

# 2025年下半期の投資展望： 荒波の中の着実な航海



# 目次

はじめに...3

転換期への備え...4

バリュエーションの枠組み：様々な資産クラスにおけるバリュエーション・シグナルの評価...10

CIOの視点：いつ市場に入るかではなく、どのくらい市場にいるかが鍵...14

CIOの視点：不確実な時期がアクティブ運用に好機をもたらす...18

CIOの視点：不確実な時期におけるレジリエンス...22

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。過去の運用実績は、将来の成果を示唆するものではありません。また、投資の推奨、助言、または将来の見通しを示すものではありません。本稿に記載されている内容は執筆時点におけるM&Gの見解であり、投資に関する推奨、助言に該当するものではありません。当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務または当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

# はじめに

2025年の前半は、様々な出来事が次々に起こりました。トランプ大統領の関税発表は紛れもなく最大の出来事でしたが、投資環境は年後半もその他の様々な要因により変化し続けるでしょう。政治、経済、金融情勢の動向が現在も影響を及ぼしており、それらが組み合わさることで金融市場における不確実性はますます高まっています。

前回（2024年12月発行）の投資展望で、私たちは市場参加者が経済成長見通しを楽観視しすぎているのではないかという疑問を呈しました。「正常化された」成長の再開に対する投資家の期待を満足させるだけの基盤は本当に整っているのでしょうか。そして、今年に入ってから、米国と英国の現在の財政制約に加え、米国の保護主義的な貿易政策も加味する必要が出てきました。これらを背景に米国市場への信頼感が下がり、借入コストが上昇すれば、グローバル投資家はポートフォリオの見直しを迫られることになるでしょう。

投資家はすでに米国への資産配分を見直しており、他の地域に資金を振り向けることを検討しているようです。実際に、M&Gの分析では、米国株式には割高感があり、より投資妙味のある割安な市場があることが示唆されています。欧州、特にドイツは、緩和的な金融政策や景気回復、バリュエーション面での優位性を背景に、最大の恩恵国となる可能性があります。

投資家にとって、こうした不確実性は悩ましい一方で、一貫した考え方をもち、客観的な視点を持ち続ける必要性を再認識する機会を提示しています。本稿では、債券、株式、プライベート・アセットの各運用部門の最高投資責任者（CIO）が、現在の環境をどのように舵取りし、どこに最大の投資機会があるとみているのかをご紹介します。

# 転換期への備え

メイソン・ウッドワース  
ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューション

## 主なポイント

- 財政的制約、マクロ経済の逆風、不確実性は、各国政府が経済成長を達成し、債務水準の上昇に対処することを困難にしている。
- ドナルド・トランプ大統領の通商政策は米国市場への信頼感を低下させており、投資家のポートフォリオの見直しが進むにつれ、長年にわたり米国市場に集中してきた資金のシフトが起こる可能性がある。
- 経済環境の改善、相対的に緩和的な金融政策、米国と比較して有利なバリュエーションを背景に、欧州は米国からの資金シフトの恩恵を受ける可能性がある。
- 不確実性を乗り越えるには、機敏性、分散投資、そして戦略的な資産見直しが必要であり、これらを備えたアクティブ運用は、転換期がもたらす投資機会を捉えることができるだろう。

前回発行した「投資展望」の序文では、高水準に達して、なおも増え続ける債務の対策として、政府関係者が経済成長による財政健全化を推し進めようとしていることを論じました。

この問題は依然として政策討論の中心となっていますが、財政的制約、マクロ経済の逆風、そして不確実性に直面していることを踏まえると、政府関係者たちは成長達成の見通しがより困難になっていると考えているようです。

追加的な措置が議論されていますが、重要な点はこれらの措置の一部（またはすべて）が持続可能で、大幅な財政健全化が見込め、それにより経済的なショックがあったとしても、それに耐えうる強い経済基盤を整えることができるかどうかということです。

米国と英国では、政府財政の持続可能性が厳しく問われる中、歳出削減が議題に挙がっています。米国は巨額の歳出削減を目指し、DOGE（政府効率化局）を設立しました。しかし、こうしたプログラムの有効性と、短期的に財政赤字を大幅に改善でき

るかどうかについては、大きな疑問が残ります。両国とも、財政的な余裕はほとんどないように見えます。

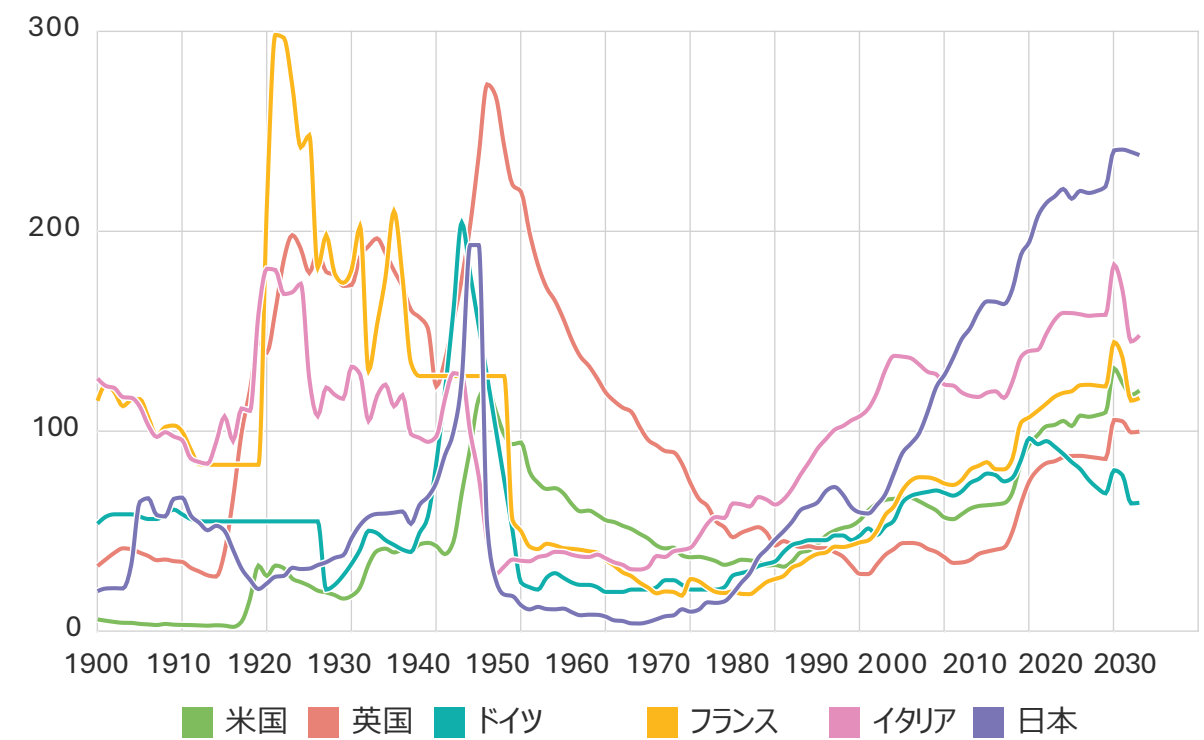
トランプ大統領は、輸入関税が大幅な歳入増となり、それが政府支出の削減と相まって減税につながることを期待していたのかもしれませんが、米国の保護主義政策の結末は、米国債務の持続性への疑念の高まりに終わる可能性が高いと思われます。

