

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5月

The BEATの概要（5月）

- 当運用チームの投資テーマは、年初にはリスクオンだったが、現在はニュートラル・バイアスとドライパウダー（待機資金）の積み上げに移行している。
- 以前にお伝えしたように、2022年12月から維持していた米国株式のオーバーウェイト・ポジションを2024年3月末にニュートラルに引き下げた。
- 米国株式のニュートラルへの移行と同時に、**欧州株式をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げた。**
- また、このようなテーマを反映するため、米国ハイイールド債をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げつつある。
- 当運用チームのベースシナリオは引き続きソフトランディングである。当面はレンジ相場になると考えており、ニュートラルなリスク・エクスポージャーの範囲内でセクターローテーションを目指している。
- 再度リスクテイクの好機が現れると予想しているが、それらを活用するにはドライパウダーを積み上げておく必要があると考える。

5月の重要テーマ

長期的な調整に入り、レンジ相場が予想される

- 株価と債券利回り共に、長期に及ぶ調整の入口に立っており、レンジ相場に陥る可能性がある。ただし、それが弱気相場の始まりになるとは限らない。したがって、押し目で割安銘柄を購入すること、そしてキャリーを得ることを目指す。当運用チームは、3月末に株式への配分をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げたが、ソフトランディングと穏やかなデフォルトサイクルを予想しており、クレジットのエクスポージャーを維持するスタンスは変わっていない。

妥当な価格でクオリティを買うことは、押し目買いの好機となる可能性がある

- モメンタム・ファクターは極めて高い水準にあり、市場の調整による価格変動に対して脆弱な状況にある。しかし、最近では、モメンタム・ファクターとクオリティ・ファクターは高い相関関係にある。どちらも、大型株やテクノロジー銘柄に共通する特性を反映しているからだ。調整の初期段階ではモメンタムの下落の影響が大きく、それが価格を押し下げるが、クオリティをより妥当な価格で買える機会も生み出す可能性がある。押し目買いの機会を辛抱強く待つべきだろう。

需要は高まっているが、財価格は安定？

- インフレは、幅広い金融資産の価格にとって最大のリスクの一つである。確かにインフレは減速しているが、鈍化ペースは期待外れといえる。その主な原因は、サービス価格がゆっくりと沈静化する一方で、財価格は概ね安定していることである。PMIは現在、世界的に上昇しており、それが財価格も上昇し始めるリスクを生み出している。上昇が始まった場合、インフレリスクと政策リスクの両方が高まる。当運用チームは、金融資産価格についての早期リスク指標として財価格を注視していく。

地政学リスクを管理する最適な方法

- 地政学リスクはシステミック・リスクの一つであり、したがってヘッジが困難と言える。ただし、ポートフォリオの流動性を増やすことで管理はできるだろう。なぜなら、地政学リスクが顕在化する際には、金融市場全体に流動性リスクをもたらすショックイベントが発生する機会が多いからである。クオリティと流動性が高く、デュレーションが短い資産を保有することが有効な対策になり得る。当運用チームは、流動性リスクの可能性を把握するため、融資市場やクロスカレンシー・ベース・スプレッドなどを注視していく。

主なアイデア

金利のリセット？

- 債券への絶好のエントリーポイントにある可能性：債券利回りは、今年予想されるFRBの利下げ回数が減ったことを反映して上昇している。それに伴い、債券エクスポージャーを増やす絶好のエントリーポイントが生じていると当運用チームは考えている。当運用チームのベースシナリオは引き続きソフトランディングであり、それはデフォルトリスクが今後も低く抑えられることを示唆する。そのため、債券について検討する際にはオールイン利回りに注目し、ハイクオリティとロークオリティの債券を両方組み合わせるバーベル・アプローチを維持する。当運用チームは利回りも求めつつ、このバーベル・アプローチを通じてインデックスに対してデュレーションのアンダーウェイトは維持する。

レバレッジド・クレジットのポジショニング変更

- バンクローンに対してハイイールド債の評価を引き下げ：当運用チームのベースシナリオであるソフトランディングが実現した場合、レバレッジド・クレジットのデフォルト率は低下し、それがハイイールド債とバンクローンの両方を支えるだろう。ただし、1996年まで遡ったデータに基づくと、ハイイールド債のスプレッドは最近10パーセンタイルに達するほど縮小していることから、ポジティブな見通しが既に価格に織り込まれていると考えられる。そのため、そのようなスプレッドでの将来の期待リターンは、バンクローンの期待リターンほど魅力的では

ないだろう。したがって、当運用チームは、ハイイールド債をニュートラルに引き下げ、バンクローンのわずかなオーバーウェイトは維持する。

銀行：新たな環境で追い風が拡大

- 「より高く、より長く」の金利環境は収益性にプラス：米国経済の堅調さや粘着性のインフレが主な原因となり、世界経済は底堅い状態が続いているため、市場は世界的なリセッションの可能性を積極的に織り込んでいない。2024 年末までに予想される FRB と ECB による利下げ回数は、ピーク時の 6~7 回からわずか 2~3 回まで低下している。一方、日銀はマイナス金利政策を廃止しており、より多くの利上げを実施すると予想されている。金利が上昇し、リセッションは起きないという状況は、銀行の収益性と ROE にとって有利に働くと考えられる。

モメンタム下落はクオリティを買う好機

現在、モメンタムはクオリティとリンクしている：モメンタムのアウトパフォーマンスは、クオリティ、大型株、テクノロジー株のアウトパフォーマンスに結びついている。モメンタムは過剰評価され始めたようにも見えたが、そのアウトパフォーマンスはファンダメンタルズによって支えられている。ファンダメンタルズが良好でなければ、業績見通しの上方修正がこれほど多くなることはないだろう。セレクトティブなシクリカルに対するエクスポージャー（つまり銀行）と共に、モメンタムの下落はクオリティを買う好機と言える。

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たかかります。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