

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

2022年の市場見通し

# 市場コンセンサスの 欠如が幅広い 投資機会を もたらす

2022年は選別姿勢を強化する  
アクティブ運用の投資家にとって  
実り多き年に



**JIM CARON**

チーフ・ストラテジスト  
ポートフォリオ・マネジャー  
グローバル債券運用部門

## エグゼクティブ・サマリー

- 2022年は市場コンセンサスが形成されず、アクティブ運用の投資家にとっては予想レンジが広がり、幅広い投資機会がもたらされる年になると思われます。
- カギを握るのはインフレ動向です。一時的か持続的かはともかく今後1年にわたり、FRBの対応が資産バリュエーションに重大な影響を及ぼすことになりそうです。
- ポートフォリオ構築においては、一部の証券化商品、デュレーションの短いハイールド債券および新興国市場を愛好します。

## 2022年のアウトlook

2022年は市場コンセンサスが形成されず、アクティブ運用の投資家にとっては予想レンジが広がる年になると思われます。悪材料は、市場における数多くの「不確実性」を受けて、経済成長やインフレ動向、政策対応に関する専門家の見解が大きく分かれつつあることです。一方、好材料もあります。「不確実性」が徐々に薄れて「確実性」が増すに伴い、選別姿勢を強化するアクティブ運用の投資家は、絶対および相対ベースで高いリターンが見込める十分な投資機会を見出せると考えています。

2020年から2021年にかけて資産価格を動かす主な要因は、中央銀行の政策でした。2022年も同様の状況が予想されますが、極めて重要な相違点が1つあります。金融緩和拡大ではなく、金融緩和縮小に向けて金融政策の舵が切られるだろうということです。ここまでの金融緩和策は、市場に膨大な流動性が流入し、「押し目買い」が絶対確実な手法となることを意味していました。ところが2022年には、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げや量的緩和（QE）プログラムの縮小（テーパリング）、およびその一環としての資産買い入れペースの減速について議論を進め、実施を

検討するにつれ、状況は一変すると思われる。

ただし、FRBはインフレ・リスクに対処すべく金利を引き上げるとしても、急ブレーキをかけ、金融環境を過度に、あるいは早すぎる時期に引き締めることは望んでいません。FRBには慎重な対応が求められますが、FRBが実際にどのような対応を見せるか、そしてその場合の適切な資産価格については、現在のところエコノミストや投資家らの間で見方が大きく分かれています。

最大のカギになるのがインフレ動向です。実際にインフレが一時的なものにすぎず、2022年に十分に落ち着いてくれば、FRBは緩やかにブレーキをかけて経済を減速させることが可能になるでしょう。だがインフレ圧力が持続し、経済の安定的な成長に一段と大きな障害となるようであれば、より厳しい対応が必要となりかねません。どちらのシナリオが実現するのか、そしてどのような道筋をたどるのが、今後1年間の資産評価に多大な影響を及ぼすことになりそうです。

## 不確実性の時代において舵を切る

様々なマクロ変数、とりわけ米国債のイールドカーブの形状と10年米国債利回りの絶対水準が、資産パフォーマンスの早期シグナルとなり、政策変更時の先行指標となる傾向があります。クレジット・スプレッドに関しては、Bloomberg US Corporate Indexがクレジット・スプレッド市場全体に対する見方を示す包括的な指標として用いられます。

私たちは4象限のリスク・シナリオ・モデルを使用して投資に関する見解を表現しています。その時点で実現可能性が高いと思われる展開がどの象限に当てはまるかを考察し、そして時の経過とともに「不確実性」が薄れて「確実性」が増すにつれ、リスク・シナリオを調整していきます（図表1）。

この4象限のリスク評価は投資環境を理解するための一般的なガイドラインとなりますが、より重要なことは、私たちの投資判断構築プロセスのスタートラインとなることです。リスク評価に際しては予測そのものを提供するのではなく、方向

図表1

### 2022年も引き続き金融政策が資産パフォーマンスの変動要因になる可能性

リスクの4象限分析：政策、利回り水準、イールドカーブの形状、スプレッド

+	II	I	+
-	2022年にFRBは3回にわたる利上げを実施 利回り上昇、米10年債利回り：1.80~2.20% イールドカーブがスティープ化 投資適格債：OASは85~110bp（押し目買い推奨）	2022年にFRBは利上げを回避 米10年債利回り：1.45~1.75% イールドカーブは現状で推移 投資適格債：OASは75~100bp（わずかにタイト化）	+
-	III	IV	-
	FRBは4回にわたる利上げを実施、テーパリングを加速 利回り：米10年債利回り>2.25% イールドカーブがフラット化 投資適格債：OASは100~130bp（デフォルトリスクが上昇）	FRBは2回にわたる利上げを実施 利回りは低下、米10年債利回り<1.25% イールドカーブがフラット化 投資適格債：OASは95~120+bp（辛抱強く買いの好機を待つ）	

