

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT



# The BEAT™

**B**onds | **E**quities | **A**lternatives | **T**ransition

Quarterly Global Market and Asset Allocation Guide

Q4 2026 – October

(抜粋版)



## 金利上昇と力強い成長を背景とした強気姿勢の維持

企業収益、キャッシュフロー、雇用、消費、信用力を支える堅調な名目成長を背景に金利は上昇。各国中銀は金融緩和の縮小を進めているものの、景気抑制を目的とした本格的な引き締めには至ってはいない。地政学リスクやエネルギー価格、インフレ動向次第では、今後「良い」金利上昇が「悪い」金利上昇に転じるリスクもあり注視する必要があるものの、現時点の市場環境は総じて良好とみられる。金利上昇要因が徐々に剥落するにつれて、リスク資産の強気相場が再び勢いを取り戻すと見込む

### 株式

**株式：金利よりも企業業績を重視。** 堅調な業績とハイパスケーラーの設備投資（CapEx）が、金利感応度の低い市場分野へと成長を広げている。

**テクノロジー以外への投資機会の広がり：** 金融、マネージドケア関連株、一部の景気敏感株は引き続き魅力的であり、欧州と日本では主に金融セクターで投資妙味が高まっている。

**政策によるリスク資産の下支え：** 財政支出、投資インセンティブ、規制緩和は、名目成長とリスク資産にとって引き続き重要な追い風だろう。

### 債券

**債券：デュレーション管理とクレジットの活用。** 利回り上昇は受動的なデュレーション保有に不利だが、成長を背景とする金利上昇は、企業の堅調なファンダメンタルズとタイトなスプレッドを支える可能性がある。

### マクロ

**ドルの安定の重要性：** 総じて底堅い米ドル（USD）と円の安定化に向けた当局の取り組みは、世界市場を混乱させ得る変動要因の抑制に寄与している。

**エネルギーを通じた地政学リスクの波及：** 特に軽油を中心とする石油精製品の需給逼迫は、供給の混乱がインフレに直接波及する経路となっている。

**マクロ環境を一変させえるインフレリスク：** インフレが抑制できなくなれば、中央銀行は緩和の解除から、需要を積極的に抑制する政策へ転換せざるを得なくなると考える。

**新興国（EM）対外債務：キャリー、信用力、選別の重要性。** 魅力的な総利回りと底堅いソブリンのファンダメンタルズはハードカレンシー建て債券を支える一方、タイトなスプレッドと米金利上昇を踏まえ、国の選別とデュレーション管理が重要である。

本資料に記載された見解および意見は、本プレゼンテーション作成時点のポートフォリオ・ソリューションズ・グループによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。投資またはリサーチに関する推奨と解釈されるべきものではありません。

# マクロ環境と市場見通しの要点

## マクロ環境

### 経済成長

底堅い・加速

### インフレ

インフレは高止まりする一方、  
賃金への波及は限定的

### 労働市場

改善傾向にあるが、過熱はみられない

### 金融政策

FRBによる中立水準への再調整に伴う  
緩やかな引き締め

### 財政政策

拡張的

## 市場見通し

株式

オーバーウェイト

クレジット

選別的

デュレーション

アンダーウェイト

## 主要リスク

原油供給ショックにより、中央銀行  
が過度な引き締めを迫られる可能性

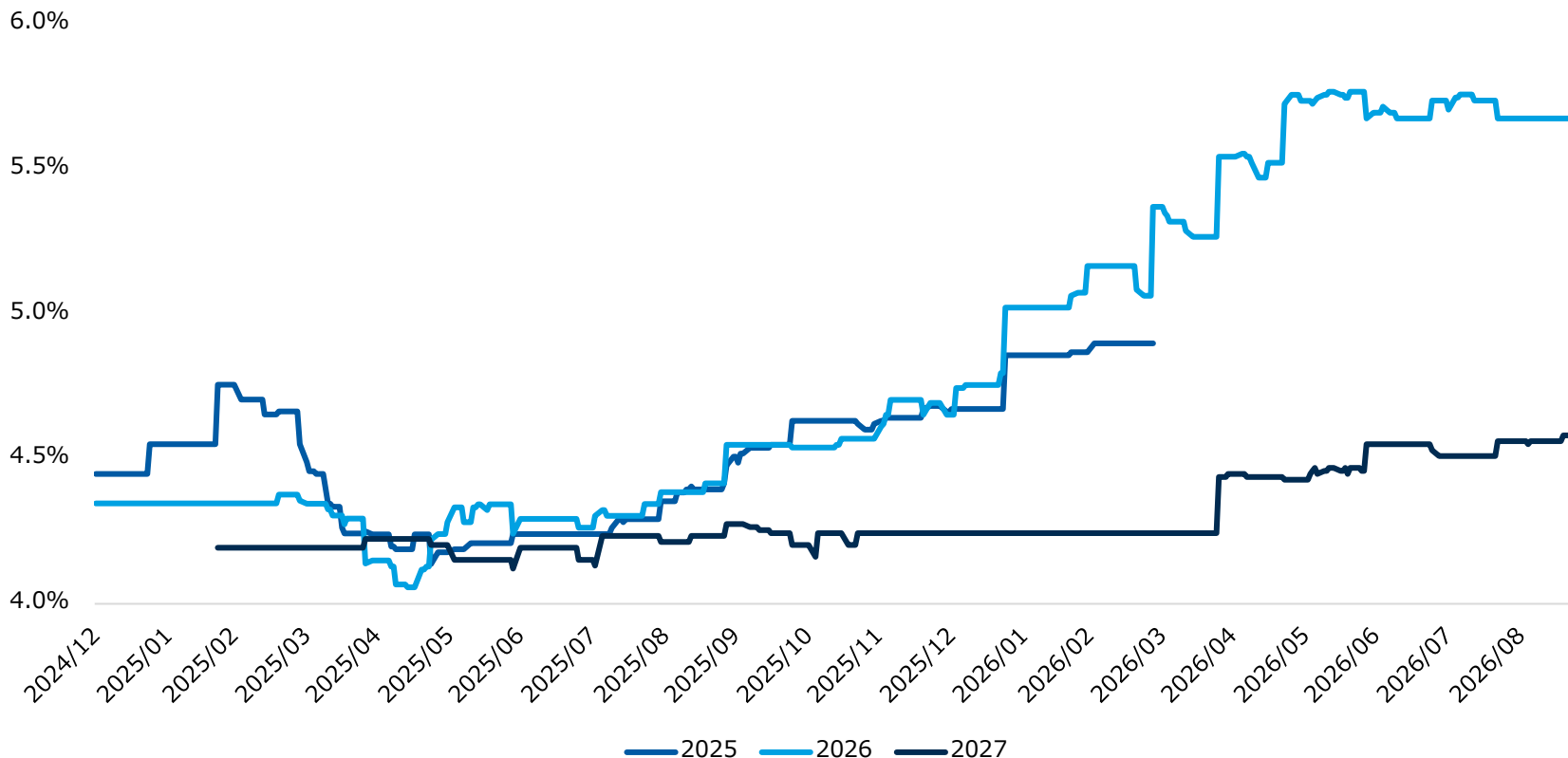
本資料に記載された見解および意見は、本プレゼンテーション作成時点のポートフォリオ・ソリューションズ・グループによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。投資またはリサーチに関する推奨と解釈されるべきものではありません。

