

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9月

概要：

- 9月の注目点は、今月のFOMCで見込まれている利下げである。当運用チームは25bpの利下げを予想している。
- ただし、FRBは労働市場を特に重視するようになっており、「さらなる悪化は歓迎していない」とした。この点を考慮すると、利下げがどのようなペースになるか、どれだけ前倒しされるかという疑問も生まれてくる。ただ、確実なのはFRBが年内3回の利下げを検討していることである。
- また、債券市場と株式市場のどちらも、今後発表される労働指標や経済指標が悪化すれば、特に影響を受けやすい状態になっている。つまり、弱い指標が発表されれば、速いペースでの大幅な利下げが織り込まれやすい。一方、強い指標が発表された場合には織り込まれにくいという非対称な状況になるだろう。
- また、USD/JPYへの影響や、円キャリートレードの巻き戻しに関する懸念も生じるだろう。

- さらに付け加えるならば、9月は米国の政治的ボラティリティも高まる可能性も高い。

9月の重要テーマ

FEAR フレームワーク：スピードが重要

FEAR は、FRB（連邦準備制度理事会）、Employment（雇用）、Assets（資産）、Rates（金利）の相互作用を理解するために当運用チームが利用しているフレームワークである。5.5%のFF金利は、雇用とインフレを沈静化させ、CPIを引き下げて安定させる目的で設定された。現在、その目的は達成されている。しかし、市場では、失業の増加スピードによってはリセッション入りしかねないとの懸念が高まっている。ただし、失業率が上昇したのは、労働市場への新規参加者が増加したことが原因の可能性もある。つまり、失職やレイオフのせいではないと考えられる。

ボラティリティ vs.市場ファンダメンタルズ

一部銘柄への過度の集中については、経済ファンダメンタルズよりも市場ボラティリティに注目した方が、多くのことを理解できる可能性がある。確かに経済は減速しているが、崩壊してはならず、当運用チームは経済活動や雇用状況の正常化と捉えている。ただし、経済の減速は、ごく一部の銘柄に集中していたポジションの急激な解消に繋がり、ボラティリティが急騰した。当運用チームは、今後のボラティリティは高くなると考えている。しかし、こうしたテクニカル要因を考慮すると、ボラティリティ上昇がハードランディングを特に強く示唆しているわけではないだろう。

株式：当面はレンジ相場

当運用チームは、まだ長期的な強気相場が続いていると考えている。当運用チームの資産配分はニュートラルであるが、アルファを獲得できるよう一部のセクターに重点的に投資する。ソフトランディング（軽度・短期のリセッションの可能性を含む）について、当運用チームのベースシナリオに変わりはない。前述のとおり、景気の減速は経済活動が正常になっている兆候であり、それに伴い市場価格がリセットされることになると考えている。最終的には、S&P 500 指数内におけるごく一部の銘柄への集中が軽減され、大型バ

リユー株セクターなどへも投資機会が広がるだろう。このような状況に特有なこととして、上方と下方両方へのオーバーシュートが予想される。オーバーシュートが発生すれば、レンジ相場における取引機会が生み出されると考えている。

債券利回りは利下げを織り込み済み

繰り返しになるが、債券利回りは利下げを完全に織り込んでいる。債券価格には、FRBが2025年末までに200bp超の利下げを実施することが織り込まれている。利回りがさらに低下する可能性もあるが、大きく低下するにはハードランディングやより深刻なリセッションが必要になるだろう。また、当運用チームは今後数年間は構造的な高インフレ環境が続くと考えている。もちろん、インフレ率が今後低下することはあり得るが、長期間にわたって年率+2%を下回るとは考えていない。したがって、債券利回り（特に米国債10年金利）は、最終的なFF金利水準（例えば約3.50%）を上回る水準を維持する可能性が高い。このような理由から、当運用チームは債券利回りの低下は限られると考えている。

4つの重要アイデア

ローンをニュートラルに引き下げ、ハイイールド債のオーバーウェイトを維持

ローンをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げる。市場は2025年にかけての200bpの利下げと、2025年末までのさらなる利下げの可能性を織り込んでいる。ローンの利回りは短期金利に連動するため、FRBが利下げすれば低下する。このような利回り低下が予想されることから、信用度を考慮するとローンは投資妙味が薄くなっている。それに対して、ハイイールド債（主にBB格）はよりハイクオリティな資産であり、インタレストカバレッジレシオとEBITDAマージンが高いと考えている。このような様々な要因を考慮し、当運用チームは、ローンをオーバーウェイトからニュートラルにリバランスするのが適切だと考えている。

株式：最良の時、最悪の時

ボラティリティを活用する。当運用チームは株式について、長期的な強気相場にあり、調整局面は押し目買いの好機と考えている。そのため、当運用チームは8月初旬の急落時に株式エクスポージャーを増やした。しかし、引き続き、ソフトランディングに向けて景気が減速しているとも考えている。したがって、株式市場は上方にオーバーシュートしている可能性もあるだろう。それを踏まえて、当運用チームは8月後半に株式エクスポージャーを減らし、ニュートラルに戻した。今後数カ月間で経済が加速するとは考えておらず、S&P 500 指数の短期的な上限は約 5,600 になると予想している。また、経済は崩壊していないことを考慮すると、5,200 は投資妙味のある水準であり、5,350 は適正水準といえる。当運用チームは、このレンジ付近で取引する予定である。

日本株：オーバーウェイトを維持

日本株の急落はあくまで調整局面であり、弱気相場の始まりではない。当運用チームは、日本株エクスポージャーについてオーバーウェイトを維持している。この結論の根拠となった要因の多くは、現在も変わっていないからだ。当運用チームは日本株について、構造的な回復の過程にあり、政策やコーポレートガバナンス改善によって支えられると考えている。確かに、今後も日本株には調整局面が訪れるかもしれない。当運用チームは今後も調整局面を利用してエクスポージャーを増やす予定である。日本の政策担当者は経済成長の追求を支持しており、それを達成するためにはインフレ率がやや上昇するリスクを許容するだろう。円安による追い風はおそらくピークを過ぎているが、円高のペースは対処可能な範囲になると当運用チームは予想している。

デュレーションをアンダーウェイトに転換

債券利回りは利下げを十分織り込んでいる。市場はFRBが2025年末までに200bp超の利下げを行うと予想しており、利下げサイクルの全てを既に織り込んでいるかもしれない。FF金利が3.5%まで低下し、米国債がFF金利を上回るスプレッドで取引され、イーールドカーブがスティープ化する（利下げサイクル後に多く発生する現象）と仮定した場合、約4%以下の債券利回りにはソフトランディングが完全に織り込まれていると考えられる。したがって、債券デュレーションからのリターンは限られると考えており、デュレーションを短くする方向に転換する。リターンは債券のクーポン水準を反映すると予想されるため、当運用チームは引き続きスプレッド商品に注目していく。

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たかかります。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