

米国株式クラッシュと トランプ政権の経済政策評価

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

■ 1. 良好すぎる経済実態がもたらした Complacency（過剰満足）クラッシュ

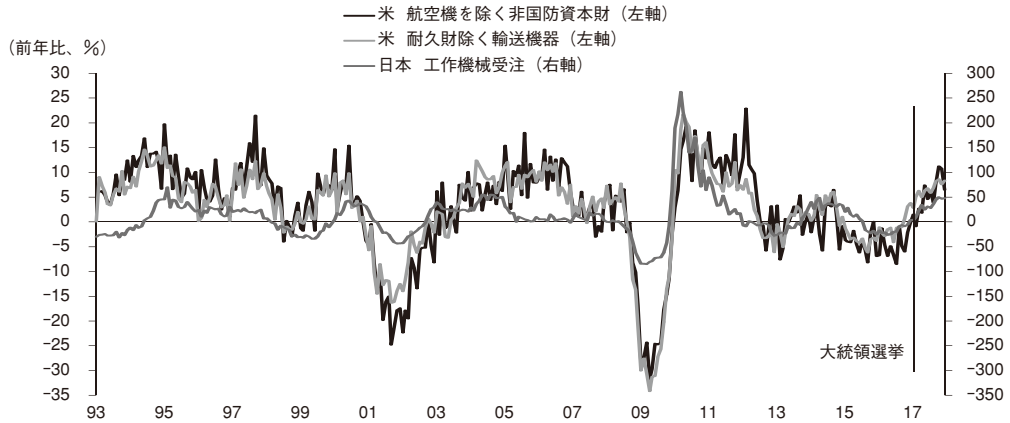
突如の株式クラッシュが発生、NYダウは2月5日1,175ドル、2月8日1,032ドルとそれぞれ一日では史上最大の下落幅を記録、2週間で史上最高値から12%下落となった。日本株式も1月高値から2月前半のボトムまで2週間で13%下落した。世界的株式クラッシュにより、一気に高まったリスクオフセンチメントが円高圧力を強めドル円レートも1月末110円台で推移していたが2月16日には105円台へと急騰した。

まさしく青天の霹靂のクラッシュであった。上昇し続ける株価に警戒感を強めた投資家はいたものの、経済ファンダメンタルズや政治、地政学などクラッシュを引き起こす口実が皆無と言える場面での下落は、かつてなかったのではないか。

専門家による綿密な経済分析、金融と株式バリュエーション分析からはクラッシュを正当化する分析結果はほとんどない。①世界同時好況、②世界的好業績、③背景にある新産業革命とイノベーション、④適切な経済政策、⑤抑制されたインフレなど。近い将来リセッションに陥るとの見方はほとんど見当たらない。そしてリセッションにならずして株式市場がベアマーケットに転換したためしはない。

米国経済の活性化が加速している。米国経済はトランプ大統領就任以降ほぼ3%の経済

(図表1) 米国非国防資本財・耐久財受注、日本工作機械受注推移



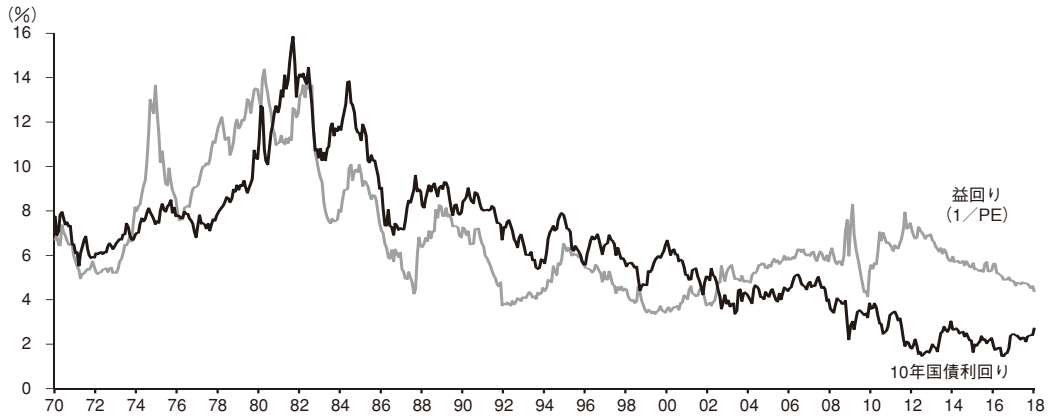
(出所) 米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

