
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。

2024年1月3日

2024年の注目ポイント4点を解説：年初は年末ラリーの巻き戻しか？

- 新年を迎えたこのタイミングで、今年1年間の市場に関するコンセンサス予想について再考する価値はあるだろう。
- 当運用チームは、「**市場の何に注目しているか？**」との質問をよく受ける。今年最初のテーマとして、その質問への回答を紹介しよう。
- まずは、基本的な見通しを立てる必要がある。コンセンサス予想によれば、2024年はかなり穏やかな年になる。**債券は1桁台半ばのリターン**（クーポンに少々のプラス）、**株式は現状から大きくは上昇しないものの、おそらく債券より少し良好と予想されている**。注目すべき点として、ボラティリティの低下予想がある。しかし、当運用チームは決して穏やかな年にはならないと考えている。
- **金利／FRBの金融政策と株式との相互関係を注視**し、管理することは極めて重要である。これにより、インフレ関連のリスクが表面化するからだ。すべては、その相互関係によって決まるように見える。
- 将来について予想する代わりに、株式と金利の関係について私が注目している点をいくつか取り上げたい。
- また、当然ながら、2024年について議論する際には、政治的な波乱についての観点も欠かせない。
- 詳しく検討していこう。

2024年の注目ポイント4点

- 1) **インフレ率が予想ほど低下しない可能性について警戒する必要がある。**2023年の年末ラリーは利下げ期待によって発生した。インフレ率が予想ほど低下しない場合、2023年後半に「先取りしたリターン」の一部が2024年上期に巻き戻される可能性がある。
 - 当運用チームは最近のインフレ率低下を心強く思っているが、インフレ率が低下しないことを示唆するリスク要因も存在する。
 - 金利低下により、住宅／賃貸価格（インフレバスケットの30%超を占める）が予想よりも高い水準を維持する可能性がある。言い換えると、**インフレ率が大幅に低下し、安定するためには、住宅価格が低下する必要がある。**低下しない場合、インフレ上昇のリスク、FRBの政策リスク、株式のリスクなどが生じる。
 - **ソフトランディングについてのコンセンサス予想は、インフレ率低下と必ずしも一致しない。**もしソフトランディングとなっても、インフレ率が大きく低下しない、あるいはアンカーされない可能性がある。
 - 2024年下期以降、前年比ベースでインフレ指標が鈍化することはより難しくなる。つまり、テクニカルな要因により、インフレ率が反発する可能性がある。
 - 労働市場は逼迫したままとなり、インフレ率を高止まりさせる可能性がある。
- 2) **2023年後半に債券は大幅反発した。そのため、債券は株式よりも多くのリターンを先取りしている可能性**に警戒する必要がある。債券の大幅反発は、多くの市場参加者が債券の安全性を求めているタイミングで起きた。
 - 10年米国債の利回りは、10月下旬以降、100bp超低下した。2年米国債の利回りは、FF金利を110bp超下回っている。
 - **このような動きを正当化するには、政策金利の急低下が必要になる。**債券の年末ラリーは、超短期デュレーション債券やキャッシュから資金が移ってきたことを示している可能性がある。**そして、それは行き過ぎの状態になっているかもしれない。**
 - このことをイールドカーブで考えてみよう。先物価格に基づく、イールドカーブ（2-10年）は、今後一年間に70bpスティーブ化することを織り込んでいる。

そのようなスティープ化の大部分は2年金利の低下のためであり、10年金利は現状とほぼ変わらない。

- ここでのポイントは、**市場で非常に人気のトレードの一つ**である「カーブスティーパー」で利益を出すには、**70bp 超スティープ化する必要がある**ということである。
- 3) **クレジットのバリュエーションに警戒する必要がある。クレジットのспレッド水準からすると、オールイン利回りはあまり魅力的ではない。**
- 債券のリターン先取りと同じように、クレジットはバリュエーションに問題がある。
 - 2023年には、クレジットの保有に反対する根拠であるспレッドのタイトさを無視することができた。なぜなら、オールイン利回りが非常に高かったからである。しかし、最近の利回り急低下とспレッド縮小のため、この主張は説得力を失いつつある。
 - 例えば、ハイイールド債の利回りは少し前まで、8%台後半~9%台前半の範囲で、インデックスのドル建て価格は88だった。しかし、現在では、利回りは7%台半ばで、ドル建て価格は93に近い。当運用チームでは、まだある程度有益と考えているが、**スタート時の価格は以前ほど魅力的ではない。**
- 4) **株式がさらに上昇する「リスク」に警戒する必要がある。**
- **アップサイドリスクも、他のリスクと同じくヘッジする必要がある。**これは当運用チームが2023年を通して使用したキャッチフレーズであり、2024年に入っても同じである。
 - 2023年12月20日時点のブルームバーグおよびICIデータによると、MMF残高は、2023年の1.35兆ドルの流入により過去最高額の5.9兆ドルに達している。一方、株式への資金流入は950億ドルしかなかった。**この非対称的な資金流入により、株式を支えるテクニカル要因が生じている。**
 - ソフトランディングとなった場合、インフレ率は予想ほど低下しないが、FRBに利下げさせるには十分だろう。おそらく、利下げは50~100bpのみ、つまり債券市場が織り込んでいるよりも小さいものになる可能性がある。
 - その結果として、売上高、利益率、利益額は増加を続け、PERは高い水準を維持する。いずれかの時点で、市場はS&P 500銘柄の2025年のEPSを約270ドルと見込み、高いPERを適用すると考えられる。その場合、S&P 500種指数は5,000を上回る可能性がある。株式をまだアンダーウェイトにしている多くの市

場参加者にとって、**これはリスクである**。つまり、アップサイドに対する失望となる。

債券は株式よりも過大評価されている可能性

- これは株式にとってはプラスであるが、債券にとってはマイナスである。**債券は、株式よりもリターンを先取りしているため、よりリスクが高いと考えざるを得ない。**
- 株式の強気シナリオとして最も可能性が高いのは、インフレ率が少し低下し、FRB の利下げ幅は市場予想よりも小さくなり、資金フローが株式に有利になる（債券に流入していたキャッシュが株式に向かう）というものである。**そのすべてがソフトランディングと整合性がある。**
- しかし、2024 年は、米国大統領選挙の年でもある。財政政策が金融政策よりも市場に大きな影響を与えるだろう。トランプ政権による 2017 年からの減税が失効し、新たな税政策について議論されることから、2025 年にも影響する。企業利益に対する影響も非常に大きいだろう。

今年気をつけるべきことは多いが、それらのリスクをアップサイド・ダウンサイド両方のサプライズとバランスさせることが重要である。当運用チームは、リスクの分布についてそのように考えている。今後 1 年間の市場に関する予想は、新たな情報に応じて何度も修正される推測に過ぎない。今回の Caron's Corner では、予想というよりも、私たちが直近で注目している点について解説した。

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. 01/03/2025