

## CARON'S CORNER

# THE BEAT, Monthly

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

## 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（以下、「当運用チーム」とします）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

### 注目点：

- 雇用統計の重要性については、いくら強調してもしすぎることはない。特に賃金の軟化は、FRBにインフレは安定していると確信させ、利下げを促す要因であった。
- 当運用チームは、このような鍵となる変数の相互作用を理解・測定するために、FEARフレームワークを構築した。この名称はFRB、Employment（雇用）、Asset prices（資産価格）、Rates（金利）の頭文字からとっている。
- 現在の環境は好都合に見える。インフレ率は低下し、FRBは金融緩和に取り組むと予想されており、債券利回りも低下している。労働市場は軟化しているが、消費者の需要を損なうほどの水準までは崩壊していないようである。
- このような均衡状態は債券と株式のどちらにも有利に働くが、どれだけ長く続くだろうか？ また、この状態は持続可能なのだろうか？ その疑問に対する当運用チームの答えが、8月のThe BEATに掲載している資産配分とポートフォリオ構築である。

## 8月の主なテーマ

### 労働市場：まちまちなシグナルだが、利下げの鍵を握る

ヘッドラインレベルの月次就業者数は、当初発表段階では予想を上回ってきた。しかし、これも大幅に下方修正されている。米労働省労働統計局の家計調査では、失業率の上昇と労働市場の軟化（週次の新規失業保険申請件数の増加が裏付けとなる）が示されている。雇用統計の軟化は賃金インフレを持続的に鈍化させることになるため、FRBは利下げする確信を持てるだろう。

### インフレ：悪いニュースが「悪いニュース」になるのはいつか？

インフレは米国で鈍化しており、欧州でも鈍化しているが、日本では粘着的である。リスク資産は、インフレ鈍化につながる景気減速の兆候を受けて、良好なパフォーマンスとなっていた。すなわち、「悪いニュースは良いニュース」という状態である。しかし、インフレ鈍化の要因が需要の減少になれば、「悪いニュースは悪いニュース」になる。このような亀裂が生じつつある初期の兆候が見えているようだ。

### 広範な政治的ボラティリティ

当運用チームは6月、フランス株式を押し目買いし、ロングポジションを構築した。フランス総選挙では左派連合が予想外の勝利を収めたが、当運用チームは、政策を適切に機能させるには中道に寄る必要があるという見方を維持する。英国の総選挙も終わった。米国の大統領候補を指名する全国大会からも、投資判断に資する明確な情報は得られないだろう。当運用チームは、当選した政治家は選挙活動での主張とは異なる行動をするものだと考えている。

### 中国：ほぼ変わらず

5年に1度開催され、長期的な経済政策について議論する**中央委員会第三回全体会議（三中全会）**が、ひっそりと終了した。期待は低かったが、成長見通しの改善につながる改革については多少希望が持たれていた。全容は不明なものの、当初の声明では「高品質の発

展」への注力を維持している。これは産業補助金と過剰生産能力が継続することを意味する。世界の他の国・地域は、この方針に反発しているようである。

## 8月の主な投資アイデア

### ハイイールド債のオーバーウェイトを維持

先月は米国のインフレ指標が市場コンセンサスを下回り、**ソフトランディングの可能性が再び高まった**。ソフトランディング予想を前提にすると、デフォルトリスクは低いままだろう。したがって、2024年下半期の債券利回り（とりわけハイイールド債など低格付クレジットの利回り）は、特にリスク調整後ベースで、株式に匹敵するリターンとなる可能性がある。当運用チームは、このような債券セグメントを通じて、ポートフォリオにリスクエクスポージャーを追加する方針である。

### 地方債（非課税債）：魅力的な利回りと強い需給

**高利回り地方債は非常に魅力的である**。利回りは5年平均から1標準偏差乖離している。連邦税の最高税率（37%）と純投資所得税（3.8%）について調整すると、課税債の利回り9.5%に相当する。需給要因も支えとなっているため、地方債は当運用チームが特に選好する資産である。

### フランス株式：オーバーウェイトを維持

**総選挙の結果が出たが、当運用チームの見方は変わらない**。新政権樹立に向けた交渉が行われるため、短期的に不確実性が高まるかもしれない。しかし、最終的には、中道寄りの政策に収束すると予想している。株式は当初レンジ相場になるかもしれないが、政治的ノイズから生じる投資家の懸念が後退するため、最近のアンダーパフォーマンスは逆転すると予想している。

### 株式：引き続き小型株よりも大型株を選好

**小型株がアウトパフォームする可能性は非常に低い**。歴史的に見て、小型株がアウトパフォームするには、経済成長の加速がまず必要である。しかし、「より高く、より長い」高

金利環境において、経済成長と金利との逆相関が高まっている。（例えば 2023 年末のように）金利低下と共に経済成長が加速することはあり得るが、現在のインフレ環境においては可能性が比較的低いと当運用チームは考えている。最近の金利低下は小型株への追い風となったが、経済指標が軟化しているため、このようなトレードの持続性は限られるだろう。

本書は、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発行したレポートの一部を邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

### リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

### 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 1. 投資一任契約の概要：**投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ：**受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項：**受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 4. 受託資産の運用に係る費用について：**投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

**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](http://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