

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT™

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Quarterly Global Market and Asset Allocation Guide

原油価格上昇は、景気後退につながるのか—価格ショックと成長ショックの分岐点（抜粋版）

Q2 2026 - April



## 転換点——インフレーション（物価）と成長不安（バリュエーション）の対比

市場では、中東情勢の混乱をインフレーションとして織り込みつつある。原油価格は上昇し、インフレも上昇しており、資産価格はそれに応じて調整される局面にあると考えられる。注目すべきポイントの一つは、ショックがどの程度の期間にわたって持続するかどうか。供給ショックは、いつ物価への影響から成長への影響へと転じるのだろうか。インフレーションは短期的なものであり、経済成長水準は変化させるものの、成長トレンドそのものを変えるものではないと考えている。一方、バリュエーションの変化は構造的であり、株価収益率（P/E）の圧縮や収益力の低下を通じて、市場の見直しそのものを再設定することになるだろう。ただし現時点では、これはバリュエーションショックではなく、あくまでインフレーションだと捉えている。したがって、ディスロケーション（一時的な歪み）を示唆するものであり、より割安な価格水準で投資戦略を再構築する好機であるとも考えられる。

### ショックの持続期間——原油先物市場は何を示唆するか

エネルギー価格の上昇は一過性のものなのか、それともより広範な経済活動や期待に波及するほど長期化するのだろうか。原油先物カーブに見られる急峻なバックワーデーションは、時間の経過とともに価格が低下していくことを示唆している一方で、将来の供給不足も同時に示している。もっとも、それは成長を下支えする水準にとどまっており、成長ショックやバリュエーションショックに至る状況ではないと考えられる。

### 需要破壊は現時点では見られない

価格上昇によって消費や経済活動が抑制され、物価圧力から成長の悪化へと局面が転じている兆しはあるのだろうか。現時点では、そのような大きな兆候は確認されていない。ただし、今後については、雇用市場および消費動向を注視していく必要がある。

### 企業収益の耐久性

コスト上昇は企業によって吸収されているのか、あるいは価格転嫁されているのか。それとも、利益率を圧迫し、将来の収益見通しを損なう要因となっているのだろうか。キャッシュフローはより高い割引率で評価されており、それが株価の押し下げ要因となっている可能性がある。しかし、収益成長自体は維持されており、バリュエーションを下支えする要因になっていると考えられる。

### 市場全体への広がりとはバリュエーションの反応

影響は一時的な株価調整にとどまっているのか、それともセクター横断的にマルチプルが圧縮され、資産全体の再評価が進んでいるのだろうか。これを判断する為の重要なポイントは、市場が単に投入コストを再評価しているのか、それとも景気循環を通じた収益の持続性そのものを見直しているのかという点である。現時点では、エネルギー関連の投入価格の再評価にとどまっていると考えている。

### クレジット市場は引き続き底堅さを維持

クレジットスプレッドの拡大やデフォルトリスクの上昇が見られ、金融環境の引き締めやストレスの高まりを示唆しているのだろうか。現時点では、そのような動きは確認されていない。これは、システムミックな問題ではなく、個別資産における価格調整にとどまっていることを示している。

### 金利政策と米ドル

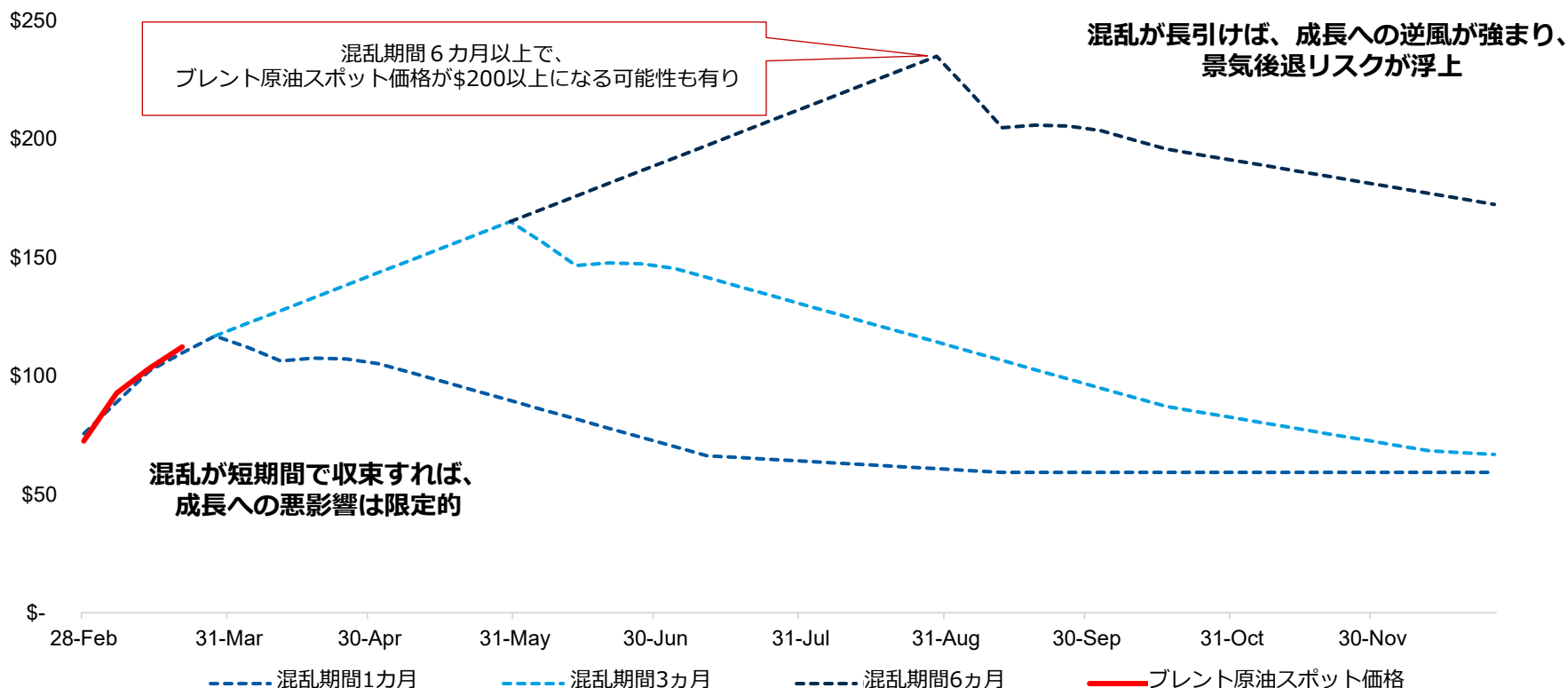
債券利回りの上昇が、必ずしも金融政策の引き締めを意味するわけではない。当運用チームでは、足元の動きを債券市場における価格調整と捉えている。また、米ドル（USD）の強含みは、不安定な局面における安全資産需要を反映したものと見られるが、ボラティリティが低下すれば、次第に落ち着いていくと考えている。

