

“FED view vs. BIS view” 10年後の総括

～非伝統的金融緩和が米国イノベーションを育てた～

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

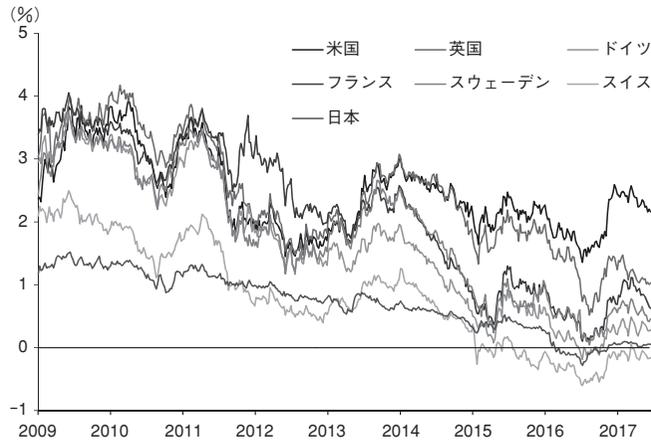
今、都ではやるもの、本質論抜きの揚げ足論。加計学園問題、改正組織犯罪処罰法（読売、産経はテロ等準備罪法、朝日、毎日、日経は共謀罪法と称している）、いずれも政策の本旨ではなく、副作用や手続きの瑕疵に国会論議やメディアの関心がスライスしている。日銀の金融政策に関して、デフレ脱却に何が必要か、でなく一連の非伝統的金融緩和政策の副作用のみに焦点を絞った批判が繰り返されている。QEの出口論はその典型であろう。今の制度のままでは日銀の債務問題が起これかねないとなれば、制度を変えればいいだけのことである。本質論はデフレ脱却のためにQEが正しいかどうか、他にどのような政策手段があるのか、デフレでもいいのか、

という議論であるはずである。

■ 1. 数々の明白な成果

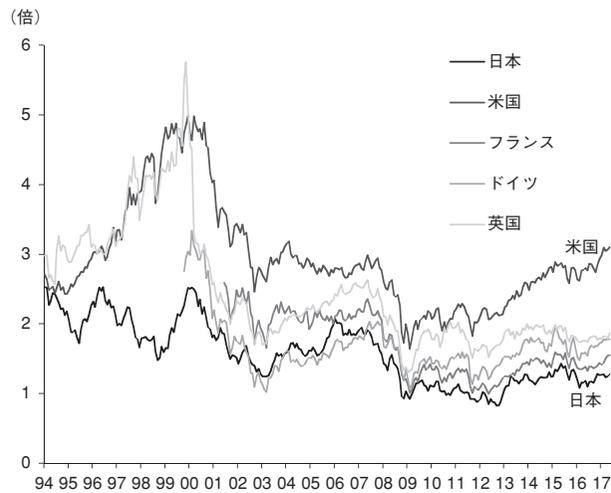
この非伝統的金融緩和政策が正しい政策か否かという論争は、もはや理論問題ではない。米国でリーマンショック後に政策導入されてから、すでに9年目に入り、歴史的検証によって政策効果が判断できる局面である。所与の条件（技術、資本ストック、人口と労働力）の下で経済パフォーマンスを最大化できているか、資本のシーズとニーズのマッチングがなされているかが鍵であるが、それらに関して米国のパフォーマンスは世界最高で

(図1) 各国長期金利推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図2) 各国PBR推移

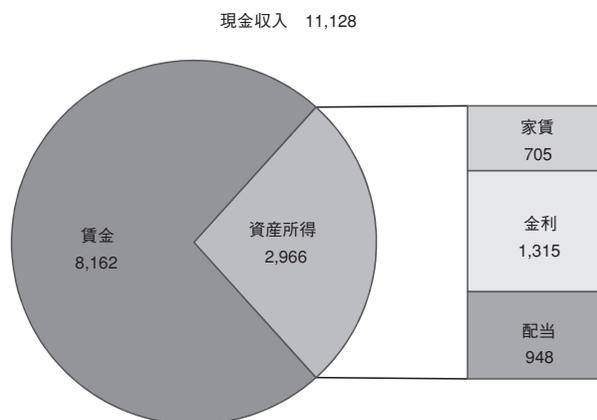


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

あると言える。米国はリーマンショック以降の経済成長、雇用創造、企業収益の伸び、等において先進国で最も優れており、デフレ陥落のリスクが最も小さかったことが、その証左である。

米国経済の好パフォーマンスの背景にある非伝統的金融政策の寄与として3つの要素が

(図3) 米国家計現金所得の構成比 (2016年)