## 高い名目成長率の世界

名目GDP成長率の上昇は、売上の拡大、企業収益の成長、キャッシュフローの創出を支え、株式リターンにとって良好な環境を生み出すと考える

**供給ショックによるインフレ見通しの上振れにもかかわらず、実質GDP成長率は底堅く推移**

市場コンセンサスに基づく実質GDP成長率予想とPCE物価指数予想から算出した名目GDP成長率見通し



出所：Bloomberg。2026年9月27日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時／本プレゼンテーション作成時のポートフォリオ運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

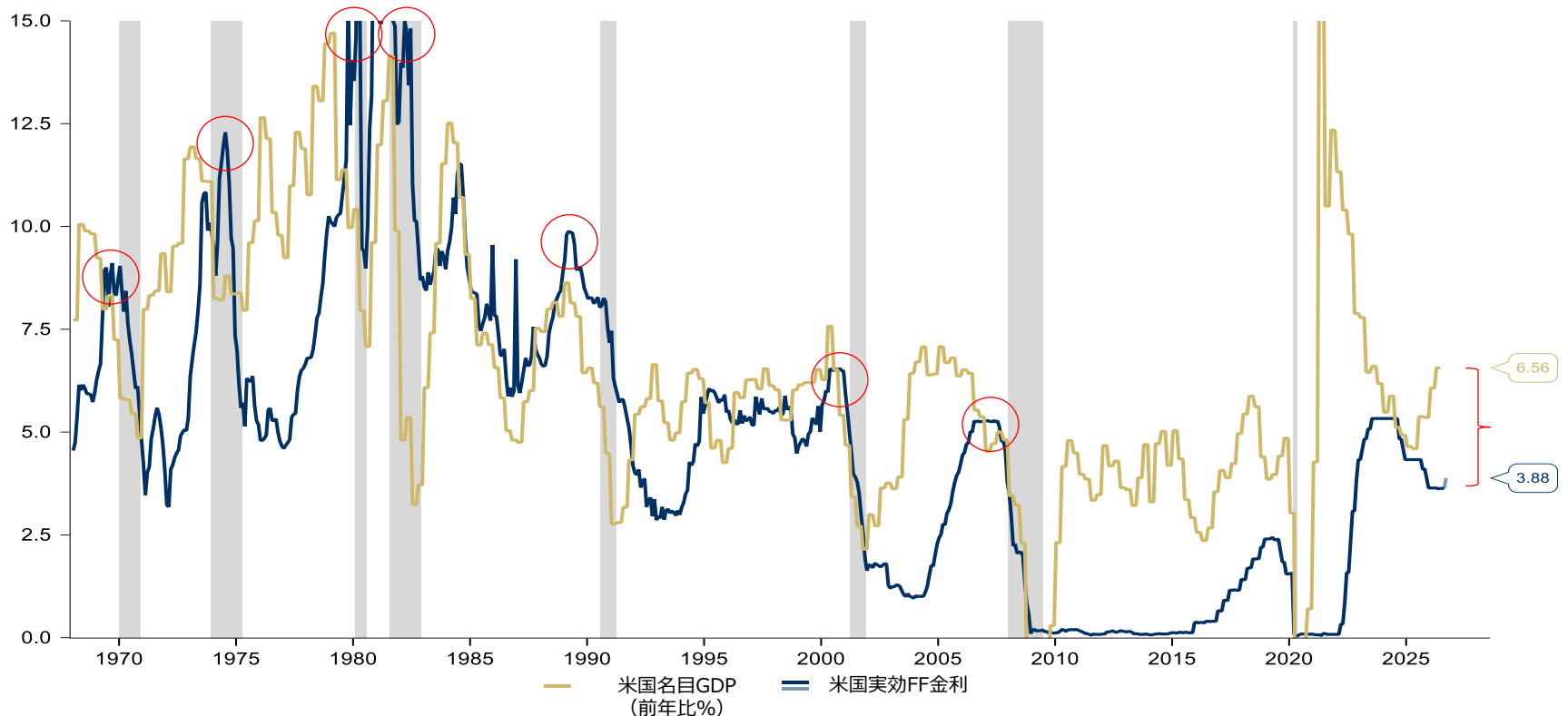
## 引き締めではなく、中立を目指す金利の再調整

過去の景気後退は、FRBが名目成長率を上回る水準まで利上げした際に生じてきた。名目成長率が政策金利を約3%上回る現状では、成長に実質的な影響を与えるまでには、まだ利上げ余地があるとみられる

