

投資ストラテジーの焦点 (294 号)

新たな発展段階入りが見えてきた米国経済

～ 世界随一の米国経済の中長期展開力 ～

米国株はリーマンショック後安値から2倍に上昇、昨年のギリシャ危機後には2割下落したがそれも埋め、リーマンショック前の史上最高値にあと1割と迫っている。他方、日本株はリーマンショック後の安値圏から3割上昇にとどまり、低迷を続けている。(A)米国株価が世界の趨勢をリードするのか、それとも(B)日本の停滞が世界の将来を先導しているのだろうか。(A)なら世界経済は成長を続け、出遅れている日本株式がキャッチアップ、大幅な上昇の可能性が見えてくる。(B)なら世界の経済成長は息切れ、デフレ陥落となり、米国株価は急落する可能性を秘めている。投資家も経営者も意思決定において、どちらかを想定しなければならない場面である。当社の答えは(A)、「世界経済は拡大軌道をたどり、日本が陥ったデフレにはならない、日本株には大きなチャンスがある」である。そしてその鍵は欧州でも中国でもなく、依然世界の中心に座っている米国経済の帰趨にかかっている。

その米国はリーマンショック後の調整を完了し、中期展開力を強めている。しかるに、観念的米国悲観が蔓延している。データに基づいた米国経済の多面的分析が求められる。

＜目次＞

1. 米国の強み、長期潜在力の決定要因
2. 米国経済の展望を混乱させる矛盾点と推進力
3. 利子率と利潤率の乖離=空前のリスクプレミアム
4. 米国ダウ100年史に見る経済と市場の発展・・・3つの推進力
5. 成長制約、米国の債務問題をどう考えるか
6. 米国の長期成長構造は健在

----- お知らせ -----



東日本に未曾有の被害をもたらした大震災から1年、日本はお互いを助け合う絆を確認し、復興と経済復活に向けて邁進しております。昨年5月14日、「必ずニッポンは立ち直り、世界に復権する」義捐金セミナーを実施しました。今年も志を共にするメンバーが集まり、日本経済・株式の今後の展望について改めて語り合いたいと考えております。

日 時 2012年5月13日 (日) 13:25～ (13:00受付開始)

場 所 東京国立博物館 平成館大講堂

定 員 席数400席

参加費 無料 ※当日会場にて義捐金 (1口3,000円) をお願いいたします。

義捐金は主催者を通じて全額「東日本大震災こども未来基金」に寄付いたします。

⇒お申込はこちらから <http://minkabu.jp/top/news/489>

.....

本レポートは本年2月10日、日本アナリスト協会で行った講演録に加筆修正したもの。講演録は『協会ホームページ』に掲載されており、転載に際して日本証券アナリスト協会の許可を得ている。転載に際しての著作権は日本証券アナリスト協会®に属し、無断複製・転載を禁じます。

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

第一章 米国の強み、長期潜在力の決定要因

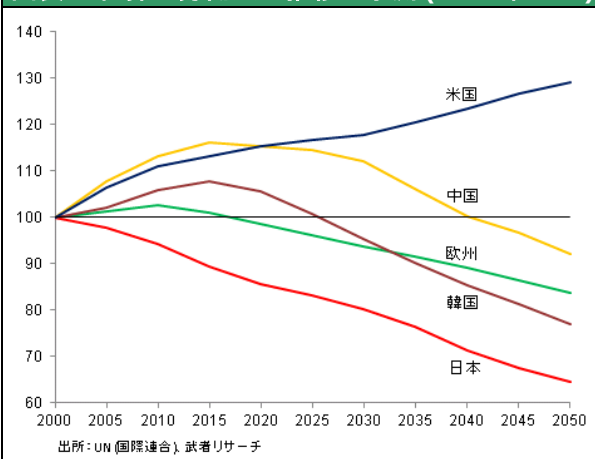
米国に対する悲観論は、過去何度も繰り返されてきたが、現実のものとなったことはない。1993 年、米国経済は立ち直るという趣旨で「アメリカ 蘇生する資本主義」（東洋経済新報社）という本を出版したが、当時は、悲観論が大勢を占めていた。その時も、米国は、想定以上に力強く復活した。筆者は、日本人は米国に対して悲観的に見る傾向があると思うが、これは、日本の将来やビジネスを危うくする議論であると思う。以下では、その根拠となる議論やデータについて延べることにする。

主要国で唯一労働人口の中長期増加国

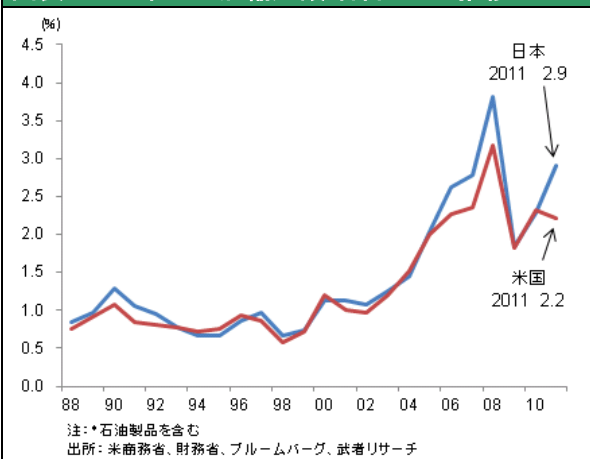
これまでのように、軍事や政治面だけでなく、アメリカを中心とする世界経済の一体化は、まだ途上にあると考えられる。先ず米国の中長期展開力を支えると思われるいくつか的事例を紹介したい。第一は、図表 1 に見る人口動態である。国連は、世界の労働人口（15 歳から 65 歳まで）の推移について、中国、欧州、韓国、日本において 2010 年から 2015 年をピークに低下していくと予測している。現在、一定の工業水準に達している国で、長期にわたり労働人口が増加すると予測されているのは、米国だけである。

また、シェールガス革命により米国の天然ガス価格が著しく下落、エネルギーコストの低下により、経済成長率が中期的に高まる局面にあると考えられる。石油輸入額の名目 GDP に対する比率を見ると、日米共に 1990 年代は 1%程度で推移していたが、2008 年には、米国が 3%強、日本は 4%弱にまで上昇している。2011 年は、日本が 2.9%、米国が 2.2%であった（図表 2）。この米国の輸入エネルギー依存度が、再び 1%、あるいはそれ以下に低下していくことも考えられ、米国は、新たなエネルギー革命の恩恵を大きく受けると思われ。

図表 1：世界の労働人口推移と予測 (2000 年=100)



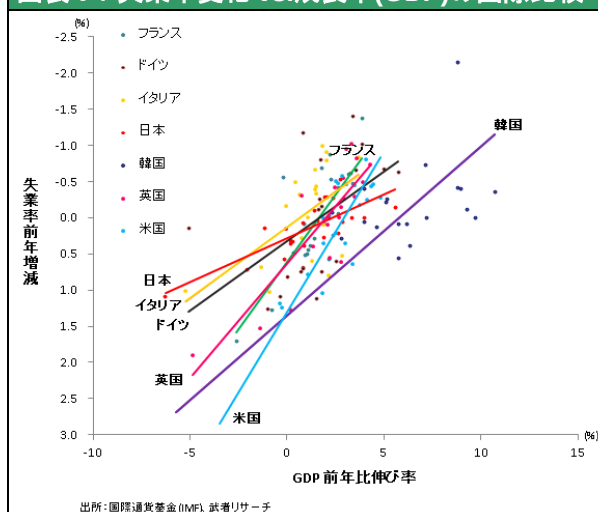
図表 2：日米の石油輸入額/名目 GDP 推移



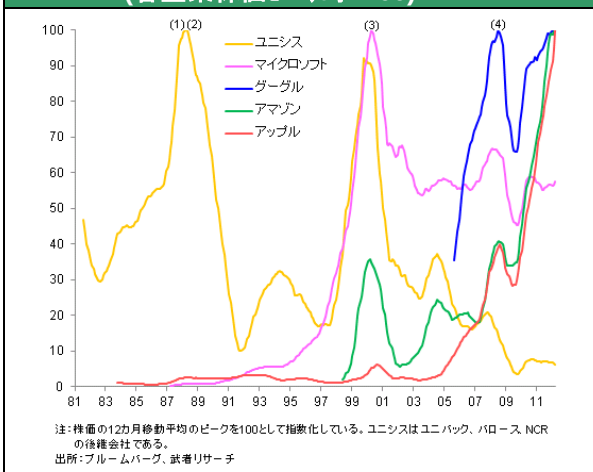
最も効率的労働市場と活発な創造的破壊

3 つ目の事例として、中長期的な観点から見ると、米国は世界で最も効率的な労働市場であることがあげられる。図表 3 は、失業率と成長率の関係いわゆる、オクンの法則をグラフ化し、主要国の傾向を比較したものである。経済成長率と失業率には強い相関があることがわかっているが、図表 3 では、米国の労働市場が最も弾力的であることが看取される。景気が少しでも悪くなると直ぐにレイオフが行われるためであるが、それができない日本の労働市場は、最も硬直的となっている。労働の効率性は、市場経済における重要な均衡回復のエネルギーとなる。米国は、最も創造的破壊が迅速に行われる国であるといえる。その結果としての 4 つ目の事例は、依然として米国産業の新陳代謝は高く、常に、ニューカマーが生まれてきていることが挙げられる。図表 4 によってリーディング IT 企業（ユニシス、マイクロソフト、グーグル、アマゾン、アップル）の株価推移を見ると、トップが常に入れ替わっていることがわかる。30 年から 40 年前のハイテク産業では、大型コンピュータの IBM やユニシスが代表的企業であった。その後は、インテルやマイクロソフトといったパソコンの時代になり、グーグル、アップル、そして上場を控えているフェイスブックの時代へと移り変わってきた。いずれも 10 年も経たない内に IT 産業における主導企業が変わっており、トップを走るのは、生まれたばかりの若い企業であることが多い。若い世代が経済をリードする勢いを維持しているのが米国だけである。世界最大の軍事大国、覇権大国であると同時に、経済超大国国としても依然として抜きん出た存在であることは間違いない。

図表 3：失業率変化 vs.成長率(GDP)の国際比較



図表 4：米国リーディング IT 企業の株価推移 (各企業株価ピーク時=100)

