

Back Number

本論文は

世界経済評論 2023 年 5/6 月号

(2023 年 5 月発行)

掲載の記事です

2023年5月15日発行(毎月(第2月)発行)
150頁・送料720円
世界経済を読み解く国際戦略の羅針盤
世界経済評論 5・6月号
2023 Vol.67 No.3
World Economic Review



世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン書店

米国経済の基本矛盾と インフレーション



株式会社 武者リサーチ代表 **武者 陵司**

むしゃ りょうじ 1973年横浜国立大学卒業、大和証券に入社。大和総研アメリカでチーフアナリスト、97年ドイツ証券調査部長兼チーフストラテジスト、2005年同社副会長を経て、09年武者リサーチを設立。21年9月までドイツ証券株式会社アドバイザー。テレビ朝日、日経 CNBC、BS フジプライムニュース等にコメンテーターとして出演。

混迷の時代、基本的リスク観が大転換しつつある。デフレ対策からインフレ対策へ、自由主義から保護主義へ、小さな政府から大きな政府へ、グローバルから反グローバル化へ（国際分業の促進から抑制へ）、など一挙に顕在化した経済観の変化をどのようにとらえればよいのだろうか。政策へのアドバイスも、将来展望に関しても180%異なる見方が共存しているようである。当面の市場展望に関しても、楽観と悲観が交錯するが、論理上では決着がつかない。

しかしここ数か月の米国経済を詳細にみると、インフレと金利上昇という新レジームが始まったとする見方は、尚早のようである。金融引き締め下での雇用ブームと資金余剰の存在、雇用活況の下での賃金上昇ピークアウトなど、常識では考えられない「好都合の真実」が起きている。それが次の経済拡大の好循環に結び付く可能性すら感じられる。AI ネット革命、イノベーションと米国の労働・資本市場の一段の効率化が、米国経済を強靱 resilient にしているという評価が必要になってくるかもしれない。

I 紛糾する政策ゴールの設定、敵は デフレかインフレか

つい2年前まで世界を覆っていたデフレ、日本化（Japanification）のリスクは消え去り、世界経済はコロナ禍によるサプライチェーンの混乱とウクライナ戦争によるエネルギー価格の上昇による突然の物価急騰に直面することとなった。主要国中央銀行は急速な金融引き締め政策へと転換し、1980年代以降40年間にわたって続いたデスインフレ、金利低下の長期趨勢は大転換した、との観測が一般的に受け入

れられつつある。世界各国の経済司令塔が戦うべき敵はデフレからインフレへと大転換したのであるか。

同時に米中対立とウクライナ戦争は、地政学的激変を国際分業に与えた。際限ないグローバル化と国境障壁の引き下げにより、世界の製造業生産の5割近くを中国が占めることになった国際分業は、対中デカップリングで大きく転換することになった。ハイテク分野においては脱中国のサプライチェーン構築が喫緊となり、拡大一方であった国際貿易は後退し、それがインフレの影響を加速すると懸念されている。

エネルギー危機と環境変化に対応し各国は政

府と財政の役割を再評価するようになった。米国では半導体産業に巨額の公費を投入する Chip-S 法, クリーンエネルギー・EV 支援への支出を促進する IRA (インフレ抑制法: 法人税 15% 最低税率・薬価改革による税収増を原資とする) の制定により, 財政による産業支援が顕在化した。ハイテクとグリーン産業分野での国際競争に直面し, 欧州や日本でも産業への公的支援が強化される流れが不可逆となった。また各国で進行中のグリーン投資原資ねん出のための, 炭素税の創設・増税, 排出権の引き上げなども, 原油・天然ガス需給ひっ迫と合わせて, エネルギーコストを引き上げている。こうして過去 40 年ほどにわたって定着してきた規制緩和と小さな政府による競争促進がもたらしたディスインフレ圧力は, 大きく転換することとなった。

この大きな政府の流れも財政収支の悪化から金利上昇圧力をもたらす, と考えられ始めている。一年前までインフレは一過性であるとして金融緩和姿勢を堅持してきた FRB 議長パウエル氏は, 態度を豹変させ一年間で 8 回, 累計 4.5% の利上げを実施し, さらに年内数回の利上げを示唆するなど, タカ派姿勢を強めている。