**FF金利が名目成長率を上回る局面では金融政策は引き締め効果をもつ傾向**

米国のフェデラルファンド（FF）金利と名目成長率の比較

○ FRBの過度な引き締めが景気後退につながった過去の事例



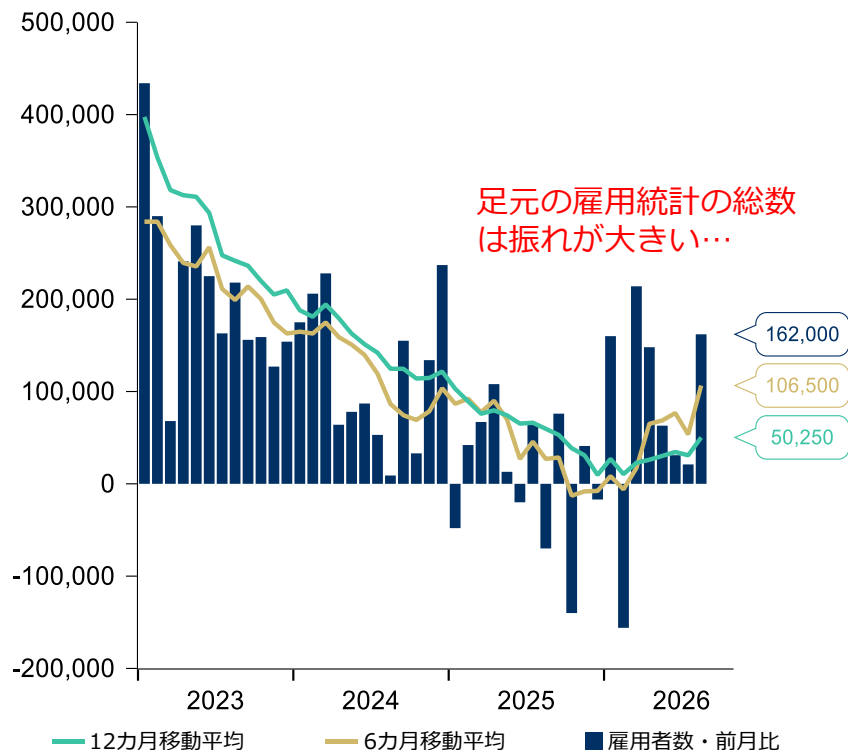
出所：Macrobond、MSIM。2026年9月20日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時／本プレゼンテーション作成時のポートフォリオ運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

# 労働市場は改善傾向にあるとみられる

2025年を通じて続いた雇用の減速には、2026年初来、改善の兆しがみられる。加えて、雇用統計の基調も引き続き堅調であり、一時的要因を除けば民間部門の雇用増加ペースは加速している