米国市場に対する投資家センチメントの悪化と米ドルの大幅な下落、政策の紆余曲折による米国債利回りの上昇や、それに伴う政府の借入コストの上昇により、状況はさらに悪化しています。

興味深いことに、ドイツは逆の方向に向かっているようです。新首相のフリードリヒ・メルツ氏は、ドイツの比較的低い借入コストを活用して5,000億ユーロのインフラ投資計画に資金を拠出したほか、いわゆる「債務ブレーキ」を撤廃して国防支出を増額しました。長年にわたる財政健全化を経て、ドイツは財政支出を増やし、成長に投資する余地を持つ数少ない国の一つとなっています。

## ドイツの債務水準は、柔軟な対応への余地がある

（一般政府債務残高対GDP比、%）



出所：LSEG Datastream/Fathom Consulting、2023年12月。



ドイツと米国を比較すると、対照的な経済状況が浮き彫りになるだけでなく、ドイツが米国に代わる新たな投資先になり得る興味深い点が見えてきます。トランプ大統領の関税政策と進め方は、多くの投資家を不安に陥れ、米国市場への信頼を失墜させました。一方、欧州、特にドイツは、投資家が米国に代わる投資先を探していることから、足もとでその恩恵を受けています。

トランプ大統領の貿易戦略が新たな経済環境をもたらすとするれば、起こり得ることの一つはポートフォリオのリバランスと、欧州を含む米国以外の市場への資産配分の拡大になるでしょう。

## ポートフォリオの転換期

本稿執筆時点では、関税をめぐる混乱は小康状態にあります。米中間の一時的な休戦と、相互関税の90日間の一時停止が投資家の信頼感を高めています。株式市場は当初の急落から回復したとはいえ、4月2日の発表以降、米国市場からの資金シフトがあることは無視できません。

近年、米国市場は安定的なリターンを提供してきました。持続的なアウトパフォーマンスは、米国は例外的な存在であるという概念を助長してきました。しかし、「解放の日」に続く「米国売り」の動きは、投資先のシフトが今後も継続する可能性があることを示唆しました。

近年の投資家のポートフォリオは間違いなく、米国市場に集中しています。この傾向を完全に変えるのは難しいかもしれませんが、投資家は代わりとなる投資先を検討しているようにも見えます。今後数年間の経済活動は、主に米国の政策から長期的な変化が起こり、

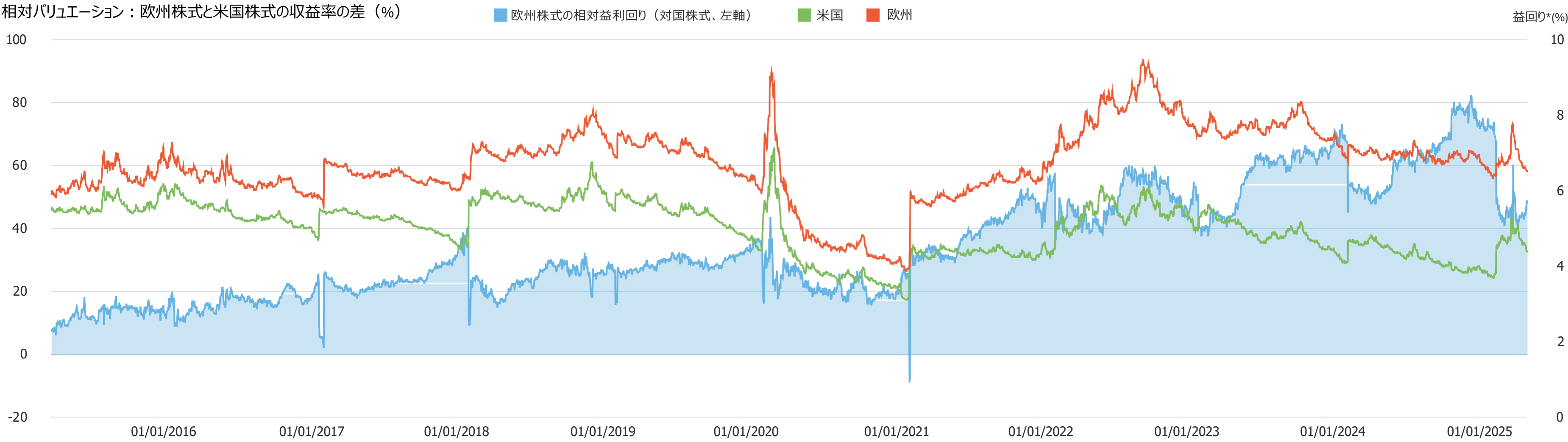
米国以外の市場で幅広い投資機会が生まれるとみています。

ポートフォリオの分散と米国からの転換を目指す投資家にとって、欧州は有力な候補となり得るでしょう。米国ほど成長率は高くはないものの、欧州は経済状況の改善、インフレ率の低下が見られ、相対的に緩和的な金融政策と景気刺激策を実施しています。欧州の資産は、好ましいバリュエーションとモメンタムの変化からも恩恵を受けられると思われます。

私たちは、欧州株式は米国株式に対して、主にバリュエーション指標の低さと潜在的に高い収益機会（2%の株式益利回りの差）により、引き続き魅力的なバリュエーションを維持していると考えています。