II デフレリスク進行時代の基本矛盾

まずウクライナ戦争が勃発するまで先進国世界の最大のリスクと考えられていたデフレ化, 日本化 (Japanification) とはどのようなものであったのか, を概観してみよう。2000 年前後からの日本のデフレ陥落以降, 世界に忍び寄ったリスクは, 企業部門の過剰貯蓄が退蔵され金利低下と成長率の引き下げという, いわば

慢性疾患を米国はじめ先進国経済に与えたことにある, と考えられる。慢性疾患が最も強く進行したのが日本であった。

1. 利潤率と利率の乖離

現在の先進国経済には 2 つの不等式が存在し, 体制を危うくしている。第一の不等式は利潤率 (r_1) > 経済成長率 (g) である。「 r_1 = 資本のリターン」が「 g = 成長」よりも大きいという, 不等式「 $r > g$ 」は大ブームになったトマ・ピケティ氏の議論である。トマ・ピケティ氏は, ベストセラー著書『21 世紀の資本』の中で資本のリターンが著しく高く, 一方成長が低いということによってどんどん格差が拡大していくことを指摘した。彼はこの格差拡大を是正するには, 資本に対する累進課税を国際的に導入することが必要だと述べたが, 最近では社会主義的手法が必要だと主張している (『来たれ, 新たな社会主義—世界を読む 2016-2021』みすず書房, 2022 年)。リーマンショック直後ニューヨークでは, たった 1% の人が圧倒的富を支配しているということで「Occupy Wall Street」という運動も起きた。確かに現在は企業の空前の高収益時代であり, それがもたらす資産価格の上昇と相まって格差の拡大が起きている。それが先進国において中間層の没落と分断を引き起こし, 政治的不安定性をもたらしている。

現在の米国・先進国経済の基本問題, 高利潤と低金利の併存

$$r_1 > g > r_2$$

利潤率 > 成長率 > 利率
企業超過利潤 資本余剰・資本退蔵

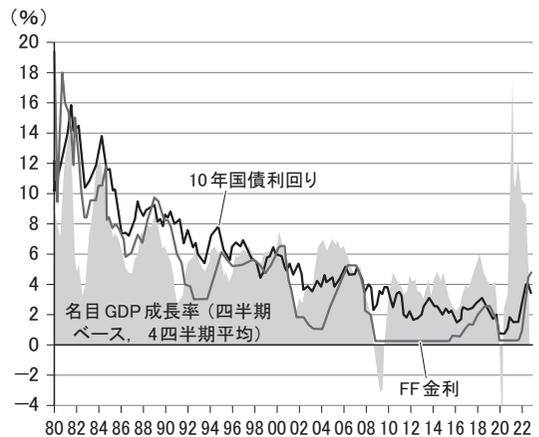
ならば, それだけでこの時代の経済情勢が理

解できるかという、そうではない。それは起こっていることの半面に過ぎず、もう一つ起こっている現実、成長よりも資本のリターンが低いということである。資本のリターンを計測する指標には利潤率（投下資本利益率＝ r_1 とする）と利率（ r_2 とする）の二つがあり、もう一つの資本のリターンである利率は、逆に経済の成長率よりもずっと低かったのである。この空前の低金利の背後には空前の貯蓄（＝資本余剰）がある。それは貨幣の退蔵を引き起こし金融政策を著しく困難にしてきた。 $g > r_2$ （経済成長率 > 長期金利）と言う不等式は、グリーンズパン元FRB議長が謎と言った事象であり、グリーンズパン氏を困惑させた。2004年から始めた金融引き締めにもかかわらず、長期金利が全く連動せず、金融引き締めがしり抜けとなってしまい、流動性が個人の投機的住宅投資を加速させてしまった（図表1参照）。

つまり企業や投資家が超過利潤を享受しているが、それが過剰貯蓄として金融市場内に退蔵され成長率を押し下げ、矛盾を拡大させているという構図である。これは同じ資本のリターンではあっても企業の儲け（利潤率＝投下資本利益率）が上昇し、貯蓄者の儲け（利率＝長期金利）が低下して、両者の乖離が際限なく拡大してきたことを示す。低金利で資金調達をして高利潤の企業投資をすれば大いなる投資利益が得られる恵まれた環境ではあるが、両者の乖離拡大が続けば、どこかの時点で資産バブルが形成され大恐慌型の経済危機、ひいてはシステムの崩壊すら引き起こす危険要素を内包している。