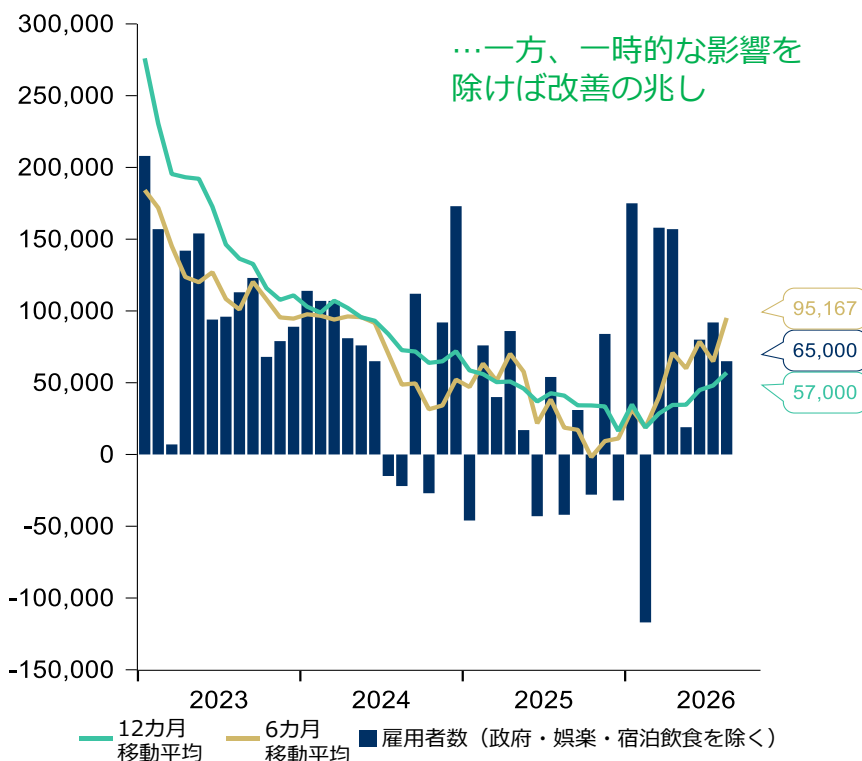
## 米国非農業部門雇用者数

前月比純増減



## 米国非農業部門雇用者数 (政府・娯楽・宿泊飲食を除く)

前月比純増減



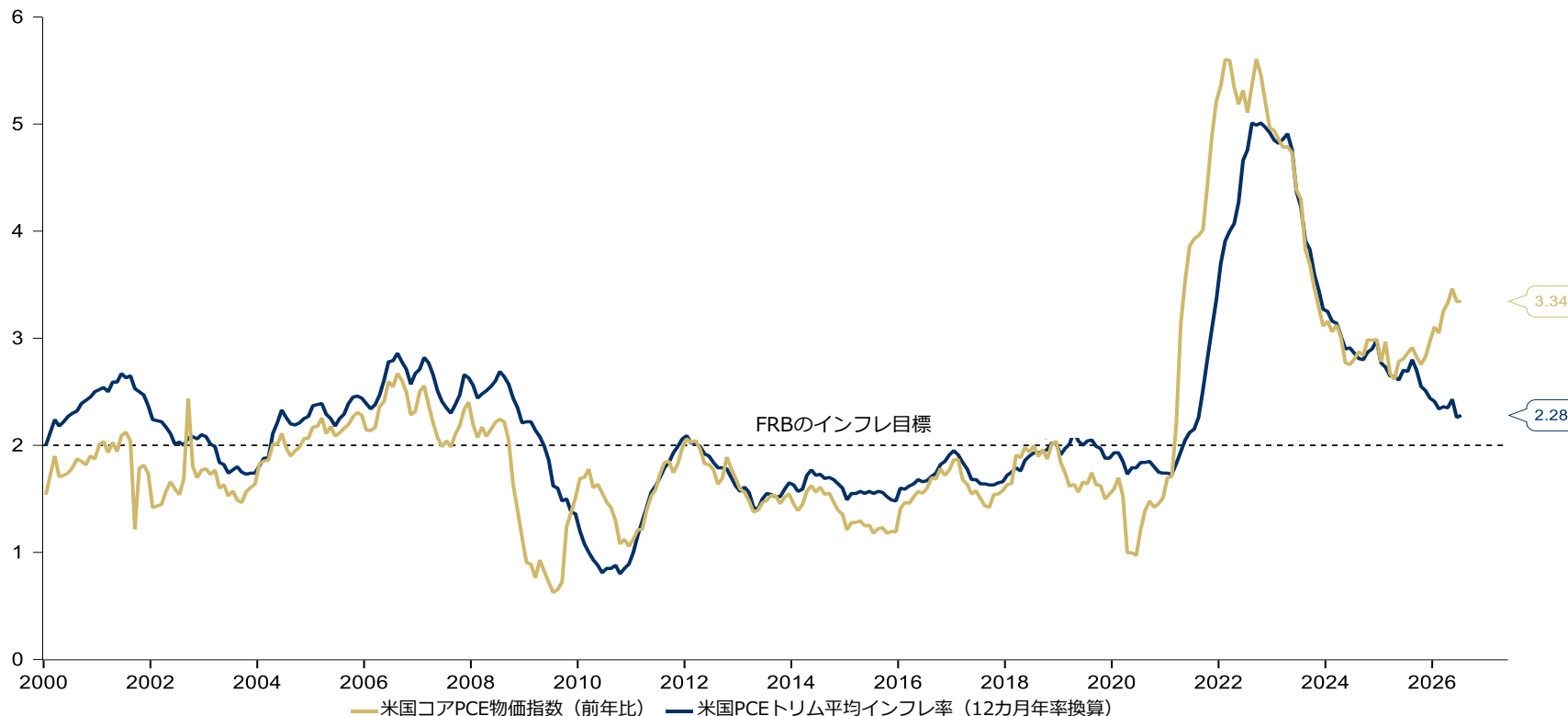
出所：Bloomberg、米国労働統計局（BLS）、MSIM。2026年9月4日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時／本プレゼンテーション作成時の当運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があります。必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があります。必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

## AI・関税関連など特定分野へのインフレの集中

FRBが重視するインフレ指標であるコアPCEは3.3%へ急上昇し、金融政策のタカ派化を後押ししている一方、基調的なインフレを示すトリム平均インフレ率<sup>1</sup>は、インフレ鈍化圧力の持続を示唆している

### 米国コアPCEインフレ率

前年比 (%)