成長が維持されている。消費の好調に加えて景気のドライバーである投資が加速し始めた。耐久財や資本財受注が大幅に上昇しているが、背景には労働需給タイト化による機械代替、新産業革命、IOT対応の投資本格化などの事情がある。トランプ政権の規制緩和と税制改革が今後さらに景況を後押しする。

株式がバブルとの見解、も支持する人は少数である。①PERは過去平均15倍、1月末実績利益ベースで22倍（益回り4.5%）、予想利益ベースで18倍と高いが、長期金利の低さを考えれば、利回り2.8%台の米国国債と比較してむしろ株の方が割安、イールドスプレッドは依然大きい、②ロバート・シラー教授のCAPE（景気変動を平準化させた利益に対する株価）がITバブル時以降最高の30倍という議論が株式バブル論の根拠とされているが、CAPEが低金利水準を全く考慮に入れてない点で、実用的ではない、③長期金利上昇は限定的かつ企業利益の見通しは良好（税制改革の効果も寄与）、④経済的厚生を示すミゼリーインデックス（失業率+インフレ率）が過去最低水準ということは高PERを正当化する、などが指摘できる。つまり株価水準は全く問題ではない。ということはこのクラッシュは基本的に市場の需給、テクニカル要因がもたらしたものと結論づけられ、相場回復が短期間になされるのではないか。

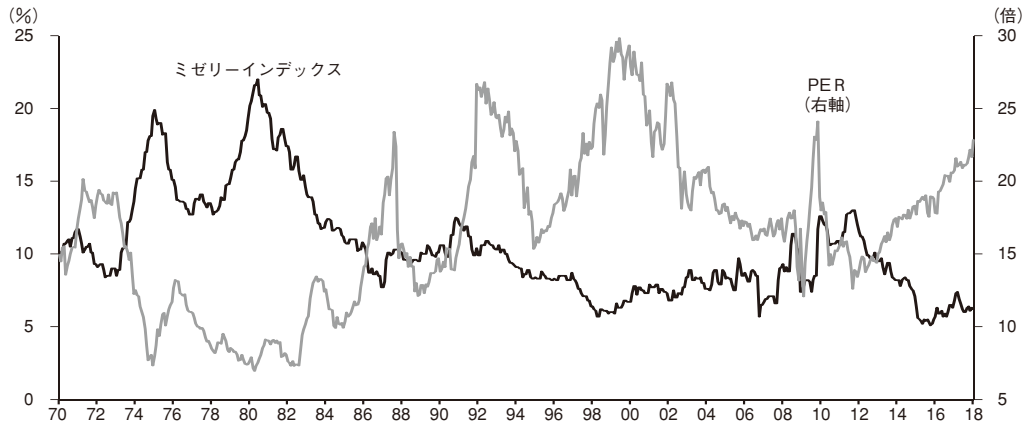
ではなぜ需給が急変したのかだが、良好すぎるファンダメンタルズがかえって Complacency（過剰な満足）をもたらし、過度のリスクテイクにより市場と金融に一時的にゆがみが起こっていたため、と考えられる。きっかけは極めて投機色が強い金融商品ボラテリティETP（低ボラテリティに対する賭け➡低ボラテリティに対する過信）が失敗し、

(図表2) 米国10年国債利回りとS&P500益回り推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表3) 米国ミゼリーインデックスとS&P500PER推移

