

伸び悩む全生産性と生産年齢人口 米「3%成長論」は砂上の楼閣、生産人口は微増

アトランタ連銀「GDP ナウ」の4-6月期GDP予測値が前期比年率2.4%まで低下し、NY連銀「GDP ナウキャスト」は1.9%前後で推移、米4-6月GDP成長率の1-3月期1.4%成長からの大幅リバウンド期待が薄れつつある。ロシアゲートの政治不安にトランプ減税の大幅遅延、全要素生産性や生産年齢人口の伸び悩みにトランプ「3%成長論」が砂上の楼閣と不安視される。

3%成長には全要素生産性2.3%伸び必要

「例え、35%の法人税を公約の15%へ引き下げたとしても米経済の2%成長を3%成長路線に乗せることは難しい」一。米民間調査団体「タックス・ファウンデーション」の試算を米WSJ紙が紹介して物議を醸した。

トランプ政権の「3%成長論」を砂上の楼閣とする要因の一つに労働力人口の伸び鈍化がある。米国の人口動態を見ると、生産年齢人口は2000年までの50年間は年率+1.2%の伸びを示してきた、今後の10年間は+0.3%の微増と急激にペースダウンする。

しかも、現在の4.3%前後の失業率はFRBが考える所の「完全雇用」状態に達している。例え、トランプ予算が社会福祉の歳出削減の一環としてフードスタンプ（低所得者向けの食糧費補助）とメディケイド（低所得者向け医療保険制度）の支出を削ったとしても、両プログラムの受給者は合わせて1950万人程度に他ならない。

「過去の給付削減の経緯からすれば、削減により働き出す人々は約3分の1の650万人程度にとどまる」（米WSJ紙）という。

つまり、労働者の増加数は、1億6000万人の全労働力人口に比べて僅かなものにすぎない上に効果は一時的なものに留まるとされる。しかも、「こうした新規参入労働者は、技術が低く未熟練者が多く生産性が低いためにGDP成長への寄与度は遥かに小さなものに限られる」（WSJ紙）と断じている。

一方、生産性の向上については、現在の米国の人口動態を前提とすると、「責任ある連邦予算委員会（CRFB）の試算では、3%成長達成には全要素生産性（TFP）が年率2.3%上昇する必要がある」（英エコノミスト誌）。

しかし、これほど高い生産性10年間にわたる上昇は、1949年以降において実現していないという。そこでトランプ政権が喧伝する今後10年間で最大1兆ドルの社会資本インフラ投資による成長率底上げ効果に期待されるが、「それによって3%成長が達成できたとしても公共投資が一巡すれば短期間に終わ

る可能性が高く、何より、今度は他の大枠目標である貿易赤字解消や財政均衡が達成できなくなる」（英エコノミスト誌）。

全要素生産性の向上は、企業収益を増やし労働者の賃金上昇期待が家計の「財布の紐」を緩め、消費財輸入が増えるから貿易赤字の解消は進まない。

さらに、米国の生産性が上昇すると、ドル高という為替経路を通じて貿易赤字は拡大圧力を受ける。

2015年までの10年間のOECD（経済協力開発機構）加盟国の時間当たりGDPの上昇率は0.9%だったのに対し、米国1.0%の上昇だった。こうした状況でさらに米国の生産性が上昇してGDP成長率が上方軌道へと向かえば、「世界の投資家はさらに米国資産に投資、結果としてドルが一段と上昇する」（英エコノミスト誌）。

むしろ、ドル高は輸入を増やし、輸出を抑制する方向に作用し、結果、貿易赤字の解消は進まない。しかも、何よりトランプ「3%成長論」は、法人税引き下げや所得減税など大型減税の税制改革を前提としている。だが、現行35%の法人税率の主要国最低の15%への引き下げ、所得税の減税など30年ぶり抜本的な税制改革を目指すも大統領の「ロシアゲート」疑惑の影響で減税法案の年内成立が危ぶまれている。

20日のNY市場は、ドラギ総裁の会見を受けたユーロ買い一服後、モラー特別検察官がトランプ氏のビジネスに捜査範囲を広げる方針が伝わり、「ロシアゲート」疑惑への懸念が高まりドル売り優勢となってドル円は111.48円まで下落、ユーロドルは昨年高値1.1616ドルを上抜け1.1659ドルまで急伸、ユーロ円は130.26円まで連れ高を辿った。

貿易赤字は「貯蓄と投資」の差額

あるNY金融筋は「トランプ政策は矛盾を内包し、2つの危険を孕む。一つは、国際貿易システムや個々の貿易協定が一貫して米国に不利に作られているとの主張、米貿易赤字を貿易協定の不公正さを測る尺度としている」と主張する。

米国の貿易赤字は米国の貯蓄と投資の差額と理解すべきであり、貿易協定の条項は余り関係がない。トランプノミクスは、米国の雇用改善を第一に考え、3%の経済成長を目指す、経済学の原則と著しく矛盾している。

