

インフレ・金融政策・パウエル議長

米国のインフレ率はこれまでの景気拡大と労働市場の引締めを受けて2%を超えてきました。今後のインフレや金融政策の先行きを占うためには、失業率・自然失業率の行方とともに、インフレ引上げ要因としての循環的な労働需給の引締めと、インフレ押下げ要因としてのアマゾン効果、シェアエコノミー、AIやロボットなどの新しい現象・技術が生産性の伸びに与える影響に注目したいと考えています。

FRBの目標に達したインフレ率

米国でインフレ率が高まってきました。コアCPI（振れの激しい食品・エネルギーを除いた消費者物価指数の前年比）は2.4%まで上昇し、連邦準備制度理事会（FRB）が重視するコアPCEデフレーターもFRBが目標とする2%にほぼ到達しました（図表1）。

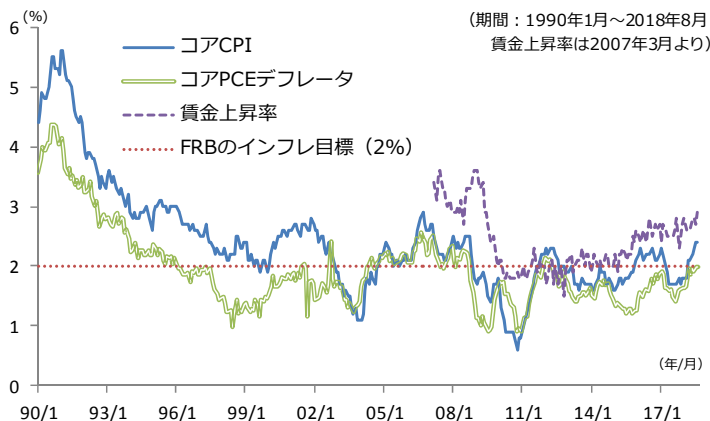
景気拡大を背景に労働市場が引き締め、失業率が低下し、賃金上昇率が高まってきたことが背景にあると考えられます。失業率とインフレ率の関係を示すフィリップスカーブも、失業率がインフレを加速させる水準まで低下してきたことを示しています（図表2）。

トランプ政策はインフレ的

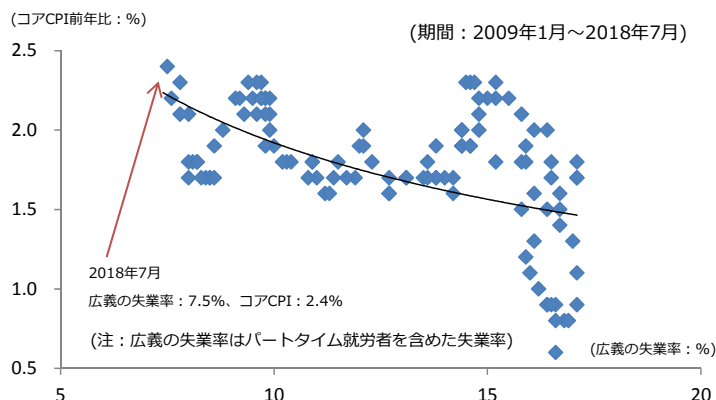
トランプ大統領の政策がインフレを加速させる可能性があることにも注意が必要です。減税で個人や法人の懐具合が温まれば、モノやサービスに対する需要が拡大し、価格が上がりやすくなります。不法移民を国外退去させたり、移民の入国数を減らせば、労働者数が減少し賃金が増加します。関税は輸入財の価格を押し上げることに繋がります。

また、消費者信頼感指数が高水準で推移するなか、ウォルマートの既存店売上成長率（増収率）は4.6%まで上昇してきました（図表3）。通常、小売業者は関税などによって仕入れ価格が増加すると、価格を据え置いてマージンを削るか、その分を消費者に転嫁する（製品価格を引き上げる）かの選択を迫られます。実店舗を中心に展開し、アマゾンなどネット販売との競争に悪戦苦闘するウォルマートでさえ足元の需要の高まりを背景に価格を引き上げる自信を深めている模様です。

