

今世界を覆う労働と資本余剰の根源 ～なぜ需要創造が鍵なのか～

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



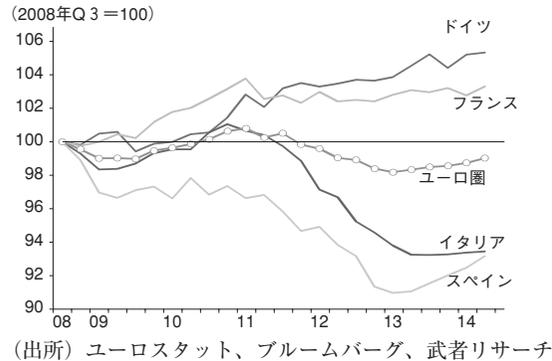
武者 陵司氏

(1) 株価急落をもたらした政策リスクの顕在化

10月に入ってから突如、世界株式は同時下落に見舞われている。この突然の株価クラッシュによって凶らずも政策リスクを思い知らされた。10月は一年で一番波乱が起きやすい月である。1929年の大暴落、1997年のブラックマンデー、2008年のリーマンショックなど、歴史的暴落は全て10月に起きた。ヘッジファンドの決算前、年末のタックスセリングなどの季節要因もあり投資家心理が弱気に傾く傾向がある。今回もヘッジファンドの売り浴びせに悲観論が共鳴している観がある。懸念要素としてあげられるのは、①米国の超金融緩和終焉と利上げにより緩和マネーによる株価押し上げが終焉する、②世界景気失速、③政策の誤り、であるが、③を除いて説得力に乏しい。このクラッシュはテクニカルなものが主因と考えられ、調整が終われば2015年前半のファンダメンタルズの改善と政策の転換に対する好評価が焦点になる。

第一の懸念要因、FRBの量的金融緩和縮小と利上げであるが、それが本当に心配されているのなら、米国長期金利が上昇するはずである。しかし9月半ば以降は長期金利が急低下している。金利低下は資本コストの低下をもたらすので株高要因である。また過去の利上げ開始局面を振り返っても株安の懸念は不要と思われる。1986年、1994年、1999年、2004年と過去のすべての利上げ開始の局面ではいずれも株価は堅調であり、株価が下落に転じるのは金融引き締めが長期金利を大きく押し上げた後であった。第二の懸念要素、世

(図表 1) ユーロ圏各国の消費推移

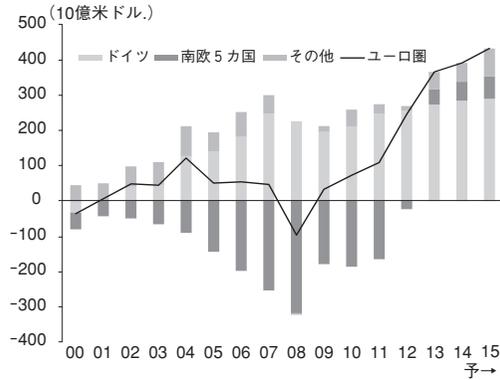


界経済の失速懸念も誇張であろう。10月のIMF世界経済見通しでは、米国の突出した成長牽引が顕著になった。2015年世界3.8%（米3.1%、ユーロ圏1.3%、日0.8%、新興国5.0%）と欧州、日本の減速が顕著な一方、米国経済の見通しが上方修正されている。米国では雇用増加が加速し始め、設備投資も非国防資本財受注の回復に見られるように増勢が顕著である。米国の順調な経済拡大が世界の趨勢を支配し、世界的好投資環境が続くのか、非米の経済困難が世界の趨勢になるのか、やはり前者の可能性が強い。

唯一根拠があると見られる第三の懸念要素は政策の誤り、つまり時期尚早の需要抑制策の採用であるが、米国の場合その懸念は排除できる。インフレやドル暴落など金融緩和を遮断せざるを得ないようなトレードオフは全く発生していないのであるから、政策の誤りによって経済と市場が失速させられる懸念は小さい。実際3週間でNYダウ工業株指数が1,200ドル、7%と急落した時点でブロード・セントルイス連銀総裁から量的金融緩和継続の検討が必要とのコメントが出され、市場のリスク回避パニック心理が沈静化されている。