米ドルと米国債のリスクプレミアムは多少回復はしたもの下落基調にあり、米国の政治・経済の不確実性に対する投資家心理の転換点を示唆しています。

米国株式は欧州株式より割高



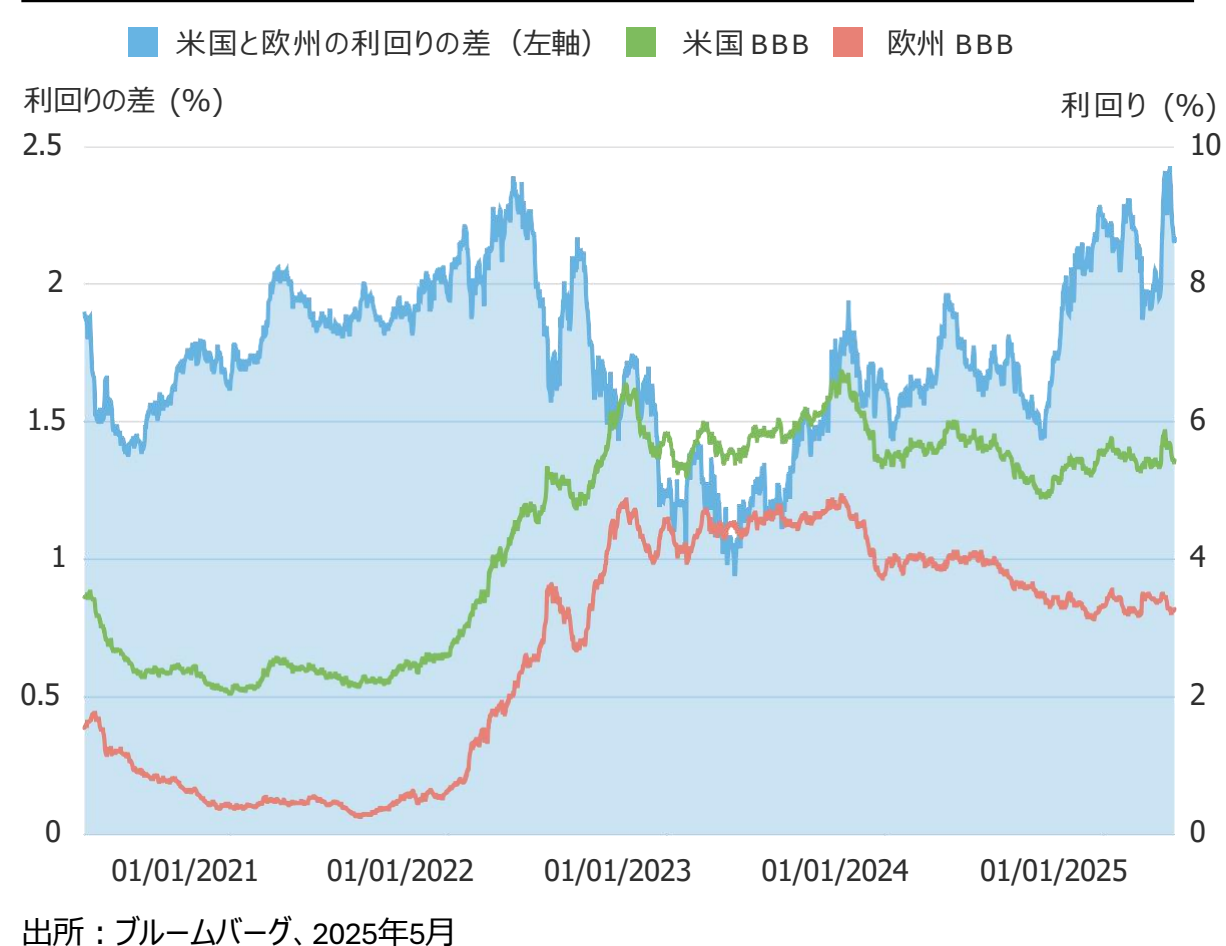
出所：ブルームバーグ、2025年5月。米国および欧州はMSCI指数を参照。\*益回りは株価収益率（P/E）の逆数であり、益回りが高いほどバリュエーションは割安であることを示す。

金融政策、政治的不確実性、そして投資家心理の変化により、欧州企業と比較して米国企業は資金調達の負担が高まっています。これはBBB格の信用スプレッドの拡大に反映されており、米国企業の借入コストの上昇を示しています。

その結果、米国企業は、より不利な借入条件に直面しています。特に格付けが投資適格の下限付近の企業は、信用格付けの引き下げがより頻繁に行われ、債務不履行リスクが高まる可能性があります。

一方で、欧州企業は、より安定した経済状況と緩和的な金融政策の恩恵を受け、借入コストを低く抑えています。

### 米国と欧州のBBB社債の利回り



## 不確実性を乗り越える

今後、投資家の期待に応える安定した収益源を見つけることは、より困難になるでしょう。マクロ経済環境におけるボラティリティの水準や変化の詳細を予測することは、不可能ではないにしてもより難しくなるでしょう。グローバルな投資機会が明らかになった時にそれを捉える準備をしておくことが、この新たな時代に投資を成功させる鍵となるかもしれません。

不確実性と、力関係の変化を予見させる現在において、投資家は勝ち組を見極め、（願わくば）負け組を避ける局面を迎えるでしょう。株式とクレジットのいずれの市場においても、特に企業収益の見通しや債務返済能力を精査する上で、銘柄選択が不可欠になると考えています。

このような環境において、投資家が不確実性を乗り越えるために考慮すべき要素は数多くあります。過去の相関関係や共分散に頼ると、関係性の変化や崩壊が起きた時に予期せぬリスクに直面する可能性があります。



リスクを軽減するための重要な方法の一つは、負債や必要条件と直接関係のある資産への投資を増やすことです。例えば通貨に関しては、ヘッジされていないエクスポージャーはリスクがますます高まる一方で、ヘッジコストも高くなる可能性があります。ベース通貨の資産に投資を増やすことで、両方のリスクを軽減できるかもしれません。

短期的には、流動性と柔軟性を確保することが有効な場合もあります。機敏に新たな投資機会を捉えられるようにしておけば、市場の混乱時に価値を創出できる可能性が高まります。ボラティリティはアクティブ投資家にとって好機となり得ます。戦略を明確にしておけば、投資機会を特定し、魅力的な水準で参入できるでしょう。

投資家が取るべきもう一つの有益なステップは、保有している資産を見直すことです。今はすべての資産が上昇する市場環境ではないかもしれません。波乱含みで、一部の資産は損失を出すでしょう。各資産が不確実性にどの程度さらされているかを理解し、期待通りの成果を上げているかどうかを精査することも有益です。

