

ストラテジーブレティン (165号)

歴史的金利低下の下での米株史上最高値の謎を解く
～米国は日欧が陥った「流動性の罠」を回避できる～

空前の世界的歴史的長期金利の低下が進行している。今まで経験したことのない新事態であり、人々を不安にさせてきた。それは昨年夏以降の世界株安と同時に進行してきたわけで、「リーマンショック級の危機が到来する」という悲観論の根拠であった。しかし、今米国株式が史上最高値を更新すると言う、新たな事実が起こった。これをどう解釈するべきだろうか。武者リサーチは悲観論の根拠が根底的に否定される可能性が高まったと考える。

(1) 世界的金利低下の下での米国株史上最高値更新

長期金利低下を柱とする悲観の論理

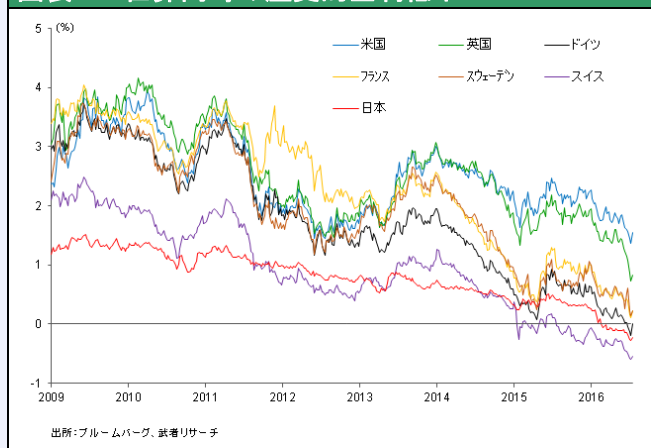
図表1に見るように、世界的歴史的長期金利の低下が進行している。英ポンド金利の急低下により先進国で最も金利がついているのは米国だけとなった。この金利低下は暗い将来の予兆であると言うものが、市場では多数を占める意見であった。そして悲観論の根拠とされる4要因はいずれも説得力を持っていた。①資金需要が乏しいこと⇒人々は悲観的になりリスクを取ろうとしない、②過剰な中銀の金融緩和⇒マネーの過剰供給と言う間違った政策の結果さらに金利が下げられている、③世界的に生産性上昇率が低下している、④世界的金融不安・株価下落と共振、という4要因である。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

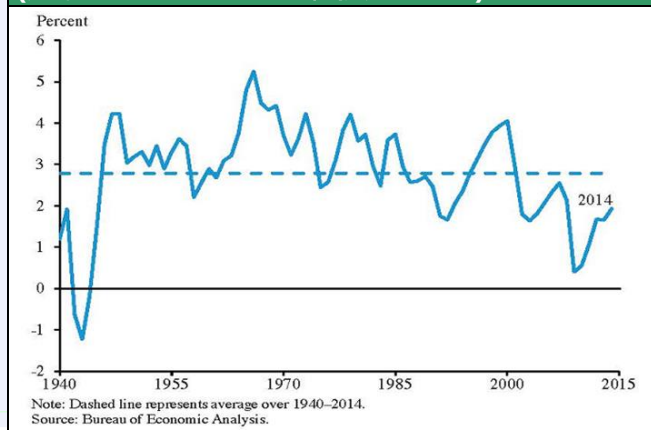
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

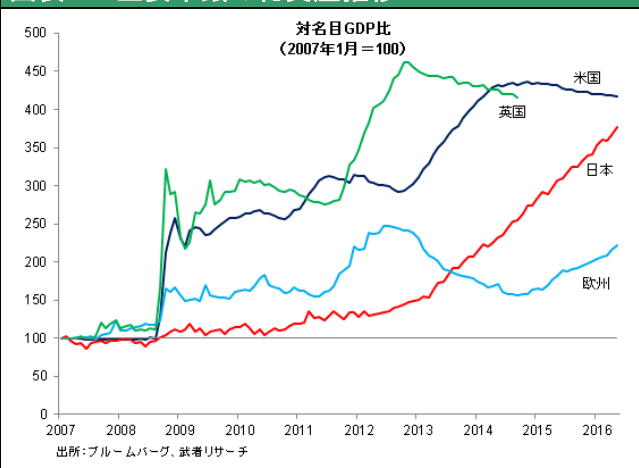
図表1：世界同時の歴史的金利低下



図表2：世界株式時価総額推移

図表3：米国での投資需要の低下
(資本ストックに占める純投資の割合)

