
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4月25日

霧の中のマーケット：世界が息をのむ中で、なぜ株式市場は上昇したのか

こんな市場格言がある。「弱気派の主張は理にかなっているが、実際に儲けているのは強気派だ」——これを米国とイランを巡る戦争と市場価格の関係について当てはめてみよう。私はこのテーマを何十年にもわたって市場を見てきた中で、地政学リスクがヘッドラインを支配しながらも、株式市場が直感に反して上昇していく局面を幾度となく経験してきた人間として論じたい。

まず明白な点から始める。中東の紛争はショックであった。原油価格は急騰し、インフレ懸念が再燃し、市場のボラティリティが再び高まった。ブレント原油は一時、1バレル73ドルを下回る水準から110ドル超まで上昇した。これは決して小さな動きではない。歴史的に見れば、経済を景気後退へと傾けてきた類の動きである。

1973年のオイルショック、あるいは1990年のイラクによるクウェート侵攻を思い出してほしい。いずれも原油市場のショックは市場を動揺させただけでなく、成長そのものを頓挫させた。したがって、投資家が「なぜ今回は同じことが起きていないのか」と今日問うのは自然なことである。

答えは、「期間」と「エネルギー自給」という二つの言葉に集約される。

市場が常に問い続けているのは、「これは一時的なものなのか、それとも持続的なものなのか」である。エネルギー価格の高騰が長期化すれば、それは消費者にとっては税と同じような影響を及ぼす。また、中東だけがエネルギー供給源ではない。米国自身もエネルギーの輸出国である。もしそうでなければ、需要は落ちこみ、成長は鈍化し、バリュエーションは圧縮される。これまでの典型的なシナリオであった。

しかし、今回の原油市場は異なるシグナルを発している。市場の反応からは、**これは構造的な不足ではなく、供給ショックである**という見方が広がっているようにみられる。短期

的なインフレ圧力は現実問題となっているが、それが本格的な成長不安へと発展するとは見込まれていない。

この「価格ショック」と「バリュエーションショック」の違いこそが、すべてである。以下で詳しく見てみよう。

資産価格と地政学リスク

ここで、私がほぼ毎日のように受ける質問に答えたい。

なぜ、地政学リスクが続く中でも、米国株式は上昇しているのか。

- 一見すると非合理的に見える。しかし市場はリスクを無視しているのではなく、リスクを再評価していると考える。
- 紛争が始まった当初、投資家が直面していたのは「曖昧性」であった。枠組みもなく、確率もなく、エスカレーションの道筋も見えなかった。こうした状況では、市場は常に同じ行動を取る。すなわち、リスクを一気に落とす傾向にある。
- これは、濃霧の中で車を運転することに似ている。前方が見えないため、速度を落とし、場合によっては停止せざるを得ない。
- 市場においては、これは**左側のテール**、すなわち最悪のシナリオに過度に焦点が当たるとを意味する。原油価格が 150 ドルに達する可能性、サプライチェーンの寸断、地域全体をまきこむ戦争。こうした恐怖が株価を押し下げた。
- しかし、状況は変わった。
- 時間の経過とともに、曖昧さは「**不確実性**」へと姿を変えた。これは微妙だが決定的に重要な変化である。
- 不確実性とは、何が起きるかは正確には分からないが、想定される結果に対し確率を与えることができ、シナリオをモデル化できる状態を意味する。市場が再び機能し始める。
- 先ほどの比喻を続ければ、霧は完全には晴れていないが、走り続けるには十分な視界が確保できるようになったと言えるだろう。
- 市場がリスクをモデル化できるようになると、重要な変化が起こる。**リスクプレミアムが低下し始める**のである。

「エピック・フューリー（壮絶な怒り）」から「エコノミック・フューリー（経済的な怒り）」へ

-
- 紛争初期、「壮絶な怒り」作戦が叫ばれた段階では、結果分布は大きく下方に歪んでいた。左側のテールは長く、右側、すなわちポジティブなシナリオはほとんど考慮されていなかった。
 - しかし現在、市場はこの見方を修正しつつある。紛争は次第に、制裁、貿易ルート、エネルギーフローといった**経済的な視点**、すなわち「エコノミック・フューリー」と呼ぶ枠組みで捉えられている。
 - ホルムズ海峡を例にとると、当初、市場は全面封鎖という、世界の原油供給にとって壊滅的なシナリオを恐れていた。現在、その確率は低く見積もられている。リスクは残っているが、もはやベースケースではない。
 - 何が起きたのか。
左側のテールは縮小し、成長が維持されるシナリオ、すなわち右側のテールが拡張したのである。
 - この左右のバランスが変われば、株価は上昇する傾向にある。リスクが消えたからではない。**リスクが理解されたからである。**