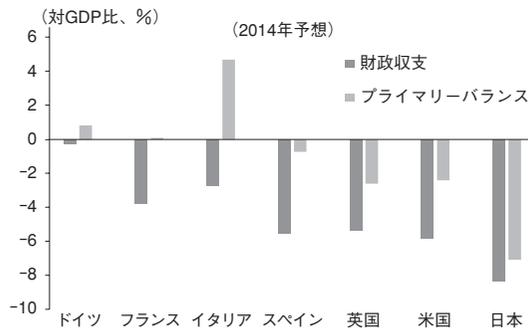
米国は心配ないが、非米国地域での政策選択の誤りは、現在唯一の意味のある懸念要因と考えられる。ユーロ圏では需要不足が顕著である。ユーロ危機の過程で南欧諸国は生活水準の大幅引き下げにより財政赤字と対外赤字をほぼ一掃し、貯蓄不足を解消させた（図表1）。しかしドイツが依然大幅な対外経常黒字を抱え込み需要創造を軽視しているため、ユーロ圏全体では、経常黒字が著しく積み上がり、需要不足と金余りが深刻化している（図表2）。さらに図表3に見るように財政の健全度を示すプライマリーバランスはユーロ圏全体では大幅な黒字となっている。また南欧諸国では失業率が高止まりしている（図表4）。この需要不足が欧州諸国の長期金利、なかんずく南欧金利を大きく引き下げた。つい昨年までユーロ離脱さえ懸念されていたスペイン、イタリアの長期国債利回りはなんと米国と

(図表 2) ユーロ圏の経常収支推移



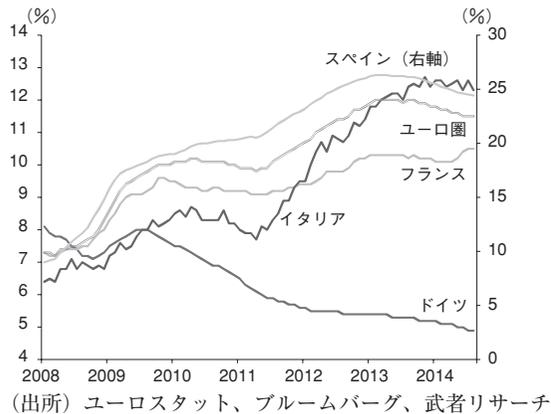
(出所) IMF (国際通貨基金)、武者リサーチ

(図表 3) 各国の財政収支、プライマリー収支 (2014年予想)



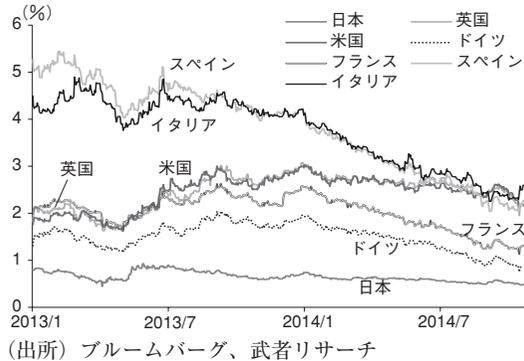
(出所) OECD、武者リサーチ

(図表 4) ユーロ圏各国の失業率推移

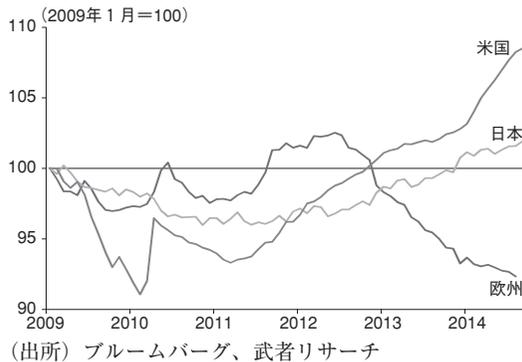


(出所) ユーロスタット、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表5) 急低下しつつある各国長期金利