図表4：主要中銀の総資産推移



悲観論の論理矛盾が見えてきた

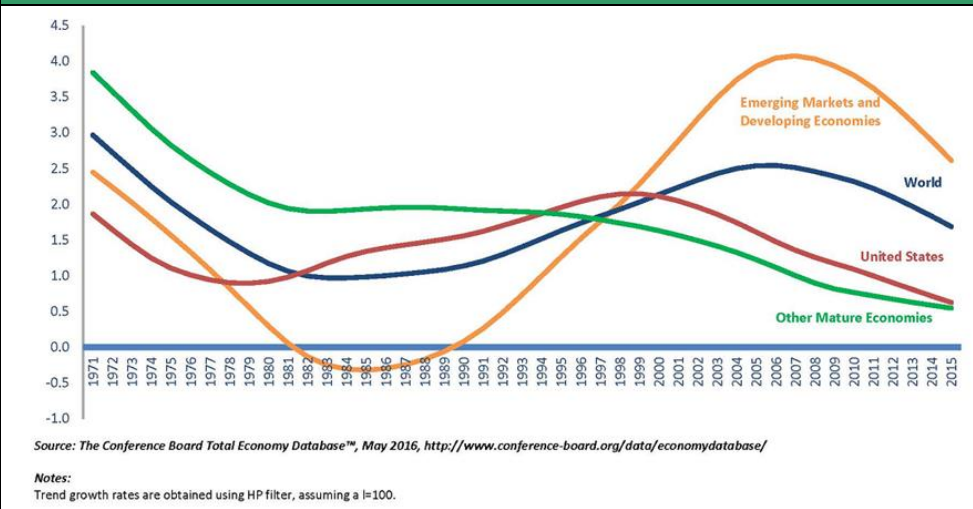
しかしそれにしては奇妙なことに、米国株価が史上最高値を更新したことで、世界的金融不安・株価下落は一旦、はっきりと終わってしまった。あれほど確かに見えた世界危機シナリオが否定され、自信に満ちていた悲観論者が突如思考停止に陥っている。もともと企業業績は高水準で見通しも暗くはなかった。米国企業は株価に対して 2% の配当と 3% の自社株買いの合計 5% を株主に還元しており、それは 1.5% の長期金利の 3 倍以上であり、バリュエーション上も経済合理性の面からも株高は十分に正当化できる状況であった。また空前の技術産業革命が進行し、人々のライフスタイルが劇的に変化しつつある。米国では雇用が顕著に回復し、物価の上昇圧力が高まっている。いずれも悲観論では説明できない事柄である。

よく検証するとこれまでの悲観論の根拠が大分怪しかった。上述①投資需要が小さいと言うのは、急激な産業革命により、設備・システム・サービスの価格が急低下しているからであり、資金需要の小ささは資本生産性の上昇によると考えるほうが自然である。②中央銀行の過剰緩和が長期金利低下をもたらしていると言う議論も一面的、もし中央銀行の超金融緩和が無かったら、景気はより悪化し資産価格は下落して、行き場を失った資本は国債に集中してもっと金利を押し下げていたはずである、③の生産性の伸びの鈍化は最もまともな悲観論の根拠であるが、以下詳述するように生産性下落の統計自体が怪しい。④の世界株安との同時進行が否定された今、悲観論の根底的誤りが露呈しつつある、と言える。

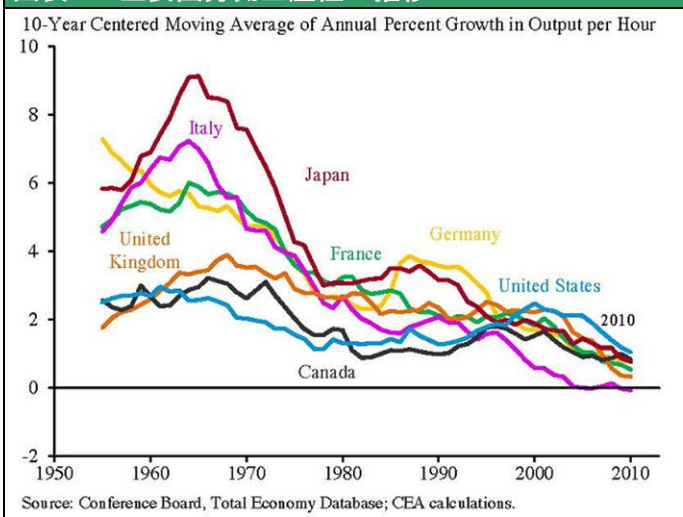
生産性の伸び率低下と言う統計は全く信用できない

近年の生産性の伸び率低下は統計上では、否定できない事実である。図表 5 は米国コンファレンスボードが発表した世界各地域の生産性上昇率推移であるが、2007 年のリーマンショック以降の同時下落が顕著である。特に米国の生産性上昇率の鈍化が大きい(図表 6)。

