

CIO Weekly Perspectives

生産性、インフレ、金利の行方

Erik Knutzen マルチアセット部門 最高投資責任者

2018年6月20日

設備投資が生産性を向上させることで、インフレを伴わずに、現在の景気サイクルが長く続く可能性があります。



[数ヶ月前にも当ブログで触れましたが](#)、重要な経済指標として期待インフレ率に着目しています。前回、「米国10年債のブレイクイーブン・インフレ率が2.5%を超えると、FRBが利上げペースを速める可能性がある」と述べました。

その後4月から5月中旬にかけて、ブレイクイーブン・インフレ率は2.2%程度まで上昇した後、低下しました。

先週、FRBは市場の予想通り利上げを実施し、政策金利を低位に保つ見通しの文言を削除し、「ドットプロット」はやや上方にシフトしました。ECBもこれに続き、インフレ見通しを引き上げ、見通しを支持する環境の継続を前提に、年末までに量的緩和策を終了する方針を強調しました。この機会に、なぜ、市場のインフレ見通しが不安定な動きをみせているのか、これが景気サイクルや金利の行方について何を示唆しているのか考えてみましょう。

インフレはどこへ行ってしまったのでしょうか？

今年、インフレ率は想定を下回って推移しています。

失業率は、米国では2000年以来、日本では1990年代初め以来、欧州では2007年以来となる低水準にあります。コモディティ価格は12カ月間上昇を続けています。景気サイクルは成熟期に入りつつあり、株式市場のバリュエーションは高水準で、クレジット・スプレッドは低位な水準となっています。このような状況の中、米国では2018年だけで2,800億ドルにのぼる財政刺激策が実施されました。

こうした背景を考えれば、米国コア消費者物価指数が前年比2.0%-2.2%にとどまっているのは驚くべきことです。FRBが注目するコア個人消費支出は前年比1.5%から1.8%まで上昇しましたが、依然として目標の2%を下回っています。インフレ率は昨年と比べると上昇傾向にありますが、市場が想定した程には上昇していないようです。

今一度、大規模な財政刺激策について振り返ってみましょう。財政刺激策の大部分は、法人税の減税によるものです。その恩恵を受ける先として、賃金、配当、自社株買いが挙げられ、これらはインフレ圧力となりえます。しかし、第1四半期、第2四半期の企業決算をみる限り、少なくとも恩恵の一部がデフインフレに繋がらうる設備投資に振り分けられていることがわかります。

設備投資と生産性

設備投資はなぜディスインフレに繋がらうのでしょうか。新しい機械やテクノロジーへの投資は生産性を向上させます。生産性の向上により、同じ労働時間、賃金、原材料を用いてより多く生産することが可能になります。つまり、インフレを伴わない経済成長が可能になります。

長期的なデータによれば、生産性は低下を続けています。そうだとすると、過去 30 年間における経済成長と低インフレはどのように説明できるのでしょうか。ノーベル経済学者のロバート・ソローは、64K の家庭用コンピューターがまだ一般的ではなかった 1987 年に、「コンピューターの時代ということに至るところで目にするが、生産性の統計では目にしない」と述べました。スマートフォン時代にある現代では、生産性の向上はさらに見られなくなっているようです。

統計分析では、電車・トラック・空運の経済的な影響を測るよう、スマートフォンや人工知能の経済的な影響を測ることができないのでしょうか。それとも、生産性の大幅な向上がまもなく起こるのでしょうか。これらの学術的な議論は今後も続くでしょうが、投資家にとっては、技術革新と低インフレの相関性を認識するだけで十分です。今年、エネルギーおよびテクノロジーセクターが設備投資を牽引しています。

インフレを伴わない経済成長の可能性

今年、上期の設備投資が生産性を向上させ、インフレ圧力を抑制したと判断するのは時期尚早です。しかし、向こう 12-18 カ月の時間軸において、このような影響があったかどうかをみることは可能です。インフレが想定通り上昇すれば、FRB はハト派的な見通し・声明によって市場の落ち着きを維持しつつ、金融政策の正常化やバランスシートの縮小を進めることができるでしょう。

結果として、現在の景気サイクルがさらに長く続く可能性もあります。最近では 2017 年の [ゴールドイロックス相場](#) への回帰を語る市場参加者もいます。当社ではそこまでは想定していませんが、インフレを伴わない経済成長の可能性を含めて、引き続きインフレ率を注視していく必要があります。

- **CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは[こちら](#)。**
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)
- **過去の CIO Weekly Perspectives は[こちら](#)。**
- **Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan**

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。個別銘柄はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、また価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.00%(年率、税抜き)を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもありま

す。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

ニューバーガー・バーマン株式会社

Neuberger Berman East Asia Limited

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会