

## 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。

### 2025年4月

#### 4月の重要テーマ

##### ニューノーマル化する米国政策のボラティリティ

**米国の政策：3つのリバランシング** - (1) 政治的再編。特朗普政権は、中流階級労働者の利益になるように政策を変更することが使命という選挙後の前提に基づいて動いている。関税はその重要な手段である。そのため、(2) 米国製造業セクターの再建、生産性向上につながるテクノロジーへの投資、海外直接投資（FDI）の奨励による設備投資の促進という戦略的なイニシアティブに取り組んでいる。また、(3) 中国やロシアのような「大国」に対してより直接的かつ双方向的に働きかけることによって合意に達し、地政学リスクを安定させようとしている。当運用チームはこのような手法を擁護しているわけではなく、米国政策の変化について解説することが目的である。このような変化が生み出すボラティリティは、しばらく存在し続ける可能性が高いと考える。つまり、ニューノーマル化することになる。

## 関税の不確実性はピーク：次の焦点は税政策

**市場の見方が変化している。**2025年第1四半期は米国の関税政策が大きな焦点となつた。その不確実性は、4月初めの相互関税発表で最高潮に達するだろう。この政策決定の波及効果は今後数カ月間にわたって続くと見られるが、2025年第2四半期の焦点は税政策に移る見込みである。また、2025年9月末に期限を迎える予算案に関する動きも焦点になるだろう。その意味で、関税に関する不確実性は、3月下旬から4月上旬にかけてがピークとなるかもしれない。とはいえ、波及効果は続く可能性があるため、関税関連のボラティリティが収まるわけではない。ただし、関税政策に関する不確実性は後退するだろう。市場はまだ、今後出てくる税政策のポジティブな面に注目していない。主な疑問は、税政策のポジティブな面が、関税のネガティブな面を上回るかどうかである。

## 欧州例外論？

**欧州株式の上昇は持続できるか？**欧州では、重要な構造的变化が生じている。それを牽引しているのは、インフラや防衛に関する拡大的財政政策である。当運用チームでは実質的に欧州の再工業化だと考えている。これは現地産業に電力を確実に供給するためのエネルギーおよびエネルギー安全保障を支えるだろう。重要な点として、欧州の2大国であるドイツとフランスのリーダーの意見も、工業化に向けた政策へと変わっている。欧州株式市場が著しく回復したことは事実であるが、欧州のバリュエーションが長年低迷していたことを忘れてはならない。そのため、多くの投資家は欧州をアンダーウェイトにしており、そのようなアンダーウェイトを解消し、リバランスする必要があるだろう。これは、テクニカル面で欧州資産を長期にわたり支える可能性がある。

## データの軟化：改善までにはさらに悪化する可能性も

**データが焦点。**今年初めには、2025年の景気は減速する、すなわちソフトランディングが発生することが、まさに市場のコンセンサスだった。そのため、市場はFRBとECBが今年3~4回利下げすると織り込んだ。しかし、2025年第1四半期初めに公表されたデータにより、2024年第4四半期が予想より大幅に堅調だったことが示されたため、市場の見方は変化した。2月半ばまでには、FRBの利下げはないと考える投資家が多数となつた。しかし、季節外れに寒冷な天候と関税に関する不確実性により、予想より早く市場が弱くなつたことから、2025年第1四半期のデータは軟化し、利下げしない根拠はなくなつた。なお、労働市場データの軟化はおそらく数カ月先のため、データはまだ悪化し続け

るだろう。これらすべてが投資家マインドや企業センチメントの重しになりかねないだろう。2025年第1四半期がそうであったように、欧州は第2四半期も米国の影響を受けるかもしれない。データが出揃うまでは、変動しやすい市場が続くだろう。

## 主なトレードのアイデア

### 調整局面入りしたが、リセッション予想は少ない

**市場の下落を受けて米国株式を追加。**当運用チームは、四半期ごとの資産配分委員会を3月下旬に開催し、2025年にリセッション入りすると予想しているかを当社のポートフォリオマネージャーに尋ねた。回答は「ノー」が圧倒的に多かった。さらに、3月の急落が買い場かどうか質問すると、回答は「イエス」ではあったが、慎重な姿勢だった。なぜなら、多くのポートフォリオマネージャーは、市場がさらに下落（例えばS&P 500で5200まで下落）する可能性が高いと考えていたからである。そのような下落があれば、（慎重で小規模な買いではなく）強い買い推奨を行えるようになるとの意見だった。市場のタイミングを計るのは難しいが、当運用チームは、直近高値から10%下落した時点で米国株式のエクスポートマネージャーをわずかに増やすと決めた。リセッションは、当運用チームのベースシナリオではない。市場が下落すれば、当運用チームは押し目買いする予定である。

### 日本株をニュートラルに引き下げ

**強い名目成長が円を上昇させる。**日本は、10年ブレークイーブン・インフレ率が過去最高となり、数十年に及ぶ低インフレからやっと抜け出そうとしている。これは名目国内成長にとっては良いことであるが、金利が正常化し、やがて大幅な円高に転じる可能性もある。そうなれば日本企業の利益にとっては望ましくない。

### 地方債：課税投資家に適した投資機会

**不確かな環境でバリュエーションが改善している。**直近の上昇期間において、投資適格地方債は米国債の上昇に及ばず、現在は過去数年間でも特に魅力的なバリュエーションとなっている。極度に魅力的な水準というほどではないが、クレジット市場について当運用チームが追加を推奨するならば、現在はこのセグメントである。

## クレジットリスクを削減

**株式より劣るリスク・リワード。** クレジット市場の多くのセグメント（投資適格債およびハイイールド債）でスプレッドは過去最小近辺で推移している。株式でこの規模の調整が発生した場合、以前ならクレジットスプレッドはより大きく動いた。今後、景気減速リスクが現実となった場合、クレジットスプレッドが拡大する余地は大きいと当運用チームは考えている。一方、スプレッドのタイトさを考慮すると、アップサイドは限られているだろう。言い換えると、現在のクレジット市場のコンベクシティは低いため、当運用チームは株式のリスクをとることを選好する。

## オフショア中国株をオーバーウェイトに格上げ

**持続可能な株式リターンを狙える状況。** MSCI 中国インデックス内でニューエコノミー・セクターが存在感を増しており、オフショア中国株は実体経済との相関が低下している。AI、インターネット、テクノロジー、NEV（新エネルギー車）などの分野において、イノベーションが牽引するニューエコノミー・セクターの利益は、中国国内の景気不安にもかかわらず増加トレンドとなっている。オールドエコノミー・セクターにおける利益の下方修正サイクルが安定化する初期の兆候が見られており、株主リターンの改善や、政府の民間セクターを支える姿勢も現れている。これらはすべてプラスの展開といえる。中国株は大幅に反発してきたが、バリュエーションとセンチメントはまだ妥当のようだ。

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