

## 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6月

### The BEATの概要（6月）

戦略的には、当運用チームはリスク資産のエクスポージャー（キャリアを含む）に関して引き続き楽観的である。戦術的には、ポートフォリオのリスクをニュートラルに移行した。2024年下半期に予想されるボラティリティに対処できるよう、ドライパウダー（待機資金）を用意するためである。

- 現在のところ、当運用チームは軽くブレーキを踏んでいる状態である。なぜなら、市場がソフトランディング・シナリオを完全に織り込んだように見えるからだ。
- (1) 米国の大統領選挙、(2) インフレおよびその結果引き起こされる金利政策の不確実性を背景に、2024年下半期に市場が不安定になり得ると考えている。リスク資産は通常よりも金利の影響を受けやすくなっており、金利ボラティリティは急低下した後に上昇する可能性があると考えている。

- 戦略的には、当運用チームはリスク資産について引き続き楽観的である。ソフトランディングが実現すれば、今年には株式の利益が維持され、デフォルトサイクルの影響も抑えられるだろう。
- 戦術的には、2024年下半期を迎えるにあたり、当運用チームは予想されるボラティリティの高まりや投資機会に対応できるよう、ドライパウダーを確保したい。

## 6月の主なテーマ

### 市場コンセンサスに逆らい、上昇局面で売る

株式は新高値に達しているが、当運用チームは売却を進めた。2024年3月、当運用チームは米国株式をオーバーウェイトからニュートラルに移行し始め、現在は移行を完了している。最初の半分は3月末、残りの半分は5月中旬という2つのフェーズに分けて移行を実施した。これが市場の最新のコンセンサスに反することは認識している。しかし、当運用チームの決定の理由として、S&P 500が5,350に近づいたことが挙げられる。5,350は当運用チームの強気シナリオであり、ソフトランディングを完全に織り込んだ水準といえる。景気循環的な経済成長が十分に再加速した場合、当運用チームは再びポジティブな姿勢に転換するだろう。しかし、これは現在の見通しとは異なる。

### グローバル株式 – ベース効果が重要

これまで米国が株価上昇をリードしてきたが、米国以外も追いつきつつある。過去数カ月間、欧州と中国の株式が大きく回復し、米国株式や日本株式をアウトパフォームした。当運用チームは2024年第1四半期末に、欧州と中国についてアンダーウェイトからニュートラルへとエクスポージャーを増やしており、株価上昇の恩恵を受けることができた。ただし、市場ではオーバーウェイト・ポジションを支持する声は多いが、当運用チームはニュートラルを維持している。米国と日本以外の市場が反発したのは、スタート時点のマルチプルが低かったためである。最近の相対的なアウトパフォーマンスは、それで説明できる。ただし、これらの市場は今後の成長に向けたファンダメンタルズに比較的多くの課題があり、それが現在の水準のパフォーマンスを維持することを困難にしていると考えられる。したがって、当運用チームはニュートラル・エクスポージャーを維持する。

## FRB と他の中央銀行の歩調のずれ

ECB とカナダ銀行（BoC）は、FRB より先に利下げする見込みである。これは、短期的には米ドルの相対的な強さに繋がる可能性がある。新興国通貨に対しても、米ドルが相対的に強くなる可能性がある。しかし、米ドルは米国の過剰な財政出動とその結果として生じる財政赤字が引き起こす下落圧力を受けることになるだろう。2024 年下半期に入り、米国大統領選挙が終わると、米ドルは下落圧力にさらされる可能性がある。新興国の中央銀行にとっては、通貨下落やインフレの悪影響を引き起こすリスクなしに利下げできるため、新興国が最も恩恵を受ける可能性がある。この点について、今後も注視していきたい。