筆者は2007年に上梓した『新帝国主義論』の中で米日で利潤率と利率の乖離が2000年頃から起り始め、株高の条件を整えていると

図表1 米国名目経済成長率と長短金利の推移



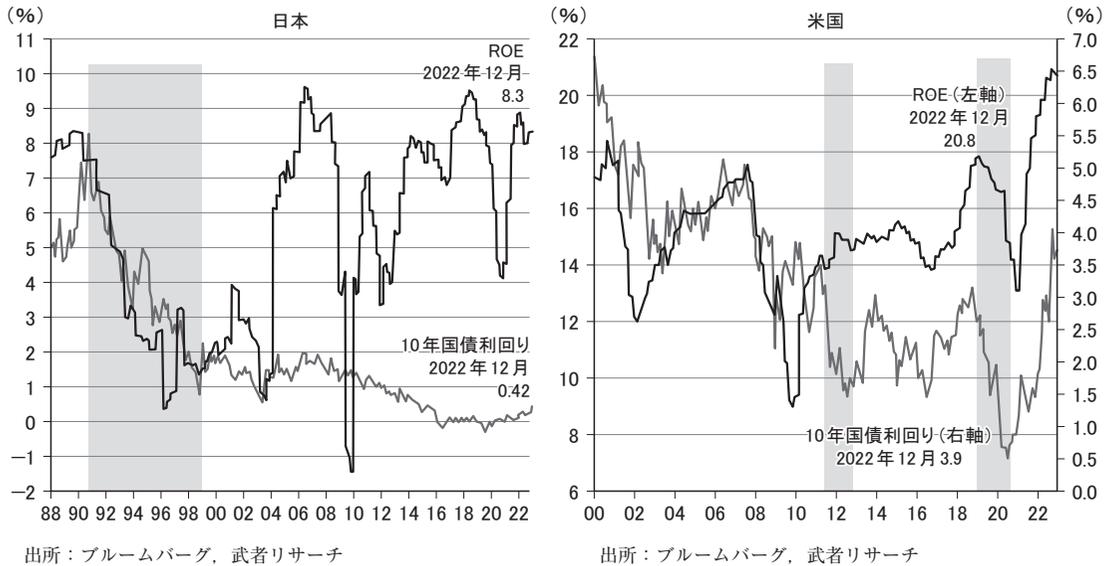
出所：米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

指摘したが(p.108)、驚くべきことにその乖離が20年にわたって定着しさらに拡大しているのである。図表2は日米の利潤率と利率を長期にわたって追跡したもののだが、日米ともに2000年頃から両者の乖離が大きくなり、リーマンショック後の2010年頃以降乖離が一段と大きくなったことが、明瞭である。