長期的あるいは戦略的な観点から、ポートフォリオの集中度を下げることも検討すべきでしょう。米国市場は長年にわたり「勝者総取り」と見られてきましたが、他のリスク資産にエクスポージャーを分散することは有益かもしれません。例えば、米国から資産をリバランスし、欧州やアジアへのエクスポージャーを増やすことで、今後起こり得る長期的な構造変化を捉えたり、個々の債務状況により適切に対応できる可能性が高まります。

## アクティブ運用から得られる投資機会

今後、パブリック資産は混乱に直面する可能性があります。米国集中と米国優位の時代を経て、市場全体には割安に放置されている銘柄が十分に存在しています。勝者を見極めるのは以前より難しくなるとされるものの、ファンダメンタルズに着目した忍耐強く、選別的な投資は報われると考えます。

プライベート・マーケットにとって、借入コストの上昇はリスクが高めの難解な事業や、不確実性の影響を受ける長期の大規模プロジェクトにとって、向かい風となり得ます。課題はあるものの、企業の中には自社の事業をより深く評価してくれる金融機関を通じて資金調達を行いたいというインセンティブが働くかもしれず、経験豊富なデット投資家にとっては投資機会が生まれる可能性があります。

トランプ大統領は金融市場の根本的な方向転換を間違いなく促しました。その影響は今後数ヶ月、数年にわたって表面化するでしょう。不確実性が高まる中、経済と投資の優先順位の再調整がされることで、アクティブ運用のパフォーマンスの差異が明確になると考えられます。



# バリュエーションの枠組み： 様々な資産クラスにおける バリュエーション・シグナルの評価

スチュワート・カニング  
グローバル・マクロファンド・マネージャー

## 主なポイント

- 2025年初頭の市場ボラティリティ、特に「解放の日」の発表後のボラティリティが、全般的なバリュエーションの見方に与えた影響は限定的だった。
- 唯一の顕著な変化は、欧州、南米、中国の株式市場におけるリスク対比のバリュエーションの低下だった。
- 欧州と英国の金利は、金融政策の緩和により低下した。
- 先進国市場の国債利回りは、長期債ではほぼ横ばい。
- 先進国市場の社債スプレッドは、特にリスクの高い銘柄で拡大したものの、その後急速に反転し、総利回りへの影響は限定的だった。



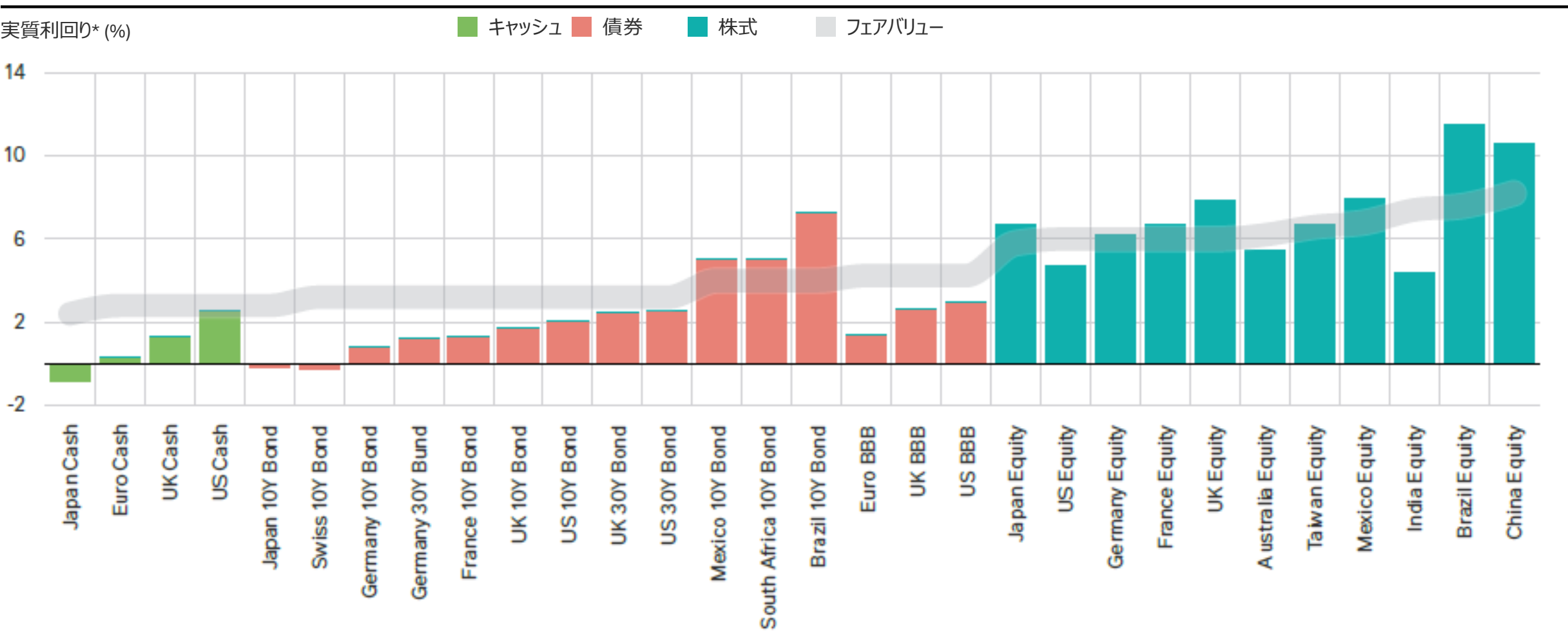
当バリュエーションの枠組みは、世界中の様々な資産の実質利回りをM&Gグローバル・マクロチームが独自の分析を用いて算出した「フェアバリュー」と比較するものです。

資産の実質利回りが予想されるフェアバリューよりも高い場合、その資産は魅力的な水準にあるとみなされます。一方で低い場合は、その資産の現在のバリュエーションは割高であるとみなされます。

- M&G独自のバリュエーションの枠組みは、キャッシュが依然として競争力のある資産であることを示唆
- 債券の実質利回り（インフレ調整後）は、比較的魅力的
- 2024年末以降、一部の株式市場のバリュエーションは上昇している一方で、他の市場ではリスクプレミアムは低下

## 予想されるフェアバリューと実質利回り

各サンプル資産の中立水準に対する実質利回り



\*実質利回り。キャッシュおよび債券の利回りは、名目利回りから10年物ブレイクイーブン・インフレ率を差し引いて算出。ただし、スイスおよびインド（ブレイクイーブンが存在しない）、および英国（ブレイクイーブンがRPIベース）の場合は、20年平均のCPI（消費者物価指数）を使用。株式については、12か月先の予想EPS（1株当たり利益）を、Bloombergコンセンサスによる12か月先のインフレ予想で調整し、株価で割って算出。上記は、あくまで仮説に基づき、説明を目的としたものです。過去の運用実績は、将来の成果を示唆するものではありません。また、投資の推奨、助言、または将来の見通しを示すものではありません。

