

Morgan Stanley

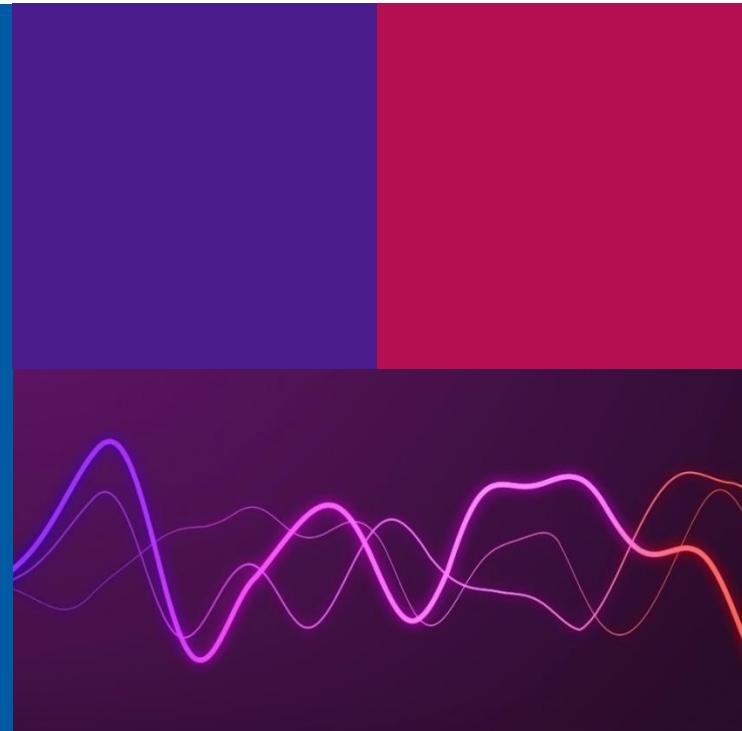
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Global Market and Asset Allocation Guide

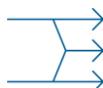
2026年の市場見通し（抜粋版）



トップビュー

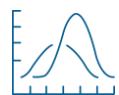
2026年の経済は「K字型」から「U字型」に変化する可能性

2026年の経済状況や市場パフォーマンスは「K字型」よりも「U字型」に近くなる可能性がある。数年にわたる景気拡大サイクルの勢いは鈍化していたが、その流れは2025年には底をつけたようだ。しかし、ごく一部の銘柄の株価が大幅上昇し、株価指数が好調に推移したため、景気の落ち込みは部分的に覆い隠された。2025年の景気足踏み状態を受けて、世界各国の財政・金融政策は明らかにプロシクリカルなものに変わった。当運用チームでは、市場と経済の両方において、幅広い回復が生じる余地があると考えている。2026年にはアップサイドのサプライズが発生し、「U」の右側のように市場や経済が急回復していく可能性があるだろう。



協調したプロシクリカルな政策が米国株式を下支え

財政政策は前倒しで実施されてきたが、主な恩恵が具体的に現れるのは2026年や2027年になると見込まれる。それまでの間も、加速償却の活用により活発な設備投資の継続が見込まれ、GDP成長を継続的に支えるだろう。同時に、労働市場の軟化に対応するため、金融政策は緩和に向かっている。また、消費者も追加減税策から恩恵を受けられる可能性が高い。近い将来に労働市場が軟調になる兆候もあるが、減税策によって個人消費は底支えされるだろう。



生産性の向上：規制緩和に注目

2024年末に、第二次トランプ政権の政策は3つの要素（関税、財政/税制、規制緩和）に分けられると述べた。関税と税制政策については大部分が完了した今、次の焦点は生産性向上の支援であり、その手段として民間セクター（サプライサイド）が主導する成長に移行し、生産性の低い政府セクター（デマンドサイド）は縮小させていく。このプロセスはすでに始まっており、2026年にも継続するだろう。



