

ポスト・リーマンの米国経済

北原 徹

はじめに

2008年の米国投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻で激烈な形で顕在化した金融危機は、その後世界規模での金融・経済の危機と混乱を引き起こした。本論文執筆時点（2018年）では、危機勃発から10年を経過して、米国をはじめ世界の経済は一応の安定性を取り戻している。本論文では、世界金融危機以降における米国経済の状況を考察する。危機以降のポスト・リーマンにおいてそれ以前の時期と比べて米国経済の状況・特徴に変化が生じているかどうか、しかも中長期的な構造の変化が生じているかどうかという視点から考えていきたい。ここでの中長期的という言葉の意味は、金融危機の短期的・直接的な影響（資産価格の暴騰・暴落や経済の急落さらにはバランスシート不況といった）を超えたという意味であり、そうした短期的・直接的な影響によるものを超えたより構造的な経済の変化に着目するという問題意識の下で、考察を進めていきたい。

その際、ポスト・リーマン期と他の時期との比較という作業を通じて、ポスト・リーマン期の独自の特徴を探っていきたい。比較においては、ポスト・リーマン期とはいつからなのか、比較対象となる他の時期としてどういう時期を選ぶのが問題となる。本論文で考察したいのは、短期的・中期的な危機の経済への影響ではなく、危機の直接的な影響が減衰した後の、経済における構造的な特徴である。ある程度安定的な経済構造がポスト・リーマンにおいて、どうなっているのか、そうしたポスト・リーマンの経済構造がそれ以前の時期と比べて、どこがどう違っているのかを明らかにしたい。そこで、ポスト・リーマン期として、危機の影響を一応脱したと考えられる、前回循環のピークを超えた2011年から直近の2017年までの期間を考察の対象とする。従って、比較対象となる時期としては、景気循環において前回循環のピーク水準への到達の翌年から次の下降局面への転換の前年までを取ることとする。余り過去に遡っても状況が違いすぎるので、1980年代以降で上述の条件を満たす期間を比較対象期間としよう。すると、比較対象期間は、1983-89年、1992-2000年、2002-2007年の3つの期間となり、それらを2011-17年のポスト・リーマン期と比較することとする¹⁾。

1) 本論文の時期区分の2011-17年の時期を指すものとして、以下ポスト・リーマン期という表現を使うことにする。

こうした比較分析を、ポスト・リーマンの米国経済の特徴と思われる点、低成長、低投資、高利潤、低金利、低インフレ、高株価といった点を中心に行い、そうした分析を通じてポスト・リーマンにおける米国経済の構造変化を考察したい。

1. 低成長と生産性上昇の低迷

(1) 供給面

まず、経済成長の観点から、ポスト・リーマンの米国経済の特徴について見ていこう。図表1に示されているように、1980年代以降の実質経済成長率の動きを見ると、長期傾向的に低下している中で、2000年代に入って大きく低下し、ポスト・リーマンにおいては成長率の低下がさらに進行している。成長率の顕著な低下は、ポスト・リーマンになって始まったのではなく、既に2000年代に入ると始まっていたと考えるべきであろう。

経済成長の特徴を供給側から見てみよう。そのために、最初に標準的な成長会計の観点から整理したのが図表1である。

各々の成長要因は、各期を通じて一本調子の傾向的動きをしている訳ではない。固定資本の蓄積に関しては、1980-90年代はかなりのスピードで蓄積が行われていたが、2000年代に入っ

図表1 成長会計による経済成長要因分析

(単位：%)

		1983-89年	1992-2000年	2002-07年	2011-17年
実質 GDP 成長率		4.4	3.8	2.7	2.1
実質固定資本増加率	ケース A	3.1	3.1	2.1	1.7
	ケース B	2.8	2.5	2.1	1.4
労働供給増加率	ケース A	3.1	1.9	1.1	1.9
	ケース B	2.9	1.9	1	1.6
労働分配率		79.5	80.3	77.9	74
成長への資本貢献	ケース A	0.63	0.62	0.46	0.45
	ケース B	0.57	0.5	0.46	0.36
成長への労働貢献	ケース A	2.45	1.55	0.82	1.42
	ケース B	2.35	1.49	0.79	1.21
TFP (全要素生産性) 上昇率	ケース A	1.34	1.67	1.42	0.23
	ケース B	1.51	1.85	1.44	0.52

(注) 実質固定資本増加率と労働供給増加率に関して、ケース A では民間だけの数値を、ケース B では民間と政府の合計の数値を使っている。実質固定資本増加率の数値はデータ入手の関係で、2011-17年ではなく、2011-16年の数値である。

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.1., NIPA Table 1.1.4., Fixed Assets Accounts Table 1.2.; Bureau of Labor Statistics, Employment level, Average hours total at work all industries employed

て蓄積率がかなり大きく低下し、ポスト・リーマン期にはさらに蓄積率が低下している。固定資本の蓄積は、経済成長率とかなりパラレルな動きをしている。労働供給に関しては、様相がかなり異なっている。1980-90年代の高かった労働供給増加率が、2000年代に入って急激に低下し、しかしポスト・リーマン期にはかなり回復している。TFP（全要素生産性）上昇率の動きは、1980年代から90年代にかけて上昇し、2000年代に入ってもある程度高い水準を保っていたが、ポスト・リーマン期には壊滅的と言ってよいほど急激に低下している。ポスト・リーマン期の TFP 上昇率の低さは、極端で際立っている²⁾。ポスト・リーマン期の他の時期と比べて経済成長面の特徴は、低成長・低資本蓄積及び極端に低い TFP 上昇率である。

