
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。

2025年6月24日

景気減速だが利下げ見送り：全面リスクオフの必要はなし

- 先週のFOMCでFRBが発したメッセージには相反するような内容が含まれていたため、混乱が生じている。
- FRBの四半期経済見通し(SEP)は、**全面的に悪化した**。2025年末の予想値はインフレ率(3月+2.8%、6月+3.1%)、失業率(3月4.4%、6月4.5%)は3月の予想値から上昇した一方で、GDP成長率(3月+1.7%、6月+1.4%)は低下した。
- しかし、FRBは**2025年の予想利下げ回数を2回に維持**しており、3月から変更していない。
- FRBの経済見通しが全面的に悪化しているなら、**なぜ今年の予想利下げ回数を増やさないのか**、なぜ3月と同じ回数を維持するのか？
- このような紛らわしいメッセージを詳細に検討すると、**資産価格にとってプラスの側面が見えてくる**。では、その市場の流れに乗ってしまえばよいのだろうか？
- 詳しく検討していこう。

発言ではなく行動を注視

- 政策金利は、FRBが行うことである。それはFRBが市場とやり取りする方法であり、やるべき事項である。
- 経済見通しは、FRBが言うことである。時間の経過とともに変わり得るいくつかの変数に基づいて、FRBが予想している。

-
- この微妙な違いを理解することが重要である。
 - **FRB の予想において、ばらつきが拡大している。** 3月には FOMC メンバーのうち 4人が金利据え置きを主張していたが、6月には 7人に増加した。
 - では、経済見通しが悪化したのに、なぜ利下げ見送りを主張しているメンバーが増えたのか？ 答えは分布効果の問題にある。
 - それは以下のように分析できる：**アップサイドよりもダウンサイドのリスク確率が高いと考える** FRB メンバーが増えている。ばらつきは増加しているが、分布上、インフレ率上昇と失業率上昇による成長率低下が**中央値**となっている。
 - **これは数学的な結果であり、FRB の予測モデルはそのような仕組みで機能している。** FRB はモデル重視であることに注意する必要があるだろう。
 - ただし、エラーファクターの高さや**予想のばらつきを考慮すると、FRB が利下げを介して対策する必要性は低下している。**
 - 結局のところ、これを引き起こしたのは、2025 年下期後半まで解決されないであろう関税政策による予想データの不安定さにある。

なぜ市場にとってプラスとなる可能性があるのか？

- もし FRB が経済成長は減速すると強く確信していたならば、モデルに従って利下げせざるを得なくなっただろう。
- しかし、FRB は金利予想を引き下げず、むしろ、金利を据え置くべきと考える FRB メンバーが増えている。そのため、FRB は、関税政策の悪影響が顕在化しなかつた場合、**データには上振れする可能性が高い**と考えているはずである。この点が重要である。
- 別の見方をすると、**経済データ、ひいては資産価格について**は、**上振れリスクの方が下振れリスクより可能性が大きい**ことを意味する。なぜならば、FRB がより多くの利下げ回数を予想した場合、資産価格へのバブル的なアップサイドが生じる可能性があり、不安定要因にもなり得るからである。
- また、データが実際に軟化した場合に、**FRB が積極的に利下げできる準備を整えた**ことも意味する。このことも資産価格にとってプラス要因となり得る。
- 以上を考慮し、当運用チームは、過去数週間にわたって**株式リスクを追加している**が、**市場の下振れリスクよりも上振れリスクが大きい状況を鑑み、押し目があ**

れば買い増す予定である。債券については、利回りは現在の水準近辺で安定し、スプレッドも安定すると考えている。

FRBが成長見通しを引き下げたというだけで、「すべてを終わりにする」、つまり全面リスクオフにする必要はないだろう。

本書は、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発行したレポートの一部を邦訳したもので
す。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したもので、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであります、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 1. 投資一任契約の概要**：投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ**：受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項**：受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 4. 受託資産の運用に係る費用について**：投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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