インフレと労働市場の安定化

FRBは政策金利の決定において、賃金インフレと失業率の関係を説明する理論であるフィリップス曲線のフレームワークを考慮している。FRBは現在の労働市場について活況ではないと考えているため、失業率が上昇していくリスクの方が高く、インフレに下方圧力がかかる可能性があると見ている。そのため、インフレ率が目標を上回っているにもかかわらず、利下げは正当化される。ただし、このフレームワークが崩壊すれば、FRBは再検討を迫られるだろう。



世界各国で成長重視の政策を実施

米国の関税政策を受け、欧州では再工業化の取り組みが始まった。特にドイツが積極的で、東西統一後の時期に匹敵する規模（対GDP比）の財政刺激策を実施している。再工業化のペースは遅く、順調に進んでいないように見えるかもしれないが、確かに進行中だ。インフラ、防衛、金融の分野が恩恵を受けるだろう。現在はインフレが抑制されているため、ECBは緩和的な政策を続ける可能性が高い。日本では経済成長を重視する首相が誕生した。中国については、米国による関税が安定してきたため、逆風は弱まっている。

本資料に記載された見解および意見は、作成日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、市場や経済などの状況により隨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。情報提供のみを目的としており、いかなる証券の売買を推奨するものではありません。

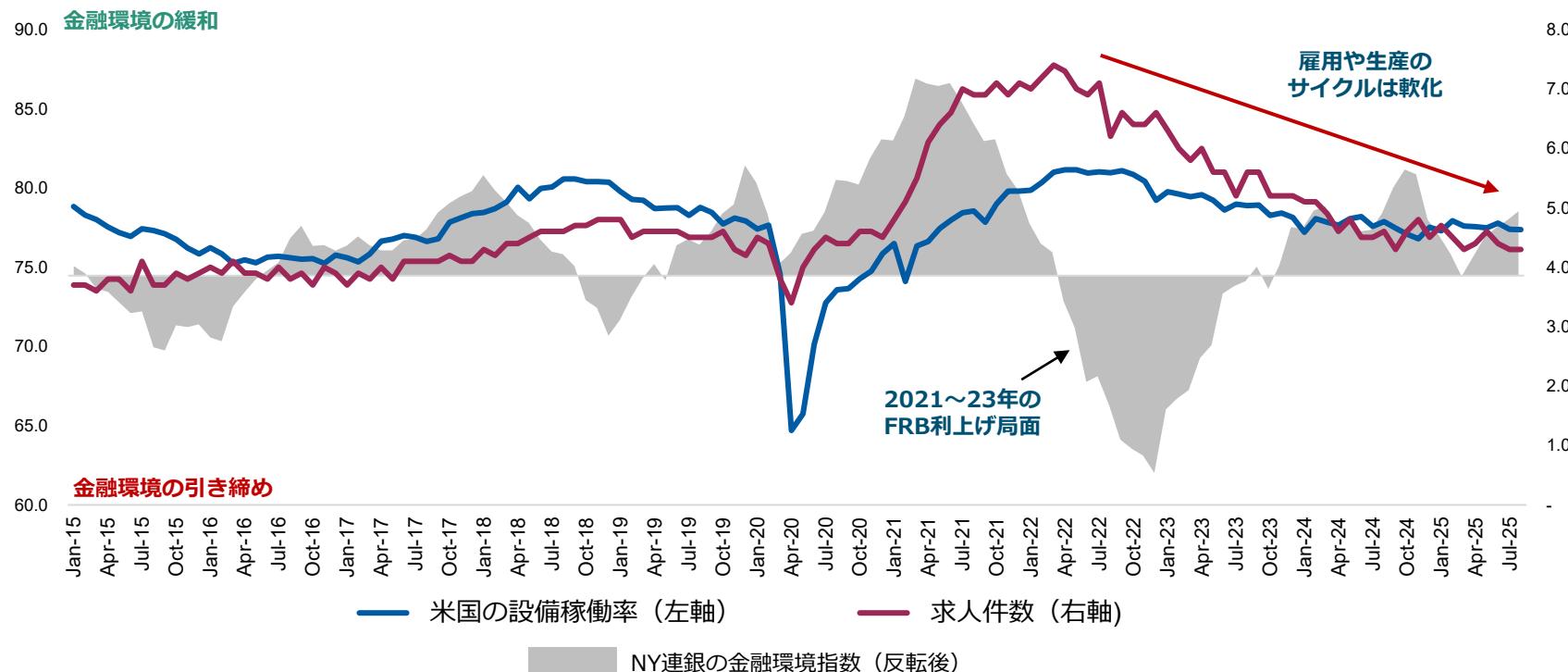
トップビュー：マクロ

2026年の展望：鈍化していた景気サイクルの回復が再加速する可能性

2021～23年におけるFRB利上げ局面は、景気サイクルの中盤で減速を引き起こし、雇用や生産はどちらも軟化した。2025年に反発が見込まれていたが通商政策の影響で頓挫したため、2026年にも大きな回復が訪れる可能性がある。

AI関連投資は経済の追い風となっていたが、経済全体は2022年以降から減速が続いてきた

米国の設備稼働率、求人件数*、NY連銀の金融環境指数（2015-2025年）



出所：ブルームバーグ、米連邦準備制度理事会（FRB）、労働統計局、MSIM PSG。2025年11月24日時点。求人件数は雇用動態調査（JOLTS : Job Openings and Labor Turnover Survey）に基づく。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。指標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

