

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 10 月

「根拠なき熱狂」？私たちはそうは考えない。なぜなら、株式市場の力強さも、債券スプレッドも、いずれもファンダメンタルズに裏打ちされているからだ。その背景には、堅調ながらもやや減速した成長、低水準ながら持続性のあるインフレといったマクロ経済の強さ、財政・金融政策による追い風、そして AI による生産性向上という構造的な持続力がある。私たちは、慎重ながらも前向きな見方を維持している。

ファンダメンタルズ改善がバリュエーション上昇を支える

- **バリュエーションは高いが、おそらく正当化できる**
 - 株式マルチプルは高い状態が続いている（S&P 500 の予想 PER は、長期平均の約 16 倍に対して約 23 倍）。
 - クレジットスプレッドは歴史的に見てもタイトな水準が続いている（世界金融危機後の最低に近い）。
 - いずれの指標も単独では調整局面入りが近いことを示唆していない。
- **バリュエーションの背後にあるドライバーは、株価水準よりも重要**
 - **収益増**：米国企業の収益は前年比約 13%増と予想される。

- **GDP の伸び**：米国経済は 2026 年、潜在成長率を上回る約 2.5%で成長すると見込まれている。
- **インフレの安定化**：コア CPI は、2022 年につけたピークの 6%超の上昇から、約 2.5~3.0%へと鈍化している。
- **政策による支え**：FRB が緩和スタンスへと転換し、財政は拡張政策をとっている。
- **リセッションリスク**：米国が今後 12 カ月以内にリセッション入りする確率は、25%未満に低下している（「解放の日」後は約 65%まで高まっていた）。
- **示唆するところ**：ファンダメンタルズが生産性と利益率を支える結果、バリュエーションの上昇につながる。

逆風（関税）が追い風（減税）に変わる

- **リスク要因としての関税**
 - 市場はしばらく前まで、関税が企業業績の足かせになると見なしていた。
 - 関税政策に伴う企業のコスト負担増加額は約 940 億ドルと推定される。
- **「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」で相殺される税負担**
 - 法人税納付期限の 9 月 15 日時点で、法人税支払額は前年度から約 1,040 億ドル減少した。
 - ネットベースの影響：企業にとっては **100 億ドルの税負担軽減**。
 - 企業の実効税率は平均で約 3~4 ポイント低下した。
- **示唆するところ**：減税額が関税コストを上回り、ネットベースでは企業収益にプラスとなる。

刺激策とインフレ率低下 – FRB のフィリップス曲線フレームワーク

- **FRB の緩和スタンス**
 - 予想される利下げの道筋：FF 金利は 2026 年前半までに 3.5%になると予想されている。
- **フィリップス曲線は弱まっている**
 - 過去の関係：失業率が低下すると、インフレ率が上昇する。
 - 現在のデータ：失業率は約 4.3%だが、上昇する可能性がある。インフレ率は約 3%で安定しており、2026 年にはおそらく低下する
 - つまり、インフレが急騰することなく、経済成長が続く可能性がある。

- **示唆するところ**：金融緩和が経済成長を促す一方で、インフレリスクは引き続き抑制されている。

生産性の上昇

- **トレンド**：生産性（時間当たりの生産量）は、2020 年以降に年率換算約 1.8%で上昇してきた。それに対し、2020 年より前は平均約 1.3%だった。
- **資本深化がドライバー**
 - 設備、ソフトウェア、自動化への企業投資は、年率約 6%で増加している。
 - AI 関連の設備投資：米国企業は、AI や自動化に対して年間 2,000 億ドル超を 2026 年までに支出すると見込まれている。
- **税制上のインセンティブが設備投資を促進**
 - 加速度減価償却や投資税額控除が資本の実質コストを引き下げる。
- **見通し**：生産性の伸びは、2026 年にかけて年率約 2.0～2.2%まで加速すると予想されている。
- **示唆するところ**：労働者当たりの生産量が増加する結果、業績が向上し、バリュエーションの支えとなる。

利益率の拡大

- **コストの安定化と収益成長**
 - 単位労働コストは前年比で約 2.2%増加している（2022 年の 5%超増から低下）。
 - S&P 500 企業における収益の伸びは約 6～8%と予想される。
- **利益率見通し**
 - S&P 500 企業の現在の純利益率は約 11%である。
 - 2026 年までに約 12～13%（サイクルのピークに近い水準）に拡大すると予想される。
- **示唆するところ**：安定したコストベースで収益が増加し、利益率の拡大が高いバリュエーションを正当化する。

企業減税により業績や利益率が支えられることに加えて、2026 年には個人を対象とする 1,500 億ドル相当の減税が消費を刺激すると見込まれており、2025 年第 4 四半期はそれにつながる時期と考えるべきだろう。

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 4880211 Exp. 10/31/2026