

### Ⅲ 海外だより

## ファイナンス市場におけるマーケットコンセンサス

ニッセイ基礎研究所ニューヨーク事務所 勞 小君

#### 「マーケットコンセンサスの重要性」

私の机の横にはロイターのターミナルがある。そのターミナルからは秒単位で世界経済、政治のニュースが流されると同時に株価、為替レート、債券価格や利回り等の変化が表示される。もちろん、証券市場におけるトレーダー達の売買によりこれらの債券価格、為替レート、株価等が動くのだが、トレーダー達の証券の売買への意思決定に影響を与えるものはなんだろうか？過去2年間ファイナンス市場を見てきた経験から、通常ファイナンス市場は日々発表される経済指標に影響を受ける。正確に言えば市場のつくりだすマーケットコンセンサスと発表される経済統計がかなり異なる時に市場が動くといったほうがよいだろう。何故ならば市場参加者は発表される経済統計の予想をすでに彼等の売買に折り込んでいる。それ故、発表された数字が市場の予想と異なっていなければ、市場はいわゆる“折り込み済み”として動かない。しかし例えば、雇用や小売販売の統計がマーケットコンセンサスよりかなり低く発表されれば、市場参加者は景気が予想以上に悪いと判断するだろう。その結果、市場は金融緩和を期待するようになり短気金利の低下を予想するだろうし、またその結果ドルが弱くなると見るトレーダーもいるだろう。あるいは、インフレーションの主要統計である消費者物価のマ

ケットコンセンサスからの乖離はインフレ期待を変化させ長期金利に影響を及ぼす。この様に、ファイナンス市場の動きを予想するには、日々発表される経済統計に対するマーケットコンセンサスの理解が不可欠である。

#### 「経済動向で変わる市場の経済指標への注目度」

過去2年間、日々発表される経済指標についてのウィークリーレポートを書いてきた。市場が注目する経済指標は米国経済のその時々状態により変化してきた。米国の双子の赤字が問題になっていた時には貿易収支統計が注目され、発表の数日前にはいろいろな証券会社や銀行などからその予想値が新聞やトレーディングルームのロイターなどのターミナルを通じて表示され、いわゆるマーケットコンセンサスができてあがる。各四半期に一度行われる3年、10年、30年国債の入札前にも日本の機関投資家の応札状況への予想が市場をにぎやかした。市場がこれらに注目している時はファッション的な面が見られないこともないが、やはり経済動向を良く反映している。貿易収支が改善してきている今、以前のような貿易収支統計への強い関心は市場にはないようだ。また、政府の赤字が減少してはいないものの、日本などからの機関投資家の米国債への投資が減少した今は入札前の市場の反応も以前よりかなり冷静になっている。

米国がリセッションに入った90年7月頃からは雇用統計が市場の最大の関心になっていると言える。しかし物価統計はインフレ期待の形勢に影響を及ぼし実質金利を変化させるため、いつでも注目されている。以下では主要な月次経済統計のマーケットコンセンサスの精度を調べ、それから市場が今回の米国の景気後退をどのように捉えていたかを見てみる。そして、最後にマーケットコンセンサスと発表された経済統計の乖離がどの程度株、為替、金利に影響を与えるかを数量的に把握してみる。

「マーケットコンセンサスの精度」

1989年の9月から1991年の10月まで毎月発表される18の経済統計に対してマーケットコンセンサスを調べた。マーケットコンセンサスとは経済統計が発表される前のいろいろな証券会社、銀行などから発表される予想値の平均である。表一

1において雇用統計、物価統計、貿易収支等のマーケットコンセンサスとそれらの発表された統計数字とを比較している。第1例ではマーケットコンセンサスと発表数字の絶対誤差の平均を示している。例えば、過去24か月の雇用統計の市場の予想値は発表数字に対して平均11万人強の誤差があったことを示している。雇用統計の発表が最も重視されているにもかかわらず、マーケットコンセンサスの予測精度がかなり悪いことが分かる。第1例の( )の内の数字は最初に発表された数字とその1か月後に改定された数字との絶対誤差の平均を示している。雇用統計の場合、この平均誤差でさえ6万6千人と大きいことから、雇用統計の最初の発表に対する市場の予想が難しいのも頷ける。このように雇用統計の発表数字がしばしばマーケットコンセンサスから大きく乖離するため、雇用統計の発表後に市場がよく動くことが分かる。

