

中国國家資本主義に対峙する 米国株式資本主義の隆盛

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

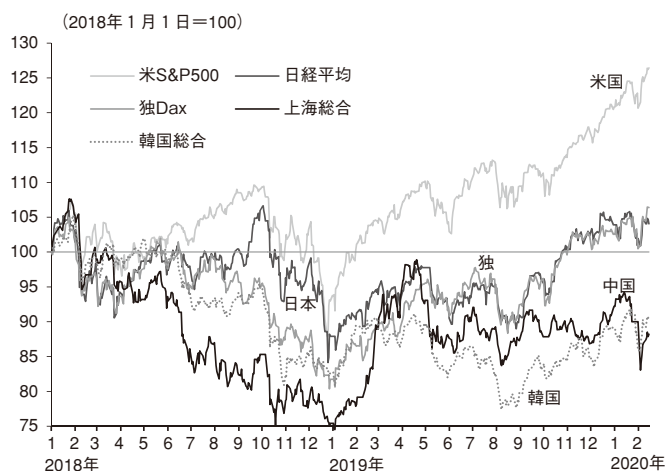
新型コロナウイルスによるパニックと同時に、長期的に見るとより重要な趨勢が米国経済を覆っている。株式資本主義の隆盛である。株式が資金循環の中枢に座り、株価上昇が経済発展の推進力となる新たな時代が始まっている、と考えられる。米国は米中覇権争いに勝つためには、何が何でも株式資本主義を成功させなければならない。米中覇権争いにおいてはAI、量子コンピューター、ブロックチェーン、導電性高分子、自動運転、再生医療などの先端技術分野における技術覇権をどちらが制するかがカギを握るが、中国は國家資本主義の下での集中的資本投下により、多くの分野で米国を凌駕しつつある。5Gネットワーク技術においてファーウェイが

大きく先行していることは、米国に猶予は許されていないことを物語る。米国が先端分野における投資競争に勝ち抜くには、株式資本主義を強化し資本力を強めていかざるを得ないという、地政学上の要請がある。

米国の株式資本主義がバブルであだ花だという批判がある。そうであれば中国の國家資本主義、社会主義市場経済より先に米国経済が没落し、覇権争いは中国の勝利に終わる可能性が高まる。しかしそうでなくこれが新潮流であり、資本主義の新たな発展段階であるとするれば、明るい将来展望が描かれる。

武者リサーチは、速断は慎むべきであるが、後者の可能性が高いと考えている。少なくとも数年の間は株式資本主義の隆盛は止まらず、大きな投資機会を提供していると主張し

(図表 1) 突出する米国株価 (2018年 1 月 1 日以降)



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 2) 突出する米国株価 (2009年 3 月 9 日以降)



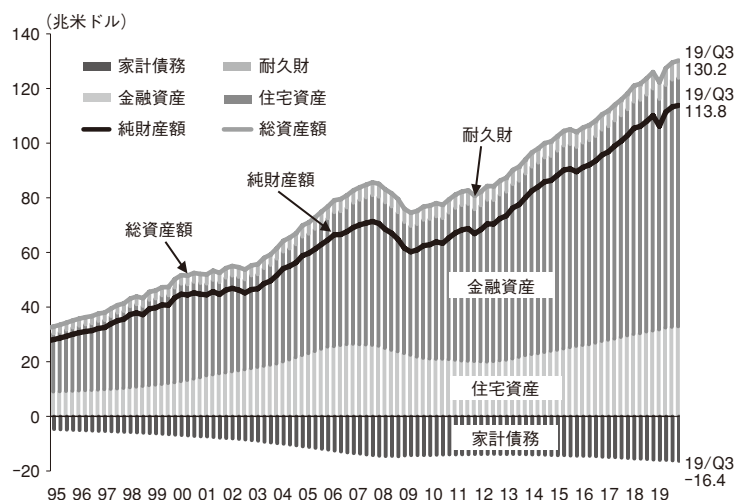
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