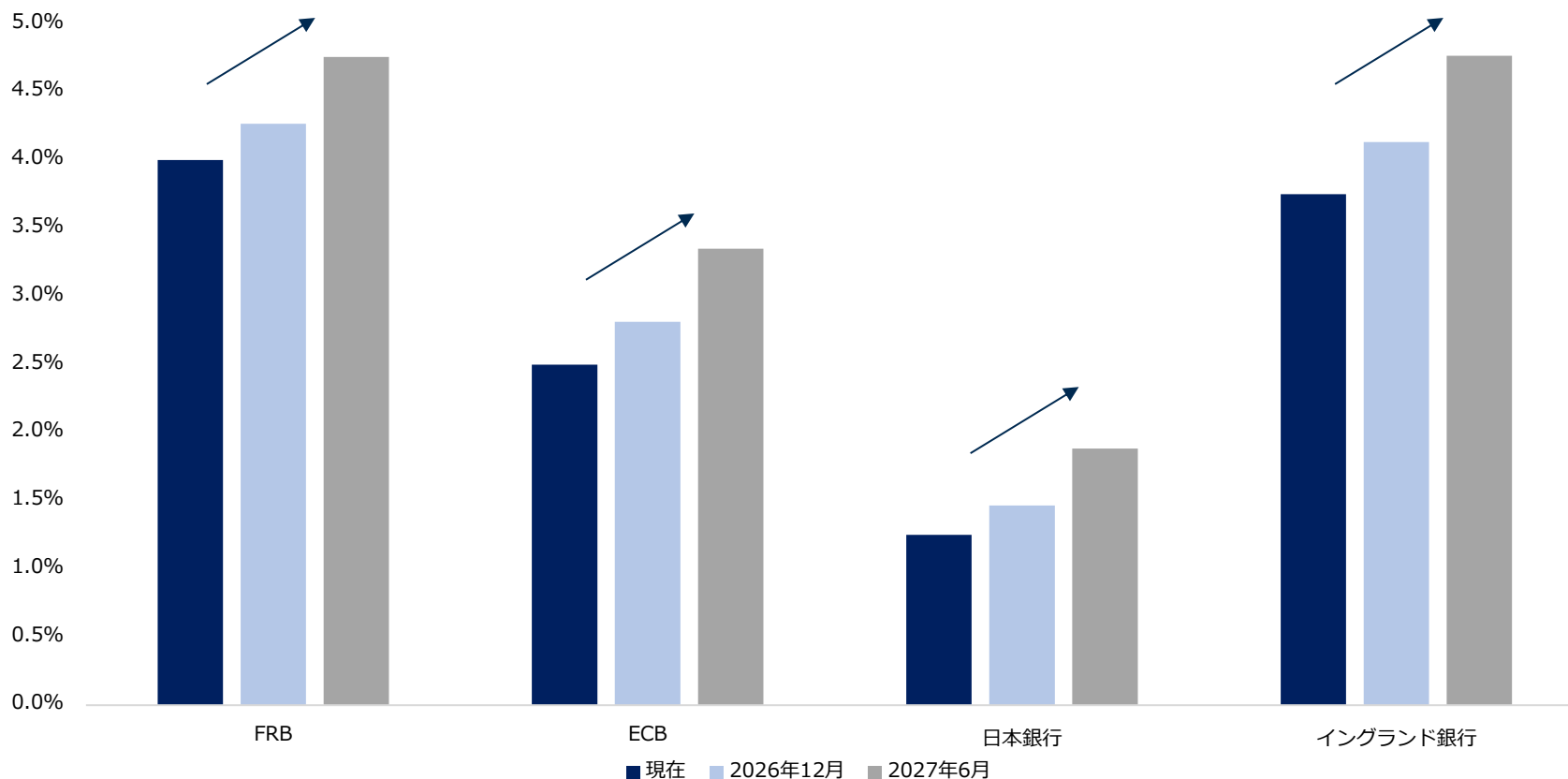


出所：Macrobond、ダラス連邦準備銀行、米国経済分析局（BEA）、MSIM。2026年9月21日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時／本プレゼンテーション作成時のポートフォリオ運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**<sup>1</sup>データの最小値と最大値を一定の割合で取り除いて計算した平均値のこと。データの中心傾向をより確実に推定する統計的尺度です。

## 市場が織り込む主要中央銀行の同時引き締めサイクル

先物市場は、2027年半ばまでに主要4中央銀行すべてが利上げすることを織り込んでいる。この利上げ観測は需要主導ではなく、イラン戦争に起因するエネルギーショックや供給制約によるものと考えられる

### 中央銀行の政策金利



出所：Bloomberg、MSIM。2026年9月21日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時／本プレゼンテーション作成時の当運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

# 原油価格は抑制されているものの、潜在的な上昇圧力は強まっている

イラン紛争の開始以降も原油価格はレンジ内で推移している一方、原油在庫は減少を続けており、市場への圧力は高まっている。もっとも、最大のリスクは精製能力の低下を背景としたガソリンや軽油などの石油精製製品にあるだろう

原油スポット価格と原油在庫



原油・石油製品価格の変化 (100に指数化)

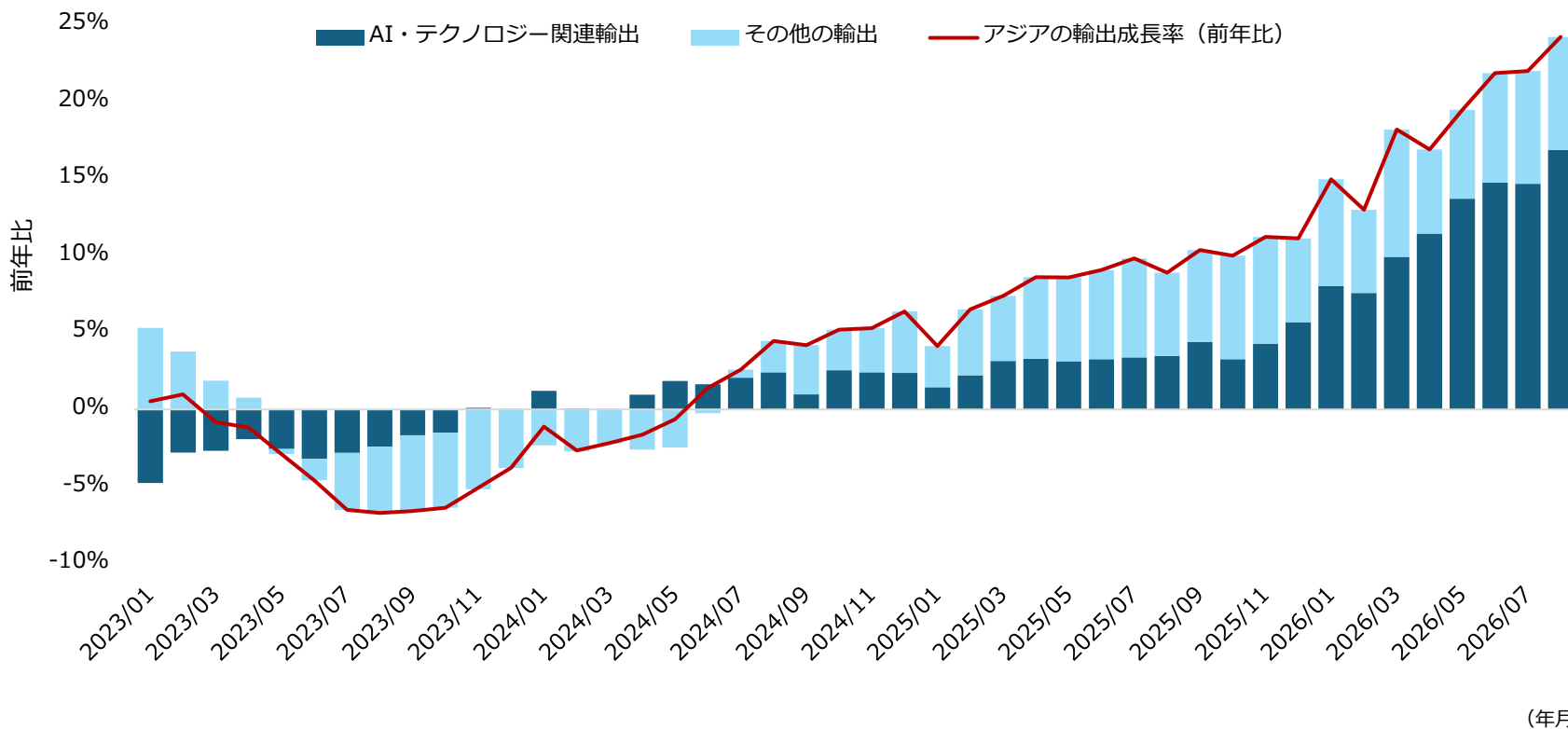


出所: Bloomberg、Macrobond、MSIM。2026年9月24日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買も推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、執筆時/本プレゼンテーション作成時の当運用チームによるものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測/見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

