
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5月29日

構造的に高まる名目成長環境への適応

リスク資産に対しては引き続き前向きな見方を維持している。グローバル経済は市場コンセンサスが想定していた以上に底堅さを示しており、企業収益は健全で、市場にとって十分な流動性が依然として供給されていると考えているためである。しかしながら、もはやゼロ金利の世界ではない。株式・債券のいずれにおいても、これまで以上に銘柄選択の重要性が高まっている。詳しく見ていこう。

概観

- ・ **株式市場に関する基本メッセージ**：市場のけん引役となっているのはマクロ的な材料ではなく、市場の主要テーマは企業収益やキャッシュフローに移行しつつある。これは米国および日本にとって追い風となる可能性。
- ・ **金利について**：利回りの上昇は、それが金融ストレスではなく名目成長や収益の底堅さに支えられている場合、必ずしもネガティブとは言えないであろう。
- ・ **ポートフォリオの位置付け**：米国株式、日本株式をオーバーウェイトとし、欧州にはやや慎重な姿勢を維持している。債券ではデュレーションよりもキャリーを重視する。
- ・ **リスク選好**：現在は、景気後退局面の市場ではなく、後期サイクルにおける名目成長の市場であると見ている。

株式

米国株式を選好する理由

米国は依然として、世界で最もクオリティが高い収益を創出する市場であると捉えている。

-
- ・企業収益の底堅さは引き続きポジティブ・サプライズとなっている
 - ・AI 関連の設備投資は半導体にとどまらず、インフラ、公益、産業オートメーション、ソフトウェア、生産性向上領域へと広がっている傾向
 - ・米企業は優れた利益率を確保し健全なバランスシートを維持していると考え
 - ・個人消費は減速しているものの、崩れてはいないと見ている
 - ・労働市場は緩やかに落ち着きつつあるが、崩壊には至っていないと捉えている

米国市場は割高ではあるが、収益の可視性が構造的に優れている市場は、高い評価が維持されやすい。

- ・AI による生産性向上の余地
- ・継続する設備投資サイクル
- ・依然として効果が持続する財政支援
- ・底堅い名目 GDP

市場は消費の崩れを待ち続けているが、実際に起きているのは「正常化」であると言える。

日本を選好する理由

日本はもはや単なる景気循環の投資対象ではなく、構造的な投資テーマへと変化しつつある。

- ・コーポレートガバナンス改革は実際に本格化している
- ・国内物価の上昇トレンドが漸く戻った
- ・賃金上昇の改善
- ・株主還元の強化
- ・国内機関投資家による資金配分の国内シフト
- ・米国グロース株と比較して妥当なバリュエーション

日本は、投資家が過去 20 年間求めてきた要素——インフレ、賃上げ、ガバナンス改革、株主規律——をようやく備えた。

- ・日本経済はグローバルな設備投資および産業のリショアリングの恩恵を享受
- ・円安は輸出企業にとって依然としてプラス要因となっている
- ・日銀の金利正常化ペース緩やかであり、市場の上昇トレンドを損なう程ではないだろう

欧州をアンダーウェイトとする理由

悲観的というよりは慎重な見方である。

- ・エネルギーショックへの脆弱性
- ・米国に比べて構造的成長力が弱い
- ・インフレの粘着性が ECB の政策柔軟性に制約
- ・製造業の弱さが依然として解消されていない

欧州は、成長の弱さと粘着的なインフレの間に挟まれている。これはマージンと政策運営の双方にとって厳しい環境であると捉えている。

- ・エネルギー依存
- ・産業競争力
- ・財政の分断
- ・地政学的リスク

欧州は依然として、投資機会よりも循環性と政策上の制約が目立つ市場に見える。

債券

デュレーションはややアンダーウェイト

- ・財政赤字の重要性の再浮上
- ・前回サイクルと比べて粘着的なインフレ
- ・継続的な国債供給
- ・中立金利はコロナ前より高い可能性
- ・成長は減速しているが、大幅な利下げを正当化するほどではないと考えている

