

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2月

2025年2月の重要テーマ

債券利回りがどこまで上昇すると株式に悪影響を及ぼすか？

その答えは、(1) なぜ利回りが上昇しているのか、(2) どの利回りが上昇しているのか、によって異なる。例えば、経済が予想以上のペースで成長しているために利回りが上昇している、インフレ率が低く抑えられている、生産性の高い成長を反映してイールドカーブがスティープ化しているような状況だとしたら、株式などのリスク資産は債券利回りの上昇に耐えることができるだろう。一方、好ましくない原因（財政赤字や信用懸念など）、または経済成長やインフレを減速させるための意図的な利上げが理由となり、利回りが上昇しているとしたら、利回り上昇は問題になり得る。背景となる経緯が重要なのである。魔法のような水準はないが、利回り上昇が止まり、株式リターンに匹敵する水準で横ばいになったとしたら、かなり重要な局面を迎えたことになるだろう。しかし、まずは利回り上昇が止まる必要があると考える。

イールドカーブは今後の利回りを示唆

多くの人々が抱く疑問は、今後の債券利回りがどうなるかである。それを判断するためにイールドカーブを利用できる。サプライチェーンが米国経済とともに正常化するにつれ

て、イールドカーブも正常な形に戻るだろう。通常のイールドカーブでは、2-10年米国債利回りの差は50~75bpである。したがって、2年米国債利回りが4.25%周辺にとどまった場合（これはFRBが今年1~2回利下げする市場シナリオと一致）、10年米国債利回りは4.75~5%のレンジ内で推移すると当運用チームは考えている。FRBの利下げが0~1回と想定するならば、10年債利回りは5~5.25%のレンジでピークをつける可能性がある。重要な点は、財政赤字や関税、インフレ期待など多くの要因を背景に、イールドカーブ上のタームプレミアムが回復していることである。したがって、より正常なイールドカーブ形状になる可能性が高いだろう。

財政政策が目白押し：税、関税、規制緩和

市場は今後も、関税、税、規制緩和、移民、財政支出に関する発表に反応するだろう。これらの政策がインフレに影響を及ぼす場合、市場は金融政策の道筋について予想を変える可能性がある。財政政策と金融政策、どちらが優位となるかは、金融市場がどのように反応するか、金融環境にどのような影響が及ぶか次第である。このことは、2025年第1四半期の流れを決めることになるだろう。ご存じのとおり、トランプ大統領は市場の反応、特に株式市場の反応を非常に気にしていると考えられ、それに応じて発言を調整するかもしれない。したがって、一部の人々がFRBプットについて考慮するのと同じように、トランププットについて考慮する必要があるだろう。

PMI、製造業の回復、景気循環セクター

2025年に入り、おそらく最も強力な世界的なテーマは製造業PMIの回復だろう。過去3年間にわたり、ほとんどのPMIは閾値である50を下回っており、なかなか50を上回れなかった。ただし、米国以外の製造業が困難な状況にある一方で、米国のPMIは景気回復が近づいていることを示唆している。これが重要なのは、PMIの回復は景気循環セクターの回復と強く相関しているからである。景気循環セクターは、設備投資の恩恵を受けることになると思う。さらに、米国での規制緩和の可能性、他の国・地域の投資増加の必要性や成長も加わったとしたら、景気循環セクターは上昇するだろう。なぜなら、多くの国・地域が製造業を自国に呼び戻し、海外に対する脆弱性や依存度を下げようとしているからである。実質的に、投資や設備投資の増加はすでに高水準のグローバル・マネーサプライのベロシティを上げると考えられ、それが経済活動を活発化させる可能性がある。

当運用チームの上位 4 アイデア

デュレーション：敵か味方か？

ニュートラルだが、わずかにアンダーウェイト寄り。当運用チームのデュレーションは指数水準に近いが、アンダーウェイトである。10 年米国債利回りが 5% に近づいたら、デュレーションをロングにすることを検討する可能性がある。4.25% を下回った場合には、躊躇せずアンダーウェイトにすることになるだろう。4.25~5% の間では、おそらくニュートラルを維持することになる。一方、デュレーション・エクスポージャーは、ECB が利下げを継続する可能性が高い欧州市場において、より有益な可能性がある。

株式エクスポージャーをセレクトティブに追加 - 中型株

押し目買いを推奨。 米国株式は 2 年連続で好調となっているが、当運用チームはまだ楽観的な見通しを維持している。その理由は、市場全体と景気循環セクターにおいて選別的な機会があると考えからである。この見通しの核となるのは、PMI の世界的な回復である。素材、資本財、そしてテクノロジーさえも、設備投資の恩恵を受けるだろう。当運用チームは、市場の中型株セグメントについて強気な見通しを維持する一方で、大型テクノロジー株についてはニュートラルなスタンスを維持する。

欧州銀行セクターのオーバーウェイトを維持

欧州株には投資妙味あり。 当運用チームは、欧州の銀行セクターについて強気の見通しを維持する。他の欧州シクリカル銘柄と比較して、貿易に関する逆風を受けにくいと考えるからである。2025 年に ECB が利下げする可能性は銀行セクターの利益にとって逆風であるが、不利な要因の多くはすでに現在の予想に織り込まれている。キャピタルリターンは魅力的であり、最近のアウトパフォーマンスにもかかわらず、バリュエーションは妥当な水準にとどまっている。欧州株には投資妙味があるだろう。

米国の素材セクター：反発を予想

流れは変化している。 2023 年と 2024 年、素材セクターは株式市場全体の指数を大幅にアンダーパフォームした。パンデミック後の製造業の低迷、地政学的要因を背景としたボラティリティの高まり、中国の構造的な成長問題、それらの結果としての利益低迷、以

上のすべてが逆風となった。しかし、2025年には、製造業 PMI の回復が重要なカタリストとなり、同セクターの運命は好転する可能性が高いと考えている。

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