# AI・テクノロジーが牽引するアジアの輸出拡大

AI・テクノロジー関連輸出は、アジアの輸出成長の約70%を占める。牽引役は、台湾の先端ロジック半導体・AIサーバー向けパッケージング、韓国のHBM（高帯域幅メモリー）、中国の光通信モジュール・ネットワーク機器である

アジアの輸出成長への寄与：AI・テクノロジー関連とその他



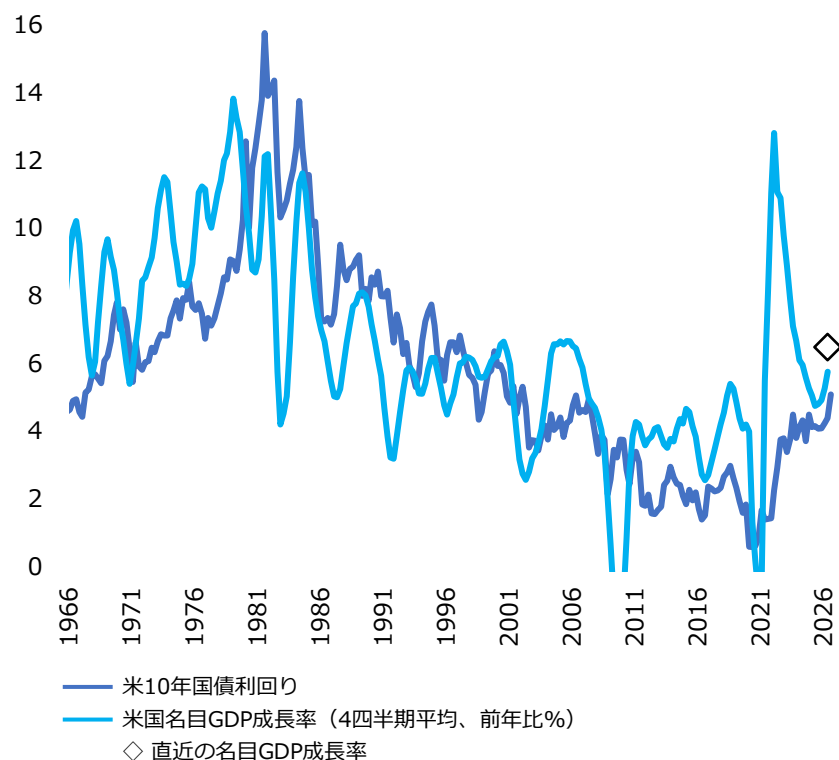
出所：Bloomberg、MSIM。2026年9月21日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、当運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

## 利回り上昇は力強い名目成長を反映

米国債利回りは名目GDP成長率に沿って上昇しており、この関係は景気サイクルを通じて一貫している。名目成長率がなお6%近辺にあることを踏まえると、金利上昇はストレスではなく経済の強さを反映したものと考えられる

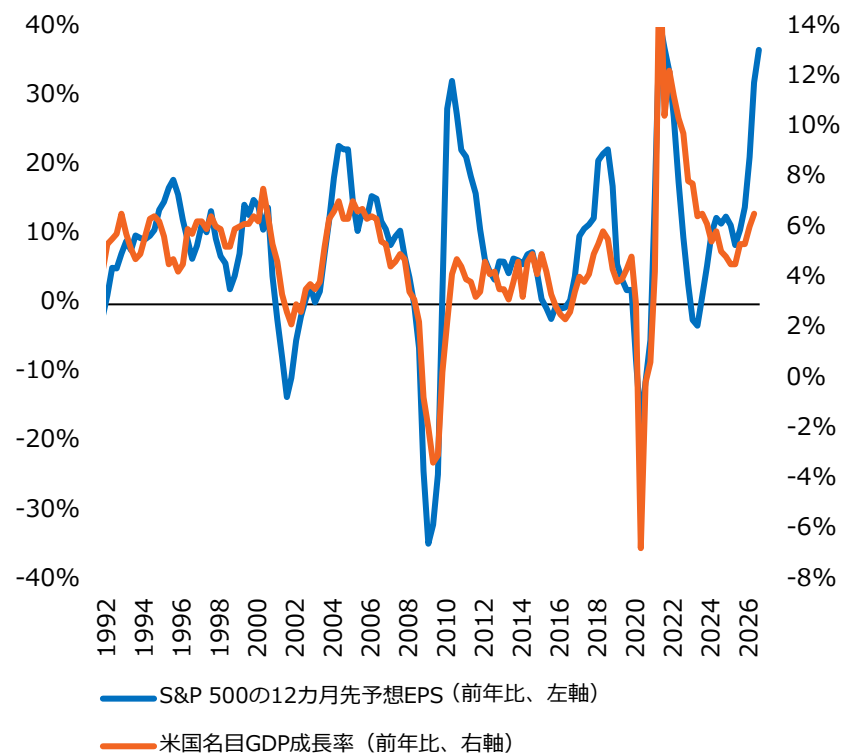
### 債券利回りと名目成長の連動性の回復

米国名目GDPと米10年国債利回り (%)



### 力強い名目成長による企業収益成長の下支え

米国名目GDPとS&P 500のEPS成長率、前年比 (%)



出所：Bloomberg、MSIM。2026年9月25日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

