
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10月15日

菓子店に迷い込んだ雄牛

- 「陶磁器店の雄牛 (Bull in a China shop)」という言い回しは、陶磁器店に迷い込んだ雄牛のように、激しく暴れて何もかも破壊してしまうことを意味する。
- 最近のボラティリティの高まりは中国 (China) 市場でも見られるが、中国市場は好調である。おそらく雄牛は落ち着いており、幸せそうなため、「菓子店の雄牛 (Bull in a Candy shop)」と言い換えられるかもしれない。おそらく何かを破壊するような状況にないだろう。
- また、米国の労働市場関連の指標も表面上は悪くなく、最近の国内総所得 (GDI) は大幅に改善してきた。すべて良い方向に向かっているように見える。
- しかし、リスクについてはどうだろうか？ 米国のインフレ率がじりじりと上昇しているため、これまでの市場織り込み通りに FRB が利下げできるかどうかについて、精査する必要が生じている。
- 中東の緊張も、よりシステミックなリスクを生み出す可能性があるが、このようなリスクを予想するのは難しく、ヘッジするのは難しい。
- また、数週間後に迫る米国大統領選挙に向けて、市場ボラティリティが高まる可能性についても忘れてはならない。
- しかし、株式市場は上昇しており、クレジットスプレッドは引き続きタイトである。
- 今後の展開について詳しく検討していこう。

弱気ではないが懐疑的

- 中国の話題から始めよう。欧米の人々にありがちな間違いは、欧米先進国の視点から中国を見ることである。確かに、中国は市場センチメントを支えるために景気刺激策を追加しているが、ポイントはそこではない。
- ポイントは、金融環境（流動資産価格）の改善から実需の持続的な増加へと、このセンチメントが伝播していくことである。
- 欧米市場において、これは各中央銀行が採用している確立された経済理論である。金融資産価格の安定によって信頼が向上し、投資や消費につながり、その結果として GDP が改善する。これはプロシクリカルなイベントである。
- 詳細な説明は割愛するが、中国の国内市場は先進国市場とは異なる動きをする点を留意する必要がある。巨額の景気刺激策は、中国を大幅にアンダーウェイトしていた市場にとってサプライズであり、ホットマネーが流入する可能性がある。
- 問題は、それが十分に持続し、アニマルスピリットが高まるかどうか、そして、プロシクリカルな動きになり、自律的で持続可能な成長につながるかどうかだろう。結果はまだ出ていないが、当運用チームは懐疑的に見ている。
- 米国の労働市場に関する指標、具体的には前回の非農業部門就業者数（NFP）についても懐疑的である。実際のところ、この指標全体の信頼性は、コロナ前の時期よりも低下している。
- 当運用チームは、企業の設立と廃業の割合に基づき、同指標の大幅な年間下方修正について検討した。また、同指標が頻繁に下方修正されてきたことにも注目した。
- 直近の9月の同指標も下方修正される可能性がある。季節調整における統計上の問題により、10万人多く見積もられているかもしれないからだ。
- また、インフレがまだおさまりきっていないことにも留意する必要がある。コアCPIの3カ月年率換算は+2.1%から+3.1%に急上昇しており、まだインフレは沈静化していないようだ。
- また、スーパーコアCPI（コア・サービス除く住居）は、前月比+0.4%という高水準まで上昇した。
- 以上すべてを考え合わせると、FRBの積極的な利下げにより資産バリュエーションが支えられると予想している投資家は、多少再考すべきかもしれない。

では、どう対策すればよいか？

- 以前言ったように、当運用チームは弱気ではなくニュートラルだが、リスクエクスポージャーを減らした。
- **米国株式市場についてはニュートラル**であるが、引き続き小型株よりも大型株、バリュー株よりもグロース株を選好する。おそらくテクノロジー企業を重視し、リスクオン・テイルトになるだろう。この点は議論の余地がある。
- 債券については、最近の利回り急落時にショートしたが、米国 10 年債利回りが 4%超となった時点でそのショートの半分を買い戻すことを目指している。**つまり、当運用チームは再びポートフォリオにデュレーションを追加することになる。**
- 当運用チームは、利回り急落時に**ハイイールド債のオーバーウェイトを引き下げた**。しかし、利回りとスプレッドが魅力的になれば、再び追加する可能性はある。今のところはニュートラルが適切と考えている。
- 当運用チームは、念のため**原油先物を買っている**。値上がりと値下がりいずれの可能性もあると認識しているが、中東情勢は緊迫化しており、先物はバックワーション（期近価格が期先よりも高い状態）となっている。そのため、保有しないよりは、ヘッジとして保有しておきたいと考えた。正直に言えば、これは高い確信がある見方ではなく、あくまでリスク管理である。

このような状況において、当運用チームは次のように考えている。菓子店の雄牛はそれでも雄牛であり、強気市場と同じように**予測不能**であることを忘れてはいけない。現時点では機動的に動ける状態を維持しておき、大きくリスクをとらないことが重要だろう。

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. 10/15/2025