにとどまることを求める。
- その上で、その後90日間のリスク資産のリターンを測り、米ドルのキャッシュと比べる。

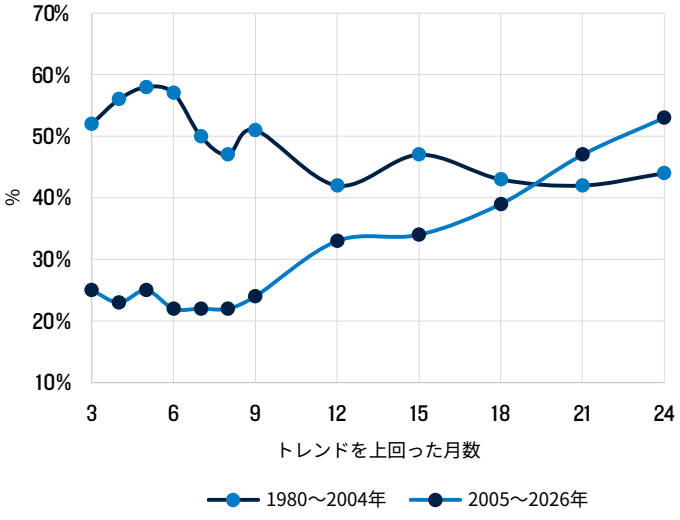
図表11は、トレンドを上回る状態が3ヵ月、6ヵ月、9ヵ月…と連続した後に、マイナスの経済モメンタム・シグナルが点灯した時点でショート（売り）にした場合の結果を示している。青の棒はS&P500指数の90日間リターン、濃紺の棒は米ドルのキャッシュの90日間リターンを表す。トレンドを上回る成長が最大18ヵ月続いた後にマイナスの経済モメンタム・シグナルが点灯した場合、S&P500のパフォーマンスはプラスを保ち、キャッシュのリターンを上回る。しかし、それより長くなると株式のリターンはマイナスに

図表11：S&P500とキャッシュ：トレンドを上回る成長が続いた月数別のパフォーマンス
（2005年1月1日～2026年4月15日、%）



出所：フィラデルフィア連銀、PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ
注：経済がトレンドを上回った月数（3～24ヵ月）別に、シグナル点灯後のS&P500とキャッシュのパフォーマンス（90日間リターン）を示しています。

図表12：トレンドを上回る成長が続いた月数別の、反転シグナルに基づく手法のヒット率（1980年1月～2026年3月、%）



出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ

トレンドを上回った月数	全期間	1980～2004年	2005～2026年
3	40	52	25
4	41	56	23
5	43	58	25
6	41	57	22
7	37	50	22
8	36	47	22
9	39	51	24
12	38	42	33
15	41	47	34
18	41	43	39
21	44	42	47
24	48	44	53

転じ、キャッシュのリターンを大きく下回る。実際、株式のキャッシュに対するプラスのリターン・プレミアムは、9ヵ月を過ぎるとすでに縮小し始めている。

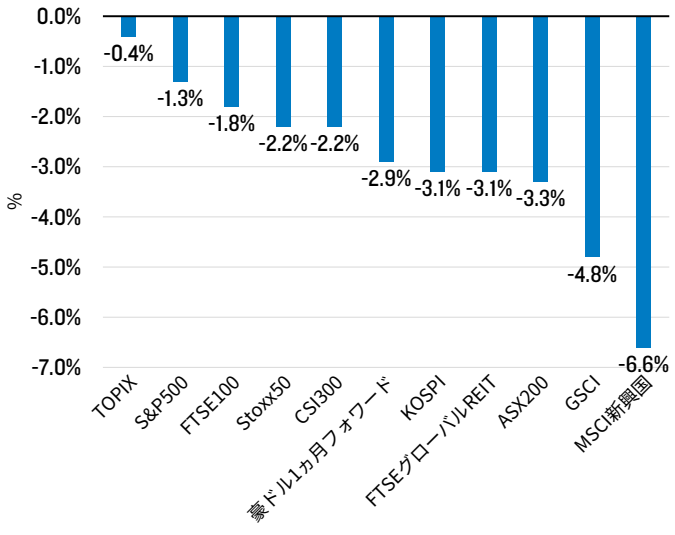
仮説を別の角度から検証するために、「ヒット率」も見ることができる。ヒット率は、利益が出た取引の数を取引の総数で割ったものと定義する。図表12は、トレンドを上回る状態が3～24ヵ月連続した後に「キャッシュに移す」投資行動をとった場合のヒット率を示している。あわせて、1980～2004年と2005～2026年の期間に分けたヒット率も示している。この2つの期間は概ね、古典的な指標が機能していた時期と、信頼性が低下した時期に当たる。結果は際立っている。前半の期間には、TATが短い段階でもヒット率はかなり高く、50%を大きく上回り、60%近くに達することもあった。経済が減速の兆しを見せた直後にリスクを減らすことで、利益を得られることが多かったことを示している。対照的に、2005年以降は、TATが短い場合のヒット率はかなり低く、50%を上回るのは経済が24ヵ月トレンドを上回った後だけである。景気サイクルの早すぎる段階でリスクを減らしても、多くの場合利益にはならなかった。

