Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT

Caron's Corner

「後退」ではなく、「リセット」



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11月9日

本レポートでは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CIO、Jim Caronの市場に対する見方をご紹介します。

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

サマリー

- 株式市場の上昇基調は依然として維持されていると考えていますが、市場では成長ペースと、その成長に対して投資家がどの程度の価格を支払うべきかが改めて見直されています。
- また、今後の市場回復局面ではリターンの格差が拡大する可能性があり、私たちはそこに投資機会を見いだしたいと考えています。
- 利回りの安定と追加利上げ観測の後退は、株式市場の支援材料となる可能性があります。

「後退」ではなく、「リセット」

今回の調整は「後退」ではなく「リセット」と捉えています。市場は、成長ペースとそれに見合う価格水準を改めて見直している段階です。

- 先の中間選挙で見られたいわゆる「ブルーウェーブ（民主党の躍進）」を受け、AIインフラ整備のコスト増や工期長期化のリスクが高まっているとみています。
- インフラ整備そのものは継続可能とみていますが、許認可の遅れ、建設・開発の一時停止措置の可能性、電力コストの上昇によって、期待されるリターンの確保が難しくなっています。
- 投資家は以前から、こうした支出がいつ収益につながるのかを注視していました。現在は、求められる収益のハードルが一段と高くなっています。

こうした調整局面を迎えるなかでも、経済成長は堅調で、直近の週次失業保険申請件数や金曜に発表された非農業部門雇用者数にも示されているとおり、雇用には底堅さがあり、個人消費も引き続き維持されているとみています。しかし、市場が織り込むのは今後の追加的な成長とみられます。私たちは成長自体は継続するとみていますが、その軌道は従来より緩やかになりつつあると考えています。

ポートフォリオをどう見直しているか

今後の上値余地は、2026年前半に見られた動きの単純な再現ではなく、より分散したものになるとみています。

- **ヘルスケア：**ディフェンシブな収益特性とアップサイドの可能性を併せ持つ点を評価しています。一部の企業は民主党の政策から恩恵を受ける可能性がありますが、医薬品価格や診療報酬を巡るリスクは残るでしょう。そのため、銘柄選別が重要と考えます。なかでも、マネージドケア・セクターを選好しています。
- **グローバルな分散投資：**日本では、企業改革、内需、株主還元に関連した投資機会があるだろうと考えています。欧州については、バリュエーションに魅力がみられる場合がある一方、エネルギーコストや成長力の弱さが引き続き課題であり、選別的に投資しています。いずれの市場でも為替エクスポージャーへの配慮が重要でしょう。また、日本と欧州はAI設備投資への依存度が相対的に低く、テクノロジー分野への偏りを和らげる分散先にもなると考えています。
- **テクノロジー分野の投資機会：**半導体、顧客基盤が分散された半導体製造装置、収益性の高いエンタープライズ・ソフトウェアなどに投資機会を見いだしています。ただし、これらの分野を一律に買い向かうわけではありません。株価の下落が投資機会となり得るのは、利益やキャッシュフローが維持されている場合に限られるでしょう。
    - 半導体、収益性の高いソフトウェア、顧客・用途が分散された電気機器、一部のヘルスケア企業に注目しています。共通するのは、強固なバランスシートを有し、楽観的なAI需要の見通しがすべて実現しなくても、キャッシュフローを生み出せる点です。
    - 選別的に投資し、段階的にポジションを構築していきます。株価が大幅に下落しても、利益予想がそれ以上のペースで下方修正されていれば、依然として割高な可能性があります。投資機会があるのは、事業の実態以上に株価が下落した企業だと考えています。
- **債券・クレジット：**金利が安定し、追加利上げ観測が後退すれば、株式市場の支援材料となる可能性があります。一方、クレジットについては質の高い銘柄を選好しています。AI関連プロジェクトの遅延は、投資資金を自社のキャッシュフローで賄える企業よりも、レバレッジの高い借り手にとって、はるかに大きなリスクとなります。

選挙後に最も変わった点

ワシントンの動向はもちろん重要ですが、州知事や地方の許認可当局、電力の確保も同様に重要になっています。私たちは、選挙戦で掲げられた政策案と実際に施行された規制を区別し、より厳しい環境下でも魅力的なリターンを生み出せる企業を見極めようとしています。