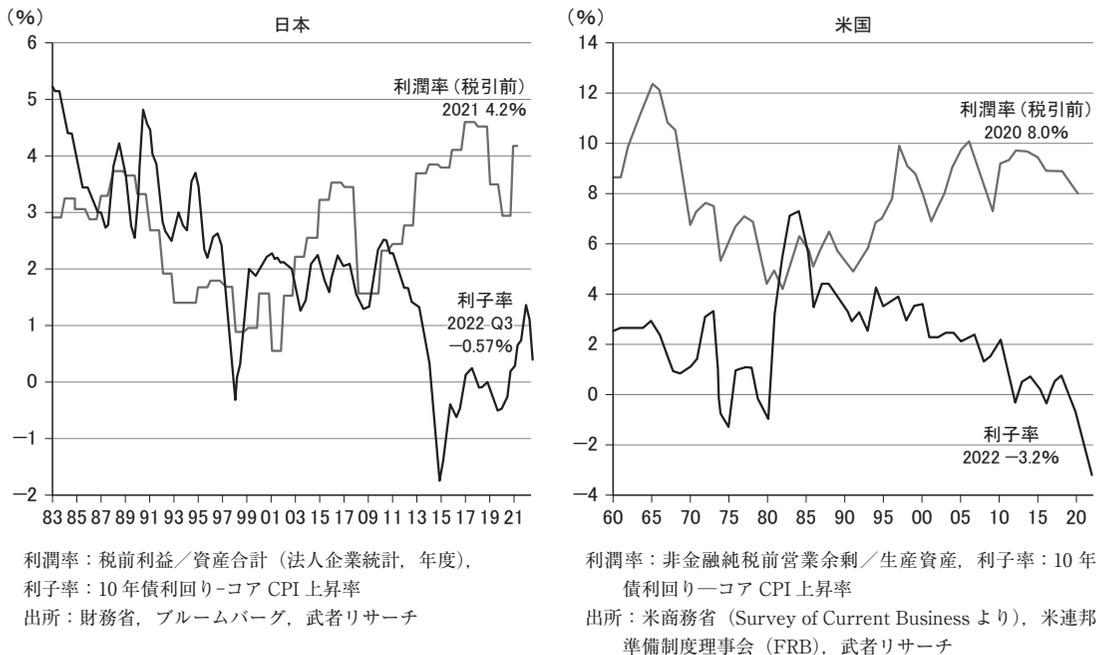
2. 新産業革命による労働・資本生産性の上昇が余剰を引き起こしている

この企業の高利潤と空前の金利低下という普通ではない現実、企業が新産業革命（及びグローバル化による低賃金労働の享受）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。つまり、企業は大儲けしている。しかし儲かったお金を再投資できなくて遊ばせ、金利が下がっている。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。また雇用と賃金の停滞（失業率高止まり、低労働参加率、弱賃金上昇力）は、労働余剰「slack」の存在を示している。

図表2 日米における利潤率（簿価ベース）と利率の乖離① ROEと長期金利



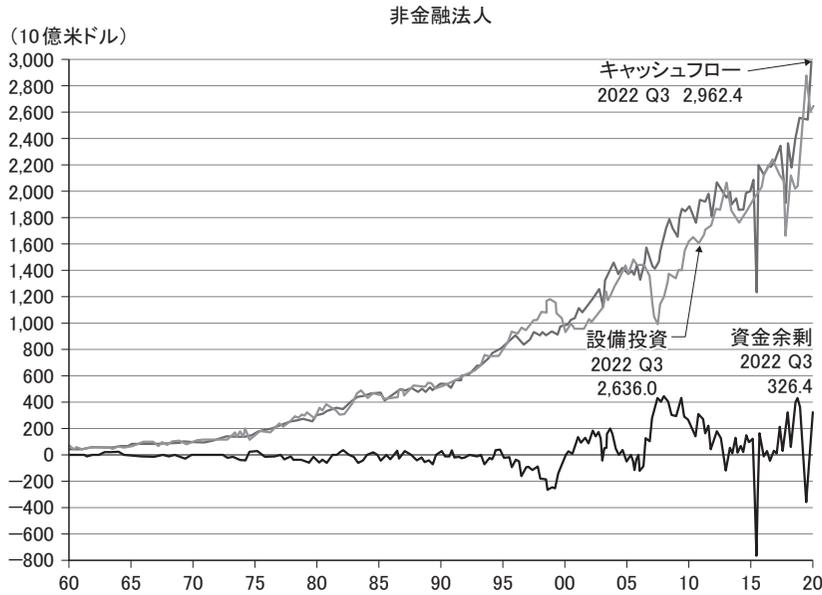
図表3 日米における利潤率（簿価ベース）と利率の乖離② 資産利益率と実質金利



IT、スマートフォン、クラウドコンピューティング、AI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、労働投入の必要量を著しく低下させ

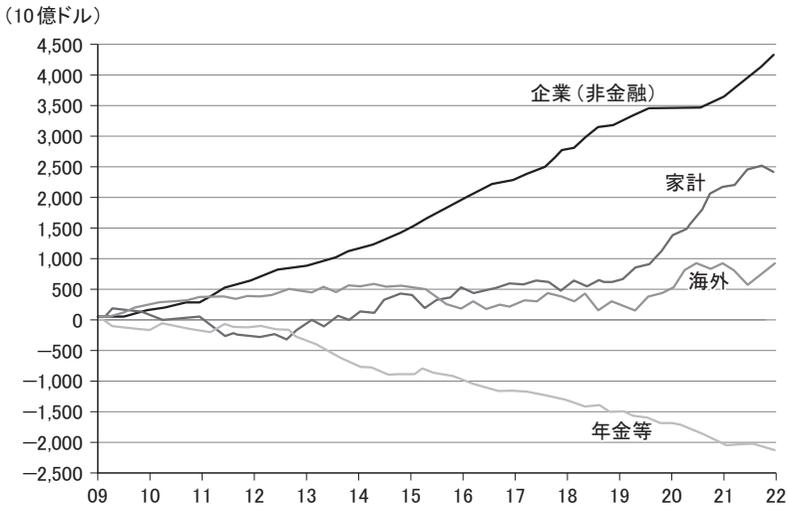
ている。それは直ちに企業収益の顕著な増加をもたらすと同時に「slack（余剰）」を生んでいるのである。ネットデジタル革命による労働生産性の向上、労働投入量の減少はコロナパンデ