図表 5：統計上の世界的生産性低下



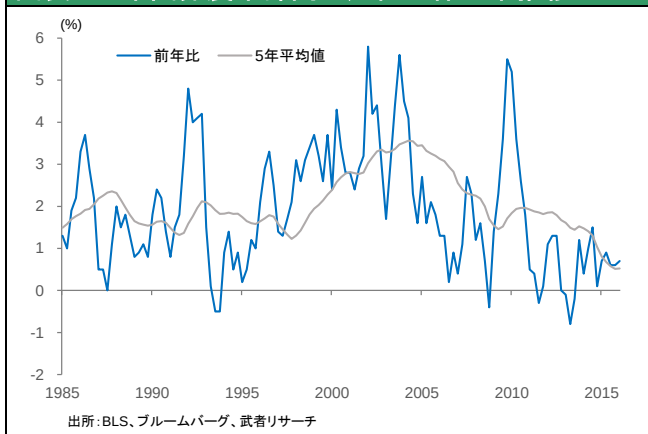
図表 6：主要国労働生産性の推移



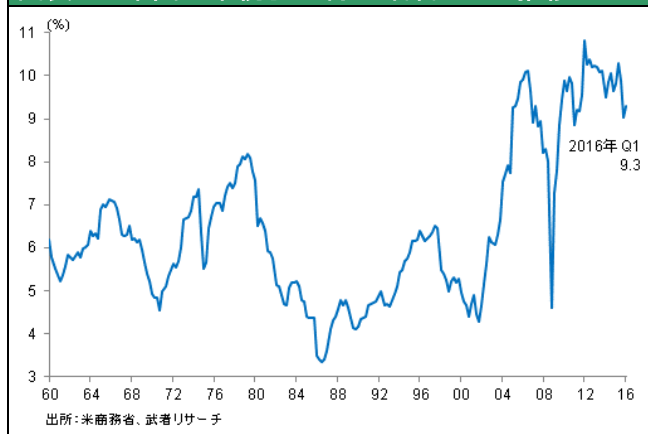
しかしそれならなぜ企業収益がこれほどまでに好調なのだろうか。図表 8 に見るように、米国企業利益は、絶対額で見ても、対 GDP 比で見ても、空前の高水準にある。金と人が余っているということは資本・労働投入が減っていること、加えて生産性の伸びが落ちているとすれば、余程の生産の落ち込みが起こっていると考えるを得ない。それは企業収益に大打撃を与えているはずであるのに、利益実態は逆である。これは矛盾している。①人・金余り、②高企業収益、③生産性の伸びの低下、の 3 つが同時に成り立つはずはないのだから、何かが間違いなのである。そして①人と金の余剰、②高企業利益は明白な事実であるわけだから、生産性低下と言う統計が事実をとらえていない、と解釈するほかはない事態である、といえる。

これまで悲観論者は企業収益の悪化がいずれ起きると言う想定の下で、上述の矛盾を説明してきた。しかしリーマンショックの谷を経てもなお 10 年にわたって企業の高利潤が定着しており、生産性が低下している、という悲観論者の論拠は危うくなっている。

図表 7：米国非農業部門生産性の伸び率推移



図表 8：米国企業税引き利益/名目 GDP 推移



これこそ生産性パラドックスと言われるものである。統計上の労働生産性の伸び率の低下が現実の経済との間で齟齬をきたしているのである。日銀は 3 月 28 日「先進国における労働生産性伸び率の鈍化」と題する調査レポートを発表しこの問題の解析をしている。日銀は生産性上昇率低下の原因として、①資本の **misallocation**、②労働の **mismatch**、③計測の問題(**measurement problem**)が指摘できる、としながら、結論は避けている。しかし 3 要因のうち①、②は同義反復に近く、説明力が乏しいのではないか(生産性が低下しているのに金と人が余っているとすれば、資源配分が歪んでいるからと言う議論は、言わずもがなの論理ではないか)。

生産性統計の誤りを主張する論者の根拠

今や統計が間違っていると明確にするべき時ではないか。少なからぬエコノミストがそう主張し始めている。マーチン・フェルドシュタインハーバード大教授は「公式統計では、米国の一人当たり GDP 伸び率は 2.2%(1981-1972) から 1.5%(1972 年～)へと鈍化している。しかし実際は逆に約 3%上昇していたのではないか。経済統計は新しい製品やサービスがもたらす生活水準の上昇の大半をとらえていない(空調設備、抗がん剤、新娯楽、グーグル・フェイスブックによる新サービス等)」Martin Feldstein(日経 9/7/15)と主張している。

またエリック・ブリニョルフソン MIT 教授、アンドリュー・マカフィー教授は「第二の機械化時代」、つまり第一の機械による肉体労働の代替に次ぐ、第二のコンピュータによる知力代替の時代が到来していることを述べ、「ムーアの法則(2 年で 2 倍)は持続し、生産性の伸びは落ちていない。生産性上昇が過小評価されている。①コンピューティングパワーの生産性の過小評価(MPU の価格下落停止による)、②新規サービスが捕捉されていない、③消費者余剰(市場価格を上回る消費者が獲得する利便性)、④無形資産投資の過小評価など、が要因である。」と主張している。それはアマゾンの創始者ジェフ・ベソス氏が主張する “We are nearing the Golden age of AI” という大局観とも整合的である。

