

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10月

主な懸念事項の概要

- 労働市場は、発表された指標が示唆するよりも弱い可能性がある。すなわち、実際の失業率は発表されている4.2%より高いかもしれない。
- 実際の失業率がどれだけ高いかを判断するのは難しいが、雇用指標が一貫して下方修正されてきたのは事実である。したがって、指標に間違いがあるとしたら、実際の雇用状況は強いよりも弱い可能性の方が高いだろう。
- これはFRBの政策に影響を及ぼし、FRBが表明した4.4%という失業率の閾値を守るための対策にも影響を及ぼすことになるだろう。
- そして、FRBが積極的な利下げを実施したいと考えても、インフレがそれを許さない可能性がある。
- また、高水準の財政赤字を考慮すると、経済を支える財政支出プログラムも制限される可能性がある。
- つまり、米国においては、経済に対する将来のショックを緩和するためのカウンターシクリカルな金融・財政政策ツールが少なくなる可能性がある。

- これは幅広い資産のリスクプレミアム増加につながるだろう。

10月の重要テーマ

不確実性のピーク

10月是不確実性がピークを迎えるだろう。市場は、FRBによる利下げ開始や、米国大統領選挙・議会選挙の展開に対応しようと取り組んできた。このような不確実性を背景に、資産価格は不安定になり、大きく変動している。しかし、11月上旬に選挙結果が明らかになれば、市場は不確実性から解放され、資産価格はより安定したレンジ内で推移するようになるだろう。もちろん、サプライズの可能性は常にあるが、10月に不確実性のピークを過ぎた後は、より確信を持って資産配分を決定することができるだろう。

FRBはなぜ50bpで利下げを始めたのか？

労働市場に不確実性があるからだろう。利下げを50bpで開始したことについての説明は多数存在する。例えば、「(7月に利下げ見送った分の)キャッチアップのために利下げを実施した」、「7月に開始しなかったことを後悔していた」、「ソフトランディングを確実にするための保険として利下げした」などの説明だ。しかし、当運用チームはそれらについて懐疑的であり、別の解釈があると考えている。当運用チームの解釈では、FRBは(政策反応関数の基礎となる)労働市場について、指標から示唆されるよりも弱いと懸念している。パンデミック以降の労働指標は不安定で、一貫して下方修正されてきたことに注意すべきである。そのような不確実性の要因の一つとして、移民が挙げられる。以上は当運用チームの仮説に過ぎないが、今後も注視していく。

米国の選挙：現状についての整理

候補者としての主張と実際の政権運営は、異なる可能性がある。最大の不確実性はハリス副大統領だ。Voteview.comに掲載されている学術的な分析によれば、同氏の上院での投票履歴からは、非常に革新的で大きく左寄りな姿勢が伺える。その一方で、ハリス副大統領は中道的な政権運営を行うと約束している。大統領経験者のトランプ氏については、不

確実性が比較的小さい。いずれの候補者の政策も財政赤字を増やす可能性があるが、両候補とも歳出は報われると考えている。その手段として、トランプ氏は規制緩和と関税、ハリス副大統領は革新的な再配分政策を利用する見込みである。しかし、最も重要なのは、計画を実現できるかどうかを左右する議会の構成だ。当運用チームはこの点を最も注視している。

インフレは本当に死んだのか？

おそらくまだ死んではおらず、眠っているだけだろう。最近のFRBによる利下げに関しては、インフレ鈍化によって利下げする確信を持たたというのが市場の見方である。しかし、それほど単純ではないかもしれない。他の中央銀行（BoE、ECB など）を見てみると、利下げを開始したものの、インフレが予想よりも高止まりし、労働市場や賃金も堅調な状況が続いていることから、利下げペースを計画よりも遅らせなければならなかった。FRBは、今年から2025年にかけて着実に金利を下げ、2026年末には約3%まで利下げする見込みである。しかし、米国が他の主要経済国と同じ経験をし、FRBの利下げ計画は試練に直面するかもしれない。これは、現在の非常に高い資産バリュエーションに対するリスクである。

10月の主な見通しと当運用チームの資産配分変更

デュレーションはアンダーウェイトを維持

利下げは十分に織り込まれていると考える。FRBが50bp利下げを発表したが、当運用チームはデュレーションのアンダーウェイトを維持する。250bpの利下げが実施されてFF金利が約3%に低下することは、すでに織り込み済みだと当運用チームは考えているからである。さらに、FRBが利下げを進めることで、イールドカーブはスティープ化し続けると考えている。FF金利と米国10年債利回りとの長期平均スプレッドは75bpである。したがって、市場の織り込み通りにFRBが約3%まで利下げしたとしても、米国10年債利回りは約3.75%までしか低下しない可能性がある。これは、長期のデュレーションを保有することが最適なヘッジ手段とはならないことも示唆している。

株式：ディフェンシブ株から景気循環株へのシフトの可能性

経済指標が予想外に上向いた結果、市場内におけるディフェンシブなトレンドが反転する可能性がある。2023年の主要テーマは、経済成長の底堅さと、予想を上回り続ける経済指標だった。これは2024年4月まで続いたが、その後は経済指標が予想を下回り始め、8月まで軟化が続いた。このような変化に応じて、株式市場ではディフェンシブ・セクターが景気循環セクターをアウトパフォームした。また、ディフェンシブ・ファクターもアウトパフォームを達成した（例えば、低ボラティリティが高ボラティリティをアウトパフォームした）。先月の経済指標が予想外に上向いたことを受け、株式市場内において景気循環株へのシフトが進む可能性があり、注目に値する。

ハイールド債はオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、投資適格債はオーバーウェイトに引き上げ

スプレッド、超過リターンの水準を改めて考慮する必要がある。当運用チームはハイールド債（HY）について否定的なわけではない。当運用チームはまだ、ソフトランディングと、そのような見通しと一致した緩やかなデフォルトサイクルを信じている。一方で、HYをオーバーウェイトからニュートラルへ引き下げた理由は、FRBによる50bp利下げとその後のスプレッド縮小を受けて債券利回りが低下しているため、利益を確定したかったからである。このスプレッド縮小を考慮すると、デュレーションからのリターンと比較して、どれだけの超過リターンをスプレッドから得られるかには疑問がある。当運用チームは、デュレーションがリターンのより重要な要素になったと考えており、HYを一部売却し、ショート・デュレーションの投資適格債（IG）への投資比率を引き上げることを選択する。

フランス株式のエクスポージャーを解消する予定

フランスは困難な状況を乗り切れると予想している。当運用チームは、初夏にフランス株式のエクスポージャーを保有し始めた。政治的ボラティリティの高まりが原因となり、フランス資産のバリュエーション（ソブリン債を含む）が急激に下がったからだ。金融危機の影響を受けた2012年以降では見られなかった水準までバリュエーションが低下した。欧州株式全体のパフォーマンスは良好だったため、当運用チームは、反発を狙ってフランス株式を割安で買える好機が訪れたと考えた。フランス株式は初夏の低迷から確かに反発した。しかし、消費財や高級品などのセクターは、国内政治の影響をそれほど受けず、そ

の代わり中国の需要の影響をより強く受け低迷している。もっとも、当運用チームは、フランスは困難な状況を乗り越えると予想しており、その段階でエクスポージャーを解消することを検討している。

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

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