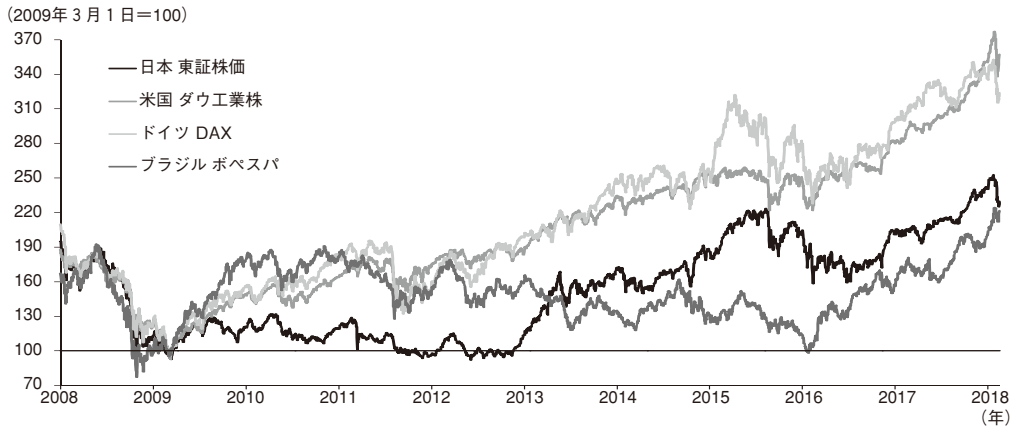


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

その解消売りが急激にボラテリティを高め、それがプログラムトレード売り連鎖の引き金を引いたと見られている。特にCTA（もっぱらアルゴリズムにより株・債券・為替・商品など全世界の資産クラスを投資対象にしたヘッジファンド）では市場の急変が自動的に連鎖的売りを発動し需給激変をもたらしたと言える。

あえて今回の下落の合理性を考えれば、それはスピード違反の修正、であろう。株価（NYダウ）はトランプ当選以降1年余りで42%と著しく上昇。これはスピード違反、その調整が起きている。株価水準はバブルではない。しかし急上昇は行き過ぎ、NYダウの過去の

(図表4) リーマンショック以降の主要国株価推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

上昇率は120年間で年率6%弱、過去40年間では年率9%であり、それと比較しいかにも速い。株式投資家に異常に大きな超過リターンをもたらされたが、これは健全ではなく投機的ポジションの盛行等、金融市場にゆがみをもたらす原因になる。この株式投資家が享受した異常な高リターンが修正されつつある、と言える。

2. 市場に根強い警戒論

とは言え、市場ではクラッシュの発生により悲観論者の議論も無視できなくなっている。最大のヘッジファンド“ブリッジウォーター”の創始者レイ・ダリオ氏は今回のクラッシュはより大きな波乱時代の入り口であるとの論陣を張っている。中央銀行の過度の金融緩和による適温（Goldilocks）の時代は終わり、インフレの上昇、金融引き締めがより大きな波乱を引き起こすだろう。トランプ政権にまつわる政治の混迷がそれを加速させるとの主張である（2月12日ファイナンシャル・タイムズ）。またエコノミスト誌（2月10日号）は、景気循環が成熟化する局面で、財政拡大のギャンブルに打って出たトランプ政権の政策に懸念を示している。今回のクラッシュは投資家にとって最大の懸念が経済停滞からインフレへと移行する過程で起きたものである、との見解である。

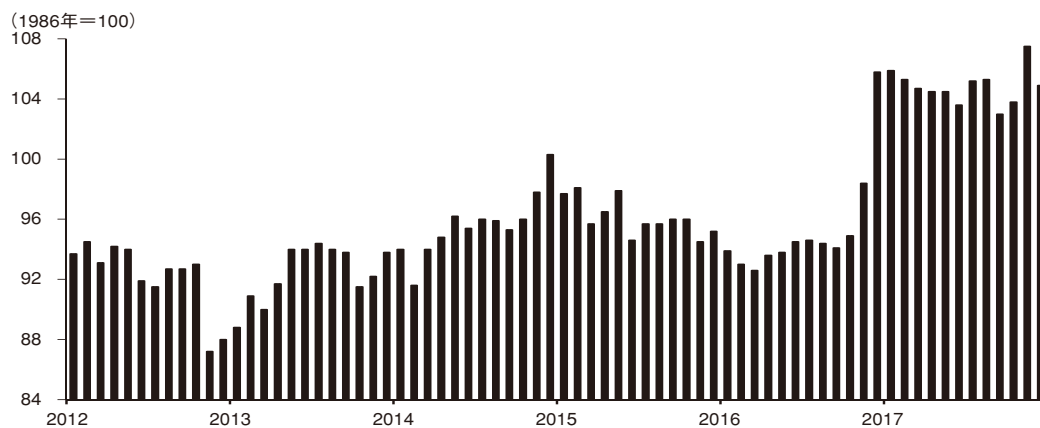
いずれも今回のクラッシュは、多少なりとも経済のファンダメンタルズとトランプ政権での経済政策に原因がある、との見方である。そうした懸念は一考に値するが、ではトランプ政権の経済政策はそれほどの危険を伴うものであるのだろうか。トランプ政権の経済