表一 1 経済統計のマーケットコンセンサスの精度

	予想値と発表値の平均誤差(注)	標準偏差	変動係数	過大,過小予想の回数		
				過大	的中	過小
1 非農業部門雇用所得者数(千人)	111.17 (66.55)	91.05	0.82	17	0	7
2 鉱工業生産指数(前月比%)	0.30 (0.16)	0.18	0.62	11	0	12
3 小売売上高(同%)	0.47 (0.43)	0.31	0.66	12	1	10
4 企業在庫(同%)	0.14 (0.12)	0.13	0.88	8	5	10
5 稼働率(%)	0.36 (0.20)	0.29	0.82	11	2	10
6 生産者物価指数(前月比%)	0.26	0.16	0.62	11	3	9
7 建設支出(同%)	0.94	0.60	0.64	7	0	16
8 景気先行指標(同%)	0.21 (0.12)	0.18	0.87	8	4	11
9 全米購買担当者協会総合指数	1.30	1.07	0.83	9	0	12
10 個人所得(前月比%)	0.15 (0.10)	0.14	0.98	8	6	9
11 個人消費支出(同%)	0.19 (0.20)	0.14	0.74	7	4	12
12 消費者信用残高(同%)	1.44 (0.68)	0.95	0.66	12	0	11
13 貿易収支(10億\$)	0.94 (0.26)	0.70	0.75	11	0	12
14 耐久財受注(前月比%)	3.02 (0.61)	2.57	0.85	8	0	16
15 製造業受注(同%)	0.70 (0.29)	0.99	1.42	8	5	11
16 消費者物価指数(同%)	0.10	0.10	0.94	6	7	10
17 新築住宅販売戸数(千戸)	0.07 (0.02)	0.04	0.60	11	1	6
18 住宅着工数(百万戸)	0.05 (0.01)	0.04	0.89	11	2	9

(注) :( )は第一次発表値と改定値の絶対平均誤差

市場が予測するのに難しい統計として耐久財受注、建設支出、製造業受注が上げられる。耐久財受注の予測誤差は平均して3%を越える。これは対前月比の伸びであるから耐久財受注のマーケットコンセンサスがいかに信頼性のないものかわかる。これは航空機受注や非常に変化の激しい軍需項目が含まれているためであろう。第1次発表数字と改定値との平均誤差も0.6%と非常に高く、第1次発表数字そのものの信頼性も劣る。この統計も景気先行指標として市場は注目し、この統計の発表後に市場がよく動くがこれはマーケットコンセンサスと発表数字の乖離が非常に大きいためであろう。耐久財受注の統計が悪ければ、それを含む製造業受注にも同じことがいえる。製造業受注のマーケットコンセンサスの平均誤差は0.7%と非常に悪く、その変動係数は1.42と他の経済統計に比べてびぬけて大きいように製造業受注のマーケットコンセンサスというのはかなり信頼性の低い情報といえる。

かつて非常に注目された貿易収支はどうであろうか？ マーケットコンセンサスの発表数字との平均誤差は10億ドル弱とまあまあである。改定値の幅も2億ドルから3億ドルの範囲にあるといえる。市場が何時でも注目している物価指数についてみると、生産者物価指数のマーケットコンセンサスの平均誤差が0.26%に対して消費者物価指数は0.1%と低い。このため消費者物価のマーケットコンセンサスが発表数字と0.2%も違えば市場がかなり動くことが予想される。消費動向を見るには市場は小売高販売や個人所得、個人消費の統計に注目する。個人所得と個人消費におけるマーケットコンセンサスの平均誤差はそれぞれ0.15%、0.19%であり、前月比であるからそれほど精度の高いものではない。これらの統計よりも市場が動くのは小売高販売の統計が発表になった後である。表-1に見るように市場の予想誤差は0.47%と非常に高い。また改定値も最初に発表された数字との誤差に0.43%もの誤差がある。この

