

ニューエコノミー論の本質は労働生産性の上昇 ～NY株価が中期的に上昇を続ける理由～

(注意) このレポートは、97年6月24日付当社レポート「公表値の労働生産性は過少推計」の中で使用されたデータ等を更新し、加筆したものである。特に、一人当たり売上高のデータが、前は95年までであったものが、若干社数が少なくなったが、96年までとしている。また、表題等が違っているが、週刊エコノミスト9月16日号に掲載した際の際の原稿であり、このサイトの所有者の伊藤洋一さんが、若干手を加えている。また、グラフは、簡単のため、文末にまとめている。

(前書き) **情報通信革命の進展が、アメリカの労働生産性を大きく引き上げている可能性が大きい。ニューエコノミー論は、行き過ぎた単なる楽観論に過ぎないという意見も多い。しかし、これをある程度認める以外に、ベストシナリオを辿る米国経済を説明する方法はない。**

(ベストシナリオを辿る米国経済を説明するニューエコノミー)

景気拡大から6年以上も経ち、過去の基準からすると非常に低い失業率が続いているにもかかわらず、インフレ率が高進していない。失業率が5%台になったところからインフレ率が高進するという大方の予想が、ことごとく外れてきた。このため、米国経済に何か構造変化が起こっているのではないかという見方が最近になって出てきた。米国経済が、今後も順調な経済成長を続け、一般に信じられていたより大きな経済成長を続けてもインフレは高進しない経済体質になっているのではないかという期待が高まってきている。そして、こうした期待が急速に市場に広まったのは、7月22日に下院で行われたグリーンSPANのハンフリー・ホーキンス証言である。ここで、「ニューエコノミー」という言葉こそ使わなかったものの、その可能性について、肯定的な言及をしたことも大きく影響している。そして、こうした楽観論がダウ工業株平均で8000ドルを超える株価を演出した**要因の一つ**であるといつてよい。

最近の議論の行方をみると、現在の米国のインフレなき景気拡大がこのまま長く続くことを説明するものは何でも、「ニューエコノミー」論と分類してしまう様である(少なくとも、市場の見方としてはそうである)。この中には、これまで2~2.5%程度とみられていた潜在成長率が、もっと高いのではないかという見方も、もちろん含まれる。さらに、数年前に考えられていた自然失業率の水準が、現在もっと低いとみられることや、国際競争の激化による価格引き上げ圧力低下を指している場合もある。また、生産が国際化したこと、コンピュータ等の情報技術の進展、サービス業等の割合の増加、エマージングマーケットの急成長等によって、景気循環の波が弱くなってきているということを含める場合もある。ひいては、軍事、経済、情報ネットワークに至る多くの分野で、米国がデファクト・スタンダードを持ってしまった事実から、冷戦の終結までをも含めてしまうこと

もある。

アメリカの失業率がほぼ3年も前に5%台になっているにもかかわらず、インフレ率がこれまで高進しなかった経緯から見れば、自然失業率が現在でも6%であるとは誰も言わないだろう。自然失業率がどの程度低下しているかは別にして、低下してきたであろうということは100%正しいといってよい。このように、確かな事実もあれば、ある程度正しいと判断できるものもある。これらの変化は、いきなり起こった訳ではない。しかし、徐々に起こる変化ではあっても、後戻りしない変化である。したがって、これまでのインフレなき長期にわたる景気拡大を説明するために、これらの変化を、**ある程度**、構造変化と認識してもよいのではないか。**これらの変化の中で、最も重要な点は、潜在成長率がひと頃考えられていた水準より、上昇しているのではないかとということであろう。そしてそれが事実なら、労働力増加率が拡大したわけではないで、アメリカ人一人が一時間当たりにもみ出すアウトプットの増加率が拡大した、すなわち、労働者一人当たりの生産性上昇率が拡大したということになる。**

(公表値でも大幅上昇の製造業労働生産性)

