

---

# 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11月26日

### インフレ鈍化と強い労働市場は両立できるのか？

- FRB は夢の実現に向けて取り組んでいる。その夢とは、低く安定したインフレ率を達成する一方で、先制的な利下げにより強い労働市場を維持することである。
- 一般的には、**労働市場が強ければ賃金が上昇し**、それが消費や物価を押し上げ、最終的にインフレが高進することになる。
- 向こう数週間に発表される労働市場に関する指標や今後のインフレデータなどを参考にしながら、FRB はその夢が実現しつつあるかを判断することになる。この点については、12月中旬のFOMC と経済見通し（SEP）で詳細が発表されるだろう。
- 市場は12月のFOMC での利下げ継続を疑問視するようになっている。
- 今後のデータポイントや、12月のFOMC におけるFRB の決定とSEP 予想が、**2025年にかけての情勢を左右することになるだろう。**
- FRB の政策に関する市場のプライシングと期待は、どのような影響を市場に及ぼすだろうか？
- 詳しく検討していこう。

### なぜ急ぐのか？

- 
- パウエル FRB 議長は数週間前、FRB は利下げを「急いでいない」と述べた。これを受けて、市場は FRB が 12 月の利下げをスキップする可能性があるとして解釈したが、**当運用チームはその解釈は間違っていると考えている。**
  - CPI の鈍化ペースが遅くなっている点を考慮すると、パウエル FRB 議長のこの発言が非常に重要であることについては、当運用チームも当然認識している。前月比+0.2%以上というヘッドライン CPI やコア CPI は高すぎる。市場が FRB の利下げ継続について自信を持つには、**前月比+0.1%まで鈍化する必要がある。**
  - とはいえ、利下げを急いでいないというパウエル FRB 議長のコメントについて、11 月の FOMC 後に行われた記者会見における発言から何かは変化したとは当運用チームは考えていない。FRB の政策に予め定められた道筋はないことを伝え、データ次第だという点を強調しているだけだろう。
  - ただ、次回のインフレデータが前月比+0.3%になれば、12 月の利下げはかなり難しくなるだろう。

#### 急いでいないなら、そもそもなぜ利下げするのか？

- FRB が利下げする主な理由は、穏やかな景気減速やソフトランディングが発生した場合に**失業率が急上昇するかもしれないという恐れ**だろう。
- この点について、r スター（中立政策金利）に基づいて議論することはできる。現在の政策金利は制約的な領域にあり、FRB は**政策金利を緩和するのではなくニュートラルな水準に引き下げようとしている**。しかし、これでは FRB の利下げの動機を説明できないだろう。
- 前述のとおり、利下げの動機は**労働市場の急速な悪化についての懸念**だろう。これは反射性（reflexivity）と呼ばれることもある。
- それが発生した場合、その時点の政策金利が制約的であれば、さらに状況が悪化するだろう。FRB はこのリスクに正面から取り組み、できるだけ早くニュートラルな金利水準にすることが好ましいと考えている可能性がある。言い換えると、**現在の利下げは FRB にとってリスク管理の実践である。**
- つまり、FRB は政策金利を 4%（あるいは 3.75%）まで引き下げることを目標にしている可能性が高い。インフレ鈍化が（おそらく一時的に）止まっているように見えても、FRB はその水準への利下げを目指すだろう。なぜなら、FRB が利下げを今実施せず、やがてインフレ指標が悪化していった場合、利下げでき

---

なくなる可能性があるからだ。したがって、利下げできる状況のうちに利下げするのである。

このことは、当運用チームのポートフォリオ・ポジショニングにとって何を意味するだろうか？

- FRB が利下げから利上げへと政策変更しない限り、米国 10 年債利回りが 4.50%/4.60%を超えて上昇するのは当面難しいと考えている。
- **他の条件がすべて同じなら、米国 10 年債利回りは 3.90~4.60%の範囲で推移する可能性が高い。**
- 現在、利回りはその範囲の上限に近づいているため、当運用チームは利回り上昇は買いの好機と考えている。**また、この状況は、債券保有が株式に対する良好なヘッジになり得ることを意味する。**
- **株式**は、安定的または低い債券利回り環境に支えられて、バリュエーションの高い状態が続くだろう。
- 投資適格債とハイイールド債のクレジットスプレッドはまだ極めてタイトだが、**バンクローンはより妥当な価格になっていると判断している。**
- 当運用チームは、以上に基づいてポートフォリオを再配分していく。**株式へのエクスポージャーを増やし、ヘッジのためにデュレーションを追加し、レバレッジドローンを追加する。**

この 12 月は、例年の年末の動きと比べても特別重要な意味を持つ。FRB の政策がどのように市場を動かすかを見る機会となるだろう。ただし、このような状況はいつまでも続かない。なぜなら、2025 年第 1 四半期には財政政策の不確実性が高まり始めるからだ。現在の状況が紛らわしいと考えるなら、しばらく待つことも一案だろう。

---

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](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. 11/26/2025