(2) 弊社の解釈→空前の超過利潤が資本余剰を生んでいる、余剰資本を活用できるかが鍵

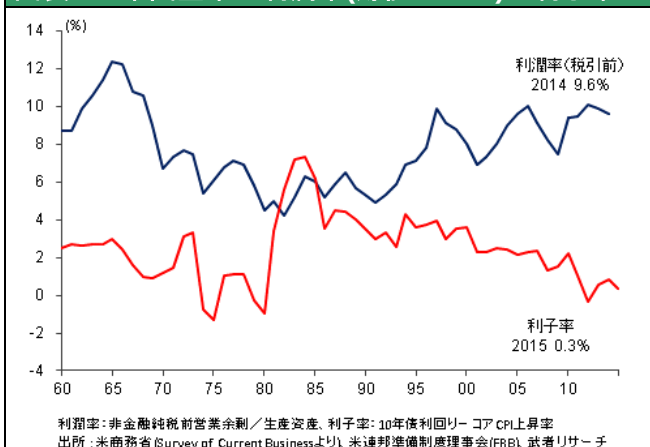
利潤率と利子率の二極分化の原因

この企業の高利潤と空前の金利低下という普通ではない現実には、企業が新産業革命による生産性向上により、著しい超過利潤を獲得していることに根本の原因があると考えられる。つまり、企業は大儲けしている。しかし儲かったお金を再投資できなくて遊ばせ、金利が下がっている。先進国で顕著になっている金利低下は資本の「slack(余剰)」が存在していることを示唆している。また雇用の停滞、(失業率高止まり、低労働参加率、弱賃金上昇力)は、労働余剰「slack」の存在を示している。なぜ「slack(余剰)」が問題になるほど増加してきたのか。その原因は企業における労働と資本の生産性の顕著な上昇にあると考えられる。IT、スマートフォン、クラウドコンピューティングなどの新産業革命は、クーローバリゼーションを巻き込み、空前の生産性向上をもたらし、労働投入、資本投入の必要量を著しく低下させている。それは直ちに企業収益の顕著な増加をもたらすと同時に「slack(余剰)」を生んでいるのである。米国も日本・欧州においても企業は減価償却額をすべて再投資する必要がなくなって久しい。アップル、グーグルなどのリーディング企業は巨額の資本余剰を抱えることが常態化している。

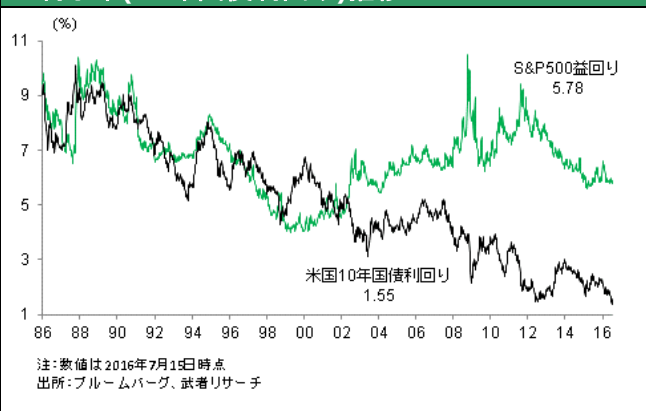
政策による余剰資本の活用が鍵に

企業の超過利潤が退蔵され長期金利を押し下げ続けているとしたら、この現実には放置できるものではない。第一に格差拡大をもたらし、社会不安を高める。労働所得の相対的低下と資本配分率上昇により資本家を有利にする、また技能・知能格差による所得格差、国際分業による格差拡大を引き起こす。第二により本質的な問題は、資本の退蔵・死蔵は資本主義の死を意味する、ということである。つまり状況変更に対する政策のコミットメントがなければ資本主義は崩壊してしまうかもしれないのである。