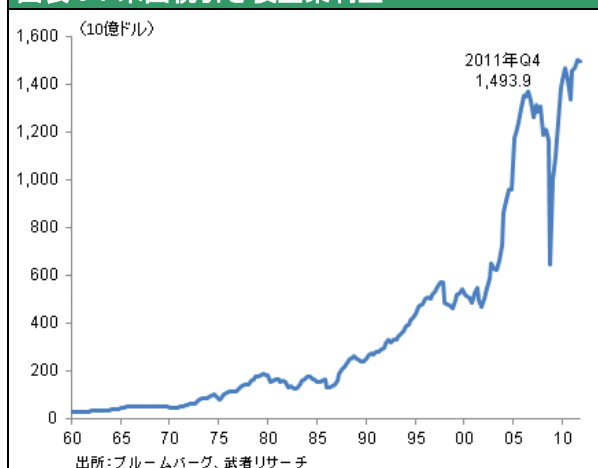


第二章 米国経済の展望を混乱させる矛盾点と推進力

空前の企業利益 vs. 戦後最悪の雇用

それでは、短期的な観点から見た米国経済はどうであろうか。日本の産業界全体としては、最悪の事態はまだ終わっていないというのがコンセンサスのようであるが、株式市場では今後を楽観視する動きを見せている。現在の米国経済は、ジキルとハイドのように極めて異なる側面を持っており、このことが解釈を混乱させている。2つの際立った矛盾点があげられる。まず第一は、史上最高の企業利益が1年以上も続いている一方(図表5)で、雇用の回復が進んでいないことである。リーマンショックによる景気後退で、戦後最大となる880万人の雇用喪失が起これ、その後の回復力は非常に弱いものとなっている(図表6参照)。過去最高の企業利益と戦後最悪の雇用状態が同時に存在しているため、いずれの側面を重視するかによって見方が変わってくることになる。

図表 5：米国税引き後企業利益



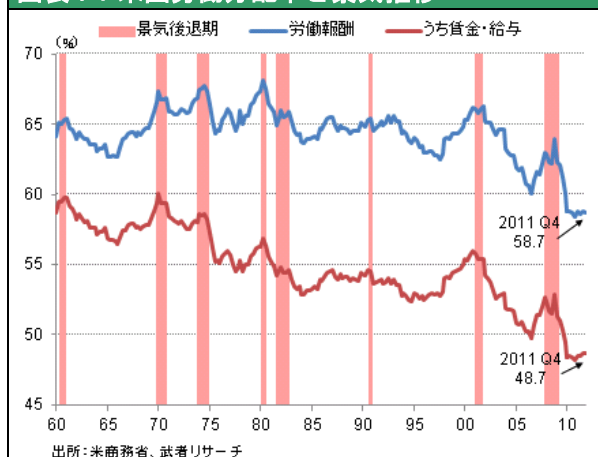
図表 6：リセッションと米国雇用数増減の推移



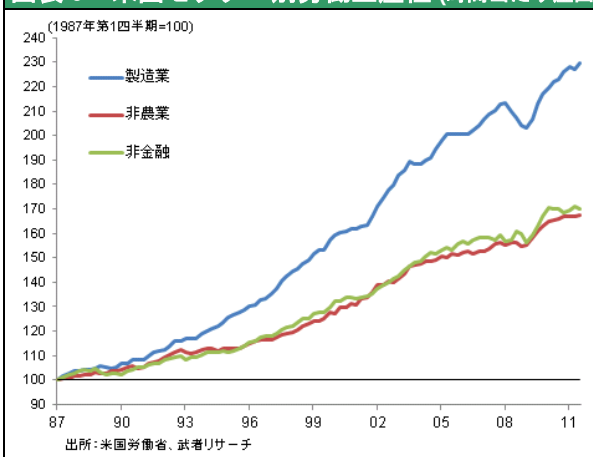
労働分配率低下を推進する生産性革命

その背景に労働分配率の大幅な低下がある。1960年以降で見ると、過去最低の水準にまで低下している(図表7)。つまり、レイオフや給与の抑制など、弱者である労働者に犠牲を強いることで、企業は過去最高利益を計上していると見られてしまうのである。そのことが市場経済の問題点でもあり、米国経済が病んでいると言われる要因となっているが、この議論は誤解である。労働コストの削減によって企業利益が増加するのは、事の一面にしかすぎない。最も重要な側面は、生産性の上昇である。実際、製造業の生産性を見ると、リーマンショック時の落ち込みから急激に回復していることがわかる(図表8)。

図表 7：米国労働分配率と景気推移



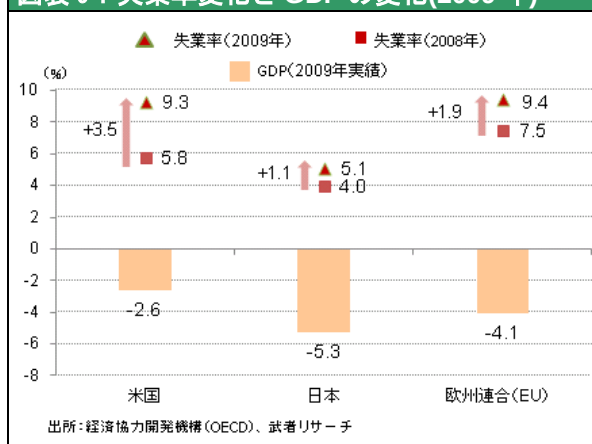
図表 8：米国セクター別労働生産性（時間当たり産出）



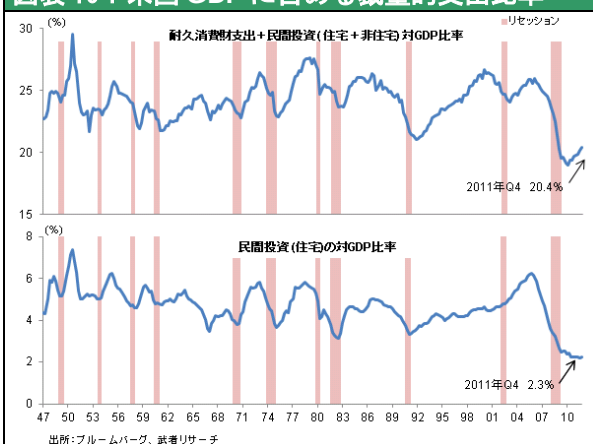
その他の産業においても、かつて無いような生産性の上昇が起こっている。グローバル化やインターネットなどの IT 革命が日進月歩の勢いで続いており、生産性の向上を支えている。現在、世界には第 7 番目の大陸としてネットの世界があるといわれている。メインフレームコンピュータによるオンライン集中処理の時代、パソコン、サーバーによる分散処理、LAN の時代を経て、今クラウドコンピューティングとそれに連携する諸インテリジェントターミナル（スマートフォン、タブレット、パソコンなど）の時代となった。そこには、まったく別のコミュニティが出来上がっており、「アラブの春」のような民主化運動の背景で大きな役割を果たしている。世界中のあらゆる情報や経済分析に必要なデータやソフトも、インターネットで瞬時に取得でき、まだまだ進化を続けている。これらが、かつて無い生産性革命と劇的なビジネスモデルの進化を引き起こしているといえる。企業は常に、最新鋭の技術環境と装置を導入してモデルを見直し、グローバルスケールでアロケーションを変えていかなければならない。このような技術変化は世界共通のものであるが、米国において特に失業者が多いと言うことは、米国経済が非常に弾力的で新しいビジネス環境に迅速に対応しているからである。前述のハイテク企業の世代交代は、そうした技術環境の転換と符合している。

主要国の失業率の変化と GDP 成長率の推移を見ると、景気が後退した 2009 年の米国の GDP 成長率はマイナス 2.6%であったが、失業率は 5.8%から 9.3%へと 3.5%上昇した。一方、日本の GDP 成長率はマイナス 5.3%と大きく落ち込んだが、失業率は 4.0%から 5.1%へと 1.1%の上昇にとどまっている。欧州の GDP 成長率もマイナス 4.1%で、失業率は 7.5%から 9.4%と 1.9%の上昇でしかなかった(図表 9)。つまり、日本や欧州では、生産の落ち込みに対して雇用削減が追いつかない状態にある。したがって、米国経済における雇用悪化は、生産性の向上から派生したものであり、今後は良い方向へ向かうと考えている。リーマンショック後も同様の見方をしていたが、現在もそれは変わっていない。

図表 9：失業率変化と GDP の変化(2009 年)



図表 10：米国 GDP に占める裁量的支出比率

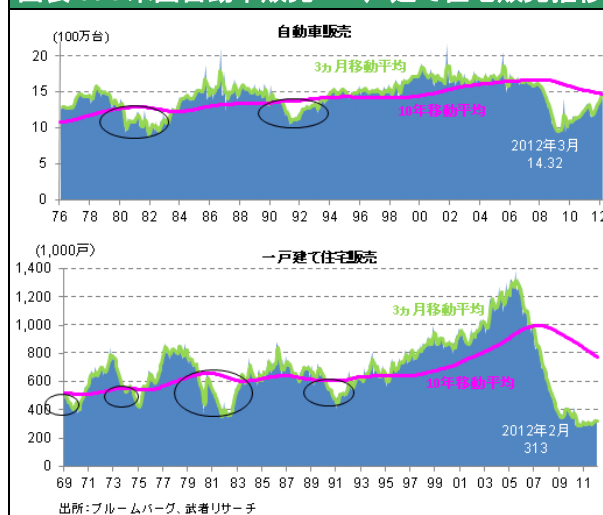


低需要 vs. 高貯蓄

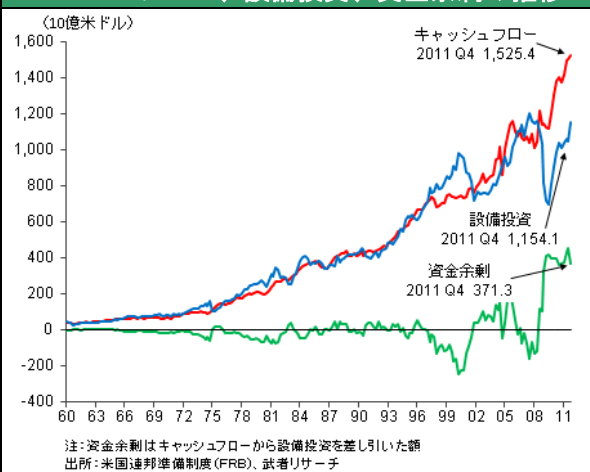
さて、高企業利益 vs. 低雇用の外に米国経済が抱えるもうひとつの矛盾点は、戦後最低の需要に対して過去最高の貯蓄が存在していることである。図表 10 によって米国 GDP に対する裁量的支出（耐久消費財+民間投資（住宅+非住宅））の割合を見ると、これまでは、景気が良ければ上昇し、悪ければ落ち込むという

状態を繰り返してきた。この比率は、リーマンショック前のピーク時で 25% 超であったが、景気後退により戦後最低の水準である 19% にまで低下している。リーマンショック以前は過剰消費の状態であったが、リーマンショック後は、極めて抑制された状況にあるといえる。裁量的支出の落ち込みの主な要因は、住宅投資である。住宅投資の対 GDP 比率は、リーマンショック以前のピーク時で 6% あったが、現在は 2% 台にまで落ち込んでいる。現在の住宅販売数は 30 万戸程度で、ピークであったリーマンショック前の 140 万戸弱の水準から大きく下落したままである。自動車需要も住宅に比べるとやや回復傾向にあるものの、販売台数は 1,400 万台程度で、過去の水準から見ても低いままである。(図表 11 参照)。