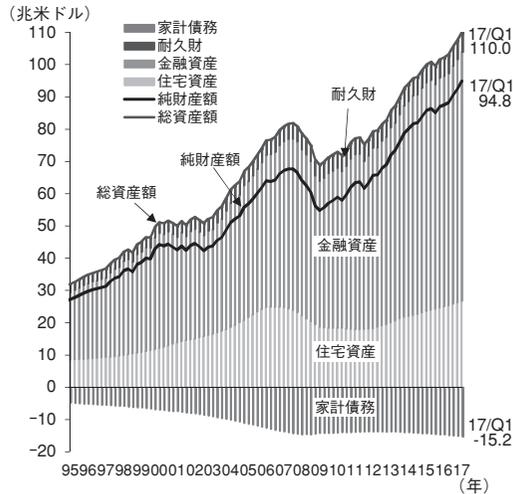
(注) 単位10億米ドル、2016年現在
(出所) 米経済分析局

指摘できる。第一は米国が世界で最もアニマルスピリットの涵養に、成功していることである。高株価が維持されPBRは世界最高である。またクレジットのリスクプレミアムは歴史的水準まで大きく低下している。更に資本余剰の程度は相対的に小さく、利子率の低下は限定的でデフレの危険性が最も小さかったことが指摘できる。米国の長期金利は先進国では最も高くなっている。つまり米国資本市場は先進国で最もリスクキャピタルの提供に成功してきたのである。

第二に非伝統的金融政策は家計の財産と所得の増加に大きく寄与してきた。米国家計の可処分所得の中で資産所得の割合は大きい。可処分所得に含まれる年金や保険の雇用者負担分や政府による社会保障給付を除く家計の現金収入を見ると、米国は労働所得3対資産所得1の割合となっている(図3)。日本の家計現金収入の労働所得対資産所得の割合は9対1となっており、米国家計が資本市場の恩恵を多く享受していることが分かる。また米国家計の資本市場を通じた資産形成も顕著である。図4に見るように米国家計純資産(総資産-債務)は、リーマンショック後の資産価格下落で20%減少(2007年2Qの67.7兆ドルから2009年1Qに54.8兆ドルへ)したものの、その後鋭角回復し、2016年末では92.5兆ドル、対GDP比では3.8倍から5.0倍へと大きく向上、米国家計消費の回復を支えた。

第三の何よりも重要な米国非伝統的金融政策の貢献とは多くのイノベーションを喚起してきたことであろう。今や人類経済の新段階を画するインターネットインフラの創設と運

(図4) 米国家計の資産、債務、純財産の推移



(出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

営、活用を基盤とした多くの新ビジネスモデルは米国発である。世界中のインターネットプラットフォームは政府による保護育成がなされている中国を除いてすべて米国企業が独占している。図表5は世界株式時価総額の10年間の変化であるが、2017年5月末時点で世界のトップ5がすべて米国のインターネットプラットフォームで占められていることを見れば、米国が世界の新産業革命を牽引していることが明瞭である。10年前までのトップ10は銀行、石油、通信などの10年一日の既存プレーヤーであったわけで、米国株式市場内において顕著な主役交代が起きていることが明白である。

好例は米国自動車企業の株式時価総額において、13年前設立の新興電気自動車専門のテスラモーター（2016年7.6万台販売）が販売規模100倍を超える既存のGM、フォードを抜いてトップに踊り出たことであろう。このことは自動車の将来が電気自動車であり、それによるビジネスモデルの大転換が必至であり、大転換の旗手は既存メーカーではなくしがらみのない新興テスラであることを、いち早く資本市場は織り込んでいるのかもしれない。シュンペータは、銀行家は新結合の遂行を可能とする経済の指揮者である、と述べ銀行による融資がイノベーションを通して将来社会の青写真を描くと主張しているが、銀行の融資ポートフォリオが資本配分を決めていたのは過去の話、現在の米国では株式市場が時価総額構成の大幅な変化を通して、将来の青写真を作っている、と言える。時価総額トップに立ったテスラモーターは、それによって与えられる資本力を動員して、新ビジネスモデ

(図5) 世界時価総額トップ10 (2017年5月)

	現在 (2017年5月末)	時価総額 (億ドル)	10年前比 (倍)
1	アップル (米)	7,964	7.6
2	アルファベット (米)	6,751	4.3
3	マイクロソフト (米)	5,392	1.8
4	アマゾン (米)	4,754	16.8
5	フェイスブック (米)	4,388	—
6	バークシャー・ハザウェイ (米)	4,076	2.4
7	ジョンソン・エンド・ジョンソン (米)	3,454	1.69
8	エクソン (米)	3,410	0.7
9	テンセント (中国)	3,254	42.5
10	アリババ (中国)	2,975	—

