
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8月19日

インフレ率上昇がなければスタグフレーション懸念は杞憂に

- 様々な面で注目を集めている関税だが、まだ明確な影響は現れていない。言い換えると、関税による大幅なインフレ率上昇は起きていない。
- この点については、次の2つを考慮する必要があるだろう。
 1. 第3四半期は、昨年のインフレ上昇率が最も低かったのでインフレが最も観測されやすい環境となっている。
 2. したがって、この時期にインフレ率が上昇しなければ、**インフレのリスクや懸念は日々後退していくと予想する**。これによってリスクプレミアムが下がり、市場にとっては支援材料となるだろう。
- インフレは番犬のような動きをしており、投資家の強気センチメントが際限なく広がることを食い止めている。投資家が恐れているのは、関税によってインフレ率が上昇し、経済成長が減速する、つまりスタグフレーションに陥ることである。
- しかし、**その番犬が吠えないしたら、どうなるだろうか？** そもそも番犬などいなかつた可能性もあり、その場合は吠えなくて当然である。これはスタグフレーションが起きないことを意味する。
- **それが事実だとしたら、市場参加者はリスクを十分に取っていない可能性がある。**
- 詳しく検討していこう。

インフレ指標はサプライズなし

- **CPI インフレ率は概ね予想通りだった。**もちろん、細かい部分については様々な見方があるだろうが、想定外のサプライズはなかったと言って差し支えないだろう。
- 確かにコア CPI は前年比+3.1%で予想を 0.1%上回ったが、ヘッドライン CPI は+2.7%と予想を 0.1%下回った。前月比は概ね予想通りで、特に注目すべき点はない。
- PPI は予想よりも大幅に上昇したが、状況は CPI と似ている。商品よりもサービス価格に左右されたもので、関税の転嫁をあまり反映していないようだ。
- PPI を詳しく見ると、サービス部門のインフレ率の上昇幅は指数の上昇率を上回り、**財価格の上昇率は指数を下回った**。この点を織り込んで、8月後半に発表されるコア PCE は前年比+2.9%と予想されている。
- **他のインフレ指標**では、インフレ率が 2%をわずかに下回っている可能性も示されている。例えば、より広範な価格バスケットを追跡し、最近注目が高まっている Trueflation（トゥルーフレーション）などの指標がある。
- FRB は標準的なインフレ指標が政策にとって最も重要であると信じており、それに固執するだろう。その標準的なインフレ指標は目標の 2%を上回っているが、**FRB はいずれにしろ利下げする可能性がある**。
- なぜなら、FRB はインフレよりも**労働市場について懸念**している可能性が高いからである。労働市場が軟化する兆候があるため、FRB はインフレに目をつぶることをいとわないだろう。

市場バリュエーションの考察

- まず、次の素朴な疑問について考えたい：「関税によるインフレはなぜ重要なのか？ また、どれほど重要なのか？」。なぜ重要なのかについては、以下が答えである。

-
- 関税は輸入品の価格上昇につながり、消費者に転嫁される。
 - これは国産品を販売する小売業者にとって有利な状況を生み出すが、国産品の価格も上昇する可能性がある。
 - 物品価格が上昇すると、利益率を維持するために、サービス価格の上昇に波及する。
 - 政策立案者は、これが期待インフレ率の上昇につながることを恐れる。
- **しかし、現時点では、一部を除き、そのような状況はインフレデータに表れていない。** 市場はこの点に気付いている。株式を見てみよう。
 - S&P 500 企業の第 1 四半期業績は予想を上回る好調さだった。第 2 四半期についても、90%超の S&P 500 企業が業績予想を引上げ第 2 四半期が始まつてから EPS 予想は 6%上方修正されており、**前年比+11%**となっている。これは予想を大幅に上回る数値である。
 - 売上と利益いずれも予想を上回っている。
 - **幅広い企業の EPS が予想を上回った**（予想を上回る割合は約 60%が平均だが、今回は 74%）。これは広範な銘柄の株価が力強く上昇する前兆である。中小型銘柄の利益も増えている。
 - 2 四半期にわたって業績が予想を大きく上回った結果、**アナリストは業績予想を引き上げている**。これは 2025 年上半期に業績予想引き下げたのとは逆の動きとなっている。
 - **一つの大きく美しい法案（OBBA）**：決算説明会では、税制について、多くの前向きなコメントが企業から発せられた（加速償却、設備投資など）。これから大規模な投資が本格的に始まり、GDP を支える可能性があるだろう。
 - **債券市場も堅調である。** 市場は 9 月から利下げが実施される確率が高いと織り込んでいる。最近のインフレ指標もこれを裏付けている。
 - イールドカーブはステイプル化しているが、長期金利の水準は低いままである。この水準であれば経済成長にとって害を及ぼすということではなく、株式のバリュエーションの支えにもなっている。

-
- クレジットスプレッドは確かにタイトであるが、利下げに関する前向きな展開や、経済が持続的に成長する（または少なくともリセッション入りしない）可能性を考えると、問題とは言えない。
 - 当運用チームは引き続き、インカムを稼ぐためにハイイールド債のオーバーウェイトを選好する。当運用チームのデュレーション予想はインデックスレベルに近いが、わずかに下回っている。

スタグフレーションは発生しないと市場が判断した場合、アップサイドがリスクになるだろう。

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、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ます。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