## バリュエーションの概要

バリュエーションのフレームワークに基づく見通し

### 全体像

**キャッシュは依然として競争力のある資産：**米国の政策金利（キャッシュ）は、現在の水準と将来の方向性の両方において、グローバル投資家にとって依然最も関心が高いテーマです。米国のキャッシュの利回りは、一般的に、他の投資の追加リスクを正当化する上でアウトパフォームしなければならない「リスクフリー」のベンチマークとみなされます。

**実質利回りは魅力的：**足もとの債券の実質利回り（インフレ調整後）は、過去20年間のほとんどの期間と比較して魅力的であり、過去30年間と比較しても妥当に見えます。また、先進国市場の社債スプレッドは年初から拡大しています。

**一部の株式のバリュエーションは上昇：**長期的な視点から見ると、米国、インド、台湾、オーストラリアの株式市場におけるリスクプレミアムは依然として低水準です。その他の世界の株式市場は、比較的魅力的に見えますが、ここ数年と比較するとやや劣ります。実に2024年末以降の最も注目すべき動きは、欧州、南米、中国の株式市場におけるリスクプレミアムの低下です。

### キャッシュ

**金融政策の緩和が必要：**すべての資産のバリュエーションは、世界の金融政策とインフレに対して緩和的な対応が必要であることを依然示唆しています。米国と英国では、政策金利が引き下げ傾向にあるとの確信は依然として高いものの、現状のリスクプレミアムが比較的低いことを踏まえると実質金利が上昇すれば、2022年に見られたように他の資産に圧力をかける可能性があります。

**日本は例外：**日本は、金利上昇が見込まれる唯一の例外的な国です。

**新興国市場における利下げ：**多くの新興国においても政策金利の引き下げが見込まれています。



## 債券

**イールドカーブのスティープ化**：先進国の長期国債の利回りは依然として高水準を維持しています。2025年前半の大きな変化は、国債のイールドカーブのスティープ化と、短期国債の利回りが概ね低下していることです。

**経済の弱さは利回りの低下につながる可能性がある**：経済の不確実性により債券市場のボラティリティが高まり、「安全」資産としての地位に疑問が生じています。とは言え、短期的な利下げは既に織り込まれていますが、経済成長に懸念が生じれば、債券価格が上昇する可能性は依然として残っています。

**より魅力的な信用スプレッド**：英国および欧州の社債市場では、デフォルトリスクに対する追加利回りがより投機的な（ハイイールド債）銘柄では拡大している一方、AAA格の社債は依然として比較的タイトなスプレッドを維持しています。

**新興国市場のリスクプレミアムは魅力的**：ブラジル、メキシコ、南アフリカなどの一部の新興国市場のリスクプレミアムは、より魅力的水準にあります。

## 株式

**米国のバリュエーションに注目**：現在、株式市場のバリュエーションにおける主要なテーマは、米国株式の水準です。トランプ氏の「解放の日」関税に伴い、追加的なリスクプレミアムがついたものの、株価が発表前の水準まで回復したことで、バリュエーションの調整が急速に進みました。

**「割安」市場の魅力は部分的に低下**：欧州と中国は継続的な強い株価上昇により、2024年末と比較すると魅力が低下しています。

**一部の市場では、投資家の期待に応えるには、相当の利益成長が求められる**：長期的な視点から見ると、米国、インド、台湾、オーストラリアの株式市場におけるリスクプレミアムは依然として低い水準にあります。

# CIOの視点： いつ市場に入るかではなく、 どのくらい市場にいるかが鍵

ファビアナ・フェデリ

株式部門CIO

マルチ・アセットおよびサステナビリティ投資

## 主なポイント

- 通商交渉は市場が関税に対してより前向きになるのを後押ししたが、まだ初期段階であり、予断を許さない。
- グローバル投資家は、ポートフォリオの米国エクスポージャーを他国に分散させることも選択肢として検討していると思われるが、米国市場を全売却することはないだろう。
- 投資家は、市場の動きが加速しているため、さらなる複雑性を強いられている。データは、市場のタイミングを計るよりも市場に長く留まる方が、より効果的にリターンを得られることを示している。
- 私たちは、防衛・インフラ関連の財政支出増加からの恩恵を受けると見込まれるAI関連半導体と欧州株式に投資機会があるとみている。



株式市場、特に米国は、トランプ大統領の関税政策によって引き起こされた混乱から回復しつつあるように見えます。トランプ政権が交渉に応じる姿勢を見せていること、そして英国と中国から初めて明るい兆候が見られたことは、リスク市場に政策とマクロ経済の見通しが徐々に回復しつつあるという希望を与えています。

一見、米国の政策が4月上旬頃の不確実性に満ちていた状況からリセットされたように見えますが、状況は予断を許しません。いかなる当事者間の交渉も決裂する可能性は常にあります。重要なのは、米中間の緊張緩和の兆しは見え始めたばかりであり、欧州との交渉に進展の兆しは見られていないことです。交渉はまだ初期段階にあります。

## ポートフォリオの分散

世界経済の短期的な見通しは改善しているようにも見えます。しかし、米国債市場と米ドルへの信認は、現時点では揺るぎないものの、長期的には希薄化が始まっているかもしれません。

帝国は崩壊しますが、一日にして崩れるわけではありません。米国例外主義は、強力な知的資本、深淵な資本市場、起業家精神を育む文化により存続していますが、米国が唯一の選択肢ではありません。

## “米国以外に選択肢がないという考え方は、徐々に薄れつつある。”

こうした意識の変化が、グローバル投資家に起こり始めているように見えます。米国以外に選択肢がないという考え方は、徐々に薄れつつあるようです。私は、米国からの撤退を完全に正当化するような代替投資先はいまだに存在しないと考えています。しかし、ポートフォリオを分散する方法はいくつもあり、どのように分散するかについてお客様と話す機会が増えています。

## マクロ経済が不確実な時期は、ミクロ経済に焦点を当てる

マクロ経済環境の不確実性が高い時は、ミクロ経済環境に注目することが最善の方策だと私たちは考えています。具体的には、個々の企業のレジリエンス、成長を後押しする構造的要因から受ける恩恵、ネガティブな出来事に対する耐久性といった点に着目するなどです。