実際、今回の景気拡大局面における製造業の労働生産性上昇率は、平均で年率で3.1%にもなる。このデータが入手できる1949年から見ると、今回も含めて9回の景気拡大期間があった。その景気拡大期間の平均生産性上昇率は2.8%であった。今回は、第2番目に大きな数字である。第3番目に大きかったのは、黄金時代と呼ばれた60年代。この範囲では、最も景気拡大期間が長く、35四半期も続いた時期である。今回の景気拡大局面の生産性上昇率は、その黄金時代をも僅かとはいえ上回っているのである。しかも、技術進歩の影響を考慮すると、労働生産性は、過去に溯れば溯るほど、大きく上昇するのが、当たり前である。にもかかわらず、現在もこれほど大きな上昇率であるということは特筆に値する。

通常は、拡大期に入って数年を経て景気が成熟局面を迎えると、需要の伸びの鈍化に応じて、労働生産性算出の際の分子にあたるアウトプットの増加率も鈍化してゆく。しかし、需要の鈍化に比べて、雇用者数増加の鈍化を通じた労働投入量の鈍化が遅れることにより、次第に労働生産性上昇率は鈍化してゆくものである。実際、今回の景気拡大局面以外は、概ね、成熟局面を迎えるに連れて、その上昇率は小さくなっている。しかし、現在の景気拡大期間では、景気が拡大期間に入って6年間も経つのに、依然、その上昇率は縮小トレンドになっていない(図1参照)。そもそも製造業の労働生産性上昇率が過去に比べて大きいことに加えて、この生産性の高い伸び維持は重要な点であろう。

単位労働コスト(製造業)が低下すれば、製品の価格を上げなくても、企業の利益率が拡大する。製品価格の相当の部分を占める労働コストが低下しているから、企業の利益率が上昇するのは当然である(図2参照)。したがって、売上高が大幅に減少すること、すなわち、景気後退さえ避けられれば、企業が儲かる様な体質になってしまっているといえ

る。

（政府統計のサービス部門を含めた全体の生産性は過小推計か）

こうした関係（労働生産性上昇 単位労働コスト低下 企業の利益率の上昇）は、最も範囲の広いビジネスセクターでみると、それほど明確ではない。ビジネスセクターでみると、今回の景気拡大局面の生産性上昇率は平均で、僅か1.2%である。これは、製造業の生産性上昇率に比べて格段に小さく、かつ、これまでの景気拡大局面の平均値に比べてもかなり小さい。というより、このデータが入手できる1947年以降では、今回の景気拡大局面での上昇率が最も小さい。しかし、非製造業の労働生産性については、その付加価値が把握し難いこともあって、結果として全体の労働生産性が、かなり過小に推計されている可能性が高いとみられる。こうしたことを示すハードデータは入手していないが、グリーンスパンも、公表されている非製造業を含む全体の生産性上昇率の低さについてかなり懐疑的である。連銀議長のグリーンスパンは、公表された労働生産性は非製造業を中心に過小に推計されている可能性をしばしば指摘している。例えば、1月21日に上院で行われた議会証言でも、「公表された数字が、もし正しいとすると、サービスセクターの労働生産性は、20年以上も低下を続けていたことになる。こんなことは、ほとんど有り得ない」と、はっきりと述べた。

（財務データは、公表値以上に生産性拡大を示唆）

ここで、非製造業も含めた全体の労働生産性上昇率（ビジネスセクター）が、過小推計になっていることを、SP500に採用されている企業の財務データを使って間接的に明らかにしてみたい。労働生産性の定義が付加価値/労働投入量であるので、当然、1人当たり売上高と良く似た動きをするはずである。そこで、企業の1人当たり売上高に注目する。現時点で、株価の代表的な指標であるSP500インデックスを構成する会社500社の内、Fact Set Data Systems, Inc.のデータベースを通じて、売上高と雇用者数の両方のデータが入手可能なものは、365社分であり、期間は77年から96年までである。このデータを用いて、1人当たり売上高をつくる。

