

CARON'S CORNER

THE BEAT, Monthly

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

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（以下、「当運用チーム」とします）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8月

2025年8月の重要テーマ

米国株式：懸念を抱えつつ必死に登り続ける

- 様々な雑音の中もありながらも株価が上昇。関税に関する新たな焦点である8月1日の交渉期限、FRBの独立性に対する懸念、議論的になっている下半期の経済成長率など、不安要素が多いにもかかわらず、株式市場は上昇を続けている。
 - なぜ上昇しているのか？ 理由の一つは、貿易政策が最終的には調整され、過剰なリスクは回避されると見込まれていることである。また、関税による経済の急激な悪化が生じていないことも、経済成長への影響に対する懸念を和らげている。さらに、企業業績予想の上方修正が広がっていく可能性もある。歴史的に見ると、通期の業績予想は、7月から下半期にかけて上方修正される傾向がある。現在も継続している不確実性に関するリスクを評価する必要はあるが、モメンタム的には楽観論に傾斜しがちだ。

米国：インフレが引き続き焦点

- **インフレは綱引き状態。** ヘッドラインおよびコアインフレ率は低下ペースが鈍っているようだが、関税によって上昇しているわけでもない。とはいえ、購買担当者指数（PMI）に代表されるヒアリングをベースとするソフトデータでは、押しながらインフレ圧力が高まるというシグナルを広く発している。加えて、関税の影響を受ける特定のサブカテゴリーでは、関税賦課後の 6 月消費者物価指数（CPI）が明らかに上昇している。
- **それは FRB にとって何を意味するのか？** 物価への影響は一時的として無視しようとする動きが一部にはあるが、経済成長は堅調であり、インフレデータは関税前に見られたような「粘着性」を示している。以上を考慮すると、2026 年末までに利下げが約 5 回実施されるという現在の予想は楽観的すぎる可能性がある。当運用チームは引き続きデュレーションのわずかなアンダーウェイトを選好する。特に政策金利予想の変化の影響を受けリプライシングされやすいイールドカーブの短期部分には慎重だ。

欧州：設備投資が回復

- 「**Made for Germany**（メイド・フォー・ジャーマニー）」。3 月に 5,000 億ユーロのインフラファンド設定が発表された後、民間セクターもドイツへの投資を活発化させている。
- **ドイツの大手企業**は、「Made for Germany」イニシアティブのもと、今後 3 年間で約 6,300 億ユーロの投資を約束している。公共セクターにおける他のインセンティブとしては、460 億ユーロの法人税軽減策などがある。国防支出と合わせると、官民の投資コミットメント総額は現在、ドイツの GDP の 30% 超に達している。
- **欧州全体でも同様**に設備投資が大きく回復するだろう。ABS ストラクチャーを通じて欧州の貯蓄を動かし、欧州諸国に投資することを来年に計画している官民パートナーシップもある。

インフレ率が上昇しても利下げを実施できる理由

- FRB は利下げを見送ったが、2名の理事が反対した。FRB の声明では、利下げの意向は示されず、インフレ率は「高止まり傾向」、労働市場は「堅調」、失業率は「低い」と判断されていた。
- FRB が9月に利下げすると当運用チームは考えているか？ 基本的にはそう考えていない。
 - 利下げなしと予想する理由は、労働市場がまだ強く、関税によるインフレへの影響に関する不確実性も続いているからである。
 - しかし、第3四半期には、関税の実体経済への影響が表れるはずだ。もし8月にインフレ率上昇がなければ、インフレ率は大方の見方ほど上昇しない可能性が高くなる。
 - もし上記のようになった場合、つまりインフレ率への影響が予想より小さかった場合、利下げへの扉が開かれるだろう。
- 2025年下半期にFRBは利下げするか？以下を考慮すると、利下げするだろう。
 - 将来インフレ指標である TIPS／ブレークイーブンに基づくと、市場はインフレの問題を織り込んでいない。つまり、インフレは抑えられると予想されている。
 - FRB は、8月下旬のジャクソンホール会議で「柔軟な平均インフレ目標率（FAIT）」について議論する可能性がある。FAIT では、インフレ率が目標をやや上回る時期にあっても、それ以前に下回っていた時期があればそれを埋め合わせるということで、利下げすることができる。言い換えると、インフレ率が例えば 2.5% を超えていても、FRB は利下げを正当化できるだろう。
 - **FRB のバランスシート縮小は利下げを正当化する理由**になる。量的引き締めは 2026 年も続くため、FRB のバランスシートは縮小し続けるだろう。これは金融政策的には引き締めを意味する。この引き締めを相殺する目的で、FRB は金融政策緩和措置や利下げを実施するかもしれない。このような見方が市場で広まる可能性がある。
 - **なぜこれが重要なのか？** 結果として、インフレに関する FRB の政策対応の方法の修正となる可能性があるからである。FRB は、2%