政策がむしろ成功をおさめ、株価の長期上昇をより確かなものにする、という可能性は無いのだろうか。以下ではトランプ政権の経済政策の肯定的側面を探ってみる。

■ 3. トランプ登場の背景にある合理性

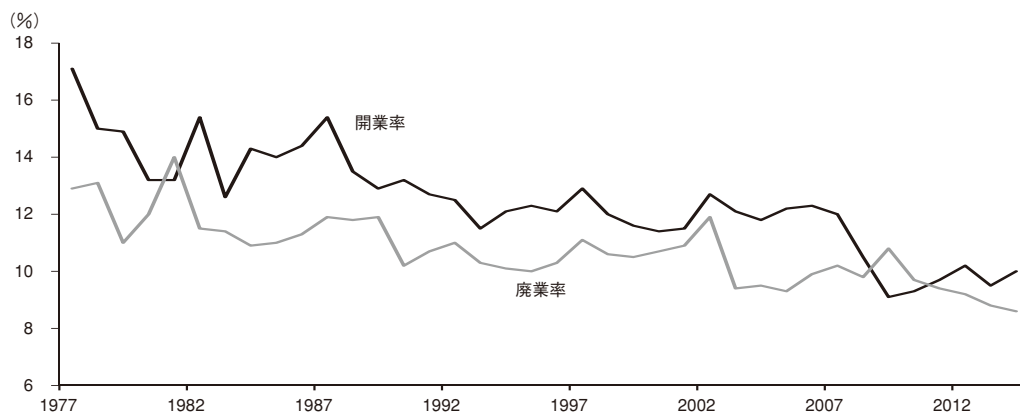
有権者が選択したからにはトランプ氏登場の必然性がある。それは3点の課題解決として整理できよう。第一は経済的課題で格差、取り残された白人労働者、資本・貯蓄の滞留、

(図表5) 米国中小企業経営者楽観指数推移



(出所) 全米独立企業連盟 (NFIB)、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表6) 米国開業率・廃業率推移



(出所) 米センサス局 "Business Dynamics Statistics"

アニマルスピリットの喪失などである。トランプ氏はこれに対してケインズ政策、有効需要の創造、規制緩和を対置した。第二に地政学、国際関係面での危機感、中国の台頭、米国覇権の危機、国際秩序の形骸化である。トランプ氏はこれに対して、二国間主義、国際機関の再構築、力による平和を対置した。第三は価値観、理想主義・リベラル・分配主義、例えばPC（ポリティカル・コレクトネス）という理想主義的建前の偏重。トランプ氏は法治の徹底、自己責任・リパタリアニズムを対置させ最高裁判事など人事を大きく刷新し、既存価値観からトランプ批判をするマスメディアに対して、ツイッターで対抗している。

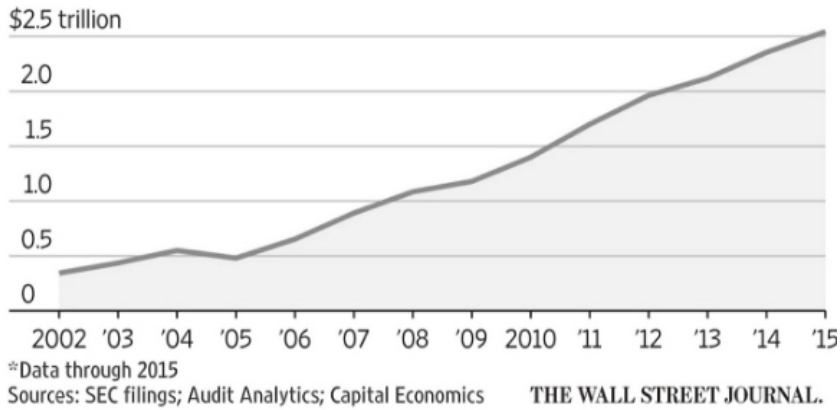
オバマ氏の経済政策基本的には適切で、リーマン危機から米国経済は見事に立ち直った。しかしそれでは不十分、米国経済はもっと良くなれる、そして強い経済を背景に米国の国益と世界におけるプレゼンスはもっと大きくなれるというのがトランプ氏の主張であったが、一年のトランプによる統治を見ればこの主張は、正当であったと言わざるを得ない。オバマ政権の時代には規制が大きく強化されて企業家心理が抑圧され、米国の企業開業率が劇的に低下し、アニマルスピリットが損なわれた。トランプ政権下でこれが再び高まるのはほぼ確実であろう。

