

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6月

6月の重要テーマ

FRBの新たな政策フレームワーク

「乖離」よりも「不足」を重視。パウエルFRB議長は5月のカンファレンスにおいて、次回の政策フレームワーク見直しでは、目標インフレ率と完全雇用の推定値（いわゆるデュアルマンデート）からの「乖離」よりも「不足」に重点を置くと表明した。これは前回2020年の政策見直しからの変更である。これは、FRBの政策がデュアルマンデートにおける目標からの乖離に受動的に反応するのではなく、目指すのは、より断固とした金融政策の採用を導入することにあることを示唆している。

新たなFRBフレームワークの意味

平均が重要になる。パウエルFRB議長は、平均インフレ目標の概念を再び採用する可能性があると言及した。平均インフレ目標では、ある期間にインフレ率が目標を上回っても、その前の期間に目標を下回っていれば容認される。つまり、FRBは「平均」でインフレ目標を達成すればよいことになる。失業率についても同様である。この発言を受けての直後の市場の解釈は、特に失業率の急上昇リスクがあるとFRBが判断した場合、イン

フレ率が目標を上回っていても、早期に利下げする可能性があり得るというものだ。つまり、より断固とした、且つ、柔軟なフレームワークといえる。

イールドカーブのステイプ化

ロングデュレーションに対する影響。 FRB のフレームワークが変更されれば、イールドカーブがステイプ化し、ロングデュレーションがアンダーパフォームする可能性が高まる。FRB は、失業率の急上昇というリセッション的な影響を避けるために、インフレ率上昇のリスクを取るとのシグナルを発しているのかもしれない。これはタームプレミアムの拡大を示唆するが、絶対値でみた長期金利が低下しないというわけではない。フレームワーク変更前よりは低下幅が小さくなるだけである。

より広範な市場に対する政策の影響

株式への影響はプラス。 FRB のフレームワーク変更は株式市場にとってはプラスに作用するだろう。インフレ率上昇のリスクがあるにもかかわらず、FRB は景気を刺激するために利下げする可能性が高くなかったと短期的に予想されるからである。インフレが制御不能にならない限り、これは企業の利益とマルチプルを支えると考えられる。

関税：政策、戦略、プロセス

ただのカオスではない。 トランプ政権の目から見た関税政策とは、合理的な主張を構築することである。これを理解するのが重要であり、さまざまなニュースに反応するだけでは不十分だろう。米国の関税政策には、3つの構成要素がある。(1) 貿易赤字の削減、(2) 非関税障壁（NTB）の削減、(3) 中国の政策に対抗するために貿易相手国に対して威圧的な政策目標を設定することである。注目を集めているのは測定しやすい(1)だが、定量化の難しい(2)と(3)が貿易協定を大きく進展させる主因になる可能性がある。市場はこれを織り込んでいない可能性があり、アップサイドのリスクがある。

主なトレードのアイデア

株式エクスポージャーをリバランス

新たな貿易協定。米国と英国の間で締結された貿易協定が、後に続く同盟貿易相手国との協定を左右する最初のドミノになるだろう。また、米国与中国の間で締結された協定により、リセッションリスクが大幅に低下した。その結果、企業の利益とマルチブルが以前の水準から上昇しており、当運用チームは米国だけでなく欧州でも株式エクスポージャーを増加させることによってリバランスしている。これは最も確信度の高いオーバーウェイトと考える。

欧州ハイイールド債を追加

米国と欧州いずれの投資家にとっても適切。最近の貿易協定によるグローバル成長に対するリスクの後退は、デフォルトリスクを下げ、低格付クレジットをより魅力的にすると考えられる。米ドル建て投資家の場合、欧州連合（EU）のハイイールド債を購入し、為替キャリーを追加することによって、利回りを大幅に高められる。EUのクレジットに対するこのような需要増加は、その原資産に対する需要となるので、ユーロ圏の投資家にとっても追い風となるだろう。財政刺激策と ECB による利下げも、同じように支えとなるだろう。

米国ローンへのエクspoージャーを検討

デュレーションリスクを管理。リセッションリスクが後退しているため、伝統的な米国ハイイールド債よりもバンクローンを選好する。また、伝統的な固定デュレーション・ハイイールド債よりも変動金利ローンを選好する。ただし、ローンのスプレッドは過去数週間にわたり縮小しており、バリュエーション的には追い風は弱まっており、リスク／リワード的にはこの先デフォルトリスク方向に傾くことになるだろう。ハイイールド債は基本的に金利感応度の低い資産であるが、特に政策フレームワーク変更の可能性についての最近の FRB 発言を考慮し、当運用チームはバンクローンを通じた金利感応度を一層低下させることを選好する。

インド株式をオーバーウェイト

下降サイクルは底を打ちつつある。インドは、引き締め的な国内財政・金融政策により、2四半期にわたる景気減速と企業業績見通しの下方修正に苦しんでいたが、米国関税政策の不確実性を受けて成長リスクが高まり、インフレ率は近年の最低水準まで低下していることから、インド準備銀行は緩和姿勢に転じ利下げした。最近の経済指標からは、国内景気の下降サイクルが底を打ちつつあるとの有望な兆候が見えている。米国関税政策の動向は引き続きリスクだが、インドは米国への製品輸出エクスポート率が低く、内需がメインの経済であることから、比較的影響を受けにくいだろう。

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ふ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行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを執行、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 4555502 Exp. 06/30/2026