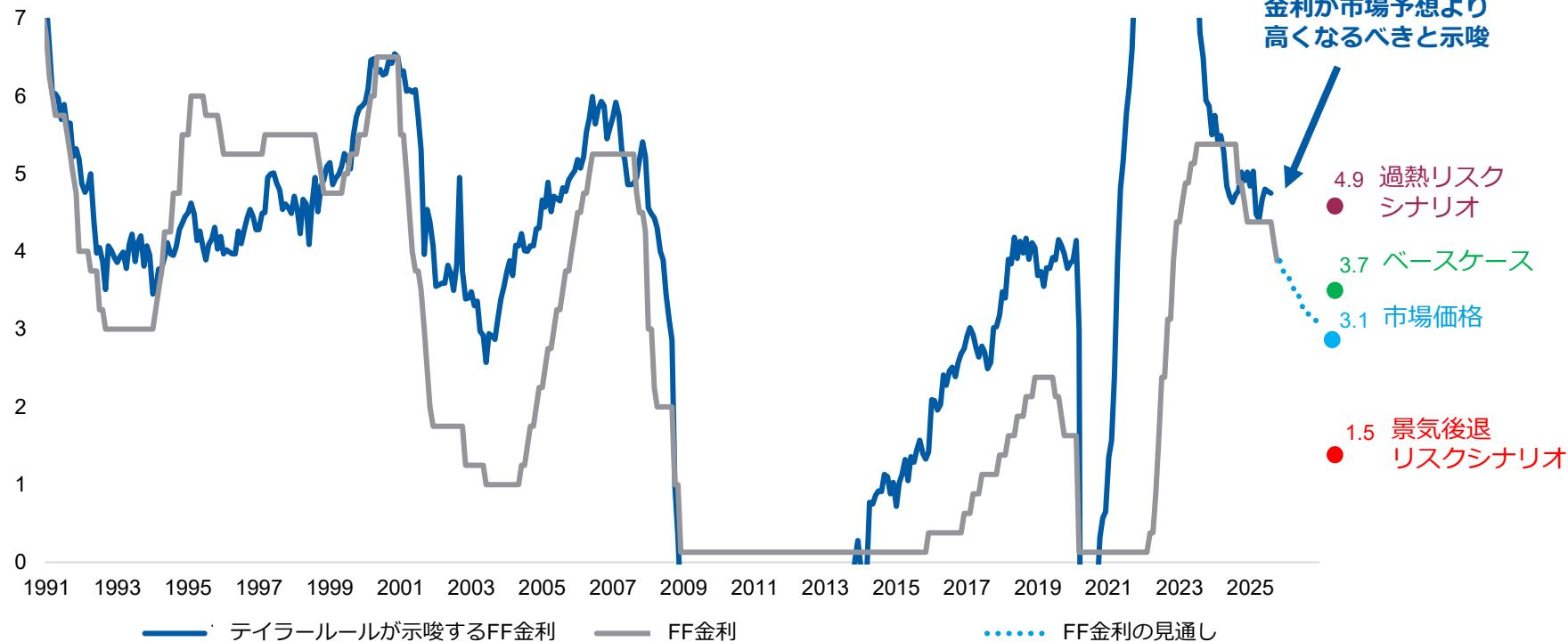
トップビュー：債券

デュレーションは弱気見通し：成長が加速すれば利下げ余地が縮小傾向に

当チームは2026年の成長加速に対して多くの市場参加者よりも楽観的な見通しを持っているため、FRBが追加で利下げを続けていく可能性は低いと見ている。

テイラールールはFF金利を上回る水準にあり、利下げ回数は市場予想よりも少なくなる可能性を示唆している

テイラールールが示唆するFF金利と実際のFF金利（%）、1991-2025年



出所：ブルームバーグ、MSIM、2025年11月14日時点。テイラールールによれば、インフレ率が1%ポイント上昇した場合、中央銀行は名目金利を1%ポイント以上引き上げるべきとされます。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隨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。