株価を動かすのは収益である

- ここで、もう一つ重要な要因を重ね合わせたい。**企業収益の強さ**である。
- 多くの逆風にもかかわらず、米国企業は堅調な業績を維持している。マージンは維持され、生産性の向上、とりわけ AI 導入による効果が表れ始めている。財政支援も依然として意味のある規模を保っている。
- 今回のショックは始まった時点で、米国の消費者がどの位置にいたかを考えてほしい。家計支出に占めるエネルギーの割合は、歴史的に見て低水準にある。これは大きなバッファであり、ガソリン価格が上昇しても消費が崩壊していない理由の一つである。
- エネルギー依存度の高い欧州や、中東からの原油や石油製品の輸入により強く依存するアジアと比べると、米国は明らかに強い出発点にあったと言える。

成長は軌道から外れていない

- ここで歴史的な類似例を挙げよう。
- 2014年のクリミア危機では、市場は当初大きく売られた。しかし数カ月以内に株式市場は回復し、さらに上昇に転じた。なぜか。その出来事が深刻ではあったが、世界の成長軌道の本質的に変えるものではなかったからである。
- 現在も同様の力学が働いている。
- 市場は「地政学リスクは重要ではない」と言っているのではない。「現時点で入

手可能な情報に照らせば、最も可能性の高いシナリオは成長軌道は頓挫されない」と言っていると考える。

ポジショニングへの示唆

- ここから得られる最大の教訓は明確である。これは**悪化ではなく、デイスロケーションであった**ということだろう。
- 価格は大きく動き、センチメントは揺れた。しかし、特に米国における基礎的なファンダメンタルズは依然として健全である。
- 歴史的に見て、こうした局面こそが投資機会となってきた。
- 1991年の湾岸戦争後、紛争が限定的であることが明らかになると、株式は力強く反発した。2011年のアラブの春でも、市場のボラティリティは高まったが、成長が維持される中で最終的には上昇した。
- 繰り返し見られるパターンがある。**市場が「未知への恐怖」から「既知の管理」へと移行すると、リスク資産は回復**する傾向にある。

道は平坦ではないが、壊れてはいない

- もちろん、前途が平坦であるという意味ではない。
- ボラティリティは続く可能性が高く、原油価格が短期間で紛争前の水準に戻る可能性は低い。消費者レベルでのインフレ圧力も、想定以上に長引く可能性がある。
- ガソリンやディーゼルといった精製品スプレッドが、給油所での負担を増幅させていることも既に確認されている。これは現実であり、センチメントには重石となる。
- しかし一歩引いて景気全体を見れば、この苦境に対し強靭さをみせている。
- 米国は、財政政策、規制緩和、技術革新といった構造的な追い風の恩恵を受け続けている。欧州やアジアは、特にエネルギー安全保障の面で課題を抱えるが、そこでも政策対応は形を成し始めている。

私たちの立ち位置

- フィナンシャル・アドバイザーにとってのメッセージは明確である。
- 第一に、**ボラティリティと悪化を混同してはならない。両者は別物である。**

-
- 第二に、市場がどのようにリスクを消化するかを理解することだ。曖昧性から不確実性への移行は、しばしば転換点となる。
 - 第三に、実践するには勇気があることではあるが、ディスロケーションは長期的な成長戦略に再び関与するための最良の機会をもたらすことが多い、という点を認識すべきである。

市場は常に先を見ている

- 最後に、次の点を強調したい。
- 市場は、明確さが整うのを待たない傾向にある。もし待つなら、我々は常に投資が遅すぎることになる。
- 市場が動くのは、最悪のシナリオが消えたときではない。その可能性が低下したときであると考えている。ここ数週間に起きていることは、まさにそれであると考えている。

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

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、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO5446201 EXP 4/30/2027