図表 11：米国自動車販売・一戸建て住宅販売推移



図表 12：米国企業(非金融)部門のキャッシュフロー、設備投資、資金余剰の推移



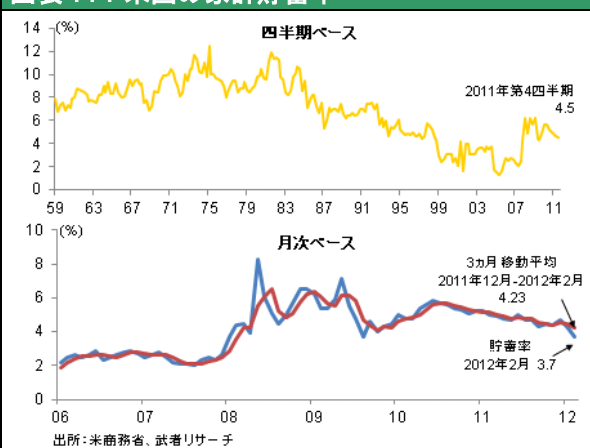
空前の企業資金余剰と株主還元

一方で、民間貯蓄は過去最高額の状態にあり、特に、企業の貯蓄額は、極端な資金余剰となっている。図表 12 に見るようにリーマンショックで景気が落ち込んだにもかかわらず、米国企業のキャッシュフローは顕著な増加を続けている。何故ならば、売上が落ち込んでも雇用の削減によりキャッシュフローを維持、一方で、設備投資を抑制したため、資金余剰がさらに進んだのである。企業はその余剰資金の多くを自社株買いに充ており、それは株式時価総額に対して 4% という高い比率となっている。これに米国株式の配当利回りの 2% を加えると、企業は時価総額の 6% を投資家に対して還元していることになる(図表 13)。また家計の貯蓄率もリーマンショック後大きく上昇し、その後低下傾向にあるものの、過去 20 年間の中では高水準が維持されている(図表 14)。

図表 13：米国配当・バイバック利回りと社債利回りの推移

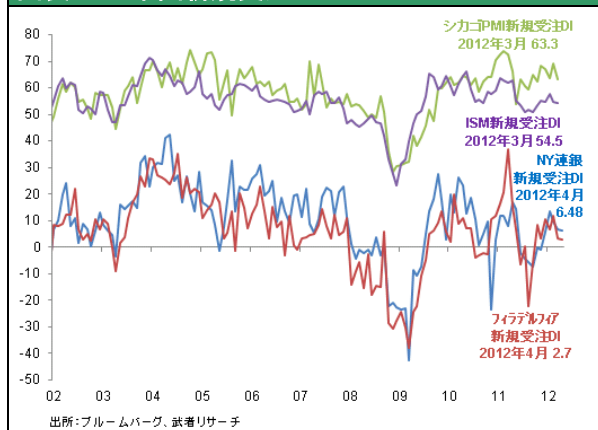


図表 14：米国の家計貯蓄率



このように見てくると需要が弱いのは、お金が無いわけではなく貯蓄を行って消費を抑制しているためであり、その心理状態に問題があるといえる。ただ、短期的な経済指標を見ると、新規受注 DI や新規失業保険申請件数において、ようやく改善の兆しが見られるようになってきた(図表 15、16)。2012 年の春先の新規失業保険申請件数は 35 万件水準まで低下(リーマンショック後のピークは 65 万件)、これは過去から見ても、景気が力強く拡大する直前の水準に近いものとなっている。以上のことから、米国が景気後退の局面に再度向かう可能性は僅少といえる。

図表 15：米国新規受注 DI



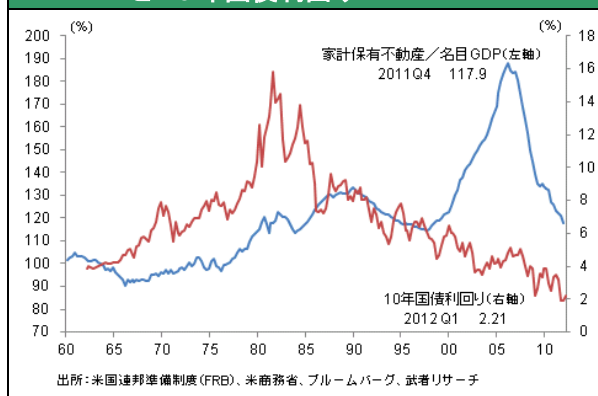
図表 16：米国新規失業保険申請件数



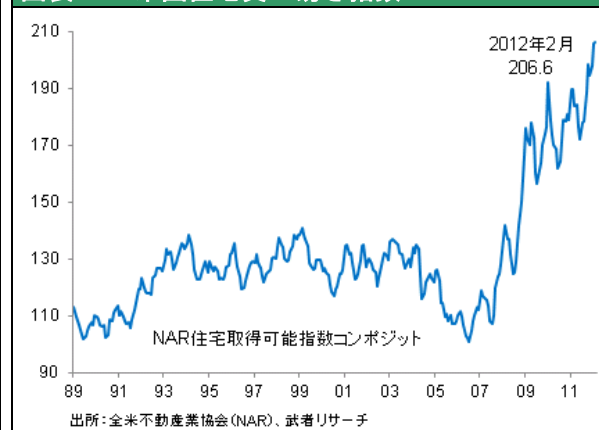
割安感強まる住宅

景気回復の推進力としては、住宅投資の改善が重要なポイントになる。対 GDP 比率で 2.3% 台にまで落ち込んだ住宅投資が、3~4% 台へと回復するだけでも、米国経済への浮揚力は大きく高まる。住宅価格の回復の兆しは見られないが、割安であることは確かである。図表 17 によって名目 GDP に対する家計保有不動産時価の割合を見ると、1990 年代は 1.2 倍程度であったものが 2000 年代のピーク時で 1.9 倍程度まで上昇、現在は、再び 1.2 倍に戻ってきている。全米不動産業協会が出している住宅取得可能指数を見ると（図表 18）、1990 年代は 120~140 の間で推移、その後の住宅バブルにより 100 まで低下、現在は 200 台にまで上昇しており、取得能力から考えると著しく割安な状態にあることを示している。また、住宅ローンの金利も低下、長期的に考えれば、住宅を購入するチャンスでもあるといえよう。住宅価格に対する所有者賃借料比率の水準を見ても、過去最低水準にあり割安さが伺える（図表 19）。回復の兆しが見られないのは、在庫水準が高いためである。抵当で差し押さえられた住宅物件が、大きな売り圧力となって住宅価格を引き下げる要因となっている。住宅ローン延滞率はピーク時から見ると低下したものの依然として高水準で、住宅抵当差押え比率を見ても抵当物件が減っていないことを示している。ただし、長期的に見れば転換の兆しも見られる。空き家件数を見ると、長期トレンドの傾向線から乖離していたが、その乖離幅が小さくなってきている（図表 20）。

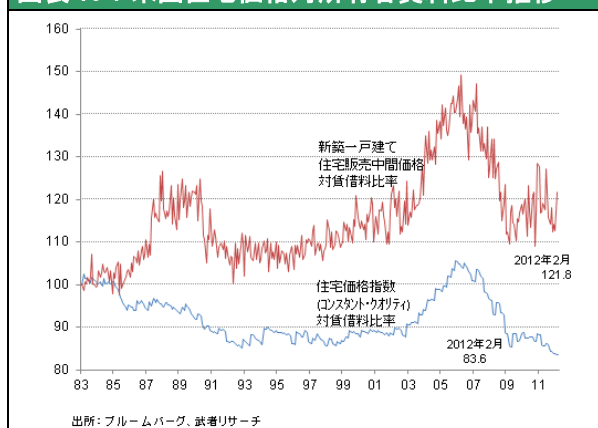
図表 17：米国家計保有不動産時価/名目 GDP と 10 年国債利回り



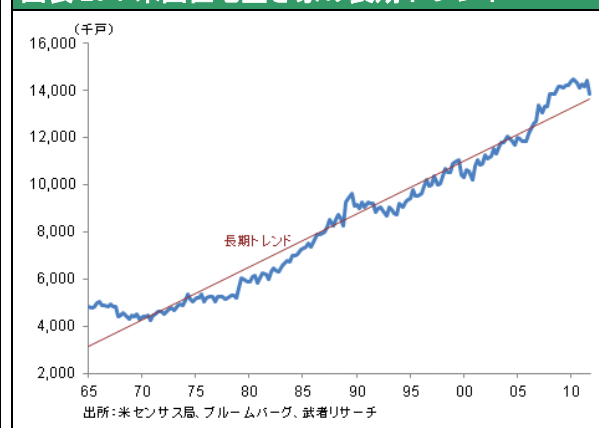
図表 18：米国住宅買い易さ指数



図表 19：米国住宅価格対所有者賃料比率推移



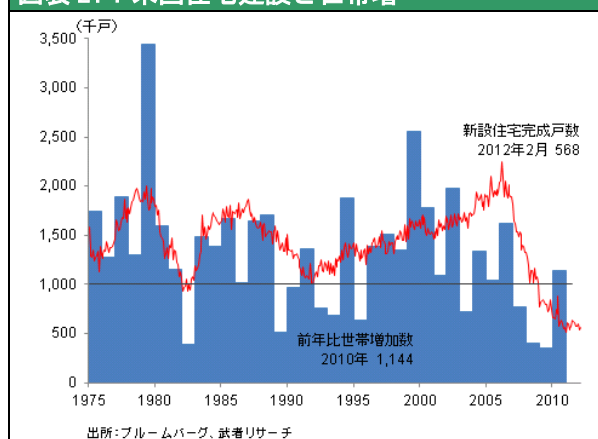
図表 20：米国住宅空き家の長期トレンド



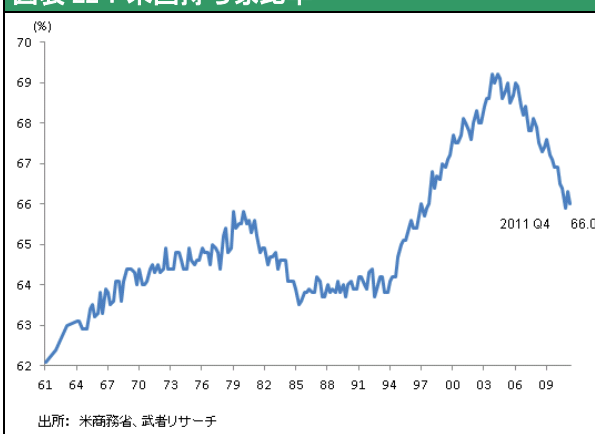
持ち家比率がいつ上昇に転ずるか

2010 年の世帯増加数は、前年比 114 万戸であったが、2011 年 12 月時点の住宅完成戸数は 60 万戸と新規件数は落ち込んでおり、在庫の改善を示唆している(図表 21)。またピーク時には 69% 弱あった持ち家比率は、現在は 66% へと急低下している(図表 22)。クリントン、ブッシュ政権において、オーナーシップソサエティが推進され、住宅取得がブームとなったことから持ち家比率が上昇、そして、サブプライムローンが低所得者の持ち家取得を支えたのであった。その後、バブル崩壊により持ち家比率が急速に低下して、住宅需給が悪化した。一方、住宅保有による税制面や金融面のメリットに変わりはない。したがって、どこかで底入れし回復する状況に転じるはずである。過去を振り返ると 1984 年に持ち家比率が下げ止まり回復した局面があったが、2012 年も同様の状況になると期待される。住宅には地域性があり、全国平均が停滞したままであっても、不足した地域での回復が見られれば新規での需要増につながるはずである(図表 23)。劇的な回復は期待できないが、回復の条件が整いつつあると言える。バーナンキ FRB 議長が行っている金融緩和の最大の目的は、持ち家比率を引き上げるような需給環境を作ることである。以上のことから、米国経済の最悪の局面は終了したと考えられる。

