

---

# ARON'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11月20日

### 2024年はカムバックの年となるか

- 来年の予想が多数発表される時期になった。しかし、今年はまだ6週間あることを忘れてはならない。
- とはいえ、2024年に関する市場予想は、極めて投資しやすい年になるということで固まりつつある。緩和的な金融環境になり、債券利回り低下と株価上昇が発生すると予想されている。実際にはどうなるだろうか。
- 現時点でのアナリストの見解を要約すると、以下の通りである。
  - インフレ率はおそらく鈍化し続ける。
  - FRB や ECB などの中央銀行による利下げを市場は織り込んでいる。
  - グローバル株式のリターンは+5~7%前後になる可能性がある。
  - 来年の「ソフトランディング」見通しと米国はリセッション入りしないとの予想が、より主流になりつつある。
- これらすべてが実現した場合、ボラティリティは低下し、キャリー戦略やインカム戦略が好パフォーマンスとなるだろう。株式や債券も同様である。
- 幅広い金融資産市場が一様に好パフォーマンスとなり、カムバックする時なのかかもしれない。
- 詳しく検討していこう。

---

## 昨年時点の予想を振り返る

- 昨年の今頃は、以下のような状態だった。
  - **中国**は再びコロナ対策のロックダウンを実施しようとしており、世界経済の成長について懸念が生じた。このような懸念は、すぐに消えていった。
  - **2023年のリセッション入り**は確実視されていた。問題は、2023年上半期のいつ始まるか、どれほど深刻なハードランディングになるかだけだった（結局、それは起こらなかった）。
  - 当時の予想に基づけば、**2023年は債券の年**になるはずだった（実際には、デュレーション感度に応じて、ほぼ横ばいやマイナスのリターンになりつつある）。
  - **S&P 500種銘柄のEPSは200ドルを下回る可能性が高く**、PERも低下すると予想されていた（ご存じの通り、PERは上昇しており、2023年のEPSは220ドルを少し超えそうである）。
- 今になってみれば、2023年のファンダメンタルズは予想よりも良好だったと言える。
  - 失業率はまだ低い。
  - 労働市場は引き続き逼迫しており、賃金の上昇を支えている。
  - その結果、消費はまだ強い。
- 現時点では、経済崩壊について**懸念するのを止めて**、中立的な立場をとる方が合理的である。
- それが現在の状況であり、アナリストは強気になってはいないが、**中立的になりつつある**。しかし、根底では、多くのアナリストはまだ弱気だ。ストレスの兆候が見え始めれば、見方をひっくり返す可能性がある。
- 以下のように、懸念材料はまだ多数存在している。
  - 2024年は、**地政学的な緊張**が2023年年初よりも高い状態で始まる。
  - 2024年は**米国大統領選挙の年**である。間違いなく混乱する年となり、ボラティリティの上昇を引き起こすだろう。
  - 世界的な経済大国である**中国**にストレスが生じ、デリバレッジが起きている。

- 
- **欧州と英国はスタグフレーション**環境に突入しており、欧州経済のエンジンであるドイツが最も苦戦しているように見える。
  - **米国消費者の貯蓄は減少**しており、財政面からの景気刺激策による追い風が弱まっている。そのため、企業の売上には下押し圧力が、失業率には上昇圧力がかかる。企業利益率は縮小し、業績は前年を上回ることさえ難しくなる可能性がある。

## 2024年のリターン獲得は簡単ではない

- 2023年末から2024年末まで見た場合、**金融環境の緩和に関する市場コンセンサス**と、株式や債券のリターンが広くプラスになるという予想は正しいかもしれない。しかし、それは確実ではなく、そこに**投資機会を見いだす**ことができる。
- ただし、**来年について一つ予言する**としたら、**リターン獲得は簡単ではない**だろう。その道筋は非常に不安定で、サプライズに満ちている可能性がある。
- この点は、**買いと売り両方について**、2024年の市場パフォーマンスを上回るパフォーマンスを実現する**大きなチャンス**があることを意味する。
- 鍵となるのは、**ベースライン見通しを作成し、その見通しに沿ってマルチアセット・ポートフォリオをアクティブ運用すること**である。私も、コンセンサス予想通りとなる可能性の方が高いことは認める。ソフトランディング（私の場合、軽度のリセッションも含んでいる）となる可能性が高いだろう。
  - 金利がピークに達しているとしたら、**安定したキャッシュフローを保有**することがより評価される。
  - **債券の開始利回り**は1年前よりはるかに魅力的になっており、大きなバッファを提供する。
  - **企業業績の底**、そしてリセッションはすでに過ぎ、2023年上半期に終わった可能性が高い。
- **私はまだ来年のリターンについて楽観的**であるが、バリュエーションに関する上方または下方への過剰な期待には気を配る必要がある。過度に熱狂したり、パニックになったりせず、それらの動きや感情を参入やエグジットのために利用したい。2024年末までは、適度なリターンを見込む楽観的なベースライン見通しを維持している。

---

**それを達成するための最善の方法は？** 常々言っているように、バランスのとれたポートフォリオを基本として、リスクと機会を積極的に管理することである。今後についてはリスク分布の両サイドにファットテールが存在しており、その中間をとって、ややプラスの平均リターンの実現を目指していく。

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](http://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. 11/20/2024