現在のように至るところで渦が巻いているような市場だけでなく、いかなる市場でも勝者と敗者が必ず生まれます。ミクロ経済に着目する私たちのアプローチは、今年後半の株式市場でもこれまで通り変わりません。

忘れてはならないのは、トランプ政権が関税の“衝撃と畏怖”のアプローチから方向転換したとしても、企業はサプライチェーンと最終需要のミスマッチのリスクを軽減するために長期的な計画を立て始める可能性が高いということです。

これは弱気、強気のセクターや国を探すというよりは、企業ごとのファンダメンタルズを検証する必要があることを意味しています。

## AI関連半導体、欧州、インドにおける投資機会の発掘

4月初旬以降、私たちは米国のみならず欧州とアジア全域において、AI関連半導体銘柄に投資機会を見出しています。M&Gは、長期的なファンダメンタルズは依然として健全であるとみており、最近の決算発表からもAI関連の設備投資は依然として非常に堅調であることがわかります。

欧州株式にも投資機会があるとみています。多くの欧州企業は、国防費の増額やドイツの5,000億ユーロのインフラ基金の恩恵を受ける立場にあります。

欧州経済は非常に密接に結びついているため、財政支出はドイツのみならず欧州全域の企業、さらには防衛・建設以外のセクター、例えば公益事業や特殊産業にも好影響を与える可能性があります。

欧州市場は年初来好調に推移していますが、多くの分野でバリュエーションは依然として魅力的であると考えています。

貿易戦争に関連したボラティリティが継続する場合、インドは固有の投資機会を見出せる国の一つです。インドの上場企業上位200社の収益の70%以上は国内から創出されています。

## 市場の動くスピードに注意

市場のボラティリティは、企業のファンダメンタルズに重点を置くアクティブ運用会社にとっては、有益な投資機会となり得る一方で、市場の動きが絶え間なく変化しているため、投資家はより複雑な状況に対応せざるを得なくなっています。

毎日、市場データを追いながら画面の前に座っている人にとって明らかな変化の一つは、市場が動くスピードが加速していることでしょう。

関税発表以前でさえ、S&P 500の年初来高値（2月後半から3月前半）からのドロードアウンは、1929年以降で8番目に速いペースでした。

そして4月7日、取引開始前のE-mini株価指数先物がわずか数分間のうちに、時価総額にして約2.5兆米ドル上昇するのを私たちは目の当たりにしました。同じ週には、TOPIX（東証株価指数）が1975年<sup>1</sup>以来5番目に大きな上昇を記録し、5月初旬には2日間にわたる台湾ドルの急騰が続きました。台湾ドルは、1日の値上がり幅としては約40年ぶりの記録的な上昇となりました（これは「19標準偏差の稀な出来事」<sup>2</sup>と呼ばれています）。

市場へのアクセスが容易になり、多くの投資家が市場動向を予測するという不毛な試みをする中で、群衆行動が台頭し、行動パターンはますます一貫性のないものになっています。

1. 出所：ブルームバーグ、M&G、TOPIX（東証株価指数）。過去50年間の10日間価格変動の年率換算標準偏差を用いて算出。

2. 出所：三菱UFJグループ



## いつ市場に入るかではなく、どのくらい市場にいるかが鍵

市場に入るタイミングを狙うよりも、市場に留まり続けることによる複利の効果は、十分に裏付けられています。過去20年間のMSCIオール・カンントリー・ワールド指数（MSCI ACWI）とS&P500種指数の日次リターンの分析は、最もリターンが高かった日をわずか20日逃しただけで、同期間の年率リターンのほぼ3分の2が失われてしまうことを示しています（MSCI ACWI：8.2% vs. 2.8%、S&P500種指数：10.4% vs. 3.5%）<sup>3</sup>。

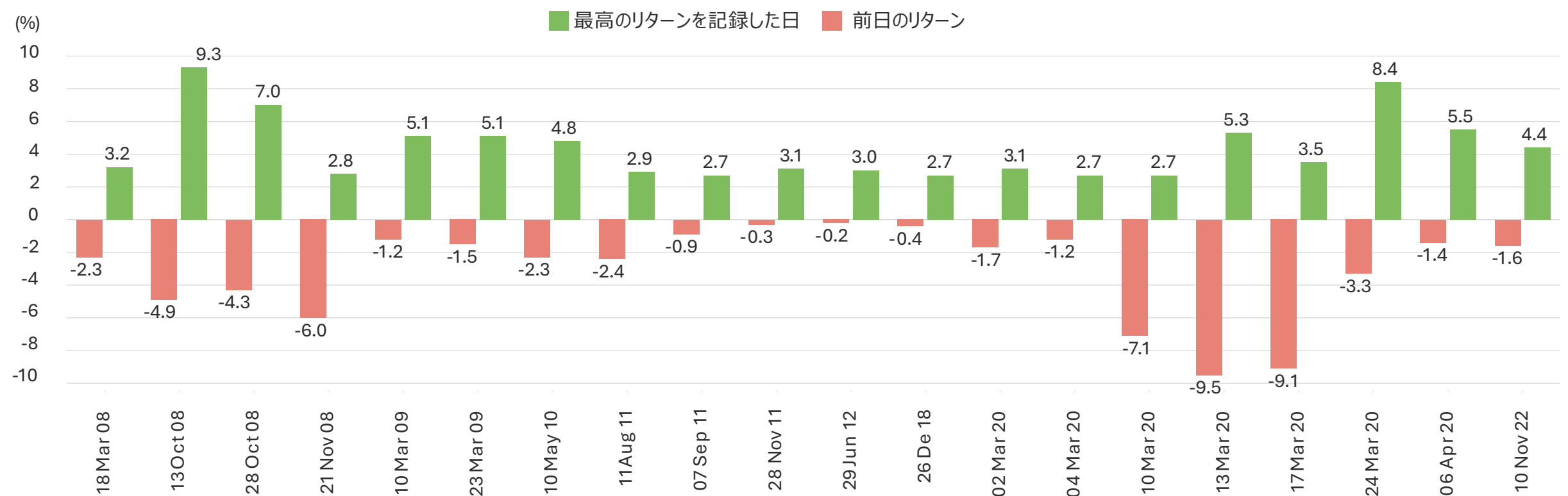
最悪のリターンの日の直後に最高のリターンが来ることが多いことは、重要な点です。したがって、下落日を避けようとすれば、最も好調な上昇日を逃してしまう可能性も高くなります。これは、市場のタイミングを計ることの難しさを物語っています。