TFP（全要素生産性）上昇率の動きに関しては、見方が大きく分かれている。デジタル技術の進歩とその産業化を考えると、1990年代以降に TFP 上昇率が高まるのは自然であるように思われるが、ポスト・リーマン期では驚くほど急落している。デジタル技術進歩の生産性上昇に及ぼす効果に関する見方は、大きなプラスの効果を及ぼすが効果発現が遅れていると考える Brynjolfsson & McAfee (2014) や McKinsey (2018) に代表される技術楽観派と、デジタル技術進歩の効果はもう既に出尽くしていると考える Gordon (2016) に代表される技術懐疑派とに、大きく分裂している。また、TFP 上昇率は資本蓄積率と結びついていると思われ、大きく見れば、TFP 上昇率と資本蓄積率は同じ方向に動いているが、ポスト・リーマン期における TFP 上昇率の低下は資本蓄積の低下に比べて並外れて大きい。

次に、経済成長を労働生産性の上昇と労働供給の増加という観点から見てみよう。それを示したのが、下記の図表 2 である。労働供給に関しては、次のような要因に分解して考えることができるので、図表 2 ではそれぞれの要因ごとにその大きさを示している。

$$\begin{aligned}
 \text{労働供給} &= \text{就業人口 (実際に働いている人の数)} \times \text{1人当り労働時間} \\
 &= \text{全人口} \times \text{全人口就業率 (就業人口 / 全人口)} \times \text{1人当り労働時間} \\
 &= \text{全人口} \times \text{生産年齢人口比率 (生産年齢人口 / 全人口)} \times \text{生産年齢就業率 (就業人口 / 生産年齢人口)} \times \text{1人当り労働時間}
 \end{aligned}$$

労働生産性の動きは、世界金融危機までかなり高い上昇率が維持され、特に1990年代では上昇率が高まったが、ポスト・リーマンにおいては激烈に急低下している。これは、上で見た TFP 上昇率の動きと符合している。労働生産性の動きを規定する重要な要因と考えられる資本装備率（就業者1人当たりの固定資本）の動きを見ると、大きく見ると両者は対応した動き

2) McKinsey (2018) p. 78によれば、ポスト・リーマンにおける生産性上昇率の大幅な低下は、多くの主要産業で共通に発生している。このことは、ポスト・リーマン期の経済全体の生産性上昇率低下が生産性上昇率の低いサービス産業等の比重増大による、産業構成変化によるものではないことを示している。

図表2 経済成長の要因：労働供給と生産性

(単位：%)

				1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
実質 GDP 成長率				4.42	3.84	2.69	2.1
労働生産性上昇率				1.6	2	1.7	0.5
労働供給増加率				2.9	1.9	1	1.6
	1人当り労働時間増加率			0.57	0.16	-0.07	0.23
	就業人口増加率			2.38	1.69	1.08	1.4
		人口増加率		0.95	1.13	0.9	0.72
		全人口就業率上昇率		1.43	0.57	0.18	0.69
			生産年齢人口比率変化率	-0.06	0.08	0.17	-0.26
			生産年齢人口就業率上昇率	1.49	0.49	0.01	0.94
資本装備率上昇率				0.4	0.85	1.02	-0.02

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.1. Fixed Assets Accounts Table 1.2.; Bureau of Labor Statistics, Employment level, Average hours total at work all industries employed; United Nations, World Population Prospects 2017

を示しているが、2002-07年期には資本装備率の大きな増大にもかかわらず労働生産性は90年代に比べて低下している。ポスト・リーマン期の労働生産性上昇率の大幅低下は、雇用・労働供給拡大の下での低投資による資本装備率低下に符合している。

労働供給に関しては、大きな趨勢としては、1980年代以降供給増加率は低下傾向にある。その中で、2002-07年の時期は落ち込みが激しく、ポスト・リーマン期にはかなりリバウンドしている³⁾。2002-07年期は、雇用拡大なき経済拡大であり、jobless recoveryの時代である。2002-07年期の労働供給増加率の大幅な落ち込みの要因は、図表2によれば、1人当たりの労働時間の増加から減少への転化及び生産年齢人口就業率上昇率の大幅低下である。ポスト・リーマンの時期は、人口増加率及び生産年齢人口比率が低下する中で生産年齢人口就業率上昇率が大幅に反転上昇することで労働供給増加率が回復したが、労働生産性の激的な低下により、

3) 2000年代の労働供給面での金融危機の前と後との大きい違いに関しては、注17も参照。

経済成長率が低下している時期である。今後のことを考えると、2020年代においては、人口増加率は0.69%とポスト・リーマン期に比べてわずかに低下する程度であるが、生産年齢人口比率変化率は - 0.53%とさらに低下することになる。従って、趨勢的な労働供給増加率の低下は今後も続くことになろう。

(2) 需要面

次に、需要構造の面から見てみよう。次の図表3はGDPを需要構成の面から見たものである。

大きな長期的傾向としては、消費が拡大し、民間固定資本投資（非住宅）が縮小している。住宅投資も2000年代前半に一時的に大きく拡大しているが、長期的傾向としては縮小傾向にある。輸出・輸入は拡大傾向である。消費の内容を見ると、財の割合が大きく縮小しているのに対して、サービスはそれを相殺する以上に上回って大きく拡大している。家計貯蓄率は、長期傾向的に低下しているが、ポスト・リーマン期には02-07年期の極端な低水準からは一時的に回復している。しかし、ポスト・リーマン期においても直近になるほど家計貯蓄率は低下しており、長期的貯蓄率低下傾向は続いている。今後を考えても、高齢化率が高まっていくことで貯蓄率低下が進むのではないのかと思われる。ポスト・リーマン期の特徴は、長期的傾向の延長であり、サービスを中心とする消費拡大・家計貯蓄率低下と固定資本投資の縮小と捉えることができ、消費主導型の経済成長である。

GDPの需要構成の背後に存在する経済全体及び各部門の債務の推移を見ておこう（図表4）。経済全体及び各部門の債務の動きは、図表3で見たGDPの需要構成に対応している。債務が大きく拡大しているのは、1980年代と2002-07年期である。1980年代は、GDPの需要構成で見

図表3 GDPの需要構成

(単位：%)

		1983-89年	1992-2000年	2002-07年	2011-17年
消費		63.1	65.1	67.3	68.5
	財	25.9	23.7	23.5	22.6
	サービス	37.2	41.4	43.8	45.9
民間固定資本投資：非住宅		13.1	13	12.4	12.5
住宅投資		4.8	4.4	5.7	3.3
輸出		7.8	10.4	10.1	12.9
輸入		10.1	12.1	15	16
政府支出		20.8	18.6	19.2	18.4
家計貯蓄率：家計可処分所得比		8.5	6.1	3.9	5.5

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.5.