トランプ政権は規制緩和に全力を注いでいる。一つの規制の導入に際し二つの既存規制を廃止するとの方針を堅持している。また行政機関の長、例えば消費者金融保護局（CFPB）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）、等をことごとく規制緩和派にすげかえた。高い評価を得ていたジャネット・イエレン氏からパウエル氏にFRB議長を変えたのも、規制緩和に対する積極姿勢が鍵になったと見られる。トランプ氏に指名されたクオールズFRB副議長はボルカールールや資本規制の大幅緩和を進めることを明言しており、金融機関と金融市場にリスクテイク促進風が吹いている。また環境規制派の反対を覆し石油パイプライン「ダコタアクセス」建設を認可した。ロビイスト活動が活況を呈し産業と政権の距離が急接近している様は、オバマ時代とは昼と夜ほどの違いがあると言われている。

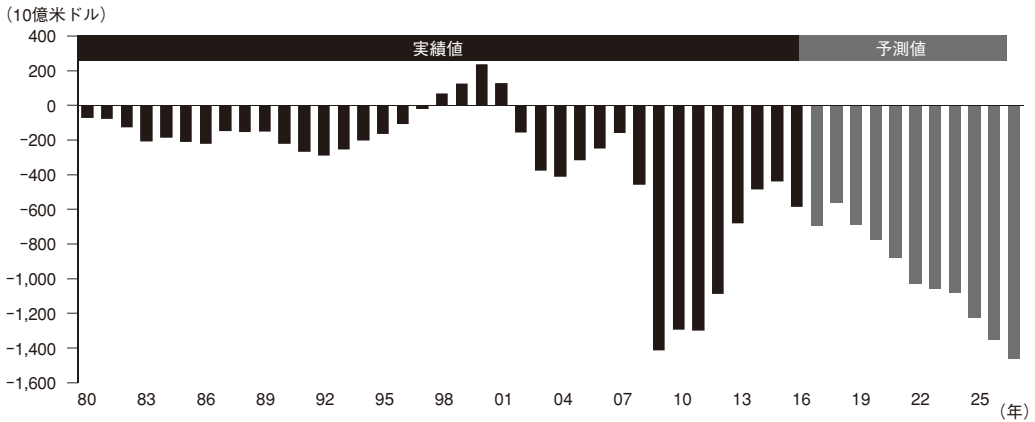
■ 4. 空前の減税、企業優遇

しかしもっと大きな経済的意義がある成果は30年ぶりの税制改革であろう。まず減税規模が壮大である、5年間で1兆740億ドル、10年間で1兆4,560億ドルというスケールは1981年のレーガン減税の5年で7,473億ドルを大きく上回る。またその先が企業活動支援に集中していることも際立っている。具体的には①法人税減税（35%から21%へ）、②投

(図表7) 米国企業海外留保利益の推移



(図表8) 米国財政収支と見通し推移



(出所) Congressional Budget Office、武者リサーチ

資減税（5年間にわたり設備投資の100%即時償却）、③海外利益を非課税化、海外からの配当の非課税化、④移行措置として、これまで企業が溜め込んでいた海外留保利益の国内還流の際の軽減措置（35%であったものを15.5%に）、⑤中小企業減税（所得の20%を非課税化）、⑥個人減税（最高税率の引き下げと児童税額控除の拡充、遺産税課税最低限の引き上げ等）、等。さらに今年に入ってトランプ政権は公約で10年間1兆ドルと約束したインフラ投資の具体化に着手した。また国防支出はさらに増額する意向を表明している。

