
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9月17日

概要：市場参加者の見方は弱気だが、株価は堅調である。市場は私たちに何かを語りかけており、それに耳を傾けるべきなのだろうか？

「栄光の日々」は過ぎ去ったのか？おそらくまだだろう

- 一部の市場参加者は、米国経済の急減速と第4四半期のリセッション入りを懸念している。
- 企業業績が鈍化して利益率が低下すれば、企業はコスト削減や利益率維持を目的としてレイオフを急速に進めることになり、リセッションに対する懸念が高まるきっかけとなるだろう。
- そのような環境では、企業利益は減少し、PERも低下すると考えられる。デフォルトリスクは上昇し、クレジットスプレッドはワイドになるだろう。
- このような状況では、多くの投資家は「（投資リターン）の栄光の日々は過ぎ去ったのか？」との疑問を抱くことになる。
- 当運用チームは、おそらくまだ栄光の日々は過ぎ去ってはいないと思う。詳しく検討していこう。

何が起きているのか？

-
- 市場リスクに対して慎重な見通しを持つことについて、当運用チームは大いに共感する。実際に、当運用チームは最近、米国株式のオーバーウェイトをニュートラルに引き下げた。
 - しかし、明確にしておきたいのは、ニュートラルへの引き下げは当運用チームが弱気に転換したからではない点である。市場で調整が発生する可能性があると考えており、リスクポジションを追加するための十分なドライパウダー（待機資金）を用意しておきたかったことが理由である。
 - 簡単に言うと、当運用チームは、2025年のS&P 500企業のEPSに関するコンセンサス予想280ドル（2024年通期のEPS予想から14%の成長）は、簡単には達成できないと考えている。
 - 言い換えると、そのようなバリュエーションで米国株式を買うリスクを取っても、十分に報われないと考える。
 - 当運用チームの予想では、例えばEPS 265~270ドル、PER 19.5倍まで下方修正されたタイミングで株式をロングする方が望ましい。そのタイミングでは、S&P 500指数は5,200まで調整していることになる。今のところ、これが当運用チームのベースシナリオである。
 - しかし、当運用チームは間違っている可能性もある。

当運用チームがアップサイドを過小評価しているとしたら、どの部分だろうか？

- まず、インフレ率が年率+3%近く、アトランタ連銀のGDPナウ予想も同+2.5%近いにもかかわらず、FRBが利下げすると予想されている事実を取り上げたい。通常的环境下であれば、FRBは利下げしないだろう。
- では、なぜ利下げすると予想されているのか？ 失業率が急速に上昇する可能性があることや、経済状況と比べて金融政策がタイト過ぎることをFRBが懸念しているからである。利下げは、ヘッジと見なされており、より深刻な景気後退を食い止める方法とも見なされている。
- しかし、FRBが間違っていた場合、どうなるだろうか？
- FRBが利下げした結果、2025年にインフレ率が上昇し始める可能性がある。一般的に、インフレ率が上昇すると名目上の企業利益も増加することになる。

-
- 労働力供給は現在増えているため（移民の増加や、失業者向けの財政給付金の多くが終了することなどが原因）、人件費は低いままで企業業績が向上する可能性があり、利益率の拡大が加速していくかもしれない。
 - このシナリオは、現在の市場参加者の見方とは明らかに異なる。しかし、これは弱気見通しに対するリスクである。
 - このようなシナリオになった場合、280ドルのEPSは低すぎる可能性がある。投資家は潜在的キャッシュフローを考慮して、より高いPER（例えば21倍）でも許容するだろう。その結果、S&P 500は5,900程度に達する可能性がある。当運用チームのベースシナリオではないが、リスクとしては存在する。
 - 繰り返しになるが、これはコンセンサスではないものの、無視できないリスクである。当運用チームが常々言っているとおり、市場のアップサイドはリスクであり、他のリスクと同じようにヘッジする必要がある。
 - その場合、大きな損失を被るのは誰だろうか？ 債券投資家である。債券利回りは、来年7月までに225bpの利下げを織り込んでいる。FRBの利下げがそれほど進まなかった場合、緩やかにではあるが、債券利回りが4%台半ばに向けて上昇する可能性がある。しかし、株式のバリュエーションにとっては、この利回り水準はまだ十分に低い。

まだ投資リターンの栄光の日々は過ぎ去っていないのかもしれない。ベースシナリオ以外にも検討しておく必要があるだろう。

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. 08/31/2025