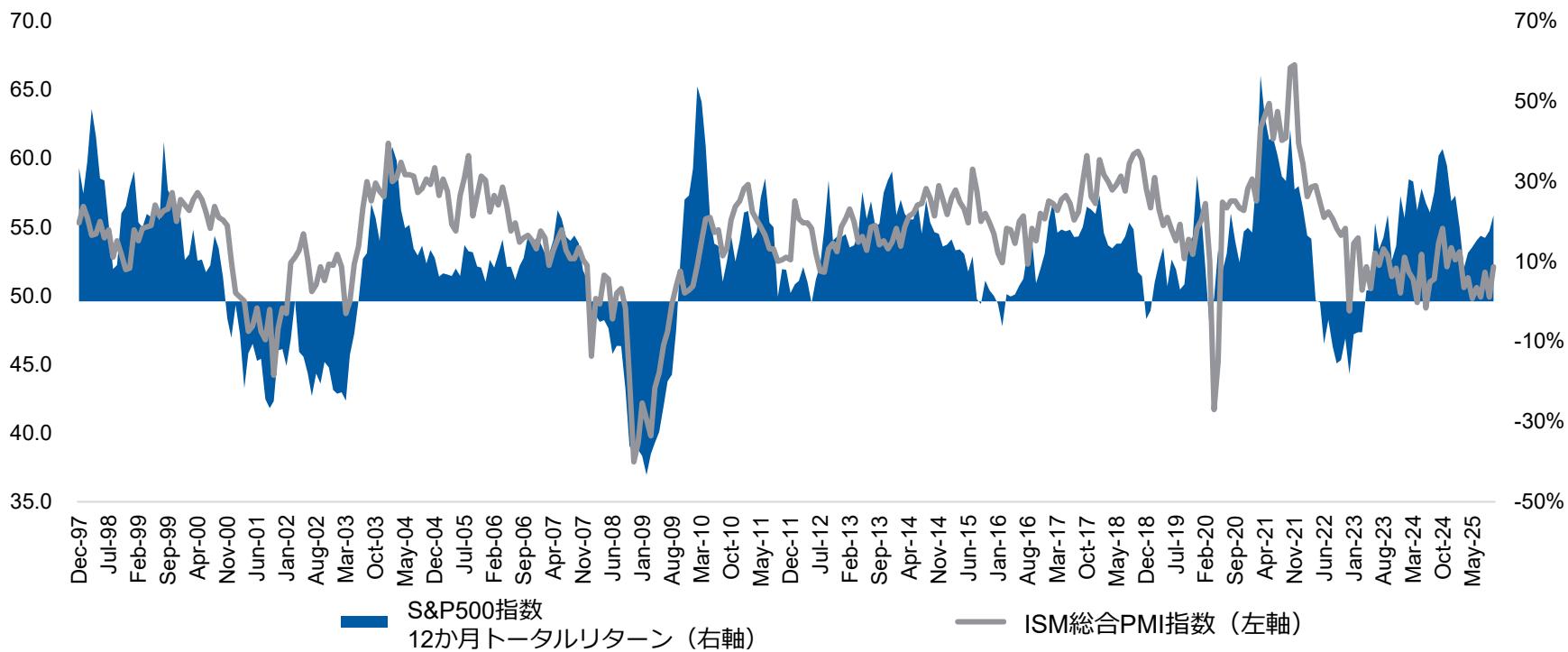
トップビュー：株式

経済成長が改善する環境下においては米国株はプラスになることが多い

1998年以降、S&P500のリターンは、ISM*総合指数が50以上の時（成長を示す）に87%、ISM総合指数の前年比がプラスの時（加速を示す）に92%プラスとなっている。

2026年に成長が加速すれば、株式リターンはプラスになる可能性が高い

ISM景気加重製造業・非製造業指数、S&P500の12カ月トータル・リターン



出所：ブルームバーグ、MSIM、2025年11月24日時点。*ISM（サプライ・マネジメント協会）。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。