## 不確実性を乗り越える

今年後半も、私たちはマクロ経済の減速を示唆する可能性のある指標を注視していきます。中でも注目しているのは、消費者信頼感指数と企業信頼感指数の低下

によって引き起こされ得る世界的な景気後退の兆候です。私たちは、株式市場全体への投資ではなく、個別銘柄への投資に注力することで不確実性を乗り切っていきます。

### 最悪のリターンの日の直後に最高のリターンが来ることは多々ある



出所：LSEG DataStream、M&G、2025年4月。指数：MSCI ACWI、期間：2004年～2024年、米ドル建て日次トータルリターンのスナップショット。

3. 出所：LSEG DataStream, M&G。MSCI ACWIおよびS&P500種指数のデータは、2004年～2024年の米ドル建て年率換算日次トータルリターン。

# CIOの視点： 不確実な時期が アクティブ運用に好機をもたらす

アンドリュー・チョールトン  
債券部門CIO

## 主なポイント

- 米国経済において、唯一確実なのは「不確実性」があるということであり、アクティブ投資家にとっては、短期的な市場の混乱を活用できる機会となるだろう。
- 米国経済が依然として方向性が定まらない状態にある一方で、世界の他の地域は富の恩恵を享受できるかどうかの分かれ目にある。新興国市場の成長は先進国市場を上回ると予想される。
- 一方、クレジット市場では、スプレッドは歴史的にタイトな水準で、世界経済から予見されるリスクに見合ったリターンが見込めない。そのため、信用格付けの向上と忍耐強い姿勢を維持することで、ディフェンシブなポジションを取ることが重要だと考える。



4月2日に発表された第47代米国大統領による広範な関税提案は、市場に大きな衝撃を与えました。しかし、真の衝撃が来るのはこれからかもしれません。債券投資家や連邦準備制度理事会（FRB）にとって、関税ショックの影響は、今後数ヶ月間の経済指標で初めて明らかになるでしょう。

企業が関税の追加コストを消費者に転嫁したり、トランプ大統領の4.9兆米ドル規模の「大きくて美しい」税制法案により財政支出が再び活性化されれば、インフレが再燃するのではないかという懸念が広がっています。

税制法案は景気刺激策として機能するだけでなく、債券投資家にとっては米国の財政赤字の持続可能性について長期的な懸念を抱かせるものです。米国議会両院税制合同委員会によると、この税制案は今後10年間で財政赤字を3.7兆米ドル増加させる可能性があります。2024年末時点で、米国の総債務対GDP比は122%であり、追加減税によってさらに上昇する可能性があります。

このような状況の中、投資家は追加的な財政リスクを補うため、米国債により高い利回りを求めており、ムーディーズが米国の格付けをAaaからAa1に引き下げた2025年5月に、30年国債の利回りは5%を超えました。

しかし、関税が米国の成長を阻害し、消費者心理を悪化させる恐れがあるため、景気後退の可能性も高まっています。こうしたマクロ経済の不確実性が継続する中、米国の金利予想は年間を通じて大きく揺れ動くでしょう。

“唯一確実なのは不確実”という状況において、アクティブ投資は極めて重要であると私たちは考えています。なぜなら、短期的な市場の混乱から利益を得られる可能性があることに加え、絶えず変化する市場環境に合わせて適切なポジションに調整することができるためです。

## 乖離

米国経済の方向性が依然定まらない状態にある一方で、世界の他の地域は富の恩恵を享受できるかどうかの分かれ目にあります。欧州全体では、景気後退の予兆が見えており、欧州中央銀行は金融緩和の方向で進んでいます。しかし、域内では、各国間の相対的な経済パフォーマンスの違いが現れ始めています。

以前は、イタリアやギリシャのような国は、ドイツやフランスといった経済的に「安定した」国に比べ、遅れをとっていましたが、状況は変わりました。欧州周縁国のスプレッドが過去10年間で最低水準、あるいはそれに近い水準で取引されていることから明らかです。

一方、ドイツは防衛費とインフラ投資という形で強力な財政刺激策を発表し、ドイツ国債のイールドカーブは大幅にスティープ化しました。この出来事に対する市場の反応は、相反するニュースが絶えず流れ、市場を混乱させ続けている米国とは著しく対照的でした。ドイツの財政政策の決定的な変更にもかかわらず、市場は急速に比較的安定した状態に戻りました。

同様に、多くの新興国は利下げサイクルをさらに進めており、その大半はインフレとの戦いに勝利しています。現在、実質金利（インフレ調整後）は新興国への魅力的な投資機会を提供していると私たちは見ており、FRBが利下げサイクルを継続すれば、さらなる追い風となる可能性があります。一方、新興国と先進国の経済成長率の差はプラスであり、新興国の成長率は先進国を上回ると予測されています。

## （不） 完全な価格設定

社債市場は「解放の日」以降、弱含みとなり、スプレッドは大幅かつ急速に拡大しました。しかし、貿易戦争の様相が好転したことを受け、スプレッドは以前の水準に戻りました。

現在クレジット市場のスプレッドが極めてタイトであることを鑑みると、市場は米国政権がグローバル経済圏から撤退することをリスクと捉えていないようにも見えます。しかし、私たちは現在のタイトな社債スプレッドの水準は、市場におけるテクニカル要因によるものであると考えています。つまり、債券市場の利回りが長くにわたり、あまり魅力的な水準になかったところから金利のある世界に戻ったことで、投資家の需要が大幅に増加したためであるとみています。

**“私たちは、クレジット・クオリティを高め、忍耐強くディフェンシブなポジションを取ることが重要だと考えています。”**



これは、提供されるキャリー（インカム）が、金利上昇や信用スプレッドの拡大といったネガティブな価格変動要因に対するクッションとして機能するという安心感から生じています。そのため、現在のスプレッド水準は、私たちの見解ではかなり安定した見通しを示唆していますが、依然として大きなリスクが残っており、債券市場はこうしたリスクの影響を非常に受けやすいと考えています。

今後数ヶ月は、政策がどのように進展するかを見極めるための状況を見守る局面になると予想しています。スプレッドが歴史的にタイトな水準にあることから、クレジット・クオリティを高め、忍耐強くディフェンシブなポジションを取ることが重要だと考えています。

ここからの展開がリスクの再評価につながれば、ディフェンシブなポジションを取ること、2つの利益が期待できると考えます。すなわち、スプレッドが拡大しても資本が守られることと、魅力的な投資機会が現れたときに投資するためのドライパウダーを用意できるということです。

