
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 5 月 27 日

財政政策、税、債券利回りが市場に与える影響

- 当運用チームは年初から、第二次トランプ政権の政策戦略は **3つの要素**に分けられると述べてきた。
 1. **規制緩和**：これは大統領就任日に始まった。大統領令だけでなく、規制機関の主要ポジションへの任命も手段となっている。規制緩和により、効率的な民間セクターが非効率な公的セクターを押し退けることになれば、生産性の向上につながる可能性がある。
 2. **関税**：4 月初め以降、関税に関する動向は大きな影響を与えてきた。これはグローバル貿易に関する関係や政策のリセットとなるが、短中期的には市場にマイナスの影響を与えるだろう。関税は利ざやに対する税であるため、将来のキャッシュフローや、投資家が許容するマルチプルに疑問が投げられることになる。
 3. **税／財政政策**：このプロセスは始まったばかりであり、財政刺激策が打ち出される見込みである。規制緩和と同じように関税からの逆風に對抗する効果があり、市場にはプラスとなるだろう。
- 政策戦略の 3 要素のうち 1 つはネガティブだが、2 つはポジティブであり、悪くないと言えるかもしれない。
- しかし、現実的にはそれほど単純ではないかもしれない。税制や財政政策が追い風になる可能性はあるが、**問題はどのようなコストがかかるのかという点である。その答えを得るため、債券市場に目を向けることにする。**

-
- 詳しく検討していこう。

世界的に債券利回りが上昇

- **30 年債利回りに注目**して、主要債券市場の日本、ドイツ、米国を見てみよう。
- **30 年日本国債**の利回りは年初に 2.30%だったが、約 3.10%まで急上昇した。この 80bp の利回り上昇については、スタート地点が低かったことも考慮に入れる必要がある。
 - 利回り上昇の原因として考えられるのは、目標を持続的に上回っているインフレ水準、増加する財政赤字、上昇する対 GDP 債務比率である。また、日銀の利上げ開始も一因であり、低く抑えられていた長期利回りが上放れしている。
- **30 年ドイツ国債**の利回りは、年初の 2.60%から約 50bp 上昇して 3.10%となっている。
 - 欧州のインフレは粘着性だが、まだ低い水準に抑えられており、ECB は利下げを続けられるだろう。つまり、ECB が利下げするにもかかわらず、ドイツの 30 年債利回りは上昇したことになる。
- **30 年米国債**の利回りは、米国債への信認が低下したとの最近の言説や財政赤字の膨張にもかかわらず、年初の 4.78%から約 5%まで 22bp ほどしか上昇していない。
 - 米国の政策動向は日本やドイツとは全く異なるが、利回り上昇は比較的小さくて済んでいる。
- **以上をすべて考慮すると、長期債利回りの上昇は米国だけの問題ではなく、世界的に発生している問題だと言えるだろう。**最近の債券市場の動きを理解するには、この点に注目する必要がある。
- 確かに、絶対値で見れば、米国債の利回りは他の市場よりも高い。しかし、通貨や為替ヘッジを考慮すると、その影響の大半は帳消しになる。実際、各種バリュエーション指標においては、米国以外の国債の方が安く見えさえする。

-
- **米国債の利回りが破滅的な水準まで急上昇しない限り**、現在の利回り水準またはそれよりわずかに高い水準でも、株価上昇や経済成長を阻害することはないと当運用チームは考えている。もちろん、利回りが低下した方が景気は刺激されるが、少なくとも現時点においては、それは経済成長の必要条件や阻害要因にはならないだろう。
 - 米国の財政政策・税・財政赤字に関する議論にあたっては、**背景としてこの点を覚えておこう。**

ポートフォリオのポジショニング

- 当運用チームは**欧州株式のオーバーウェイトを維持**しているが、建設分野から他の幅広いセクターや中型株セクターに移行する可能性がある。欧州は全体的にオーバーウェイトを維持し、引き続きドイツを特にオーバーウェイトする。
- 当運用チームは**米国株式のわずかなアンダーウェイトを解消**しており、最近ではよりニュートラルにしている。関税協議は大きく進展しているが、その多くは価格にすでに織り込まれていると考えている。
- 債券について、当運用チームは**デュレーションのわずかなアンダーウェイトを維持し、イールドカーブ・スティープナー**を選好する。
- クレジットに関しては、**欧州ハイイールド債**を保有し、米ドルベースの投資家向けに為替ヘッジすることを選好する。欧州ハイイールド債市場はクオリティが高く、需給のテクニカル面も強く、為替ヘッジのキャリアを考慮すると米国ハイイールド債とほぼ同じ利回りを実現できるだろう。

当運用チームは、バンクローン（短期の変動金利・高利回りのクレジット）へのエクスポージャーを増やしている。リセッションリスクが後退しているため、ポートフォリオの金利感応度を引き下げることを選好する。

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