

Caron's Corner

金利上昇は逆風だが、必ずしも上昇相場の終わりを意味するものではない

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9月28日

サマリー

- 金利上昇が必ずしもリスク資産の上昇相場を終わらせるわけではない
- 債券利回りは再び上昇しており、市場はそのたびに、おおむね同じ反応を示している
- 金利上昇は株式バリュエーションの低下、資金調達コストの上昇、プライベート市場への圧力、クレジットスプレッドの拡大を意味する
- しかし、こうした見方は最も重要な問いを見落としている可能性がある。なぜなら、すべての金利上昇が同じ意味を持つわけではないからだ

今回のテーマは、「金利上昇は逆風ではあるが、必ずしも上昇相場の終わりを意味するものではない」ということだ。金利上昇が必ずしもリスク資産の上昇相場を終わらせるわけではない。債券利回りは再び上昇しており、そのたびに市場はほぼ同じ反応を示す。金利上昇は株式バリュエーションの低下、資金調達コストの上昇、プライベート市場への圧力、そしてクレジットスプレッドの拡大を意味する。しかし、それだけでは本質を捉えきれていない。最も重要な問いは、なぜ金利が上昇しているのか、という点だ。すべての金利上昇が同じ意味を持つわけではない。詳しく検討していこう。

なぜ利回りは上昇しているのか

もし利回り上昇が、インフレ期待が十分に抑制されなくなりつつあることや、中央銀行が意図的に需要を抑え込もうとしていることによるものであれば、それはリスク資産にとって明らかに問題だ。

しかし、

1. 経済成長がより力強い
2. 名目所得が増加している
3. 投資を賄うための資金需要が非常に強い

という理由で利回りが上昇しているのであれば、それはまったく異なる環境を意味する。そして、現在の環境はむしろこちらに近いと考えている。

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

経済指標を見てみよう。9月の米国総合PMI速報値は58.4へ上昇し、過去5年余りで最も高い水準となった。同調査における雇用の伸びも過去4年余りで最も力強かった。ISM指数も同様の状況を示している。製造業指数は54.6で8か月連続の拡大局面にあり、生産指数は58.3、サービス業指数は55.4となっている。企業活動指数は61を超え、新規受注も60を超えている。これらは景気後退局面の数値ではない。

さらに重要なのは、この景気拡大がますます資本集約的になっていることだ。企業や政府は、AIデータセンター、発電・送電設備、半導体生産能力、製造業インフラ、防衛分野への投資を拡大している。これらはいずれも莫大な資本を必要とする。

実際、FRB自身も9月に設備投資が堅調であると述べるとともに、経済活動は引き続き堅調なペースで拡大しており、失業率の変化も限定的であると指摘している。

ここで重要なのは、資金需要が高まれば資金調達コストも上昇すべきだということだ。そして、資金調達コストに相当するのが金利である。

したがって、債券利回りの上昇は必ずしも何か問題が起きていることを意味しない。それは単に、生産的な投資機会に対する資金需要が増えていることを示しているのかもしれない。そしてこの違いは、資産価格にとって非常に重要だ。

株式市場への影響

確かに、理論的には割引率の上昇はバリュエーション倍率に下押し圧力をかける。

しかし、バリュエーションは、企業価値を左右する要素の一つに過ぎない。

もう一つの重要な要素はキャッシュフローだ。

名目成長が加速すれば、企業売上高は増加し、利益は拡大し、キャッシュフローも改善する可能性がある。

したがって、「金利上昇＝株価下落」と単純に考えるのではなく、綱引きとして捉えるべきだ。

割引率の上昇はバリュエーションを押し下げる一方で、力強いキャッシュフローは企業価値を押し上げる。

もし金利上昇の背景が、より力強い名目成長と旺盛な投資需要にあるのであれば、後者の効果が前者をかなり相殺する可能性がある。

これは、バリュエーションが金利上昇の影響を受けないという意味ではない。むしろ、金利上昇は資産価格の上昇ペースを鈍化させるのであって、上昇トレンド自体を反転させるとは限らないということだ。この違いは非常に重要である。

クレジット市場とプライベート市場

同じ考え方はクレジット市場にも当てはまる。

確かに利払い負担の増加は重要だ。しかし、デフォルトを決定づけるのは最終的には企業が債務を返済できるかどうかだ。名目売上高や企業キャッシュフローが健全であれば、企業はより高い資金調達コストを吸収する力を持つ。そのため、名目成長の力強さは、国債利回りが高い水準にあってもクレジットのファンダメンタルズを支えることができる。

プライベート市場も例外ではない。

プライベート・エクイティ、インフラ、不動産について、「債券利回りが上昇すれば、自動的に価値が大幅に下落する」と語られることがある。しかし、それも単純化しすぎている。より高い割引率は確かに逆風だ。

しかし、対象資産が名目ベースでキャッシュフローを生み出し、その規模が拡大しているのであれば、特に現在の設備投資ブームから直接恩恵を受けると見込まれる資産では、キャッシュフローが引き続き持続的に拡大する可能性がある。したがって、ここでも「利回り上昇＝バリュエーションの上昇ペースの鈍化」であって、必ずしも「資産価値の大幅な毀損」を意味するわけではない。

インフレという重要な留意点

ただし、重要な留意点が一つある。それがインフレだ。

エネルギー価格の上昇により、インフレ圧力は依然として根強い。

8月にはガソリン価格が3.9%上昇し、エネルギー価格は月間2.1%上昇した。総合CPIは前月比0.4%上昇し、コアCPIは前年比2.4%だった。

私はインフレについて次のように考えている。

インフレ鈍化の基調が失われたわけではない。

しかし、その進展は遅く、不均一であり、エネルギー価格ショックに対して脆弱だ。

つまり、インフレ率は低下しているものの、そのペースは十分とはいえないということだ。

そしてこれは中央銀行にとって重要な問題だろう。

FRBは9月に政策金利を25bps引き上げた一方で、経済活動は堅調であり、設備投資も力強く、労働市場もおおむね安定していると評価した。

ここで重要なのは、中央銀行は景気後退を意図的に引き起こそうとしているのではなく、経済が金融緩和への依存から脱しつつあるため、緩和措置を縮小しているという点だ。

市場への示唆

市場にとって重要なのは利回りの水準そのものだけではない。なぜその水準にあるのか、という理由の方がさらに重要だ。

もし利回り上昇の背景が、インフレの制御不能な上昇と景気の急減速であるなら、それは明らかに悪材料だ。

しかし、もし利回り上昇の背景が、

- 経済がより多くの資本を必要としている
- 投資が活発化している
- 名目成長が健全である
- 企業キャッシュフローが拡大している
- 労働市場が底堅い

というものであれば、それは全く異なるシグナルである。

したがって、債券利回りの上昇を自動的にリスク資産の上昇局面の終わりとして解釈すべきではないと考える。

現在の環境では、金利上昇は資産価格の上昇を止めるのではなく、その上昇速度を変えるだけかもしれない。

投資家にとって重要なのは、今後の20～30bps程度の金利変動ではなく、この違いを理解することだろう。

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループの投資戦略

当運用チームは引き続き株式をオーバーウェイトとし、デュレーションはアンダーウェイトとしている。一方で、相対的に高い利回りを確保できると考える高格付けの長期債券も保有している¹。

¹ 保有銘柄は本書作成時点の情報であり、将来の保有を保証するものではありません。

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