ことから市場がかなり信頼度の低い統計に対して反応していることが分かる。

結局、表-1の第1例にみるように、ほとんどの月次経済統計のマーケットコンセンサスというのは的中率が悪い。それ故、市場が動くのだが発表される統計の中にはかなり質の悪いものがある。そのため、市場が雇用統計などの特定の指標に注目しすぎるならば、市場が誤った景気判断をするリスクが高いといえる。例えば、市場参加者が景気の実体を読み間違え、景気回復を遅らせたり、インフレ再燃の事態になったりするかもしれない。

#### 「景気判断間違った市場」

表-1の4、5、6列に注目することより、市場が今回の米景気の後退をいかに捉えていたかが分かる。雇用統計のマーケットコンセンサスは過去24か月のうち17回も発表された数字を上回っていた。このことは市場参加者が今回の景気後退に対してかなり楽観的であったことをしめす。グラフ1を見るとこの事がよくわかる。90年の3月から雇用減が始まり、実体経済は悪化していった。しかし、市場の雇用統計の予想、即ちマーケットコンセンサスは90年の12月になるまで常に発表数字を上回っていた。GNPが90年第4四半期に続いてマイナス成長になった91年第1四半期には再びマーケットコンセンサスが発表数字を上回るようになっていく。このように市場が今回の米景気の後退に対して楽観的であったことがこのグラフから読み取れる。成長率がマイナスになった第4四半期における市場の楽観的見方は鉱工業生産指数（グラフ2）、消費者信用残高（グラフ3）にも現れている。特に、グラフ3に見るように今回の景気後退のなかで市場は消費の停滞を読み違えている。湾岸戦争の終結後に消費者信用残高は一度増加し、市場の予想を上回ったが、再び消費者残高の伸びは市場の予想を大きく下回っており、市場が期待するように消費が活発化していないことが分かる。

図-1 非農業部門雇用所得者数

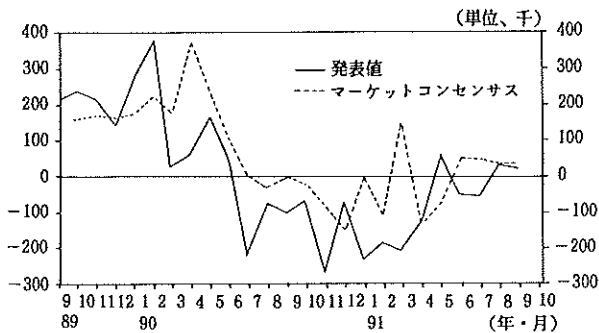


図-2 鉱工業生産指数

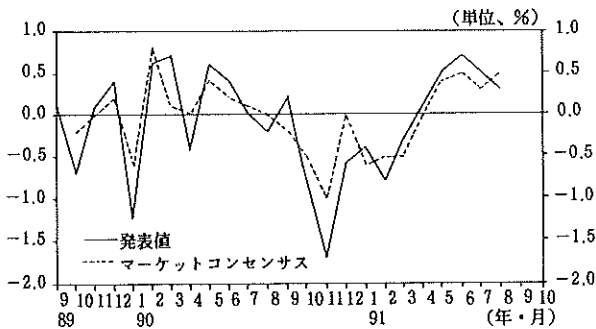
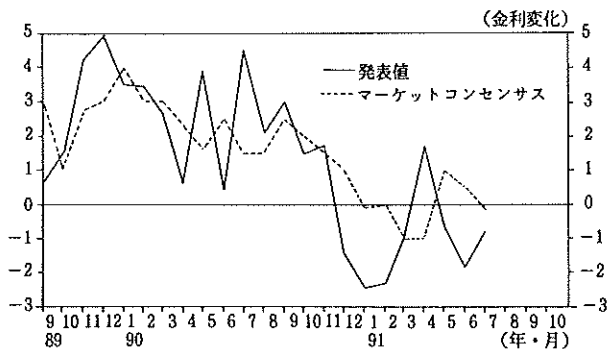


図-3 消費者信用残高・変化



この市場の景気への楽観的見方は質の良くない耐久財受注統計に影響されていると思われる。何故ならば、過去24回のうち発表数字がマーケットコンセンサスを16回も上回っており、この統計の発表により市場の景気の先行きの見方が楽観的になったと思われる。一方新築1戸建て住宅販売数のマーケットコンセンサスが過去17回のうち11回も発表数字を上回っていたように、今回の米国景気の後退の中で住宅部門が市場の期待通りに回復してこなかったことがわかる。消費者物

