

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3月

主な投資アイデアと資産配分の3つの変更点

今月は資産配分の重要な変更について取り上げる。具体的には以下の点である。

1. 投資適格クレジットをさらにアンダーウェイト
 2. 米国地方債をオーバーウェイトからニュートラルに変更
 3. グローバル先進国株式をさらにオーバーウェイト
- 市場環境は変化している。2月になると、3月利下げに対する期待はなくなり、2024年にリセッション入りするリスクも低下した。そのような状況を受けて、当運用チームが行った変更と、現在の考え方について取り上げたい。

3月の主な投資テーマ

財政政策が金融政策よりも重要

2024年のGDP伸び率は、予想以上の財政刺激策が実施された場合、市場コンセンサスを上回る可能性がある。今年は大統領選挙の年であり、再選を目指す与党は景気を支えるために歳出を増やす傾向がある。歳出増加は、税関連の施策や、CHIPS法（米国内での半導体の生産や研究開発を支援する法律）に基づく歳出の前倒しによるものになるだろう。詳細については3月7日に行われるバイデン大統領の一般教書演説で明らかになる可能性があり、今年の一般教書演説は例年よりも大きな影響を市場に及ぼすと当運用チームは予想している。

インフレが債券のリスク

最近のインフレ指標はFRBが安心できるような内容ではなく、利下げはさらに遅れる可能性がある。このような状況に財政刺激策も加われば、FRBが使命を果たすのはさらに困難になる。債券市場のバリュエーションはFRBによる利下げに依存しており、したがって、ポートフォリオのデュレーションリスクを管理することが極めて重要であると考える。

労働市場が支える株式

インフレの高止まりにより名目成長率は引き続き予想を上回っており、堅調な増益を支えるだろう。労働市場が逼迫している限り、消費者は支出を続けることができ、利益率は高いままになる。それが株式市場を支えているが、重要なポイントは労働市場が強さを維持できるか否かである。これこそ当運用チームが注視している点である。

資本はより高い実質金利を求める

FRBはBoEやECBより前に利下げすると予想されていたが、今ではFRBの利下げが後になる可能性がある。その場合、米国の実質金利が高止まりを続け、米ドルと米国資産を広く支える可能性がある。キャッシュフローにおける実質金利差

は、グローバルポートフォリオの相対的バリュエーションを決定する上でより大きな役割を果たすようになるだろう。

投資アイデア

投資適格クレジットをさらにアンダーウェイト

- **投資適格クレジットのリスク調整後リターン見通しは、低利回りとタイトなスプレッドのために魅力が低下している。** インデックスレベルでは、投資適格クレジットの利回りは、デュレーションリスクを考慮すると低すぎる水準にある。当運用チームでは、よりソフトなランディングとなった場合、利回りが押し上げられると考えている。また、スプレッドはレンジの下端付近で推移しており、市況悪化に対するヘッジ効果が少ない。当運用チームは、投資適格クレジットよりも、優良国債と低格付クレジットのバーベル投資を 선호する。
 - 2010年以降で、足元の米ドル建て投資適格クレジット全体のスプレッドは6パーセントである。しかし、この指標は全体像を示していない。セクターレベルで見ると、金融銘柄のスプレッドは19パーセントである。金融銘柄を除くと、米国のスプレッドは2010年以降でみて、0パーセントとなる。
 - このようにスプレッドはタイトで、投資適格クレジットは実質的に米国債と同じように取引されている。
 - また、投資適格クレジットのオールイン利回りは現在、米国と欧州の両方でキャッシュレートを下回っている。つまり、スプレッドリスクやデュレーションリスクを、報酬ゼロでとっていることになる。

地方債をオーバーウェイトから再びニュートラルに

- **優良地方債の利回りは、税引き後ベースで、米国債との差がほとんどない。** ただ、より低格付けのセグメントについては、もう少し差がある。

グローバル先進国株式 – エクスポートを追加

- **株価上昇のため、バランスポートフォリオにおける株式の合計ウェイトが高くなっている。**当運用チームは、エクスポートを減らすのではなく、上昇した株式の全体保有額を維持することを選好し、ポートフォリオにおける株式を全体的にオーバーウェイトにすることを検討している。製造業 PMI は、持続的な景気循環的回復が始まっていることを示唆している（ただし過去と比較すると大きな回復ではない）。そのような環境では株式が支えられる傾向がある。最近の業績発表の動向から、当運用チームは、このようなエクスポートについて安心感を持っている。

その他のアイデア：

米ドルへの追い風は続く

- **強い米国消費見通しを考慮すると、FRB は利下げを緩やかにしか実行しないと当運用チームは予想している。**また、ディスインフレーションの道筋は平坦ではないため、米国の実質金利は高止まりし、それが米ドルを支えるだろう。当運用チームの見通しでは、米国を除く世界景気回復は抑制され、米ドルは強さを維持する。米国以外では、ユーロ圏はさまざまな構造的な問題に苦しんでおり、大幅な景気回復は難しい可能性がある。また、日本ではマイナス金利の早期解除に関する予想が最近になって後退している。中国における問題も、米ドルの強さが維持される要因となるだろう。

新興国ハードカレンシー建て債券 – オーバーウェイトを維持

- **スプレッドと金利が新興国ハードカレンシー建て債券のリターンを支える。**債券利回りの年初来の上昇を受けて、新興国ハードカレンシー建て債券のエントリーポイントはより魅力的になっている。また、（PMI の連続的回復が示す）経済成長の改善や資金調達コストの低下のため、スプレッドは縮小を続けるだろう。上記の要因や、8.6%の利回りを考慮すると、今後 12 カ月間の投資期間において魅力的なリターンを得られる可能性がある。

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

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