

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9月

結論：サプライサイド主導の成長に向けたポジショニング

当運用チームが注目している新たな投資テーマは、政府や公共セクターが主導するデマンドサイドの成長から民間セクターが主導するサプライサイドの成長への移行である。これは規制緩和の取り組みに続くもので、「一つの大きく美しい法案（OBBA）」で頂点に達した。移行の道のりは平坦ではなく、市場の下落や、雇用指標の軟化も当初は発生するだろう。しかし、最終的には、より生産的な成長モデルへとつながる可能性がある。ただし、それによる成長や利益は均一的に拡散していくわけではなく、当運用チームはそこに投資機会があると考えている。

FRB の利下げの道筋

FRBは、目標を上回るインフレよりも労働市場悪化のリスクを重視している。また、失業率急上昇のリスクはインフレのリスクよりも高いと判断しているように見える。どうやら、FRBはフィリップス曲線のフレームワークを使用しているようだ。フィリップス曲線は、失業率上昇がインフレを抑制することを意味する。

イールドカーブのスティープ化と景気刺激策

政策金利の引き下げと税制や投資奨励策を通じた緩和的な財政政策は、より低成本の短期金利で資金を調達し、高いリターン達成を目指すための投資機会を提供することにつながる。いずれも、サプライサイドの観点から、米国株式および高利回りのクレジット資産にとってプラスと考える。

経済合理性の下での労働力の供給

過去数年間にわたる公共／政府セクターにおける急速な雇用の伸びは、人件費を増加させ、より生産的な民間セクターの雇用の伸びを阻害した。トランプ政権の政策ミックスにより、税関連のインセンティブを通して、利用可能な労働力が民間セクターに移動する可能性がある。

今後の利益率は好調となる可能性

関税はコストを増加させる。しかし、規制緩和、インセンティブ主導の減税、利用可能な労働力の公共セクターから民間セクターへの移動により、賃金インフレが抑制され、企業は利益率を犠牲にすることなく生産能力を拡大できるようになる可能性がある。これが今後数四半期にわたり注目すべきサプライサイドのもう一つのプラス要因である。

主要アイデア

OBBA は再生可能エネルギーインフラ投資にどのような影響を及ぼすか？

OBBA の成立は、IRS の「建設開始」ルールの厳格化と共に、資金力が不足する開発業者が厳しいプロジェクト工期期限をこなし、国内コンテンツ要件を満たすことを難しくするだろう。その結果、中国など問題のある国からサプライチェーンを分散化できる、資金力のある買い手に対し、格安な価格でプロジェクトが売却される動きが出てくる可能性がある。

背景：2024 年の大統領選挙でトランプ政権が誕生し、OBBA によってインフレ抑制法 (IRA) が大幅に改正されることになった。第 2 四半期の米国の再生可能エネルギー取引

量は 2021 年以降最低の水準まで落ち込んでいたが、その原因となっていた数ヶ月に及ぶ不確実性が OBBBA の成立により解消した。OBBBA が提供する支援期間は、IRA 成立前に比べれば長いものの、IRA の枠組みに比べスケジュールは短縮され、投資・生産税額控除に基づく税額控除の機会を狭めており、小規模開発業者のプロジェクト履行リスクが大幅に高まった。太陽光・風力発電プロジェクトは 2026 年 7 月 4 日までに建設に着工するか、2027 年 12 月 31 日までに稼働させなければならない。IRA ではインセンティブ適用期間が段階的に廃止されるものの制度的には 2030 年代まで継続することだったので対照的である。OBBBA はまた、懸念のある国（すなわち中国、ロシア、イラン、北朝鮮）と関係するプロジェクトの税額控除を制限する規定も新たに定めている。

ルールの変更：連邦税額控除への適格性は、特定のマイルストーンを証明することによる「セーフハーバー」に依拠している。内国歳入庁（IRS）は最近、コストの 5%を費やすことによってプロジェクトが着工したとみなす 5%セーフハーバールールを廃止した。現在、プロジェクトが適格と判定されるためには、大規模な物理的作業の開始を伴う厳格な物理作業テストに適合しなければならない。これは、「ペーパー」だけでの適格化を防止することを目的とする、より厳しい監査可能な基準であり、内国歳入法セクション 45Y（生産に関する税額控除）および 48E（生産施設投資に関する税額控除）に基づく大部分の風力・太陽光プロジェクトに適用される。ただし、1.5MW AC 以下の設備容量の太陽光プロジェクトについては、引き続き 5%セーフハーバールールに基づく着工判定が適用される。これらの変更は 2025 年 9 月 2 日以降に着工されるプロジェクトに適用される。既に IRA の下で 5%セーフハーバールールで適格とされているプロジェクトについては、2024 年と 2025 年に建設に着工している場合、それぞれ 2028 年、2029 年までに竣工しなければならない。

市場への影響：おそらく小規模開発業者の中にはこれらの厳しいスケジュールを守れず、プロジェクトを売却するケースがでてくるだろう。そして多くの場合、割安な価格での売却となる。そのため、新たなルールに従ってプロジェクトを推進できる、より大規模で強靭な財務基盤を有するオーナーへのプロジェクト売却取引が増加し、業界再編の流れが加速すると考えられる。

電力価格設定の状況：連邦政府による支援は減少するものの、データセンターの増加がもたらす強い電力需要が電力価格を支えると予想されている。ハイパースケーラーは短期間で提供できる電力に高い料金を払うことができるため、再生可能エネルギー事業者の価格決定力がさらに強まると考えられる。価格の大幅上昇は、2022 年の高インフレ環境でも見られた。

投資機会：プロジェクト売却の大幅増加が予想される。着工までに要する時間を正確に把握し、適確なプロジェクト管理を通じて税優遇適用期間内に稼働させられる買い手にとつて、魅力的な参入機会が生まれるだろう。

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

CRC 4791904, Exp. 09/04/2026