価に関しては23回のうち7回は市場の予想的中したもの、発表数字がマーケットコンセンサスを越えていた回数が10回と多い。このことから、市場は消費者物価が発表されることによってインフレに失望することが多く、市場参加者は実体景気への楽観的見方のもとで、彼らのもつインフレ期待を下げるができなかったと思われる。この為に、短期金利が大幅に下がる一方、長期金利が高止まりし景気回復を遅いものになっている。

「マーケットコンセンサスの予想誤差の影響」

各々の経済統計のマーケットコンセンサスがその発表数字と異なったときに、どの程度長短金利、為替(円/ドル)、株価に影響をあたえるだろうか？ 同じ日に幾つかの経済統計が同時に発表されるので、それら個々の金利等への影響を区別することは難しいが、まずマーケットコンセンサスの予想誤差とその日の金利、為替レート、株価の変化の相関関係をみてみよう。グラフ4にみるように、発表された雇用統計がそのマーケットコンセンサスを下回ってれば予想以上に景気は悪く、短期金利は低下する関係があり、また逆に発表された雇用統計がマーケットコンセンサスを上回っておれば、短期金利が上昇するという関係ははっきり見られる。マーケットコンセンサスの予想誤

図-4 雇用統計の市場の予想誤差と短期金利の変化

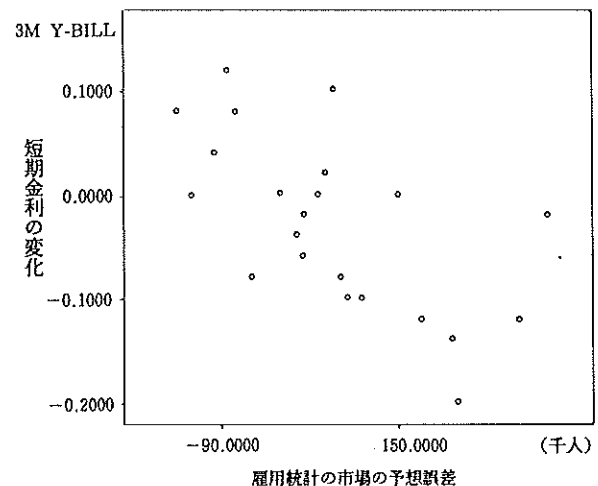


表-2 市場の予想誤差とファイナンシャル変数との相関係数

(予想値-発表値)		ダウ株価	円/\$	T.Bilレート	T.Bondレート
1	非農業部門雇用所得者数	-0.20	-0.16	-0.66	-0.49
2	鉱工業生産指数	-0.22	-0.02	-0.38	0.07
3	小売売上高	0.07	-0.42	-0.22	-0.04
4	企業在庫	-0.20	-0.22	0.07	-0.22
5	稼働率	-0.15	0.04	-0.49	-0.08
6	生産者物価指数	0.04	-0.23	-0.10	0.13
7	建設支出	0.42	0.11	0.15	0.12
8	景気先行指標	0.04	0.10	-0.25	-0.03
9	全米購買担当者協会総合指数	-0.38	0.00	-0.55	-0.55
10	個人所得	-0.23	0.00	0.46	0.09
11	個人消費支出	-0.14	0.43	-0.14	0.26
12	消費者信用残高	0.10	0.07	-0.20	-0.44
13	貿易収支	0.13	0.10	-0.26	-0.24
14	耐久財受注	0.00	-0.14	-0.21	-0.63
15	製造業受注	0.11	0.12	0.34	0.10
16	消費者物価指数	0.29	-0.12	-0.07	-0.40
17	新築住宅販売戸数	0.22	0.53	-0.40	-0.67
18	住宅着工数	0.04	-0.15	-0.01	-0.10

