

生産性を再加速させるための処方箋

経済学では、一国の中長期的な経済成長率は、その国の労働投入、資本投入、生産性の成長スピードで決まると言われています。

安倍政権は現在、我が国の名目GDP600兆円を中期目標として、経済成長率を底上げするために様々な取組みを行っています。労働投入については、「働き方改革」によって女性の労働参加を促すとともに海外から優秀な人材を受け入れ、資本投入については、NISA（少額投資非課税制度）などを通して資金を民間の成長投資に振り向けようとしています。また、農協改革・規制緩和などの構造改革・成長戦略を通して生産性の向上に努めています。

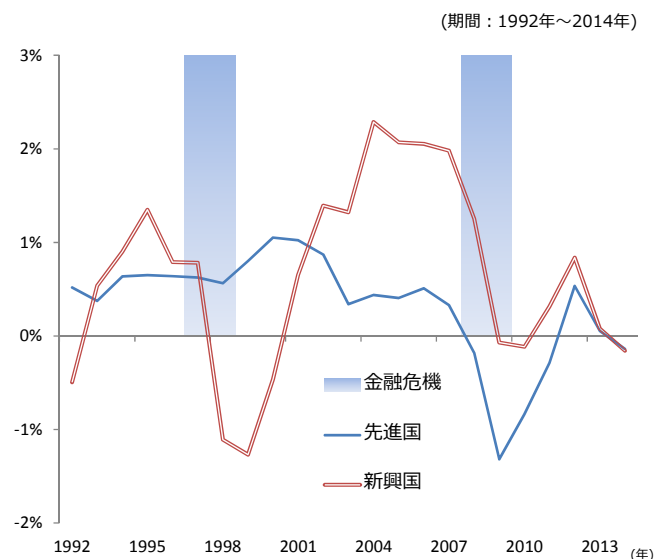
しかし、国際通貨基金（IMF）は、リーマン危機以降、世界中で生産性の成長スピードが鈍化していることに警鐘を鳴らしています。

生産性の成長スピードが減速傾向

一般的に「生産性」には、労働生産性と全要素生産性（TFP：Total Factor Productivity）という2つの考え方があります。労働生産性は、単純に生産量を労働投入量（労働者数×労働時間）で除して求められ、TFPは工学的な技術革新、規模の経済性、経営の革新、労働者の能力伸長など、労働投入、資本投入で説明できない「広義の技術進歩」を表す概念です。言い換えれば「そこにある資本（設備）と労働力をいかに有効に活用しているか」を示す指標です。長期的には、生産性（特にTFP）は人々の生活水準を決める重要なカギの1つになると言われています。

IMFが今月発表したレポートによると、TFPの成長率はリーマン危機以降、いったん持ち直したものの、足元は先進国、新興国ともに減速しています（図表1）。この状態が長く続くと、我々の生活水準が低下するばかりでなく、民間・公的部門の負債が高止まりし、社会保障制度に打撃を与え、経済ショック時に備える政策余地を狭めることにもつながります。

図表1 TFP（全要素生産性）成長率の推移



(注) 先進国は日本、米国、カナダ、英国、ドイツ、フランス、イタリア、新興国は韓国、中国、インドネシア、マレーシア、タイ、インド、ロシア、ポーランド、トルコ、南アフリカ、ブラジル、メキシコとしています。

グラフは、各国のTFP成長率の単純平均を3年移動平均したものです。

(出所) University of Groningen, Penn World Table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で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もありません。■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。

IMFは、世界経済の生産性の成長スピードが減速している要因の分析や、再加速させるための提言を行っています。以下に、その内容をご紹介します。

生産性の成長スピード減速の背景

IMFは、生産性の成長スピードが減速した要因を、リーマン危機以前から始まっていた構造的な変化（図表2）とリーマン危機の直接的な後遺症（図表3）に分けて考えています。

図表2 構造的な減速要因

| | |
|------------------|---|
| ICT（情報通信技術）革命の後退 | 1990-2000年代初頭に生産性を引き上げたICT革命の生産性への寄与が縮小し、テクノロジーの革新スピードが鈍化した。 |
| 労働力の高齢化 | 労働力の高齢化が、1990-2000年代に先進国で年平均0.2-0.5%、新興国で0.1%生産性を引き下げたとされている。 |
| 世界貿易の伸び率が減速 | リーマン危機以降、世界の貿易の伸び率は経済成長率を下回っている（スロー・トレード）。サプライチェーンの構築が一段落したことが背景。 |
| 中国の自由経済への統合が一服 | 2001年の中国のWTO加盟前後に、中国の自由経済への統合が世界の生産性向上に寄与した。2000年代後半以降にその効果は弱まった。 |
| 構造改革の低迷と産業構造の変化 | 新興国ではアジア危機後の構造改革が2000年代の成長をもたらした。また、低生産性の第一次産業から高生産性の第二次産業に資本がシフトし、全体の生産性の成長を後押しした。リーマン危機後はこれらの動きに陰りが見えてきた。 |