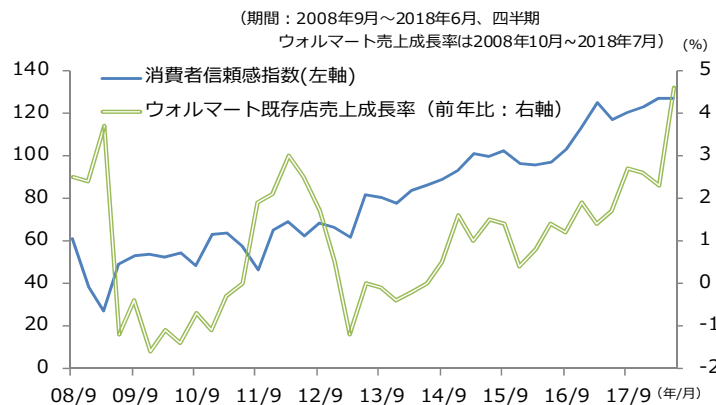
図表1 主なインフレ指標と賃金上昇率（前年比）



図表2 広義の失業率とコアCPI



図表3 消費者信頼感指数とウォルマート売上成長率



（図表1-3の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

根強いインフレ押下げ要因

一方、構造的にインフレや賃金を押し下げる要因も数多く存在します。アマゾンなどのネット販売、Uberなどのシェアエコノミー、価格比較サイトの普及はモノやサービスの価格を引き下げる圧力になると考えられます。またAIやロボットが人間を代替すれば、賃金の低下を招くと考えられます。正社員から非正規へ、賃金の高い製造業から低いサービス業への労働者の移動も、賃金上昇率を抑制することを通して、インフレを抑えることになると考えられます。

FRBパウエル議長の講演

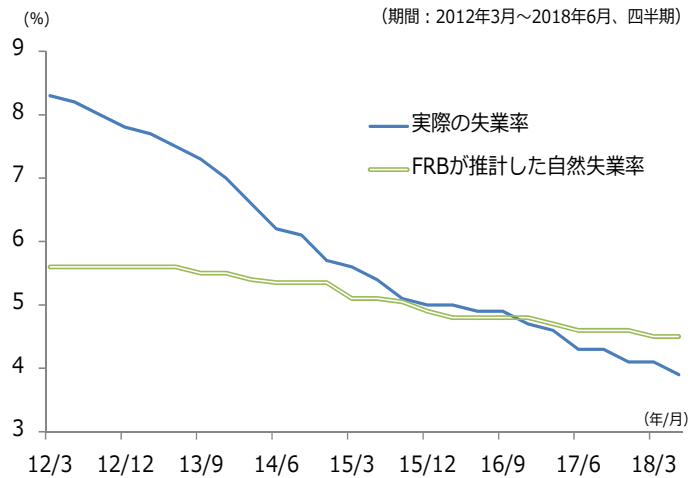
そんななか、FRBのパウエル議長は8月下旬に開催されたジャクソンホール会議でインフレと「失業率と自然失業率」について議論を展開しました。自然失業率とは景気動向やインフレに左右されない均衡失業率で、NAIRU（それ以上下がるとインフレを加速させる失業率）と類似した考えです。これまで実際の失業率が自然失業率を下回ってもインフレが加速しないことが「謎」と考えられてきましたが、足元ではインフレが徐々に高まってきました（図表4）。同議長は過去の2つのエピソードから、自然失業率の推計が難しいこと、間違った推計に基づいた金融政策は経済に悪影響を与えかねないことを示しました。

1960年代にFRBは実際の失業率が当時推計されていた自然失業率を上回っていたことから労働市場は緩和的と判断し金融引締めがおくれました。その結果、1980年まで続く高インフレ時代を招いてしまいました（図表5）。今になって振り返れば、この時期の自然失業率は当時の推計よりも高く、実際の失業率が自然失業率を下回っていたことから、本来ならば金融引締めを積極化する必要があったと考えられます。

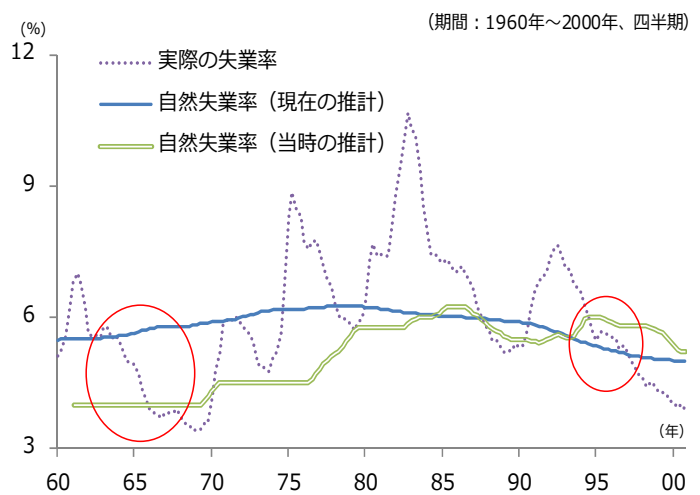
1990年代後半には実際の失業率が当時推計されていた自然失業率を下回っていたため、理屈の上では利上げが必要とされていました。しかし、当時のグリーンズパン議長はインターネット技術の進歩などによって生産性の伸びが加速し、潜在成長率が上昇したことを受けて自然失業率が低下していると判断し、利上げを見送りました。その後、インフレ率は低下を続け、グリーンズパン議長の読みが正しかったことが証明されました。

今から振り返れば、1960年代に自然失業率が実勢よりも低く推計された理由はTFP（全要素生産性）の伸びが減速していたことを見逃していたことで、逆に1990年代後半に自然失業率の推計が高止まっていた原因はTFPの

図表4 実際の失業率と自然失業率



図表5 2000年までの実際の失業率と自然失業率



(図表4-5の出所) Board of Governors of the Federal Reserve Systems, Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