この野放図とも見られる大胆さに対して、財政赤字拡大、格差拡大を招くとの批判も大

きい。が当面の経済効果は甚大であり、財政赤字と格差はその事後に検証されることである。すでにウォルマート、ボーイング、アメリカン・エアライン、ウェルス・ファーゴ、ATT、ベライゾン、バンク・オブ・アメリカ、シティ・グループ、JPモルガン、コムキャスト、ディズニー、スターバックス等多くの企業が海外利益の国内送金、投資増加、雇用増加、賃金引上げ、ボーナス支給、年金企業拠出額増加などを打ちだしている。例えばアップルは今後5年間で、海外に留保している利益2,500億ドル（28兆円）を国内に還流させることで380億ドル（4.2兆ドル）の税金を支払うとともに、国内では300億ドル投資（内100億ドル国内データセンター）、2万人雇用、10億ドルから50億ドルへの先端製造業投資基金拠出積額の引き上げ、等を実施すると発表している。

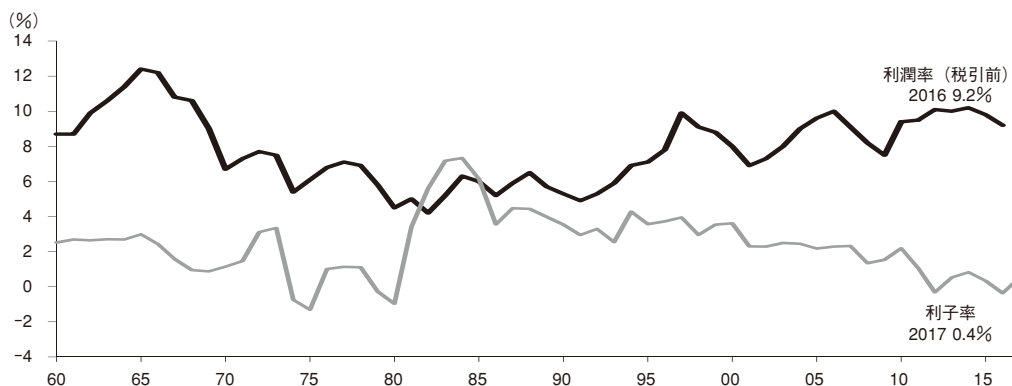
■ 5. トランプ経済政策の合理性

①有効需要創造が緊要

トランプ氏の経済政策は、米国経済のダイナミズムをなす、二つの基本的潮流に合致している、だから成功すると考えられる。第一の基本潮流は新産業革命が有効需要創造を決定的に必要としているという現実である。それは何かと言えば、5年で10倍、10年で100倍の半導体・通信技術の発展が空前の生産性上昇を引き起こし、膨大な富が生み出されている。だから企業は儲かり、使い切れない資本が貯蓄余剰となって金利を引き下げる。また生産性上昇に伴って供給力が増大し物価を押し下げている。故に余剰資本を有効需要に転換する策が決定的に重要なのである。有効需要が追加され需給ギャップが縮小すればインフレは高まり、実物・金融両面で投資需要が増加し金利を押し上げる。