図表4 債務残高変化：GDP比

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
総債務	38.6%増： 145.6 184.2	4.4%減： 188.8 184.4	40.1%増： 188.5 228.7	4%増： 247.4 251.4
企業債務	10.4%増： 54 64.4	4.2%増： 59.7 63.9	5.3%増： 64.5 69.7	6.8%増： 66.8 73.6
家計債務	11.1%増： 46.9 58	8.4%増： 60.6 69	24.1%増： 72.6 96.7	13%減： 89.9 76.9
政府債務	17%増： 44.7 61.7	17%減： 68.5 51.4	10.9%増： 51.3 62.4	9.2%増： 91.7 100.9

(注) 総債務は企業・家計・政府の債務の合計であり、金融部門の債務は含まない。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

た政府支出拡大に対応して政府債務が大きく拡大している。政府債務だけでなく企業債務も家計債務も並行して拡大し、経済全体で債務が急速に拡大している時期である。1990年代は、債務が経済全体で縮小しており、その縮小は政府債務の大幅な縮小によるものである。民間債務は拡大しているが、極めて限定的である。世界金融危機以前の2002 07年期は、債務が急激に拡大した時期であり、債務拡大によって経済成長が支えられていた。その中心は、家計による住宅債務であり、家計債務の拡大は突出しており、最終的には世界金融危機に至ることになった。急激な債務拡大による成長促進効果にもかかわらず、成長率自体は図表1で見たように、90年代に比べて大きく減速している。ポスト・リーマン期は、債務の調整が行われている時期であり、家計債務は大きく縮小しており、経済全体の債務の拡大もかなり小さい。前循環のピークを超えた後の回復期である2011 17年期においても、経済全体としては credit less recovery の状態が続いている。ポスト・リーマン期は債務残高の動きとしては、1990年代と類似している。しかしながら、1990年代は投資主導の力強い経済成長の下での税収増により政府債務削減が進んでいたのに対して、ポスト・リーマン期は家計債務調整下の力強さを欠いた経済の下での税収不足により政府債務が拡大している点が決定的に異なる。

(3) 各期間の特徴と今後

各時期の経済成長パターンを整理しておこう。1980年代は、投資もかなり活発であるが、図表2に示される労働供給の増加率が大きく、本論文で考察している各期間の中では最も高い実質経済成長率を達成している。需要面では、図表3に示されているように投資と政府支出の割合が大きくなっており、経済全体の債務拡大がそれを支えていた。1990年代は、ニューエコノミー論の時代であり、図表1や後の図表9に示されているように投資主導型成長であり、活発な投資の下で TFP や労働生産性の上昇率が最も高くなっている。需要面では、投資需要の割

合が大きくなっているが、債務拡大を伴ったものではない。2002-07年期は、一方では、労働供給・雇用増加率が大きく低下しており、他方では、労働生産性や TFP の上昇率がかなり高く、それによって成長率が一定の水準に維持されている時期である。需要面では、図表 3 に示されているように住宅投資の割合が大きく、それを支えた家計債務の急激な拡大が結局は金融危機に至ることになった。それに対して、ポスト・リーマン期は、投資が低迷し、TFP・労働生産性の上昇率が大きく落ち込み、成長が低迷しているという特徴がある。需要面では、消費需要と輸出に依存している点が特徴である。

長期的・構造的な問題として最も重大なのは、今後、投資及び生産性上昇率が回復してくるかどうかどうかという問題であろう。1990年代は、投資の拡大、生産性の上昇、労働需要の拡大が平行して進展した。ところが2000年代に入って、2002-07年期には、投資が大きく低下し、生産性は上昇しているが、労働需要は大きく減退した。1990年代では労働需要拡大型生産性上昇が実現していたものが、2000年代には労働需要削減型生産性上昇に転化している。生産性上昇に性格変化が生じているのではないかと思われる。生産性上昇をもたらすイノベーションには、大別してプロダクト・イノベーションとプロセス・イノベーションがある。プロダクト・イノベーションは新しい魅力的な製品の開発を通じて、製品需要の拡大・経済の拡大につながりやすいが、プロセス・イノベーションは労働需要の削減につながりやすい。1990年代がプロダクト・イノベーション的性格が強い需要創出型イノベーション⁴⁾による生産性上昇であるのに対して、2000年代ではプロセス・イノベーション的性格が強いプロセス効率化型・中抜き型イノベーションによる生産性上昇に、イノベーションの性格が変わってきたのではないだろうか。その流れの延長上で、ポスト・リーマン期においては、投資が大きく低迷し、生産性は極端に停滞している。これは、プロセス効率化型・中抜き型生産性上昇も推進力を失ったということであろうか。その中で、ポスト・リーマン期における雇用の拡大と資本装備率の低下は、経済成長が労働投入型・労働集約的なものに変化してきていることを示しているようにも思われる。このように、これまでの米国経済の歴史的展開を整理すると、今後の投資及び生産性上昇率の回復を期待するのは容易ではないだろう。

2. 高利潤下の低投資

(1) 高利潤

次に、経済活動の中心である企業の動向を分析しよう。まず非金融企業の利潤率について見たのが、図表 5 である。

非金融企業の利潤率 ROA は、1980年代以降上昇傾向にあり、特にポスト・リーマン期にお

4) Aoki and Yoshikawa (2007) 第 8 章では、需要創出型イノベーションを軸とする需要面に力点を置いた斬新な経済成長論が展開されている。

図表5 企業の利潤率

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
非金融企業 ROA (%)	1.98	2.54	2.85	3.35
産出 (純付加価値) / 資本 (総資産)	0.25	0.25	0.2	0.19
利潤 / 産出 (純付加価値) (%)	8.81	9.64	11.25	14.23

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*, Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.14.