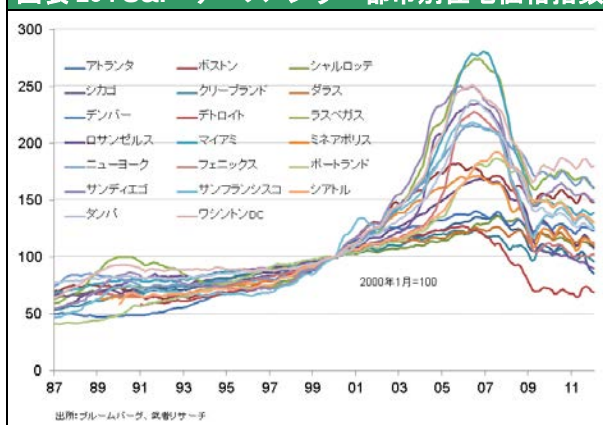
図表 21：米国住宅建設と世帯増



図表 22：米国持ち家比率



図表 23：S&P・ケース・シラー都市別住宅価格指数



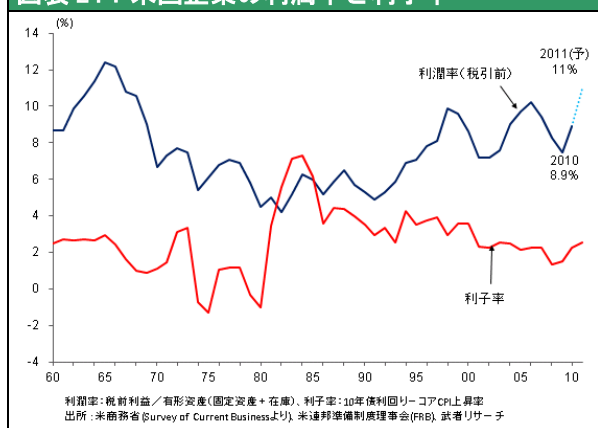
第三章 利率と利潤率の乖離＝空前のリスクプレミアム

恒常化するグリーンスパンの「謎」

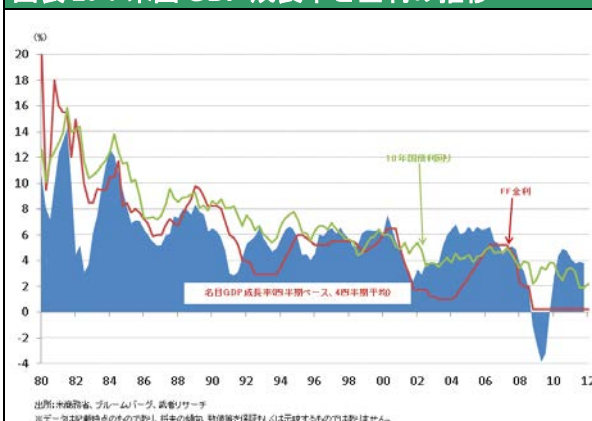
さて、潤沢な資本・高利益と停滞する需要との極端なコントラスト、この矛盾の背景に何があるのだろうか。金融面においては、企業の利潤率と利率の乖離によって説明することができる。本来であれば、利潤と利子は連動して動くものである。しかしながら、この 10 数年間、利潤率が上昇傾向にある一方で、利率は低下し続けている。そのため、その乖離幅は拡大する一方である。企業が儲かって資金需要があれば、金利は上昇するはずだが、現状は、インフレになることもなく低金利が続いている。この資金余剰によりサブプライムローンが生み出されて、バブル形成され、やがて崩壊した。この一連の過程でも一貫して利潤率は上昇トレンドにあり、利率は低下し乖離は拡大したまま、いや更に拡大している。図表 24 は米国の企業利潤率(営業利益/有形固定資産)と利率(実質長期金利)の推移を見たものである。両者のギャップは 1990 年代以降、IT バブル崩壊、サブプライムバブル崩壊とリーマンショック等の危機に際して一旦は縮小するものの、危機が収束すると更に拡大している事がうかがわれる。図表 25 の名目 GDP 成長率と長期金利(10 年国債)の推移を見ても、同様の乖離が検証できる。2000 年頃まで両者は連動しており、

また長期金利が名目 GDP 成長率を上回る状況が続いていた。しかし 2000 年以降は、GDP 成長率が長期金利を大きく上回るような状態が定着している。2005 年当時、グリーンズパン前 FRB 議長が、この状態を「謎 (conundrum)」であると評して話題となった。グリーンズパンは、短期金利を上昇させてバブルやインフレを抑制するという金融政策をとったが、連動するはずの長期金利が上昇せず、金融引き締めがしり抜け状態になっていたのである。その後、リーマンショックにより、企業利潤が急激に悪化、GDP もマイナス成長となって、この乖離現象が終わったかに見えた。そのため、「謎」の原因はグリーンズパンの長期にわたる金融緩和が原因で長期金利が上昇せず、それがバブルを助長したといわれてきた。しかし、ここに来て、再び、名目 GDP 成長率よりも長期金利がかなり低いという乖離現象が生じている。つまり、企業の利潤率と利子率の乖離が構造的に定着しているということである。

図表 24：米国企業の利潤率と利子率



図表 25：米国 GDP 成長率と金利の推移



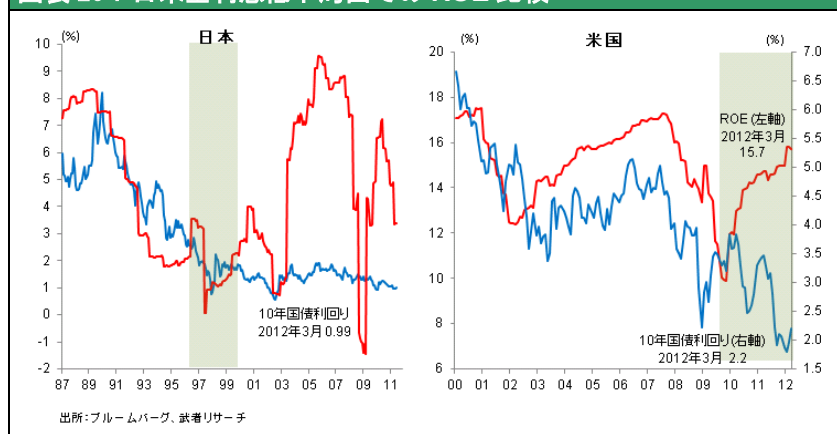
乖離する ROE と長期金利

図表 26 により ROE と長期金利の推移を見てもそれがわかる。ROE と 10 年国債利回りは連動してきたが、2009 年以降、ROE が上昇しているにもかかわらず長期金利は低下、乖離は拡大し続けている。

投資コストの激減と過剰償却が資金余剰の一因

このようにグリーンズパンの「謎」はほぼ 10 年にわたって継続しており、その原因は未だに解明されていないのである。潤沢な資金が生み出され、それが金利の傾向的低下をもたらしている事は明白であるが、その原因が何であるのかはわからないままとなっている。これに関して、東京大学の青木浩介准教授は、「貯蓄を運用するに至る十分な資産がないことに問題がある」（日本経済新聞、経済教室 2012 年 1 月 5 日）と指摘している。長期的な金融緩和による金余りに問題があるのではなく、運用対象がないことに問題があるとした。そして、金融市場を効率的に機能させ、有効な投資対象に配分させることが最も重要であると主張している。筆者は企業の資金余剰は、グローバル化とインターネット革命による劇的なビジネスコストの低下によってもたらされたものである可能性が高いと考える。また、世界中の企業において、過剰な償却が行われていることも一因と言える。日米など先進国の企業が海外で新規の設備投資を行ったり、IT 革命で進んだ技術でシステム投資を行えば大幅なコスト削減となるため、現有設備能力の再取得コストは著しく低下する。しかし企業は過去の高額投資残高に対して償却行うので、それは要投資額に対して常に過剰となってしまふ。図表 12 に見た企業の資本余剰（フリーキャッシュフローの著しい増大）は企業のアニマルスピリットが萎えて投資に消極的であるということ以上に、過剰償却と新規設備投資必要額の低下によってもたらされていると考えられる。同様の現象は先進国に共通している。日本においても、企業では巨額のフリーキャッシュフロー余剰が続いている。こうした利潤率と利子率の乖離は、長期的には解消されるはずであるが、今後 5 年から 10 年程度という単位で考えると、この傾向は継続し世界の経済と金融市場を特徴付けるものとなる可能性が高い。

図表 26：日米金利急低下局面での ROE 比較



資金余剰を需要創造に繋げる道

このような環境の下で、どのようにすれば雇用を回復させ、景気を拡大基調に乗せることが出来るのであろうか。過剰な資本が問題であるならば、正しい使い手に配分することが必要となる。そうすれば新たな需要をもたらすはずである。その対応策が、主要国の経済当局者に求められている。米国の中央銀行は、この余剰資本を金融経済や実体経済において、リスクテイクを促進する方向に誘導しようとしている。金融経済ではリスク資産への投資を推進することでリスクプレミアムを引き下げるという戦略である。また実体経済では目先の消費だけではなく、より長期の消費や投資に誘導しようとしている。つまり、資金余剰が株価上昇をもたらし、その資産効果で経済の好循環を誘導するという明確な戦略をとっている。日本は曖昧なままだである。資金余剰で過去最低の金利水準でありながら、増税による財政再建を目指しており、更に需要を抑制する政策となっている。需要を喚起しようとする積極的な姿勢を示している米国に対して、日本は財政再建という消極的な姿勢を示しており、その後の経済成長率や株価のパフォーマンスへも大きく影響してくるといえる。