しかし、スプレッドが縮小しているにもかかわらず、利回りは依然として魅力的です。スプレッドは歴史的にタイトな水準に近づいているかもしれませんが、「リスクフリー」な国債の利回りは、直近のレンジの上限付近にあ

ります。社債のスプレッドが拡大するのを待つ間、投資家は国債や高格付のABSを通じて比較的魅力的な利回りを得ることができます。私たちは、信用リスクを取りすぎないことの機会損失コストは小さいと考えています。

## アクティブであることが得策

バリュエーションがタイトな状況でも、アクティブ運用会社には、選別的な投資機会を活かす余地が大きく残されています。私たちは、全体的には慎重なアプローチを維持しつつも、市場のばらつきを活かし、魅力的な機会が現れるのを辛抱強く待つことができます。また、国やセクターごとの選別だけでなく、同一企業が発行する異なる社債の中から選択することもできます。

クレジット市場はリスクフリーではありません。投資家は、自分が負うリスクと、それに見合うリターンが得られているかどうかを理解することが重要です。私たちは、成功の鍵となるのは、十分なリターンが得られる場合にはリスクを取るという柔軟なアプローチを維持することだと考えています。

# CIOの視点： 不確実な時期における レジリエンス

エマニュエル・デブランク  
プライベート・マーケット部門CIO

## 主なポイント

- 足もとの事象によってプライベート・アセットの回復基調が軌道逸脱する可能性は低いとみている。長期的な成長ドライバーは依然として健在であり、今後も持続するだろう。
- プライベート・クレジットの見通しは以前よりも明るく、利ざやと需要は改善すると思われる。プライベート・エクイティは、資金調達コストの上昇と投資環境の悪化に苦しむ可能性がある。
- プライベート・アセットは非上場であるため、短期的な市場変動から投資家を守りつつ、長期投資の資産としての魅力を維持するだろう。



## 関税の影響はまだわからない

2025年初頭には、今年のプライベート・アセットは過去1年間で見られた回復基調を継続するとの楽観論が高まっていました。2021年のピーク以降、取引や広範な資金調達活動は低迷していましたが、2024年には回復の兆しが見られました。その勢いは今年に入ってからも続いていましたが、その後トランプ関税の混乱が始まりました。

ニュースの見出しを賑わせる一方で、関税交渉がどのように収束するのかは誰にもわからない、あるいはごくわずかな人しかわからないというのは誰もが認めるところでしょう。世界的な貿易戦争が始まるのか、それとも混沌とした交渉戦術が世界的な関税水準の全面的なリセットにつながるのかは、誰にもわかりません。確実に言えるのは、市場の不確実性と投資家の不安が高まっており、それが市場の信頼感ひいては取引フローに悪影響を及ぼしているということです。

“プライベート・アセットを  
象徴する長期の忍耐強い  
資本の価値が再認識  
されるのは、まさに今の  
ような時です。”

## 長期の忍耐強い資本の価値

トランプ大統領による関税発動の直後、世界の株式市場は10%以上下落しましたが、90日間の停止が発表されると、すぐに反発しました。始まりと終わりを見ると、一体何があったのかと首をかしげるかもしれません。現在、二国間通商交渉が進行中であり、着地点のシナリオは狭まってきています。しかしながら、まさに現在のようにボラティリティの高い時こそ、プライベート・アセットの特徴である長期の忍耐強い資本の価値が改めて浮き彫りになると言えるでしょう。

## プライベート・アセット戦略への影響は様々

こうした混沌とした状況にもかかわらず、最近の動向は特定のプライベート・アセット戦略にとってむしろプラスとなる可能性があります。トランプ政権発足後、クレジット・スプレッドは当初拡大しましたが、その後やや縮小しました。しかし、市場リスクと経済の不確実性に対する認識の高まりは、通常クレジット・スプレッド拡大の前兆となります。そして、ベンチマーク金利に対する割引率の上昇を表すスプレッドの拡大は、ポジティブに受け止められるでしょう。

需要面では、今年後半に経済状況が悪化した場合、伝統的な銀行は資本保全のため、特定の融資分野からさらに撤退する可能性があります。これはプライベート・クレジットにとって朗報であり、伝統的な融資からプライベート・クレジットへの移行がさらに進むと思われます。プライベート・クレジット分野では、取引量と利ざやの両方にポジティブに働くでしょう。

不動産市場では、2025年も現在の回復ストーリーは続くともっており、達成により時間がかかることはあっても、頓挫する可能性は低いでしょう。可能性がないわけではありませんが、経済や企業の経営環境の悪化が、現在の堅調な入居需要を著しく損なう可能性は低いとみています。実際、供給の逼迫と賃料水準の継続的な上昇傾向は、現在の不動産市場の回復が確固たるものであることを示唆しています。

しかし、プライベート・マーケットのユニバース全体が市場の信頼低下の影響を免れるわけではなく、プライベート・エクイティにとっては状況が厳しくなる可能性があります。世界が現状よりも高い関税水準を受け入れれば、インフレを招き、中央銀行が当初の予定通り金利を引き下げることが難しくなる可能性があります。これはプライベート・エクイティの資金調達コストを上昇させることとなります。また、企業の事業環境が悪化すれば、保有期間が長期化し、売却が困難になる可能性があります。

## 堅調な長期見通し

しかし、「解放の日」は、プライベート・アセットの魅力を中長期的な時間軸で見たときに大きく変えることはないでしょう。債券投資家によるオルタナティブ・クレジット戦略への分散投資の需要は引き続き堅調です。伝統的な銀行は特定の融資分野から撤退しており、これは後退するどころか加速しています。そして、各国政府は、切実に必要とされているエネルギー・ソリューションや重要インフラ構築のための投資を投資家に訴え続けるでしょう。

プライベート・アセットの重要な特徴は、公開市場に上場されていないことです。影響を全く受けないというわけではありませんが、短期的なイベントや市場のノイズからの影響を比較的受けにくいと言えます。2025年後半だけでなく、それ以降も投資家はプライベート・アセットの長期的な値上がり益や安定したインカムに魅力を見出し続けるでしょう。プライベート・アセットの成長を牽引する長期的なテーマは依然として存在しています。4月2日、世界経済の不確実性は多少増したかもしれませんが、プライベート・アセットの見通しは依然として堅調です。

本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言または投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、または取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、または特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別戦略または個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。本資料が提供する情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性および信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測および将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知および未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンスまたは事象が、本資料において明示的または黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。当社は英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plcおよびその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc.および英国を本社とするPrudential plcとはいかなる関係もありません。当資料はM&GおよびM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文（英語）に差異がある場合は、原文を優先します。