
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26日

サプライサイド主導の成長への移行

- 当運用チームが注目している新たな投資テーマは、**政府や公共セクターが主導するデマンドサイドの成長から、民間セクターが主導するサプライサイドの成長への移行**である。
- これは規制緩和のイニシアティブに続く動きであり、「一つの大きく美しい法案（OBBA）」で頂点に達した。移行の道のりは平坦ではなく、市場の下落や、雇用指標の軟化も当初は発生するだろう。しかし、最終的には、より生産的な成長モデルへとつながる見込みである。
- ジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長のコメントのように、**FRBが利下げに前向きな姿勢を示したこと**も、この移行を支えている（あるいは増進している）。
- バイデン前政権による政府主導・デマンドサイド主導の成長からは変化することになるだろう。
- 新たな**サプライサイド主導の成長や利益は、均一的に拡散していくわけではない**だろう。当運用チームは、そこに投資機会があると考えている。
- この移行は金融政策にも影響を及ぼす。当運用チームは、先回りしてその機会を活用したいと考えている。
- 詳しく検討していこう。

デマンドサイド主導からサプライサイド主導の成長へ移行中

- **デマンドサイド**経済学（定義）：政府の支出（需要）が経済および労働市場の成長における重要な要因であるというケインズ学派の理論。
- **サプライサイド**経済学（定義）：デマンドサイド経済学とは対照的に、成長および雇用の主な要因として財・サービスの生産（供給）を重視。
- サプライサイドの促進要因は、経済成長、ひいては雇用の成長を左右する。
- なぜならば、トランプ政権の政策は規制緩和を主軸としており、税制や投資奨励策とともに OBBBA によって法制化されているため、経済活動を政策面で促進すると予想されるからである。

フィリップス曲線：インフレおよび FRB 政策に対する意味

- 問題は、関税に加えてこのサプライサイド・ショックが発生することにより、インフレ率が上がるか否かである。おそらく、次の理由からインフレ率は上昇しないだろう。
 - 第 1 に、関税が引き起こすのは、物価の一時的な調整であり、物価の持続的な上昇（つまりインフレ）ではないだろう。
 - 第 2 に、消費者インフレは**賃金インフレ**が主な原因であり、**賃金インフレ**は基本的に労働力の不足によって引き起こされる。しかし、このような連鎖は発生しない可能性がある。なぜだろうか？
- **経済合理性の下での労働力の供給**。なぜなら、政府／公共セクターにおける急速な雇用の伸びは、トランプ政権のもとで終わりつつあるからである。
- 今後は、**大量の労働力が市場に供給され、民間セクター**（サプライサイド）が合理的な価格でその労働力を利用できるようになるだろう。
- その結果、より生産的な民間セクターの成長が定着し、**利益率への圧力が減る可能性**がある。
- しかし、公共セクター主導から民間セクター主導の成長に向けて移行する間、**労働市場は軟化の兆候を示し、失業率は上昇する可能性**がある。
- **フィリップス曲線について検討してみよう**。これは、パウエル議長がジャクソンホール会議で暗黙のうちに取り上げたフレームワークである。つまり、

労働市場の現在の軟調さ（FRB の使命の一つ）と目標を上回る現在のインフレ率（もう一つの使命）の間でリスクをバランスさせることである。

- **パウエル議長の結論。** FRB が金利政策を決定する際に、パウエル議長は**労働市場のリスクを重視**するだろう。
- **フィリップス曲線は失業率と賃金インフレの間の関係**であり、**この関連性を理解する必要がある**。失業率が上昇すると賃金インフレは鈍化し、その逆も然りである。
- したがって、パウエル議長と **FRB** は、**現在および過去のインフレデータにそれほど関心を払わない可能性がある**。
- その結果、FRB は、現在のインフレ率が目標を上回っているにもかかわらず、労働市場の軟化を見越して利下げする可能性がある。

波乱も予想されるが、当運用チームはリスク量を積み増す

1. 米国株式をオーバーウェイト：押し目が来れば買い増し。一部銘柄から、幅広い銘柄に物色が拡大すると予想
2. モメンタムをロング：米国大型株を小型株よりも選好
3. 欧州については選別的：銀行と MDAX をオーバーウェイト、コアをアンダーウェイト。全体としてはニュートラル
4. デュレーション：わずかにアンダーウェイト。イールドカーブのステイープ化を予想。金融をオーバーウェイト
5. よりハイイールドのクレジットを選好：リセッションリスクは低い
6. 為替を介してキャリーを追加：米ドルヘッジされた欧州および日本のクレジットを保有
7. MBS/RMBS（ノンエージェンシー）：引き続き最も確信度の高い債券のオーバーウェイト

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、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、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

RO 4774917 Exp. 08/31/2026