図表4 米国企業（非金融）部門のキャッシュフロー、設備投資、資金余剰（フリーキャッシュフロー）の推移



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

図表5 米国主体別累積株式投資推移



出所：FRB、武者リサーチ

ミックを契機とした、在宅勤務、リモートワーク、Zoom、Teams などを使ったりリモート会議などで一気に普及し、一段の生産性向上と働き方改革を促している。

また技術革新はデジタル機器をはじめとする設備機器の急速な価格低下を引き起こし、米国も日本においても企業は減価償却額をすべて再投資する必要がなくなって久しい。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。ソフトウェア開発などの無形資産投資においても生産性が高まり必要投資額が減少している。安価で装備可能なAIがいよいよ普及期に入りこの動きは加速している。インターネットプラットフォーム GAFAM は巨額の収益を生んでいるが、事業を継続していく上での再投資の必要額は驚くほど小さい。これらは資本生産性の向上（単位資本当たりの生産性向上）と言え、それが企業のキャッシュフローを恒常的にプラスにしている。図表 4 は米国におけるフリーキャッシュフロー（キャッシュフロー-設備投資額）の推移であるが、それまでの恒常的のマイナスであったものが 2000 年頃から恒常的にプラスに変わってきていることが明瞭である。かつてのリーディングカンパニー GE, GM は利益（余剰）が工場の新設と新規雇用の増加となって経済成長資源に還流したが、今のリーディングカンパニー GAFAM にそのチャンネルがない。リーマンショック以降、米国企業

（除く金融）は利益をほぼ 100% 自社株買いと配当として株主に還元している。過剰償却によるキャッシュ余剰は M&A, スタートアップ企業への投資などの財務的支出に充てられ、コングロマリット化の原資となっている。

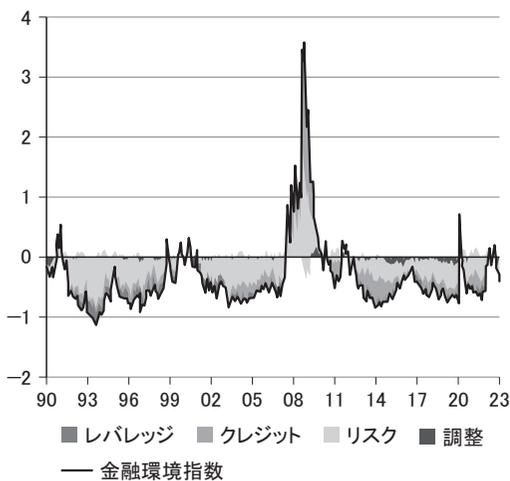
Ⅲ デフレリスクの時代は完全には終わっていない

企業部門の過剰貯蓄、資本の退蔵と金利低下という過去 20 年間の基本構造は、今回のインフレと金融政策の転換により変わってしまったのかが問われるが、今米国経済で観測される現実、デフレ経済時代の枠組みが完全には変わっていないことを物語っている。

1. 資金余剰は変わっていない

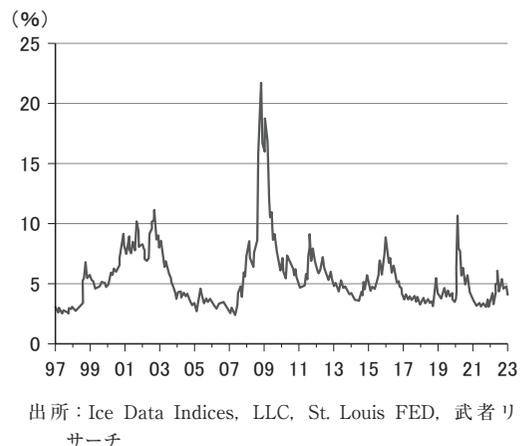
第一にグローバルに潤沢な投資資金の存在が依然として変わっていない。歴史的利上げにもかかわらず潤沢な流動性が健在で、新興国株式や米国の低格付けクレジット市場に流れリス