## 新興国債券全体の割安感の後退と選別的な投資機会

ハードカレンシー建てソブリン債のスプレッドは歴史的な低水準にあり、市場全体での投資妙味は限定的である。一方、ブラジルでは実質金利が高水準にあり、国別ではなお魅力的な投資機会を提供している

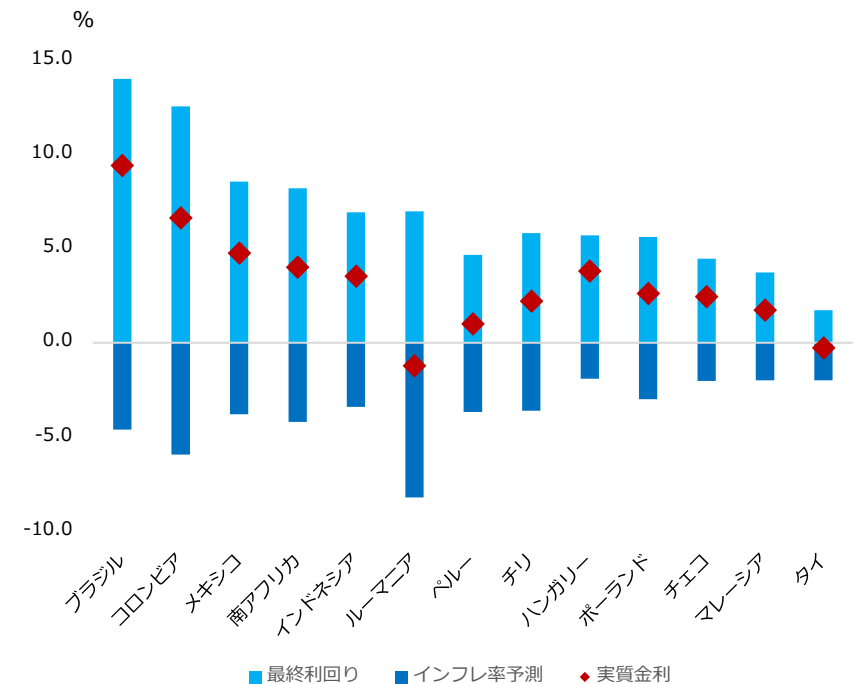
### 過去最低水準に近い新興国ソブリン債スプレッド

EMBIスプレッドと過去の第10・第50・第90パーセンタイルの比較。  
投資適格（上段）、非投資適格（下段）



### 新興国の中で際立つブラジルの実質金利

主要新興国における現地通貨建て債券の最終利回り（YTM）と12カ月先インフレ予想。◇は事前実質金利（Ex-Ante Real Rate）

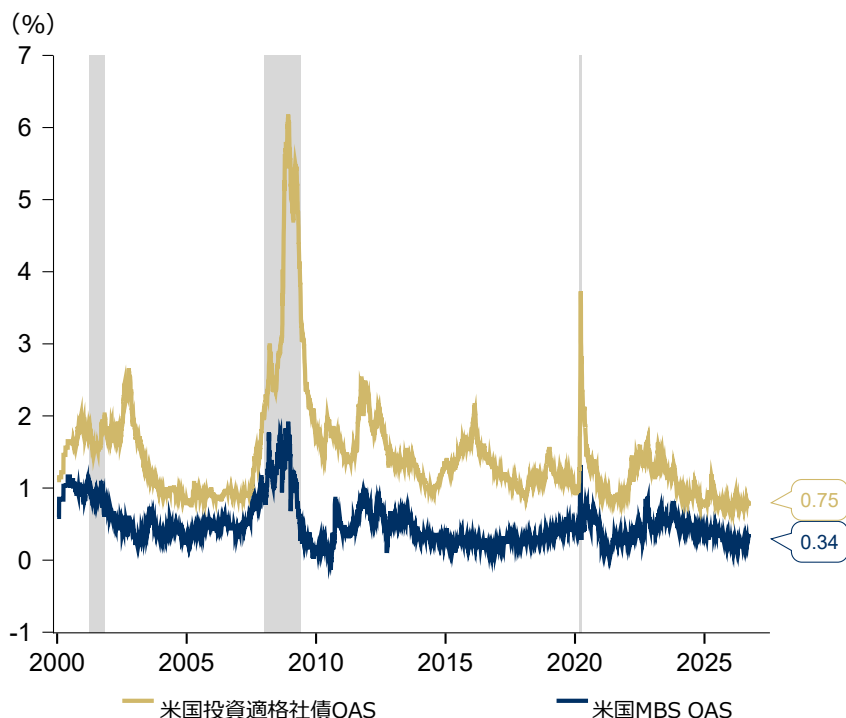


出所：Macrobond、Bloomberg、MSIM。2026年9月22日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

