

## 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7月

### 概要

- 引き続きソフトランディングを予想している。しかし、関心の的は、インフレから2024年下半期の労働市場に移りつつある。
- 失業率が上昇した場合、インフレ鈍化の確度が高まる。FRBにとっては、インフレ率が低下するだけでなく、目標水準で安定する兆候と考えられるだろう。
- ある意味で、「悪いニュースは良いニュース」と受け止められる。つまり、インフレ鈍化と失業率上昇は、FRBを利下げに向かわせるため、株式にとってプラスと言える。
- ただし、インフレが鈍化し、失業率が上昇した場合のリスクとして、需要、企業業績、経済成長への悪影響が考えられる。このような状況では、「悪いニュースは悪いニュース」になる。
- しかし、この点について、私たちはルビコン川をまだ渡っていない。

## 7月の主なテーマ

### ソフトランディングの確率が上昇

- **6月はソフトランディングの可能性が高まった。**インフレが鈍化し、複数の主要中央銀行が利下げに踏み切っている。将来の賃金に関する先行指標から判断すると、賃金上昇率は米国とユーロ圏で引き続き減速していきだろう。これは、粘着性のサービスインフレを緩和し、中央銀行による利下げを可能にするだろう。

### 米国株式は予想を上回るパフォーマンス：当運用チームはニュートラルにするのが早過ぎた

- **一部の銘柄が株価上昇を主導：**年初来リターンの約3分の2は、わずか10銘柄ほどに由来している。業績の上方修正も、同じように一部の銘柄だけである。バリュエーションの観点からも、堅調なパフォーマンスが一部の銘柄に限られていることが分かる。S&P 500銘柄のPERは、時価総額加重ベースで21倍となっているが、均等加重ベースではわずか16倍である。幅広い銘柄にまで上昇が広がる可能性はあるが、それには景気循環的な回復が必要となる。当運用チームはニュートラル方針について再検討している。

### 米国労働市場は岐路に立っている

- **労働市場の秩序立ったリバランシングが進行している。**求人数が減少する一方で、失業率は概ね安定している。インフレ率が低い水準で安定するとFRBが確信するには、労働市場が軟化する必要がある。ただし、超過労働需要がコロナ禍前の水準に戻っているため、以前と比べ、労働市場は経済活動の減速に対して脆弱な状態になっている。当運用チームはこの点を注視している。

### 政治がもたらすボラティリティ：始まったばかり

- フランスの総選挙や、主要新興国（インド、メキシコなど）における選挙の影響は、2024年下半期に政治がもたらす市場ボラティリティの始まりに過ぎない。現在のところ、フランス以外の市場やEU全体にまで波及するとは予想されておら

ず、実際にまだ波及は確認されていない。多くのシナリオが存在するが、今回生じているボラティリティは買いの機会であると当運用チームは考えている。

## 投資アイデア 5 選：

### ハイイールド債をオーバーウェイトに戻す

- **6月**はソフトランディングの可能性が高まった。インフレが鈍化し、複数の主要中央銀行が利下げに踏み切っている。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

- **高利回り地方債の利回りは、非常に魅力的である。**5年平均からは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：押し目買い

- **当運用チームは、フランス株式の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。**総選挙の結果が不透明なため、短期的なパフォーマンスはおそらく不安定なままだろう。しかし、フランス企業の収益の大部分は海外に由来するため、フランスの大型株において、主要銘柄や主要セクターのファンダメンタルズに対して選挙結果が影響を及ぼすことはないと考えている。フランス株式指数はまだ優良な状態であり、現在のバリュエーションは魅力的なエントリーポイントといえる。

## 欧州の銀行セクター：ロングを継続

- **短期的なボラティリティの先を見据える。** 欧州議会選挙の結果を受けて、欧州の銀行セクターは圧力にさらされている。特に懸念されているのが、フランスの総選挙に関する政治リスクである。これは銀行の資金調達コストや自己資本コストに影響する可能性がある。しかし、それらのイベントは、当運用チームの欧州銀行セクターに対する見方を変えるものではない。欧州銀行セクターは、金利が上昇する新たな環境において、魅力的なリターンの可能性を引き続き提供している。

## 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、基本的に経済成長の加速が必要である。（例えば 2023 年末のように）金利低下ととも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では可能性が比較的低いと当運用チームは考えている。一方で、粘着性インフレとリセッションリスクの両シナリオにおいて、小型株は大型株をアンダーパフォームするだろう。

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