
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。

2025年3月31日

関税の不確実性はピークを過ぎたが、ボラティリティのピークはこれから

- **関税に関する不確実性はピークを過ぎた**と当運用チームは考えている。市場は関税について、単なる威圧的な外交政策の交渉材料ではなく、貿易・経済政策の再編であると理解するようになっている。
- 周知のとおり、4月2日には関税について多くの情報が発表される予定である。
- 第1四半期前半には正しく理解されていなかった関税だが、それ以降は理解が深まってきた。
- トランプ大統領とベッセント財務長官は、市場価格が**関税政策は交渉材料というよりもイデオロギーである**という新たな現実に適応することを望んでいた。
- **それに気付いた**市場はショックを受け、S&P 500は最高値から10%下落した。市場が不確実性を評価した結果である。
- **関税に関する不確実性のピークは過ぎた可能性が高い**が、市場のボラティリティが収まるとは限らない。それが不確実性とボラティリティの違いであり、2つを混同してはならない。
- 詳しく検討していく。

不確実性とボラティリティの違いは何か？

-
- 違いをシンプルに説明するならば、**不確実性はプライシングできないが、ボラティリティはプライシングできる**という点が違う。
 - ボラティリティを結果の**正規分布**の形として考えた場合、確率の範囲を評価することが可能であり、それに基づいて資産価格を予想できる。
 - 反対に、不確実性は**平らな水平線**であり、あらゆる結果が同じ確率で生じ得ることを意味する。この場合、効率的に値付けすることは不可能である。
 - 確かに、以上の説明は極端ではあるが、要点は示せているだろう。
 - **市場の反応関数についても違いがある。**
 - 3月初めに**関税に関する不確実性**が高まり、株式市場が 10% 下落したが、これは少しも不思議なことではない。
 - また、非常に急速な下落となったのも少しも不思議ではない。**わずか 22 日間で 10% 下落し、調整局面入りしたのは、過去 75 年間で 6 番目の速さ**だった。
 - 市場で不確実性が高まると、このようなことが起こるものである。ただ、おそらく不確実性のピークはすでに過ぎただろう。
 - **しかし、ボラティリティはまだ収まらない。**
 - 市場は、他の国・地域からの反応や、セクターごとの影響の大小など、関税の具体的な影響について今後知っていくことになるだろう。
 - **そこから確率を評価し始め**、一定の信頼度で、価格に関する結果の範囲を予想することができる。
 - **市場はそのような価格調整を行うことになるだろう。そして、GDP 成長、インフレ、労働市場への影響などの経済ファンダメンタルズに再び関心が移っていく。**
 - 言い換えると、平常の状態に戻るだろう。

当運用チームのポジショニング

- 分散が当運用チームの第 1 防衛線であるが、細部については議論が必要である。
 - 当運用チームは、ハイクオリティだがデュレーションの短い債券を選好し

ている。イールドカーブはスティープ化すると予想しており、デュレーションの長いエクスポージャーを魅力的とは考えていない。

- **当運用チームは、高利回り／低格付クレジットをオーバーウェイトしていたが、ニュートラル／アンダーウェイトに変更してきた。**その理由として、結果は非対称になる、つまりスプレッド縮小よりも拡大の余地の方が大きいと考えていることが挙げられる。
- 株式について、当運用チームは年初に**素材セクターの株をオーバーウェイトした。その理由は、同セクターの大半が金属関連**であるため、関税引き上げリスクに対するヘッジとなるからである。また、バリュエーションも魅力的な水準と判断した。
- 当運用チームは引き続き、**米国内に重点を置く中型株セクター**を選好する。規制緩和政策から最も恩恵を得られる可能性があり、貿易関連の影響も比較的受けにくいからである。
- 地域別の観点では、欧州の政策が経済成長、再工業化、財政刺激策を重視する方向に転換する兆しを見せていることから、**2月上旬に欧州をオーバーウェイト**に変更した。

関税政策に関する混乱は続いているが、明るい要素があるとすれば、不確実性のピークというプライシングの難しい時期が終わり、ウォール街が扱い慣れているボラティリティの時期が到来しつつあることだろう。言い換えると、不確実性は上手く管理できないが、ボラティリティならば管理できる。市場のこのような移行から投資機会を見つけよう。

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はありません。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、信頼しまし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. 04/30/2026