
CARON'S CORNER

スクリプト要約

グローバル・バランス・リスク・コントロール (GBaR) 運用チームの市場に対する見方を紹介するものであり、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見解ではありません。

2023年10月9日

債券ロングの好機がついに到来か？

- 債券をロングするのは**時期尚早**だが、デュレーションの追加には**好機が訪れている**。2つの違いについて説明したい。
- Caron's Corner を今年ずっとお読み頂いている方はご存じのとおり、当運用チームは債券についてアンダーウェイトまたはデュレーションのショートを支持してきた。
- 当運用チームの目標デュレーションは3年だった。一方、インデックス・レベルのニュートラル・デュレーションは約6年である。つまり、当運用チームの目標デュレーションは、**アンダーウェイトまたは3年のデュレーション・ショートに相当する**。
- 10年米国債利回りは5%近くで推移しているため、アンダーウェイトを減らして、ポートフォリオにデュレーションを追加する好機が訪れたと考えている。
- しかし、インデックスのデュレーション水準を上回ることや、ロングすることについては、当運用チームは**まだ支持していない**。なぜか？
- 詳しく検討していこう。

ショートを一部解消するが、ロングにはしない

- 利回り水準については、例えば10年米国債利回りは約4.80%に達している。当運用チームの評価では、**市場は「ノーランディング」シナリオを織り込み始めており、**

やや割安な価格での取引さえ行われている。この評価は、サイクルの現時点における、当運用チームの経済的ファンダメンタルモデルに基づいている。

- そのため、モデルが導き出した経済的結果の分布を考慮すると、**このような利回り水準で投資すればある程度の利益を得られる**と当運用チームは考えている。なお、当運用チームはソフトランディング／軽度なリセッションを予想している。
- **リスク**としては、「ノーランディング」シナリオとなり、成長が加速することが挙げられる。可能性は低いシナリオと考えているが、もしそうなれば何が起きるだろうか？
- 予想政策金利対比でのタームプレミアムの上昇を考慮した場合、今後1年間の10年米国債利回りの範囲は3.5~5.5%と予想している。これは偶然にも、市場オプションが織り込んでいる数字と一致している。
- **したがって、ここでデフレーションを追加することにはリスクもある**。利回りが上昇する可能性があるからだ。これこそ、当運用チームが債券ロングではなく、デフレーションを追加すること、あるいは債券ショートの解消を始めることを支持する理由である。

このような水準で債券を買うメリットは何か？

- 主なメリットとしては、**このような利回り水準の債券は、より高リスクの資産（バランス・ポートフォリオにおける株式など）のヘッジになり得ること**だろう。理由を説明していこう。
- 昨年と同様、ポートフォリオに対する主要リスクの1つは、株式と債券のリターンに高い相関関係が見られたことである。端的に言えば、債券利回りがまだ低過ぎたため、上昇する必要があった。しかし、株式のパフォーマンスを損なうことなく上昇できた。
- 今年、債券利回りは株価とともに上昇した。しかし、現在の状況はやや異なる。債券利回りの最近の上昇が原因となり、株価は下落している。
- これは**高い相関リスク**である。しかし、株価下落によって債券売りが止まり、さらに債券への資金流入も起きれば、相関リスクは低下する。
- 相関の変化を予想するのは極めて困難であり、それを試みるつもりもない。そのかわり、債券のバリュエーションについて、経済的シナリオから導き出した利回りレンジ

と比較しながら独立して検討し、**債券は今の水準でバリューがある**と結論付けている。

- 不思議なことに、現在の利回り上昇が落ち着けば、**相関リスクが下がることで実際に市場のリスクが低下する**可能性がある。言い換えると、債券は株式の有効なヘッジになる可能性がある。
- また、おそらくそのような状況が発生し、何も破綻せず、ソフトランディングの根拠であるファンダメンタルズにも変化がなければ、**株式について反発や押し目買いの機会が生じる可能性がある**。
- なぜならば、利回りの水準だけが重要なのではなく、**利回りの変化がおそらくより重要**だからである。相関リスクについて、最も重要なのは変化といえる。それは数字の問題だが、この点を理解することは不可欠である。

当運用チームは引き続き株式のわずかなオーバーウェイトを維持しており、押し目買いの機会を模索している。債券利回りの変化がその手掛かりになるだろう。

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。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（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。

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

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 410 号

加入協会：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

CRC 5460322, Exp. 10/09/2024