
CARON'S CORNER

スクリプト要約

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループ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。

2024年5月28日

当運用チームは、リスク配分をオーバーウェイトから完全にニュートラルへと引き下げた。現在の市場バリュエーションの高さや、ソフトランディングが完全に織り込まれていることを考慮すると、ニュートラルは楽観的な姿勢と言えるだろう。当運用チームは、今後の手がかりとしてボラティリティ市場と金利を注視している。

リスクが高く、ボラティリティは低い理由とは？ 当運用チームは軽くブレーキを踏む

- ついに下半期が近づいてきた。一般的な予想では、下半期には経済活動が減速すると考えられており、恐れられていた。
- 一般的な予想によれば、GDPは減速し、「より高く、より長い」金利政策は曲がり角を迎える。また、株価上昇をもたらしたサプライズ・ファクターが2024年下半期に繰り返される可能性は低いと予想されている。
- しかし、市場はそのように織り込んでいない。市場は将来の予想に基づいて動くのだから、ボラティリティが急上昇してもおかしくないが、そうになっていない。なぜだろうか？
- 詳しく検討していこう。

金利ボラティリティ市場が鍵になる可能性

- 中央銀行の政策と金利市場は、資産価格全般に大きな影響を与えてきた。

-
- 重要な点として、コンセンサス予想では引き続き利下げが予想されており、問題となっているのはおそらくタイミングである。ECB と BoE は、今後数週間または数カ月で FRB より先に利下げすると予想されているが、政策金利の方向性は問題になっていない。市場は、必ず利下げが行われると予想している。
 - このような見通しの根拠となっているのは、**最近の一部指標がインフレ鈍化を示している**ことである。インフレ鈍化への道筋は平坦ではないものの、一般的な指標で鈍化が示されている。4月に発表されたコア個人消費支出（PCE）は +2.7%、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は +2.4% だった。
 - もちろん、**それほど明確にはインフレ鈍化を示していない他のインフレ指標**もある。しかし、中銀は景気が減速していると考えており、そのような他のインフレ指標にはタイムラグがあると見なしている。
 - ただし、その最終的な結果として、債券利回りが狭いレンジで推移するようになり、債券ボラティリティの崩壊という影響をもたらす。
 - 債券ボラティリティの一般的な指標は MOVE 指数であり、現在は 83 まで低下している。コロナ禍対策として FRB が金利を抑制した時期にも MOVE 指数は低下したが、83 はそれ以降で最低の水準である。
 - 言い換えると、金利は、（少なくとも今のところは）リスク資産のバリュエーションの上昇を抑える逆風となっていない。何らかの理由で、市場予想が金利上昇の方向に変わらない限り、リスク資産の上昇が妨げられることはないだろう。

株式ボラティリティと VIX に注目

- 株式市場ボラティリティの一般的な指標である VIX 指数も、最低レベルの 12 台となっている。
- 予想以上に良好な経済ファンダメンタルズや、予想を上回る 2024 年上半期の企業利益が要因だろう。また、アナリストが 2024 年末までの株価予想を引き上げたことも背景にある。
- しかし、金利ボラティリティの低さや中央銀行の政策も、その状況を支えていることを忘れてはならない。**中央銀行の政策は「FRB プット」とも呼ばれ、ストレスの兆候が現れた時点ですぐに利下げすると期待されている。**
- 他の多くの**テクニカル要因やファンダメンタルズも株式を支えている**。多くの投資家はまだ目標配分と比べてリスク資産がアンダーウェイトになっているほか、財政刺激策によって歳出と投資は前倒しされている。消費は賃金と同じく強い状

態が続いており、それが高水準の企業業績と利益率を維持している。したがって、決して根拠のない株価上昇ではない。

では、なぜ当運用チームは軽くブレーキを踏むのか

- 当運用チームは、2022年12月に株式エクスポージャーを増やし始め、2023年も増やし続けた。この動きは市場コンセンサスに反していた。
- 現在は株式に積極的な見方が多いが、当運用チームはそれとは反対の方向に動いており、おそらく市場コンセンサスに反しているだろう。具体的には、最近（2024年第2四半期）、株式のオーバーウェイトをニュートラルに引き下げた。
- その理由は、当運用チームが1年以上にわたり維持してきたソフトランディング・シナリオが完全に織り込まれたように見えるからである。株式がさらに上昇するには、経済活動の加速が必要になるが、現時点でそれは当運用チームのベースシナリオではない。
- ただし、**当運用チームはニュートラルであり、ネガティブではない**。したがって、現在のバリュエーション水準においてニュートラルであることは、楽観的な姿勢と言えるだろう。

米国の大統領選挙シーズンを迎えるにあたり、当運用チームは旧来の見方にとらわれずに行動する、またはそのような見方に反する行動をとることを選ぶ。当運用チームは以前、ドライパウダー（待機資金）を確保し、市場で今後数カ月に生じる機会について偏見のない姿勢で評価したいと述べた。戦略的には、2024年下半期について当運用チームは楽観的な見通しを持っているが、戦術的な要素が結果をより大きく左右するかもしれない。

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. 05/28/2025