
CARON'S CORNER

スクリプト要約

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。

2025 年 4 月 28 日

米国債や米ドルはまだ安全な逃避先なのか？

- 簡潔に答えるならば、「イエス」である。市場は、ファンダメンタルなシグナルと、フローから生じるテクニカルなノイズとを混同している。詳しく説明しよう。
- 株価の急落にもかかわらず、長期債利回りは低下していない（一部では上昇している）ことから、米国債や米ドルの安全性が疑問視されているようだ。
- また、市場ボラティリティの高まりや、米ドルにとって支えとなるはずの有利な金利差にもかかわらず、米ドルも下落している。
- **米国債や米ドルの安全性について疑問を抱くこと自体は間違いではない。**米ドルや米国債の地位が変化すれば、世界中のあらゆる金融資産にとって甚大な影響が生じるからである。したがって、安全な逃避先としての地位に生じた小さなひび割れだとしても、調査する価値はある。
- ただし、背景についても理解することが重要である。

米ドル：背景が重要

- **まず当運用チームの予想としては、米ドルは今後下落すると考えている。ただし、米ドルはすでに極めて割高な水準だったことには留意しておくべきだろう。**従来の多くの通貨評価モデル（例えば実質実効為替レート（REER）モデル）は、米ドルを 20% も過大評価している。

-
- モデルに入力する情報に応じて結果は変わるため、いくぶん主観的ではあるが、米ドルは割高であると言って差し支えないだろう。
 - 米ドルを下落させる主な要因は何だろうか？
 - **過去 15 年にわたり海外勢が米国資産への投資を過剰かつ急速に増加させてきたことの巻き戻しである。**
 - 多くのグローバル投資家は 2010 年以降、米国資産を購入するために現地通貨を売って米ドルを買ってきた。実際、米国資産の外国人保有は 2010 年から 2024 年までに約 4 倍増加した。
 - 現在の米国資産価格（具体的には株価）は上昇しづらい状況が続いている。そのため、**米国資産を保有している外国人は、例えば株式を売り、ドルを受け取り、そのドルを売って現地通貨に換えることで、エクスポージャーをリバランスしている。**
 - FRB が算出するドルの広域名目実効為替レートで見ると、**米ドルは約 5% しか下落していない。** 同為替レートは貿易相手に対する米ドルの価値を包括的に表しており、ドル指数（DXY）よりも価値を詳細に把握できると考えている。
 - なお、この 5% の下落の前には、**15 年間で約 40% 上昇していた点に留意すべきである。**
 - 関税政策は米ドルの価値に影響を及ぼしているが、機械的・限界的にである。
 - このことは、国際収支の**資本勘定**を通して理解する必要がある。資本勘定は、米国と他の国・地域の間における資産・負債の所有権変更を伴う金融取引を反映している（所得、貯蓄等に影響を及ぼすものを除く）。
 - 米国が関税を課すと、**米国への輸入が減少し、結果として米ドルの外国人保有が減少する可能性がある。**つまり、米ドルの需要が将来減り、米ドル自体のバリュエーションが低下していくことになるだろう。
 - 市場は将来を見越して動くものだが、これには長い時間がかかる。
 - 以上を考慮し、当運用チームでは米ドルの最近の下落について、資産価格の変動によるフローが原因だと考えている。米ドルへの信頼や安全な逃避先としての地位が崩れているというよりは、極端な状態からのリバランシングと解釈した方が適切だろう。
 - 前述の通り、背景が重要なのである。

米国債：ファンダメンタルズよりもテクニカルなフローの問題

- 米国債は、現金に対する代替可能性や交換性が高いため、現金と同等だと見なされることが多い。現金は通貨そのものである。
- したがって、米国リスク資産（クレジットや株式）の巻き戻しが発生した場合、**米ドルは下落する**。それを受けて債券も下落し、調整のために利回りが上昇することになるだろう。
- 米国の関税政策により米国の他の国・地域（RoW）からの輸入が減少した場合、前述したように、RoW が受け取る米ドルも減ることになる。つまり、米国債への投資として米国に還流させる米ドルが少なくなる。**米国の赤字減少は、米国債の購入減少（需要減少）を意味する**。同様に、これは長期的な問題でもある。将来における米国債の需要減少は、米国債利回りを限界的に上昇させる可能性がある。
- 米国債の最近のパフォーマンスについては、テクニカル要因でほとんど説明できると当運用チームは考えている。**米国債のレバレッジをかけたロングポジション（いわゆるベシス取引）の巻き戻しによるところが大きい**。
 - 実際に、銀行規制（具体的には補完的レバレッジ比率（SLR））のため、米国債現物よりも米国債先物を保有する需要が存在した。
 - その後の米国債先物の上昇を受け、動きの速い短期投資家は、価格が上昇した先物を売り、同時に米国債現物を買うことによって価格差で裁定取引を行った。
 - 株式市場が急落した際に、**このような短期投資家はキャッシュを調達するために、購入した米国債現物を売る必要に迫られた**。
 - **通常であれば株式の急落局面では米国債利回りが低下するはずだが、レバレッジをかけた米国債のポジションが巻き戻されたため、高い利回り水準が維持されることになった**。
- 市場での米国債の動きについては、このようなテクニカル要因で大部分を説明できると当運用チームは考えている。やはり、背景が重要なのである。

ポジショニングおよび市場の見方

- 市場は、テクニカル要因による価格の動きと、ファンダメンタル要因に基づくバリュエーションとを混同してしまっている。**それが誤解につながり、混乱を生じさせている。**
- いずれも単独では間違っていないが、**背景を無視している**ため、市場の現状を正確に説明できてはいない。
- 投資の観点からは、以下がポイントになるだろう。
 - 米ドルは長期間にわたり下落圧力を受けているが、非常に過大評価された水準からの下落であると考えている。つまり、公正価値に向かっている可能性がある。
 - 限界的に、海外の買い手が米国債や米国株を過剰に支えていたが、そのような状況が減ってきた。**誤解のないように言うと、これは大規模な清算ではなく、リバランシングである**と考える。

最後に、当運用チームは国際および欧州（特にドイツ）のオーバーウェイト・ポジショニングを年初から続けており、上記のような展開はその支えとなっている。

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、カントリ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