

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。

2025 年 3 月

2025 年 3 月の重要テーマ

ヨーロッパ：近年の敗者

関税、再工業化。 欧州は次の関税対象地域であり、このことは広く知られているが、発表されれば市場に影響を与える可能性がまだあると思われる。当運用チームはこれを買いのチャンスと考える。欧州株は 2025 年に向けてアンダーウェイトがコンセンサスとなっているが、年初来では DM の中で最も好調なパフォーマンスとなっている。PMI（製造業の健全性を示す指標）が 50 を下回る数年来の谷から回復するにつれて、欧州は回復に向かうだろう。ロシアとウクライナの停戦はさらなる支えになるだろう。

インフレになるかならないか（To Be or Not To Be Inflationary）

それが問題なのだ（That is the question）。 関税がインフレを引き起こすかどうかは、盛んに議論されている。金融政策による相殺がなければ、関税の影響は一過性の物価上昇に過ぎず、より低価格の商品への代替効果に左右されるため、インフレにはならないかもしれない。一方では、サプライチェーンを混乱させ、非効率を生み出すことで持続的な物価上昇圧力がかかり、インフレになるかもしれない。市場は

どう考えているのだろうか？インフレのブレイクイーブンが上昇していることから、緩やかなインフレに見方が傾いているようだ。これはデフレーションをリスクにさらすだろう。

財政問題：関税、税金、予算

これも計画の一部だ。トランプ大統領の今年の主な目標のひとつは、成長を促進する予算案を成立させることである。これは、減税によって財政政策を緩和し、同時に財政赤字を抑制することによって達成される。2月に見たように、関税は減税計画を相殺するために必要な歳入を生み出すための第一歩だった。3月からは、これらの要素の影響がシナリオを一部左右すると考えられ、どのセクターが最も恩恵を受けるかを注視することになる。

成長：楽な道

ノイズはあるが、成長はまだ順調だ。世界の経済成長は依然として拡大傾向にあると考える。日本を除けば、世界の中央銀行の政策は依然として緩和的で、少なくとも引き締めは行われていない。これは収益と利ざやにとって追い風となり、資産価格を下支えするだろう。当運用チームは、このことが市場の拡大と循環的回復というテーマを支えていると考えている。

当運用チームの上位 4 アイデア

株式を追加

欧州に分散を。コンセンサスに反して当運用チームは欧州株式へのエクスポージャーを増やしている。なぜか？理由はいくつかある：世界的な PMI の回復、業績の上方サプライズのハードルの低さ、ドイツの選挙、成長促進政策の支持の広がりなどが、欧州株（特に大型、バリュー銘柄）のサポート要因となるだろう。当運用チームのテーマの 1 つは、シクリカルとバリューに有利な市場の拡大であり、米国と欧州の両方でエクスポージャーを追加している。

欧州建設へのエクスポージャーを増やす

ファンダメンタルズの改善とポジティブなオプションナリティ(選択の柔軟性)。欧州の建設・建材セクターは、ここ数年の厳しい状況にあったが、利下げによる追い風が建設活動に作用し、回復に向かっているようだ。さらに、ウクライナの停戦と関連する復興努力のニュースが EPS をさらに押し上げる可能性があり、取引のポジティブなオプションナリティを提供するだろう。割安なバリュエーションと関税リスクからの相対的に影響を受けにくいことから、同セクターに魅力的なチャンスがあると考ええる。

債券は株式よりリスクが高いか？

デュレーション。当運用チームはポートフォリオのデュレーションを小幅アンダーウエイトにシフトさせたが、更にデュレーションを縮小させる可能性もある。その理由は、1) イールドカーブはスティープ化し続ける可能性があり、2) 成長促進のための財政政策が関税引き上げと並行して展開されれば、インフレ率はやや上昇する方向に傾いている、との見方を持っているためである。そのため、デュレーションに敏感な債券に対するエクスポージャーを減らし、株式のエクスポージャーを増やすことを選好する。ただし、デュレーション感応度の低い高利回りのクレジットのオーバーウエイトは継続する。

不動産の転換期

ファンダメンタルズが改善する中、価格は安定している。不動産はここ数年、金利上昇、循環的な供給過剰、そして特定のセクターでは需要破壊に対応するため、価格調整が生じてきた。しかし、将来の供給が大幅に減少し、特定のセクターで進行中の需要破壊が安定するとみられることから、長期的な運用見通しは著しく改善している。エントリー価格は大幅に引き下げられており、こうしたファンダメンタルズ改善への投資機会に繋がるだろう。

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

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