債券市場は、ゼロ金利という例外的な環境から、プラスの名目成長というより正常な状況に戻る過程を再評価しつつあると考えている。

- ・長期金利の下限は構造的に高くなると見ている
- ・利回りが回復し金利収益が期待できることから、債券投資に必ずしも景気後退は必要ではないが、現時点ではデュレーションが最適な投資手段とは考えていない

高利回りクレジットを選好

現在、機関投資家の間でも強い選好が見られる分野である。重要なのはスプレッドの縮小ではなくキャリーであると考えている。

- ・企業ファンダメンタルズは依然として堅調である
- ・デフォルトサイクルは対応可能な水準に留まっている兆し

-
- ・インカムによってボラティリティをある程度吸収することが可能と考える
 - ・変動金利・短期デュレーション資産は魅力的と捉える
 - ・米国ハイイールドは名目成長の強さの恩恵を受ける可能性

現在の債券投資では、キャリーがリターンの主要な源泉となっているように見える。

- ・金利低下に大きく賭けるのではなく、インカムを確保する戦略を選好する。

ただし、スプレッドが割安であるとは考えていない。

特に投資適格債では、歴史的に見て魅力的とは言い難い水準である。

欧州クレジットに慎重な理由

- ・成長の鈍化
- ・エネルギーリスク
- ・ECB の制約
- ・政治的分断

米国クレジットは、欧州と比較して名目成長の優位性に支えられていると考える。

マクロおよび FRB

基本シナリオは、景気後退は回避され、成長は減速するもののプラスを維持し、インフレは徐々に低下するというものだ。

- ・市場の関心は「FRB の転換」から「成長の持続性」へと移行の兆し
- ・経済は例外的な強さから持続可能な水準へと減速しているように見える
- ・これは景気後退サイクルではなく、正常化サイクルに近いと考える

インフレについて

- ・インフレは粘着的だが、制御不能ではないと見ている
- ・サービスインフレは依然として高水準の兆し
- ・財価格のデフレーションは概ね進展済みと捉えている

FRB について

- ・成長の底堅さにより、市場が半年前に懸念していたよりも柔軟性を有している
- ・大幅な利下げのハードルは依然として高いと考える
- ・長期金利の上昇やインフレの粘着性に対する最近の懸念は、この見方と整合的であると捉えている

注目すべきデータ

- ・ PCE インフレ
- ・ ISM 製造業／サービス
- ・ 雇用統計
- ・ 賃金動向
- ・ 国債入札
- ・ 消費者信頼感／消費動向
- ・ 原油価格／地政学

現在の市場は、ソフトランディングのシナリオを揺るがす可能性のあるデータに対して非常に敏感に見える。

リスク

1. 原油ショック／地政学的エスカレーション
2. インフレの再加速
3. 長期金利が 5%を超えて無秩序に上昇するリスク
4. 消費の減速
5. 政策不確実性／関税

現時点で株式市場にとって最大のリスクは、企業収益ではなく、長期金利の水準とボラティリティである可能性が高い。

クライアントからよく受ける主な質問

株式は割高なのか？

市場の一部は割高であるが、収益のリーダーシップとキャッシュフローの質の高さが、一定のプレミアムを正当化していると捉えている。

市場にとってのサプライズ要因は何か？

成長が想定以上に底堅さを維持する一方で、インフレが徐々に低下していくことだろう

市場が最も大きく誤解している点は何か？

「金利の上昇は自動的に景気後退を意味する」という考え方だ。

最も確信度の高い投資戦略は何か？

米国株式および日本株式を欧州より選好し、債券ではデフレーションよりもキャリーを重視する。

懸念していることは何か？

成長ではなく財政赤字に起因した、長期金利の無秩序な上昇である。

結論

・ポスト GFC 以降の低成長・低金利の世界から離れ、よりインフレ率が高く、資本集約的な新たな体制へ移行している可能性がある。

・2026年の投資における核心は、成長が崩れるかどうかではなく、名目成長・インフレ・金利が過去10年より高い水準で安定する世界に適応できるか否かだと考える。

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

RO5541285 EXP 6/30/2027