図表6 企業の利潤マージンと営業利益の内部構成

(単位: %)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
利潤マージン (営業利益 / 純付加価値)	20.5	19.7	22.1	26
営業利益の内部構成				
利子等支払	28.9	21.4	18.6	18.6
法人税	21.3	22.1	21.1	17
企業利潤	44.6	50.9	54.1	58.7

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.14.

いては、それまでに比べてかなり高い水準に達している。利潤率を産出⁵⁾・資本比率 (資本生産性) と産出中の利潤比率とに分解して見ると、産出・資本比率が低下傾向にあるのに対して、利潤比率がそれを打ち消して大きく上昇してきていることにより、非金融企業の利潤率は上昇している。ポスト・リーマン期においては、2002 07年期と比べて利潤比率の上昇が著しく、利潤率の大幅な上昇をもたらしている。

次に、産出 (付加価値) 中の利潤比率の動きを、さらに詳しく考察するために、産出 (付加価値) 中の営業利益の比率と営業利益の中での利潤の割合とに分解して考察しよう。それを示したのが、図表6である。

営業利益比率 (利潤マージン) は2000年代に入って上昇してくる中で、ポスト・リーマンにおいてはさらに大きく上昇している。営業利益中の利潤の割合は、1980年代以降継続的に高まってきている。その背景には、長期的な金利低下の影響で利子等支払の割合が1980年代から2000年代に入るまで低下していること、及び法人税負担がポスト・リーマンにおいて大きく低下していることがある。ポスト・リーマン期においては、営業利益比率 (利潤マージン) の高さや営業利益中の利潤割合の高さが相まって、産出 (純付加価値) 中の利潤比率が極めて高い水準に達している。

利潤マージン (営業利益 / 純付加価値) が2000年代に入って拡大している要因としては、次

5) 産出として純付加価値を採ることとする。

図表 7 海外直接投資と海外輸入

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
非金融企業海外直接投資 / 国内実物資産	7.6	11	16.4	24.8
輸入 / GDP	10.1	12.1	15	16

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.5.

図表 8 金融部門の利潤

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
銀行利潤率 ROA	0.35	1.1	1.2	1
金融企業利潤 / 非金融企業利潤	17.8	27.8	40.4	30.8

(注) 銀行利潤率の数値はデータ入手の関係で、1983 89年ではなく、1984 89年の数値である。

(出所) Federal Deposit Insurance Corporation, *Quarterly Banking Profile*; Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.14.

のことが考えられる。米国企業の海外直接投資が拡大し、国内産業・製造業の空洞化が進展し、国内労働者と海外労働者との競合関係が強まり、賃金抑制要因としての作用が強まったことがあるのではないかと。また、海外からの輸入の拡大により、安価な消費財が大量に国内に供給されることになり、賃金上昇圧力を弱めるように作用したと思われる。海外直接投資と海外輸入の動きを見たのが、図表 7 である。図表 7 に示されているように、海外直接投資も海外輸入も、2000年代に入って急激に拡大して、極めて高い水準に達している⁶⁾。

非金融部門の利潤率は、これまで見てきたように、ポスト・リーマン期には高い水準にあるが、それに対して、金融部門の利潤率は世界金融危機後のポスト・リーマンにおいて低迷している。図表 8 に示されているように、銀行の利潤率や、非金融企業利潤に対する金融企業利潤の比率は、ポスト・リーマン期において大きく低下している。ポスト・リーマン期では世界金融危機前と比べて、非金融企業では収益が大きく拡大しているが、それとは対照的に金融企業では収益は低迷している⁷⁾。

(2) 低投資

上述のように、非金融企業の利潤率は高くなっているが、他方、図表 9 の固定資産投資の動向に示されているように、投資は低迷している。ポスト・リーマン期の特徴は、高利潤・低投資である。

6) 海外直接投資の大幅な拡大は、国内の生産・開発基盤を弱体化させ、第 1 節で議論したポスト・リーマン期の国内経済の生産性上昇率低下につながったのかも知れない。

7) ポスト・リーマン期における銀行・投資銀行の収益悪化に関しては、北原 (2016)、北原 (2018) で詳細な分析が行われている。

図表9 固定資産投資率

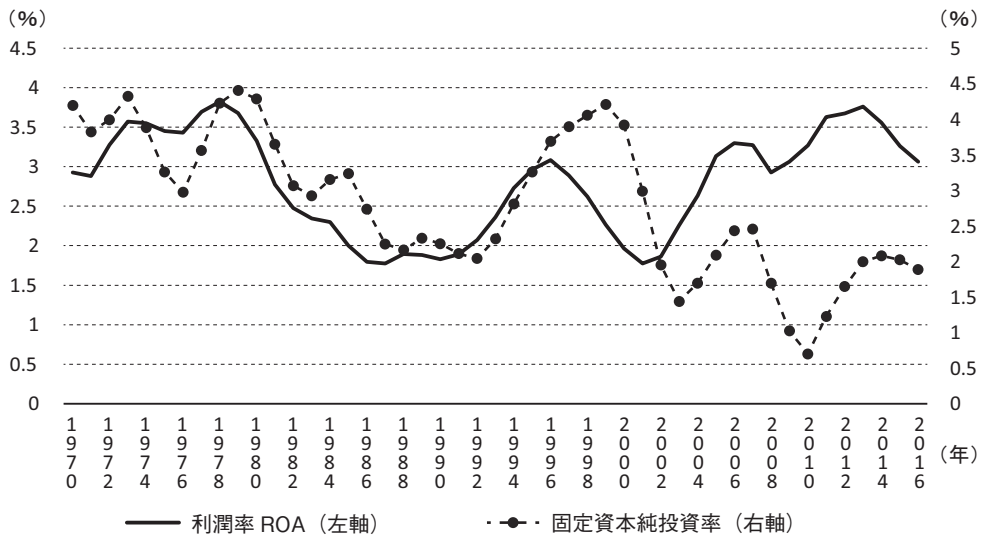
(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
民間非住宅固定資産投資 / GDP	13.1	13	12.5	12.5
民間非住宅固定資産純投資率：固定資産ストック比	3.09	3.31	2.21	1.76
非金融企業：固定資産純投資率：固定資産ストック比	2.61	3.51	1.99	1.85

