
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。

2024年3月26日

サプライサイド経済学で現状を分析

先週開催された FOMC について、経済がこれまでの予想より過熱しても FRB は容認する姿勢であると、市場は解釈したようだ。しかし、FRB の考えは異なるだろう。FRB は、サプライサイドの要因が改善すれば、インフレ率を上昇させずに高い経済成長が可能になると考えている。以下にこれまでの状況をまとめた。

- FRB は**アニマルスピリッツを発揮**して、インフレ率上昇を容認するシグナルを発し、同時に GDP 成長予想を次のように引き上げた。
 - 2024 年は 0.7%ポイント引き上げて+2.1%とし、2025 年の+2.2%と 2026 年の+2%は据え置いた。一方、FRB が考える長期の推定潜在成長率は+1.8%とした。
 - まとめると、**経済が過熱することを予想しながら利下げの姿勢は変えないことで、FRB はインフレを容認するシグナルを送っているように見える。**
 - これを受け、当然ながらリスク資産は上昇し、S&P 500 種指数は新高値を更新した。
 - なぜならば、低いインフレ率が **PER 上昇（例えば 19.5 倍）**を正当化し、経済成長の引き上げは S&P 500 の **EPS に関する市場コンセンサスを 276 ドルに引き上げる可能性**があるからである。

-
- それは S&P 500 が年末までに 5,350 に達する可能性が高まっていることを意味する。ただし、これは予想ではなく、確率を評価したものに過ぎない。
 - 政策金利とインフレ率の低下は PER を支えるだけでなく、長期債券の利回りを低く保つ。その結果、現在のキャッシュフローの現在価値が上昇する。
 - そのような状況はソフトランディングも示唆する。低格付クレジットのスプレッドはタイトだが、ソフトランディングとなるならば、現在の利回りでの低格付クレジットの魅力が増す。
- いずれの点についても、話がうますぎるだろうか？ 可能性はどれだけあるだろうか？
 - 答えはサプライサイド経済学にある。詳しく検討していこう。

FRB による利下げ：ペースは不明だが、道筋はほぼ確実

- 利下げが 6 月に行われるのか、それより後になるのかについては不透明であるが、**市場は FF 金利が今後低下することは確信している**。これは、インフレとの戦いに関する FRB の信頼性が揺らいでいないことを反映しており、利下げペースが減速しているにもかかわらずリスク資産が高水準を維持している主な理由だろう。
- FRB が今年のコア PCE インフレ見通しを 0.2%ポイント引き上げて+2.6%とし、来年については 0.1%ポイント引き上げたにもかかわらず、2024 年には 3 回の利下げがまだ織り込まれている（ドットチャートにおける 2024 年の政策金利の中央値を 4.6%とした）。
- インフレ予想が高まっているのに、FRB の政策金利見通しではまだ 3 回の利下げが予想されているのはなぜなのか？ インフレの高止まりを解消するには、今年の利下げを 2 回にする（「より高く、より長く」を維持する）べきではないか？
- 市場では、以下の疑問が生じてくるだろう。
 - FRB はインフレ率上昇を受け入れ、経済が過熱するのを容認したいのか？

-
- FRB は失業率の急騰を恐れており、それは労働市場の強さを維持するためのトレードオフだからか？ {筆者もそう考える}
 - FRB は、5.5%の政策金利（実質政策金利は 2.5%）は危険なほど高いので、ハードランディングのリスクを減らしたいと考えているからだろうか？ {筆者もそう考える}
 - ただ「**トレードオフ**」と「**リスク軽減**」はリスクなしに実現できないだろう。経済がより過熱し、インフレリスクが高まるシグナルを発するリスクは避けられない。
 - しかし、**市場は FRB を信じている**。10 年ブレイクイーブン・インフレ率は約+2.34%、5y5y ブレイクイーブンは約+2.6%で、10 年米国債は安定している。
- 政策金利の道筋 - 下がるが、ペースは減速
 - 利下げの道筋に関しては明らかであるが、先週発表された 2025 年と 2026 年のドットチャートは、これまで予想されていたよりも利下げのペースが緩やかになる可能性を示唆している。
 - 一方、今回の利下げサイクルが終わるターミナルレートに関する市場コンセンサス予想は変わらず、2026 年に約 3.25%/3.5%になると予想されている。
 - 前出の通り、市場は FRB がインフレ率を鈍化させられると信じていることに加え、政策金利が約 3.25%/3.5%といった水準まで低下するとみている。これらは、FRB が利下げの約束を維持しつつインフレとの戦いに関する信頼を失っていないことを示唆しており、リスク資産の支えとなる。
 - **これらは、どのように実現できるのだろうか？** もちろん、サプライサイド経済学で説明できる。

サプライサイド経済学のマジック

- サプライサイド経済学とは何か？ 簡単に言うと、標準的な価格と数量の図において供給曲線を右に動かすことである。これは、インフレが安定あるいは鈍化する

中で、経済成長が高まることを可能にする。生産性が向上するからである。後ほど詳しく説明するが、**より高品質でより安定した成長と考えてほしい。**

- 需要が供給を上回り、インフレ率上昇の結果として成長が生じるような、過熱した経済を特徴とするディマンドサイド経済学と対照的である。
- サプライサイド経済学に戻り、その理論を思い出してほしい。
 - 労働供給の増加 × 生産性（生産高／労働時間）＝ 潜在的 GDP
 - 労働供給はおそらく移民により増加（労働参加率は上昇／安定）しており、生産性も上昇している。そのため**潜在的 GDP は上昇している。**
- **FRB はこう考えている。**つまり、FRB が 2024 年の GDP 予想を 0.7%ポイント引き上げて+2.1%にすること（潜在的成長率の上昇）は、**潜在的成長率の上昇が背景であり、インフレを必要としない。**
 - そのため、2024 年の GDP 予想が+2.1%であり、2025 年と 2026 年は +2%となる点についても、インフレ的ではないことが正当化された。
- FRB が正しいとしたら、**予想成長率の引き上げにもかかわらず、インフレは低下する**ため、FRB は経済を過熱させようとは全くしていない。
- このような考え方は、数学や経済学の理論においては機能するが、現実でも機能するだろうか？
- 株価への影響は、GDP の上昇 = 利益の増加、インフレ率の低下（金利の低下） = PER の上昇である。2 つを組み合わせると、**論理的には資産価格が上昇することになる。**
 - 言い換えれば、PER 19.5 倍 × EPS 276 ドルは収益性上昇の始まりである。
- クレジット：それはより有利な金利（調達コスト）環境とより強いキャッシュフローを意味するため、**高利回りの低格付クレジットも同じ理由で高パフォーマンスとなるだろう。**

では、悪いニュースは何か？市場はこのニュースを完全に織り込みつつある点である。オーバーシュートが起きる可能性は確かにあるが、第 2 四半期にそれほど大規模なサプライズを想像することは難しい。したがって、今後数四半期にわたり、より好ましいサプライズがない限り、これらのバリュエーションを前提とする必要があるだろう。当運用チームはこれまで株式をオーバーウェイトにしてきたが、ある程度は利益を確定していく。

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

CRC 5460322, Exp. 03/26/2025