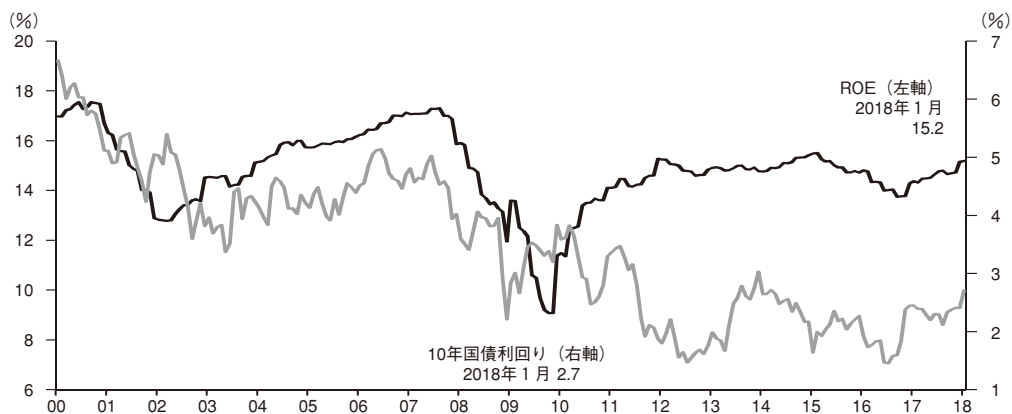
経済学者やFRB、エコノミストたちを悩ませている現実、好況・好業績と物価・金利の低迷の併存は教科書には書いてないが、今やミステリーでも謎でもない。現在の常態が、【新産業革命→生産性上昇・企業利益増加→供給力増加・資本と労働余剰増大】なのである。この資本余剰、供給力過剰を放置することは危険である。資本が滞留し利子率が下がっているということは、企業が稼いだお金が遊んでいるということである。お金が遊んでいることは資本主義の自己否定である。この状態を変える唯一の方策は政府のイニシアティブ、つまり政府が財政、金融、あるいは所得政策によって余剰資本が実体経済に還流する筋道をつけることである。余剰貯蓄を需要創造につなげるという明確な政策のチャンネルを持っているトランプ大統領の誕生とともに株価が40%近くも上昇したという現象は根拠のあることである。

(図表9) 米国の利潤率と利子率推移



(利潤率) 非金融純税前営業余剰／生産資産、利子率：10年債利回りーコア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

(図表10) 米国のROEと長期金利推移



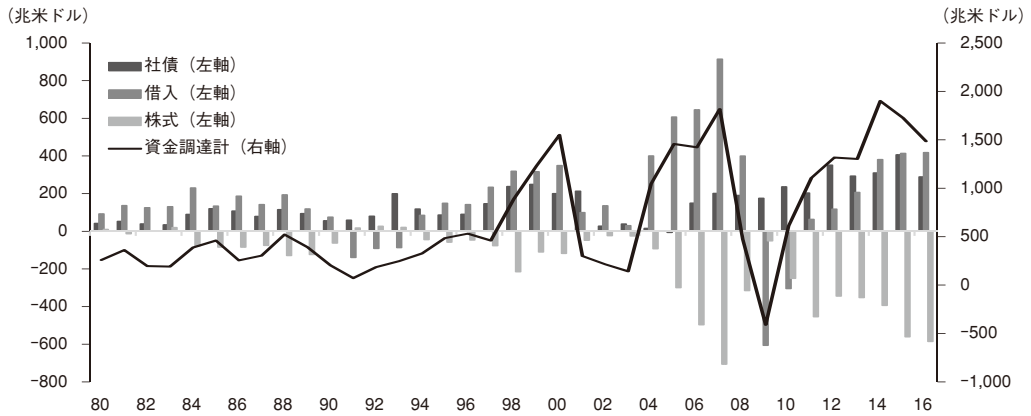
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

6. トランプ経済政策の合理性

② 金融市場の変化に対応

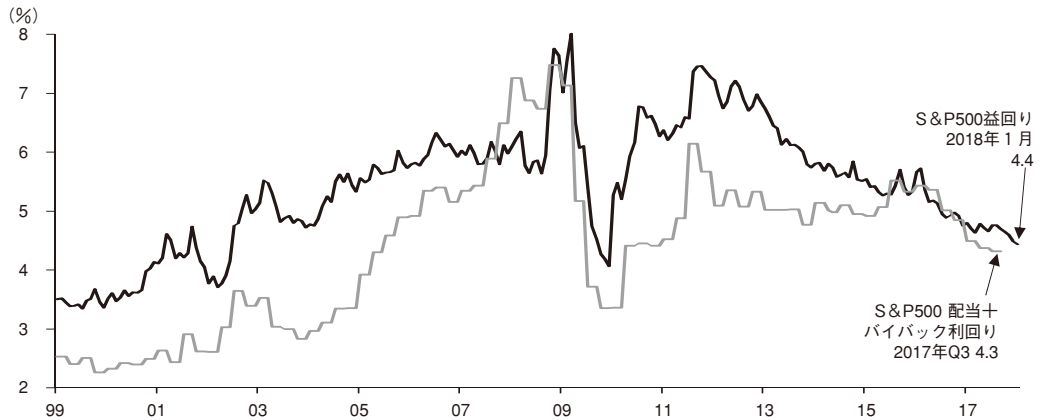
第二の基本潮流は金融市場の構造変化である。資本余剰時代の今日、金融市場の役割は根本的に転換した。かつての金融市場は家計貯蓄を企業投資につなげる場であったが、今は全く逆になっている。端的に言えば今日の金融市場の最大の役割は企業利益の還元とリ