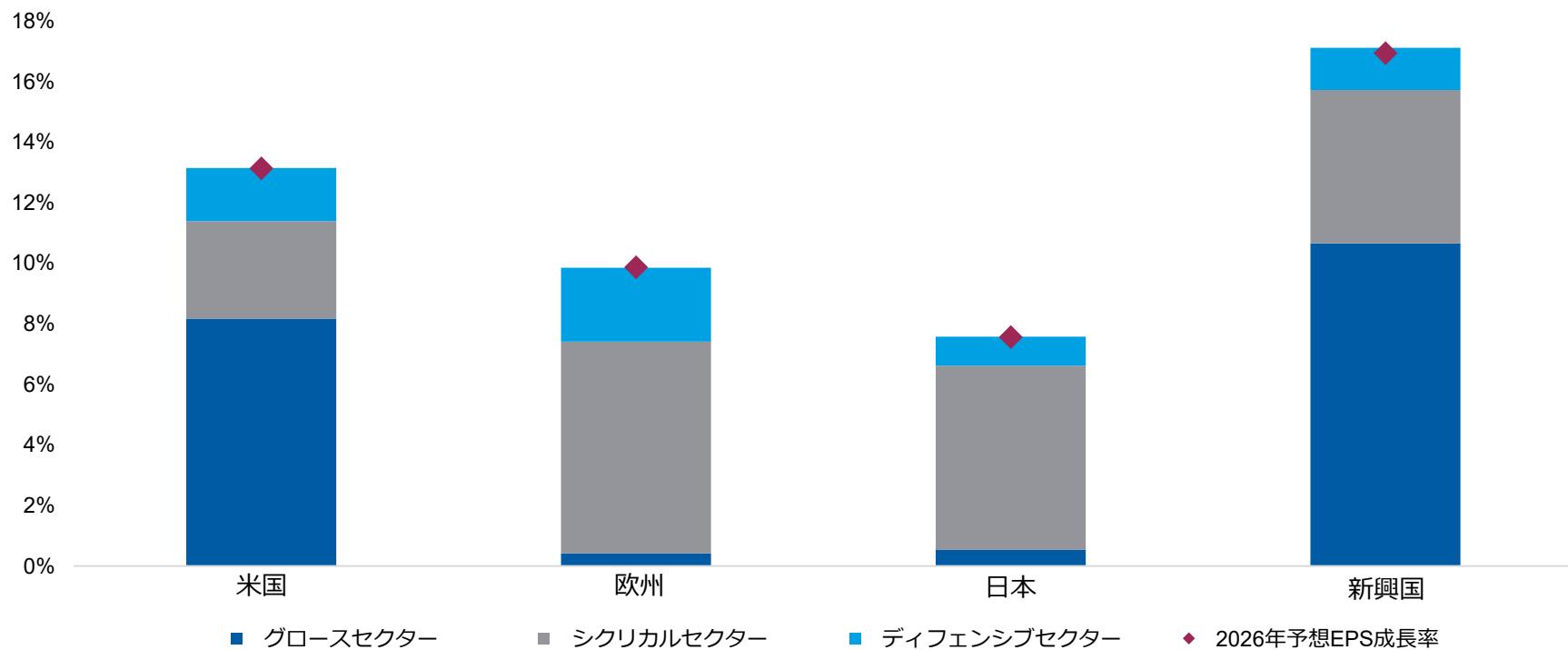
トップビュー：株式

成長ドライバーは世界の株式ごとに異なる

AI主導の成長は米国と新興国の企業収益を支え続けると予想。欧州と日本は、米国の関税圧力が緩和され、国内財政政策の効果が表れてくれれば、伝統的セクターの景気回復から恩恵を受ける準備が整っている。

AIのモメンタムと景気回復の比較

2026年EPS成長率（ブルームバーグのコンセンサス予想）、セクター別/スタイル別の寄与度



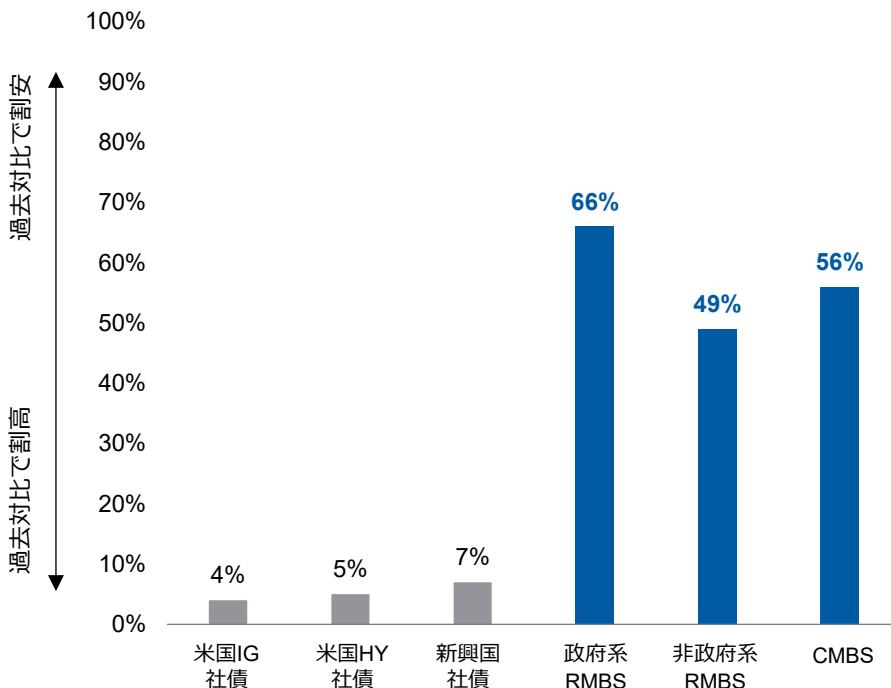
出所：ブルームバーグ、MSIM、2025年11月24日時点。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時／本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により隨時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測／見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