たい。

■ 1. 株高が起点となる米国経済の好循環

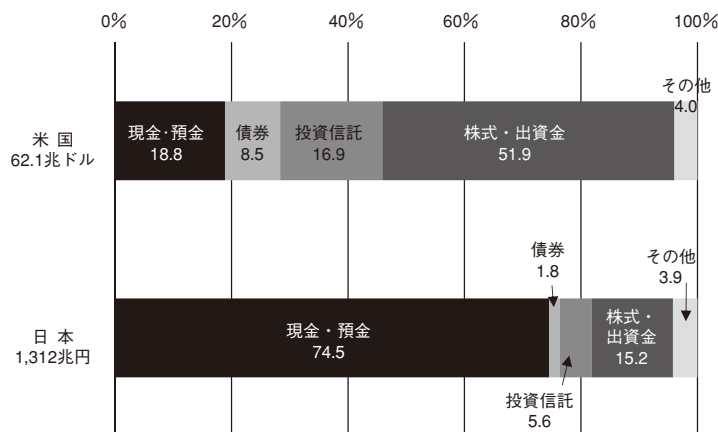
新年早々イラン革命防衛隊ソレイマニ司令官殺害、新型コロナウイルス蔓延などのネガ

(図表 3) 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

(図表 4) 日米金融資産ポートフォリオ比較 (除く年金・保険準備金)



(注) 保険・年金準備金を除く

(出所) 日本銀行、武者リサーチ

ティブニュースが相次ぐ中米国株式は底固い。「疾風に勁草を知る (逆境で真価がわかる)」, の故事にある通り、株式の地相場の強さをうかがわせる。NYダウは2009年3月の6,547ドルから2020年1月28,256ドルへと4.3倍、年率14%の上昇を遂げた。トランプ大統領が当選して以降の3年3か月(38か月)でみても1.58倍、やはり年率15.5%の上昇であ

(図表 5) 米国企業部門 (非金融) キャッシュフロー

(10億ドル)

	2015	2016	2017	2018
税 引 利 益	1,010.1	983.0	1,017.4	1,080.2
株 主 還 元	1,190.7	1,275.5	1,024.4	753.6
配 当	641.1	698.7	703.6	247.0
自社株買い	549.6	576.8	320.8	506.6
債 務 調 達	626.7	304.4	530.5	299.4
借 入 れ	153.9	15.2	216.1	190.2
社 債 発 行	472.8	289.3	314.4	109.2
(減価償却)	1,317.0	1,368.2	1,474.8	1,698.0
(設備投資)	1,915.7	1,770.1	1,889.8	2,075.4

(出所) FRB、武者リサーチ

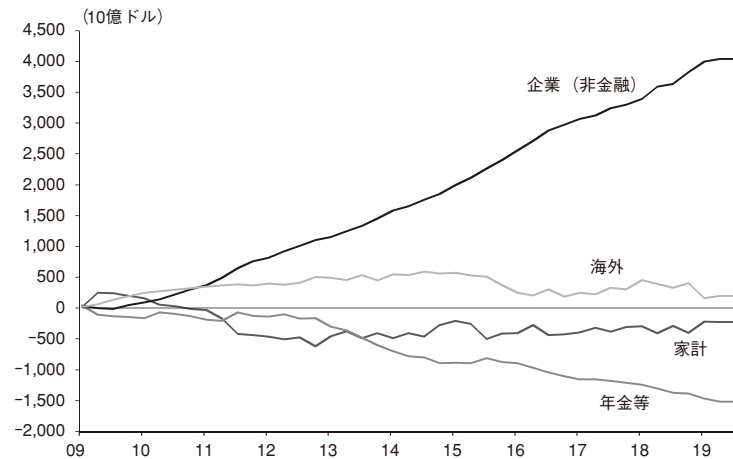
る。

この株高が今や米国経済の好循環の起点になっている。株高をけん引とする資産価格上昇が家計の純資産を著しく増加させた。図表3に見るように、2009年4Qリーマンショック後のボトムでは49兆ドルに落ち込んでいた米国家計純資産は、2019年2Qには113兆ドルへと10年間で64兆ドル（米国GDPの3倍）も増加したが、そのうち年金資産は10兆ドルから27兆ドルへと著増し、年金財政を大きく支えているのである。株価上昇や配当は富裕層のみを利しているという主張がある。しかし、米国の家計貯蓄の7割は株・投信であり（日本の場合7割が現預金）、株主還元は大半の貯蓄者を利しているといえる（図表4）。米国家計の現金収入は賃金7割、資産所得3割となっており、米国家計の旺盛な消費は株高を軸とした資産価格上昇によって支えられていると言って過言ではない。