(注) ■はIT企業

QUICK・ファクトセットのデータから作成、—は2007年以降上場のため比較できない
2017年6月2日付け日本経済新聞より

(図6) 世界時価総額トップ10 (2007年5月)

	10年前 (2007年5月末時点)	時価総額 (億ドル)
1	エクソン (米)	4,685
2	GE (米)	3,866
3	マイクロソフト (米)	2,936
4	シティグループ (米)	2,695
5	ペトロチャイナ (中国)	2,618
6	AT&T (米)	2,548
7	ロイヤル・ダッチ・シェル (英蘭)	2,408
8	バンク・オブ・アメリカ (米)	2,250
9	中国工商銀行 (中国)	2,233
10	トヨタ (日本)	2,163

ルを追求していくであろう。

米国の資本市場のリスクキャピタル提供は上場企業に止まらない。未上場の企業に資本を提供するプライベートエクイティの成長、M&Aの盛行、ジャンクファンドの発達などイノベーションを可能にする装置に溢れている。テスラの創業と成長もそれによって可能となった。リスクキャピタル提供に心血を注いできた専門家が米国の経済政策の司令塔に座っていることも米国の特徴である。ゴールドマンサックス出身の歴代米国財務長官、続々政界に進出するベンチャーキャピタリスト（ウィルバー・ロス商務長官、前共和党大統領候補ミット・ロムニー氏）等、が制度設計を担ってきた。否定的側面から語られることが多い米国の格差、企業経営者の高額報酬も、逆の側面から見れば、次々に資本家を生み出し、彼らがリスクマネーの提供主体になっているという形で機能しているのである。ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ・ファンド（KKR、カーライル、ブラクストーン、ペインキャピタル）の充実ぶりは他国を圧している。

このように見てくると、米国の非伝統的金融緩和政策による資本市場の活性化が、リーマンショックによる困難を乗り越えて、機能復活し米国の経済厚生に大きく寄与してきたことは明白であろう。

■ 2. 適切であった米国の資本市場政策、金融政策の展開

ITバブルの崩壊と金融不正の横行、サブプライム住宅バブル崩壊とリーマンショックによる金融資本市場の崩壊という歴史的経験を経て、米国では危機回避のための二正面作戦が展開された。第一はバブルの反省に基づく規制強化である。戦後の米国では規制緩和が長期趨勢であり、1980年代、1990年代の一連の金融改革と規制緩和（金利自由化＝レギュレーションQの廃止、銀行の州際業務の認可等）は米国の金融イノベーションと新商品の開発を生んだ。しかし1999年のGS法の廃止とGRB法の制定（銀行と証券業務兼営の認可）を最後に、その後は規制強化がトレンドとなる。

2000年のITバブル崩壊とエンロン、ワールドコムなど金融犯罪が明らかになって以降、新たな規制の導入が相次いだ。2000年には不正に結びつく安易な企業買収策pooling of interestが禁止された。また企業の粉飾決算や不正会計処理の防止、内部管理体制の強化を柱とするSOX法が制定（2002年）された。更に2008年にはサブプライム住宅ローンの焦げ付きに端を発した金融危機がリーマン・ブラザーズ、AIGなど大手金融機関の破たん世界的信用不安の連鎖を引き起こした。世界金融危機に際しては、その再発防止のための包括的金融規制法DF法が制定された（2010年）。DF法は自己勘定での取引の禁止、プライベートエクイティやヘッジファンドへの出資制限、預金者保護のための高リスク事業の禁止などにより、投資銀行の収益を大きく抑制した。もっともトランプ政権はその弊害を認識し大幅な緩和を提起している。

二正面作戦の第二は、危機救済としての公的資金投入（bail Out、米国では2008年のTARP創設）とリスクテイクを支援する金融緩和政策である。TARP（問題資産救済プログラム）は金融機関、自動車メーカーなどへの7,000億ドル予算規模による資金投入であり、実際には4,546億ドルが投入され、対象企業の健全性回復によりそのほぼすべては回収された。一方金融緩和策はQE（2008年11月）、インフレーターゲティング（2012年1月公表開始）として打ち出され、アニマルスピリットを喚起し資産価格を押し上げるものとして作用した。先に示した米国資本市場の一早いバブル崩壊の混乱からの回復、経済の正常化はこのリフレ策（新種の金融緩和政策）がなければ不可能だったであろう。