(図表6) 先進国銀行貸し出し推移



同等かそれ以下まで低下した。ドイツ国債は史上初めて0.9%を下回った(図表5)。加えてユーロ圏では銀行改革が遅れ、厳しい資本規制の結果銀行貸し出しの減少が続いており、ECBによる金融緩和の効果が銀行システムの外には波及できない現実がある(図表6)。よって、欧州では財政赤字をGDPの3%以内に抑えるというマストリヒト条約の弾力運用により財政緊縮が緩和されることが望ましい。ECBの量的金融緩和が打ち出され、今秋の銀行ストレステストが終了すれば、2015年には緩慢ながら景気回復に向かうと思われる。政策変化が待たれる。

政策リスクは日本にも存在している。リフレ政策の転換を求める世論と専門家が最大のリスクである。そもそもアベノミクスそのものがコンセンサスに抗して出てきたものであり、当時エコノミスト、学者、メディアの多数派はアベノミクスを厳しく批判していた。アベノミクスが成功裏に実行される過程で口をつぐんでいた批判派が、消費税増税後の景

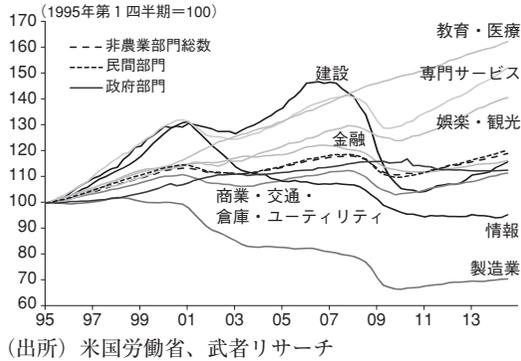
気困難に直面し再度批判を強めている。「曰く金融緩和によるデフレ脱却は無理だ」、「成長戦略・規制緩和と構造改革のみが経済を支える」、「デフレのほうがインフレよりましだ」、「財政赤字圧縮を最優先させよ」、「アベノミクスによって実現した円安は弊害のほうが大きく是正すべき」などの批判は、政策選択の上ではすでに決着のついたものの蒸し返しである。アベノミクスは失敗したのであるから反故にするべきだ、という乱暴な議論である。そうした世論のノイズが政策に影響を与えないか、注目される。野党ならともかく自党内にも公然と量的金融緩和の修正を求めるグループが現われるなど、市場はアベノミクス推進に不安を感じている。4～6月GDPは年率7.1%の大幅マイナス成長となり、消費税増税前の駆け込み需要の反動減からの回復は鈍さがうかがわれる。加えて夏場の悪天候が消費に悪影響を与えている可能性もある。7～9月以降は消費税増税による一時的かく乱が消えることで成長軌道は復元されるだろうが、力不足は否めない。市場のコンセンサスは、デフレ脱却とアベノミクスの成功は疑いないということまでは行っていない。過度に安全資産にウェイトを置く日本人投資家のリスク回避心理は未だ転換できていないのである。その段階での2%消費税増税は、さらに市場心理を冷却させるだろう。ここは安倍政権と黒田日銀総裁によって、「デフレ脱却をあらゆる犠牲を賭して推進する」というコミットメントが求められる。

(2) なぜ資本と労働の余剰が生まれたか、なぜ利潤率と利子率の乖離が生まれたか

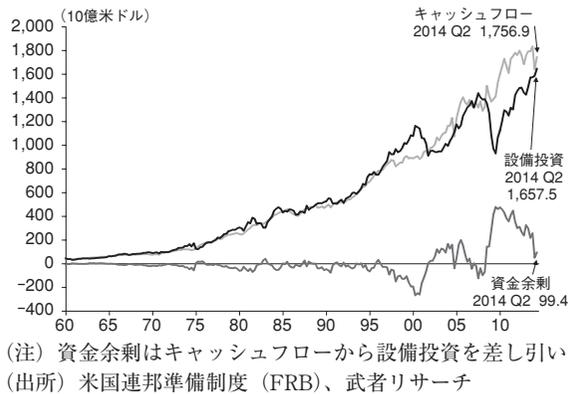
それにしてもなぜ今政策選択がこれほどクローズアップされているのであろうか。それは経済の安定と株価堅調がひとえに政策の支援のみによって維持されているからである。欧州でも米国でも適切な政策なく放置されれば日本的デフレに陥ってしまうという懸念が共有されている。とすれば、「实体经济は余程頹廢し、脆弱化している」と悲観的に解釈したくなるが、それは極めて好調な企業収益が長期にわたって続いているという現実と矛盾する。企業における健全な価値創造は悲観論では説明できない。そこでなぜデフレの危険が高まっているのか、なぜ経済は不安定なのか、の原因究明が必要になってくる。