(注) 固定資産純投資率 = 固定資産粗投資率 - 減価償却率

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.5., Fixed Assets Accounts Table 1.1., Table 1.3.

図表10 非金融企業の利潤率と投資率：3年移動平均

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, Fixed Assets Accounts Table 1.1., Table 1.3.

GDP に対する比率で見ると、民間非住宅固定資産投資は、2000年代に入ると1980 90年代に比べてその水準が低下している。但し、それ程大きなものではない。民間部門の非住宅固定資産純投資率は、2000年代に入ると1980 90年代に比べて大幅に低下し、ポスト・リーマンにおいてはさらに大きく低下している。非金融企業の純投資率も同じ動きをしており、2000年代に大きく低下し、ポスト・リーマン期にさらに低下している。ポスト・リーマンにおいては1990年代に比べると、純投資率はほぼ半減しており、歴史的に極めて低い水準に低迷している。利潤率が高い水準にあるにもかかわらず、投資は低迷しており、高利潤・低投資の状況である⁸⁾。

図表10では、1990年代後半の投資の活発化と2000年代における高利潤・低投資が鮮やかに示されている。第3節で取り上げるように、金利は歴史的な低水準にある。こうしたポスト・リ

8) Smithers (2013) 第3章も、世界金融危機後の英米経済の特徴を高利潤・低投資としている。

図表11 金融企業の投資

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
金融企業：固定資産純投資率	9.38	4.91	2.61	1.52
金融企業：金融資産実質拡大率	6.76	5.22	5.84	1.16

(注) 金融資産実質拡大率：保有金融資産名目拡大率 - インフレ率 (消費者物価上昇率)

(出所) Bureau of Economic Analysis, Fixed Assets Accounts Table 1.1., Table 1.3.; FRB, *Financial Accounts of the United States*

ーマン期の超低金利も企業の投資には結びついていない。

金融部門に目を向けると、図表11に示されているように、金融企業の固定資本純投資率は、1980年代から世界金融危機までは非金融法人企業をかなり大きく上回っており、金融拡大の時代であった。ところが、ポスト・リーマンにおいてはそれが逆転して、金融企業の純投資率は非金融企業を下回り、非金融企業以上に停滞しており、金融停滞の時代に突入している。さらに、金融企業保有の金融資産は、1990年代から世界金融危機までは固定資産を上回って拡大していたが、ポスト・リーマンにおいては拡大率は急低下し、固定資産拡大率を下回る水準まで低下し、大きく低迷している。金融部門は、非金融部門とは状況が異なり、上で見たように収益が低迷しており、低利潤・低投資の状態であり、金融停滞の時代を示している⁹⁾。

(3) 高利潤下の低投資

非金融企業に関して、利潤率は高いのに、なぜ投資は低迷しているのだろうか。簡単に結論を出すのが難しい大きな問題であるが、根本的には、将来の経済成長見通しが、期待成長率が、低いためではなかろうか。図表12は、IMFが年2回発表している今後の経済成長見通しの中で、最も遠い将来である5年先の期待成長率の米国に関する部分を示したものである。

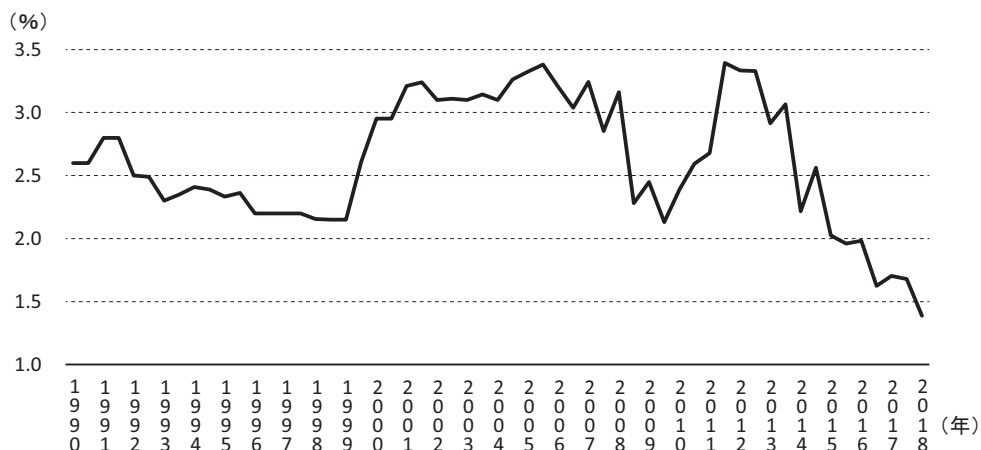
図表12によれば、リーマンショック後に一旦期待成長率は回復するが、すぐに反転下落し、現在に至るまで低下し続けている¹⁰⁾。こうした期待成長率の大きな低下が、非金融企業の利潤率が高い水準にあるにもかかわらず、投資が低迷している最も根本的な要因だと考えられる。将来の経済拡大が期待できないのであれば、たとえ現状の利潤率が高くても、企業が投資を躊躇するのは自然なことであろう¹¹⁾。