という明示的な目標の代わりに、平均水準を目標とする可能性があるということを意味しており、具体的には、インフレ率が目標を下回っていた時期があれば、その後しばらくの間は 2%を上回ることが許容されることになる。つまり、インフレ率が 2%を上回っても、FRB が利下げできる可能性が出てくる。そうなれば、名目成長率はより長期にわたって高い状態が続くため、株式や高利回りのクレジット資産にとってプラスになるだろう。

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループ – 3 つの投資アイデア

クレジット：米国ハイイールドに対する欧州ハイイールドのオーバーウェイトを追加

- **現状維持。**米国は金利とスプレッド両方でアンダーパフォームする可能性があると考えており、引き続き米国ハイイールドよりも欧州ハイイールドを選好する。米国金利の観点からは、経済成長のダウンサイドリスクおよびインフレのアップサイドリスクが増加しており、2026 年末までに FRB が約 5 回利下げするという現在の予想は楽観的すぎるよう見える。そのため、イールドカーブの短期部分はリプライシングの影響を受けやすいだろう。
- スプレッドの観点からは、現在の水準は過去最低値に近いため、米国ハイイールドのスプレッドは経済成長のダウンサイドサプライズによる影響を受けやすい状態が続いている。加えて、欧州ハイイールドはクオリティ調整後ベースでスプレッドがよりワイドであり、デフォルトトレンドについても欧州の方が安心できる。

金利：デュレーションをアンダーウェイトに変更

- **リスクを評価。**経済成長とインフレリスクのバランスを考慮すると、FRB が今後 12~18 カ月に行う利下げは、予想を下回る回数となる可能性がある。そのため、当運用チームはデュレーションのアンダーウェイトを選好する。米国の経済成長は緩やかに減速し続けているが、関税による 3 月の需要前倒し後に劇的な急減速は発生していない。

- また、現在のインフレ水準はまだ目標を上回っており、関税の影響も明らかではないため、インフレは引き続き現実的なリスクである。さらに、「一つの大きく美しい法案（OBBA）」の成立により財政上の懸念が生じており、これも米国債利回りを高止まりさせている構造要因となっている。

日本国債：イールドカーブ・フラットナー・トレード

- 反転の余地。**日本国債における 10-30 年の利回り格差は約 150bp で、米国債やドイツ国債と比較してイールドカーブは 3 倍ステイプ化している。その要因は本質的にテクニカルな需給バランスによるもので、生保など国内投資家の需要が減少していることが背景にある。
- 財務省は、将来の発行を超長期債からより短期の債券に移行することを速やかに発表し、需給バランスの一層の悪化を効果的に防いでいる。海外投資家からの長期国債需要は増加しているが、その要因は為替ヘッジ後利回りのピックアップにあるとみている。また、日本銀行による国債購入の段階的縮小が続いているため、イールドカーブの膨らんだ部分「ベリーゾーン」の供給は純増となるだろう。当運用チームは、イールドカーブの中期部分を回避しつつ、日本国債エクスポージャーをバーベル型で保有する戦略を選好する。

その他の投資見通し

- 資産価格：**
 - イールドカーブのステイプ化を予想している。
 - 債券利回りは低位安定しているため、株価は支えられる可能性があるが、当運用チームは 8 月の調整を警戒している。
 - クレジット市場：スプレッドはタイトだが、リセッションが発生しないという当運用チームのベースシナリオに基づくと、オールイン利回りはまだ魅力的である。
 - 米ドルは 2025 年下半期には安定すると予想しているが、長期的には米ドルの価値は下落し続けるだろう。

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 4718645 Exp. 08/31/2026