選択的インフレ=生産性上昇率格差インフレが鍵に

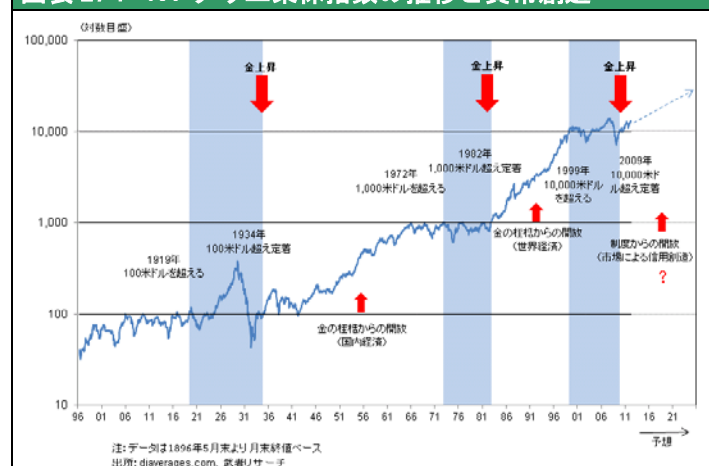
なお企業の資本余剰を需要に結びつける過程において、選択的インフレ、生産性上昇率格差インフレと言われるものが、大きな役割を果たしているが、日本はデフレに陥ったことによって、企業の余剰が需要創造に結び付く経路を失った。それに対して米国は適度のインフレの継続により、需要創造のチャンネルが維持されているということも、指摘しておきたい(後述)。

第四章 米国ダウ 100 年史に見る経済と市場の発展・・・3 つの推進力

10 年余の停滞と 10 倍の株価上昇

ここでは米国の経済と株価の歴史を図表 27 によって考えてみよう。100 年という超長期で米国経済を振り返って見ると、株価が長く停滞した時が 3 回あった。100 ドル (1919 年頃から)、1,000 ドル (1970 年頃から)、10,000 ドル (1999 年頃から) を超える時にそれぞれ 10~15 年間程、停滞が続いたのである。そして、いったん株価が上昇に転じた後は、いずれも 10 倍になるまで飛躍的に上昇している。過去の例に倣えば、10,000 ドルが定着したこの数年をステップにして、100,000 ドルを目指す次の上昇トレンドに入る可能性もあるかもしれない。そのためにも、過去の株価が 10 倍になった条件が、同じように整うかどうかが重要な鍵になる。図表 28 に私の仮説を示しておく。

図表 27： NY ダウ工業株指数の推移と貨幣創造



技術革新とともに通貨制度の創造が鍵に

株価が 10 倍になるような経済ブームの要因としては、少なくとも①地政学的なレジーム、②技術革新（生産性・供給力）、③通貨制度（需要創造）3 要因があげられるのではないだろうか。100 ドルから 1,000 ドルになった背景には、地政学要因としてバックスアメリカーナ（西側世界の米国覇権）、技術革新要因として石油化学革命（電気・自動車）、通貨制度としては各国の管理通貨制があった。1,000 ドルから 10,000 ドルを支えたのは、米国の世界制覇、情報革命、世界のペーパードル本位制であった。次のステップで考えられるのは、世界共和国、インターネットや新エネルギー革命、市場通貨制などであろう。3 つの要素の中で最も重要なのは技術革新であるが、それにより生産性が上昇すれば、労働需要が減少するという「諸刃の剣」にもなる。つまり生産性の上昇だけで経済は良くはならない。過去に起こった大恐慌は、石油エネルギーの革命とともに電気が普及し生産性が劇的に上昇、供給力は高まったものの、供給に見合う需要が生まれなかったために雇用が失われたことで引き起こされた。したがって、供給力や生産性上昇と同じ速度で需要を増やすメカニズムが必要となる。これが通貨のメカニズムである。過去においては、金本位

制から各国の管理通貨制へ変わり、そしてペーパードル本位制が、世界的な大きな需要を創出したのであった。次のステップにおいては、地政学レジームや技術革新という株高条件はほぼ整ってきたと思われるが、問題となるのはそれに見合った需要創造をする通貨のメカニズムである。

図表 28：見えてきた世界共和国 (Global Commonwealth) の長期上昇

・株式100年で見える近代世界史

	地政学レジーム	技術革新=生産性革命=供給力増大	通貨制度=需要創造
第一段階 (\$100→\$1,000)	西側世界の米国覇権 (Pax Americana)	石化革命・電気・自動車	各国管理通貨
第二段階 (\$1,000→\$1万)	米国の世界制覇 (アメリカ帝国)	情報革命	世界ペーパードル本位制
第三段階？ (\$1万→\$10万)	世界共和国	Net, Facebook, 新エネルギー革命	市場通貨制となるか

・見えてきた「世界共和国 Global Commonwealth」の輪郭

民主主義、資本主義市場経済、環境重視、ネット社会(透明、フラット、自由)

・日本の第三の開国とは

第一の開国⇒帝国主義時代への対応

第二の開国⇒Pax Americanaへの対応

第三の開国⇒「世界共和国 Global Commonwealth」への対応

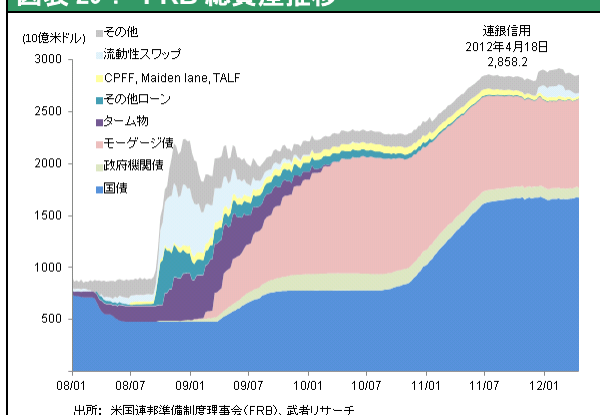
出所：武者リサーチ

進化する中央銀行

現在、中央銀行のあり方が変わりつつあるように思える。中央銀行における通貨発行の裏付けが変化しつつある。中央銀行のバランスシートは、金本位制では通貨と金、管理通貨制では通貨と国債をバランスさせてきた。しかしながら、ギリシャ危機に見られるように、国債保有に関して疑問が持たれるようになってきている。FRB のバランスシートを見ると、リーマンショック前の資産は、ほとんどが国債であった。リーマンショック以後は、モーゲージ債など市場性証券を多額に組み入れている(図表 29)。これは、中央銀行における歴史的変化ともいえるのではないか。

金から国債へ、国債から市場性証券へ、という資産保有の変化は注目に値する。今は危機対応の対症療法で一時的なものに見えていても、それが定着するという可能性もある。金本位制が廃棄された時も、単に目先の安定を得るためだけの一時的対症療法と考えられていた。当時、金の代わりに何の裏づけもない国債を基に通貨を発行する中央銀行制度が長く続くはずはない、いずれ金本位制に戻ると誰もが考えていたはずである。ニクソンショックによるペーパードル本位制も、当時はやはりその場しのぎの対症療法と考えられていた。しかし今になって振り返ると、どちらも新たな通貨制度の始まりであった。今回の変化も同様のものなのかもしれない。

図表 29：FRB 総資産推移



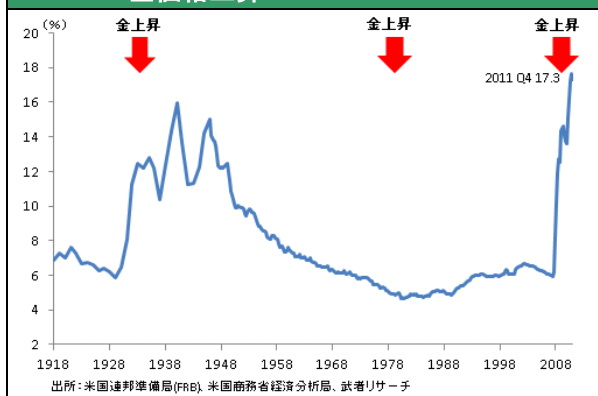
これまでの通貨制度も、誰かが理念的に計画して開発した制度ではなく、市場の必要性に応じて変えられてきたものである。金本位制は、誰もが金に価値があると信じている共同幻想で成り立っていた。国債もまた、徴税権を持つ政府が必ず返済してくれるという信用が裏づけとなっているのであるが、これが揺らぎ始めている。それでは市場性証券の裏づけは、一体、何であろうか。これは、中央銀行の資産の中に、初めて登場した経済的価値であるといえよう。市場性証券は、将来、明確に予想できるキャッシュフローの現在価値である。金や国債よりも確かな裏づけを持っているとさえ言えるかもしれない。このように、市場性証券を裏づけとした通貨発行のメカニズムが、現在、起こり始めているように思えるが、果たして、新しい変化なのか、それとも一時的なものなのかはわからない。しかしながら、新たな通貨メカニズムの導入により、新たな需要創造が必要であることは確かである。需要が急速な生産性の高まりと世界的な供

給力の増加に追いついていかなければ、供給過剰で大不況に陥る可能性も高くなってしまいます。このように考えるとアメリカは、次世代に繋がる経済政策をとりはじめたのかもしれない。既に、技術力における環境は整いつつあり、通貨メカニズムによる需要創造という条件が整えば、NY ダウが 100,000 ドルを目指す株式市場となる可能性も出てくるといえる。

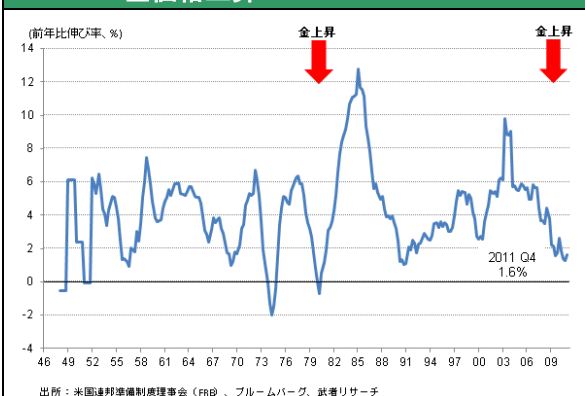
金価格は通貨制度の転換点で上昇する

過去 3 回の長期株価停滞から 10 倍の長期上昇トレンドに入ったときに、金価格の上昇が起こったことにも注目しておきたい。1934 年に米国が金本位制を離脱した時、1 オンス 20 ドルだった金は 34 ドルに上昇、1980 年には、前年から 4 倍ほど上昇して 800 ドルを超えた。そして、今回も、金価格が高騰している。米国のベースマネー残高の名目 GDP 比が上昇した時に、金価格も上昇するという相関は明瞭である(図表 30)。もっとも、1980 年の金上昇時のベースマネーは低いままであったが、この時は、実質負債額が急増しマネーの供給が非常に増えた時でもあった(図表 31)。いずれの金価格上昇も新たな通貨制度の勃興とともに起こっている事に留意したい。