9) 1980年代からリーマンショックまでの金融拡大の時代及び世界金融危機後の金融停滞の時代への突入に関しては、北原 (2017), 北原 (2018) で詳細に議論されている。

10) Rachel & Smith (2015) p. 29は、1980-2015年の間の世界実質金利低下の要因を分析する中で、世界金融危機後には成長期待の低下が生じており、それが世界実質金利低下の1つの要因であると指摘している。

11) Smithers (2013) p. 24, 52, 225は、ポスト・リーマン期の投資低迷の原因は、経営者報酬制度の株価依存の強まりであり、その結果、経営者の視野が短期化し、自社株買い・配当の重視と投資抑制が生じており、投資低迷の原因は成長期待の低下ではないと論じている。

図表12 米国経済成長率予想：5年先

IMF, *World Economic Outlook*

期待成長率の低下の背景としては、将来的な労働供給増加率の低下や、ポスト・リーマンにおける生産性上昇率の低下が今後も続くのではないかという予想が強いということもあると考えられる。将来的な労働供給増加率に関しては、2020年代においては、1人当たり労働時間数と生産年齢人口就業率が一定だと仮定すると、生産年齢人口比率が低下局面に入ることにより、年率0.16%まで低下する（人口増加率0.69%，生産年齢人口比率変化率0.53%）。2011-17年間の労働供給増加率が年率1.64%であることを考えると、大幅に低下することになる。今後の生産性上昇率の予想に関しては、第1節で議論したように、1990年代の需要創出型イノベーションによる生産性上昇のモメンタムが2002-07年期には弱まり、プロセス効率化型に性格変化し、ポスト・リーマン期にはそれも尽きてきたという流れの中で、将来の生産性上昇についても悲観的見方が強くなってきているのではないかとと思われる。こうした状況で、期待成長率が大きく低下し、それが投資低迷を引き起こしていると考えられる。

また、第1節で見たように、ポスト・リーマン期においては投資が低迷している中で、雇用は拡大している。このことは、期待成長が低下する中で、事業拡大を図るには、長期固定性が強い固定資産に投資するより、弾力的な対応が容易な雇用拡大で対応するというやり方が採られていると理解できるのではなからうか¹²⁾。

(4) 高利潤・低投資の帰結：企業の金余りと需要不足

企業の高利潤・低投資という状況は、次の2つの事態を引き起こすと考えられる。1つは、

12) Smithers (2013) p. 63, 226は、経営者の報酬体系が株価依存になり、株主主導型コーポレートガバナンスが強まったことが、投資の要求収益率を高め、産出拡大を資本拡大によってではなく、雇用拡大によって行うという経営者の選好が強まったと議論している。

図表13 企業の資金フロー：・利潤（税引後）・減価償却に対する比率

(単位：%)

		1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
資本支出		90.2	92.4	78.1	72.6
配当		15.3	21.6	23	26.5
自社株買い		21	15.7	22.5	23.4
外部資金調達		41.2	33.7	20.7	22.1
	借入金	17.8	8.3	12	4.3
	負債証券発行	18.3	17.4	4.8	14
	新株発行	5.2	8	3.9	3.9
企業の資金不足		28.2	29.9	25.1	23.9

(注) 企業の資金不足 = 資本支出 - (内部資金 - 自社株買い)
 (出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

企業の金余りであり、もう1つは、経済全体の需要不足である。まず企業の財務状況、金余りの状況を見てみよう。図表13は、企業の資金フローの各項目を利潤（税引き後・海外留保含まず）と減価償却の総額に対する比率として示したものである。

最も重要な特徴は、固定資産投資がその大部分を占める資本支出の割合が、2000年代に入って大きく低下しており、ポスト・リーマンにおいてはさらに低い水準まで低下しているということである。このように企業の資金フローの面からも低投資は鮮明である。それに対応して、外部資金調達の比率は、2000年代に入ると大きく低下しており、配当・自社株買い¹³⁾という株主還元は、2000年代に入ると大きく拡大し、ポスト・リーマンにおいてはさらに高い比率にまで達している。このように、ポスト・リーマン期の企業財務面の特徴は、実物投資の低迷、配当・自社株買いの増大、外部資金調達の低下である。ポスト・リーマンにおける高利潤・低投資は鮮明である。企業による高水準の自社株買いは、第5節で見ると、株価を需給面で支える重要な支柱となっている。

企業の高利潤・低投資のもたらすもう1つの問題は、経済全体の需要不足である。企業が高利潤を獲得しているにもかかわらず実物投資を抑制していれば、供給超過・需要不足要因であり、経済にデフレ圧力を加えることになる。ただ、米国の企業は日本の企業とは異なり、図表13の「企業の資金不足」の欄に示されているように、企業自体が資金余剰となり、余剰資金を抱え、負債の削減や金融資産の蓄積に回すということは、不況期の一時期を除き、行われていない。従って、日本の場合とは異なり、この面からのデフレ圧力はかかっていない。上記のように、企業の利潤は多くが配当や自社株買いの形で株主に還元されている。米国でも株式の保

