

## CARON'S CORNER

# THE BEAT, Monthly

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

## 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（以下、「当運用チーム」とします）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4月

### 資産配分における先月からの主な変更点

- 当運用チームは米国株式をオーバーウェイトからニュートラルに変更する。2022年後半から株式をオーバーウェイトにしてきたが、現在はポジションを一部解消すべき複数の理由があると考えている。第1四半期末の時点で、株価が年末の予想レンジの上限に接近しつつあり、一休みすべきタイミングだろう。
- なぜならば、第1四半期に、株価を高い水準に押し上げる大きなサプライズ要因があったからである。これが第2四半期にも繰り返される可能性は低いだろう。第1四半期に見られた具体的なサプライズ要因は以下の通りである。
  1. 前四半期の経済成長が予想よりもはるかに強く、第1四半期の最初には予想以上の成長モメンタムがあった。
  2. その結果、2025年のS&P 500種指数のEPSについて、コンセンサス予想である275ドルを達成する確率が高まった。現在、これは完全に市場に織り込まれている。

3. 2024 年の財政刺激策は予想を超える規模で計画されており、それが GDP 予想、ひいては企業利益予想を押し上げた。
  4. 第 1 四半期に経済指標は予想を上回る強さとなったものの、FRB の姿勢は予想よりも緩和的であった。
  5. 労働市場関連のデータは予想よりも強かった。
- 当運用チームは、同様の好ましいサプライズ要因が第 2 四半期にも繰り返されることはおそくないと考えている。現在、市場はこれらのバリュエーションに適応していく時間を必要としているだろう。

## **4 月の重要テーマ**

### **FRB による利下げ：ペースは不明だが、道筋はほぼ確実**

利下げが 6 月（またはそれより後）に始まるかどうかは不透明だが、市場は FF 金利が今後低下することを確認している。また、インフレとの戦いにおける FRB の信頼性は維持されている。これらは、金利が「より高く、より長く」維持されているにもかかわらず、リスク資産が高値圏を維持できている主な理由と言えるだろう。

### **長期的にはインフレが抑制されると織り込まれている**

米国と欧州の両方について、5 年先 5 年物（5y5y）フォワード・インフレスワップの価格に基づくと、インフレが長期的に抑制されることを市場は織り込んでいる。そのため、市場は将来の政策金利低下を安心して織り込み、長期債券利回りは低く維持されている。これもリスク資産を支える要因である。しかし、これらの状況が変化した場合、金利の上昇が資産価格にとってリスクになる。

### **労働市場は沈静化しているが、崩壊はしていない**

「ソフトランディング」見通しにおける重要な前提は、労働市場が十分に沈静化して賃金インフレが減速し、それが価格インフレを減速させるというものである。しかし、同時に、労働市場は崩壊を回避できるだけの底堅さを維持しなければならない。労働市場が崩壊すれば、消費や GDP は急減し、リセッションのリスクにつながるだろう。当運用チームは、状況が最終的にどのように展開するかを注意深くモニタリングしている。企業利益

の成長率が維持され、株価が支えられるには、上記が必須の要素だからである。賃金・失業率・消費との相互作用は、当運用チームが注視している重要なリスク指標である。

### **マイナス金利からの脱却：日本銀行の政策変更**

日本における賃金・物価インフレは、最近の春闘によって証明された通り、定着してきている。今年の春闘は、インフレ率上昇を反映して、大幅な賃金引き上げで決着した。日銀は-10~0bpのマイナス金利政策を終了し、新たなレンジを0~+10bpに引き上げた。日本は世界的なデフレーション、またそれを背景とした低金利政策の象徴的な存在であったが、その日本の状況が変化し従来の金融政策に変更がみられた。これらの動きはシンボリックな意味があり、市場が世界的なインフレ圧力が強まっていると捉えた場合、リスク要因になり得る。

## **第2 四半期開始にあたっての5つの重要アイデア**

### **グローバル株式をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ**

**当運用チームはこれまでのオーバーウェイト・ポジションを利益確定し、リスクを落とす。** 誤解のないように言うと、グローバル株式に対する見通しがネガティブになったのではなく、最近の株価上昇を利益確定し、ニュートラルに戻すことを目指している。これは、アンダーウェイトしている資産をニュートラルに引き上げることも意味する。当運用チームは、2024年第1四半期について、予想よりも強い前四半期GDPからのモメンタム、利益の増加、大規模な財政刺激策の見通しなど、多くのサプライズ要因があったと考えている。これらの要因が2024年第2四半期にも繰り返されることはないだろう。

### **米国株式をニュートラルに引き下げ／欧州と中国をアンダーウェイトから引き上げ**

**オーバーウェイトを引き下げると共に、アンダーウェイトを引き上げる。** グローバル株式のニュートラルへの変更は、グローバル株式の最も配分比率の高い米国株式への配分を減らし、欧州と中国への配分をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げることを意味

する。現在の世界経済は以前の予想よりも安定しているため、それが中国、次に欧州に恩恵を及ぼす可能性がある。

### **日本株のオーバーウェイトを維持。日銀の利上げにもかかわらず、ドル/円はニュートラル**

**日銀の政策金利変更は事前に十分予想されていた。**当運用チームは日銀の政策金利引き上げについて、日本株や日本円のトレンドを変えるほどのサプライズ要因とは考えていない。現在のトレンドは、より強固な構造的な理由から生じており、十分予想されていた利上げによって変わることはないだろう。ただし、調整が発生しないという意味ではなく、トレンドが変わることはないという意味である。

### **債券利回りの終焉は大きく誇張されている**

**債券利回りは一定レンジ内で推移する可能性が高い。**年初の債券利回りは、すでに中央銀行による積極的な利下げを織り込んでいた。インフレが高止まりし、経済の需要も強いことが判明するにつれ、積極的な利下げのタイミングは後ずれしてきている。しかし、利上げが再開される水準まで経済が加速する可能性は極めて低い。そのため、当運用チームは債券がキャリーの機会を提供するレンジ相場を予想している。

### **クレジット：高格付クレジットに対する低格付クレジットのオーバーウェイトを維持**

**ソフトランディング下で、キャリーを獲得する。**当運用チームのソフトランディング見通しや、それに関連してデフォルト率が低く抑えられるという予想に基づき、投資適格クレジットよりも低格付クレジット（ハイイールド・クレジット）を選好する。その理由は、投資適格クレジットのスプレッドはタイトであり、キャリー・インカムよりもデデュレーション・エクスポージャーを伴う点である。また、当運用チームは高格付国債のデデュレーションの保有を選好し、バーベル・アプローチにおいてハイイールド債と対にする。このペアを適切にウェイト付けすれば、投資適格のクレジット品質を維持すると同時に、より高い利回りとより少ないデデュレーション・エクスポージャーを実現できると考える。

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す。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あり、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、当社がこれをお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](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