
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。

2026 年 2 月 3 日

20 ドルのハンバーガーを気軽に買える時代は再来するの？

- かつて幹線道路沿いの食堂では、レタスやトマト、ピクルス入りでフライドポテトも添えられた豪華なハンバーガーセットは 12 ドルで提供されていた。今では 20 ドルにまで値上がりしている。
- 消費者は、このような「インフレ」を日々感じており、インフレは制御下にあると言われても誰も納得しないだろう。
- 当運用チームでは、インフレ問題は正確に捉えられておらず、誤って理解されていると考える。**物価水準の下落はまず期待できないため、解決策は所得を増やすことにあると考える。**
- 20 ドルのハンバーガーを気軽に買える時代が来るには、**インフレ率を上昇させることなく所得を増やす**必要がある。
- その具体的な方法について、詳しく検討していこう。

経済的生産性

- 生産性は経済の特性を表すものだ。簡単に言えば、**コスト（労働コストを含む）1 単位あたりの産出量**を測る指標である。生産性が上がれば、より多くの商品がより効率的に生産されることになる。
- さらに詳しく検討しよう。単に労働コストを下げ、同じ水準の産出量を維持できれば、生産性は上昇するが、消費者にとっての恩恵はない。20 ドルのハンバーガーは依然として高すぎる。

-
- この**景気逆循環シナリオ**では、賃金下落によって成長が鈍化する一方で、物価は高止まりする。つまり、スタグフレーションに陥ることになるが、このような展開を望んでいる人は誰もいないだろう。
 - しかし、**別の可能性もある**。**景気循環と同調**するかたちで生産性が向上すれば、**潜在的 GDP の成長率**も高めることが可能となるだろう。
 - **定義：潜在的 GDP** とは、**インフレ圧力を生じさせることなく**、すべての資源（労働、資本、テクノロジー）が完全に活用された際に、経済が持続的に達成できる実質的な経済産出量（財やサービス）の最大水準のことである。
 - 簡単に言えば、生産性の向上は、**インフレを引き起こすことなく、より高水準で効率的な成長を実現できる上限、いわば成長の「非インフレ的スピードリミット」と考えることができる**。
 - これは、景気がさらに活性化し、労働力の奪い合いの中で**賃金が上昇**しながらも、利益率が維持される状況が実現可能であることを意味する。
 - 1990 年代のように、賃金上昇が生産性向上で相殺されれば、必ずしもインフレ率上昇につながらない。つまり、実質賃金（および生活水準）は以前にも向上し得る。

出来すぎた話？—いいえ、過去にも起きている

- 生産性を高めるには、**がむしゃらに働くのではなく、よりスマートに働く必要がある**。
- 高い経済生産性は、景気循環の必然的な一部だが、基本的に**優れた政策と強く結びついており、それに牽引される**。この関係性を認識しておくことが重要である。
- **経済生産性を高める主な要因**
 - テクノロジー
 - 資本深化：人材、工場、設備への投資
 - 設備投資、事業投資、機器・機械への投資
 - 研究開発、イノベーション
 - コスト効率：エネルギー、原材料、投入資源など
 - 資源配分：人材、工場、設備、計画をより効率的に配置し、生産性の低い分野から高い分野へとシフトさせる
- 以前にも触れたが、**米国で生産性向上が経済を押し上げた直近の事例は、1990 年代である**。活発な設備投資が景気循環を牽引したが、そこ

にインターネットの普及が大きく寄与している。今日の AI がもたらす影響についても考えてみてほしい。

- 現在の経済的**税政策**は、「一つの大きく美しい法案（OBBA）」による加速償却や設備投資促進策を通じて、事業投資を支援している。**規制緩和策**は、供給側の効率性や生産性の向上にも寄与する。**関税**によって、生産性の高い分野への資源配分が進む可能性もある。ただし、これについては多くの議論がある。

投資への影響

- 生産性の上昇は、**資産価値の上昇を下支えする。これは追加的なメリットである。**
- 潜在的 GDP の上昇につながれば、**キャッシュフローや利益、収益性、マージンが向上し、それが資産価値を支えることになる。**
- 生産性向上の恩恵が現れるのは**主に民間セクター**であり、生産性が比較的低い公共セクターではないだろう。
- GDP に占める公共・政府セクターの割合を縮小させるという**現在の経済政策**は、民間セクターの供給側の成長にプラスの効果をもたらす。これは資産価格にとってポジティブである。
- 最終的には、これが**より生産的な雇用**につながり、**家計と内需を後押し**するより強固な労働市場を築くことになるだろう。
- これらを総合すると、バリュエーションは下支えされるだろう。当運用チームでは引き続き、米国とその政策が最高水準の生産性を生み出すと考えている。よって、米国株式をオーバーウェイトし、今年の見通しについても楽観的な立場をとっている。
- また、そのような状況は循環的景気拡大のすそ野の広がりをもたらす可能性もある。これは当運用チームのもう一つの投資テーマでもある。

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・マーケット・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 5188262 Exp. 2/28/2027