トップビュー：債券

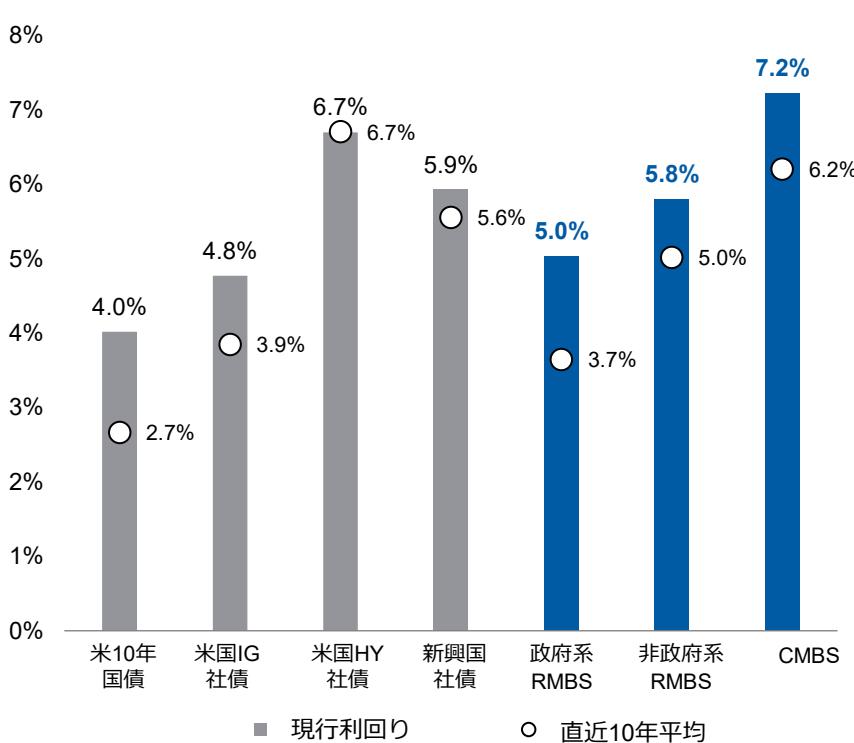
不動産担保証券と証券化資産のケース

証券化市場は他の多くのクレジット資産と比べてスプレッドが厚くなっており、より魅力的な利回りを提供している。

スプレッドのパーセンタイル順位と10年前との比較



現行利回りと直近10年平均との比較



出所：ブルームバーグ、ICE Data Indices、JP Morgan。2025年11月30日現在。米10年国債はUS Treasury Index、新興国社債はJ.P. Morgan Corp. EM Bond Index (CEMBI) Broad Diversified、政府系RMBS（エージェンシー住宅ローン担保証券）はFNMA Current Coupon MBS Index、非政府系（ノンエージェンシー）RMBSはJ.P. Morgan Corp RMBS Credit Index、CMBSはJ.P. Morgan Corp SASB BBB-Rated CMBS Indexで示されています。スプレッドデータはOASを測定します。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隨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。**

トップビュー：ポジショニング

主要なアクティブポジション

- 1 米国株式をオーバーウェイト：経済成長は堅調であり、再び追い風も期待できる
- 2 米国大型株を選好し、中型株へのエクスポートナーを選別的に追加
- 3 欧州については選別的：全体としてはニュートラルだが、ユーロ圏の銀行や、ドイツの財政政策から恩恵を受けられる銘柄はオーバーウェイト
- 4 デュレーション：イールドカーブのスティープ化を予想し、米国でアンダーウェイト
- 5 リセッションのリスクは低いため、投資適格債よりも高利回りのクレジットを選好
- 6 MBS/RMBS（ノンエージェンシー）は、引き続き最も確信度の高い債券のO/W

注記：O/Wはオーバーウェイト、U/Wはアンダーウェイトを意味します。情報提供のみを目的としており、いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数に直接投資することはできません。本資料に記載された見解および意見は、作成日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、市場や経済などの状況により隨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／見通し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成果を示すものではありません。