この結果から、近年一部の投資家が苦戦してきた背景が分かる。1980年代から世界金融危機（GFC）までは、経済がトレンドを上回る期間が短期から中期（3～6ヵ月で十分で、それ以上待つ必要はなかった）でも、その後経済がマイナスのモメンタムを示し始めた段階でリスクから離れることができた。しかし、世界金融危機の後は、こうした実績のあるシグナルに従っていれば、パフォーマンスは劣後していただろう。

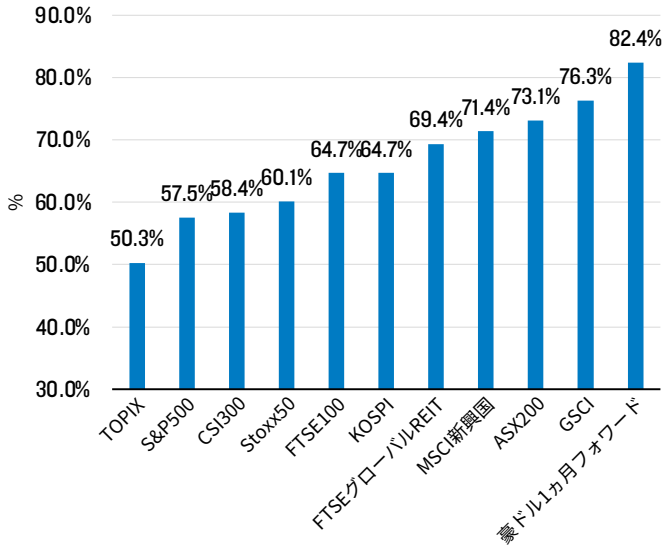
この結果は、世界のさまざまなリスク資産（各国の株式市場、コモディティ、上場REIT、通貨）でも概ね当てはまる。図表13と図表14では、TATを24ヵ月、マイナスの経済モメンタム・シグナルを20日として、S&P500だけでなく、世界の主なリスク資産から米ドルのキャッシュに資金を移した場合のパフォーマンス（こちらもその後90日間）を検証している。景気サイクルの指標には引き続きフィラデルフィア連銀のADS指数を用いる。米国経済が世界の景気サイクルの主な原動力となってきたからである（また、国をまたいで結果を比較できるように、リスク資産のリターンの基準には米ドルのキャッシュを用いる）。

結果は、幅広い資産で概ね良好である（図表13参照）。サンプル期間は2005年1月～2026年4月で、この間に景気サイ

図表13：主な資産：24ヵ月シグナル点灯後のリターン
（2005年1月1日～2026年4月15日、%）



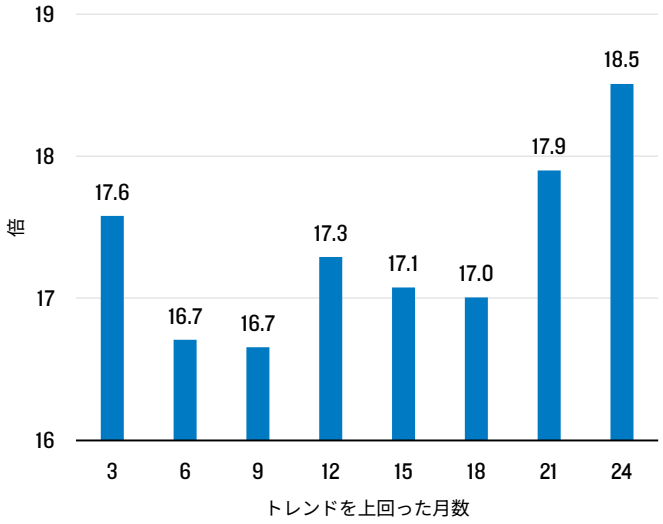
図表14：主な資産：24ヵ月シグナル点灯後のヒット率
（2005年1月1日～2026年4月15日、利益が出た取引の割合、%）



