
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。

2024年1月29日

欲望という名の利下げ (A Rate Cut Named Desire)

- 今週のFOMCの目的は、以下の2点になるだろう。
 - 1) 利上げサイクル終了をシグナルする。
 - 2) 利下げ開始の可能性や、開始時期の基準について議論する。
- 今回のCaron's Cornerのタイトルは、テネシー・ウィリアムズによる有名な戯曲『欲望という名の電車』からとった。同戯曲は、**空想が現実を克服できないこと**について、社会情勢を含めて描いた作品として知られている。
- 今週のFOMCで行われる議論も、同じような結末を迎えるように思えてならない。FRBは利下げしたいという強い**欲望**を持っている。しかし、それは単なる**空想**ではないのか？ 経済的な現実合っているのだろうか？
- 以前のCaron's Cornerで議論したように、現在の**実質政策金利は2.5%**である。それは5.5%の名目政策金利から3%のインフレ率を引くことによって算出される。当運用チームの推定では、2.5%の実質政策金利は高すぎる水準にあり、現実的に考えると、FRBは**1.5%の実質政策金利を目標とする**だろう。つまり、中立金利を維持するだけでも、今年は約100bpの利下げが必要になることを意味する。
- FRBにとって、3月に利下げを開始できたら順調といえるだろう。それはFRBの欲望を満たすことになる。しかし、現実のデータが邪魔になる可能性がある。したがって、今週のFOMCでは、FRBが欲望を満たすために3月の利下げをどのように合理的に説明し、市場に伝えるかを注視する必要がある。

-
- 詳しく検討していこう。

空想 (Fantasy) 対 現実 (Reality)

- 過去 1 年間でインフレが大きく鈍化したことは確かである。
- FRB が重視するインフレ指標のコア個人消費支出 (PCE) については、まだ前月比で上昇しているが、**ペースは鈍化している**。そのため、直近 (12 月) のコア PCE は前年比+3%を下回り、同+2.9%まで低下してきた。1 年前のピーク時は 5.6%だったことを考えると、これは良いニュースである。
- さらに良いニュースとしては、FRB にとっての重要指標である**コア PCE の 6 カ月年率換算レート**が、ここ 2 カ月連続で **2%の目標水準を下回り、1.9%まで低下**していることが挙げられる。これは、インフレ率低下がある程度持続し、インフレが安定していく初期の兆しである。ここまでは順調といえる。
- **しかし、話はまだ終わらない**。FRB が重視する別の指標、いわゆる**スーパーコア** (住宅を除くコアサービス) は**まだ高く、インフレの低下にはほとんど寄与していない**。スーパーコアはコア CPI の約半分のウェイトを占めている。これは悪いニュースと言えるだろう。
- FRB が繰り返し指摘してきたとおり、FRB は**賃金インフレの鈍化が主な要因となってインフレ率が低下することを望んでいる**。
- なぜなら、FRB は**賃金の上昇によるインフレ・スパイラルの兆候を残したくない**からである。それが定着した場合、**インフレは制御できなくなる**。そうした状況は、FRB がどんな犠牲を払っても回避したいことである。
- 今回、**各種のニュースはあまり良い材料にはならない**。賃金圧力は低下しているが、おそらく FRB が満足するのに十分ではない。それが、FRB が 3 月という早い時期に利下げすることに否定的な主張の根拠となっている。労働力の供給がまだ低水準なことから、労働市場はまだ逼迫しており、そのような状況がすぐに大きく変わることはないだろう。そのため、FOMC と同じ 1 月 31 日に発表される雇用コスト指数はまさに注目である。また金曜日に発表される雇用者数も注目に値する。
- **供給圧力は緩和している。インフレ鈍化の大部分は、供給圧力が緩和している商品セクターのものである**。ただし、過去 6 カ月間の小売売上高と消費に関する強いデータが証明するとおり、**需要はまだ強く、サービスセクターのインフレは持**

続している。なお、紅海で起きている問題を背景に、供給に将来問題が生じる可能性があるが、現段階ではインフレに対する影響は限定的である。

現実を直視すべきタイミング

- 今週のFOMCのコミュニケーションにおいて、3月の利下げの可能性が優勢になるとすれば、これはFRBが利下げすることを強く望んでいるためである。しかし、FRBが利下げを望んでいても、それは決定事項ではなく、そのように示唆されるだろう。
- **現実の状況が事態をより複雑にしている。**さまざまな証拠を考慮すると、FRBはまだ時間をかけて、より慎重に、**インフレが安定している**ことを確信するのに十分な証拠を集めるべきだろう。
- とはいえ、今年6回の利下げ予想はアグレッシブすぎる可能性がある。少なくとも言えることとしては、FRBはより抑制されたペースで利下げするだろう。**例えば今年6回ではなく、3回か4回になる可能性の方が高い。**
- そうなった場合、**債券利回りは低すぎる**可能性がある。年初に述べたとおり、債券のバリュエーションは株式よりも割高だと私は考えている。
- ただし、**経済がリセッションに陥る可能性は低下**しており、**デフォルトリスクは低いままの可能性**がある。そのため、ハイイールド・クレジット、バンクローン、新興国ハードカレンシー、一部のABSが魅力的である。クレジットは、割安ではないが、デューレーション・リスクよりも選好される可能性がある。
- 経済状況は冷え込みつつあるものの、崩壊はしていないため、株式は恩恵を受けているようである。また、株式は穏やかなインフレリスクについて債券よりも上手く対処することができる。当運用チームは株式について、ニュートラルからややオーバーウェイトを維持する。

FRBに関する論点ははっきりしている。一部の指標は3月の利下げの根拠となるインフレ状況の改善を示しているが、他の指標はそうではない。1月のFOMCで、秤がどちらに傾いているかが示されるだろう。FRBは、失業率が跳ね上がらないように、過度な引き締めが長引かないようにしたいと考えている。失業率の上昇は、大統領選挙の年には望ましくない。FRBが市場とどのように対話するかを注視し、そこからヒントを入手したい。

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

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