本資料に記載された見解および意見は、作成日時点のポートフォリオ・ソリューションズ・グループによるものであり、市場や経済などの状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。情報提供のみを目的としており、いかなる証券の売買を推奨するものではありません。

## イラン情勢が落ち着くまでは、原油が市場の注目点

紛争が早期解決すれば、原油価格は戦前の低水準へと回帰し、成長への影響も限定的なマイナスにとどまる可能性がある。一方で、紛争が長期化した場合には、原油価格はより長期間にわたり高止まりし、成長面への影響もはるかに大きなものとなる恐れがある。

仮定シナリオ分析——ホルムズ海峡が封鎖された場合  
ブレント原油スポット価格の予想（米ドル/バレル）



出所: ブルームバーグ, IEA, EIA, MSIM. 2026年3月23日時点。 情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時/本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測/見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

## 原油価格以上に上昇が警戒される燃料・ガソリン価格

原油価格とガス・ディーゼル価格のスプレッドは急速に拡大している。これは消費者が給油所で直面する価格上昇圧力が、原油価格の動きから想定される以上に大きい可能性を示しており、追加的なインフレ圧力となり得ることを意味している。

燃料価格は原油だけでは決まらない——精製コストの上昇がインフレ圧力を増幅  
NYMEX WTI (クッシング) 原油 期近月 3-2-1 クラックスプレッド\* (米ドル/バレル)



出所: ブルームバーグ, MSIM 2026年3月16日時点. \*3-2-1クラックスプレッドは、原油投入コストと精製後の製品アウトプットの価値を概算したものであり、製油所の収益性を示す指標。情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時/本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。予測/見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。

## 原油ショックをめぐる米国——1990年代初頭と現在の比較

	項目	1990/91年 オイルショック	2026年
消費者への影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>ガソリン負担</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費支出の3%を上回らない水準</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費支出の1.8%を上回らない水準</li> </ul>
実態経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>生産性（2年トレンド）</li> <li>製造業サイクル</li> <li>雇用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>低調（～1%）</li> <li>ISM 低下</li> <li>失業保険申請件数は増加傾向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>力強い（～2.5%）</li> <li>ISM上昇</li> <li>失業保険申請件数は低水準</li> </ul>
企業セクター	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業利益率</li> <li>設備投資のドライバー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>～4%</li> <li>テクノロジー弱い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>～15%</li> <li>テクノロジー強い 主要なドライバー</li> </ul>
エネルギー構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>石油の貿易収支</li> <li>原油供給の対応力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>原油の輸入国（依存度高）</li> <li>対応が遅く、海外依存度が高い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>純輸出国</li> <li>シェールが主要な供給源</li> </ul>
金融環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行貸出の伸び</li> <li>金融システムの健全性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>減少</li> <li>弱い（S&amp;L危機）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>増加</li> <li>非常に流動性が高い</li> </ul>
政策環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政スタンス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>増税（引き締め）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大規模な財政刺激</li> </ul>

出所:パイパー・サンドラー, MSIM 2026年3月12日時点.情報提供のみを目的としています。いかなる証券の売買を推奨するものではありません。指数への直接投資はできません。記載された見解および意見は、ポートフォリオ運用チームが執筆時/本プレゼンテーション作成時に有するものであり、市場・経済その他の状況により随時変更される可能性があります。必ずしも実現するとは限りません。予測/見積もりは現在の市場状況に基づくものであり、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません

# 重要事項

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。

## お客様の判断に影響を及ぼす事となる特に重要な事項

### 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。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たかかります。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頂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

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