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、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著しく低下させている。それは直ちに企業

(図表7) 米国セクター別雇用推移



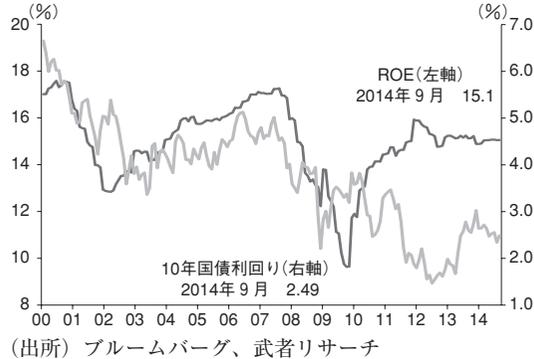
(図表8) 企業（非金融）の資金余剰推移



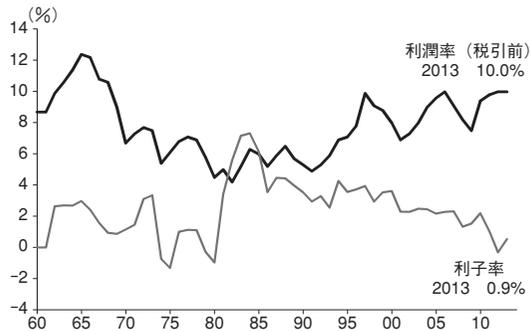
収益の顕著な増加をもたらすと同時に「slack（余剰）」を生んでいるのである。エリック・ブリニョルフソンMIT教授、アンドリュー・マカフィーMIT教授は近著「The second machine age」で第二の産業革命が到来していると主張している。200年前の第一次産業革命は動力の発明により人間の筋肉労働が機械に代替され、飛躍的な生産性の上昇、経済発展と生活水準の向上をもたらした。今進行している第二の産業革命は情報通信機器、システムの発明により、知力、頭脳労働が機械によって代替されようとしている。図表7は米国のセクター別雇用推移であるが、新産業革命による生産性上昇によって、製造業と情報産業において大きな雇用減少が起こっていることが分かる。

またIT技術の進歩によって機械価格は急激に低下し、グローバル化の恩恵により新興国での工場建設コストも大きく低下している。ビジネスに必要な資本投入額は大きく圧縮できるようになっている。米国も日本においても企業は減価償却額をすべて再投

(図表9) 米国企業のROE(株主資本利益率)と長期金利推移



(図表10) 米国企業の利潤率と利子率の推移

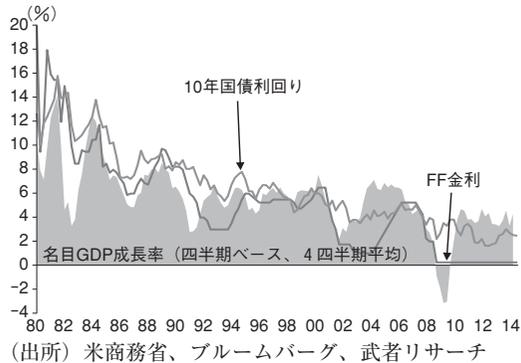


利潤率：非金融純税前営業余剰／生産資産、利子率：10年債利回り－コアCPI上昇率
(出所) 米商務省 (Survey of Current Businessより)、米連邦準備制度理事会 (FRB)、武者リサーチ

資する必要がなくなって久しい。図表8は米国企業部門の資金余剰(設備投資を上回るキャッシュフロー=余剰資金)の推移であるが、2000年代に入り、ことに2008年のリーマンショック以降著しい資金余剰状態が定着していることが分かる。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。

