

---

# 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 9 月 22 日

### 金融・財政の大規模緩和による資産価格上昇の可能性

- 「ビッグ・イージー（気楽なライフスタイル）」といえば、一般的にはレイジアナ州ニューオーリンズの愛称である。しかし、今回のテーマはニューオーリンズではない。
- 今回取り上げたいのは、**財政・金融の両面における大規模緩和**である。政策立案者には隠れた動機があり、伝統的な経済関係から予想されるよりも長い期間にわたり大規模緩和を続ける可能性がある。
- **金融政策の緩和**は、基本的に労働市場を支えることを目指して実施されたと考えられている。それは事実かもしれないが、当運用チームでは他の理由（流動性逼迫のリスクや脆弱性を回避すること）も背後にあると考えている。
- **財政政策の緩和**は、国内事業への投資を奨励し、経済成長を促すことを実現するための単なる企業減税と考えられているようだ。それも事実かもしれないが、背後にあるのは、関税や地政学的影響に関する外交政策上の問題である。言い換えると、外交政策を遂行するためには、関税政策によって発生したコストを埋め合わせる方策が必要となるということだ。
- ポイントは、これは**単なる経済的関係のゲームではない**ということである。より深い事情があるために、緩和政策が長期にわたり続く可能性がある。
- これは**資産価格の上昇を引き起こす可能性があるが、その可能性は過小評価されている**ようだ。つまり、一般的には現在の資産バリュエーションは非常に高いと思われるが、実際には全く高くないかもしれないのである。

- 
- 詳しく検討していこう。

## **FRB の見方：利下げは労働市場だけではなく、量的引き締めや流動性逼迫のリスクに対処するためにも必要**

- FRB が利下げしている目的は労働市場を支えるためかもしれないが、バランスシートの縮小（量的引き締め）による流動性の懸念も大きな動機になっている可能性がある。
  - 政策金利 = 貨幣の価格
  - バランスシート = 貨幣／流動性の量
- FRB のバランスシートが縮小することは、**暗黙のうちに**金融政策を引き締めていることになる。バランスシートが縮小している中で政策金利を据え置けば、**明示的**な引き締めとなる。したがって、正味の影響をバランスさせるために、利下げは必要だろう。
- **証拠：レポ金利**が最近上昇しており、SOFR オーバーナイト金利は準備預金金利 IORB を上回っている（例：法人税納付期限の 9 月 15 日時点で 4.42% と 4.40%）
- **なぜか？** FRB のバランスシートが縮小し、準備金が減少しているからである。その結果、貨幣の量が減少し、貨幣の価格が上昇している（いわば二重苦の状況である）。
- **したがって**、供給とのバランスを回復するために貨幣の価格を下げることは、流動性逼迫のリスクを軽減する。
- 人々が今回の利下げを労働市場悪化に対する「保険としての利下げ」と言うならば、流動性逼迫の脆弱性を減らすことに対する追加的な保険としての利下げということもできる。
- **なぜこれが重要なのか？** 単純な経済データの関係によって正当化される利下げよりも大規模なものとなる可能性があるからである。

---

## 財政政策を通した関税コストの相殺

- **逆風が追い風に。**市場リスクとして最も注目されてきたのが関税政策であり、それは事業のコスト、利益率、インフレに影響を及ぼすと目されてきた。つまり、関税政策は経済にとって逆風と考えられていた。
- しかし、これまでのところ逆風は顕在化していないようだ。業績は引き続き予想を上回り、事業投資や設備投資は増加している。インフレデータへの影響もわずかなものに留まっている。
- **追い風は、「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」による企業減税である。**法人税納付期限の9月15日時点で、法人税支払額は1,040億ドル減少したのに対し、関税政策に伴う企業のコスト負担増加額は940億ドルだった。つまり、**ネットベースでは利益が実現**したことになる。これが、関税コストを相殺するOBBBAのメリットである。
- **さらなる追い風が規制緩和から生まれる。**過剰な規制は企業への税金と同じであり、したがって規制緩和は減税とみなすことができる。
- 全体として、景気や資産価格については**逆風よりも追い風の方が強い**。
- 企業が投資し、国内製造を推進し、雇用を増やし、生産性を高めるようなインセンティブになる税政策は、すべて資産価格にとってプラスになる。これは昔からそうだろう。
- **しかし、それはどの程度持続するだろうか？**当運用チームは、一般的な予想よりも長い期間持続すると考えている。
- そう考える理由は、**現在の外交政策と経済政策が交差している**からである。そのような政策は強制外交政策と呼ばれることもある。言い換えると、外交政策に必要な資金を確保するには、経済と資産価格が強い状態でなくてはならない。
- そのため、政策立案者は緩和政策を推進し、長期にわたり維持しようとするだろう。

今回の Caron's Corner では、資産価格（バリュエーション）のドライバーについて、視野を広げて常にオープンな姿勢で論じてきた。全体として、当運用チームはリスク資産について引き続き楽観的であり、**バリュエーションが極端な水準にあるとは**

---

**考えていない。**デフォルトリスクも低いままの可能性はある。当運用チームはポートフォリオへのリスク資産の追加を引き続き検討している。

---

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](http://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 4846653 Exp. 09/30/2026