

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2月

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループ (PSG) の4つの重要アイデア

- ソフトランディング・シナリオの可能性や、ノーランディング・シナリオの可能性が高まっている。
- 各種指標は予想どおり減速し、インフレは鈍化している。各中央銀行はインフレ鈍化の定着を確信してから利下げしようと、根気強くタイミングを待っている。
- 各中央銀行にそう確信させるには、賃金インフレのさらなる鈍化が必要となる。したがって、教科書的ではあるが、賃金とインフレの間のフィリップス曲線が問題になる。これはFRBの経済モデルの中核である。
- PSGは、しばらく待ちの姿勢を続ける。その間、2月に向けて資産配分を変更したので、ご紹介したい。

バンクローン — ニュートラルからオーバーウェイト

- バンクローンのウェイトを増やすことで、ハイイールド債に対するエクスポージャーを分散化する。PSGは、金利は一定の範囲で推移すると予想している。その

ため、より高いキャリーを獲得し、デュレーション・エクスポージャーを減らす目的で、信用力が低めの債券のウェイトを増やしている。これは、FRBによる利下げの回数が議論的になっているが、リセッションやデフォルトのリスクに関する状況は引き続き悪くないからである。PSGは、伝統的なハイイールド債のオーバーウェイトを維持している。ただし、ハイイールド債をこれ以上増やす代わりに、バンクローンに対するエクスポージャーを増やすことで分散化を進めている。

キャッシュ — ニュートラルだが、キャリー戦略の資金に充てるために削減

- **2024年はキャッシュを減らすべき時期だろう。それを資金源として利用する。** インフレはおそらくピークアウトしており、数四半期後には政策金利が低下しているだろう。利回りに加えて価格上昇によるリターンの可能性があるキャリー戦略やインカム戦略に比べて、キャッシュはパフォーマンスの足かせになりかねない。PSGは、ポートフォリオ・デュレーションの目標を3年から5年に変更し、ニュートラルの水準に近づけている。

新興国ハードカレンシー建て債券 — ニュートラルからオーバーウェイト

- **スプレッドと金利が、新興国ハードカレンシー建て債券のトータルリターンを支えるだろう。** 現在明らかに機能している「FRB プット」により、低いインフレ、資金調達コストの低下、経済成長の加速という環境が支えられている。マクロ環境や市場環境を考慮すると、スプレッドは安定し、タイト化に向かうと考えられる。

プライベート・マーケット — ニュートラルだが、一部ポジティブ

- 金利上昇を受け、**世界金融危機以来で初めて、プライベート・マーケット全体にわたる調整が発生している。** プライベート・エクイティにおけるこの価格調整は緩やかであるが、資本市場での取引は少ない。そのため、企業の比較的割安な借り入れが満期を迎えることで、市場はおそらく調整するだろう。ただし、すでに特定の資産クラスや市場セグメントではこのようなバリュエーションの変化が広く生じており、有利な参入機会をもたらしている。

- 例えば、不動産では、継続的に強い需要や将来の供給先細りの恐れにもかかわらず、産業用不動産および住宅市場セグメントの価格調整が始まっており、将来的には堅調に成長する可能性がある。一方、トリプルネットリース資産など、ディフェンシブな資産や比較的デフレーションに敏感な資産は強気のバリュエーションになっており、安定した高いインカムをもたらす可能性がある。プライベート・マーケットの他のセグメントについては、機会が拡大することでプレミアムを実現できるスペシャル・シチュエーション案件のプライベートクレジット・レンダーが有望と引き続き考えている。しかし、投資家からの需要はまだ十分に反応していない。

PSG の注目点

リターンの「先取り」が巻き戻し

2023 年終盤の資産リターンの「先取り」が巻き戻されたことから、グローバル市場の 1 月のリターンは苦戦した。2023 年終盤にリターンが好調だった理由は、インフレ鈍化や中央銀行による利下げに対する期待の高まり、そして、ソフトランディングの予想に注目が集まったからである。しかし、PSG は、ソフトランディングのテーマは現在も変わらないと考えており、多くの資産のパフォーマンス低下は、経済の悪化を予想させるようなファンダメンタルズの変化によるものではなく、基本的には調整だと考えている。

キャリー戦略に勢い

市場は、政策金利が低下に向かっていると結論付けたようであるが、そのペースと程度についてはまだ議論の余地がある。ただし、リセッション・リスクが比較的低いということはコンセンサスになっている。基本的に、世界経済は冷え込むが、崩壊はしないと予想されている。まとめると、デフォルトリスクはまだ低いため、クレジット（特に低格付クレジット）がより魅力的になるということである。市場は方向性がなく、買われ過ぎた価格は徐々に低下しているが、インカムを稼げる可能性がある点は投資家にとって魅力的である。

債券が株式を牽引

古いことわざにあるとおり、「株式は債券を必要とするが、債券は株式を必要としない」。その意味するところは、株式市場のパフォーマンスは金利の動きに大きく依存しており、その程度は債券リターンが株式のパフォーマンスに依存するよりも大きいという事である。インフレ率や金利が低下すると予想されたことが 2023 年終盤の株式パフォーマンスを牽引した重要な要因であり、予想の変化（または少なくとも予想に対する不透明さ）が発生すれば、より確かな根拠が見つかるまでリスクプレミアムが増加し、両方の資産価格の重しになる可能性がある。

FRB による 6 回の利下げは野心的過ぎるか？

2024 年第 1 四半期の市場における議論は、FRB が 3 月の FOMC 会合で利下げを開始するか否かによって左右される。

開始した場合、年内 6 回の利下げが現実味を帯びてくる。開始しなかった場合、6 回の利下げはありそうになく、市場はそれを反映してバリュエーションは変化すると考えられる。2 月は、1 月の指標が発表され、2024 年についての指標が初めて明らかになることから重要な月となるだろう。12 月と 1 月は季節性が強い。ホリデーシーズンの活動や、それに伴う反動などから影響を受けるからである。実際は、状況をより明確に把握するために、指標を平均化する必要がある。もし状況がまだ見通せなければ、FRB が 3 月も金融政策を据え置くことになるだろう。

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

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