
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8月27日

二つの経済の物語：最良の時、最悪の時

- 今回の Caron's Corner のタイトルは、チャールズ・ディケンズの『二都物語 (A Tale of Two Cities)』から取っている。フランス革命期を舞台に、当時の繁栄と苦しみ両方を描いた小説である。
- 現在における**繁栄と苦しみ**といえ、エコノミストが「**二極化した経済 (bifurcated economy)**」と呼んでいる状況だろう。セクターや企業レベルのデータでさえ、データ内に矛盾が満ち溢れている。もちろん、消費者関連のデータもそうである。
- 一方で、ボラティリティは低水準で安定しており、資産パフォーマンスは堅調である。
- このままの状態が続くはずはなく、何か大きな変化があるはずだ。これらの矛盾が永久に存在することはできないが、長期間持続することは**可能**である。それが市場の見方を強気派と弱気派に分けている。いずれの見方にもそれなりの根拠はある。しかし、**最終的にどちらが正しいのだろうか？**
- 詳しく検討していこう。

最良の時…

-
- 経済は沈静化しているが、崩壊はしておらず、正常な水準に達しつつある。経済成長率やインフレ率が高い状態が長期間続いてきたが、**リセッションに陥ることなくバランスをとり、安定させることができている。このような結果はまれであり、最良の時と言えるだろう。**
 - FRB はおそらく、経済の優れた管理者であることを証明しつつある。第3四半期 GDP 予想も堅調な水準にあり、インフレ率も目標水準を上回る+3%前後であるにもかかわらず、パウエル FRB 議長はジャクソンホール会議で利下げシグナルを発している。パウエル議長はソフトランディングを目指して、そのようなシグナルを発したのだろう。
 - FRB には利下げ余地が大きい、つまり **FRB プットに大きな価値がある**としたら、景気減速が予想されるにもかかわらず、20 倍を超える PER を維持できることを意味する。
 - 雇用は弱まっているものの、需要が破壊されない程度の遅いペースである。消費は十分な強さを維持し、それが企業の業績と利益率を支える可能性がある。さらに、以下の要素もある。
 - **政策が雇用を支える**：「FRB は労働市場のさらなる沈静化を求めないし、歓迎もしない」 - ジャクソンホール会議でのパウエル議長発言
 - これは**声明のトーンの変化**にも表れている。以前の FRB は、賃金インフレの安定化によってインフレを安定させる上で、労働市場の軟化は必要であると指摘していた。
 - また、**利下げの当初のペースが前倒しされる、あるいは急ペースになる可能性がある**ことも示唆されている（リスク資産にとっては有利）。
 - 経済活動の沈静化や正常化は、需要を安定した状態に保てるだろう。やがて新しい景気拡大サイクルが開始し、それが EPS 伸び率を高め、株式指数を上昇させていく。少なくとも、ソフトランディング・シナリオにはそのような展開が織り込まれている。
 - **しかし、それほど単純ではない可能性がある。**

…最悪の時…

-
- 弱気派は、**経済の沈静化が崩壊に変わるのは時間の問題**と主張するだろう。結局のところ、通常はそのような動きになってきた。
 - 確かに、レイオフや失業率に関する指標はいまのところ低い。しかし、失業者が増え、それが企業の業績や利益率を損ない、最終的に資産のバリュエーションをリセットするのは時間の問題だろう。具体的には、以下のような状況が発生している。
 - 失業者の増加により、サム・ルールのリセッション入りシグナルが発動
 - 失業率が上昇、コンファレンスボード（全米産業審議会）雇用調査が軟化
 - ニューヨーク連銀雇用調査が軟化、全米独立企業連盟（NFIB）雇用調査が軟化
 - 世帯雇用がほぼ1年間横ばい、一時雇用が過去2年半で急減
 - 2024年3月31日までの12カ月間の就業者数が81万8,000人下方修正、月平均の雇用者数の伸びが24万2,000人から17万4,000人に修正
 - 労働市場の最近の悪化により、失業が消費の減少につながり、それが企業の利益や利益率を減らすという**悪循環が発生する可能性がある**。
 - **しかし、この点についてもそう単純ではない可能性がある**。

…では、現在はどのような時なのだろうか？

- **慎重になり、ニュートラルへ移行するべき時であるが、弱気になったり、リスクをアンダーウェイトにする時ではまだない**。
- また、以下を行う時でもある。
 - 米国株をオーバーウェイト（8月上旬に購入）からニュートラルへ**変更**する。
 - **日本株のわずかなオーバーウェイトを維持**する。当運用チームは、まだ構造的に強気である。
 - 金融セクターを中心とした**欧州株のオーバーウェイトを維持**する。

-
- **ハイイールド債のオーバーウェイトを維持**する。当運用チームはソフトランディングになると引き続き考えており、デフォルトリスクは顕現化しない可能性がある。
 - ハイイールド債のオーバーウェイトと共に、現金を含む**ショート・デュレーションの優良資産をオーバーウェイト**にする。これは当運用チームのバベル・アプローチの一部である。
 - **バンクローン**をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げる。FRBが利下げしようとしているため、当運用チームは低格付クレジットや変動金利資産を減らしたいと考えているからである。
 - **デュレーションを減らす**。債券利回りはすでに 200bp の利下げを十分に織り込んでおり、特にフラット／逆イールドカーブでは、価格上昇の機会ほとんどないと当運用チームは考えている。
- 以上が当運用チームの戦術的資産配分である。来週の The BEAT（当運用チームの資産配分に関するレポート）で詳細に説明する予定となっている。

当運用チームは、市場のボラティリティは高くなるが、レンジ相場（S&P 500 指数では 5,200～5,650）で推移するとも引き続き考えている。株式市場は、弱い経済指標、特に労働市場の軟化に対して極めて脆弱になっているようだ。また、政治的なボラティリティは 9 月と 10 月に加速すると考えている。**当運用チームは、弱気ではなく、ニュートラル・ポジションへ移行する。このポジションにより、アップサイドから利益を得ると同時に、押し目買い用のドライパウダー（待機資金）も確保できる。戦術的な資産配分とポートフォリオ構造が鍵になるだろう。**

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

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. 07/31/2025