

Caron's Corner

名目成長率の高まりがもたらす ボラティリティ上昇

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。

2026年8月10日

サマリー

名目成長率がより高い局面へ移行しつつあり、FRBの情報発信のあり方にも変化が見られる。こうした変化は債券市場と株式市場の双方に影響を及ぼす可能性があり、その結果、市場のボラティリティが高まる可能性がある。本稿では、この新たな市場環境において、当チームがどのようにポートフォリオの資産を配分しているかについて考察する。

名目成長率の高まりがもたらすボラティリティ上昇

より高い名目成長環境

- 市場は、名目成長率（物価上昇の影響を含めた経済成長率）が従来より高い環境を織り込んでいく必要がある。これは当チームが重視している中核的なテーマである。例えば、これまで米国経済は、実質成長率が約1.6%、インフレ率が約2%、すなわち名目成長率で概ね4%程度の環境にあったと考えられてきた。しかし現在は、名目GDP成長率が大きく高まる局面に移行している。
- 具体的には、第1四半期の名目GDP成長率は6.1%、第2四半期はGDPデフレーターを用いた場合で7.9%となった。PCEインフレ率を用いると名目成長率は6.5%程度となるが、いずれにしても、これらの高い成長率は企業収益にとって追い風になると考えられる。
- 第1四半期および第2四半期の企業業績は堅調であった。これは、名目成長率の上昇が、企業が最終的に計上する名目ベースの利益を押し上げたことが一因と考えられる。

FRBの情報発信姿勢の変化とカルチャー転換：ボラティリティ上昇の可能性

- **FRBのコミュニケーション戦略**：グリーンスパン議長時代に見られた情報開示の少ない時期と、金融危機後にベン・バーナンキ氏が導入した、より詳細な情報発信を重視する「強化されたコミュニケーション戦略」との対比が重要である。
- **現在は、情報発信をやや抑制する運営へ回帰する過渡期にあると考えられる。**これは、強化されたコミュニケーション戦略が導入される以前の時代を想起させるものであり、債券市場と株式市場の双方でボラティリティが高まる可能性がある。

SPEAKER



JIM CARON

マネージング・ディレクター
ポートフォリオ・
ソリューションズ・
グループ CIO

- 現在の変化は、FRBの独立性を改めて重視する流れとも捉えられる。FRBが本来注力すべき対象は、より広範な政治課題ではなく、インフレと金融政策であるべきだという考え方である。
- **FRBによる情報発信が減少すれば**、市場のボラティリティは高まる可能性がある。債券市場では、MOVE指数（米国債市場の予想変動率を示す代表的な指標）が2010年から2026年の期間に平均約80だったのに対し、積極的な情報発信がなされる以前の時代となる1990年から2007年の期間では約100であった。これは、強化されたコミュニケーションの期間に、ボラティリティ指標がおよそ25%減少していることを示している。
- 株式市場では、強化されたコミュニケーション以前の期間にVIX（株式市場の予想変動率不安心理を示す代表的な指標）は平均約18だったが、強化されたコミュニケーション期には約20まで上昇しており、約12%の上昇となっている。企業収益が健全で、市場の上昇がより多くの銘柄に広がっているとしても、こうした変動性の変化は株式のバリュエーションに影響を及ぼす可能性がある。

債券利回りとデューレーション管理への示唆

- **名目成長率、期待インフレ率、債券利回りの間には重要な関係がある。**名目GDP成長率の上昇と、それに伴う期待インフレ率の高まりは、債券利回りの上昇圧力となり得る。市場の変動性が高まる局面では、投資家はそのリスクを補うために、より高い利回りを求める傾向があるためである。
- その結果、債券利回りは上昇するかもしれない。例えば、過去のボラティリティ水準を前提とした場合、米国10年国債利回りは約5.5%が示唆される一方、現在の水準は約4.6%である。ただし、これは予測ではない。ここで強調したいのは、マルチアセット・ポートフォリオにおいて、デューレーション管理を慎重に行う必要があるという点である。
- また、利回りが上昇したとしても、それが力強い名目成長や積極的な財政政策・規制緩和策に支えられたものであれば、必ずしも株式市場にとって悪材料とは限らない。重要なのは、なぜ利回りが上昇しているのかである。実体経済の改善を伴う名目成長を背景とする利回り上昇であれば、株式市場にとっても好ましい環境となり得る。

インフレ指標とFRBの政策見通し

- 現在、インフレの測定方法をめぐる見直しが進んでおり、FRBは従来重視してきたコアPCE（食品とエネルギーを除いた個人消費支出物価指数）以外の指標も検討している。代替指標としては、トリム平均インフレ率（物価上昇率の極端な上振れ・下振れを除いて、基調的なインフレを把握しようとする指標）やトゥルフレーション（民間データなどを活用し、物価動向をよりリアルタイムに把握しようとするインフレ指標）のような指標が挙げられており、これらの指標を用いた場合、インフレ率は3.0~3.3%ではなく、2.2~2.4%程度となる可能性がある。

- インフレ指標の再評価は、利上げが必要かどうかをめぐる現在の議論の中心にある。一部の市場参加者は利下げを予想する一方、別の参加者は利上げを予想している。現時点では、当チームは今年中の利上げはないと考えている。もちろん、これは今後のインフレ指標や雇用統計に左右される。
- FRB内に新たなタスクフォースが設置され、インフレを測るうえで最も適切な指標を見極めようとしていることは、より精緻で柔軟な金融政策運営を支えるための取り組みといえる。

国際市場の視点と新興国市場

- 国際市場への影響も重要である。米国債利回りの上昇は、米国の財政赤字を踏まえれば本来さらにドル安が進んでもおかしくない状況において、米ドルを比較的安定させる要因となっている。
- 新興国株式については、AI関連の成長見通しや資源需要を背景に、全体としては投資環境は良好にあるとみている。ただし、すべての市場や銘柄が様に有望というわけではないため、選別的な投資姿勢が望ましいと考える。
- 米ドル/円については、引き続き上昇、すなわち円安方向を見込んでいる。ただし、無秩序な市場変動を避けるためには、日米間の政策面での協調や市場安定化に向けた対応が重要になると考える。
- こうした見方を背景に、当チームは日本株式、銀行株、一部の資本財・産業関連セクターを戦略的にオーバーウェイトしている。

主なポイントと資産配分上の選択

- 当チームは、名目成長率は、従来より高いレンジへ移行したとの見方を維持している。これは企業収益を支え、株式市場に追い風をもたらす要因であり、当チームが株式をオーバーウェイトとしている理由の一つである。
- 一方で、名目GDPの上昇は、その調整過程において債券パフォーマンスの下押し要因となる可能性がある。信用スプレッドは引き続きタイトな水準で推移する可能性があるが、債券リターンのうちデューレーション要因には下押し圧力がかかると考えられる。
- 7月の雇用統計は市場予想を下回った。弱さの背景にはさまざまなテクニカル要因がある可能性があるが、9月のFOMCでFRBが利上げを行うとの見方を後退させる結果となるだろう。そのため、債券利回りは当面レンジ内で推移し、市場の関心は今後のインフレ指標へ移る可能性が高いと考える。なお、債券は引き続きポートフォリオにおいて重要な役割を果たす。ただし、特にデューレーションについては、パッシブ運用よりもアクティブなデューレーション管理の重要性が高まると考える。

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、カウンタ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の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、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会