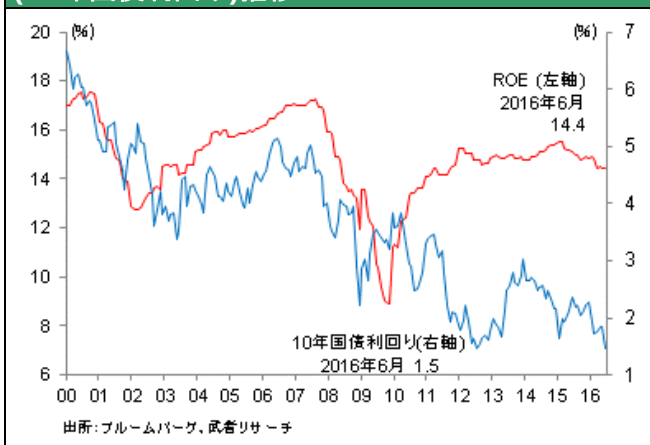
図表 9：米国企業の利潤率(簿価ベース)と利子率



図表 10：米国企業の利潤率(時価ベース=益回り)と利子率(10年国債利回り)推移



図表 11：米国のROE(簿価ベース利潤率)と利子率(10年国債利回り)推移



図表 12：日本のROE(簿価ベース利潤率)と利子率(10年国債利回り)推移



破局のシナリオ、無策、金融財政引き締め

今後の展望は二つに分かれる。第一の可能性は、無策または資本の死蔵を促進するような引き締めの金融・財政政策が打ち出された場合、経済は崩壊、株は大暴落する。企業の高利潤が実物経済に還元・再投資されないと言うこ

の現実、あたかも「悪徳商人が儲けた小判を地中に埋蔵し、そのおかげで世間に出回る小判が減り、経済活動が悪化していく」と言う江戸時代にも批判された商業モラルの頹廃」そのものである。資本主義の本質は資本の形態転換による価値増殖の無限の連鎖と言うのはマルクスの定理であるが、それにも抵触する。つまり $G(\text{貨幣:資本の初期形態}) \rightarrow W(\text{資本の商品:材料、労働力、機械などへの形態転換}) \rightarrow \angle G(\text{増殖した貨幣})$ という本来の流れに対して、今 $G(\text{貨幣:初期の資本形態}) \rightarrow G \rightarrow G$ という形態転換がなく価値が増殖しない資本運用(現金退蔵、CASH IS KING)が圧倒的多数となっている。いかに企業が高収益とはいえ資本主義の機能不全とも言えるこの状況が放置され続ければ、各国経済は長期停滞の末に破局に導かれるという重大な困難である。

希望のシナリオ、政策による需要創造の3つのイニシャティブ

第二の可能性は、政策により利潤率と利率の収れんが図られる場合。余剰資本を政策の力で实体经济に還流させ成長加速により利率が上昇するというシナリオである。これができれば明るい将来展望が描かれる。資本を還流させる政策オプションとしては、①金融政策、②財政政策、③所得・社会政策、の3つが考えられる。

- ① **金融政策**⇒株高による時価ベースの利潤率(益回り)の引き下げ、自社株買いはその橋渡
- ② **財政政策**⇒ケインズ政策/民間投資を喚起する制度変更(例えばPFIやレベニュー債発行)
- ③ **所得政策(社会政策)**⇒賃上げ、労働分配率低下と消費増、ベーシックインカムなどの社会的所得配分も。

これらの政策イニシャティブにより、技術産業革命の成果が成長と人々の生活の向上に結び付き経済成長率が高められる。米国の好みは、①、②、③の順、自己責任・個人主義が徹底している米国は社会・所得政策と言う非市場的資源配分を好まない。欧州の好みは③かもしれない。日本はその中間に位置する。米国株式市場最高値更新は、第二の楽観シナリオが見えてきたことによるのかもしれない。

(3) 米国は日欧が陥った「流動性の罠」を回避できる

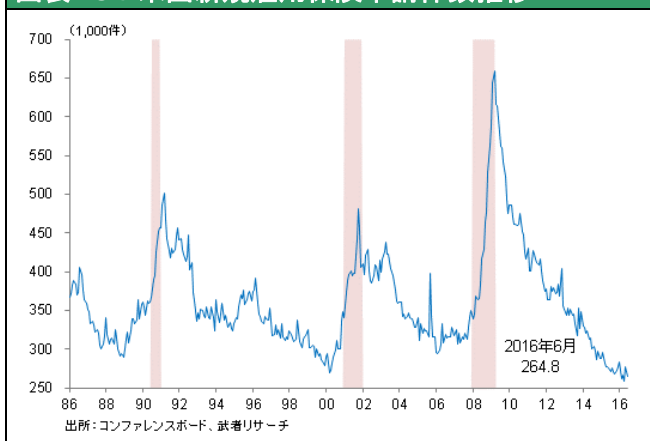
米国が希望の星に

今なぜ米国が注目され、希望の星になっているかと言えば、先進国で唯一長期金利がまともな水準を保ち、銀行利ザヤが確保され、年率5%ペースの信用増加が続いている、つまり「流動性の罠」に陥っていない国だからである。米国は日欧が陥った「流動性の罠」を回避できそうである。そうなれば米国の成功体験が教訓となり日欧が「流動性の罠」から生還できる。