■ 2. 株高の牽引車、株価本位の企業財務戦略

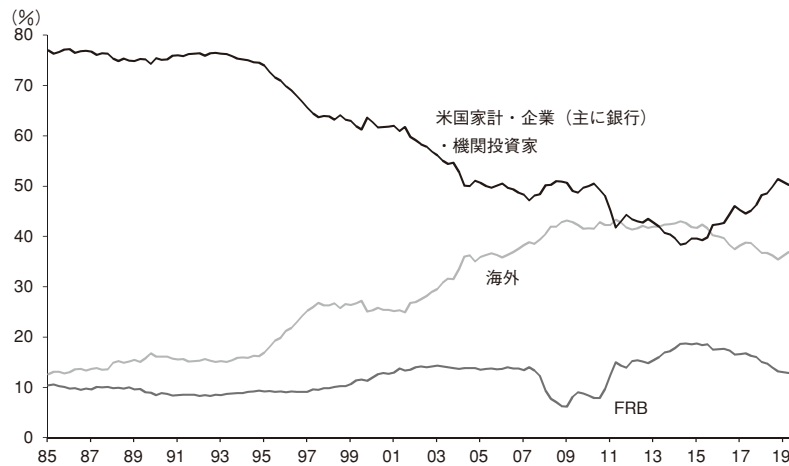
この株高をもたらしているものは自社株買い、配当などの企業による重厚なペイアウトである。図表5に見るように過去4年間（2015～2018年）に米国企業（非金融）は4.09兆ドルの税引き利益を計上したが、4.24兆ドルとその100%以上を株主に還元した。内配当2.29兆ドル、自社株買い1.95兆ドルとなっている。この自社株買いが米国においては、唯一最大の株式買い主体となっている。図表6によって2009年以降の主体別累積株式投資額を見ると、家計、年金、保険等国内投資家は全て売り越しであり、唯一の買い主体は企業の自社株買いなのである。

(図表 6) 米国株式投資主体別累積投資額



(出所) FRB、武者リサーチ

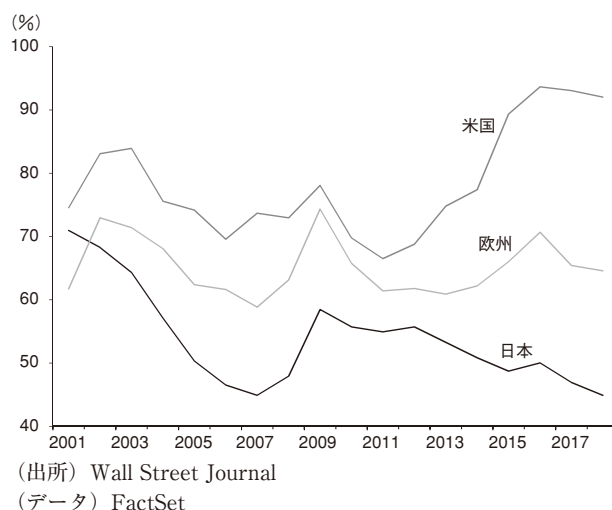
(図表 7) 米国でも資本余剰の大半は国債投資へ（米国債の投資主体別保有比率）



(出所) FRB、Deutsche Bank Securities (NY)、武者リサーチ

米国人が過大な楽観にとらわれ株式を買い上げてきたという見方があるが、それは誤解である。米国でも、家計、年金、保険、投信の余剰資金は一手に国債に向かっている。図表7は米国債の投資主体別保有比率であるが、2015年以降のテーパリングでFRB及び外国人が米国国債を売る中で、一手に買い続けてきたのは米国国内投資家（家計・銀行・機関投資家）だったのである。しかし企業の巨額の株主還元が家計の金融所得を押し上げ、