加速を考慮していなかったことだったと思われます（図表6）。教科書的にはTFPの伸びが加速すれば、潜在成長率が上昇し、その結果、失業率が低下して、労働市場が引き締まってもインフレが加速しにくくなると考えられます。

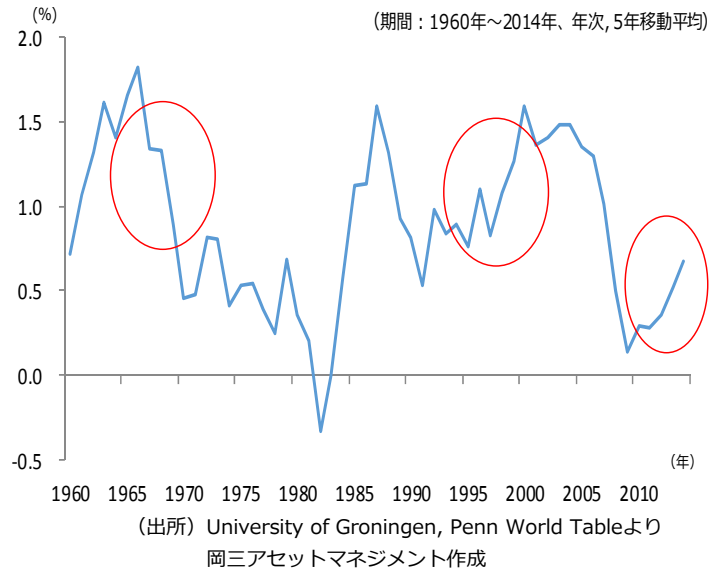
今後のインフレ・金融政策の見通し

足元では実際の失業率が自然失業率を下回り、循環的にインフレ率が加速に向かう変曲点を迎えた可能性があります（図表2,4）。しかしパウエル議長が強調したように、現在の自然失業率の推計が将来にわたって正しかったと言える保証はありません。リーマン危機前後に急減速したTFPの伸びはその後加速に転じました（図表6）。アマゾン効果、シェアエコノミー、AIやロボットなどの新しい現象、技術が米国経済の生産性をさらに引き上げていけば、自然失業率は現在の想定よりも低下し、その結果インフレ圧力が後退しているかも知れません。これらの生産性の伸びが循環的なコスト上昇（賃上げ）効果を上回れば、インフレは加速しにくくなり、逆の場合はインフレが加速しやすくなると考えられます。

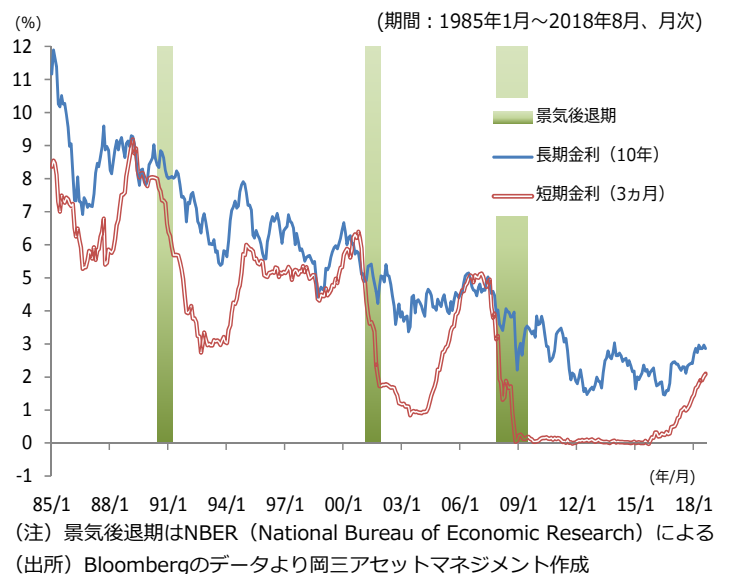
金融政策の観点からは、前者の場合、FRBは1990年代後半同様に利上げを急ぐ必要はなくなり、後者の場合は利上げを続ける必要が高まると考えられます。ジャクソンホール会議でパウエル議長は「力強い成長が続けば、今後も段階的な利上げが正当化される」とコメントしました。金融市場では短期金利が長期金利を上回ると米国経済は景気後退に陥ると考えられています（図表7）。生産性の伸びが循環的なコスト上昇効果を上回れば、短期（政策）金利の上昇速度が鈍化し、2009年に始まった今回の景気拡大期間がさらに長期化すると思われれます。逆の場合は、短期金利の上昇スピードが速まり、景気後退のタイミングが前倒しされる可能性が高まると考えられます。

いずれにしても今後数カ月はインフレ引上げ要因としての「循環的な労働市場の引締め」とインフレ押下げ要因としての「生産性の伸びの加速」との綱引きに注目する必要があると考えています。

図表6 米国のTFP（全要素生産性）成長率



図表7 米国の長短金利と景気後退期



以上 (作成：投資情報部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)