図表 30：米国ベースマネー残高/名目 GDP と金価格上昇



図表 31：米国実質負債(非金融部門)成長率と金価格上昇

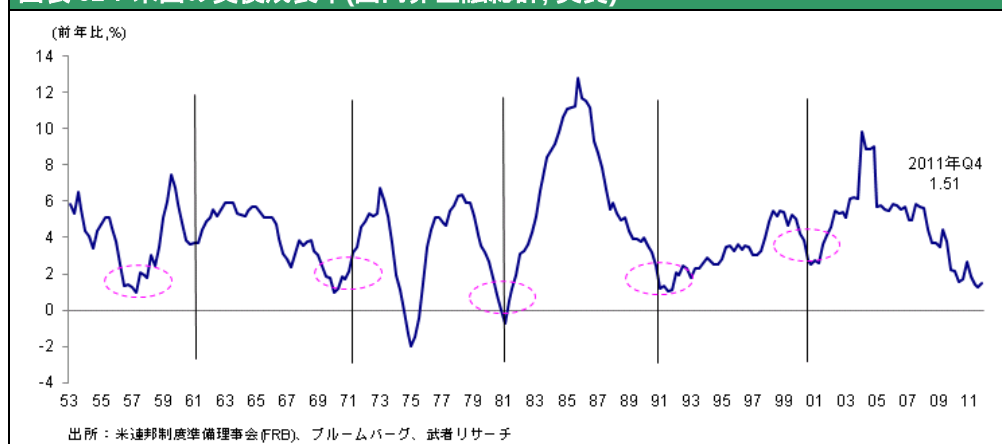


第五章 成長制約、米国の債務問題をどう考えるか

過大視される米国債務問題

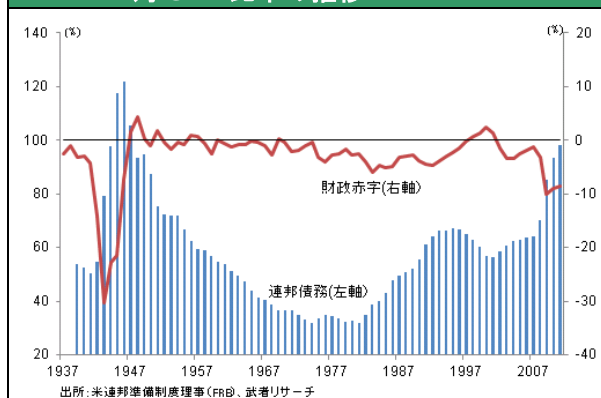
現在の米国には、過去の過剰な債務やバブルの崩壊による調整など成長を阻害する要因が残っていることは事実である。しかし米国債務問題は過大視されている。米国の実質負債成長率を見ると、景気サイクルと全く一致していることがわかる。図表 32 によってそれを観察すると、クレジットサイクルのボトムが景気サイクルのボトムになっている。そして現在の大きなクレジットサイクルの波は、ボトム近辺にあると思われる。

図表 32：米国の負債成長率(国内非金融総計、実質)

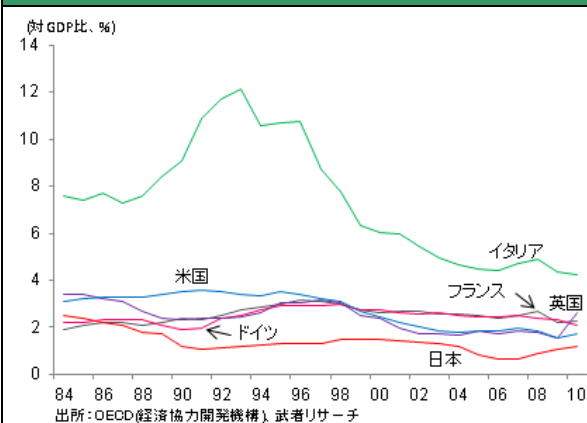


先ず連邦政府債務を見てみよう。図表 33 によって債務残高対 GDP 比を見ると、2010 年にはほぼ 100%と、第二次世界大戦直後に次ぐ水準に高まっている。但し、図表 34 によって債務の利払い負担対 GDP でみると、その負担の重さは 1980 年代半ばの 4%弱から 2%弱へと大きく低下している。第二次大戦後と同様、成長とインフレ抑制による低金利が維持されれば、政府債務のソフトランディングは十分に可能の水準と言える。

図表 33：米国連邦債務残高と財政収支の対 GDP 比率の推移



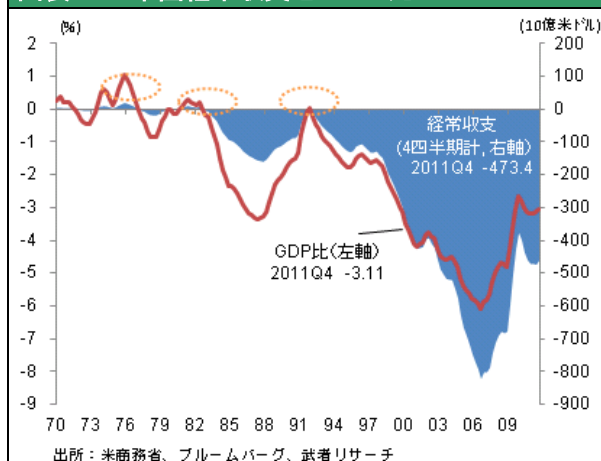
図表 34：政府利払/名目 GDP の国際比較



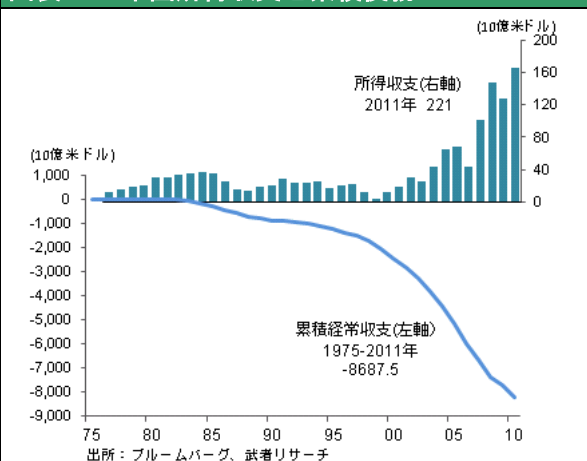
大純債務国でありながら大幅黒字(所得収支)

次に対外債務を見てみよう。7、8 年前のピーク時に、GDP に占める経常赤字の金額は 7% 近くにまで上昇、「ドルの垂れ流し」と言われた時があった(図表 35)。現在も、累積経常収支が 8 兆ドル強と、GDP 比で 6 割以上の対外純債務を保有している世界最大の債務国である。通常であれば、利払いに追われて輸入も出来ないような状況に陥るはずだが、一方で、所得収支の黒時幅の増加が続き、2011 年は 2,210 億ドルという過去最高の黒字額を計上している(図表 36)。

図表 35：米国経常収支と GDP 比

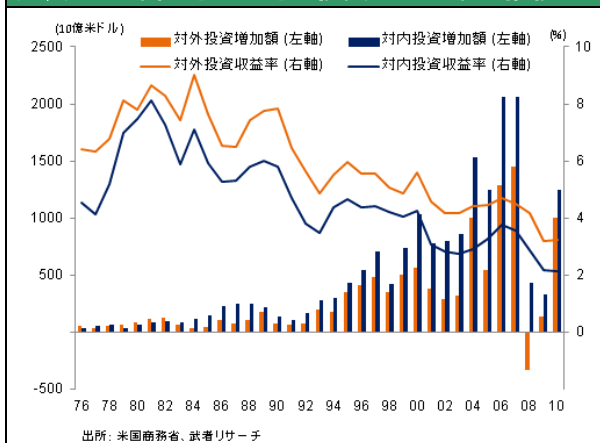


図表 36：米国所得収支と累積債務



つまり、バランスシート上に膨大な借金を抱えながら、損益計算書の金融収支は大幅な黒字という矛盾した状況にある。企業のサステナビリティにとって重要なのは、バランスシート上の負債額ではなく、フローとして発生する債務に対するコストである。同様のことは各国の財政収支や対外収支に関しても当てはまり、金融収支が大幅な黒字であれば債務残高が大きくても問題ないと言える。米国では対外投資から得られる所得が多額である一方で、借金という対内投資に対して支払う金額が少ないというギャップが、金融収支(所得収支)の黒字をもたらしている(図表 37)。そのため、借金の残高が融資残高より大きくても、収支は黒字になっている。米国の最大の収益源泉は、過去に蓄積した対外直接投資によるもので、その残高は 4.5 兆ドル(2010 年末)となっている。そして、対外直接投資からの収入は 4,300 億ドル、収益率は 9.8%と高い。また、外国人による米国への直接投資額は 2.7 兆ドル、それに対する年間の利息配当支払額は 1,500 億ドルで 5.7%と収益率は低く、その差額が黒字としてもたらされている。これは、グローバル化による恩恵である。例えば、米国最大の時価総額のアップル社は、そのほとんどを海外で生産している。従業員数も海外のほうが圧倒的に多く、海外からの利益は、ライセンス契約や特許使用料もあるが、ほとんどが直接投資のリターンである。これらの投資収益は、米国の対外債務に対する支払いを遥かに上回る収入となって、米国に恩恵をもたらしているのである。