(図表 8) 日米欧企業のNet debt to Equity レシオ



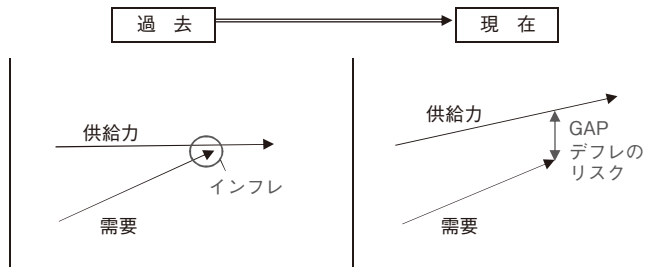
株価上昇による資産効果もあって、旺盛な消費を維持させているといえる。企業の余剰➡株高➡消費・投資増加の金融好循環が米国経済を支えている。

このように米国の株高は、企業の株価本位の財務戦略と強く結びついている。米国企業は、内部留保を吐き出し自社株買いを実施し、それが株式需給の好転とROEの上昇につながって株価が上昇する、という戦略である。図表8に見る米国企業の高レバレッジ化(= Net Debt to Equity レシオの上昇)も、株価本位の財務戦略の結果といえる。米国企業の財務バランス悪化を伴う株価本位政策が正しいか、誤りかは問われるところであろう。マクロ経済の観点では、企業の余剰が家計に還流することで、健全な資金循環が保たれており、米国企業の株価本位政策は望ましいといえる。しかし、米国企業の高レバレッジ体質は次期の景気後退場面で、金利上昇と企業収益悪化が起きた時の耐久力を犠牲にしているともいえる。その評価は数年以上先の次期リセッションを待たなければ、結論はつかないといえる。

■ 3. 米国株高を支える株価本位の金融政策

米国においては今や金融政策も株価本位といえる。QEが株価など資産価格引き上げに決定的に寄与した。資産価格が上昇しなかったら成長も雇用増加もなかったであろう。株価指数とベースマネーとの関係を振り返ると、日米ともにQEが実施されて以降の株価上

(図表9) なぜインフレにならないのか

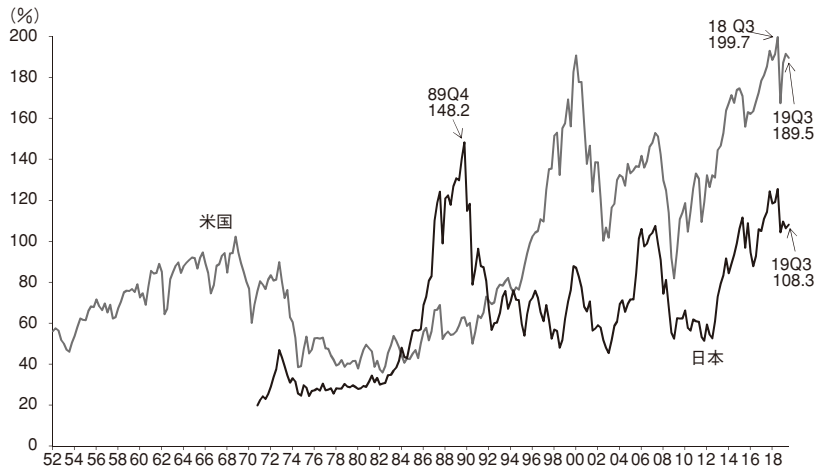


(出所) 武者リサーチ

昇がベースマネーの増加と軌を一にしてきたことが明瞭である。金融政策の目標、FRBの使命は適切な物価と最大限の雇用確保の二つである。いわゆるdual mandate。それは持続可能な範囲で最大限の成長を目指すことと換言できる。ではそれは何によって実現できるのかだが、信用総量（購買力総量）のコントロールによってである。ではいかにして信用総量をコントロールするのか、かつては銀行融資量を金利政策で采配することで行っていた。しかし今米国、英国を除くほとんどの先進国金利はゼロになった。また企業の借り入れ需要は大きく減少している。銀行システムによる融資拡大という信用創造システムはほとんど機能しなくなっている。それに代わって購買力創造を果たし始めたものが主に資産価格（特に株価）である。資産価格に影響力を与えるためには巨額のマネー増刷が必要であり、ここに量の拡大、QEが不可欠の政策になっているといえる。バーナンキ元FRB議長は、幾度となくなぜQEを行うのかと問われたが、その都度「リスクプレミアムを引き下げるため」と説明していた。それは平たく言えば資産価格を押上げることと解釈できる。人為的に株価・不動産価格を上げる政策は確かに錬金術である。が持続性がないバブルとは全く言えない。

