

---

# CARON'S CORNER

## 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。

2023年12月18日

### 2024年にはニュートラル戦略が「新たなディフェンシブ戦略」になる可能性

- 2023年終盤の市場パフォーマンスは、2024年の**市場リターンを先取り**しているように見える。そのため、「来年にも投資機会は残っているのか」という疑問が浮かんでくる。
- 当運用チームは、2024年にも投資機会はあると考えている。ただし、**アクティブ運用**や、**戦術的な機会**を活用することが必要になるだろう。バイアンドホールドで値上がりを期待する手法は、あまり有効ではない可能性がある。その手法は2023年には機能したが、2024年には同じように機能しないかもしれない。
- 以前のCaron's Cornerで説明したとおり、当運用チームは10月、デュレーションをアンダーウェイトからニュートラルに変更した。**現在、株式についてオーバーウェイトからニュートラルに移行**しているが、どちらかといえば楽観視を続けている。
- 現在の局面では、**ポートフォリオ全体でニュートラル・リスク・エクスポージャーに向けたポジションをとることは、戦術的に良い判断**と考えている。今後数週間や数カ月間にわたり、市場の上下両方の変動に対するディスロケーションを活用する余地を確保できるからである。
- **ニュートラルなポジションをとりつつ、戦術的になること。それが「新たなディフェンシブ戦略」になる可能性がある。**なぜか？
- 詳しく検討していこう。

---

## 利下げの道筋・ペース・程度が債券や株式のリターンを左右

- 最近のFRBの姿勢転換は、**金利の道筋**に関する疑問への答えとなった。金利は低下していくだろう。私たちはもはや追加利上げの可能性について議論していない。
- しかし、金利変動の**ペースと程度**についてはまだ不透明である。
  - FRBは引き続き「**より高く、より長く**」と言っているが、先週のCaron's Cornerで説明したとおり、FRBはおそらく**実質政策金利**について話している。
  - **名目政策金利**は、インフレ鈍化に合わせて、**まだ低下する可能性がある**。その場合でも、実質政策金利は、FRBが推定する実質中立金利よりも高いままになる可能性がある。したがって、「より高く、より長く」は引き続き有効であり、概念上は達成されることになる。
  - 利下げは2024年第1四半期から始まり、着実かつゆっくりとした**ペース**になる可能性がある。その**程度**について、市場は来年6回（150bp）の利下げを織り込んでいる。
- 債券リターンは、他のすべての条件が同じなら、おそらく似たようなパターンをたどるだろう。
  - 最近の利回り低下は、来年の**6回の利下げ**を先取りして織り込んでいる。
  - FRBがリセッションを回避するために前倒しで動く必要があると考えた場合、1回あたり50bpの利下げが実施される可能性があり、債券リターンにはアップサイドの可能性をもたらす。
  - また、FRBが合計で150bpより大幅な利下げが必要と考える可能性もある。当運用チームの推定では、ソフトランディング／軽度のリセッションと通常のリセッションの間の状況と200bpの利下げが整合的とみられる。
- FRBが利下げする**理由**は、債券、特にクレジットのパフォーマンスにとって間違いなく重要である。
  - **リセッションを回避する**ための予防的な利下げならば、デフレーションおよび信用スプレッドにとってプラスである。

- 
- 軽度なリセッションよりも深刻な状況に対応するための利下げだとすると、スプレッドについて懸念する必要がある。
  - **イールドカーブの形状変化**がもう一つの検討すべきポイントである。
    - FRB が利下げした場合、イールドカーブは正常化する、すなわち再びスティープ化すると当運用チームは考えている。これは FRB が利下げした場合に通常起きることであり、驚きではない。
    - **数字を挙げて検討していこう**。FRB が例えば 200bp の利下げを実施した場合（軽度のリセッションと通常のリセッションの間のシナリオ）、FF 金利は 3.50% になり、2 年米国債の利回りはその水準に近づく。
    - しかし、イールドカーブが再びスティープ化するため、FF 金利と 10 年米国債のスプレッドも +25~50bp 程度で正常化する。**そのため、10 年米国債の利回りは 3.75~4% となり**、それは現在の水準から大きく離れていない。
    - もちろん、より深刻な景気後退となり、デフインフレーションの時代になると考えたならば、10 年米国債の利回りはさらに低下する可能性がある。ただし、それは当運用チームのベースケースではない。構造的に見れば、現在はリフレ環境であり、タームプレミアムが復活し、よりスティープなイールドカーブになるだろう。
  - 株式は債券を必要とするが、債券は株式を必要としない。
    - これは古い格言で、株式リターンは債券市場で何が起きるかに依存するが、債券リターンは株式リターンにそれほど依存しないことを意味する。
    - しかし、今日では、両市場のリターンは高度に相関している。その古い格言が当てはまるには、過去数年間にわたるリターンの相関性の高さが低下していく必要がある。**当運用チームは、2024 年に相関性が低下すると考えている。**

### 今後の状況はどうなるのか？

- 2024 年の債券リターンは、これまで以上に政策によって左右されると考えている。従来どおり、デュレーションが債券リターンの大きな割合を占めるが、2024 年の開始利回りは 2023 年よりも高いため、大きなバッファとなるだろう。も

---

もちろん、スプレッドはかなり縮小しており、超過リターン（リスクフリー・デュレーションを上回るリターン）は、ある程度圧力を受ける可能性がある。

- また、**債券リターンは株式リターンに引けを取らなくなり、資金流入をもたらす可能性がある。**一方、**来年においては、現金はもう王様ではなくなるだろう。**
- 金利低下を織り込むことによって株式は最近上昇してきたが、**その水準以上のリターンを実現するには、さらなるカタリストが必要である。**
  - **マクロの観点**からは、予想よりもソフトなランディング、予想よりも高い経済成長、予想よりも強い労働市場がカタリストになる可能性がある。そのような状況では、強い消費が維持され、高い利益率と収益力も維持される。
  - **よりボトムアップの観点**からは、バリュエーションが低いセクターの上昇によって、株式のリターンがもたらされる可能性がある。株式市場全体が2023年に大きく上昇したわけではないからだ。
- **上記の様な環境を活用する方法**は、広範かつバランスのとれたポートフォリオを保有し、債券も組み込むことである。
- リスクとしては、市場は2024年の開始時点ですでに多くを織り込んでおり、2024年の早い段階で下落することが挙げられる。そのタイミングを予測することは、ほとんど不可能である。これこそ、当運用チームがニュートラルを提唱する理由だ。アップサイドに参加できると同時に、下落した場合に備えてドライパウダー（待機資金）も確保できる。一方、上昇があまりに続いた場合には、株式エクスポージャーをアンダーウェイトに引き下げることにも可能である。

ここで当運用チームが言いたいことは、2024年に大きなリターンを実現するには、**アクティブかつ戦術的になる準備を整えておくべき**ということである。当運用チームは、2024年は非常にボラティリティが高くなると考えている。2024年を迎えるにあたり、ニュートラルに近いバランスのとれたポートフォリオ・ポジショニングは適切かつ機動的な出発点といえる。おそらく、2024年年初は**ニュートラル戦略が新たなディフェンシブ戦略**になるだろう。

---

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](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

CRC 5460322, Exp. 12/18/2024