
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。

2025年4月15日

関税に関するコミュニケーションの欠如

- 交渉においては、目的を明確に伝え、それを理解してもらう必要がある。しかし、米国と貿易相手国との間では、この原則は当てはまらないようである。
- 本稿の目的は、関税政策を擁護、弁護、支持、あるいは否定することではない。投資家として、当運用チームが関税に伴うリスクをどのように理解しているかを説明することが目的である。
- 現在は混乱が生じており、多くのバージョンの真実が存在しているようだ。それがリスク属性の判断を難しくしている。このような状況について、どのように考えるべきだろうか？
- 詳しく検討していこう。

リスクを理解してから投資する

- 現在のところ、債券市場よりも株式市場の方が悪影響を受けている。しかし、その状況は変わる可能性がある。
- レポ市場や資金調達市場、短期クレジット（CPなど）において、システム的リスクを示す典型的な兆候は見られていない。また、資金調達（為替クロスカレンシーベーシス）のストレスのために米ドルを確保しようとする需要も広がっていない。これは良いニュースである。

- その代わり、株式は新たな関税体制における需給均衡化価格を見つけようとしているようだ。関税は利ざやに対する税金であり、利益が減少するため、投資家は新たなキャッシュフローに対するマルチプルを判断する必要があるだろう。
- したがって、新たな関税体制に関する不確実性を受けて、株式バリュエーションのボラティリティが生じると考えられる。

関税：交渉の目的を定義

- 市場では、米国が課す実効関税率は交渉によって引き下げられると思われている。当運用チームは、それは最大の誤解だと考えている。
- 市場は相互関税の計算式を理解しようとしているが、その意味は広く誤解されているようだ。おそらく、それは規範となる政策指標というよりも、価値主張 (value claim) を行うための交渉戦術だろう。
- 交渉においては、一般的な戦術が 2 つある。
 - 1) **価値創造** - 双方が何らかのメリットを得る。
 - 2) **価値主張** - 「あなたが私から何かを奪ったので、私はそれを返してもらいたい」と主張する。
- トランプ大統領は価値主張を行っており、大規模な貿易不均衡を通じて価値主張を最大化する方法として、相互関税の計算式を用いているのである。
- また、中継ぎ貿易も対象とするために、計算式をあえて曖昧にしている。中継ぎ貿易の例としては、中国が商品を製造していても、最終的な組み立てをベトナムで行えば、それはベトナムから米国への輸出と見なされる。
- **実効関税率**：この点についても混乱がある。米国によって課される新たな実効関税率については、通商法第 232 条に基づいて平均 22% と計算している人が多い。しかし、多くの免除項目があるため、トランプ政権は実効関税率を約 12～14%、すなわち 22% を大きく下回る水準だと考えている可能性がある。したがって、トランプ大統領が感じている交渉余地は、市場が考えているほど大きな可能性があり、これは注目すべき点といえる。
- **非関税障壁 (NTB)**：トランプ政権は、これが最大のハードルであり、交渉する必要があると考えているようだ。
 - 市場はこの点も見逃しており、おそらく他の国・地域でも見逃しているだろう。トランプ政権は、商品への相互関税よりもこの点について譲歩を求めてくる可能性がある。

- **脱グローバル化ではなく、グローバルリセットである。**米国は保護貿易主義と脱グローバル化に向かっているという説がある。それはやや単純化し過ぎているようと思える。トランプ政権は貿易で世界と関わり合うことを望んでいるだろう。ただし、異なる価格での貿易である。どのような価格になるべきか、それが現在交渉されている。

市場ポジショニング

- 常に述べているように、分散は第 1 防衛線である。
- 当運用チームは、ベータがより低い、ハイクオリティな資産にエクスポージャーを移している。
- 大型テクノロジー株をアンダーウエイトにしている。これは引き続き当運用チームのテーマとなっており、パッシブなインデックスエクスポージャーよりもよく持ちこたえている。
- 債券については、ハイクオリティだがデュレーションが短めの資産を選好し、デュレーションが長い債券のアンダーウエイトを維持している。その理由は、デュレーションが長い債券はヘッジ効果が低いと考えたからである。言い換えると、当運用チームはカーブスティーピナーを選好している。
- 絶好の買い場が訪れている可能性はあるが、リスクエクスポージャーを追加するにはまだダウンサイドリスクが大きすぎる可能性もあるだろう。

市場はボラティリティが高まり、感情に支配されている。冷静に対処することが必要だろう。

本書は、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の一部を邦訳したもので、本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したもので、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 1. 投資一任契約の概要**：投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ**：受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項**：受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 4. 受託資産の運用に係る費用について**：投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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