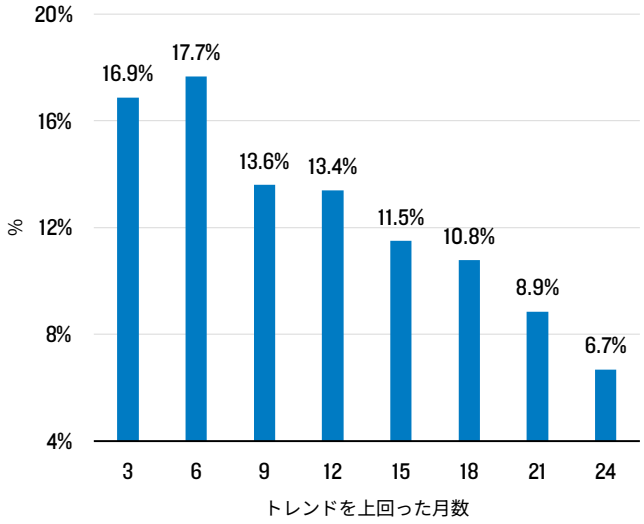
出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ、ブルームバーグ

[4] シグナルは複数の営業日にわたって点灯し続けることがあるため、各観測値とその後90日間のリターンの計測期間は、完全には独立していません。したがって、結果は346回の別々の投資事例としてではなく、シグナルが点灯していた期間全体を通じた傾向として解釈する必要があります。

図表15：経済がトレンドを上回った月数ごとのS&P500のバリュエーション
（2005年1月1日～2026年4月15日、倍）



図表16：経済がトレンドを上回った月数ごとのS&P500のモメンタム（株価の勢い）
（2005年1月1日～2026年4月15日、%）



出所：PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループ、ブルームバーグ

クル後半の反転シグナルが点灯したのは346日、全期間の約6.2%だった。シグナル点灯後、キャッシュは平均して小幅なプラスのリターンとなる。対照的にリスク資産は下落しており、S&P500は平均で1.3%下落した。下落率は、MSCI新興国株指数の6.6%が最大、日本のTOPIXの0.4%が最小だった。コモディティと世界の不動産も、この期間にマイナスのリターンとなった。ヒット率で測ったストラテジーの成功率（図表14参照）も、資産全体で概ね良好である。ヒット率は最低がTOPIXの50%で、S&P500では58%、世界のコモディティ（GSCI）や豪ドル/米ドルのフォワードなどでは75%を超える[4]。

トレンドを上回る成長が長く続いた後の市場には、他にもいくつか興味深い特徴があり、市場全体で積み上がったポジションの解消によって反転が起こり得るという考え方を裏付けている。第1に、バリュエーションが高くなる傾向がある。S&P500では、予想PERで測ったバリュエーションは、TATが約9ヵ月の時点から上昇する傾向があり、TATが24ヵ月の時点で平均18.5倍と最も高くなる。TATが短いほど倍率は低い（図表15参照）。このことから、TATが24ヵ月の時点でシグナルがよく機能する理由の一部は、バリュエーションの高さにあると考えられる。第2に、市場のモメンタムの平均は、どの期間でもプラスではあるものの、経済が6ヵ月連続でトレンドを上回った後は一貫して低下している（図表16参照）。これらの結果を総合すると、景気サイクル後半の環境は、市場全体で長く保有されてきたロング・ポジション、高いバリュエーション、鈍化するモメンタムが特徴であり、反転シグナルが最も有効なのはこうした条件の下であることを示している。

図表17では、景気サイクル後半の反転シグナルが点灯していた最近の局面の結果を、当時の市場環境とあわせて文章の形で示している。2018年10月には米中関係が悪化しており、シグナルのマイナスのモメンタムは主に住宅と製造業によるものだった。この期間には、バリュエーションは割高ではなかったにもかかわらず、S&P500は急落した。次にシグナルが点灯したのは2021年9月で、コロナ禍からの回復が、需要がなお強いなかで供給制約に直面し始め、インフレと経済活動の弱まりの初期の兆候が現れていた。バリュエーションも高く、これも重要な要素だった。S&P500は、その後6ヵ月のうち4ヵ月で下落した。2022年には、インフレが加速し、FRBが金融を引き締め、経済が弱まるなかで、再び反転シグナルが点灯し、S&P500の年間騰落率は2008年以来最悪となった。

個々の局面の詳細は異なるが、いずれも、トレンドを上回る成長が長く続くことで、経済のモメンタムが反転する前に市場全体でロング・ポジションが積み上がり、バリュエーションが高まる、という仮説と整合的である。