それではなぜ錬金術としての信用創造が必要なのだろうか。それには技術と社会的分業の発展の歴史を見なければならない。今回は詳述できないが技術が発展し、生産性が高まれば、人と生産物、つまり労働と資本の余剰感が強まる。それは供給力が高まるとも言い換えることができる。であれば相対的に需要が足りなくなる、よって需要を増加させる政策、つまり信用創造政策が不可欠だということになる。図表9に示すように今インフレが起きず、デフレのリスクが世界的に優勢なのは、技術革新による供給力の増大が、需要を上回っている（＝相対的需要不足）ため、と考えるほかはない。

(図表10) 日米時価総額の対名目GDP比



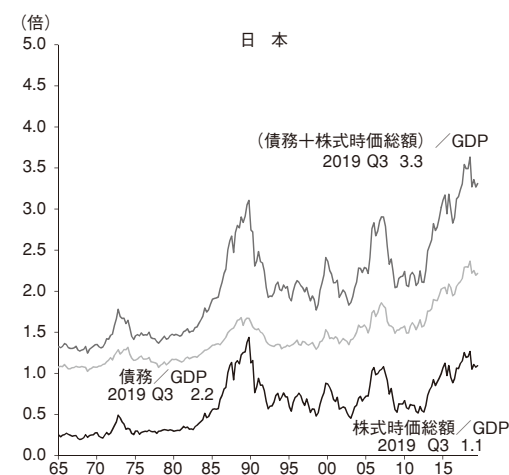
(注) 日本は85年以降は東証1部と東証2部の時価総額の合計、米国は国内企業の時価総額の合計を使用。

4. 米国株式バブル説は正しいか

それにしても、米国株価/GDPは歴史的に見ても、著しく高い。図表10は日米株式時価総額のGDP、に対する比率であるが、米国の現状は200%と史上最高水準にあり、1989年末バブルピーク時の日本の148%を3割以上も上回っている。また図表11は株式時価総額と債務総額の対GDP倍率推移であるが、2009年のリーマンショック以降債務倍率がほぼ2.5倍で横ばいである一方、株式時価総額倍率が大きく上昇し、両者が拮抗しつつあることが分かる。日本と比較すると債務倍率はほぼ同等だが、株式倍率が日本のほぼ2倍となっている。図表12はPERとPBR推移の各国比較であるが、米国のバリュエーションは突出して高い。特にPBRは日本の1.2倍、独・仏・英の1.7倍に対して、3.6倍と突出している。これらから米国株式がバブルと断定したくなるのも無理はない。

資産価格上昇がこれまでの米国経済を支えてきたことは明白だが、その中心にある株価がバブルで、持続性はないとの根強い警戒論がある。一見確かに株価は高い、が理論株価から著しく乖離しているとも維持不能ともいえない。むしろ他の金融資産に対して（特にバブル化と言える債券に対して）著しく割安との評価もできる。図表13によって米国における各金融資産のリターン推移を比較すると、株式のそれが国債や社債に対して突出して高く、株式が割安であることが分かる。また図表14によって国債利回りと株式益回り

(図表11) 日米の債務・株式の対名目GDP比

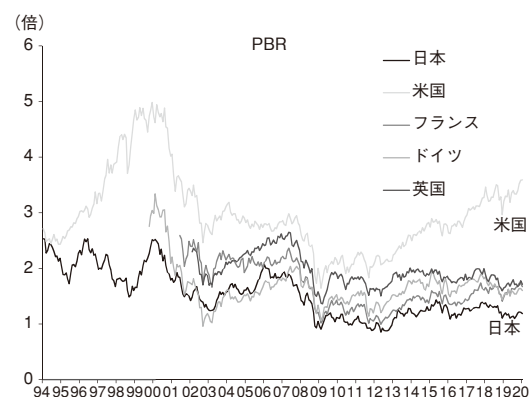


(出所) 日本銀行、ブルームバーグ、武者リサーチ

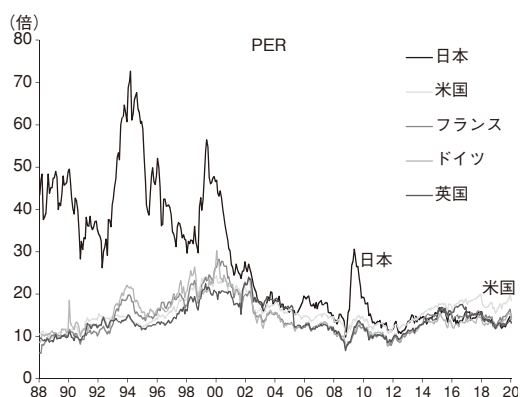


(出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表12) 主要国における株式評価の推移 (PBR, PER)