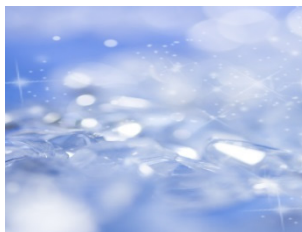
図表3 リーマン危機の後遺症

| | |
|-------------|--|
| 景気後退の影響 | 通常の景気後退と異なり、金融危機を伴うリーマン危機では、需要不足が生産・雇用・投資の減速のみならず、TFP成長率の減速をもたらした。企業内の生産性の低下とともに、非効率な企業間、産業間の資源配分が全体の生産性を引き下げた。 |
| クレジット市場の引締め | 銀行の不良債権と過小資本によって、特に欧州でクレジット市場が引き締まった。クレジットへのアクセスが制限された企業は研究開発（R&D）などの無形資産への投資が滞り、生産性を引き下げた。 |
| 非効率な資本配分 | 特に欧州では、銀行による損失の認識が遅れ、ゾンビ企業に代表される低生産性の企業を温存させる結果となった。 |
| 資本装備率の低下 | バランスシートの弱い企業は設備投資が滞り、生産性を引き上げる新しいテクノロジーへの投資が低迷した。また、投資内容がより短期的になり、長期的な生産性の上昇が阻害された。この要因によりリーマン危機後に先進国のTFPを0.2%引き下げたとされている。 |
| 政治・経済の不透明感 | 先行きの不透明感が企業経営者を短期的な低リスク/低リターンへの投資に向かわせ、ICT投資の設備投資全体に占めるシェアが低下した。ある分析によると、政治不安が2012-14年に、欧州でTFPを年率0.2%、日本で0.1%、米国で0.07%引き下げた。 |

（図表2-3の出所） IMF「Gone with the Headwinds : Global Productivity」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もありません。■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。



生産性の成長スピードを再加速させるための政策提言

5～10年の単位では、AI（人工知能）などの革新的な技術がTFPを大幅に引き上げ、その結果、人々の生活水準が格段に高まる可能性があります。しかし、それまでの間は、各国政府が何らかのアクションを起こさなければ、生産性が健全なスピードに戻ることは難しいと考えられます。

IMFは、上記の減速要因を踏まえて、生産性の成長スピードを再加速させるいくつかの政策提言を行っています。提言は短期的・循環的な提言（図表4）と、中期的・構造的な提言（図表5）に分けられています。

図表4 短期的・循環的な政策提言

| | |
|----------------|---|
| 民間投資の拡大 | 設備投資減税などのインセンティブにより、資本装備率を上昇させ、高生産性のテクノロジー投資を積極的に後押しする。 |
| 効率的なインフラ投資 | 長期金利が低く、社会的ニーズの高い国で、インフラ投資の効果は大きい。その結果、労働生産性、TFPを高めることが可能。 |
| 企業のバランスシートを再構築 | 特に欧州では、企業・銀行のバランスシート再構築が、TFPを引き上げる。法律的な障害を排除し、銀行監督を強化することが資本の効率配分を後押しする。 |
| 政治・経済の不透明感を払拭 | 将来の確実性が高まれば、企業は高リスク/高リターンへの投資を積極化する。健全な中期的な財政フレームワークを構築し、規制・通商に関する不透明要因を最小化することが望まれる。 |

図表5 中期的・構造的な政策提言

| | |
|---------------------|--|
| テクノロジーの進歩を促す制度 | 現在の世界のR&Dは適正水準を大きく下回っている。R&D、ベンチャーキャピタルや起業、技術移転を促進する税制改革、知的財産権の保護などが望まれる。 |
| 高齢化の影響を最小化 | 先進国では、今後30年にわたって労働力の高齢化が生産性を引き下げると予想される。健康へのサポート、人的資本のレベルアップや労働市場改革、年金改革を通して高齢者の労働意欲を高める政策が必要。 |
| 開かれた移民政策 | 成人年齢における移民のシェアを1%上げれば、労働生産性は3%上昇すると言われる。言語教育、就業サポート、移民の能力評価機関の設置、移民の起業促進など、移民の自国経済への統合を目指した政策が望まれる。 |
| オープンな世界貿易と外国からの直接投資 | 多国間の通商協定は生産性を引き上げる。先進国では、関税の1%引下げが生産性を2%引き上げることが知られている。テクノロジーの移転・開発の促進が生産性の引上げに役立つ。 |
| 構造改革 | 先進国、新興国とも構造改革の余地が残されている。規制緩和は新規参入を促進するとともに既存企業の雇用・投資も促進する。サービス業の規制緩和は特に新興国で重要。正規雇用者の保護ルールを緩和すると労働者の移動を促し、国際競争力を高め、TFPを引き上げる。 |
| 人的資本の質的・量的向上 | 新興国には教育と健康増進の予算を増加させる余地がある。先進国では教育コストが上昇し、教育機会が平等に与えられていない。教育の質を向上させるとともに、雇用のミスマッチを解消するためにも教育制度の改正が必要。 |

（図表4-5の出所）IMF「Gone with the Headwinds : Global Productivity」より岡三アセットマネジメント作成

これらの中には、設備投資・R&D減税、インフラ投資、健全な財政フレームワークの構築、高齢化対策、移民政策、多国間の通商協定、構造改革、教育改革など、現在、安倍政権が真剣に取り組んでいる課題の多くが含まれています。これらの課題を解決・実行することによって、日本経済の中長期的な成長率（潜在成長率）が高まるばかりでなく、社会保障制度を持続可能なものにし、デフレ脱却の道筋を確実なものにすることが可能になると考えられます。その結果、中長期的に企業収益の成長性・安定性が高まり、外国人投資家の日本株式への評価の高まりから、株価収益率（PER）が高まり、ボラティリティが低下することが期待されます。

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もありません。■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。

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、各ファンドの配分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2.052%（税抜1.90%）

※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>

カスタマーサービス部 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）