

NYダウ100年史に見る経済と市場の発展

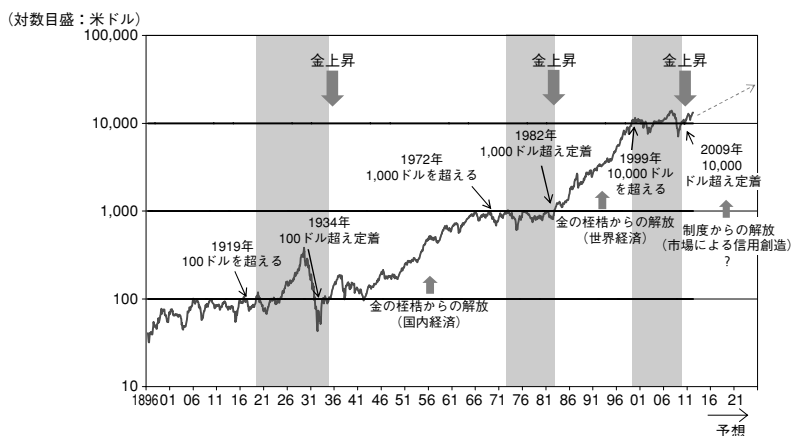
— 3つの推進力

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**

米国に対する悲観論は、過去何度も繰り返されてきたが、これまでのところその全てが誤りであった。1980年代初頭、ベトナム敗戦とミゼリーインデックスの上昇（インフレの高進と失業の増加）により米国の凋落は決定的と思われた。また1980年代後半には財政赤字、経常赤字という双子の赤字が高進してドル危機が発生し米国の覇権は終わったとする『大国の興亡』（ポール・ケネディ）がベストセラーとなった。当時の米国の若者は『我々の世代は父母の時代の豊かさを受け継ぐことはできない』ということ、合言葉のように語っていた。筆者は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、日本人の読者には見向きもされなかった。NYダウ工業株30種平均が3,000ドル台の1992年、数年後にダウが4,000ドルを超えると説明するととても驚かれたものである。その3年後にダウは5,000ドルを突破し、7年後には3倍強の10,000ドルを記録するなどという変化は、全ての人々の想像を絶するものであった。

このように人々は、米国に対して悲観的に見る傾向があるが、日本人は特にその傾向が強い。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。過去100年間の米国の経済と株価の歴史を振り返ると（図表）、いかに長期繁栄が続いてきたかが分かる。1900年に50ドルであったNYダウは2000年代には10,000ドルと、200倍の上昇となったのである。しかしこの間一本調子で上昇してきたのではなく、株価は長期停滞と飛躍的上昇を周期的に繰り返してきたことが明瞭である。不思議なことに長期停滞は大台乗せの時に起こった。つまり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年間ほど、停滞が続いたのである。しかしその後

(図表) NYダウ工業株指数の推移と貨幣創造



(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

いったん株価が上昇に転ずると、いずれも20年余りの間に米国株価は10倍になるまで飛躍的な上昇を見せている。

こうした過去の周期が繰り返されるとすれば、1999年以降10,000ドル前後の停滞が10年以上続いていることから、そろそろ100,000ドルを目指す次の10倍上昇のトレンドに入る可能性があるのかもしれない。こう考えると、過去の株価が10倍になった条件とは何であったか、今後同じ条件が整うのかは、将来を占ううえで、決定的に重要な鍵になる。

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）の3要因が挙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、地政学要因としてパ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ドルへの株価上昇を支えたのは、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。次の株価10倍のステップが始まるとすれば、考えられるのは地政学要因としては世界共和国、技術生産性要因としてはインターネットや新エネルギー革命、通貨制度としては市場通貨制が考えられるのではないだろうか。この3つがそろえばNYダウ100,000ドルが夢ではなくなってくるだろう。

さて3つの要因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



武者 陵司氏

良くはならない。過去の大恐慌は、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によって引き起こされた。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、地政学的なレジームや技術革新という株高の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。

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。これは、中央銀行における歴史的变化ともいえよう。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には注目すべきである。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付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。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付けとなっているが、これが揺らぎ始めている。それでは市場性証券の裏付けは、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付けを持っているとさえいえるかもしれない。このように、市場性証券を裏付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分からない。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う。このように考えるとアメリカは、次世代を考えた経済政策をとり始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。

過去3回、長期株価停滞から10倍の長期上昇トレンドに入った時に、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傾向がある。ただし、1980年の金上昇時のベースマネーは低いままであった。しかしながら、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。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ことに留意したい。