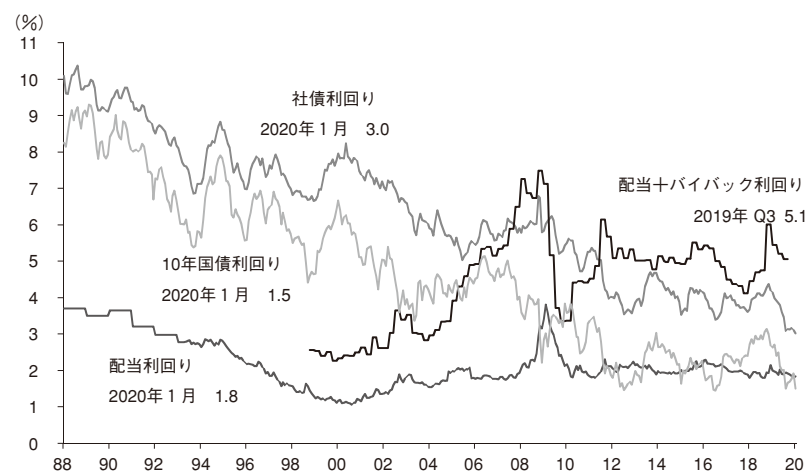
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(S&P500) の推移を辿ると、1970年からリーマンショック直前の2007年まではほぼ連動していたものが、2009年以降、金利低下に益回りが追隨して低下してせず両者の乖離が著しく広がっていることが分かる。つまり、債券と株式の間の裁定的投資が行われなくなり、株式が恒常的に割安化しているのである。両者の乖離は、①金利の上昇（債券価格の下落）か、②株価の上昇（益回りの低下）か、③2つの同時進行、によって埋められざるを得ず、（大不況による利益の著減を想定すれば別だが）株価下落との結論は出てこない。

(図表13) 米国（配当＋自社株買い）／株価、配当利回り、国債・社債利回り



(出所) ブルームバーグ、S&P、武者リサーチ

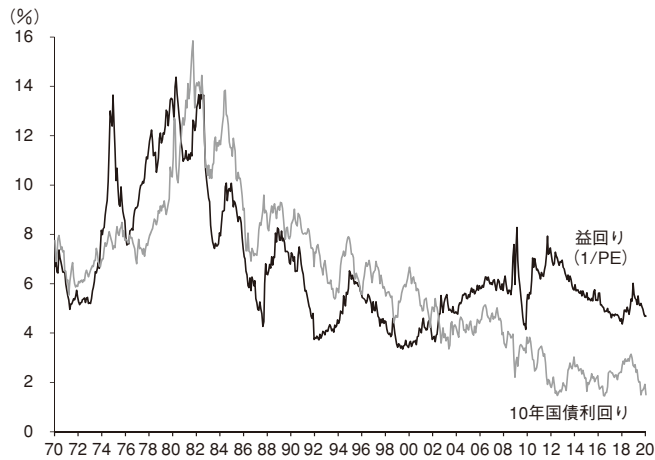
金利低下によりPERは上昇して当然

バブル説の最も強力な根拠は、図表15に示すシーラー教授のCAPEレシオ（インフレ調整後の10年移動平均利益に対する株価倍率）であろう。これが25倍を超える水準は持続可能ではなく、必ず下落している、と吉川洋氏（前東大教授・立正大学学長）、山口廣秀氏（元日銀副総裁・日興リサーチセンター理事長）らは主張している（「高まる米国の金融リスク…」週刊ダイヤモンド2019年9月21日号）。しかしこの議論はやや強引すぎるのではないか。大恐慌時以来、初めてCAPEレシオが25倍となった1995年12月以降2020年2月までの291カ月のうち200か月（全体の69%）が25倍以上のバブルテリトリーなのである。株式が金融資産であり、金融資産の価値を計る物差しが長期金利（10年国債利回り）であるとすれば、金利低下が妥当なPERを引き上げることは論を俟たない。図表14に見るように歴史的事実は、長期金利15%の時の益回りは15%（1980～1981年）であったのであり、長期金利が大きく低下した1995年以降、PERが上昇するのは当然、高PERが新常态とみるべきであろう。