13) ここでの自社株買いには、統計上、現金買収による買収対象企業株の取得も含まれている。

有は、所得水準の高い層に集中している。また、図表6、図表1で見たように、ポスト・リーマン期において利潤マージンは大きく拡大し、労働分配率は大きく低下している。所得分配における格差の拡大は、消費性向が高所得層で低く、低所得層で高いことから、経済全体の消費性向を低下させる。しかしながら、ポスト・リーマンの2011-17年期は、強いデフレ圧力がかかり続けていたという状況ではない。後の図表16に見られるように、失業率もこの間急速に低下している。高利潤・低投資による需要不足圧力は、どうして顕在化しなかったのだろうか。前の図表3で見たように、ポスト・リーマン期において消費は極めて堅調である。こうした堅調な消費需要がデフレ圧力の顕在化を食い止めたと考えられる。では、ポスト・リーマン期においてどうして消費は堅調なのであろうか。これには資産効果が大きく働いていると考えられる。後の図表17に示されているように、ポスト・リーマン期において株式や不動産の時価総額は大きく拡大しており、家計が保有する資産は急激に増大している。ポスト・リーマン期の家計保有の資産価値増大が、資産効果を通じて堅調な消費を支えていると考えられる¹⁴⁾。逆に考えれば、ポスト・リーマン期の消費は資産効果に支えられた脆弱性を孕んでいるとも言えよう¹⁵⁾。2002-07年期は、前の図表4で見た家計債務の急拡大と住宅バブルの中で、後の図表17に示されているように、不動産価格・株価の上昇による資産効果も大きかったと考えられる。2002-07年期においては、経済の総需要は債務拡大と資産効果の2つの柱で支えられていた。2002-07年期との対照で考えれば、ポスト・リーマン期においては、債務拡大による総需要拡大という効果は基本的に働いておらず、資産効果だけに頼っている、謂わば一本足打法の状態である。

3. 超低金利

(1) 超低金利

ポスト・リーマン経済の大きな特徴は、超低金利である。ポスト・リーマンにおける低金利状況をいくつかの角度から考察しよう。それを示すのが、図表14である。

名目金利、実質金利共に、長期的に低下傾向にあり、ポスト・リーマンにおいては極めて低い水準にまで達している。金利の絶対水準が低下してきているというだけでなく、他の関連指標と比べても、金利水準は低下傾向にあり、ポスト・リーマンにおける金利の低さは際立っている。实体经济の代表指標である経済成長率と比べると、1980-90年代では金利は経済成長率

14) Boyer (2000) は、企業に対する金融市場からの収益性要求が強く、資産効果に依存する経済の姿を金融主導型成長レジームと呼び、金融主導型経済の簡潔なマクロモデルを提示している。

15) Kharroubi and Kohlscheen (2017) は、2012年以降世界の主要国で経済成長が消費主導型となっており、消費主導型成長は資産効果、特に住宅資産効果によって推進されることがあるが、その場合資産価格の低迷によって成長が抑制されることを実証的に示している。

図表14 金利と各種指標

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
FRB 総資産 / GDP	5.51	6.1	6.56	22.19
利子率：長期名目	9.65	6.25	4.44	2.25
利子率：長期実質	6	3.6	1.77	0.56
利子率 - 経済成長率	1.84	0.42	- 0.87	- 1.52
利子率 - 利潤率	7.69	3.81	1.66	- 1.01
利子率 - 株式益回り	1.54	1.41	- 1.47	- 4.03

(注) 利子率は10年物国債利回り

(出所) FRB, Selected Interest Rates, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index; Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.5.

より高い水準にあったが、2000年代に入ると逆転し、金利は経済成長率を下回るようになり、ポスト・リーマンにおいては金利は成長率を大幅に下回っている。同じく实体经济の代表的な指標である非金融企業の利潤率 ROA と金利とを比べて見ると、リーマンショック以前では、金利の方が高かったものが、逆転し、高利潤・低金利の状態になっている。株式市場における投資家から見た利回り水準を示す株式益回り (PER の逆数) を金利と比較してみると、1980 90年代では金利は株式益回りより高い水準にあったが、2000年代に入ると逆転し、金利は株式益回りより低い水準となり、ポスト・リーマンにおいては株式益回りと金利の乖離は極端に拡大している。どういう指標で見ても、ポスト・リーマンにおける金利水準の低さは際立っている。

どうして金利は、ポスト・リーマンにおいてこのような低い水準に留まり続けているのだろうか。リーマンショック、世界金融危機及びその後遺症からの経済の立ち直りを政策面から支援するために、量的緩和・超低金利政策が採られたことが発端であることは間違いない。図表14に示されているように、GDP 比の FRB 総資産規模は金融危機以前には低い水準で大きな変化がなかったのが、ポスト・リーマンにおいては激烈に高まった。この高い水準は現在も基本的に続いており、中央銀行の資産規模がこれまでの歴史の中でかつてなかったほど大きくなっているということは、ポスト・リーマン期の大きな特徴である。金利の話に戻れば、危機の影響が減衰した後も政策金利は従来に比べて低い水準に留まり続けている。その背景には、インフレ率が、失業率が低下してきているにもかかわらず、高まってきていないという、次の第4節で見るとようなポスト・リーマンにおける低インフレ状況の存在が大きいと考えられる。さらにそれだけでなく、第2節(3)で述べたように、経済の将来見通しに関して、成長率の低下が予想されており、それが金融市場でも共有されており、むしろ、金融危機の衝撃がより強烈であった金融市場では期待成長の低下がより強く、それが将来金利の低下を予想させ、それを反映する形で現在の長期金利が低い水準に留まっていると考えることもできるのではなか

ろうか¹⁶⁾。ポスト・リーマンにおいて長期金利が経済成長率を下回っていることも、長期金利が今後の成長率低下を織り込んでいるのに対して、経済成長率の数字は現在の成長率を表しているからである、と理解することもできる。

(2) 低金利の経済への影響

ポスト・リーマンにおける超低金利は、経済に対してどのような影響を及ぼしているのだろうか。リーマンショックや世界金融危機の直後やその影響が強く残っている時期においては、経済・金融の下支えや不安心理の解消に大きな効果を発揮したことは間違いないだろう。しかしながら、本論文で問題にしている、経済が前回循環のピークを超えて、一応の安定を示している2011-17年という期間においては、超低金利は経済に対してどのような影響を及ぼしているのだろうか。低金利政策の一番の狙いである企業の固定資本投資の促進が実現できていないことは、図表9、10で示した通りである。超低金利状態が基本的に続いているにもかかわらず、投資は拡大していない。