■ 3. FED view vs. BIS view

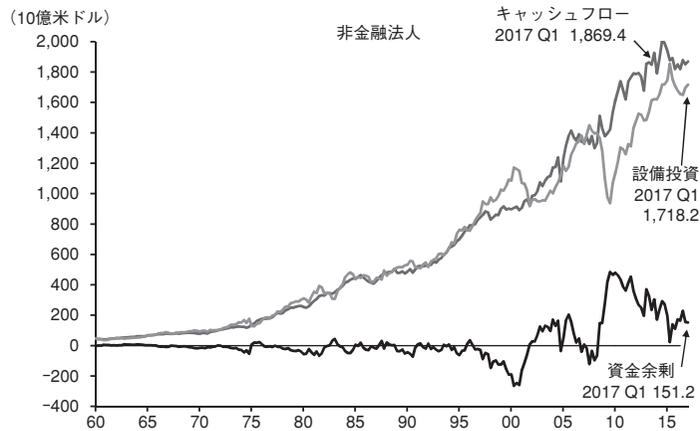
米国の迅速な立ち直りはバブル崩壊後の長期停滞とデフレ陥落を余儀なくされた日本と好対照をなしている。持続不能な資産価格上昇によりもたらされた金融上の不均衡の生成、その崩壊に際してどのような政策対応が望ましいかに関して、2つの見方が提示されている。「後始末論」と「事前抑制論」でそれを主唱していた機関により前者はFED view後者はBIS viewと呼ばれている（金融庁氷見野良三氏「本邦のバブル対応—対米比較と教訓—」）。

FED viewは「バブルが崩壊した後金融緩和政策を強力に行うことでその影響は対処可能、事前のバブル抑制策は慎重にするべき」とリフレ策の重要性を指摘する。対してBIS viewは「バブル抑制のための事前金融引き締めを重視し、崩壊後も過度の緩和の弊害を強調する」。米国の金融危機に際してFRB議長として金融政策を指揮したバーナンキ氏がかねてから「日本は銀行システムに対する規制・監督が極めて弱いままで金融自由化を進めたためにバブルを引き起こした。その後の金融緩和は臆病すぎた」と批判していたが、米国のバブル崩壊に際しては自らの信念に即した、徹底的なリフレ政策を遂行した。3回にわたって打ち出されたQEは、中央銀行がバランスシートを拡大し長期国債やMBSを購入し直接資産価格に影響を与えるというもので、伝統的金融政策の枠を大きく超えるものではあったが、資産価格の底入れと押し上げに決定的役割を果たした。日本の金融当局がBIS viewに同調的な白川氏が日銀総裁の職を離れるまでリフレ策の採用に後ろ向きであったこととは好対照である。

■ 4. 非伝統的金融政策を必要とする時代背景

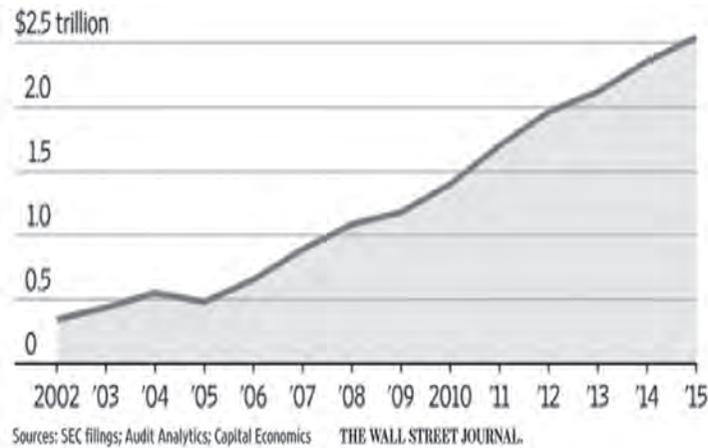
それにしてもなぜ今も教科書には書かれていない非伝統的金融緩和政策が登場したのであろうか。重要な環境変化は、米国をはじめとする先進国金融資本市場において資本余剰が強まっていることである。世界的貯蓄過剰（バーナンキ氏）だけではなく、米国においても家計と企業での金融資産蓄積は大きい。家計金融資産/GDP、1人当たり金融資産は上昇する一方である。また企業部門でも高水準の利益が続く一方投資資金需要は十分でなく、資金余剰（特に海外での留保利益甚大）が定着しているが、それはフリーキャッシュフローが恒常的に黒字化していることからうかがわれる。こうしたことが長期金利を傾

(図7) 米国非金融法人のフリーキャッシュフロー推移



(注) 資金余剰はキャッシュフローから設備投資を差し引いた額
 (出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

