
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6月25日

概要：経済の不確実性に対処するため、当運用チームは一部の債券や株式に重点的に資産配分している。しかし、政治が生み出す曖昧性については、ポートフォリオ構造によって対処する必要がある。

2024年下半期：不確実性と曖昧性への対応がポイント

- ルイス・キャロルの『不思議の国のアリス』に登場する白うさぎは、当時のストレスや緊張を象徴している。主人公のアリスは自らの意思で白うさぎを追いかけて、不思議な世界へと入っていった。しかし、現在の金融市場にいる私たちには、白うさぎを追いかける以外の選択肢はない。
- 現在の市況に当てはめると、白うさぎが投資家を連れていくのは不確実な（uncertain）世界ではなく、**曖昧な**（ambiguous）世界なのかもしれない。2つの世界の違いは、不確実性に関連するリスクは**計算できる**が、曖昧性のリスクは**計算できない**という点である。
- そのため2024年下半期は困難な状況になるだろう。**政治的要因**が市場を動かし、**曖昧性をもたらす**からである。おそらく、メキシコ、インド、EU、フランスの選挙結果を受けて、それはすでに始まっている。
- この状況は米国の大統領選挙でも続くだろう。貿易・外交政策、関税、財政政策、2025年度税制についての予想は、すべて曖昧性をもたらす。なお、金融政

策、インフレ、雇用情勢、その他のファンダメンタルズ要因が不確実性をもたらすことも忘れてはならない。

- 投資家が 2024 年下半期にできる対応について、詳しく検討していこう。

不確実性への対処

- 足元で、不確実性をもたらす最大の要因はインフレである。インフレを正常化できれば、FRB の政策もそれに合わせた内容になる。
- 不確実性が高まっている一因は、**3つのインフレ指標が不明瞭なメッセージを発している**ことである。それは利下げの可能性に関するものであり、交通信号機に例えて説明したい。
 - **赤信号** - まだ前年比+4.8%と高いインフレのスーパーコア指標は、FRB の利下げにとって「止まれ」の信号である。
 - **黄信号** - コア CPI は前年比+3.4%と落ち着いており、鈍化傾向にあるが、FRB はさらなる確信を得られるまで様子見している。
 - **青信号** - コア PCE は前年比+2.7%と予想されており、FRB が安心して利下げできるゾーンに近づいている。
- FRB はどのような材料で利下げする確信をもてるだろうか？ おそらく**労働市場の軟化**だろう。つまり、コア CPI とスーパーコア指標がまだ高くても、失業率が安定して上昇し始めた場合（例えば約 4.3%）、FRB は利下げを開始するだろう。
- **なぜか？** それは賃金インフレが鈍化するシグナルだからである。そうなった場合、インフレ率が低下するだけでなく、**目標水準で安定すると** FRB は考えるだろう。
- 当運用チームでは、そのような状況になる可能性が最も高いと予想している。すなわち、経済が減速し、FRB はソフトランディングを確実にするために利下げを実施することになる。
- その場合、資産クラスへの影響は以下のとおりである。
 - **債券**：金利は一定レンジ内で推移するだろう。すでに逆イールドとなっており、これを織り込んでいる。当運用チームは、デフォルトリスクは低下すると予想しており、ハイイールド債とバンクローンのオーバーウェイト

を選好する。新興国のオーバーウェイトも維持する。また、逆イールドはより良好なキャリアを提供するため、やや短いデュレーションを維持したい。

- **株式**：個別銘柄特有の機会と、ベータを上回るアルファを創出する機会が増える。つまり、指数レベルでエクスポージャーを保有するだけでなく、バリューがあると考えられる銘柄に重点的に投資するということである。当運用チームは、株式に対し全体としてはニュートラルであるが、欧州の銀行セクターや、直近ではフランス株式を選好している。当運用チームは引き続き、バリュー株よりもグロース株、小型株よりも大型株を選好し、米国のディフェンシブ・セクターをアンダーウェイトにする。
- 前述のとおり、**経済の不確実性は対処可能である**。当運用チームはニュートラルであるが、プラスのアルファを獲得できるよう一部のセクトに重点的に投資する。

曖昧性への対処

- これは厳密な科学ではないが、政治がもたらす曖昧性に対処するには、**ポートフォリオ構造**が重要だと考えている。つまり、当運用チームは市場動向に応じて自由に動けるように、十分な流動性を確保し、トップダウン・ポートフォリオ・レベルでニュートラルのベータ・エクスポージャーを持つことを選好する。
- **曖昧性について、どのように考えるべきだろうか？** まず、通常のベル型の確率分布をイメージしてほしい。これは計算可能な不確実性のモデルである。次に、ベル型ではなく、水平の線を1本書いてほしい。これは、すべての事象の確率が等しいことを意味する。つまり、**何でも起こり得る**ことを表している。これが曖昧性である。
- 少々誇張した説明であることは認めるが、現実には2つの説明の間のどこかにあると考えている。改めて言うが、これは厳密な科学ではない。
- 選挙において人々がどのように投票するかだけでなく、選ばれたリーダーが（選挙期間中の発言を守らずに）どのような政治をするかについても、専門家ですえ大きく読み間違えることがある。
- 前述のとおり、不確実性の基本的な分布と政治がもたらす曖昧性の間のどこかに真実があるとしたら、この問題は**ポートフォリオ構造によって解決できる**。

-
- 2024年下半期のリスクを管理する方法として、当運用チームは十分に分散された堅牢なポートフォリオを検討している。出発点をニュートラルにしておくことで、政治的な曖昧性が引き起こすであろう市場の混乱や、市場のオーバーシュートにも対処できるだろう。

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

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. 06/25/2025