出所：MSIM、2021年12月3日

予測および推定は現在の市場状況に基づいており、変化する可能性があり、実現するとは限りません。

性や振幅に関する一般的な見解を提供します。

- **第1象限および第2象限**は良好なリスク環境を表します。FRBの政策によって好調な経済成長が持続し、デフォルト・リスクが抑え込まれるというのが、これら2つの象限の共通項です。この状況を最も端的に示すのがイールドカーブのスティープ化です。イールドカーブが現状で推移することは、環境が明るく、利回りやスプレッドの厚いプロダクトに対する需要が高まることを示唆します。
- **第3象限および第4象限**はリスクオフ志向の強い投資環境を表します。FRBは金融環境を引き締め、今後引き締めペースが加速し、将来の成長にブレーキがかかり、デフォルト・リスクが高まることを示します。この状況を最も明確に伝えるのがイールドカーブのフラット化です。

#### 4象限のリスク評価モデルについての考察

**第3象限**は、FRBが積極的な引き締めに動き、金利が上昇、イールドカーブがフラット化し、金融環境が最もタイトになる状況を示します。FRBは、政策反応関数の尺度の1つとして、全般的な金融環境を見て信用枠とクレジット・コストを測ります。金融環境が急激に引き締められれば、経済成長とキャッシュフローが大幅に鈍化し、デフォルト・リスクが高まります。これはFRBが目指すシナリオではありませんが、そうした事態を回避できるかどうかは、インフレを安定させられるか否かにかかっています。

**第1象限**は最も明るい環境で、ボラティリティが低下するなか、利回りやスプレッドの厚いプロダクトを保有したいという投資家の需要が高まります。

私たちは、何らかの形で**第2象限**と**第4象限**が組み合わさった形が、政策当局の目標に最も近いと見ています。行き過

ぎた金融緩和が解消され、金融環境が緩やかに引き締められる状況です。こうした政策のシフトに伴って資産価格の調整が起きます。調整がどの程度深刻なものとなるかを最も明瞭に伝えるのが、イールドカーブの形状です。イールドカーブのスティープ化は資産価格を下支えする一方、イールドカーブがフラット化する環境では、そうしたことはあまり期待できません。

#### 投資機会 — アクティブ運用と資産の選別が2022年の勝者

2022年には市場の予想が重要な役割を果たします。とはいえ、現時点で資産価格に織り込まれている想定は、2022年の予想リターンの当初の状況を形成しているに過ぎず、それ以上のものではありません。市場におけるプライシングはFRBが短期的とはいえ厳しい引き締めサイクルに入ることを示唆しています。さらに2021年第4四半期のイールドカーブのフラット化は、先行き経済成長が鈍化することを示しています。多くの指数がすでにこの結果を織り込んだ価格形成となっています。しかしながら、2022年の市場ベータに基づく投資には、オポチュニティーが見出せるわけではありません。

私たちは、アルファの追求を通じてよりオポチュニスティックな投資機会が得られる可能性があると考えます。投資適格企業のファンダメンタルズは堅固で、底強いパフォーマンスが期待できますが、より大きなリターンが見込めるのは金融債およびBBB格の非金融債です。A格以上の非金融債とM&Aリスクのある企業に対しては慎重に見ています。私たちは債券投資家のバリュエーション・リスクを緩和することのできる、より最適な資本構成を有する企業を追求します。

ハイイールド (HY) 債については、スプレッドは絶対ベースではかなり低位にあるように思われますが、他のセクターとの比較で見た相対ベースでは、妥当な

水準にあります。ローンはHY債と同程度のリターンが期待できますが、私たちはHY全体のインデックスと比較してデュレーションの短いHY債を好みます。格付けに関しては、BB格やCCC格よりも、B格に妙味があると考えます。セクターとしてはエネルギー、ケーブルTV・メディア・放送、小売り、建築資材を好みます。

証券化クレジット、とりわけ消費および住宅関連クレジットは、相応の利回りが見込め、底堅いクレジット・ファンダメンタルズを有するデュレーションの短い資産クラスとして、引き続き極めて魅力的だと思われまます。米国および欧州の住宅関連証券はいずれも裏付け資産の価格上昇と借り手の健全な信用力が下支えとなっています。一方、商業用不動産については懸念もありますが、セクターによって状況は大きく異なります。エージェンシーMBSは、FRBの資産購入という追い風がなくなる公算が大きいため、2022年には下落する恐れがあります。

2021年に顕著に出遅れた現地通貨建て新興国市場 (EM) は2022年には大幅な改善余地があります。これは、新興国の中央銀行は、インフレ・リスクの抑制を目的とする政策金利の引き上げにおいて、先進国に大きく先行しているためです。私たちの予想通り、もし2022年にインフレが落ち着けば、現地通貨建て新興国債券と新興国通貨は上昇が期待できます。グローバルな投資家がこれらの資産クラスが提供する利回り、キャリア、潜在的なリターンを魅力に感じると思われることが、そのように判断する理由です。



## 重要事項

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（以下、原書）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、当社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当社に帰属します。当社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当社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

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。

当社およびモルガン・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

加入協会名：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](http://www.morganstanley.com/im/jp)