生産性の上昇により労働投入、資本投入を節約できるのであるから企業収益は向上する。しかしその収益の再投資の道が限られているので余剰資本が積み上がる。この高利潤と資金余剰の併存は図表9の米国長期金利とS&P500のROEのかい離に顕著に表れている。米国長期金利の低下を利潤率(企業の稼ぐ力)の低下と解釈する見方があるが、現実には高利潤故に資金余剰が高まり長期金利を低下せしめていると言える。この利潤率と利子率のかい離、つまり稼ぐ力が強いのに資金が余り金利を低下させる現象は、2000年代に入り顕著

(図表11) 米国の名目GDPと長短金利推移



になっていることが、図表10米国企業の利潤率と利子率推移、図表11の米国名目GDPと長短金利の推移から明らかである。2005年グリーンズパン元FRB議長は好景気かつ金融引き締めの下でも長期金利が低迷していた事態を「謎 (conundrum)」と評したが、それがリーマンショック以降も続いているのである。バーナンキ前FRB議長は2005年にその原因を世界的貯蓄過剰 (global saving glut) と述べたが、今になって考えるとそれは一般的な貯蓄余剰ではなく、企業部門の余剰であったことがほぼ明らかなのではないか。

新産業革命の成果をいかに補足するか

上述の新産業革命による労働と資本の生産性上昇が「slack (余剰)」の原点という見方は経済統計との整合性が取れないという議論があろう。米国労働省統計による米国労働生産性はこのところ1.2% (2013年) とかつてよりも低下傾向にある。新産業革命の下でなぜ労働生産性統計のデータは低調なのか。生産性とは価値創造額を労働投入によって除して計算するので、価格下落が大きければ物的生産性が高くても、付加価値生産性が高まらない場合がある。また生産性が低いセクターの比率の高まりが全体の生産性を押し下げている可能性がある。更に生産性上昇が高い産業で雇用が減少し同時に当該産業での販売価格が低下して名目付加価値創造が停滞し、他方その産業で生まれた失業者が新たな雇用につかず「slack (余剰)」のままとなると、経済全体では生産性が停滞することとなる。前述のエリック・プリニョルフソンMIT教授は、2年で2倍の生産性上昇というムーアの法則は持続していると述べている。しかしインテルの独占が高まってMPUの価格下落が止ったために、コンピューティングパワーの生産性が過小評価されていると主張している。このような場合企業内で物的生産性が上昇していても、マクロ統計では捕捉できないことになってしまう。

それでは新産業革命で発生した真実の生産性上昇を捕捉する手掛かりは何かというと、労働と資本の「slack（余剰）」の程度ということになる。つまり、雇用の停滞と金利の低下そのものが、新産業革命による労働と資本の生産性上昇の傍証と言えるのである。

(3) 何故量的金融緩和政策が正当化されるのか、金融政策だけで大丈夫か

長期金利低下の原因を「企業の稼ぐ力の低下、資本主義の頹廃」と見るか「資本生産性向上、企業利潤の上昇」と見るかは、量的金融緩和に対して正反対の評価をもたらす。前者の立場に立つ論者にとっては、量的金融緩和は、頹廃している経済実態に対して紙幣を供給しバブルを助長する謬策となる。しかし後者の立場に立てば、量的金融緩和は「市場に存在する資本の余剰（slack）を稼働させるという」健全・適切な政策ということになる。そこに余剰の未稼働資本が存在しているなら、更なる資本コストの引き下げによりそれを稼働させれば経済的厚生は高まる。バーナンキ前議長によって定着した金融政策＝量的金融緩和が創造的であるのは、経済の「slack（余剰）」の解消に照準を定めたことにあるが、「slack（余剰）」は労働のみならず資本もそうである。本質的に労働の余剰と資本の余剰はメダルの裏表であり、連動している。実は労働に余剰がある状態とは資本に余剰がある状態とも言えるのである。

