
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。

2026年3月11日

不安定な市場でシグナルに注視

- 市場および経済ファンダメンタルズが、中東紛争がもたらした原油価格ショックに見舞われている。
- これは、インフレーションへつながるだろう。そして、このインフレーションがいつ景気後退懸念へと変わるかが、注視すべきもう一つの重要な要素だ。
- 市場のバリュエーションを考えるうえでの鍵となる問いは、この状況がどれほど長く続くのか、もし変化するとすればそのきっかけは何か、そしてそれが落ち着くまでにどれだけの時間を要するか、という点だ。
- 詳しく検討していこう。

サインポスト（道標）：市場を読み解くマクロシグナル

- 誰も、この問いに対する完璧な答えは有していない。しかし、市場のボラティリティが市場にどのように波及していくかのメカニズムについて、当運用チームは理解していると考え。これらは注視し監視すべきマクロシグナルを示すサインポスト（道標）となる。数多くのサインポストが存在するが、私たちが注目しているのは以下のサインポストだ。

1. **相関性**：債券と株式のリターンは非常に高い相関を示しており、株価と債券価格はともに下落している（債券利回りは上昇）。
 - しかし因果関係なくして相関を完全に理解することはできないだろう。私たちの理解は次の通りだ。原油価格の上昇はインフレ率の上昇を示唆する。インフレ率上昇は債券価格を押し下げ（利回

りは上昇)、さらに金利上昇によって株式のバリュエーションが低下するため、株価が下落する。

- これは、高格付け債券が株式に対するヘッジとして機能していないことを意味する。その結果、投資家にとっては現金以外には逃避先がない状況となりうる。
- 原油価格が長期間にわたり高止まりする場合、エネルギー価格の上昇が経済成長に対する逆風となる。すなわち成長懸念が生じ、スタグフレーションのリスクにつながるのだ。これは市場バリュエーションに対するより大きな打撃となる。

2. **流動性**：株式と債券の相関の高まりの後に起こり得るのは、**流動性の逼迫**だろう。相関が高い状況下では、投資家が資産を広範に売却する可能性がある。しかし、それはそもそも取引が合理的な価格で売買できることが前提となる。この状況を測る指標は多数あるが、主には：

- **レポ/資金調達市場**の逼迫：この分野で機能不全が生じると、レバレッジ水準やレバレッジコストを通じて資産価格に重大な影響を及ぼす可能性がある
- **米ドル需要**：多くの債務は米ドル建てであるため。FX ベーシス取引、為替フォワード市場、短期ドル建て先物市場などを注視

3. **影響の波及**：原油価格ショックが長期化した場合、直接関係がなさそうに思える市場や資産、セクターにも悪影響が広く波及する可能性があるため、そうした領域を注意深くモニターする。一時的な混乱 (disruption) にとどまらず、恒常的な毀損 (impairment) に至るかどうかという視点で考えることが重要だと考える。例えば：

- サプライチェーンおよび生産活動の長期的な混乱 (仕入れや納品品の不整合など)
- レバレッジに起因する債務・支払エクスポージャー、短期金融債権、資金調達面でのストレス
- 一時的ではなく、持続的な実体経済成長への悪影響。これにより、企業の利益率の圧迫、人員削減、需要の減退が生じ、スタグフレーション的ショックを引き起こす可能性がある。これはバリュエーションにとって大きな打撃となりうる

背景が重要

- これらのサインポストは、市場におけるシステミック・ストレスの主要な伝播の流れを示すものであり、そこから更に影響がクモの巣状に広がっていく可能性が

ある。

- **プライベート市場の投資家**にとっては、バリュエーションが極めて重要であり、当運用チームは以下の点を重視している。
 - レバレッジを伴う資本構造に対して、妥当なバリュエーションで投資しているか
 - どの領域において、売上高の成長を実現しつつ、利益率を維持（場合によっては拡大）することを目指しているか
 - リキャピタリゼーションや投資回収を行う際に、資金調達市場および取引市場が健全に機能していることにごとまで依存しているのか
- 取引可能性と、プライベート市場における資本フローの流動性：
 - 資本フローとは、
コミット→ 資金コール → 投資・保有 → 売却 → 分配 → 再投資
という一連の循環を指す
 - この循環は 2022 年以降、歪みが生じてきた。具体的には、分配の低下や新規コミットメントの減少が続いていたが、足元では回復の兆しも見られ始めたところだった
 - しかし一方で、最近の市場ボラティリティは、M&A が正常化し分配水準が戻るために不可欠な信認を再び損ない、断続的な混乱の新たな局面を形成している可能性もある
- **パブリック市場の投資家**は、比較的容易に価格を確認できる
 - 株式市場におけるセクター別 PER 水準とその変化
 - クレジット市場のスプレッド、CDS、およびデフォルトリスク
 - 米ドル流動性指標
 - 資金調達および金融市場の指標
- 経済の**ファンダメンタルズとこれまでの状況（景気・雇用・企業収益など）も重要**
 - 原油価格ショックが発生する以前は、経済の**ファンダメンタルズ**は概ね順調だった
 - **市場が警戒すべきは「景気悪化（成長ショック）」なのか、「インフレ再燃（インフレ不安）」なのか**：雇用統計、消費者需要、ISM/PMI 指数（50 を上回る水準で推移）、低下しつつあるインフレ率、予想を上回る企業決算、上昇している景況感指標。成長が一時的に鈍化しても、インフレが再

燃するよりは回復しやすいと考えられる

- **原油価格の上昇が1~2か月程度続いたとしても、世界経済全体としては吸収可能**で、イベントとして乗り越えることが可能であると考えられる
 - 一方で、インフレは一度高止まりすると下がりにくいというリスクがある。特に、原油高によって前年比ベースでの物価低下が止まってしまうと、インフレ沈静化のシナリオが崩れる可能性がある
- ただし、これは市場をより大きなシステミックリスクの局面へと傾けるような予期せぬリスクイベントが発生しないことを前提としており、現在の市場が懸念しているのは、まさにその点だ
 - コロナ禍以降、**中央銀行**はFXスワップラインやレポファシリティ、バランスシート政策など、**システミックな流動性ショックを緩和**するための十分な手段をすでに整えている。ただし、仮にシステミックリスクが顕在化した場合には、市場はそれを織り込む形で資産価格の再評価を余儀なくされるだろう。
 - 現時点ではまだその段階には至っていないが、今後注視すべきポイントである。

当運用チームの投資戦略

- 当運用チームの基本シナリオは、**経済のファンダメンタルズの強さ**と緩和的な財政政策を背景に、資産価格は再び上昇基調に戻るというものだ。
- ただし、問題はタイミングであり、状況が改善する前に、一時的に環境がさらに悪化するリスクが存在することも認識している。
- そのため、投資は**確信度の高いテーマに絞り**、市場の循環的な広がりや一部の金融セクターの積み増しを検討している。また、市場が十分に調整し、非常に魅力的な水準となれば、テクノロジーセクターへの新規投資も検討している。
- 債券については、**デュレーションをやや短め（アンダーウェイト）**としつつ、短期・高格付けの債券を保有している。デュレーションのアンダーウェイトは、株式と債券の相関上昇リスクを軽減することを目的としており、この点は当運用チームにとって構造的に重要なテーマであると同時に、一定のインカムを確保することも意図している。
- 状況に合わせて対応できるよう、十分な流動性と現金水準を維持するよう努めている。

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られた上で、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 5305983 Exp. 3/31/2027