(図表11) 米国非金融企業の資金調達推移



(出所) FRB、武者リサーチ

(図表12) 米国配当+バイバック利回りと株式益利回りの推移

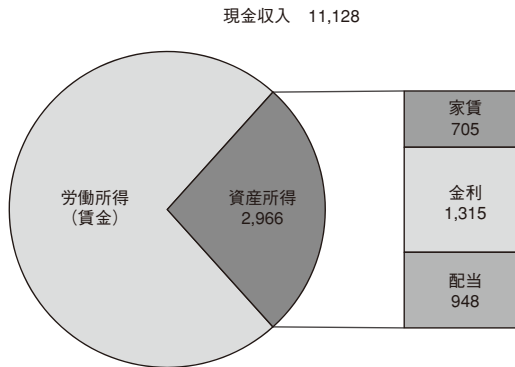


(出所) ブルームバーグ、S&P、武者リサーチ

スクキャピタルの提供である。そしてそのチャンネルとして株式市場、株価が決定的に重要になっている。故にリスクテイク環境を支援する金融規制緩和などのトランプ氏の一連の政策が的を射ていると言える。

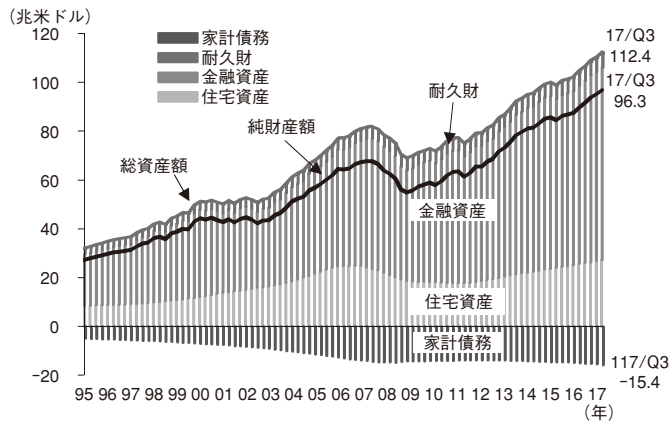
200年ごろから米国では企業が投資超過(フリーキャッシュフロー不足)から貯蓄超過(フリーキャッシュフロー余剰)に転換して久しい。この企業の余剰を経済循環に還流させるチャンネルとして、米国では企業の自社株買いと配当による株主還元が一般化した。配当と自社株買いを足し合わせた株主還元率はここ10数年ほぼ100%になっている。つまり企

(図表13) 米国家計現金収入の内訳 (労働所得・資産所得)



(注) 単位10億米ドル、2016年現在
(出所) 米経済分析局

(図表14) 米国家計の資産・債務・純資産推移



(出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

業は平均5%の益回りを得ている(株価に対して5%利益を得ている)が、概ね配当2%、自社株買い3%の株主還元により利益の100%を吐き出しているのである。これこそ資本の死蔵を許さない、株主による経営者圧力であり、コーポレートガバナンスが貫徹されている表れと評価される。

その結果もたらされる株高は家計の資産価値増価→購買力増加となって経済に還流している。米国家計の現金収入(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)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。

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。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てきた。

更に株式市場が果たすリスクキャピタルの提供が層の厚い株式市場に支えられていることは論を俟たない。銀行の融資ポートフォリオに代わって、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リスクキャピタルが提供され、将来の青写真が作られている。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が、それは米国金融市場に支えられていると言える。

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。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、彼らガ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。

■まとめ

今回の株式クラッシュの背景と、トランプ政権の経済政策を検討すると、米国経済はさらに成長力を増し、株価も長期上昇軌道を持続すると結論づけられる。トランプ政権の経済政策が財政赤字を増加させ、企業・富裕者優遇は格差を拡大させる、との懸念はあるがその結果がわかるのは数年後であり、現時点での市場リスクにはなりえない、と考えられる。