結論

今後の局面では、勝ち組と負け組の格差が一段と広がる可能性があります。これは、アルファを獲得し、より分散されたポートフォリオを構築する機会の拡大につながると考えています。ただし、それには各エクスポージャーのリターンの源泉が実質的に異なっていることが前提となります。

リターンを獲得する機会は依然として存在すると考えていますが、その源泉は変化しています。私たちの役割は、その変化に合わせてポートフォリオを組み替えていくことです。

より詳しく見ていくと

- **半導体・半導体製造装置：**半導体関連株は秋の調整局面の中心となりました。産業オートメーション、自動車、通信など幅広い用途に分散した半導体企業に加え、複数の顧客や半導体カテゴリーに製品を供給する製造装置メーカーに注目しています。
    - **投資機会：**市場価格には、実際に起こり得る以上に広範な設備投資の落ち込みが織り込まれている可能性があります。
    - **見極めのポイント：**在庫正常化の進展、確度の高い受注、そしてAI関連プロジェクトが遅延しても維持できる利益水準でしょう。
- **収益性の高いエンタープライズ・ソフトウェアおよびサイバーセキュリティ：**売り圧力はソフトウェア分野にも広がっており、セキュリティやインフラ関連アプリケーションも含まれています。継続課金型の売上、顧客維持率の高さ、確立されたフリー・キャッシュフローを備えた、顧客にとって不可欠な製品を提供する企業に注目しています。
    - **投資機会：**データセンター建設が減速したとしても、顧客がシステムの運用・保護を継続するために必要とする製品やサービスを提供する企業に投資機会があるとみています。
    - **見極めのポイント：**持続的な価格決定力と、AIとの競争を十分に織り込んだバリュエーションだと考えます。

- **電気機器、送電網インフラ、電力管理：**データセンター・ブームの恩恵を受けてきたサプライヤーにも売り圧力が及んでいます。AI需要だけでなく、送電網の更新、産業の電化、公益事業者による投資からも需要を取り込める企業を選好しています。
  - **投資機会：**市場が、事業の分散されたサプライヤーまで、データセンター需要のみに依存する企業と同様に評価している可能性があります。
  - **見極めのポイント：**受注残のうち、資金手当てが済み契約上の拘束力があるものと、キャンセルリスクにさらされているものが、それぞれどの程度あるかでしょう。
- **既存の医薬品企業および商業化段階のバイオテクノロジー企業：**第3四半期のヘルスケア・セクターは低調で、医薬品株が軟調に推移したほか、夏場には商業化段階にあるバイオ医薬品企業にも売りがみられました。
  - **投資機会：**足元の利益やキャッシュ創出力、製品面での株価材料が見込める企業に、従来より魅力的な価格で投資できる可能性があります。
  - **見極めのポイント：**特許切れ、パイプラインの質、診療報酬・保険償還へのエクスポージャーでしょう。民主党が医療アクセスの拡充を支持していても、それが業界の利益率の支援につながるとは限りません。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・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を邦訳したものであり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・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予想や見解ではありません。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しく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。

当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及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又は勧誘を目的とするものではありません。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運用チームに一任し、当運用チーム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運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チーム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。

リスクについて

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資元本の全部又は相当部分を失う可能性がある場合があります。オルタナティブ投資は一般に流動性が低く、長期間にわたり資本が拘束される場合があります。また、レバレッジその他の投機的手法を利用する場合があり、その結果、価格変動リスク及び損失リスクが高まる可能性があります。さらに、評価価格の不確実性、投資先事業の業績悪化、規制変更、金利及び信用環境の変化等の影響を受け大きな損失が生じる可能性があります。オルタナティブ投資に係る報酬及び費用は伝統的資産への投資に比べ高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属し、投資元本は保証されておりません。

受託資産の運用は、株式、債券、不動産関連証券、コモディティ関連資産及びオルタナティブ資産等を含む幅広い資産クラスに投資する場合があり、これらの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や株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク、流動性リスク、金利変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びオルタナティブ投資に伴うリスク等による影響を受けます。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、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

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。

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。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問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、組入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ため、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

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

RO 6098985 Exp.11/30/2027