このように需要創造により「slack（余剰）」を解消する政策が必要であるのに、逆に資本余剰＝長期金利低迷の局面で、FF金利を引き上げビジネスの資本コストを引き上げると、資本余剰は一段と高まりリセッション、金利低下と株価急落がもたらされる。2000年、2005～2006年のグリーンズパン時代の逆イールド化（長短金利逆転化）をもたらした利上げが、ITバブル崩壊、住宅バブル崩壊という金融危機をもたらしたのは当然の帰結であったと言えるが、それが正しかったかどうかは疑問が残る。当時必要だったのは金融引き締めによるバブルつぶしではなく、余剰資本をバブル形成ではなくより持続性のある需要分野へと誘導する政策であった。望まれたのは緩和的金融政策を維持しつつ、制度変更や財政、税制などを総動員する総合的マクロ政策だったのではないか。

最近ローレンス・サマーズ氏やポール・クルーグマン氏など米国のオピニオンリーダーにより、金融緩和を維持しつつも、更なる財政政策や税制改正、所得分配是正などが需要創造、成長力の引き上げ要だとする議論が提示されている。サマーズ氏の議論を「長期停滞論」と悲観的に解釈する向きもあるが、氏の主張は適切な政策によりもっと潜在成長率を高めることができるというものである。その含意は決して株式に対する悲観的見通しではない。

サマーズ氏はウォール・ストリート・ジャーナル紙やフィナンシャル・タイムズ紙上で「長

期停滞 (secular stagnation)」を回避し、完全雇用と高成長実現のためには新発想の政策が必要だ、と次のように主張している。①リーマンショック後の低成長（バブル崩壊後五年間の経済成長はこれまでの潜在成長率トレンドを10%下回る）や、②リーマンショック前のバブルを形成するほどの金融緩和にもかかわらず超過需要が起きなかったこと（つまりバブル抑制政策がとられていれば完全雇用は達成できなかった）などの事実は、本質的に需要が創造されにくい時代に入ったことを示唆している。それは完全雇用をもたらす短期実質金利（自然利子率）が大きく低下（-2～3%へ）したことに如実に表れている。なぜそうなったかについてサマーズ氏は、①労働力成長、生産性の伸びの鈍化、②消費性向の低い富裕者や資本への分配率の高まり、③金融危機後のリスク回避、貯蓄の高まり、④技術革新による設備の割安化、等々が考えられ特定はできないとしているが、金融緩和と政策だけにたよれば、完全雇用、適切な成長とインフレが実現するより先にバブル化が起きるだろうと主張する。したがって望ましい政策は超金融緩和を継続しつつも、①サプライサイド政策（労働スキルイノベーション、税制改革）、②需要創造政策（政府支出、公共投資、規制緩和による民間投資促進、貿易促進）などが動員されるべきだというのである。

もっとも当面はサマーズ氏の警戒論とは裏腹に、米国経済の循環回復力には勢いがある。対症療法としてのQE（量的金融緩和）は大きな成果をもたらし続けていると言える。確かにリーマンショック後の後遺症により循環的回復が極めてスローであり、本来の景気回復が実現していない。しかしそれは米国の景気サイクルがいまだに4～5インニングにとどまっており、経済拡大がピークを迎える9インニングまではまだ相当の時間的余地がある証拠とも考えられる。それは、①住宅、設備投資において大きな未充足の潜在需要を抱えていること、②賃金上昇がピックアップし始めたところであり、それが家計所得を押し上げる好循環はむしろこれからであること、着実に進む雇用拡大も家計所得を押し上げること、③信用循環（クレジットサイクル）面でも、景気年齢は極めて若いこと、の3つの側面から明らかである。サマーズ氏などが主張するような政府の関与と劇的なイノベーションが無くても、ペントアップ需要だけで経済拡大の余地が大きい局面と言える。

結論：長期金利と株価

このように考えると長期金利の低迷or下落は、利用可能な余剰資金が存在しているということであるから、本質的に良いことである。問題はこの余剰資金が有効に稼働する政策がとられるのか、それを阻害する政策がとられるのかということ。前者なら株高、後者なら株価下落、株式市場は政策に大きく依存する局面にあると言える。 ▮