
CARON'S CORNER

スクリプト要約

グローバル・バランス・リスク・コントロール (GBaR) 運用チーム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。

2023年12月4日

市場は「退屈な相場」を先取りか、2024年はバランスが利益の源泉に

- 前回の Caron's Corner では、来年に関する多くの市場予想を紹介した。予想の内容としては、インフレの鈍化、政策金利の安定化/低下、信用スプレッドの縮小、株価の穏やかな上昇が主流であった。
- そのような予想通りになった場合、2024年の市場は低ボラティリティになるだろう。言い換えると、退屈な相場になる。
- その後に発表されたいくつかの指標は弱かった。住宅販売件数の鈍化、弱いインフレ指標、低迷する国内総所得 (GDI) および ISM 製造業景況指数などである。インフレに対する勝利を確信しているような FRB 高官のコメントも考慮すると、金利はおそらくピークに達しており、今後低下するだろう。
- その結果、債券と株式が上昇、ボラティリティを示す VIX 指数は 12 台まで急落した。一見すると、すべての要素が多くのアナリストによる来年予想が正しいことを示している。
- しかし、注意が必要なのは、**まだ 2024 年ではないこと**だ。市場は 2024 年の予想リターンについて、「退屈さ」を少し先取りしているようである。
- 前回言及したとおり、**2024 年は決して退屈にはならないと私は考えている**。
- すでに市場は上昇してしまっており、今後は容易な状況ではないだろう。
- 詳しく検討していこう。

市場予想通りの結果になる可能性はあるが、そこまでの道筋は荒れたものに

- 私は、1年後の市場パフォーマンスについて、コンセンサス予想に近いものになる可能性があると思っている。言い換えると、ソフトランディングと整合性のある市場パフォーマンスになるだろう。
- ただし、**そこにたどり着くまでは、経済以外の複数の理由**から、ねじやボルトが緩み、ローラーコースターのような状態になると考えている。
 - 地政学的緊張は高いままであり、おそらく緩和しない。
 - 米国大統領選の激化、台湾の総統選挙、中国の政策、欧州憲法裁判所の問題がある。
 - 財政政策が主役になる可能性がある。財政政策は金融政策よりも**はるかに予想が難しく**、結果として財政赤字を引き起こす。
 - エネルギーは今後もワイルドカード（不確定要素）である。
- また、経済的な観点からも、懸念する多くの理由がある。
 - 米国について、**年率+5.2%に上方修正された第3四半期 GDP と年率+1.5%の GDI の間で大きなギャップがある**。
 - GDI は、GDP を所得の観点から示す指標である。通常、この規模のギャップが生じた後には、GDP が GDI まで落ち込むハードランディングによるリセッションが発生する。
 - **インフレは鈍化しているが、需要の喪失**から生じた可能性があり、必ずしも良いニュースではないかもしれない。それは利ざやおよび利益への将来の圧力を示している可能性がある。
 - 利ざやや利益への圧力は、企業に労働者を削減することを迫る。その結果、ソフトランディングとされる水準を超える予想以上の水準にまで失業率を上昇させる可能性がある。そのため、強い労働市場を脅かしかねない。
 - 先週の時点において、ISM は 13 カ月連続で、景気拡大と縮小の境目である 50 を下回っている。良いニュースは、底を打った可能性があることだ

が、悪いニュースは、近いうちに 50 を上回る強い兆候がないことである。

- 大雑把に言うと、初期条件がアップサイドのサプライズに対する激しい逆風を引き起こすことが、**2024 年が荒れた年になり得る**と当運用チームが考える理由である。

楽観的になる余地はあるか？ バランスのとれたポートフォリオならば可能

- 2024 年の始まりは、2023 年初と同じようなものになる可能性がある。当運用チームの見るところ、**市場の両サイド、上昇と下落いずれについてもまだファットテールがある。**
- 2024 年の荒れた展開に関連するリスクは、少なくとも起きるかもしれないことについては、ある程度知られている。ただし、どのような規模になるかについては必ずしも知られていない。
- 一般論としては、以下が挙げられる。
 - 2024 年は、中央銀行による利上げについては多分心配する必要はない。おそらく利下げも予想できる。
 - 経済成長は減速しているが、崩壊はしていない。したがって、軽度なりセッションになる可能性がある。私はまだ、それをソフトランディングと見なしている。
 - 求人や失業率が圧力を受ける可能性がある。利ざやや利益が悪化する可能性があるが、市場の大部分において利益は前年を上回りやすいだろう。
 - 市場の大部分を表す **S&P 500 インデックスの PER は 18.5 倍だが、「マグニフィセント・セブン」銘柄（アマゾン、メタ、アルファベット、マイクロソフト、アップル、エヌビディア、テスラ）を除くと約 16 倍になる。**したがって、いろいろな意味で、市場全般は 2024 年の減速を既に織り込んでおり、アップサイドのサプライズの余地が存在する。
- **この点は 2024 年を見通す上で投資家にとって何を意味するのだろうか？ 2023 年とは反対に、バランスのとれたポートフォリオは 2024 年にインデックスを上回る可能性がある。**12 月 1 日金曜日の時点で、S&P 500 インデックスは

+19.8%上昇しているが、マグニフィセント・セブン銘柄を除くと S&P 500 の上昇率は+7%となっている。

- 相対ベースでは、**バランスのとれたポートフォリオが、マグニフィセント・セブン銘柄に大きく依存しているインデックスを一転して上回る可能性がある。この点は、2024 年の大きな投資機会になる可能性がある。**
- もちろん、将来を予言することはできない。しかし、当運用チームの **2024 年に関する確信度の高い見通し**の一つは、バランスのとれたポートフォリオのリターンは相対ベースでインデックスをアウトパフォームするというものである。

常々言っているように、リスク分布の両サイドにファットテールが存在している場合、バランスをとり、継続的にリスクをコントロールする方が望ましい。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（以下、原書）を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・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予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。

これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

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

CRC 5460322, Exp. 12/04/2024