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 11 月 04 日

団結すれば立ち、分裂しても金利は低下

- このタイトルの元となった標語は「団結すれば立ち、分裂すれば倒れる（United we stand, divided we fall）」である。団結によって強くなれるという意味の標語だが、金利政策に関する FRB の最近の意思決定にとっては異なる意味を持つだろう。
- 先週の FOMC では、**政策決定において 2 つの反対票**が投じられた。大幅利下げを求めるものと、利下げ自体に反対するものだった。これは、FRB が団結しておらず、分裂していることを意味する。
- **それがなぜ重要なのか？** 資産価格のバリュエーションの一部は、政策金利の低下や、イールドカーブ全体での債券利回りの低下に依存しているからである。
- そのような利下げが実現しなかった場合、リプライシングが発生し、**市場全体が下落するリスク**がある。
- 当運用チームの見方では、FRB が団結して利下げのメッセージを発してくれれば最善である。**しかし、メッセージが分裂していたとしても、金利は低下していくと当運用チームは引き続き考えている**。
- 詳しく検討していこう。

背景が重要：パウエル FRB 議長のメッセージを読み解く

- パウエル議長は FOMC 後の記者会見で、**12 月の利下げは既定路線ではない**と発言し、市場を驚かせた。

- この点については、政策決定の議論に対して議長が敬意を払っていると理解すべきだろう。
- **このテーマはどれほど熱く議論されたのだろうか？** 今回の FOMC ではドットチャートが公表されないため、それを判断することはできない。しかし、少なくとも 1 名が金利据え置きに票を投じたことは明らかになっている。
- これは次の **3 つの疑問**を提起する。
    1. **パウエル議長は委員会をコントロールできなくなっているのか？** 当運用チームはそうとは考えていない。関税関連のインフレ、米国政府機関の閉鎖（データの制約）、雇用統計データの大規模なベンチマーク改定などがあり、現在の市場は通常とは違う状態にある。多くの不確実性が存在するのである。
    2. **政策のペースと道筋はどうなるか？** 金利の道筋に関しては、低下するという合意があるようだ。しかし、先物価格から判断すると、政策金利は毎回一貫して低下するのか、また低下のペースがどの程度になるかは不透明である。
    3. **追加利下げはあるか？** FRB が 12 月の利下げについて確信を持てないにもかかわらず、市場コンセンサスでは、現在の 4%から 3%に利下げすることが確実視されているのはなぜだろうか？

利下げは労働市場やインフレの動向次第

- 当運用チームは FRB が 12 月も利下げすると考えている。その理由は、米国政府機関が再開してデータが公表された際に、**労働市場が相当弱い**ことが示されるはずだからである。
- 民間調査機関コンファレンスボードのデータでは、「職探しが困難」と「職探しが容易」の間で差が拡大していることが示されている。
- この拡大を公式な失業率に対して回帰すると、今後の失業率は時間差をもって **5%に向かう可能性が高いことが示される**（最後に発表された失業率は 4.3%）。
- これは**雇用データが今後数カ月でさらに悪化する**ことを意味しているだろう。そのようなトレンドはすでに始まっており、継続する可能性が高い。
- FRB はすでに、**労働市場を支えることの方を重視した政策を取る**と述べている。それは利下げを続ける可能性が高いことを意味する。
- 言い換えると、**労働市場データが悪化すれば FRB は「団結」し**、12 月の利下げは全会一致で支持されることになるだろう。

- インフレに関して、当運用チームは FRB の姿勢からヒントを得ていく。FRB は以下 2 つの理由でインフレについて心配していない。
    1. FRB は失業率は上昇すると見込んでおり、FRB が利用している**フィリップス曲線**フレームワークに基づくと、失業率が上昇しているならば、インフレに下方圧力がかかるのが当然だと考えるはずである。
    2. パウエル議長は、関税は一時的な価格ショックであり、インフレを誘発しないと繰り返し述べている。FRB の指標では、関税は物価を 0.5～0.6%上昇させている。したがって、それらの数字をコア PCE から差し引く必要がある。その結果、**関税調整後のインフレ率は 2.2%または 2.3%となり、目標からそれほど乖離していない**。
- 労働市場やインフレに関するデータは、今後数週間から数カ月で明らかになるが、**いずれも FRB による追加利下げを支持するような内容となるだろう**。

市場の状況および当運用チームのポジショニング

- 当運用チームの予想が正しかった場合、「金利据え置き」、「利下げ幅を縮小」、「利下げペースの鈍化」というノイズはなくなり、FOMC 前のように利下げ継続がコンセンサスになるだろう。**言い換えると、バリュエーションは金利低下に支えられることになる。**
- ただし、当運用チームは、**ターミナルレートを 3.5%とみており、コンセンサスの 3%**とは異なっている。
- **当運用チームは、デュレーションのわずかなアンダーウェイトを維持する。**なぜなら、今回の利下げサイクルでは、2024 年 9 月の 5.5%から現在の 4%まで 150bp 低下しているが、長期金利にはほとんど影響が及んでいないからである。米国 10 年債利回りは約 4%で、2024 年 9 月から現在までの平均をわずか 25～30bp しか下回っていない。
- **スティープなイールドカーブが続く可能性が高く**、2-10 年のスプレッドは 50bp 程度に留まることになるだろう。つまり、FRB が利下げを 3.5%で終了した場合、米国 10 年債利回りが 4%を大幅に下回ることは難しいとみている。この見通しに対するリスクは、大規模な経済的ショックが発生してイールドカーブがフラット化することだが、それは当運用チームのベースシナリオではない。
- 当運用チームが 3.5%で利下げが終了すると考える理由は、2026 年に景気が回復すると予想しているからである。そのため、**当運用チームは、デフォルトリスクの低下を見込んでクレジット商品への投資を続け、株式についても楽観的な姿勢を維持している**。

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・マーケッツ・グループが情報提供を目的として作成したものであり、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、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、当社がこれをお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

RO 4964781 Exp. 11/30/2026