株式不人気の下での株高

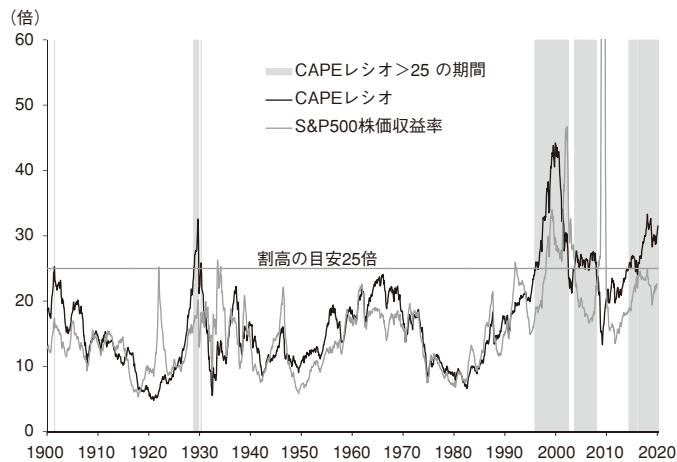
株式がバブル（＝持続不能）であるかどうかは、投資家の楽観・熱狂の度合いで第一義的に判断されるが、その点で最も株価に楽観的な米国においてさえ、人々は慎重である。図表6に示すように、リーマンショック以降の10年間、米国国内の投資主体、米国家計、

(図表14) 米国10年国債利回りとS&P500益回り



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

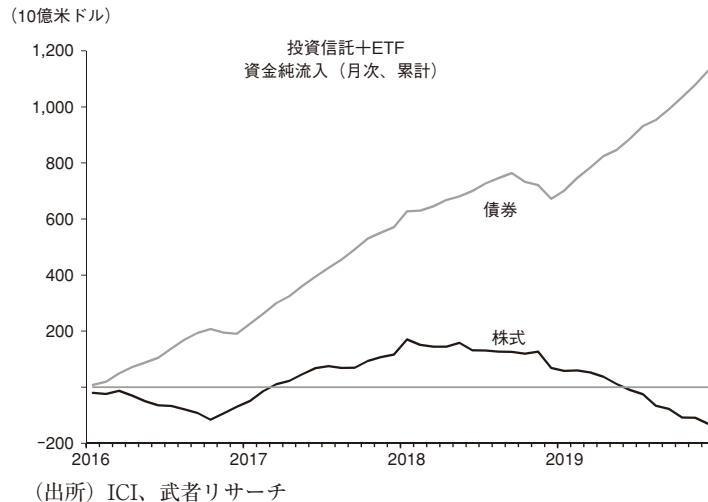
(図表15) CAPEレシオ推移



(出所) ONLINE DATA ROBERT SHILLER、武者リサーチ

年金、保険、投信はすべて米国株式を売り越してきた。米国株式に対して、国内投資家は著しい慎重姿勢を維持し続けてきたのである。唯一企業の自社株買い（10年累計3.9兆ドル）だけが株式を買い上げてきたのである。図表16で米国投信とETFの2016年以降の累積投資額を見ると、資金流入はもっぱら債券投信であり、株式投信に対しては全く入っていない。また、2019年に入り待機資金は大きく積みあがっている。MMFへの資金流入は2019

(図表16) 米国投信+ETF累積投資額 (債券／株式別)



年で5475億ドルと過去最高レベルとなり、12月末の残高は3.6兆ドルと、2009年リーマンショック時（2009年1月3.8兆ドル）に並ぶ過去最高水準となった。弱気心理の大きさを物語っている。この環境下で金融緩和による新規マネーの増加と自社株買いによる株数の減少が進展するのであるから、バブルどころか株価急伸の条件が揃っているとすら言えよう。