トップビュー：ポジショニング

株式

	我々の見解				
	--	-	=	+	++
株式					
地域					
米国	●	●	●	●	●
ユーロ圏	●	●	●	●	●
日本	●	●	●	●	●
新興国 (EM)	●	●	●	●	●
スタイル					
グロースvsバリュー	●	●	●	●	●
クオリティ	●	●	●	●	●
大型株vs小型株	●	●	●	●	●
シクリカルvs ディフェンシブ	●	●	●	●	●

- 現在のアロケーション
- ← 前回からの変更点
- 強くアンダーウェイト
- ++ 強くオーバーウェイト
- アンダーウェイト
- + オーバーウェイト
- = ニュートラル

O/Wはオーバーウェイト、U/Wはアンダーウェイトを意味します。本資料は情報提供を目的としており、特定の証券の売買や特定の投資戦略の採用を勧誘または推奨するものではありません。上記に示した戦術的見解は、当チームの見解と運用方針を広く反映したものであり、顧客とのコミュニケーションを目的として表明されたものです。個々のチームの資産配分は異なる場合があります。本資料の情報は、個々の投資家の財務目標、状況、または特定のニーズに対応することを意図したものではありません。シグナルは、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループによる各資産クラスに対する見解を表しています。

注目すべき点

- 順調に進む経済成長を考慮し、米国株式のオーバーウェイト継続。米国の産業政策から恩恵を受けられる銘柄を引き続きオーバーウェイト
- 欧州では選別的なエクスポートジャヤ：全体としてはニュートラルだが、銀行をオーバーウェイト、ドイツの財政政策から恩恵を受けられる銘柄もオーバーウェイト
- 米国大型株を選好し、米国と欧州の中型株へのエクスポートジャヤを選別的に追加。
- 政策主導の成長から構造的な追い風を受けられる、米国と欧州のシクリカル銘柄をオーバーウェイト。

トップビュー：ポジショニング

債券

債券	我々の見解				
	--	-	=	+	++
社債					
米国債	●	●	●	●	●
インフレ連動債	●	●	●	●	●
ユーロ圏国債	●	●	●	●	●
EMハードカレンシー債	●	●	●	●	●
現地通貨建て	●	●	●	●	●
パブリック・クレジット					
地方債	●	●	●	●	●
投資適格社債 (IG)	●	●	●	●	●
MBS*/ABS	●	●	●	●	●
ハイイールド債 (HY)	●	●	●	●	●
バンクローン	●	●	●	●	●
● 現在のアロケーション ◀ 前回からの変更点	-- 強くアンダーウェイト ++ 強くオーバーウェイト	- アンダーウェイト + オーバーウェイト	= ニュートラル		

O/Wはオーバーウェイト、U/Wはアンダーウェイトを意味します。*不動産担保証券。本資料は情報提供を目的としており、特定の証券の売買や特定の投資戦略の採用を勧誘または推奨するものではありません。上記に示した戦術的見解は、当チームの見解と運用方針を広く反映したものであり、顧客とのコミュニケーションを目的として表明されたものです。個々のチームの資産配分は異なる場合があります。本資料の情報は、個々の投資家の財務目標、状況、または特定のニーズに対応することを意図したものではありません。シグナルは、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループによる各資産クラスに対する見解を表しています。

注目すべき点

- 1 MBS/ABS は、引き続き最も確信度の高い債券のオーバーウェイト
- 2 投資適格債については、現在のスプレッド水準ではリスク・リワードが非対称的で魅力的とは言い難いため、アンダーウェイトを継続
- 3 2026 年にインフレ期待が上昇する余地があるため、物価連動米国債 (TIPS) のオーバーウェイト継続
- 4 欧州の国債については、周辺国をオーバーウェイトし、コア市場はアンダーウェイト
- 5 キャリーの高さと堅調な経済成長を考慮し、バンクローンをO/W d s s

重要事項

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

本動画は、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つものではありません。

- 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。
- 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。

- 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。
- 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

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

www.morganstanley.com/im/jp