よって、一時的に効果が出ても、いずれは債務と格差を拡大させ、結局、米国の労働者のためにならないという。つまり、トランプ政権が標榜する経済政策は、正統性や正確性及び一貫性を消し去り、米

国に好景気をもたらすが世界に危険をもたらすというのだ。

トランプ大統領は英エコノミスト誌のインタビューで、「貿易は輸出入が均衡している時に公正だといえる。国内に投資する企業には褒賞を与え、海外に投資する企業は罰すべき」と主張している。だが、これは明らかに「経済ナショナリズム」の考え方だ。

むしろ、減税と規制緩和は、国内への投資を促す。税率が下がり、規制が少なければ、起業家は活気づき、成長は促され、雇用も改善する。これは標準的なサプライサイド経済学の考え方だ。

しかし、共和党が信奉する正統なサプライサイド・エコノミーとトランプノミクスは「似て非なる」ものだ。何より共和党の伝統的な経済政策は、自由貿易を擁護してきた。

トランプ氏は企業経営者の話に耳を傾けるが、ホワイトハウスに経済学者はいない。同氏の経済アプローチは、一つの世界観から生まれたものだ。

取引（ディール）には勝者と敗者がいて、抜けない交渉者の前に経済学の原理は意味を持たないという価値観だ。

もちろん、経済学者は「トランプノミクスでは富が適切に分配されず、財政規律が緩み、縁故主義が生じかねない」と批判する。

一方、米イエレンFRB議長の任期が残り半年あまりに迫り、「ポスト・イエレン」の後継議長候補の3人がトランプ減税（税制改革）等の実現により「3%成長は可能」とする共同論文を発表した。

「より高い経済成長の見通しについて」―。著者はジョン・テイラー米スタンフォード大学教授とケビン・ウォルシュ元FRB理事、グレン・ハバード米コロロンビア大学教授。3名とも「ポスト・イエレン」の後任FRB議長の候補であり、米スタンフォード大学のフーバー研究所のジョン・コーガン特別研究員

と共に18日付で同研究所のサイトに掲載した。

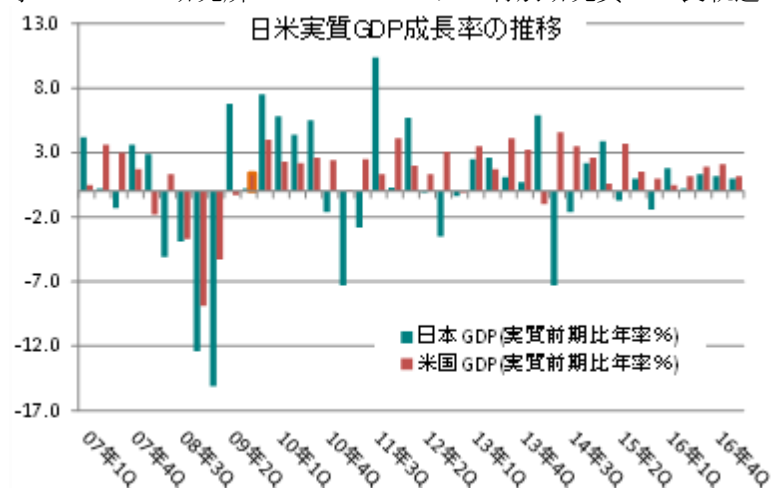
論文では「経済理論や歴史からみれば、生産性の低下と十分に機能しない労働市場は経済政策が最大の原因」とし、特に企業に対する高い税率や規制、債務拡大を伴う政府の支出増加が悪影響を与えているとの認識を示した。さらに「明確な金融政策戦略の欠如が企業の投資を阻み、雇用への需要と供給をそいでいる」と批判した。

トランプ政権が掲げる税制改革案は生産性と雇用の向上につながると評価。「こうした必要とされる改革は長期的な成長期待を引き上げ、上向きつつあるアニマル・スピリット（野心）や経済活動の大幅な改善の助けとなる」として、政権や議会が打ち出す一連の改革案が成長率を引き上げると主張している。

だが、イエレン議長が7月13日、上院銀行委員会の公聴会で証言し、米経済が今後5年で3%の成長率を達成するのは「極めて困難」と述べ、トランプ政権が目標とする「3%超」に対し懐疑的な見方を示したのも頷ける。

議長は、同議会証言で、米経済は緩やかに拡大すると予測しつつも、高齢化などによる労働生産性の低下、就労人口の減少が成長の足枷になると指摘した。トランプ政権は、大型減税を柱とした税制改革や規制緩和、輸出拡大を通じて3%超の成長は可能と主張している。イエレン議長は、適切に制度設計された税制改革は成長を後押しするものの、政権の目標達成は「できるとすれば素晴らしいこと」と言うにとどめ改めて懐疑的な見方を示した。

あるNY金融筋は、「トランプ減税（税制改革）が来春までに実現しても、その効果が現出するには2018年以降となるであろうし、成長率は2.5-3.0%ラインにとどまる可能性が高い」と語る。半面、「減税法案が成就しなければ、米経済は2.0%前後の低成長軌道で一進一退が続くとされる」（同NY金融筋）。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。