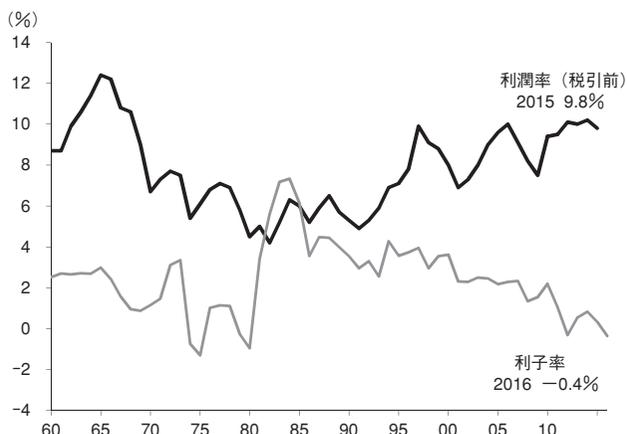
(図8) 米国企業の海外留保利益の推移



向的に押し下げている。

今の資本市場が直面する金融困難を説明する不等式は「 $r_1 > g > r_2$ 」(r_1 が企業の儲け・利潤率、 r_2 は企業の資本コスト・金利・利子率、 g が成長)である。2つの不等式が同時に起こっているのが現在の情勢の大きな特徴である。利潤率が高い、つまり企業が儲

(図9) 米国の利潤率と利子率の乖離



利潤率：非金融純税前営業余剰／生産資産、利子率：10年債利回り－コアCPI上昇率
(出所) 米商務省 (Survey of Current Businessより)、米連邦準備制度理事会 (FRB)、武者リサーチ

かっており、配当率は2%、企業の益回りは今5%、そしてROEは14%と高い。では、企業が商売をやる時に必要な資金の調達コストはというと、10年国債利回りは2%台と、この両者との乖離が著しく大きくなっている。普通は利潤率と利子率は、ほとんど連動すると考えられる。景気が良くて企業が儲かる時には当然金利が上がる。そもそも利潤も利子も資本のリターン、利潤率と利子率は、本来おなじものなのだから、「 $r_1 = r_2$ 」これが普通の教科書的な経済の姿である。しかし、今起こっているのは r_1 と r_2 が極端に乖離し、そのサンドイッチになって成長率が停滞していることである。

資本市場の使命は適切な資本配分により最大の経済的厚生(インフレ抑制下の雇用増大)を実現することである。しかし利潤率が一方方向に上昇し利子率が一方方向低下するという環境の下では、従来型の金融政策では資本配分の非リスク資産への偏りを是正できず、経済厚生を実現できない。そればかりか資本の退蔵を高め、デフレの危機を強めてしまう。こうした環境の下で従来の常識からすれば、奇策、禁じ手が必要不可欠になってしまったのである。非伝統的金融緩和政策はそうした現実に対する挑戦と言える。

この「 $r_1 > r_2$ 」という普通ではない現実、企業が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。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、グローバル化を巻き込み、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大きく低下させている。

このミクロでは明白な生産性の向上が、マクロ統計には表れていない。それどころか主要国の労働生産性はリーマンショック以降顕著に低下している。いくつかの仮説が考えられるが、ミクロで節約された資源が、マクロでは活用できずに遊んでいるということが最も妥当な解釈ではないか。つまりミクロの節約が企業収益の顕著な増加をもたらすと同時にマクロ的には「slack（余剰）」を生んでいるのである。この利潤率の上昇、利子率の低下という乖離現象はほぼ20年にわたって続いている。グリーンズパン元FRB議長が2005年コナドラムと指摘したが、イエレン議長の現在も大きな不思議として再認識されている。

この資本余剰状態は恒常的に資産価格に上昇圧力を与えており、それはリーマンショック前も後も続いている。それによって上昇する資産価格はバブルか、錬金術なのか。現在のところ米国の資産価格上昇には十分な根拠がある、と言ってよい。第一に企業収益の裏付け、つまり価値創造の実態がある。第二に効率的企業財務が自社株買いやM&Aを通して株式価値（ROE）を押し上げている。第三に資産価格上昇が経済拡大の好循環を引き起こし更なる企業業績向上をもたらすという好連鎖が起きている。家計純資産の大幅増加が消費拡大の推進力になっているし、企業のリスクテイク能力の増大は財務的・実物的投資増加をもたらし、余剰労働力の吸収が進展している。

このように考えればFED viewに基づく米国の金融政策は見事に功を奏したと言える。対してBIS viewによるバブル事前抑制論が危険性の高い政策であり、その影響が強かった日本で長期デフレが定着したことが想起される。

