

---

# CARON'S CORNER

## スクリプト要約

---

グローバル・バランス・リスク・コントロール (GBaR) 運用チーム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。

2023年10月30日

### FRB は忍耐を失いつつあり、市場は追加利上げの可能性を十分に織り込んでいない？

- 今回のポイント：水曜日の FOMC については、利上げは予想されていないが、重要性が低い FOMC というわけではない。
- 最新の経済見通し (SEP) とドットチャートを公表する 12 月の FOMC に向けて、**11月1日の FOMC で地ならしする**と考えるべきだろう。
- 市場は、12 月の FOMC における利上げの確率を約 20% と織り込んでいる。しかし、それは低過ぎであり、おそらく**五分五分**に近いと考えるべきだろう。
- したがって、12 月の利上げ確率を再調整するよう市場に促すという意味で、11 月の FOMC は重要である。その結果、おそらく市場のバリュエーションに影響が及ぶだろう。
- FRB についての市場予想は、これまで 18 カ月以上にわたり間違ってきた。
- 市場は再び読み間違えるのだろうか？ どのような影響があるだろうか？ 詳しく検討していこう。

---

## 12月の25bp利上げの可能性はある

- FRBに関する市場予想のベースケースは、2024年半ばまで据え置きで、その後利下げを開始するというものである。しかし、今回のCaron's Cornerで検討するのは、**市場予想が間違っているリスクケース・シナリオ**である。
- なぜなら、当運用チームがポートフォリオを構築する際のシナリオ分析にとって重要だからである。考えられる結果の分布を見ながら、潜在的リターンのアップサイドの可能性をダウンサイドと比較していく。
- FRBの政策リスクに関する当運用チームの指標に基づくと、追加利上げに関連するリスクについて**懸念するのは妥当**であると考えている。
- なぜならば、FRBは9月のFOMCで忍耐を強調したからである。その目的は、以前の利上げによる効果について、時間をかけて見極めることにある。しかし、最近の指標や経済ファンダメンタルズは一貫して予想を上回っており、FRBの忍耐が試されている。
- 10月を振り返り、主な指標を見ていこう。
  - 9月の**ISM製造業景況指数**は47.6から49.0に上昇している。2022年10月以降、11カ月連続していた縮小トレンドが間もなく終わりそうである。
  - 最新の**雇用動態調査 (JOLTS)** レポートは、労働者に対する需要は強く、労働市場が引き続き強いことを示している。
  - **非農業部門雇用者数 (NFP)** は、17万人の予想に対して33.6万人と、市場予想を大幅に上回ったものの、賃金は沸騰しているとまでは言えない。ゴルディロックスのような数値と考えているが、より強くはなっていない。
  - **小売売上高**は非常に好調で、食品、自動車、建材、ガソリンを除いた重要な小売指標 (Control Group) は、前月比+0.1%の予想に対して同+0.6%だった。
  - **消費者物価指数 (CPI)** は強く、前月比+0.3%の予想に対して同+0.4%、前年同月比では+3.7%となった。以前のCaron's Cornerでも触れたが、CPIは+0.25%を下回る必要がある。さもないと、総合CPIは計算上、年末までに+4%に達してしまう。

- 
- **インフレは過去数カ月間で再加速**しており、パウエルFRB議長が特に重視する「**スーパーコア**」指標（住居費を除くサービス業の価格）は、目標の+2%に対してまだ約+4%である。
  - **第3四半期のGDP**は前期比年率+4.5%の予想に対して同+4.9%で、+7%だった2021年第4四半期以降で最大の伸び率となった。
  - **10月のPMI速報値**は、49.5の予想に対して50に上昇した。
  - では、そのような市場に基づいて、もう一度12月のFOMCでの利上げ確率を見ていこう。20%の利上げ確率は低すぎるだろうか？
  - 懸念されるのは、パウエルFRB議長が11月1日のFOMCで、これまでの利上げによる効果を見極めることについて「**忍耐**」が限界に近づきつつあると表明する可能性である。
  - また、当運用チームは経済に対する逆風は確かに吹いていると考えているが、上記の最もタイムリーな指標の多くからは、経済が大幅に悪化している兆候はこれまでのところ示されていない。

#### 各アセットクラスへの影響：単なる調整か、より深刻な何かの始まりか？

- 前述のとおり、市場データはFRBの期待を上回り続けている。
- その一方で、資産価格は確かに反応を示している。
  - 債券利回りは急上昇し、重要なことにイールドカーブはスティープ化している。おそらく、これはFRBにとって厄介な問題である。
  - 株式市場は、利回り上昇と地政学的リスクの両方に反応し、調整のため下落している。
  - これは、単なる調整なのか、より深刻な下落の始まりなのかという疑問を生じさせている。
- 第3四半期の**名目**GDPは+8.5%と堅調だった。これは、企業のキャッシュフローや利益の支えとなる。当運用チームがよく述べているように、株式は**名目的**な資産クラスであり、そのバリュエーションは**名目**成長によってプラスの影響を受けることを覚えておいてほしい。

- しかし、第3四半期の名目成長率はピークとなる可能性がある。第4四半期の実質GDPは+1~1.5%（名目で+5%程度）と、第3四半期GDPよりも減速すると予想されているが、酷い数字ではない。
- 当運用チームでは、ソフトランディングの見通しはまだ変わっておらず、最近の売りで割安となった株式をポートフォリオに加える好機が到来したと考えている。以上のような状況において、FRBの引き締め政策終了がより確かになり、地政学的リスクも後退すれば、資産価格がどれだけ急上昇する可能性があるかを検討している。これも、考慮すべき「リスク」である。

しかし、FRBはそのすべてに対して大きな発言力をもっている。FRBが忍耐を失いつつあるのか、12月の利上げを示唆するのかについて、今週明らかになるだろう。市場はこの点を織り込んでいないため、慎重になる必要がある。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（以下、原書）を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

**当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・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予想や見解ではありません。**また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。

これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

**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](http://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 5460322, Exp. 10/30/2024