図表 37：米国対外・対内投資と収益率の推移

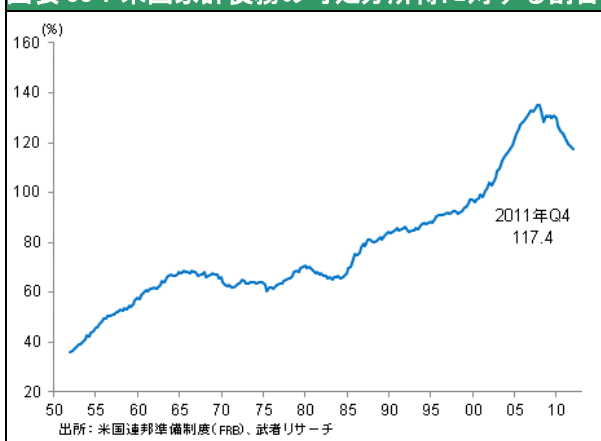


米国家計純資産は債務の4倍

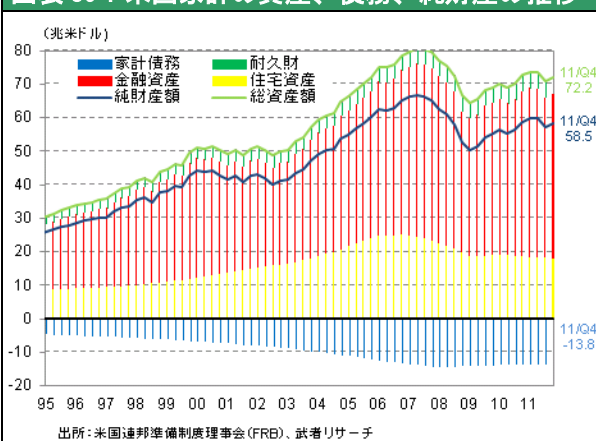
家計部門の債務も大きい問題とされている。その際まず指摘されるのが家計の可処分所得に対する債務残高の割合で、50 年ほど前は 30% 程度であったが、バブル時のピークで 130% 程度にまで上昇、現在は 120% 前後となっている(図表 38)。しかし、この高い債務比率により、家計はどこかで破綻するという懸念は極めて一面的なものである。現在の家計の債務額は 13.8 兆ドルで、名目 GDP を少し下回る程度である。可処分所得はその GDP の約 7 割程度であるが、家計債務の大半は、資産取得のための借金である。したがって、負債によって取得した資産の価値がどのくらいあるのか、またその資産から得られる所得がどの程度あるかによってバランスシートの健全さは全く違って来る。家計の総資産は 71 兆ドルであり、負債 14 兆ドルを差し引くと 57 兆ドルが米国家計保有の純資産、そして純資産は負債額の 14 兆ドルの 4 倍に上っており、問題にならない水準と言える(図表 39)。

また家計の資産からの所得は年間 2.2 兆ドルで、労働所得(福利厚生を除く)6.7 兆ドルの 3 分の 1 と巨額に上っている。71 兆ドルの資産が 2.2 兆円の収入を生み、その資産を取得するための負債が 14 兆ドル(その借金の利払い費用は数千億ドル程度)と、全体的に考えれば、米国家計債務は何の問題もない水準といえる。低所得者の債務が増加し、住宅価格の下落によって負債を返せない階層が増加しているという状況はあるものの、それは限界的なものと考えることができる。他方、米国の企業部門は膨大な資金余剰を抱えている。このように米国の債務問題を詳しく見ていくと、多くの専門家、メディア、投資家等が共有している米国債務懸念と言うものの多くは、一知半解のものと言えるのではないかと。特に日本人にその傾向が強いのではないかと。

図表 38：米国家計債務の可処分所得に対する割合



図表 39：米国家計の資産、債務、純財産の推移



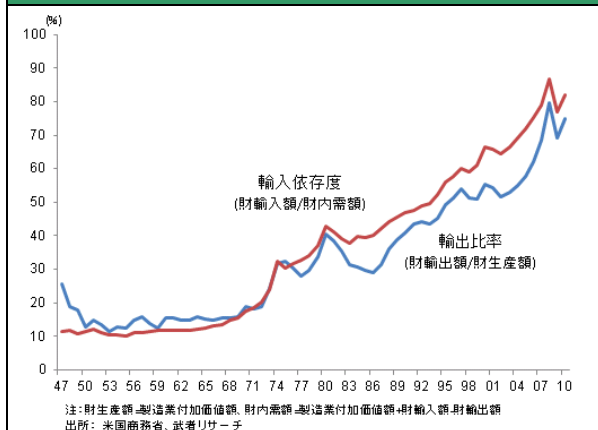
第六章 米国の長期成長構造は健在

国際分業の進展と高まる対外依存

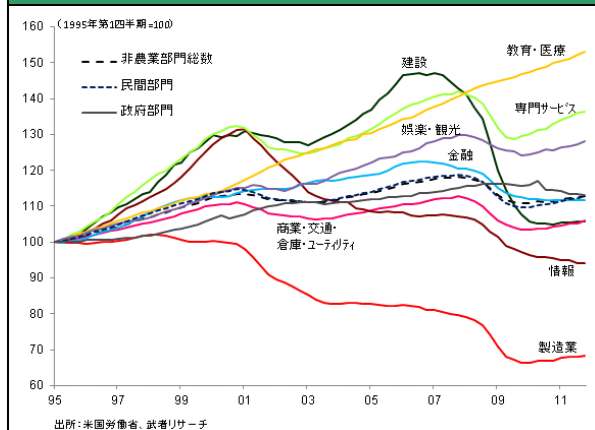
今後の中長期的な米国のポテンシャルを探るためにも、過去の経緯を見ることは重要である。1970 年代以降の米国経済は、空洞化の歴史であった。米国企業が世界に舞台を移すことによって、大きく体質を変えていったのである。図表 40 によって製造業の輸出比率と輸入依存度を見ると、1960 年代までは、どちらも 10% 台で推移していたが、現在は 70~80% 台にまで上昇している事が分かる。米国で使われる製品のほとんどが輸入品であり、また米国で製造された物のほとんどが輸出されている状況にある。つまり、完全

なグローバル分業の時代になったといえる。これは、米国だけでなく日本においても同様である。米国の産業別の雇用を見ると(図表 41)、教育・医療や専門サービス、観光・娯楽などの雇用が増加しており、製造業から内需型の雇用にシフトしていったことがわかる。産業別の GDP 構成比を見ると、製造業は長期的に低下しており、その分、金融や不動産、教育サービス、医療などの非製造業が増加、やはり産業の構造が変わったことを示している。その中で成長産業であるはずの情報産業の雇用が減少しているのが特徴的である。技術革新による生産性の上昇と海外への雇用移転の影響と思われる。

図表 40：米国輸出比率と輸入依存度の推移



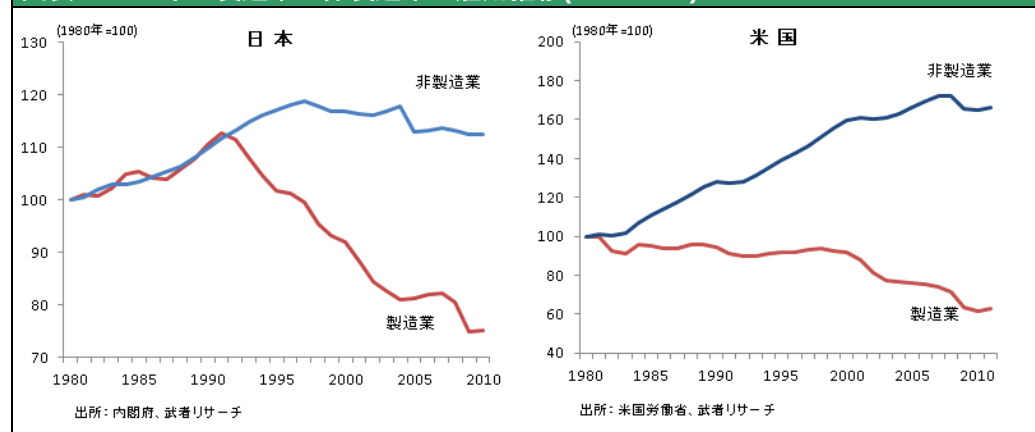
図表 41：米国セクター別雇用者数推移



低生産性内需型の比重が高まる雇用構造の変化

分業構造が変われば、経済構造が変わり、生活や消費スタイルも変わり、雇用構造も変わっていく。図表 42 に 1980 年を起点とした製造業と非製造業の雇用数推移を示すが、両者の好対照の動きが鮮明である。グローバル分業による空洞化で、製造業の雇用が一貫して低下する一方で、非製造業の雇用は継続的に増加してきた。日本では、バブル崩壊後の 1990 年代から製造業の雇用が大幅に減少、非製造業も 1990 年の後半から減少に転じている。グローバリゼーションに対応して国内の産業構造をシフトさせた米国と、対応が遅れている日本との違いがはっきりと見られる。

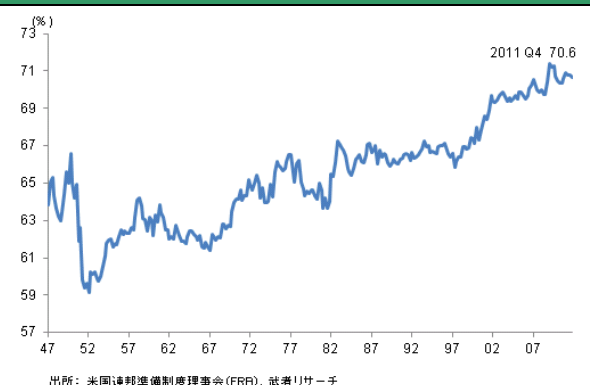
図表 42：日米の製造業・非製造業の雇用推移(1980=100)



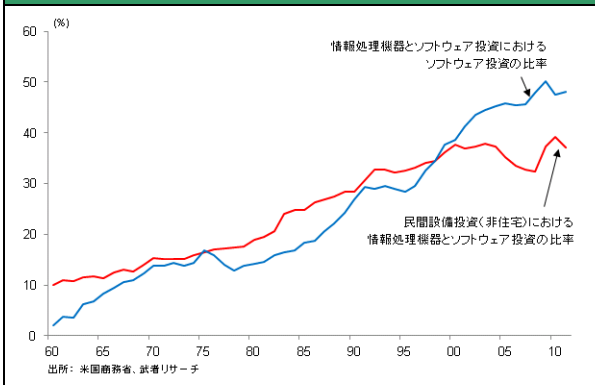
消費比率上昇はマイナスではない

その他、経済構造上のトレンドとして注目される変化は、消費比率の上昇である(図表 43)。民間の消費支出の GDP に対する比率を見ると、第二次世界大戦後、60%前後で推移してきたものが 2000 年代に入って 70%を超えてきている。消費比率の上昇は即、投資比率の低下であるので、この現象を捉えて米国は、投資をさぼり消費ばかりを行う国という批判が横行している。しかし詳しく見ると、これも適切評価ではないことが分かる。グローバル化により、工場などの設備投資を国内で行うことは少なくなる一方、人材を投入したソフトウェア等の知的投資は増加し、それがアップル、グーグル、フェイスブック等新世代の知的産業、企業を生み出している。問題はそうした知的資産に対する支出が、会計計算、国民所得計算上、ほとんど投資としては認識されないことである。会計上の投資とは支出額を資産計上(capitalize)し、費用を将来に繰り延べることである。そして資産計上できる知的支出は外部から購入したソフトウェアパッケージなど、極めて限られ、大半の知的支出は国民経済計算上、消費として計上される。知的集約が進み、教育・技術開発、ソフトウェアなどへの投資の比重が高まれば高まるほど、経費として認識される支出が増加する。