現在はどうか。2026年6月時点で、経済はトレンドの上下を行き来する状態がはっきりと続いており、2026年1～6月の6ヵ月のうち5ヵ月でトレンドを下回っていた。このことから、市場全体のポジションがロング（買い）の方向に大きく偏っていなかった可能性が高いことが示唆される。

図表17：景気サイクル後半の反転シグナルが点灯した最近の例
（2018～2022年）

2018年10月	
ニュース	米中貿易戦争と関税への懸念
マクロ	米国住宅市場の低迷、地域の製造業はまちまち
バリュエーション	予想PERは約18.4倍と中程度
センチメント	下落が続いた10月、S&P500は約7%の急落

2021年9月	
ニュース	インフラ法案をめぐる不透明感
マクロ	失業保険申請件数の増加+インフレ懸念
バリュエーション	予想PERは約25倍と高水準
センチメント	FRBのテーパリング+財政政策の不透明感のなかでS&P500が下落

2022年	
ニュース	ロシア・ウクライナ戦争でエネルギー・コモディティが混乱
マクロ	FRBの利上げ（2022年に+425bps）が市場を左右、引き締めで景気後退懸念が強まる
バリュエーション	予想PERは約21倍（依然高水準）
センチメント	S&P500は12ヵ月中7ヵ月で下落、通年で-19%

5. ポートフォリオでの実践：「ポータブル・アルファ」のオーバーレイとリスク管理

こうしたルールは、ポートフォリオでどのように活用できるだろうか。このシグナルは、さまざまな目的に使い得る。主な使い方は、「景気後退か否か」の二者択一のシグナルとしてではなく、ポートフォリオのリスク量を機動的に調整するための目安としての活用である。反転シグナルが点灯しているときに、投資家は単純にリスクを減らすことを選ぶこともできる。あるいは、S&P500以外の資産の結果（図表13と図表14）からは、世界の資産クラスへのタクティカル・アセット・アロケーションの中で、資産クラスをまたいで配分の比重を変えることも考えられる。こうした配分の調整を実行する一般的な方法の1つは、デリバティブ（先物、フォワード、スワップ）を使った「ポータブル・アルファ」のオーバーレイである。この方法には、投資家が自らの目的、制約、状況に応じて、さまざまな実行方法を検討できるという利点がある。

6. 油断は禁物：大規模なリスクオフは今後も起こり得る

留意すべきなのは、景気サイクルがなくなった、経済が再び景気後退に陥ることはない、あるいはシステミックな危機は起きない、と言っているわけではないことである。本稿で分析した景気サイクルの特徴は、サイクルが長くなり、トレンドの上下で小さな行き来を何度も繰り返すことである。この特徴自体が、安定したインフレ期待や十分な資本を持つ銀行などの、根底にある要因によって生じている。こうした要因が弱まれば、サイクルは短くなり、減速や景気後退はより頻繁に、より深くなり、景気サイクル後半のリスク資産のパフォーマンスは近年よりはるかに悪くなると予想される。

したがって、景気サイクル後半のリスク資産のリターンを歴史的に見て良好なものにしてきた要因が弱まる兆しがないか、引き続き警戒することが重要である。注視すべき主なリスクのうち、我々が最も注目しているのは引き続きインフレである。インフレ率はコロナ禍後の水準を大きく下回っているものの、依然として高く、数年にわたって続いている。また、一部の層ではインフレ期待が高まっているようである。

7. APPENDIX

データの収集

本節では、実証分析に用いたリターンのデータ源、景気サイクルの尺度、ポートフォリオ構築の方法を説明する。

7.1. 投資対象とデータ源

実証分析では、グローバル・マクロ型の機関投資家が取引できる、流動性が高く投資可能な資産だけを用いるようにした。

キャッシュ：米国3ヵ月物財務省短期証券のリターンとして、ブルームバーグから取得したFTSE 3 Month Treasury Bill Indexを用いた。

国・地域の株式：次の先進国・新興国の各国指数の現地通貨建てリターンを用いた。米国（S&P500指数）、英国（FTSE100指数）、オーストラリア（S&P/ASX200指数）、日本（東証株価指数TOPIX）、欧州（ユーロ・ストックス50指数）、韓国（KOSPI指数）、中国（CSI300指数）、MSCI新興国株指数（米ドル建て）。リターンはMSCIとブルームバーグから取得した。