## すべての道はインフレに通ず

インフレ率は低下しているが、目標水準で安定するだろうか？ 道筋は平坦ではないが、インフレ鈍化は進んでいるようであり、市場は概ね一息ついた状態にある。しかし、重要な問題は、インフレ率が目標水準まで低下して安定するかである。これは米国よりも欧州で実現される可能性の方が高い。ユーロ圏のヘッドライン消費者物価指数（HICP）が +2.5% となったことを考慮すると、ECB の政策がインフレをさらに鈍化させ、目標水準で安定させられる確度は高いように思える。米国での確度はそれよりも低いと言えるだろう。米国の主要インフレ指標は低下しているが、不確実性が残っている。米国のインフレが目標水準で安定しない場合、世界各国の中央銀行にとっては、利下げにより国内の経済活動を支えることができないリスクとなる。これは資産価格に大きく影響するが、すべてはインフレの状況次第である。

## 主なトレードのアイデア

### 株式：シクリカル銘柄へのセレクトティブなエクスポージャーとクオリティ・コアの組み合わせ

シクリカル銘柄へのエクスポージャーを慎重に追加する。上向きになったグローバル製造業購買担当者景気指数（PMI）と、米国以外の成長が米国にある程度追いつきつつあることは、株式が広く上昇する可能性を示唆している。当運用チームは、選別的にシクリカル銘柄へのエクスポージャーを追加し、地域別のエクスポージャーのバランスをとる好機と

考えている。ただし、よりリスクが高い株式セグメントにまで拡大することはしない。クオリティ銘柄（低いレバレッジ、高い収益性）と、シクリカル銘柄へのある程度のエクスポージャーとを組み合わせるバーベル・アプローチは、最高のリスク・リワード・プロファイルを提供すると考えている。また、銀行セクターにも投資妙味があると見ている。

### 欧州の銀行：不死鳥の復活

**割高になっている株式市場において、欧州の銀行は高いインカムと十分なバリューを提供している。**欧州の銀行のバリュエーションには、構造的に変化した環境や資本創出の可能性がまだ反映されていないと考える。特に、困難な環境だった過去 10 年間と比較すると、これは明らかである。同業界は持続可能な 10%以上の株主利回り（配当+自社株買い）を提供している。当運用チームは、株価収益率（PER）8 倍、株価純資産倍率（PBR）0.9 倍で取引されている欧州の銀行について、（長期的に）さらに再評価される可能性があると考えている。スルー・ザ・サイクル（TTC）でより高くなっている欧州の金利、わずかに高い名目 GDP 成長率、民間セクターの健全なバランスシート、間もなく安定するであろう規制環境が、株主により高い持続的な利益をもたらすと考えられる。

### 欧州株式：ニュートラルを維持

**改善しているが、まだ十分ではない。**しばらくの間、バリュエーションとポジショニングは魅力的な状態が続いていた。しかし、欧州株式のパフォーマンスは、欧州の経済指標の反発に助けられて、他地域の株式に追いつき始めた。それらの動きは、より良好なリターン見通しを支えるものであるが、欧州株式が持続的にアウトパフォームする明確な道筋はまだ見えない。EPS 成長率は、まだほとんどのセクターで他地域を下回っている。また、予想される景気回復は、その恩恵を受けると考えられる分野にほぼ織り込み済みのように見える。

### 実質金利

**実質金利の上昇は、債券投資家に取引の機会をもたらす可能性がある。**成長率とインフレがいずれも予想を上回ったことから、過去数カ月にはわたって実質金利は上昇した。しかし、最近では成長とインフレに関するファンダメンタルズが鈍化しているように見えることから、実質金利のこのような動きは一服している。当運用チームは、高い実質金利を活用

するために債券資産を保有する好機であり、債券により多くの買い手が集まると考えている。このような機会は新興国債券で特に顕著である。新興国の中央銀行は、現地通貨が米ドルに対して下落するリスクを軽減するために、金利を通常よりも高く維持してきたからだ。また、当運用チームはソフトランディングとデフォルト率低下を予想しているため、より低格付けの債券に投資妙味があると考えている。

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