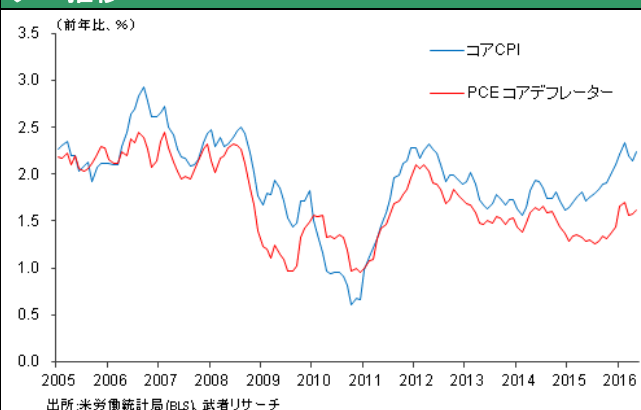
米国の経済展望は明るい。ここ数年経済拡大が続くそうである。①サービス消費起点の好循環、②アップサイド余地大きい住宅、③本格起動準備の公的需要、④活力ある信用拡大の4つの景気拡大の推進力が健在である。

ただ米国は景気サイクルの後半に入り、インフレリスクが高まりつつある。雇用増、労働需給のひっ迫が賃金上昇圧力を高め、労働分配率を上昇させ、物価上昇率を高めている。完全雇用の実現、2%インフレーターゲットの実現という量的金融緩和の目的がほぼ達成されつつあることを示している(日本・欧州は成功とは言えないが)。

図表 13：米国新規雇用保険申請件数推移



図表 14：米国コアCPI推移、PCEコアデフレーター推移

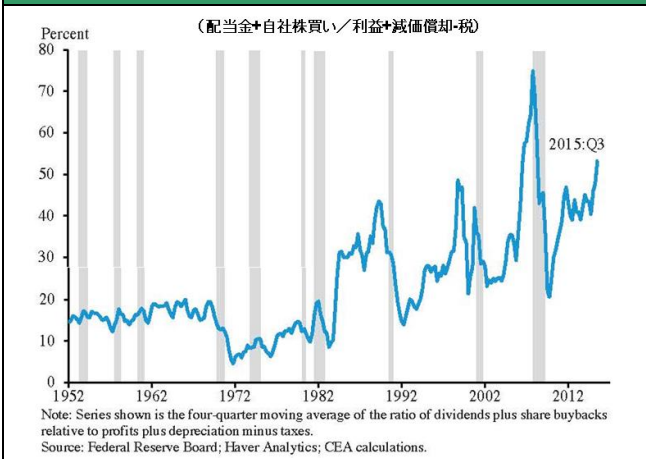


米国を「流動性の罠」から救った、政策と市場の効率性

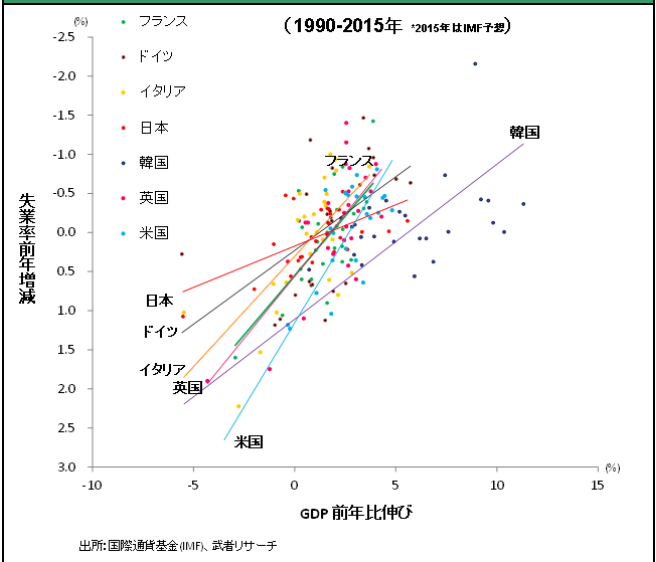
それにしてもなぜ米国だけが、先進国で唯一流動性の罠を回避できたのだろうか。それを可能にしたものとして、①前 FRB 議長バーナンキ氏による迅速・適切な政策選択、②効率的、弾力的な労働、資本市場の 2 要因、が指摘できる。政策力と市場の効率性の二つこそ、米国が世界で最も優れている要素である。図表 16 は失業率変化と GDP 変化の相関度を国ごとにみたものであるが、米国が最もスティーブ、つまり弾力的であることが明瞭である(日本は最低)。また資本市場においても、金利低下を活用した、裁定的投資がおこなわれ、資本の最適配分が担保されている。現在米国の債務拡大を担っているのは、企業と家計の消費者ローンであり、ともに合理的金融財務活動を推進している。企業の債務増(年 7%増)のうち半分は自社株買い用であり、企業は低金利を利用し資本の債務化(Equity to Debt Swap)を活発化させ財務効率を高めている。また家計は雇用回復によりリスクテイク能力が高まり、消費者ローンを 7%成長に復帰させている(住宅ローンは 1%台と低調)。

