

---

# 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8月13日

### FEAR フレームワークで読み解く市場の現状

- 数週間前、当運用チームは「**FEAR フレームワーク**」を紹介した。**F**RB（連邦準備制度理事会）、**E**mployment（雇用）、**A**ssets（資産）、**R**ates（金利）の相互作用について適切に理解・分析するためのフレームワークである。
- 当運用チームは6月下旬以降、さまざまな注目点を挙げてきたが、FEAR フレームワークを使えばそれらを結びつけることが容易になる。現在、雇用情勢がFRBの主な懸念であり、市場に影響を及ぼすリスク要因にもなっている。
- 先週はFEARの要因が市場を動かした。まさにFEARフレームワークが役立つタイミングだった。
- 市場や資産価格は大きく動いたが、**当運用チームは、経済ファンダメンタルズに関するリスクが大幅な価格変動を引き起こしたとは考えていない。**
- では、恐れるものなどないのだろうか？ そうではない。
- 詳しく検討していこう。

**「過去を遠くまで振り返ることができれば、未来もそれだけ遠くまで見通せるだろう」** –  
ウィンストン・チャーチル

- 先週の市場の動きは、まさに歴史的な大きさだった。

- 
- VIX 指数は日中に一時 65 に達したが、これは世界金融危機時の水準に匹敵する。
  - 日本株における 1 日の標準偏差の動きは、バブルが破裂し、30 年以上に及ぶデフレが始まった 1980 年代以降初めての水準だった。
  - 歴史に照らして見ると、先週の価格変動やボラティリティをもたらした要因は、世界金融危機や日本のバブルに匹敵する規模ではないだろう。
  - おそらく、価格変動の主な原因は、**経済ファンダメンタルズではなく市場のポジショニング**だろう。それが当運用チームの結論である。
  - 市場が恐れているのは、労働市場が急速に悪化することだろう。そうなれば、個人消費が減少し、企業業績に影響を及ぼし、レイオフのきっかけとなり、労働市場のさらなる悪化につながる可能性がある。**悪循環に繋がるかもしれない。**
  - 通常はそのように進行していくのが、景気サイクルの典型的な終わり方である。多くの人々は、元 FRB エコノミストのクローディア・サーム氏が提唱した「**サーム・ルール**」を引き合いに出している。失業率の 3 カ月移動平均が過去 12 カ月間の最低値を 0.5% 上回るとリセッションに陥るという経験則である。**しかし、これに同意しない人がいる。クローディア・サーム氏自身だ。**同氏のウェブサイトには、以下の内容が投稿されている。
    - サーム・ルールが発動しているとしても、リセッションは差し迫っていない。
    - パンデミックや移民によって生じた労働力供給の異常な変化のため、サーム・ルールはおそらく労働市場の弱さを誇張している。
    - 今後数カ月で労働市場がかなり弱まる、またはリセッション入りするリスクが高まっており、それが FRB による利下げ開始の可能性を高めている。
  - **重要な点は、これは通常のサイクルではないということである。**今回、歴史的な関係性の多くが予想とは異なる動きとなった。

#### 「地獄の真ただ中にいるなら、そのまま突き進め」 – ウィンストン・チャーチル

- ウィンストン・チャーチルの言葉は、先週の市況について考える上で有益だろう。**このまま突き進むべき理由がいくつかある。**

- 
- 経済ファンダメンタルズは沈静化あるいは正常化しているが、崩壊はしていない。また、市場がどのような速度で動いているかは、動きの大きさよりも重要である。
  - そのため、市場の動きの主な原因は、ファンダメンタルズよりもポジショニング（一部銘柄への集中、マグニフィセントセブン）と言えるだろう。
  - **債券は FOMC や雇用指標の発表後に動いているように見える。**米国債利回りはすでに、150bp（あるいは 200bp）の通常の利下げサイクルを織り込んでいるようである。
  - **流動性や市場の逼迫、担保関連の大きなリスクはない。**つまり、市場はボラティリティ・ショックの割には、よく機能している。したがって、FRB は次の FOMC 前に利下げする必要はない。
  - クレジットスプレッドはワイドになる可能性があるが、**クレジット市場が行き詰まることはないだろう。**これは通常のリプライシングに見える。
  - 株式について、重要な疑問は以下の 2 つである。
    1. これはさらなる弱気相場の始まりか？
    2. これは調整あるいは正常化か？
  - 当運用チームは 2 番目のシナリオである調整／正常化と考える。
    - 考えられる別の要因として、人気を集めていたトレードの巻き戻しがある。投資家は年初来の利益を確定させるためにマグニフィセントセブンなどの大型テクノロジー株を売り、円に対して米ドルを売り（円キャリートレードの巻き戻し）、日本株を売却している（日本はあまり流動的な市場ではないが、高ベータで人気の市場であり、その多くが巻き戻された可能性がある）。
    - 日本銀行が今年後半にさらなる利上げを実施する可能性について恐れられていたが、内田副総裁が利上げしない可能性についてコメントした。これは市場を安定させる政策的な支援となる。
    - **ボラティリティ・ショックや巻き戻しの二次的影響が金融機関に害を及ぼしている証拠は、現時点で存在しない。この点は非常に重要である。**
  - あらゆる経済ファンダメンタルズが悪い方向に転じたと判断するのは時期尚早だろう。

- 
- **ソフトランディングとなる限り、急落は価格のリセットであり、買いの機会である。ただし、慎重かつ忍耐強くなる必要がある。**

明らかに状況は変化し続けているため、8月24日にジャクソンホール会議が終了し、労働市場に関する次回のデータが発表されるまで、値動きの荒い状態が続く可能性がある。前述のとおり、労働市場は沈静化しているが、崩壊はしていない。当運用チームは、投資機会を見つけるために、ボラティリティを注視していく。

---

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