

---

# CARON'S CORNER

## 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12月11日

### FRBの政策金利は「悪い金利」と「良い金利」のどちらになるか？

- 当然ながら、私が話題にしたいのは**実質金利**であり、具体的には**実質中立金利（rスター）**である。
- **悪い政策金利**とは、**高すぎる**、あるいは**低すぎる**金利と言える。リセッションやインフレを引き起こしかねない。**良い政策金利**とは、バランスが取れ、トレンド並みの成長を達成できる金利である。これが**rスター**である。
- 最近、債券利回りは急低下しており、市場は2024年に25bpの利下げが5回実施されることを織り込んでいる。
- なぜこのような状況になったのか？どのような意味があり、ソフトランディングとは矛盾するのだろうか？資産価格にとっては何を意味するだろうか？
- それらの疑問に一つずつ答えていきたい。

#### 1. なぜ金利は低下しているのか？FRBが「より高くより長く」と言い続けているにもかかわらず、なぜ2024年に多くの利下げが織り込まれているのか？

- この問いに答えるには、rスターの概念についてももう一度考えてみる必要がある。
- rスターは、FRBやエコノミストが推定を試みている、**魔法のような数字**である。過度に引き締めではなく、過度に緩和的でもない金利で、完全雇用と物価安定のバランスをとれる（すなわち、潜在成長率を達成しつつインフレ率を目標水準で安定させられる）**中立的政策金利**を意味する。

- 
- 実質政策金利 = 名目政策金利 (5.5%) - インフレ率 (3%) であり、現在は 2.5% になっている。
  - しかし、r スターの市場コンセンサス推定値は約 **1.5%** である。
  - インフレ率は低下しているため、実質政策金利は理想である 1.5% を **100bp 上回る** 2.5% となっている。つまり、FRB が何もせず、5.5% の名目政策金利を維持した場合、**実質的に引き締め政策** になることを意味する。
  - したがって、金融政策の原則からすると、FRB は他のすべてを同じ状態に維持するには、インフレ率の低下に合わせて政策金利を**機械的に引き下げ**る必要がある。たとえ経済的なストレスやリセッションが発生しなくてもである。
  - インフレ率を低く安定させられるほどに実質政策金利が**高水準**である限り、たとえ **FRB が政策金利を引き下げた**としても、まだ「より高くより長く」が当てはまるのだ。**ポイントは、政策金利を相対的に考えることである。**
  - **以上が、政策金利の低下が「より高くより長く」と矛盾しない理由の説明である。**

## 2. 政策金利の低下はソフトランディングと矛盾するか？

- 前述の点から、**端的に言うと答えはノー**である。
- 多くの人々は、利下げを経済の軟化やリセッションと関連づける。
- 過去を見るとそれは正しい。しかし、今回は、パンデミックおよび供給や景気刺激策に関連するゆがみが市場で見られたことから、**正しくない可能性がある。**
- 前述のとおり、**政策金利は低下する可能性があるが、インフレ率が政策金利よりも大きく低下しているため、同じ程度の「引き締め」を達成し続けられる。**言い換えると、r スターに基づけば、100bp の利下げは**中立**にするだけであり、FRB が実際に「緩和」するには **100bp 超の利下げ**が必要になる。

---

### 3. 資産価格にとっては何を意味するか？

- 端的に言うと、資産価格にとってはプラスである。
- **なぜか？** 経済が減速する状況（あるいはソフトランディング・シナリオ）においては、金融資産が生み出すキャッシュフロー（つまり株式の収益や債券のクーポン）を評価する際の**割引率が低下**し、現在価値が上昇するためである。そのため、債券と株式は上昇することになる。それが11月以降に私たちが目にした現象である。
- しかし、市場はこの点をすでに織り込んでいる。つまり、市場が2024年のバリュエーションを2023年に「先取り」したということである。
- それは、現在のキャッシュフロー割引率の低下によるバリュエーション上昇の後に、市場がさらに上昇するためには、**プラスのカタリスト**が必要なことにも意味する。予想を上回る経済成長や企業利益などが不可欠になるが、これらがFRBが高すぎる金利を維持したり、利下げを躊躇することがない水準に収まることも必要だ。
- 同様に、**物事が上手くいかない可能性もある**。インフレが十分に低下しない、または目標を外れて上昇する兆候を示しているとFRBが考えた場合、市場が織り込んでいるよりも高い金利を維持する、あるいはまったく利下げしない可能性がある。**その場合、再評価によって市場は下落するだろう。**

#### 12月FOMCでの注目点は？

- 以上を念頭に、次の点に特に注目している。
  - FRBが実質中立金利（rスター）をどの程度と考えているかの手ごかり
  - 「より高く、より長く」は利下げしないことを意味するかどうか
  - 経済見通し（SEP）でインフレをどのように予測しているか。SEPからはFRBがどれだけ「引き締め」を維持しようとしているかを判断できる
  - インフレ率が目標水準に低下し、安定することをFRBがどれだけ確信しているか

複雑な状況だが、非常に単純とも言える。「悪い政策金利と良い政策金利」の比喻に戻ると、FRBは2024年、良い政策金利よりも悪い政策金利になる可能性の方が高いかもしれない。そうなれば、リスクと機会が発生するだろう。当運用チームでは、FRBがより明確な姿勢を見せることを望んでいる。

---

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. 12/11/2024