図表 6 全米金融環境指数 (National Financial Condition Index)



出所：FED Chicago, 武者リサーチ

図表 7 米国 BBB 社債リスクプレミアム

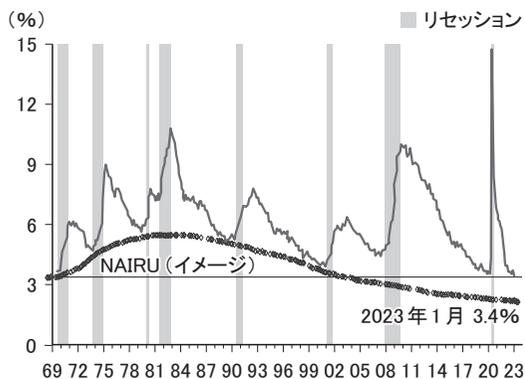


クプレミアムは低下し始めている。何より4.5%まで短期金利が引き上げられたのに、米国10年債利回りは3.5~3.9%前後で頭打ちとなっている。これはCPIや名目経済成長率の半分であり、テーラールールに基づけば依然として緩和的水準にあるといもえる。金融引き締め効果を金余りがしり抜けにさせているともいえるのだ。シカゴ連銀が計算しているfinancial condition indexは昨年4Q以降、大きく改善されてきている。歴史的な利上げにもかかわらず、潤沢な投資資金が健在であることは多く

の人々にとって全くの想定外であった。まさに2005年にグリーンズパン元FRB議長が謎(conundrum)といった事態が再現されているかのようである。

この長期金利の低下を先行きの景気不安の予兆とする見方もあるが、よりリスクの高い新興国株式や低格付け社債の値上がり、さらには米国銀行貸し出し増加や、世界景気との連動性が高い銅市況の上昇などと辻褄が合わない。1980年以降長期金利の低下が景気悪化の前兆ではなかったように、今の長期金利の低下も別の要因

図表 8 米国失業率とNAIRU推移



出所：米労働省、武者リサーチ

図表 9 米国平均時給（AHE）推移



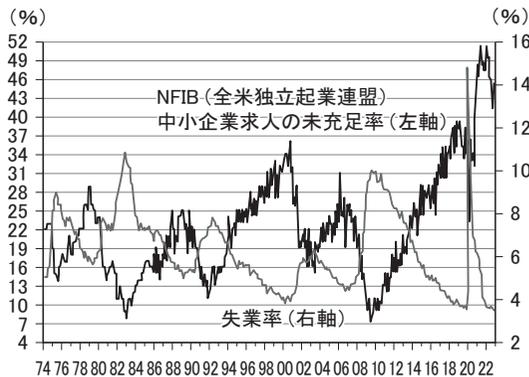
出所：米労働省、武者リサーチ

図表 10 米国自発的離職者数推移



出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 11 米国中小企業の求人未充足率



出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

によるものである可能性が考えられる。それは何かとえば、上述したように企業部門の生み出す価値が企業部門が必要とする投資より大きく、恒常的資金余剰が起こっている、ということである。

2. 好労働需給下にあっても労働余剰は続いている

第二に労働市場においても、slack 余剰の存在が消えていない。歴史的利上げ、大手ハイテク企業中心にレイオフの発表が相次いでいる中で尋常ではない労働市場の好調さが続いている。2023年1月の失業率は3.4%と53年ぶりの水準まで低下し、企業の求人意欲は強く、すべてのセクターで雇用が増加している。

しかしその中で、賃金上昇率が低下し始めている（図表9参照）。2023年の1月のAHE（平均時給）は前月比0.3%と昨年1月の0.7%から半減している。コロナ禍の下での異常な労働需給ひっ迫が引き起こしたトラック運転手やウェイター、ウェイトレスなど接客業での人手不足は緩和に向かい、非熟練、低賃金分野の賃金上昇率が鈍り始めている。また高給セクターの金融や情報部門での雇用の伸びが低いことも全体の賃金水準の伸びを引き下げている。

