
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 10 月 28 日

好調な株式市場と不調な経済の関係

- **景気の足踏み状態**が続いており、それに対処するための利下げが必要になっているにもかかわらず、**株価は好調が続いている**。これは奇妙な状況に見えるかもしれない。
- しかし、**市場は経済ではなく、経済は市場ではない**ことを思い出す必要がある。
- 短期的に株価を押し上げる要因は、長期的な好景気につながるほどには持続しないかもしれない。
- 時間の経過とともに、市場と経済は等しくなるはずであり、それは**異時点間リスク**と呼ばれる。
- FRB は今後数カ月でこのような不確実性に取り組み、政策措置について説明することになるだろう。インフレ率が目標を上回っているにもかかわらず、FRB は利下げに取り組んでおり、株価は強い状態が続いている。
- **注目点は何か？** スイートスポットになるか、それとも政策ミスによって市場に悪影響が及ぶかである。
- 詳しく検討していこう。

市場と経済：違いは何か？

- **経済は基本的に生産高（つまり GDP）で測定される**。一般的に、GDP 成長率が経済の指標と考えられている。
- **株式は企業利益**や利益成長率で評価される。
- 当然ながら、**この 2 つは関連している**。国の GDP が成長していれば、その国にある企業の利益成長率も上昇しているはずである。

-
- しかし、投資の観点からは違いがある。すべてが同時に起こるわけではないのだ。
 - **株式投資家は将来を見越して行動するため**、将来の利益を現在価値に引き直し、今日の公正価格を割り出すことが多い。
 - GDP については、そのようなことは行われない。確かに **GDP を予想する**が、それは資産価格の現在バリュエーションと同じではない。
 - 市場で 2026 年の S&P 500 の 12 カ月先予想 EPS が 305 ドル（12%超の成長率）と予想されているとしたら、資産価格の現在バリュエーションはそれを反映しているだろう。
 - もちろん、マイナスのショックが発生した場合には、資産の現在バリュエーションは再調整される。
 - しかし、**米国経済（GDP）の 70%を構成する個人消費は、個人所得や収入（すなわち仕事）に依存**しており、これらは市場価格ほど急速には調整されない。
 - したがって、労働者を雇用して給与を支払う企業の業績や行動は、長期にわたり存続する GDP 予想とより密接に一致する。
 - これが、**景気が弱く見えても株式が急騰**し、景気が強く見えても株式が急落することがある理由である。
 - つまり、市場は経済と同じではなく、経済も市場と同じではない。

なぜこれが FRB にとって重要なのか？

- FRB は市場からの情報（いわゆる「金融環境」）を考慮する必要があるものの、**経済状況に基づいて判断を下し、政策金利を決定**するからである。
- **リスクは、FRB が間違えることである**。そのような重大な間違いを犯せば、犠牲は大きく、状況は悪化するだろう。
- 当運用チームの見方では、FRB はインフレ率上昇よりも失業率上昇のリスクを重視しているため、**失業率を懸念して利下げすることになるだろう**。
- なぜか？ 賃金インフレと失業率の関係に基づく FRB のフレームワーク（フィリップス曲線）によれば、失業率が上昇した場合、インフレ率に下方圧力がかかる可能性が高いからである。
- したがって、**利下げが間違いになることはない**と FRB は自信を持っているだろう。そのような利下げは労働市場のリスクを減らすからである。

なぜ資産価格にとって重要なのか？

- **株式バリュエーションは、FRB の判断の不確実性から恩恵を受けられるスイートスポットに位置している。**
- FRB は利下げを決定しており、それは株式のキャッシュフローを割り引く際の金利を基本的に低下させる。その結果、**割引率の低下によって株式の現在価値が上昇する。**
- 前述の通り、株式投資家は将来を見越して市場のバリュエーションを評価する。利益成長が予想されるだけでなく、キャッシュフローもより低い金利で割引されるとしたら、**株式の現在価値（バリュエーション）は上昇するだろう。**
- 当運用チームの予想通りに労働市場が 2026 年に改善した場合、**FRB はすぐに利下げを止めるだろう。**労働市場についてはあまり懸念なくなり、インフレの方をより懸念するようになるだろう。
- これは、FRB が政策を反転させ、利上げし始めることを意味しない。FRB が確信を持つには、数四半期にわたり労働市場が堅調になる必要があるだろう。

当運用チームのポジショニング

- 全体としては、**当運用チームは株式について引き続き楽観的**であり、強気の見通しを維持している。税政策、生産性向上、規制緩和からの恩恵を最も受けられる市場セグメントを発見できるよう、取り組んでいる。**そのようなテーマに関連する株式のバスケットを通じて、これを表現する。**
- 債券については、2026 年はインフレ圧力が生じ、イールドカーブのスティープな状態が続くと予想しているため、**デュレーションのわずかなアンダーウェイトを維持する。**
- **FF 金利が 3% になるとの予想には当運用チームは同意せず、今サイクルの政策金利の底は 3.5% に近くなる**と考えている。
- **クレジットスプレッドはタイトであり、当運用チームはエクスポージャーを減らしている。**

結論：2026 年に向けた状況が明確になるにつれ、第 4 四半期は波乱含みの展開になると当運用チームは予想している。これからの 1 年間について考え始めるのに早過ぎることはないだろう。

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

RO 4945362 Exp. 10/31/2026