通貨：豪ドル/米ドルに注目した。アクティブな通貨投資家が「リスクオン」の見方を表すために取引する通貨のうち、最も流動性が高いものの1つだからである。フォワード・レートはブルームバーグから取得した。リターンは、景気サイクル後半のシグナルが点灯したときに米ドル買い・豪ドル売りのポジションをとる、豪ドルを基準とする現地の投資家の立場から、1ヵ月物の通貨フォワードについて計算した。

リアルアセット：ブルームバーグから取得したGSCIコモディティ指数（米ドル建て）とFTSE EPRA Nareit Global REITs TR Index（米ドル建て）を用いた。

7.2. バリュエーションの尺度

各国の株式：国・地域の株式のバリュエーションを測るため、各取引所の指数またはMSCIの国別指数の12ヵ月先予想PERを用いた。

7.3. マクロ経済の尺度

米国の景気サイクルの目安として、フィラデルフィア連銀のAruoba-Diebold-Scotti（ADS）景況指数を用いる。

ADS景況指数は、実体経済の活動を幅広く、高い頻度で捉える指標である。週次の新規失業保険申請件数、月次の雇用者数、鉱工業生産、実質個人所得、実質製造・商業売上高、四半期の実質GDPなど、公表頻度の異なる指標を1つの合成指数にまとめている。ADS指数は、新しいデータや改定値が公表されるたびにリアルタイムで更新される。

ストラテジーの設計

この戦術的なストラテジーでは、反転シグナルが点灯したときに、その資産をアンダーウェイトにする。経済活動の長期トレンドは数ヵ月間の単純平均で測り、過去にさかのぼる計測期間をさまざまに変えてストラテジーを検証する。本稿のサンプルで過去に最も有効だったのは、長期平均を直近18～30ヵ月で計算した場合である。資産をアンダーウェイトにする戦術的なきっかけは、より短期の条件に基づき、ADS指数が一定の期間にわたって一貫してマイナスにとどまることを求める。シグナルは20～30営業日の期間で有効であり、これは概ね、月次のマクロ経済データの公表サイクル少なくとも1回分に相当する。資産からキャッシュに資金を移した場合のパフォーマンスは、24ヵ月の長期トレンドと20日の短期的な反転シグナルを用いて、その後90日間で計算する。

留意事項

本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をPGIMジャパン株式会社（以下「当社」）が翻訳・編集したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的として作成されたものであり、特定の証券や金融商品等の販売・勧誘・推奨を目的としたものではありません。

本資料は、法務、会計、税務上のアドバイスを行うために作成されたものではありません。必要に応じて専門家にご相談ください。

本資料に記載された内容等は、今後変更されることがあります。

本資料に記載されている市場動向や見通し等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

過去の運用実績は、将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料の一部の情報は、PGIMクオンティテイティブ・ソリューション・グループが開発した独自のモデル、指標、手法、リサーチに基づいています。これらの手法は過去のデータ、前提、分析上の判断に基づくものであり、予告なく変更されることがあります。独自の手法が、意図した概念を正確に測定していること、また将来の結果が過去の観測結果と一致することを保証するものではありません。

本資料に示した一部の結果は、バックテスト、仮定、モデルによる算出またはシミュレーションに基づく分析です。バックテストの結果は実際の取引や実際の顧客の運用成果を示すものではなく、例示とリサーチのみを目的として示しています。こうした結果は事後的に作成されたものであり、実際の市場環境、流動性の制約、取引コスト、税金、実行上の制約、投資家の行動を反映していないという固有の限界があります。実際の運用成果は大きく異なる可能性があります。

過去の関係、観測結果、確率およびヒット率は、将来の結果を保証するものではありません。ヒット率とは、過去のデータに基づき、特定の結果が生じた観測の割合をいいます。示したヒット率には観測期間の重複が含まれる場合があり、将来の結果についての独立した予測ではありません。

実行方法、デリバティブ、オーバーレイ、資産配分の手法、リスク管理の考え方への言及は例示であり、投資の推奨と解釈すべきではありません。

本資料に記載されている市場関連データおよび情報等は、信頼できると判断した各種情報源から入手したものですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

当社による事前の承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは固くお断りいたします。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

当社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国法人のプルーデンシャルplc、および英国法人M&G plcの子会社であるプルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとは何ら関係がありません。

プルデンシャル生命保険株式会社、ジブラルタ生命保険株式会社、PGF生命（プルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命保険株式会社）およびPGIMリアルエステートジャパン株式会社は当社のグループ会社であり、別法人です。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第392号
加入協会：一般社団法人資産運用業協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
PGIMJ133745
6090691-PGIM-20261106