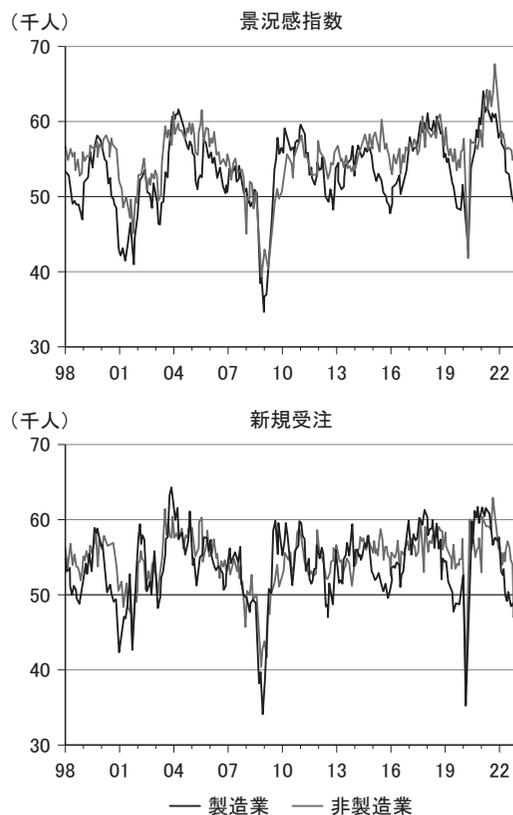
労働市場が弾力的に動き、資源配分の采配が大きく効率化しているとみられる。より具体的には、NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment インフレを加速させない失業率）が低下している可能性が考えられる（図表8参照）。労働市場ではインターネットによって求人と求職のマッチングが瞬時にできるようになった。またよりフェアな労働賃金決定が可能になっている。スキルアップによるジョブシフトが給与増+生産性上昇の連鎖を引き起こし

ているかもしれない。労働者のバーゲニングパワーは健在である。自発的離職者は高水準、企業、特に中小企業の求人未充足率も高水準で高給を求めている労働者のJob hoppingが旺盛である。労働者は容易にスキルにあった職を探し当てることが出来、平均失業期間は2023年1月は9.1週と、コロナ前2019年の9.3週を下回っている。NAIRUが低下しているとすれば、それは労働力供給余力を意味し、生産増加の一方で賃金上昇が抑制される可能性を示唆する。

3. 雇用が遅行指標でない可能性

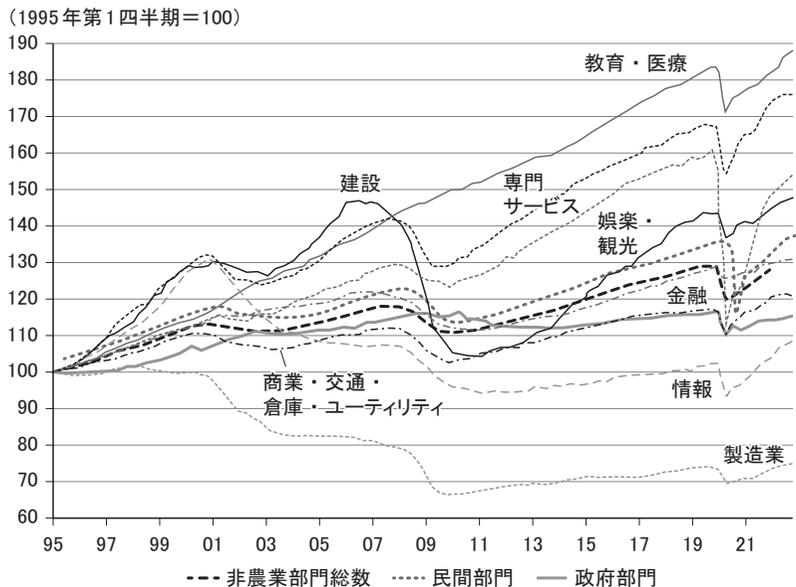
このように、金融引き締め下での雇用ブーム

図表12 米国ISM製造業・非製造業景況感指数と新規受注指数推移



出所：米供給管理協会、ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 13 米国セクター別雇用数推移



出所：米国労働省、武者リサーチ

と資金余剰の存在、雇用活況の下での賃金上昇ピークアウトなど、常識では考えられない「好都合の真実」が起きている。その中ですでに次の好循環が起き始めた可能性もある。製造業PMIが下落する一方で、非製造業PMIはリバウンドに転じている（図表12参照）。特に非製造業での新規受注が好調であり、それは好調な労働市場と消費によって支えられている。だとすれば雇用は遅行指標ではなく先行指標ということになり、これも常識破りの事態「好都合な真実」と言える。金融引き締めの下でもマンハッタンの家賃上昇が続いていると伝えられるが、それも労働市場の強さに支えられているとの報道がなされている。