まず、雇用者1人当たり売上高は77～96年間に、205%も増加している。企業間取り引きが太宗を占めるとみられるため、消費者物価ではなくて、生産者物価・全商品を用いてデフレートした、実質1人当たり売上（＝売上でみた労働生産性）の増加率は55%にもなる（生産者物価・完成品でデフレートしても結果は、ほとんど同じ）。この実質1人当たり売上は、86年まで、労働生産性と同じ様な動きをしている（図3参照）。ところが、87年以降、実質1人当たり売上の伸びの方が、労働生産性の伸びに比べ大きい。この結果、売上でみた労働生産性（＝実質1人当たり売上）は、77～96年間に55%も増加したのに、公表された労働生産性は22%しか増加していない。77～96年

の20年間を売上高でみた労働性上昇率は、平均で2.3%である。特に86~96年の10年間では、平均3.1%にもなっている。これに対して、公表値の労働生産性上昇率は、77~96年では僅か1.0%、86~96年では僅か0.8%でしかない。

こういった比較（売上高による労働生産性と公表値の労働生産性の比較）は、次元の違うものを敢えて比べている点に留意する必要がある。その違いの一つは、二つの労働生産性の分母が、公表値の方は、延べ総労働時間であり、売上高による労働生産性は雇用者数である。したがって、1人当たり労働時間が増加したことによって、売上高が増加したのなら、上記の様な比較では、あまり意味がない。しかし、1人当たり労働時間は、景気の影響を受けるが、長期的減少トレンドを逸脱するものではない。したがって、この要因は、売上による労働生産性を押し下げていることになる。よって、この1人当たり時間要因を調整すると、売上による労働生産性はもっと大きくなり、公表値の労働生産性との差はさらに開くことになる。

次に、二つの労働生産性の分子における大きな違いは、公表値が付加価値であり、原材料などの中間投入分を含んでいないのに対して、売上による労働生産性の分子は、まさに売上高であり、これは中間投入分もすべて含んだものになっている。さらに、売上高の方は、海外での生産分も含まれてしまうことになる。これらの違いのうち、海外生産分が含まれる点については、もし、この点を調整すれば、売上高による労働生産性を押し上げるものとみられる。つまり、さらに、両者の差を大きくする方向に作用する。理由は、85年のプラザ合意以降の主要国通貨に対する急速なドルの減価は、海外生産分に比較して国内生産分の労働生産性を相対的に高くすると考えられるからである（したがって、国内分だけ取り出すことが出来れば、売上高による労働生産性はもっと高くなる）。

最後に最も大きな違いは、売上高の方は、今回の計算では、たった365社分の合計である。これに対して、公表値のマクロ統計としての労働生産性は、すべての企業が対象範囲である。したがって、アメリカの全企業を対象とする公表値の労働生産性と、たった365社分の集計としての労働生産性を比べること自体が無意味であるという意見もあると思う。しかし、365社といっても、その売上高は、全企業が作り出した付加価値額の総計である名目GDPの46%（96年）をも占める（もちろん、すでに前述したように、365社の売上には、海外生産分、中間投入分が含まれるが、敢えて比べている）。

さらに、[図3](#)で示したように77~85年の推移は良く似ていること等を考慮すると、売上高による労働生産性が公表値の労働生産性を上回っているという事実は、真の労働生産性上昇率は、公表値に比べて、かなり高いことを示唆しているといってもよいだろう。

これで、公表値の労働生産性が過小推計になっており、真の労働生産性はもっと高そうだとすることが、財務データを用いることによって、明らかになった（かなり大雑把な方法ではあるが）。ただ、こうした点に加えて、もっと重要なことは、株式市場に上場され

ている企業の労働生産性上昇率は、さらにもっと大きいだらうということである。次に、その点について検討する（売上高による労働生産性上昇率の方が、公表値の労働生産性より高いということ自体が、すでにそうした事実をある程度物語っているのかもしれないが）。

ここで、これまでの説明で使った、365社のデータをそのまま使用して、1人当たり売上高（名目）の増加率を調べる。365社全体の1人当たり売上高は、20年間に205%増加した。これを、雇用者数の大きい会社を順に例えば30社を採ると、増加率は234%にもなる。雇用者数が大きい企業（＝規模が大きい企業）の集団になればなるほど、概ね、1人当たり売上高の伸びが高い。つまり、アメリカ全体の、そもそも規模の大きい企業群といってもよいSP500の中でも、規模の経済が働いている。