表-3 市場の予想誤差のファイナンシャル変数への影響

(予想値-発表値)		ダウ株価	円/\$	T.Bilレート (%)	T.Bondレート (%)
1	非農業部門雇用所得者数 (10万人)	-3.10	-0.13	-0.040	-0.032
2	鉱工業生産指数 (1.0%)	-15.73	×	-0.031	×
3	小売売上高 (1.0%)	3.73	-0.89	-0.018	×
4	企業在庫 (1.0%)	-21.14	-0.72	×	-0.056
5	稼働率 (1.0%)	-8.55	×	-0.031	×
6	生産者物価指数 (1.0%)	×	-0.95	×	×
7	建設支出 (1.0%)	7.53	×	×	×
8	景気先行指標 (1.0%)	×	×	-0.043	×
9	全米購買担当者協会総合指数(1.0%)	-4.51	×	-0.021	-0.021
10	個人所得 (1.0%)	-18.98	×	×	×
11	個人消費支出 (1.0%)	-11.45	×	×	×
12	消費者信用残高 (10億\$)	×	×	-0.006	-0.013
13	貿易収支 (10億\$)	×	×	-0.009	-0.009
14	耐久財受注 (1.0%)	×	×	-0.002	-0.007
15	製造業受注 (1.0%)	×	×	×	×
16	消費者物価指数 (1.0%)	60.70	×	×	-0.199
17	新築住宅販売戸数 (千件)	×	×	-0.131	-0.345
18	住宅着工数 (百万件)	×	×	×	×

×: 統計的にT-値が1以下か符号条件を満たさない。

差と株価等のその日の変化の相関係数を表 - 2 に示した。この表から雇用統計、全米購買部協会指数 (NAPM)、消費者物価の予想誤差のファイナンス市場への影響が大きいことがわかる。

表 - 3 は市場の予想誤差がダウ株価、円/\$、短期金利 (T.B レート、3 か月)、長期金利 (30 年 T. Bond) にどの程度影響を与えるかを回帰式で調べた。非農業部門雇用所得者数の市場の平均誤差が表 - 1 より約 11 万人であることから、もしも発表数字がマーケットコンセンサスよりも 10 万人下回っていると、長、短金利は各々 3、4 ベーシスポイント低下すると予想される。また株価は 3.1 ドル下がり、ドルは円に対して 0.13 円のドル安になると予想される。鉱工業生産指数のマーケットコンセンサスが発表数字を 1% 上回っており、景気が市場の予想以上に悪いことが判明すると、ダウ株価は約 16 ドル下がると考えられる。しかし、鉱工業生産指数の市場の予想誤差は平均して 0.3% 程度なので、鉱工業生産指数の発表後の株価への影響は 5 ドル前後と見られる。全米購買担当者協会総合指数の 1 ポイントの市場の誤差により、株価は 4.5 ドル、長、短金利は各々約 2 ベーシスポイント変化すると見られる。貿易収支の市場の予想誤差の円/\$ への影響は統計的に有為でなかった。しかし D マルク/\$ に対しては 10 億ドルの貿易収支の予想誤差が 0.003 D マルク/\$ の変化をもたらす結果を得た。耐久財受注の市場の予想誤差は通常 3% 程度あるので、この発表により長期金利は約 2 ベーシスポイント動くと思われる。消費者物価指数の発表数字がマーケットコンセンサスよりも 0.1% 下回っていれば、ダウは 6 ドル上昇し、長期金利は約 2 ベーシスポイント下がる

前にも述べたように、同じ日に幾つかの経済統計が発表されたり、株価、為替レート、金利の変化が経済統計の発表された日の終り値と前日の終り値であるため、表 - 3 の結果が市場の予想誤差とこれらのファイナンス変数の変化の純粋な

関係を示しているわけではない。しかし、これらの結果は "A Rule of Thumb" として役立つだろう。現に、12 月 6 日に発表された 11 月の雇用統計が 24 万 1 千人減とマーケットコンセンサスの 3 万 1 千人減を 21 万人も下回った。この日に短期金利は 10 ベーシスポイント下がり、長期金利は 4 ベーシスポイント下がった。雇用統計が発表された 2 時間後には 6.4 ベーシスポイント下がっている。

このように、マーケットコンセンサスを分析してきたが、もしもマーケットコンセンサスが発表数字を常に、正確に現していたら、あるいは自分一人だけ発表数字を正しく予想することができたなら一体どうなるであろうか。