
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4月16日

調整含みの展開：地政学リスク、スタイル/リスク・ファクター

- 市場は調整含みの展開となっているため、ボラティリティの高い状態がしばらく続くと当運用チームは予想している。
- 高値圏へ向かうモメンタム・ファクターを支配してきたテクノロジー関連セクターは、調整入りして下落する可能性がある。
- ボラティリティの高まりが予想される時期に備えるため、ファクターの拡大や分散、脆弱性を抑えた堅牢なポートフォリオの構築について、検討している。
- 以下を背景に、市場は調整に向かっていると考える。
 - 昨年10-12月期から、様々な「ポジティブサプライズ」がみられ資産価格が急騰したが、そのような状況が今年の第二四半期に繰り返されることはおそくないだろう。
 - その結果、バリュエーションは高くなっているが、今回の決算発表シーズンにおける決算内容はおそらく前四半期ほど強くないだろう。
 - 地政学的な緊張が高まっているため、状況がより不透明になり、リスクプレミアムが増幅されている。
 - インフレはFRBの想定ほど鈍化していないため、FRBが「プット」を行使する、つまり急激な景気後退を避けるために積極的に利下げすることは難しくなっている。

-
- 今後はどのような展開になり、これらのリスクを当運用チームのポートフォリオ運用にどのように組み込むべきなのか？
 - 詳しく検討していこう。

地政学リスク

- **地政学リスクはシステミック・リスク**であり、戦略的資産配分に組み込むことも、ヘッジすることも困難である。
- ただし、地政学リスクは市場に突然ショックを与えるが、時間とともに影響が弱まっていく場合が多い。
 - 例えば、ロシアによるウクライナ侵攻では、ロシア軍が国境に集結していた時点では実際に侵攻するとは予想されておらず、侵攻が始まると市場はショックを受けた。
 - ウクライナ侵攻は現在でも地政学リスクではあるが、市場への影響は弱まっている。
- 地政学リスクを増幅し、長引かせる要素としては、**流動性や債務返済能力に広く大規模な影響**が及ぶかが挙げられる。
 - これこそ、中央銀行が、金融業界のシステム崩壊を避けるために債権放棄を活用する理由である。影響を軽減するための戦術は他にも多数あるが、特によく活用される戦術となっている。
- 地政学リスクイベントは、**他の脆弱性をあらわにする契機**となる場合もある。
 - 例えば、石油／エネルギー・ショックが今発生すれば、インフレが高止まりするマクロ・リスクが増すだろう。
 - そうなれば、より深刻な景気後退を回避する目的で中央銀行が先制的に利下げすることは難しくなる可能性がある。
 - また、他の脆弱性があらわになる可能性もある。重要な点は、**市場にとって問題なのは地政学リスク自体ではなく、その波及効果**ということである。

-
- このようなリスクにどのように備えるべきか？ 戦略的資産配分における**流動性管理**は必須である。流動性の出所を多様化し、各自のニーズに合わせて管理する必要がある。これはポートフォリオ構築やリスク管理に影響を与える。

スタイルおよびリスク・ファクターが重要：モメンタム、クオリティ、ディフェンシブ

- イベントリスクの上昇に対する条件反射的な反応としては、米国債などの安全資産を購入することを通して、ディフェンシブなエクスポージャーをとり、クオリティや流動性を高めることが多い。
- しかし、他のあらゆる事柄と同じように、リスクと機会の両方を評価するには、**全体像を見なければならない**。
 - ファンダメンタルズの観点からは、**当運用チームはまだソフトランディングを予想**しており、市場の下落時は買い場だと考えている。今回は弱気トレンドの始まりではなく、あくまで調整だろう。
 - 決算発表シーズンに向けて市場が調整することは通常、好ましいことである。なぜならば、予想を上回る、あるいは予想ほど悪くない業績による、アップサイド・サプライズのハードルが下がるからである。これは、テクニカル上の状況として、より望ましく、より健全と言える。
 - 市場のモメンタム・ファクターは基本的に過去最高に近いが、主に巨大テクノロジー企業や大手企業によるものであることには注意を要する。したがって、**モメンタムが下方修正する場合、速く急激な低下になる可能性がある**。
 - また、**クオリティとモメンタム・ファクターは最近、高い相関関係にある**ことにも注意すべきである。
 - 市場の急落はクオリティの買いを生じさせるが、それはモメンタムの調整が底を打ち、反発する、つまり押し目買いの機会となることも意味する。
- ただし、**弱気相場が始まった場合、それとは異なる状況になるだろう**。投資家はクオリティやモメンタムから離れ、ディフェンシブに向かうことになる。
- また、インフレリスクが高止まりすれば、**米国債などの安全資産によるヘッジのメリットが低下**することにも注意を要する。

-
- 要約すると、現在は弱気相場の始まりではなく、あくまで調整局面であり、押し目買いの機会があると考えている。しかし、米国の大統領選挙によって不透明性が高まり得ることから、第2四半期と第3四半期には各種の問題がまだ解決しない可能性があり、忍耐強く行動する必要がある。

株式と債券

- 市場が今後数四半期にわたり方向性を失う可能性について、受け入れなければならないかもしれない。これは、過去2四半期にわたる価格急上昇に対する調整である。
- 当運用チームは、3月末時点で株式エクスポージャーをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げた。
- **先週の強いCPI発表は、調整の始まりとなった。**金利の上昇は将来キャッシュフローの現在価値を低下させることから、株式市場の反応は驚くものではない。
 - しかし、金利上昇の背景は、**経済が堅調である**こと、つまり雇用が改善し、物価が上昇していることが挙げられる。
 - これは企業にとっては差し引きプラスである。企業はコストの上昇を買い手に転嫁し、利ざやを維持することができ、バランスシートは強く、オペレーティング・レバレッジは非常に高く、名目GDP成長率はおそらく上昇する。それは利益成長率が高まることを意味する。
- 債券について、当運用チームは引き続き、短期デュレーションのハイクオリティ資産をロークオリティ資産（ハイイールド債やバンクローンなど）と共に保有する**バーベル・アプローチ**を選好している。
 - このアプローチでは、債券ポートフォリオの金利に対する感応度を低くすると同時に、利回りを高められるため、今後しばらくレンジ相場になるかもしれない状況に適していると考えている。

以上から、市場はより深く調整する可能性があるものの、それは弱気トレンドの始まりではないだろう。したがって、参入ポイントを多様化することによって押し目買いする戦術的な計画を立てることは、今後有効な方法となる可能性があると考えている。

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. 04/16/2025