

## 生産性は向上しているのか？

経済を解釈するにあたって、弊社は冷静さを何よりも重視しています。良い経済指標が一つ出たからといって好況を意味するわけではありませんし、悪い報告が一つ出たからといって不況を意味するわけでもありません。良い見出しの報告でも中身はそれほどよくないことがありますし、悪い見出しの報告の中に、投資家や他のアナリストが見落としがちな明るい材料が含まれていることもあります。こうした点を踏まえると、直近の GDP 報告と株式市場の急騰が相まって、基礎的な経済成長に対する楽観論が急速に高まっています。

第3四半期の経済成長率は年率4.3%で、過去2年間で最も高い四半期成長となりました。さらに、第3四半期も在庫が引き続き減少していることを考えると、第4四半期も堅調になりそうです。史上最長の政府閉鎖があったにもかかわらず、アトランタ連銀の GDPNow モデルでは、第4四半期の実質 GDP 成長率を3.0%と予測しています。

しかし、楽観視する前に、まずは冷静になってみましょう。確かに4.3%という成長率の見出しは素晴らしいものですが、第3四半期には多くの注意点もありました。弊社が重視しているのは「コア実質 GDP」で、これは個人消費、企業の設備投資、住宅建設を含み、政府支出、在庫、国際貿易といった変動の大きい項目を除いたものです。第3四半期のコア実質 GDP は年率3.0%成長し、前年比では2.6%の増加でした。これは堅調な成長ではありますが、決して好況とは言えません。

さらに、実質 GDP と同程度に正確な代替指標である実質国民総所得（実質 GDI）は、第3四半期に年率2.4%の緩やかな成長にとどまりました。これも経済ブームとは言えません。

それでも、この報告が楽観論を後押しする理由があります。仮に第4四半期の実質 GDP が3.0%のペースで成長すれば、2025年（第4四半期／第4四半期）では2.6%の成長となります。これは、過去4年間の事実上の開放的な国境政策から、少なくとも1960年代初頭以来で最も厳しい移民取締政策へと転換したにもかかわらず、です。外国生まれの労働者の急増による人為的な押し上げがなくなっても実質 GDP 成長が堅調であるなら、それは生産性（時間当たり産出量）の伸びが加速していることを示唆します。そして生産性の成長こそが、長期的に生活水準を向上させる鍵なのです。

2007年後半の経済のピーク（2008～09年の金融危機前）から2016年末まで、経済成長率は年率1.5%という低迷した水準で、生

産性成長率も年率1.4%と平凡なものでした。それ以降、実質 GDP は年率2.5%で成長し、生産性は年率1.9%で伸びています。

多くのエコノミストや投資家、評論家は、この経済成長の改善や、最近の予想を上回る経済指標を見て、経済や株式市場に対して強気になる理由があると考えています。人工知能(AI)の恩恵が表れ始めているのかもしれませんが、また、トランプ政権は規制緩和を進め、税率を抑え、代替エネルギー分野への政府主導の非効率な投資を中止しています。昨年度、連邦政府は久しぶりに裁量的支出を削減しました。規模が小さく、過度に介入しない政府は成長にとって好ましいのです。

しかし、こうした潜在的な好材料を、孤立した形で見ることはできません。もしかすると、技術の進歩が、政府が状況を悪化させてしまうスピードよりも速く、経済を改善しているのかもしれませんが、また、より良い政府政策への転換が、成長を後押ししている可能性もあります。しかし一方で、最近の経済データに懐疑的な理由も数多く存在します。コロナ禍のロックダウン、量的緩和、そして巨額の財政赤字は、多くの人が十分に理解していない形で経済に影響を与えてきました。さらに、あらゆる伝統的な指標から見ても、株式市場は割高です。言い換えれば、基礎的な経済は強くなっているように見えるものの、それは蟹気楼にすぎない可能性もあるのです。

要するに、最近のニュースは非常に楽観的に見えますが、それだけで1980年代や1990年代のような経済ブームの直前にいると断言することはできません。当時のブームは、大幅に引き下げられた限界税率、引締め金融政策を行う連銀、1970年代のインフレ終息、福祉改革やメディケア改革、そして GDP に占める政府支出比率の低下と同時に起こりました。さらにその時期は、ベビー・ブーマー世代の人口動態的な影響が最高潮に達していた時代でもありました。

現在では、多くのベビー・ブーマーが経済の第一線から退きつつあり、政府は1990年代と比べて、支出面でも規制面でもはるかに肥大化しています。そのため、近年、あるいは直近の数四半期を見て、基礎的な経済が改善している証拠だと考える人が多いのも事実ですが、1990年代のような成長を取り戻すには、まだまだ多くの取り組みが必要だと私たちは考えています。どうぞ良いホリデー・シーズンを過ごしてください。来週は、2026年以降の見通しをお伝えする予定です。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサ ス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
12-30 / 8:45 am	シカゴ購買部協会景気指数 - 12 月	40.0	37.8		36.3
12-31 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 12 月 27 日	218,000	216,000		214,000

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。