とは言え米国も「流動性の罠」に陥るリスクがあるとすれば、それは世界的金利低下の波が米国に押し寄せ長期金利を潰すこと。世界景気の後退と米国独り勝ちドル高、米国への世界の余剰資金の集中をもたらし、**dollar cash is king** つまり、ドル現金選好が際限なく進むケース、米国経済パフォーマンスの圧倒的優位性が明確な今、この可能性は十分に考えられる。理由は何であれ米国長期金利が日欧の様に潰されれば、金利スプレッドがなくなり、金融市場が不能化する事態も考えられる。その場合の鍵は、空前の長期金利低下を是とする政策を打ち出せるかであり、カギはケインズ政策にある。

図表 15：非金融企業の株主の還元



図表 16：失業率変化 VS GDP 成長率の国際比較

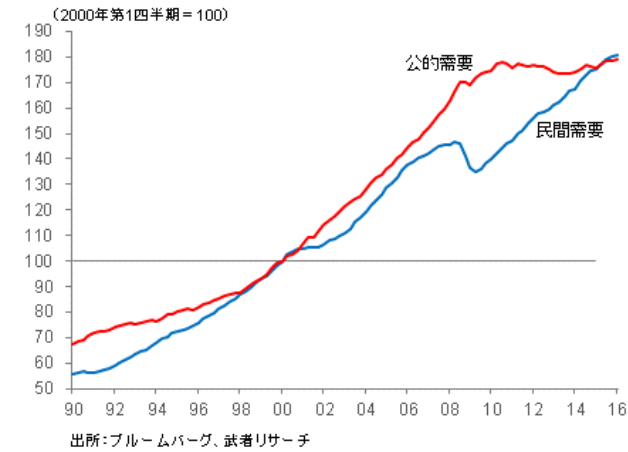


ヒラリー・クリントン or トランプが開く新ケインズ時代

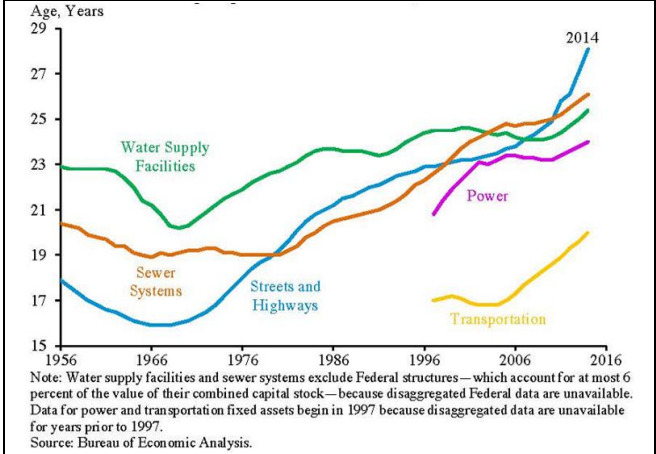
資本が潤沢化し金利が限りなく低下したとして、米国政府は本格的ケインズ政策に乗り出すだろう。何に投資するか、インフラ、国防、技術開発、環境(?)。次期大統領候補は民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補共に、積極的財政政策を政策アジェンダとして挙げている。実際米国インフラの老朽化が進んでおり、財政赤字も GDP 比 10%(2010 年)から 2%台(2015 年)まで低下しており、長期金利は空前の低さ、となれば絶好のケインズ政策環境と言える。考えてみればよい時代。ふんだんに資金があり、その使い道に困っているということなのだから。人間の英知でこの前人未達の事態を切り開くことができないわけがない、と考えるべきである。

図表 19 の米国の経済レジームと実質株価の推移を参照されたい。米国では①古典的自由主義経済の繁栄と挫折、②ケインズ財政経済の繁栄と挫折、③新自由主義経済の繁栄と挫折、と変遷してきたが、今まさに新ケインズ時代に入りかかるところではないか。共和党のトランプ候補が共和党の伝統的経済政策小さな政府志向を捨てている点に、時代の変化を感じさせる。