米国には、定義にもよるが、900万社以上の企業があるとみられる。その内、投資家が対象とするのは、極一部である。これを、企業数で見ると、株価指標のSP500インデックスに採用されている社数は、米国全体の僅か0.01%以下である。また、労働生産性の定義から、その分母のほとんどを決定する雇用者数でも、SP500社を構成する企業は、米国全体の雇用者数1億2千万人の僅か15%強を占めるに過ぎない。マクロの統計である労働生産性（＝雇用者1人単位時間当たりの生産量）は、米国全体の雇用者（民間部門）を対象とした数字である。これには、コンピュータ投資ができないような零細企業の雇用者も含まれることになる。一方、株式市場が対象とする企業は、少なくとも、設備投資ができる企業、つまり、労働生産性を大きく引き上げることができる企業を対象としていることに留意する必要がある。株式市場というのは、米国経済を構成する900万社以上もある企業の中から、労働生産性の高い、単位労働コストの小さい、極一部の優良企業だけで構成されているという認識でよいのではないか。この辺に、企業業績が発表されるたびに、その結果が市場の予想以上であり、株価も高値からの短期自律的調整はあっても、中期的には上昇し続ける要因があるのだから。（やぶなか きよひろ 大和総研 アメリカ）

図1 景気拡大6年も経つのに依然拡大トレンドの製造業の生産性上昇率

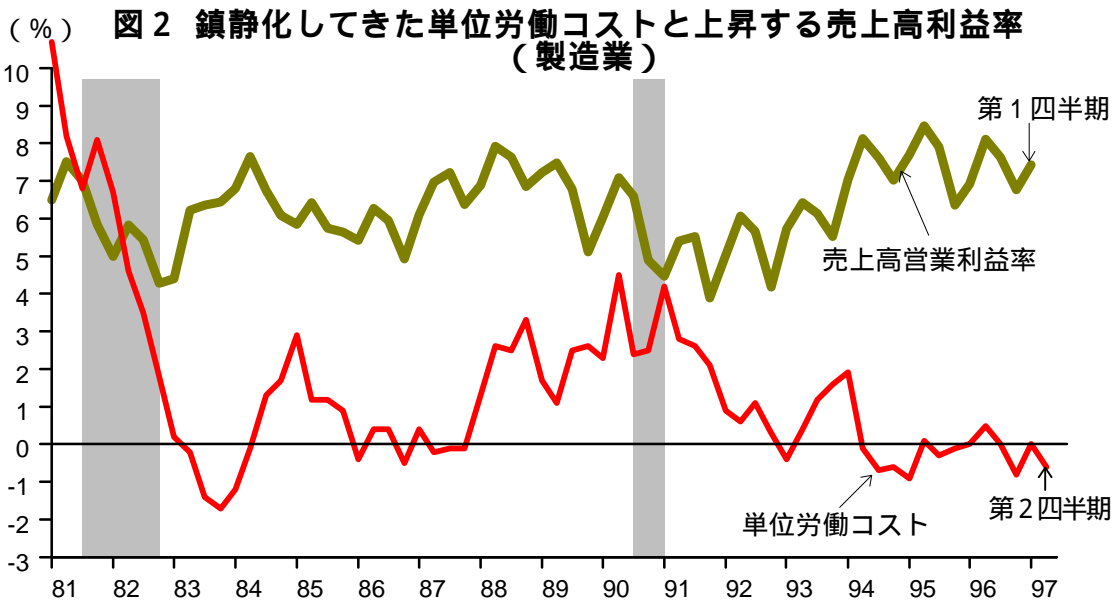
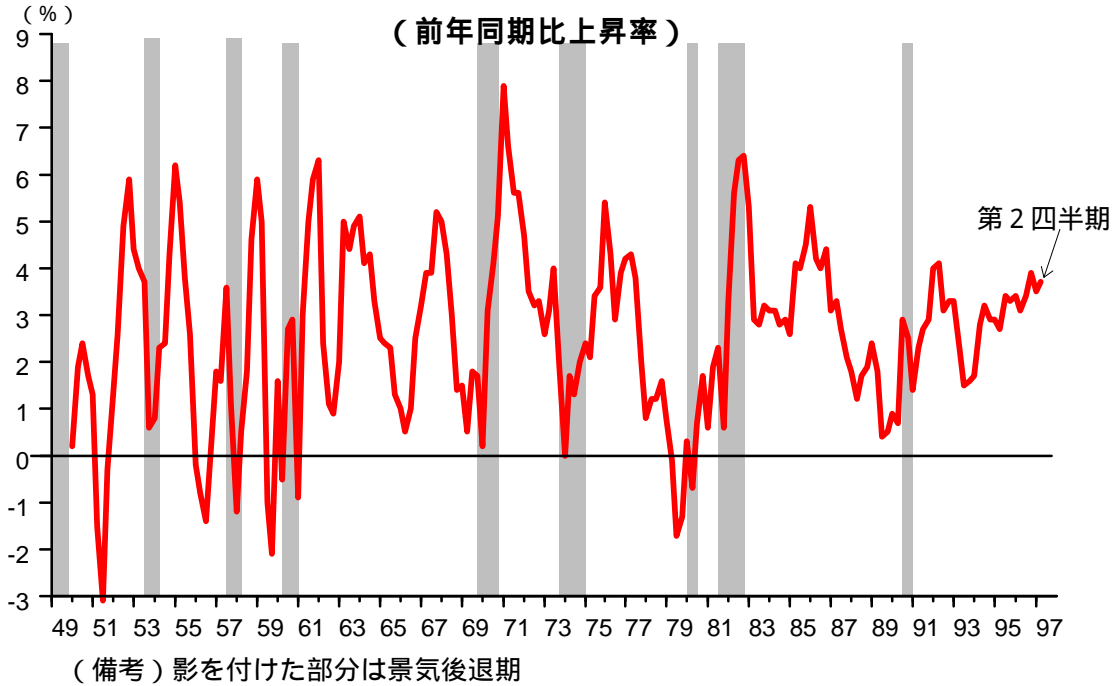
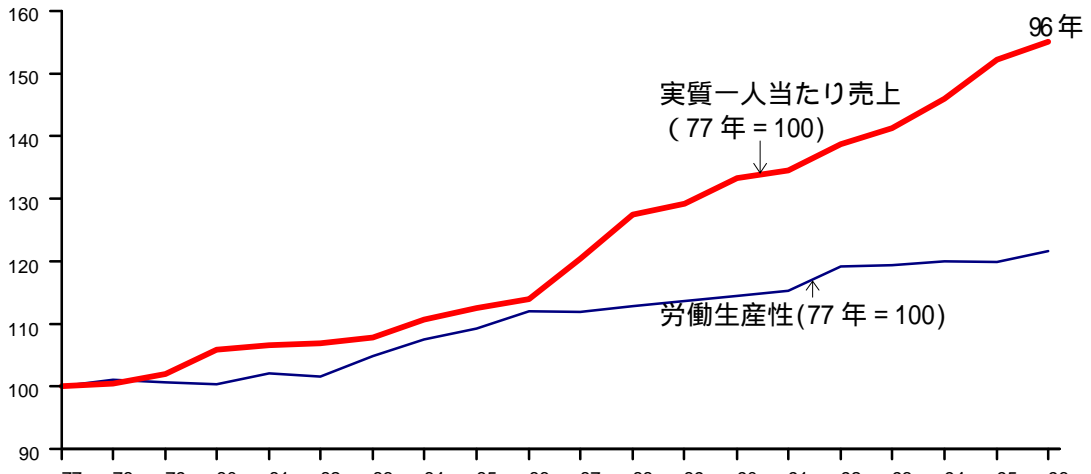


図3 87年以降、労働生産性に比べて大幅に上昇している
実質一人当たり売上



(備考) 実質一人当たり売上は、Fact Set Data Systems, Inc.のデータベースから、S P 5 0 0に採用されている会社の内、データが揃っている365社のNet SalesとNumber of Employees、All Comoditiiesの生産者物価を用いて計算した。詳しくは本文参照。