

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 12 月

重要テーマ

金融政策：退屈は善

世界各国の中央銀行は 2025 年に利下げを実施し、低金利を維持すると予想されている（慎重な利上げ路線を続ける日本を除く）。そのため、ボラティリティは低下し、債券利回りはレンジ内で推移することになるだろう。それは退屈な状態かもしれないが、良いことである。サプライズ要因としては、インフレが安定しなくなり、市場が利上げを織り込み始めることが挙げられる。安定した金利に依存しているリスク資産のバリュエーションが影響を受けることになるため、それは望ましくない事態だろう。FRB のターミナルレートについては 3.5%未満との予想が一般的だが、当運用チームは 3.50~4.0%の間になる可能性があると考えている。しかし、正当な理由があって金利が高止まりする（それほど低下しない）場合には、問題はないだろう。

財政政策は 2025 年に動きがある

財政拡大と緊縮財政。ドイツなど欧州の一部では財政拡大が必要になるかもしれないが、米国では緊縮財政が必要になるだろう。税制と関税が関心を集めることになり、一部の減税は延長され、他は延長されない可能性がある。おそらく関税は広範囲ではなく目的を絞ったものになり、需要サイドと供給サイド両方に影響を及ぼす

だろう。また、特に大きな影響をもたらす可能性がある規制緩和も忘れるわけにはいかない。複雑な状況であるため、単純な答えを得ようとして道を外れないようにしたい。投資の観点からは勝者と敗者が生まれるだろうが、財政政策で動きがあると予想されるため、当運用チームはそこに注目している。

2025年：「P」（株価）よりも「E」（利益）を重視

主要なポートフォリオの変更。指数レベルでの PER 拡大（つまりベータ）に注目するより、資産や投資対象を選択すること（すなわちアルファ要素）の方が、リターンにとって重要になる可能性がある。利益の増加やクオリティ向上は、限られた銘柄だけではなく、幅広い市場で見られる。グロース株とバリュー株、大型株と小型株の間の線引きは曖昧になっていくだろう。市場のバリュエーションが広く拡大しやすい状態にあるとみている。投資対象の選択における主な判断材料となるのは、税制、関税、規制緩和だろう。

インフレが 2025 年の不確定要素

安定するか否か。インフレは鈍化しているが、各国中央銀行がさらなる利下げを実施できるほど低い水準で安定するだろうか？あるいは、インフレが安定しなくなり、利下げペースが減速したり、利下げを停止したりする事態に陥るだろうか？これは 2025 年に注目すべき重要な変数である。なぜなら、金融政策を左右し、財政政策に影響を与えることになるからである。当運用チームは、インフレ率は安定した状態が続くものの、目標水準までは下がらないと考えている。これは、各国中央銀行がそれぞれの予想ターミナルレートに達しない可能性があることを意味する。労働市場が十分な強さを維持する限り、それでも問題はない。しかし、労働市場が弱ければ緊張が生じる。当運用チームは今後もこの点に注目していく。

2025年初にかけての投資アイデア 5 選

バンクローン：ニュートラル→オーバーウェイト

魅力的なレラティブバリュー。バンクローンのスプレッドは、債券市場の他のリスクアセットほどタイトになっていないようだ。そのレラティブバリューから、利益を獲得するチャンスがあると当運用チームは考えている。ハイイールド債のスプレッドに対するバンクローンのディスカウントマージンは、過去最高水準に近づいている。そのため、当運用チームは、クレジット・エクスポージャーの一部をハイイールド債からローンに移している。

全体的な株式エクスポート：アンダーウェイト→ニュートラル

米国選挙後の動向は株式にとってプラス。当運用チームのベースシナリオであるソフトランディングに変わりではなく、株式ファンダメンタルズの支えとなっている。短期的な面では、米国選挙の投票日前にリスクを落とした投資家が選挙結果を受けて市場に戻り、来年の株式アップサイドの一部を「先取り」しようとするだろう。しかし、中期的な観点からは、第2次トランプ政権が株式に及ぼす影響の全体像を把握する上で、まだ情報が不足していると当運用チームは考えている。

欧州株式：わずかなオーバーウェイト→アンダーウェイト

降れば土砂降り。欧州株式はすでに深刻な逆風に直面しているが、第2次トランプ政権により逆風がさらに強まるだろう。貿易に関する不確実性は、欧州地域の景気循環的な回復の可能性を損なうだろう。また、欧州株式内で大きな割合を占めるセクターの一部（素材、資本財、自動車など）に対しては、特に深刻な影響を及ぼすだろう。当運用チームは欧州で銀行セクターへのティルトを継続する。高金利と割安なバリュエーション環境を考慮すると、魅力的なキャピタルリターンを得られるという構造的なストーリーにはまだ説得力があると考えている。

米国株式：アンダーウェイト→わずかなオーバーウェイト

超大型株以外のエクスポートを追加。当運用チームの見方では、選挙後の動向は米国株式にとってプラスであり、ベースシナリオであるソフトランディング予想は変わらない。当運用チームは超大型株以外のセグメントを通じて米国株式エクスポートを追加している。そのようなセグメントは、利益拡大トレンドやバリュエーションについてより有利なポジションにあると考えているからである。

デュレーションをオーバーウェイトに

ヘッジとして有効な水準。ここ数年間で初めて、当運用チームは、ポートフォリオのデュレーションをオーバーウェイトに変更した。米国10年債利回りは最近上昇したが、この水準からさらに上昇する可能性は低いと考えている。つまり、当運用チームが増やしている米国内の株式エクスポートやシクリカル銘柄へのエクスポートに対する、債券は有効なヘッジ手段になると考える。

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

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