企業の求人意欲は強く、すべてのセクターで雇用が増加している（図表13参照）。旺盛な消費が広範な雇用機会をもたらすという好循環は、全く損なわれていない。1990年代前半の

情報化革命、BPR（ビジネスプロセスリ・エンジニアリング）革命の時は、機械に置き換えられたホワイトカラーが失業し、労働市場が不振のままのジョブレス・リカバリーが続いた局面があった。当時と比較すれば、現在がいかに新規雇用機会の創造が旺盛であるかがわかる。

IV 政策へのインプリケーションと展望

1. デフレリスク（景気後退リスク）に対する警戒が強まっていくだろう

仮にNAIRUが低下しているとすれば、米国労働市場に依然余剰（slack）が存在しており、FRBの性急な利上げは再びデフレのリスクを高めることになる。また恒常的資金余剰が変わっていないとすれば、その下での長短金利の逆転は、金融機関経営をいたずらに痛め、無用の金融ストレスの高まりを引き起こし、やはり

デフレのリスクを強めることになる。

つまり、ここからのリスクはインフレではなく景気後退とデフレである、ということになる。このことを、米国市場と米国当局はどう考えているのだろうか。このハト派的観点での暗黙のコンセンサスが形成されているかのようである。パウエル議長発言は微妙に変化し、デイスインフレを指摘しつつ年内利下げの可能性を完全には排除しなかった。

2. 本質的にハト派の米国当局とエコノミスト

ここで重要なことは米国政策当局の真の敵は何かの見極めである。長らく市場をウォッチしてくると、つくづくFRBの最大の脅威はインフレではなくデフレ化であり、Japanification（日本化）であることを痛感させられる。FRBは本質的にデフレと戦っている。デフレとは潜在的に存在している成長可能性未達の結果であ

り、それは政策のサボタージュを意味し、必然では決してない、というのは米国の経済学者と政策当局にとってコンセンサスになっているようである。日本ではあいまいにされているが、米国の経済政策の最終ゴールは生活水準の向上であり、FRBの2大任務（dual mandate）とされている最大雇用と物価の安定はそのための手段に過ぎない。この点でデフレのリスクをより重視する、高圧経済論者であるイエレン財務長官が12月に再任されたことの意味は大きい。

FRBは無理かつ不必要な引き締めは早晚転換させるであろう。このことが明らかになれば株価は急騰するだろう。それはAIネット革命、イノベーションと米国の労働・資本市場の一段の効率化が米国経済の強靱性 resilience を強めている証になると言えそうである。

No.130

季刊 **国際貿易と投資**

2022年12月



一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

(論文・研究ノート)

・ドイツの経済敗戦と欧州を脆弱化させた経済モデルの破綻

大木 博巳

・欧州のグリーンディールとエネルギー問題

川野 祐司

・韓国企業のベトナム進出ブームとベトナム・リスク顕在化の兆し

百本 和弘

・中国はCPTPPの代わりにRCEPによるサプライチェーン戦略を打ち出すか中国のRCEP活用による関税削減額は日

高橋 俊樹

本・韓国よりも大きい

★国際貿易投資研究所のホームページから全文をダウンロードすることができます

https://www.iti.or.jp

130号 発行：2022年12月

2022年12月 頒布価格：2500円

季刊「国際貿易と投資」は年4回発行

頒布価格（年間購読料）：10,000円

お問合せ、ご購入をご希望の方は下記までご連絡ください。

発行：
一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)
 〒104-0045
 東京都中央区築地1丁目4番5号
 第37興和ビル3階
 TEL：03 (5148) 2601
 FAX：03 (5148) 2677
 E-Mail：jimukyoku@iti.or.jp
 URL：https://www.iti.or.jp/

季刊「**国際貿易と投資**」

130号 / 2022年12月