もちろん当面株高が期待できるとしても、それはいずれ止まり、場合によっては急落する可能性は排除できない。想定される急落の引き金は、政治・地政学的ショックを除けば、①景気悪化と企業収益の減少、②インフレ高進による金融引き締めのものであるが、どちらも可能性は小さい。現状では循環的景気悪化が起きにくくなっている。

■ 5. 株式資本主義新時代、との見方も可能かもしれない

金融レジームとは昆虫の殻に例えることができよう。技術と生産性向上に伴う経済実態の拡大に、古い殻である旧金融レジームが対応できなくなり、新しいレジームが登場する。金本位制に縛られた通貨増発制約が、1029年からの世界大恐慌を引き起こし、管理通貨制度への変態が余儀なくされた。1980年前後の米国不況は、ドル金交換停止によって可能となった世界通貨ドルの増刷（レーガノミクス）で回復し、それが新ブレトンウッズ体制（全世界管理通貨時代）に帰結した。

(図表17) 米国経済レジームと実質株価



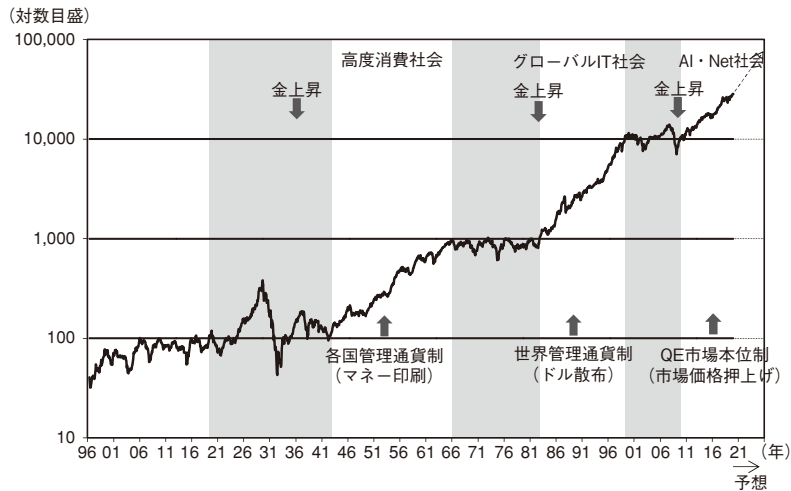
QEはなぜ新金融レジームと言えるのかだが、それは紙幣増刷の全く新しいメカニズムだからである。図表17、18によって米国の歴史を振り返れば、米国経済の盛衰、NYダウ工業株の100年の趨勢が、金融レジーム（＝紙幣増刷メカニズム）によって変転してきたことが明白である。図表17は実質NYダウ（NYダウを物価指数で除したもの）であり、購買力としての株式価値を示している。過去100年間で3つの大幅な上昇の波があり、今第四番目の上昇の途中にある。3つの波とは

- ① 1910～1920年代（金本位制の下での古典的自由主義体制下での上昇）
- ② 1950～1960年代（各国管理通貨制度➡国内紙幣増刷体制、の下でのケインズ経済体制下での上昇）
- ③ 1980～1990年代（世界管理通貨制度➡ドル散布体制、の下でのグローバル新自由主義体制下での上昇）である。

そして今

- ④ 2010から新たな上昇が始まっている。それはQE（量的金融緩和）という新紙幣発行の仕組み、株式などの市場の許容度に即した通貨発行手段を用いた、市場本位制度とも考え得るものである。それは政府部門による需要創造を推進力とする新グローバル・ケインズ体制とでもいえる仕組みになっていくのではないか。FTPL（物価水準の財政理論＝シムズ理論）、MMT（Modern Monetary Theory）などの財

(図表18) NYダウ工業株指数の推移・貨幣創造・金価格上昇



(注) データは1896年5月末より月末終値ベース

(出所) djaverages.com、武者リサーチ

政出動を正当化する理論が台頭しているのは、まさしく金融緩和と財政政策の二つのエンジンによる需要創造が必須・適切な時代の到来を示唆していると考えられる。日本の初期のアベノミクスやトランプ氏のような金融・財政両方緩和のマクロ政策が求められ、正当化される時代といえる。対して財政節度に拘泥している欧州 (EU) が困難化している。

