

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 7 月

2025 年下半期の重要テーマ

2025 年下半期：不確実性の後退

ボラティリティの低下。2025 年上半期には米国の関税や予算、税政策によって不確実性が生じたが、下半期には解消するだろう。関税政策の影響により経済活動の顕著な減速とインフレ率の上昇、つまりスタグフレーションが発生するか、それともリセッションに陥らずに済むかはまだ分からない。当運用チームの見通しとしては後者である。米国の予算や税問題の解決は、経済活動にとって追い風になるだろう。加速償却、設備投資の増加、規制緩和（成長のエンジンを政府から生産性の高い民間セクターへ移行させる）を通じて、経済が刺激されるからである。これらは 2025 年上半期には「既知の未知」であったが、下半期には「既知の既知」になるだろう。その結果、ボラティリティが上半期の水準よりも低下すると当運用チームは予想している。

生産性の向上と資産価格への影響

より生産的な成長。連邦政府の支出や歳出の削減が定着してきたが、この政策変更については過小評価されているようだ。コロナ禍後、政府の支出や政策が民間セクターの活動に

影響を及ぼし、クラウドイングアウトが発生した。その結果、雇用の伸びが抑えられ、企業の支出や投資に影響するグリーン・イニシアティブも抑制された。今回の政策変更による影響をただちに測定するのは難しいが、影響はまず企業投資・設備投資の数字に現れ、それは GDP 成長率を押し上げることになるだろう。これまでの成長との大きな違いは、公的セクターではなく民間セクターによって成長が推進される点であり、投資された資金はより高い乗数効果を有する。これこそ米国の資産価格やバリュエーションがコンセンサスに反し上振れする可能性があると考ええる根拠である。当運用チームは、2025 年下半期についてこのような考え方に移行している。

金融政策による支えの減少：スプレッドが重要

緩和は進むだろう。2025 年下半期には、世界の中央銀行は上半期ほど緩和しない可能性がある。ECB と BoE は緩和政策を取り、多くの投資家は FRB も緩和するのは確実と考えていた。そのような状況において、デュレーションが債券リターンへ寄与してきた。現在の ECB と BoE は以前と同じペースで緩和することは困難になったと考えている可能性があり、FRB はまったく緩和しない可能性もある。今後の動向は関税政策がインフレに及ぼす影響次第であり、2025 年下半期には金融政策が債券リターンを支えなくなる可能性がある。したがって、金利の追い風がなくなるにつれ、キャリーおよびスプレッドのパフォーマンスがリターンを左右するようになるだろう。当運用チームは、2025 年下半期のグローバル債券投資テーマとして、バーベル戦略（より高利回りの債券をハイクオリティなショート・デュレーション資産と組み合わせる戦略）を引き続き選好する。

コンセンサスには組せず：米国株式の上振れリスクは過小評価か

コンセンサスとは異なる予想。市場コンセンサスでは、現在のバリュエーションを考慮すると株式の上振れ余地は限られている。しかし、当運用チームは、年間業績のランレートの過去の実績が示唆する 2025 年の企業業績と比較すると、アナリスト予想値は、約 9 ドル低い可能性があると考えている。過小評価している背景には、関税の影響による将来の景気下振れリスクを、アナリストがヘッジしているということがあるかもしれない。当運用チームは、データが出揃うにしたいが、2025 年下半期に業績は上振れする余地があると考えている。これは、2026 年にかけてさらに収益が増加する可能性を示唆するに留まらず、現在の PER が過剰に高く見えている可能性があることも示している。以上を根拠

として、当運用チームは 2025 年下半期に米国株式のエクスポージャーを追加することを検討している。

2025 年下半期の主要テーマに関するアイデア

米国と欧州：米国に上振れの余地が大きい

方針の変更。2025 年上半期に欧州のアウトパフォーマンスを支えた長期的な追い風は変わっていないが、それに応じたバリュエーションは既に再評価されているので、下半期にさらにアウトパフォーマンスする可能性は減っている。一方、米国については、第 1 四半期企業業績は強かったにもかかわらず、市場は 2025 年下半期の景気減速を想定し、企業業績の通年予想値は下方修正された。関税が米国経済にとって予想ほど深刻なものでないとしたら、現在の予想は低過ぎはしないだろうか？それはまだ分からないが、2025 年下半期において米国は欧州よりも上振れ余地が大きいように見える。

米国：大型株が中小型株を引き続きアウトパフォーマンス

状況に変化なし。2025 年第 1 四半期は大型テクノロジー株は、中小型株をアンダーパフォーマンスしたが、業績見通しの修正は引き続き相対的に強かったことから再びアウトパフォーマンスに転じている。一方、以下の理由から中小型株のアンダーパフォーマンスが続いている。

- (1) 業績見通しの修正は相対的に失望するような内容だった。
- (2) 中小型セグメントは海外売上比率が少ないため、米ドルの下落の恩恵を大型株程享受できていない。

当運用チームは、2025 年下半期も米国では大型株が有利になると考えており、米国中型株のオーバーウェイトを解消することにした。

金利：米国債（為替ヘッジあり）を欧州政府債に入れ替え

キャリーを重視。米国および EU の債券利回りはここ数カ月、比較的狭いレンジ内で推移している。このトレンドが続けば、米国の投資家は 80~90bp の安定したキャリーを追加で手に入れられる。リスクとしては、米国債の利回りが EU 債券よりも大幅に低下することが挙げられる。ただし、財政赤字に対する懸念が続いていること、経済成長は引続き

堅調であること、FRB は大幅な金融緩和をためらうの姿勢を見せていることを考慮すると、当運用チームは引き続きそのシナリオの可能性は低いと考えている。

クレジット：スプレッドは過去最低水準近辺まで縮小していることを考慮し戦術的に行動

待機戦術を採用する。 関税政策の発表を受け 4 月初めから中旬にかけてクレジットスプレッドは一時的に拡大したが、その後は過去最低水準近辺にまで戻っている。相対的に高止まりしているデフォルト件数のトレンドと比べると、約 300bp というハイイールド債のスプレッドはかなり抑えられている。当運用チームの「リセセッションなし」ベースシナリオにおいてはデフォルトリスクが高まる可能性は低いが、現在のスプレッド水準ではリスク・リワードは非対称的で魅力的とはいえない。とは言え、バリュエーションをより適正な水準にする短期的な下落が発生した場合、当運用チームはエクスポージャーをある程度追加することを検討するだろう。現状では、クレジットリスクではなく株式リスクをとることを選好する。

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

RO 4631915 Exp. 07/31/2026