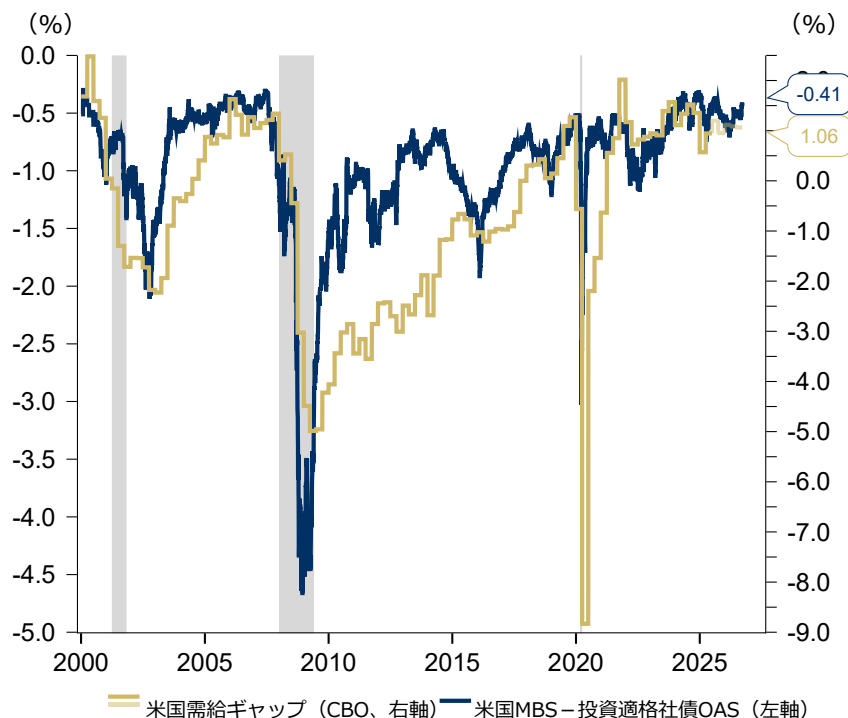
## 社債の代替として魅力的と考えられる米国MBS

米国投資適格社債のオプション調整後スプレッド（OAS）は過去最低水準に近く、リスク・リターンは良好とはいえない。成長が鈍化すれば、同スプレッドはMBS対比で拡大する可能性が高く、現在の水準では下方リスクの方が大きい非対称なリターン構造となっている

米国MBSと米国投資適格社債のOAS



米国MBSと投資適格社債のOAS差と米国需給ギャップ

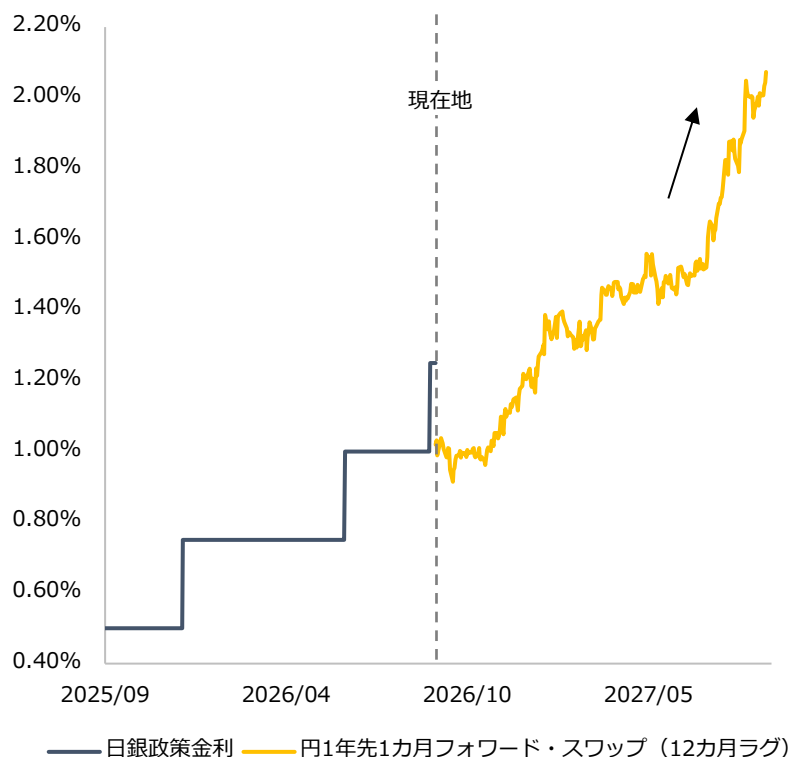


出所：Bloomberg、Macrobond、MSIM。2026年9月22日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

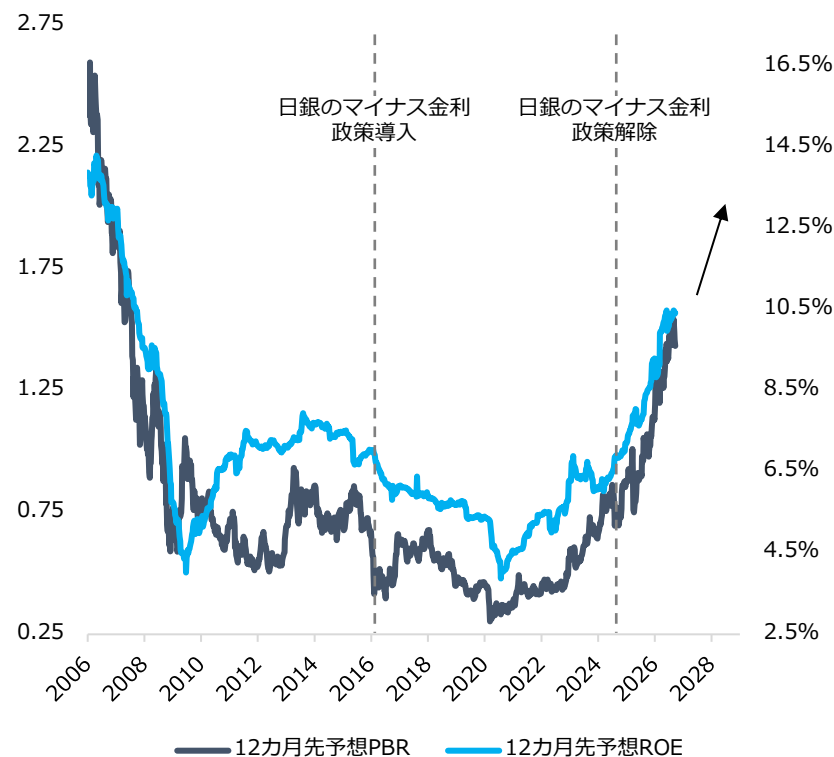
# 日本の銀行株に対する確信度の引き上げ

フォワード市場では日銀の政策金利2%時代への織り込みが進んでいる。名目成長率の上昇、金利上昇に加え、銀行の資本効率向上に向けた改革が、さらなるバリュエーション見直しとROE向上を後押しするとみられる

日銀の政策金利とフォワード市場の織り込み金利



TOPIX銀行業指数：12カ月先予想PBRとROE



出所：Bloomberg、MSIM。2026年9月22日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。**過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。**

# 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ます、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可以实现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ます、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