

生産性の伸びは回復しつつあるのか？

今週、FRBは新議長ケビン・ウォーシュのもとで最初の会合を開きます。米国史上わずか3度目のこととして前議長のジェローム・パウエルが引き続き連邦準備制度理事会の通常メンバーとして参加します。

多くの人がこの会合を二人の対立として描こうとするでしょうが、誰が指揮を執るにせよ、利上げを主張するにも利下げを主張するにも、データは十分明確ではありません。経済と雇用は引き続き成長しており、生産性上昇の証拠が見られると考える人も多いですが、インフレは予想を上回る水準が続いています。これはイランとの紛争が原因と弊社は考えていますが、時間が経てばわかることです。そして和平合意が成立した今、答えはじきに明らかになるでしょう。

ウォーシュ議長が推し進めそうな変更の一つは、「フォワード・ガイダンス」の廃止です。彼はかねてからこの慣行 - FRBが短期金利の将来の経路について市場を誘導しようとする手法 - に異を唱えてきました。殆どのメンバーはこれをそれほど議論の余地があるものとは捉えておらず、おそらく支持するでしょう。

その他の変更候補としては、「ドット・プロット」や経済見通し（水曜日にFRBが最新版を公表する予定）、あるいは会合後の記者会見の開催頻度の見直しなどが挙げられます。地域連銀の組織改革や潤沢な準備預金の削減に向けた動きは、はるかに多くの時間を要するでしょう。

しかし、こうした議論の背後に潜み、最終的な金融政策の方向性を左右するのが、生産性をめぐる論争です。ウォーシュ議長は、AIが主導する生産性成長の加速が目前に迫っている可能性があるとして述べています。もしそうなれば、インフレは今後数年で予想以上に抑制されるかもしれません。

通常、FRBは実質（インフレ調整後）経済成長の加速を、金融政策が緩和的で利上げが必要なシグナルと見なします。しかし、経済が生産性成長の加速によって押し上げられているなら、FRBは経済を走らせ続けることができ、生産性がインフレを抑えるとして利下げすら望むかもしれません。

ここでデータを提示するにあたり、生産性（労働時間あたりの産出量）の計測が非常に難しいことを十分承知した上で述べます。移民純流入がほぼ停止し、政府雇用が歴史的に速いペースで減少している現状では、とりわけそうです。言い換えれば、労働力と雇用の伸びが鈍化する中でも、経済は成長を続けてきました。

その結果、計測された生産性成長率が上昇しています。過去3年間で、非農業ビジネス部門の公式生産性は年率2.7%の上昇を記録しました。これは1970年代半ば以降の平均1.8%を上回っています。

3年という期間は決して長くはありませんが、コロナ禍前の景気循環のピークである2019年以降を見ると、生産性は年率2.1%上昇しており、コロナ直前に終わった12年間の景気循環（2007年第4四半期から2019年第4四半期）の1.5%というペースより速いです。

実質GDP全体では過去1年間で2.6%の成長となりました。これは、失業率の上昇を伴いながら実現しました。FRBの景気分析では、「潜在」成長率とは経済が過熱せずに拡大できるペースを指します。したがって、失業率が上昇しているということは、金融政策が引き締めすぎである可能性を示唆します。換言すれば、FRBの通常モデルを使えば、失業率を安定させるにはさらに速い経済成長率が必要だったこととなります。その意味で、経済の「成長ポテンシャル」が改善したことが示唆されます。

ただし、生産性成長が加速したという説に懐疑的な理由も存在します。まず、2008年以降、GDPに占める連邦政府の規模が大幅に拡大していることです。

次に、AIはさまざまな技術にすでに組み込まれてきましたが、その広範な活用は比較的新しいものです。最も重要なのは、データセンターへの大規模投資を除くと、GDP成長は非常に緩慢であるという点です。これは1990年代後半のドットコムバブルを彷彿とさせます。

つまり、生産性向上を示す証拠はいくつかあるものの、それを確かな事実と断言するのはあまりにも早計です。新議長の就任にかかわらず、今のところFRBは静観の構えを崩していません。

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	実績	前回
6-15 / 7:30 am	ニューヨーク連銀製造業景気指数 - 6月	13.7	6.9	5.7	19.6
8:15 am	鉱工業生産 - 5月	+0.3%	+0.3%	+0.7%	+0.9%
8:15 am	設備稼働率 - 5月	76.2%	76.3%	76.2%	76.1%
6-16 / 7:30 am	住宅着工 - 5月	1,430 百万	1,417 百万		1,465 百万
7:30 am	輸入価格 - 5月	+1.0%	+0.1%		+1.9%
7:30 am	輸出価格 - 5月	+0.6%	+0.1%		+3.3%
6-17 / 7:30 am	小売販売 - 5月	+0.5%	+0.6%		+0.5%
7:30 am	小売販売 (除く自動車) - 5月	+0.6%	+0.7%		+0.7%
9:00 am	企業在庫 - 4月	+0.5%	+0.5%		+0.9%
6-18 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 6月13日	225,000	224,000		229,000
7:30 am	フィラデルフィア連銀製造業景気指数 - 6月	10.0	10.8		-0.4