
CARON'S CORNER

スクリプト要約

グローバル・バランス・リスク・コントロール (GBaR) 運用チーム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。

2023年6月12日

リスクバランスは金融政策の引き締めよりも緩和に傾く

- 今週開かれる FOMC は注目の的となっている。同会合では、経済見通し (SEP)、そして特に話題を集めるドットチャートが発表される予定である。主なポイントは以下のとおりである。
 - ドットは上方修正される可能性がある。これは、6月に利上げを休止する可能性があるものの、FRB 当局者が追加利上げの可能性をまだ大きく残しており、指標次第では再び利上げを決断することを示唆している。
 - SEP では、インフレ、特にコア・インフレが根強いことから、FRB のインフレ予想が情報修正される可能性がある。ただし、FRB は 2% の長期インフレ見通しを維持するだろう。
 - また、SEP は労働市場のより強気な予想を反映し、FRB は 4.6% の失業率予想を見直して 0.2~0.3% 程度引き下げる可能性がある。
- 米国については以上で十分だろう。中央銀行の政策に何が起きているかについて、米国だけではなく、グローバルな視点から理解することも重要である。
- 世界各国の中央銀行は、インフレを目標まで低下させ、その水準を維持する政策を採用することに消極的である理由を正当化するために、「**リスクのバランス**」政策（成長とインフレ・リスクをバランスさせる政策）に移行する可能性がある。
- その意味することは、相対的にではあるが、金融政策を引き締めるのではなく、緩和する政策であり、それがリスク資産に有利に働くということである。このような広い視点で眺めることは、投資判断に役立つ可能性がある。
- 詳しく検討していこう。

世界は丸く、平坦ではない

- 中央銀行の政策に関する動きは、今週ではなく、先週の「タカ派的サプライズ」から始まっている。
 - 6月7日、**カナダ中央銀行 (BoC)** は、据え置くと予想されていたにもかかわらず、政策金利を 25bps 引き上げて 4.75%とし、市場を驚かせた。
 - なぜか？インフレは安心するには高過ぎる水準にあり、現行の政策は 2%のインフレ目標と整合していないと BoC は考えたからである。
 - 6月6日、**オーストラリア準備銀行 (RBA)** も、据え置くだらうという市場予想に反して政策金利を 25bps 引き上げて 4.1%とした。
 - なぜか？やはり、インフレがまだ高過ぎるからである。RBA は、インフレは高止まりしており、2~3%の目標レンジに収まるにはある程度時間がかかるかと述べている。
- FOMC (6月14日) 以外の今週の予定：
 - **ECB** は6月15日(木曜)に会合を開く。25bpsの追加利上げが広く予想されている。
 - **日本銀行**は6月16日(金曜)に会合を開く。政策金利は据え置くかもしれないが、イールドカーブ・コントロールの許容変動幅を拡大する可能性がある。それは事実上利上げの動きだが、コンセンサスの予想とはなっていない。
- 共通するテーマは、2%のインフレ目標の達成は難しく、中央銀行は利上げをするというものである。ただし、ペースはゆっくりとなる。これが、「相対的」緩和政策と表現している理由だ。つまり、インフレに対して「相対的」に緩和的なのである。
- 一方、他の中央銀行、主に新興国の先週の動きは、以下のとおりである。
 - **中国**は、金融環境や景気の低迷を防ぐために政策を緩和しているように見える。経済成長を促すために、大手銀行に預金利率を引き下げを要請した。銀行は定期預金の利率を引き下げ可能性がある。これは個人消費支出を刺激し、信用の供与を増やすための動きである。
 - 他の新興国として、**ポーランド**の例を挙げる。ポーランド国立銀行 (NBP) は、政策金利を現在の 6.75%から引き下げる条件を示した。
 - **メキシコ**の金融政策委員会 (MPC) の前回会合に関する議事要旨が発表された。MPC は政策金利を 11.25%で据え置くことを満場一致で決定、2021年6

月に始まった長期かつ大幅な利上げサイクル (+725bp) は終了した。市場では、来年の政策金利は約 6.5%と織り込んでいる。

要点は何か、投資家にとってなぜ重要か？

- いくつか共通するテーマが存在する。
 - 先進国の多くの中央銀行は、インフレが高止まりしており、政策金利の引き上げを中止することは難しいと考えている。これが概ね世界的なテーマである。
 - 各中央銀行は幻のような 2%のインフレ目標を追求し続けているが、それを実現するために十分なスピードと上昇幅で利上げをすることには消極的なように見える。これが重要な点である。
 - そのため、中央銀行は、利上げサイクルを終了しようとしているにもかかわらず、現在の水準からはゆっくりとしか利上げしない可能性がある。これは、より長い期間にわたって中央銀行の政策が相対的に緩和的なままであることを意味する。また、インフレ率が目標まで低下し、維持される可能性が低いことを意味する。
 - 新興国の中央銀行はすでに極めて積極的な利上げを行い、インフレと戦うことについて信用されている。また、現在、利上げの終了や利下げすら議論されている。このことも信用できると考えていいだろう。
 - 先進国の中央銀行は、(インフレ目標に対して) より長く、「より緩和的」な政策を維持する可能性がある。新興国の中央銀行は緩和を開始する可能性がある。
- つまり、グローバルで見た政策は比較的緩和的であり、リスク資産にとっては有利な状況であることを意味する。FRB や ECB、日銀が今週の会合で何を言い、何をしようとも、この点は覚えておいてほしい。
- また、株式は「名目」バリュエーション資産クラスであることも忘れないでほしい。以前にも述べたとおり、株式とそのバリュエーションはインフレ率が約 2~5%の範囲内のときに概ね良好なものになる。なぜなら、バリュエーションはインフレが増加させる名目キャッシュフローに基づくからである。
- 一方、債券のパフォーマンスに対しては、インフレは重しになる。なぜなら、債券の支払いは固定のことが多く、インフレはバリュエーションから減算される、つまり実質金利、実質リターンはインフレで調整されるからである。

-
- 当運用チームは、投資家の現金や債券に対するディフェンシブな資産配分は株式へのエクスポージャーよりも多く、ハードランディングにならなかつた場合には調整する必要に迫られると引き続き考えている。
 - 「マグニフィセント・セブン」銘柄（アップル、マイクロソフト、アルファベット、アマゾン、エヌビディア、テスラ、メタ）以外にも、株価収益率が平均的であるか過去平均を下回っている多くの銘柄は、グローバル経済がハードランディング・シナリオから脱却するにつれて上昇することが考えられる。これが潜在的な投資機会である。

私たちは今週、インフレ指標など非常に多くの情報を入手する予定である。また、多くの投資家が、好調なパフォーマンスを実現する可能性がある「名目」バリュエーション資産よりも「実質」バリュエーション資産に対して過剰なエクスポージャーを有することにも注意してほしい。当運用チームが以前から主張しているように、ディフェンシブになるよりもバランスをとる方が望ましい。

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