

---

# 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7月30日

- 足元では、市場参加者は現状をどう判断すべきか迷っており、資産価格のボラティリティが急上昇している。
- 当運用チームでは、市場のノイズを一掃してシグナルを見つけ出すには、状況を詳しく分析するためのフレームワークを開発することが有効と考えている。
- 今回は当運用チームの **FEAR フレームワーク**を紹介したい。
  - **(F)** FRB : FRB の政策、特に FRB がいつ、どれだけ緩和するかは、資産価格にとって鍵となる要素である。
  - **(E)** 雇用 (Employment) : 労働市場の状況も重要な役割を果たす。労働市場が十分に軟化し、賃金インフレが抑えられ、その結果として価格インフレが抑制される必要がある。ただし、需要を破壊するほど労働市場が軟化してはならない。この二つのバランスをとるのは難しい。
  - **(A)** 資産価格 (Asset Prices) : 株式も他の資産も、多くの要因から影響を受けるが、当運用チームはファンダメンタルズが最も大きな影響を及ぼすと引き続き考えている。FRB の政策と (労働市場の状況から生じる) 経済的需要がおそらく最も重要である。
  - **(R)** 金利 (Rates) : 結局は、貨幣の価格、つまり金利に行き着く。金利に基づいて、資産価格を評価するための基本的要素であるキャッシュフローの現在価値を算出できる。
- それらはすべて結びついている。当運用チームは今後、FEAR フレームワークについて何度も取り上げていくことになるだろう。
- 詳しく検討していこう。

---

## FRB

- FRB の二つの使命は、物価の安定（インフレ）と雇用の最大化（完全雇用）である。現時点で、まだ目標の水準ではないもののインフレ率は低下しており、FRB は利下げへの自信を見せ始めている。
- **利下げについて FRB が十分な自信をもつために必要なのは何か？** インフレが目標水準またはその近辺で安定することだろう。
- 現段階では、FRB がインフレの安定に**十分な自信をもつ**には、賃金インフレが低下するシグナルとなる**労働市場のさらなる軟化**が必要である。
- このような背景から、当運用チームは、現時点での FRB の主な関心はインフレよりも雇用に向かうと考えている。
- そうした状況を考慮すると、先物市場の織り込みとは異なり、FRB が 7 月や 9 月に利下げする可能性はどちらとも言い難い（おそらく 9 月利下げの可能性は五分五分だろう）。
- これは、7 月 31 日の FOMC において当運用チームが注目している点である。

## 雇用

- 雇用は**議論が分かれる分野**だろう。控えめに言っても「見通しづらい」状況のため、「自信」をもつのは困難である。
- 月次の雇用統計（NFP）のデータを見ると、当初のヘッドライン指標では毎月の雇用者数の伸びは強かったが、その後、下方修正されることがしばしばあった。
  - これは、調査データの算出方法に関する統計上のねじれが原因となっている可能性があり、奥深いトピックと言える。まさに見通しづらい状況である。
- FRB の推定によると、**失業率は上昇**しており、年末までに 4.3% に上昇する可能性がある。これは家計調査から算出されており、家計調査では今年の雇用者数の成長率がほぼゼロであることが示されている。

- 
- 雇用動態調査（JOLTS）のデータと毎週の失業保険申請件数も労働市場の軟化を示しており、不透明性が高まっている。
  - 移民に関する推定を加えると、状況はさらに不明瞭になる。
  - **結論**：FRB が利下げに自信をもつための主要なデータポイントは、あまり明瞭ではない。当運用チームでは労働市場に関する指標を引き続き注視していく。

## 資産価格

- 株価は7月に激しく変動した。それまでは一部の銘柄だけが上昇していたが、ようやくその調整が訪れたのだろう。
- ただし、**第2四半期のGDPデータ**は、予想されていた年率換算+2%に対して同+2.8%となり、**第2四半期の企業業績が予想よりも強くなる可能性を示している**。
- 第2四半期の実質GDPを押し上げた要因としては、インフレ率の低下に加えて、在庫の積上げ、設備投資、個人消費支出が挙げられる。**特に設備投資の要因が大きく、予想上振れの80%以上を説明できる**。
- 今後の注目点は、これがどれだけ繰り返されるか、または第2四半期に大きく上昇した株価を相殺する戻りが第3四半期に発生するかである。
- とはいえ、好調な銘柄の範囲がようやく広がってきており、小型株が大型株をアウトパフォームした。これは市場が予想していなかった動きである。
- **しかし、小型株の大型株に対するアウトパフォームは続くだろうか？** それが続くには業績の広範な改善や景気循環的回復が必要であり、当運用チームは懐疑的である。おそらく単なる調整局面だろう。
- ただし、当運用チームはそれが弱気相場の始まりとは考えておらず、株式についてはリスクオンにも備えながらニュートラルを維持する。

## 金利

- **金利の状況は複雑である**。市場はすでに、FRBによる利下げが期待外れとなることを織り込んでいる。したがって、問題は、債券利回りが現在の水準からどれだけ低下し得るかである。

- 
- 市場コンセンサスは、FRBによる利下げが2024年に2回、2025年に4回（四半期に1回）実施され、2025年末までに合計で150bpの利下げがあると織り込んでいる。
  - その結果、FF金利は4%になる。次の疑問は、その時点でイールドカーブの形状がどのようになるかである。
  - FRBによる利下げが行われると、基本的にイールドカーブはスティープ化する。例えばイールドカーブ（2-10年）のスプレッドが+50bp（平均水準）になると仮定しよう。
  - この場合、2年債利回りは4%付近になり、10年債利回りは2025年末までに4.50%付近になる可能性がある。10年債利回りは現在よりも高い水準である。
- 以上から、二つの結論が導き出される。
    - **第1**に、FRBが150bp利下げしたとしても、ソフトランディングの場合、ロングデュレーションの保有では大きく利益を得られない可能性がある。
    - **第2**に、長期ディスカウントファクター（例えば10年債利回り）は、低下するにしても、大きく低下しない可能性がある。また、上昇する可能性さえある。その結果、利下げは株価を支える役にはほとんど立たないかもしれない。

今年の素晴らしい市場パフォーマンスの裏には、すべてが急速にうまくいかなくなるという市場参加者の恐れ（fear）が潜んでいる。だからこそ当運用チームは、現在の市場における予想外の出来事、微妙な違い、不確実性について検討するFEARフレームワークを作った。結局のところ、ファンダメンタルズが最も重要であると当運用チームは引き続き考えている。事態の進展とともに、ノイズやボラティリティが生まれ、それが機会を生み出す。当運用チームは、これからの市場サイクルにおいてFEARフレームワークを広範囲に活用していく。

---

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. 07/31/2025