図表 43：米国民間消費支出/GDP



図表 44：米国 IT 投資の推移



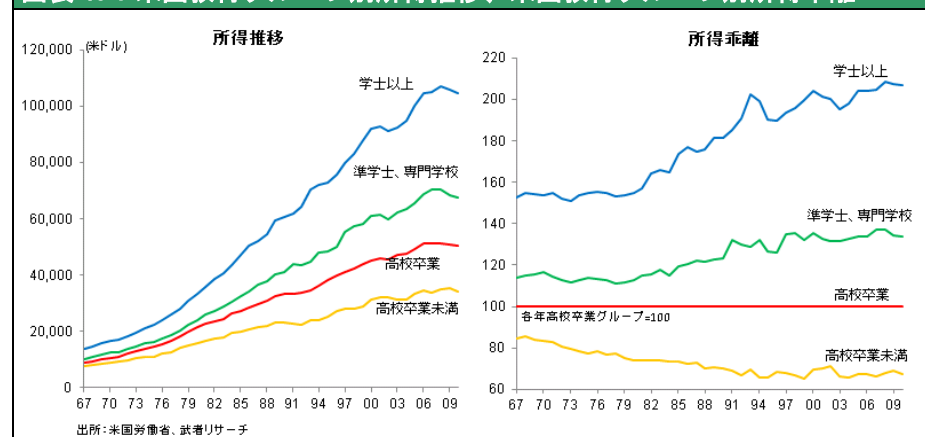
帳簿上の投資は資産として残らないものの、目に見えない知的資源として、国民経済の大きな財産になっていることの重要性は、非常に大きいといえよう。

図表 44 によって GDP 計算上の IT 投資の推移を見てみよう。民間設備投資（非住宅）における情報機器とソフトウェア投資の比率は、1980 年代初めまで 10% 台で推移していたが、現在は 40% 近くにまで上昇、米国では圧倒的に情報関連の設備投資が多くなっている。また、情報関連の設備投資のうち、ソフトウェアが占める割合は、1960 年以前はゼロであったものが、現在は 50% 程度となっている。しかも先に見たようにソフトウェアに対する支出でも、他社から購入したものは資産として計上できるが、自己使用の場合は消費となり費用として計上される。現在のような高度な情報化社会において、知的に蓄積された資産を正しく計測できる手段はないのであるが、このように考えると、先進国においてハードの投資の割合が低下し、ソフトつまり知的資産への支出の比率が高まり、会計計算上消費の比率が上昇するのは当然のことである。しかし、それは決してマイナスのことではない。グローバル化、空洞化、ソフト化などで、頭脳を米国に残し、手足を海外にシフトするという構造的な大きな変化の結果、輸出・輸入比率の上昇や製造業の位置づけの変化、消費比率の上昇などを引き起こしたものの、これらは米国の衰退の兆しではなく、海外を舞台に広く経済活動を行ったことによる成果の現れといえよう。米国は、日本や成長著しい中国と比べても、未だに、格段の活力のある経済大国であり、その地位は全く揺るぎないものであることは確かである。

格差の原因と正しい対応

ただし、米国内での所得格差の拡大は気になるところではある。図表 45 によって教育グループ別の所得推移を見ると、学士や准学士・専門学校など高等教育を受けた人の所得は上昇を続けており、高校卒業以下の所得との乖離が進んでいる。これもグローバル化の結果である。単純労働は、海外の低コスト労働との競争や海外への雇用シフトによって賃金に引き下げ圧力が働きがちである。他方グローバル分業において競合先のない知的労働の賃金には上昇圧力が働き、所得格差の拡大に結びついている。高所得者に対する税率の引き上げ、最低賃金引き上げ、低所得者への財政的支援なども方法のひとつではあるが、そうすれば海外との競争に負けてしまう恐れがある。正しい解決策は、低所得者を教育によって「スキルドレーバー（熟練労働者）」に変えていくことであり、これが唯一の方法であろう。同一労働・同一賃金がますます貫徹していく国際労働市場において、高所得者から低所得者へ裁量的に所得を再分配することは困難であり、格差は現実として受け入れざるを得ない。そういう意味においては、米国経済は冷酷、非常に効率的といえる。グローバル化の進展によって、米国内の雇用は、益々合理的になってきており、創造的破壊が極めてスピーディに展開されているのである。

図表 45：米国教育グループ別所得推移、米国教育グループ別所得乖離



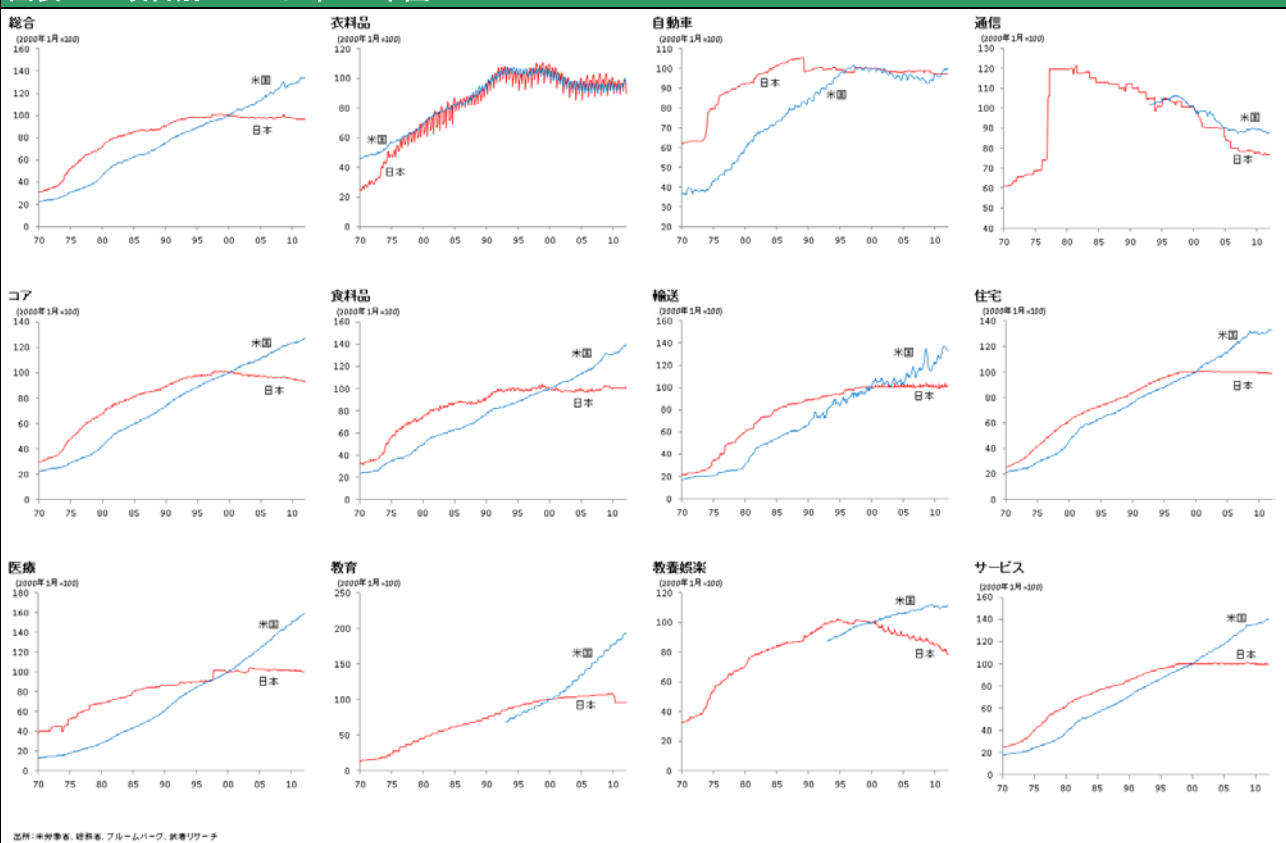
インフレが産業間の所得配分を是正する

それでは生産性の伸びが高くはないが国民生活に必須の産業への資源配分はどのように行われるのだろうか。それには生産性の伸びの劣位を補完するインフレが必須となる。生産性が最も高いのは製造業であるが、賃金が最も抑制され、雇用が落ち込んでいるのも製造業である。他方非製造業は、生産性はそれ程高くないが故に、ユニットレバークストが上昇し、雇用も増加するという状況が続いている。

この辺りの事情を図表 46 の日米の物価比較をすることで観察してみよう全体では日本は長期デフレの状態にあり、米国は依然として物価上昇が続いている。しかしセクター別に日本と米国とを比較すると、衣料、自動車、通信に関しては、ほとんど同じように物価下落傾向で推移している。米国も日本と同様に、グローバリゼーションや技術革新の恩恵を受け、コストは下がっているのである。換言すれば日本がデフレに陥ったのは、IT 革命やグローバリゼーションによるものではない。日本と米国の物価推移において違いがみられるのは、食品、輸送、住宅、医療、教育、教養娯楽、サービスなどの内需型の、あまり生産性の高まらない産業においてである。米国において、内需型産業の物価が上昇しているのは、生産性が上がらない産業の労働者でも賃金が生産性を高めているセクター並みに上昇するというメカニズムが存在するためである。40 年ほど前に、日本で「生産性上昇率格差インフレ」という議論がなされたことがあった。異なる産業間において賃金水準が同様に上昇するためには、生産性の上昇率が低い産業においては賃上げを可能にするインフレが必要であり、実際低生産性セクターのインフレ率が高くなると、という議論であった。国民生活に必要な産業の生産性上昇が必ずしも高くないケースは多い。その場合、当該産業において十分に雇用を確保し国民にサービスを提供するためには、選択的インフレは必須である。生産性上昇率が低いセクターにおける所得配分を高めるために必要なことは、増税ではなく価格上昇（インフレ）である。これが、所得配分の最良のメカニズムである。米国では、生産性の上昇が低いセクターでの賃金インフレが生じて、従来にもまして教育や娯楽、医療、サービスが充実し、より豊かな消費生活がおくれるようになった。これに対して日本では、逆に、サービス業の価格が下がったことにより、サービス産業の賃金が低下し、サービス産業の質が低下し、国民生活レベルも低くなっているように思える。

以上をまとめると米国は、グローバリゼーションや IT 革命、生産性の上昇により所得を一段と高め、国内の産業構造、雇用構造の変革、適度のインフレ等を通して、その果実を国民に配分するチャンネルを持っているといえる。サブプライム問題のような行き過ぎから調整に甘んじてはいるが、米国経済の転換能力や長期的な潜在能力をまでも疑う必要は全く無いと思われる。

図表 46：項目別 CPI 日本 vs.米国



著作権表示©2011 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されていますが、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。