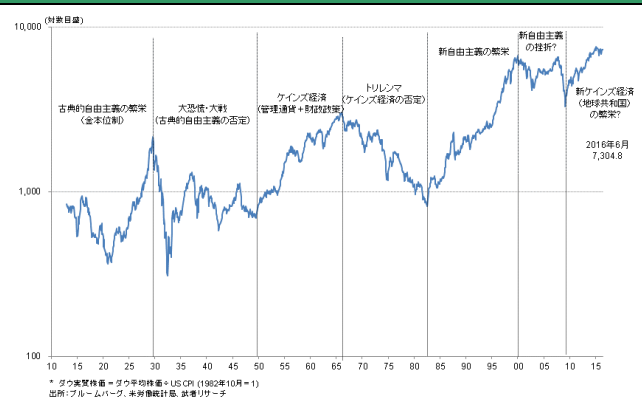
図表 17：米国民間・公的需要推移



図表 18：米国公共構造物平均年齢



図表 19：米国経済レジームと実質株価



(4) 日本株式に対する含意

米国より喫緊の政策発動、①、②、③の総合発動を

金利低下のメリットを生かし切る政策が鍵、と言うのは米国以上に今の日本により当てはまる。政府も企業も個人ももっと借金をし、借金者がもっともっと報われる環境をつくる必要がある。それに対する反対が多いのは、これまでの常識、公序良俗に違反しているように思われるから。その観念的反対論を打ち破る経済論が必要である。そうならば壮大な日本株高が期待できる。日経平均 3 万、4 万も夢でなく、また企業収益と低金利の下ではその株価水準は十分に正当化できることである。安倍首相は今回の経済対策を「未来への投資」と呼んでいる。リニア整備などの箱モノ投資だけでなく、日本人のライフスタイル向上とイノベーション促進の双方向の好循環をもたらすことに狙いを定めた諸制度の見直し、そして、その目的に合致した財政支出を優先的にを行い、日銀がそれを金融的に支援すると言う、日本版のインシヤティブが期待される。

日本株サマラーリーの入り口に

米国株価史上最高値、世界金融危機回避、米国経済の成長と米国長期金利の底入れ上昇、米国利上げ、そしてアベノミクス巻き直し、と言う環境の下では、日本株式の年後半の活況の可能性が強まる。

ここ数か月武者リサーチは年初来の日本株一人負けの先のシナリオに 3 通りあると主張してきた。

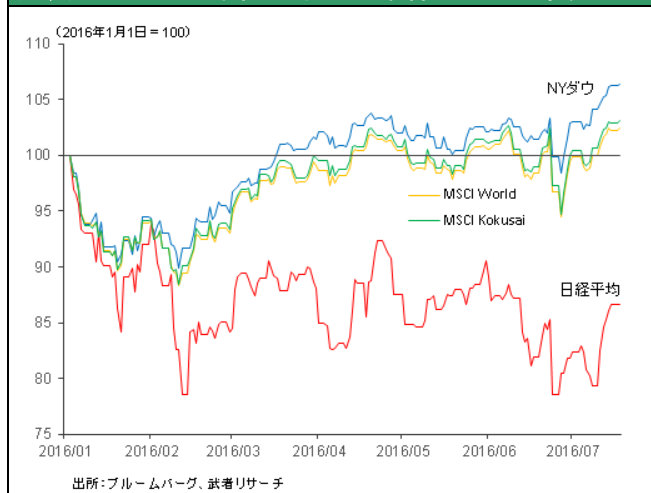
シナリオ①日本株一人負け継続⇒確率 0%、なぜなら日本経済一人負けは起こりようもないから。

シナリオ②日本株式の急キャッチアップラリー⇒確率 70%、なぜなら日本株一人負けをもたらした円独歩高が転換する可能性が高いから。円高転換の条件は米国の景気堅調と中国経済金融の小康化だが、両者の可能性は短期では高い。

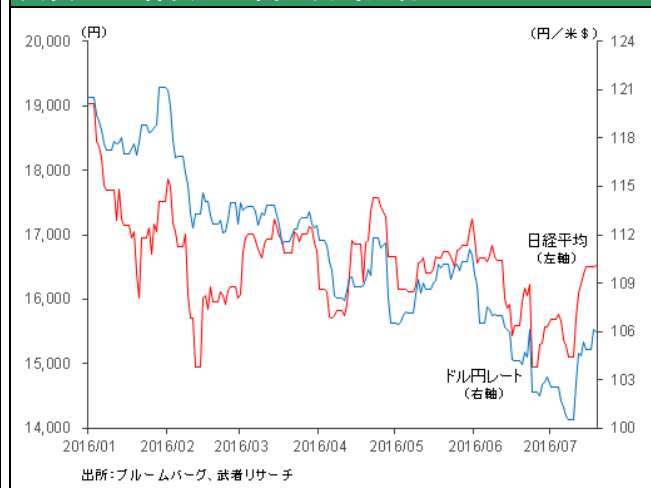
シナリオ③世界株式大暴落⇒確率 30%、日本株に追随し世界的株価下落が起きるとすれば中国金融危機が勃発する場合だが、その可能性は短期では小さい。

そして当面シナリオ③の世界株式大暴落シナリオが封印された今、意外な株高の可能性もあり得る。タイミング的には9月杭州のG20サミットを前に、世界的リーフレアリーが起きる可能性もある。ただ、人民元相場と中国外貨準備高の帰趨が世界金融危機を引き起す引き金となる公算が強いので、この二つの数字は引き続き要注意である。

図表 20：2016 年初以来の日本株式の一人負け



図表 21：株安と円高の同時進行



著作権表示©2016 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。