
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10月28日

戦術的なリスク削減

- FRB が 9 月に 50bp 利下げを決断したのは時期尚早だったろうか？ FRB はスタンスを調整し、11 月 7 日の FOMC では利下げをスキップすべきか？ それに伴うリスクは何だろうか？
- 最近の主なイベントとしては、以下などが挙げられる。
 - 国内総所得（GDI）の上方修正
 - それが推定貯蓄率を上昇させ、以前の予想よりも消費者のファンダメンタルズは堅調と言える
 - 予想を上回る CPI 上昇と小売売上高
 - 株式市場の上昇とクレジットスプレッドの縮小
- 以上のような状況を受けて、FRB 高官による最近のコメントの多くは、9 月の FOMC で利下げを支持した時よりも**利下げペースについて断定的なトーンではなくなっている。**
- FRB は 11 月の FOMC で利下げをスキップすべきだろうか？ それに伴うリスクは何だろうか？ このような疑問に答える必要がある。
- 詳しく検討していこう。

政策反応関数の測定

- 常々言っているように、**測定できないものは管理できない。**そのため、FRB の政策反応関数の測定方法が作り出され、金融環境指数（FCI）と名付けられた。

-
- この指数は、主に 5 つの重要な変数で構成されている。短期金利、中期金利、BBB 格クレジットのスプレッド、米ドルの貿易加重価値、株価である。
 - 概念としては、金利が下がると、借り入れコストは低下し、米ドルが下落するため輸出主導の成長に拍車がかかる。また、株価上昇は企業のヘルシーさを反映し、アニマルスピリットを刺激する。これらはすべて金融環境の緩和を示している。
 - 言い換えると、**金融環境指数によって FRB の政策緩和が实体经济に及ぼす影響を測定**することが可能であり、そのため FRB の政策反応関数を評価する方法となる。
 - 当運用チームは、株式市場の上昇によって FRB の緩和が妨げられるのではないかとこの質問を受けることが多い。**この問いは間違っている**。なぜなら、FRB の政策反応関数は株式市場のみに依存しておらず、株式市場は FRB のマニデートでもないからだ。
 - 必要なのは、観察可能かつ測定可能な複数の市場変数を組み合わせて検討し、それらが政策をどのように変える可能性があるかを予想することである。
 - 以上の理解を前提として、説明を進めていきたい。

FRB にとってのリスクは何か？

- 簡単に言うと、**FRB の 2 つのマニデート**である物価の安定（インフレ）と完全雇用がリスクにさらされる。
- **まずインフレについて取り上げたい**。インフレ率が目標に向けて低下していることが認識され、目標水準付近で安定すると予想される場合、金融資産価格が上昇していたとしても、さらなる利下げの妨げにはならない。
- FRB の 2 つ目のマニデート、**雇用**においては、最近の非農業部門雇用者数（NFP）が予想を上回っていることは事実だが、雇用意欲、求人数、新規失業保険申請件数など、他の労働市場関連の指標が軟化していることも確かである。
- 当運用チームは、コロナ禍以降の **NFP からは十分な情報が得られなくなっている**ことを指摘してきた。NFP はこれまで度々下方修正されてきたからである。
- では、**FRB にとってのリスクは何か**？すでに低下しているインフレ率をさらに少し低下させるために FRB が 11 月の利下げをスキップした場合、**失業率が急上昇するリスク**がある。失業率が急上昇すれば経済に悪影響を及ぼす可能性があり、ハードランディングのリスクが生じる。
- FRB にとって簡単な選択ではない。しかし、資産価格の上昇にもかかわらず、**FRB**

が 11 月と 12 月にも利下げすることには妥当性があると言えるだろう。

- このように FRB の政策反応関数を理解し、FRB にとってのリスクが何かを把握する必要がある。インフレ率が低下せずに上昇すると判明した場合、利下げの予想はすべて白紙に戻る。それもまた真である。

このことは資産価格にとって何を意味するだろうか？

- 経済環境が広く好調であっても、**FRB の方針は利下げに向かっている。この状況は株式にとって追い風である。**確かにこれはすでに市場に織り込まれているが、金利が低下すると通常よりも高いバリュエーション（PER）が維持される可能性がある。それが適切なペースの EPS 成長と組み合わせると、株価は下支えされる。
- **債券はもう少し複雑である。**債券市場では FRB の政策について、ターミナルレートが名目で 3% 付近になると予想していた。しかし、最近の指標を考慮し、予想ターミナルレートはそれより高くなっている。おそらく、米国 10 年債利回りは 4~4.25% 付近で安定するだろう。
- **クレジットスプレッドも非常にタイト**であり、それは債券のキャリーが低下していることを意味している。多くの投資家が株式は割高になっていると考えているが、株式を一部売却して債券を購入しようとしても、債券はさらに割高なため、投資家にとっては困難な状況である。
- **残るのはキャッシュである。**今年、多くの投資家がキャッシュを減らしているが、選挙関連の不確実性を考えると、選挙後の情勢が明らかになるまで**一時的に待機する場所**としてキャッシュは有効かもしれない。
- 以上の状況や現在の資産バリュエーションを考えると、当面は**戦術的にポートフォリオのリスクを落とすことが合理的になる可能性がある。**

リスクを落とすことは必ずしもネガティブな見方を意味しない。あくまで戦術的なリスク管理であり、現在の市場バリュエーションや、ダウンサイドとアップサイドの可能性を考慮し、市場ボラティリティに備えたドライパウダー（待機資金）を確保するための行動である。しかし、不確実性が低下すれば、市場に再参入する準備を整える必要がある。今後数週間は興味深い期間になるだろう。

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

CRC 5460322, Exp. 10/31/2025