
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9月16日

FRB のジレンマは市場にとって好都合

- 市場の矛盾を歓迎したくなるタイミングが時々訪れるが、現在もそうかもしれない。
- 矛盾する二つの勢力とは、労働市場の弱さとインフレ率の上昇である。問題は、それら2つは本来共存しないはずであり、FRBにジレンマを生じさせている点である。
- 労働市場が弱い場合、賃金インフレは鈍化する傾向にあり、消費者物価と財価格もそれに続いて下落していく。
- FRBは金融政策判断の基礎となるフレームワークとしてフィリップス曲線を重視しており、それがFRBにとってのジレンマを解決するのに役立つ。
- インフレ率が目標を上回り、2026年には経済成長も加速すると予想されるにもかかわらず、フィリップス曲線に基づけばFRBは利下げを模索することが可能となる。なぜなら、今後のFRBは2つの使命のうち労働市場が悪化するリスクの方を重視するからである。
- この矛盾は歓迎すべきだろう。なぜなら、市場の上昇につながるからである。
- 詳しく検討していこう。

各要素の詳細：

- 論点は FRB が利下げするか否かではなく、**利下げをどのように正当化するかである。**
- 当運用チームの見通しは**フィリップス曲線**に基づいている。フィリップス曲線は、失業率とインフレ率を関連づける理論である。
 - 労働市場が悪化した場合、インフレは緩和される。
 - つまり、CPI が高止まりしていても、フィリップス曲線の観点からは FRB はいつでも利下げ可能である。
- 当運用チームでは、FRB は過去のインフレデータよりも**将来の労働市場についてのシグナル**を重視すると考えている。
 - 現在の CPI は目標を上回っているが、それは過去のデータについての話である。
 - **労働参加率の上昇**が原因となった失業率上昇は、実際には良いことである。景気減速に陥ることなく、労働力プールが広がるからである。
- 最近の失業率上昇は「**良い上昇**」だろう。
 - 新型コロナウイルス関連の給付が失効し、移民も制限された状態が続いている中で、労働人口が増加している。
 - これは、より健全な賃金競争を引き起こし、ディスインフレを促すことになる。
- インフレ：
 - **賃金インフレ**は CPI と密接に結びついており、FRB にとって引き続きの重要な関心事項である。
 - **商品インフレ**（特に関税によるインフレ）は**一過性**のものだろう。一時的な調整であり、持続的なインフレは引き起こさないと考える。
- データ vs. 認識：
 - 公式の労働統計は弱く見えるかもしれないが、**統計上のノイズ**がその光景をゆがめている。

-
- 株式市場は、労働市場について基本的には強いと見ているようである。
 - 移民政策の転換により労働力の供給構築が変化しているが、それを従来の統計指標では正確に捉えることができない。
 - FRB の政策：
 - 当運用チームは**利下げ**が実施されると予想するが、積極的な利下げにはならないだろう。
 - 当運用チームのベースシナリオ予想：50bp ではなく **25bp**。
 - FRB は着実かつ慎重に動くだろう。
 - 2025 年の見通し：
 - 市場は 5~6 回の利下げを予想しているが、当運用チームは **3~4 回**と予想する。
 - なぜか？ 経済成長が堅調なためである。
 - 当運用チームは、**2026 年の GDP 成長率**について、FRB による適度な緩和と 2025 年の景気足踏み状態からの回復を考慮し、2025 年の水準を 1 ポイント上回る**+2.5%程度まで高まる可能性がある**と予想する。
 - 結論：
 - FRB はデータに基づいて慎重に利下げし、労働市場の構造的な変化も考慮するだろう。
 - このようなフレームワークにより、粘着性のインフレにもかかわらず、なぜ緩和が継続得るかを説明できる。また、なぜ成長見通しが引き続き魅力的な水準であるかも説明できよう。

投資への影響は？

- **株式にはプラス**：通常、リセッションではない状況で FRB が利下げした場合、1 年フォワード・リターンは非常に強いだろう。それに加えて、緩和的な財政政策、税制、規制緩和が、当運用チームのリスクオン・バイアスをさらに支えている。

-
- 当運用チームは株式市場において幅広い銘柄に物色が拡大すると予想しているが、現在の税制・財政政策から最も恩恵を受けると考える株式を選ぶバスケット・アプローチを活用している。
 - **債券**：金利低下が予想されるが、当運用チームは引き続きハイイールド・クレジットを選好し、バンクローンを検討する。なぜなら、ローンが価格に織り込んでいるフォワードカーブは今後5~6回の利下げを行うという市場であるが、当運用チームはそれほどの回数の利下げはしないと考えている。フォワードレートが上昇することで、バンクローン／変動金利ローンは好パフォーマンスとなるだろう。

米国10年債利回りは約4%になっており、当運用チームはデュレーションをインデックス以下の水準に引き下げる予定である。

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はありません。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