低金利のそれ以外の面での影響を示したのが、図表15である。企業に対する影響としては、企業負債に対する金利支払いが軽減されることが考えられる。前の図表6に示されている非金融企業の営業利益中の支払金利等の比率の動きをみると、ポスト・リーマンにおいてその比率はかなり低い水準にある。ただし、支払金利等比率は、1980年代以降、前記図表14で見た長期的な金利低下の影響を受けて低下してきており、既に2000年代に入って低い水準にまで低下し、ポスト・リーマンにおいてもその低い水準が続いているという状態である。企業金融の別の面では、図表13で示されているように、2000年代の金融危機以前に比べて危機後には、企業の外部資金調達の中で借入金に比べて社債の割合が激増している。しかも、図表15に見られるように、発行される社債の中で格付けの低い投機的社債の割合が、ポスト・リーマン期では極めて大きくなっている。超低金利環境の下で、一方では、少しでも高い利回りを求める投資家側の search for yield の動きが強まり、他方では、投機的格付けの企業にとっても、ほどほどの金利で資金が調達できるようになったことが、こうした投機的社債発行の増大をもたらしている。これも、低金利が経済に及ぼしている影響の1つである。こうした相対的に金利の高い低格付け企業の社債発行の増大が、図表6で見た、全般的な金利低下にもかかわらずポスト・リーマン期の営業利益中の支払金利等の割合が金融危機以前に比べて低下していないことの1つの理由かも知れない。

超低金利下での投資家の search for yield の動きとしては、外債投資や REIT (不動産投資信託) 投資の拡大がある。米国内の低金利は、海外の相対的に高い金利を求める外債投資の拡大をもたらした。外債投資の米国の社債・外債投資全体に占める割合は、図表15に見られるよ

16) 注10を参照。

図表15 低金利の経済への影響

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
企業の金利等支払 / 営業収益	28.9	21.4	18.6	18.6
投機的社債発行比率		14.6 (96 2000年)	13.6	20.2
外債投資 / 米国の社債・外債投資	8.7	15	15.8	26.6
REIT 株式時価総額 / GDP	0.17	0.97	2.23	4.39
変 化	0.1 0.21	0.21 1.35	1.4 2.16	2.6 5.85
消費者信用残高 / 家計可処分所得	19.4	21.1	24.7	25.1

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.14.; SIFMA, US Corporate Bond Issuance; FRB, *Financial Accounts of the United States*; Nareit, *REIT Market Data*

うに、ポスト・リーマン期においてはそれ以前と比べて急激に増大している。また、国内で相対的に高い利回りが期待できる REIT に対する投資が大きく拡大し、REIT 株価は大きく上昇した。図表15に示されているように、REIT 株式時価総額の GDP に対する比率は、ポスト・リーマン期において急激に上昇している。これらもポスト・リーマン期における米国の超低金利が及ぼした影響の1つではある。

家計への超低金利の影響に関して、家計可処分所得に対する消費者信用残高の割合は、図表15に示されているように、2000年代に入って大きく上昇し、金融危機後に収縮することなくさらに高まっている。金融危機以前の2000年代においては、熱狂的な住宅ブームの中で消費者信用による家計消費が爆発的に拡大したが、住宅ブームが崩壊したポスト・リーマンにおいて消費者信用残高の割合は、住宅ローン債務の動きとは異なり、急収縮するどころか、さらに高まっている。これも、超低金利の影響と考えることができよう。

また、株価に対する低金利の影響もかなり大きなものがあると考えられる。これについては、後のポスト・リーマンにおける高株価を論じる第5節で取り上げたいと思う。超低金利が高株価を支え、株高のもたらす資産効果がポスト・リーマンの堅調な消費需要の背景にあると考えられる。

4. 低インフレ

ポスト・リーマンの実体経済面の大きな特徴の1つは、低インフレである。インフレ率を巡る状況を示したのが、図表16である。インフレ率自体は、1980年代以降傾向的に低下してきているが、ポスト・リーマンにおいてはその傾向がさらに進んだ。インフレ率の動向の背後に存在する失業率の動きは、2011 17年の期間の平均で見ると、世界金融危機後の失業率が極めて高い水準にあったことから、かなり高い水準にあるが、時間を追って失業率は急速に低下して

図表16 インフレ率、失業率と賃金上昇率

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
インフレ率	3.63	2.64	2.67	1.69
インフレ率変化：最低水準 最高水準	1.91 (86年) 5.14 (90年)	1.52 (98年) 3.26 (00年)	1.57 (02年) 3.67 (08年)	0.12 (15年) 2.09 (17年)
失業率	6.89	5.39	5.27	6.43
失業率変化：最高水準 最低水準	9.71 (82年) 5.25 (89年)	7.49 (92年) 3.97 (00年)	5.99 (03年) 4.61 (06年)	9.61 (10年) 4.35 (17年)
時間賃金上昇率	3.76	3.14	2.69	2.27
時間賃金上昇率変化：最低水準 最高水準	2.82 (86年) 4.35 (87年)	1.78 (94年) 4.73 (99年)	1.38 (04年) 5.09 (06年)	0.48 (10年) 4.5 (17年)

(出所) Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index; Labor Force Statistics Unemployment, Earnings

おり、直近では過去の循環のピーク時に匹敵する低い水準まで低下してきている¹⁷⁾。それにもかかわらず、インフレ率は高まってきていない。このことが、第3節で述べたポスト・リーマンの超低金利の1つの大きな背景となっている。こうした低インフレがどうしてなのかは現状では必ずしも明らかではない。危機の影響の大きさが尾を引いた一時的なものなのか、それとも長期的・構造的な変化を反映するものなのか、それを見極めるのは現状では難しい。

インフレ率の動向を左右するもう1つの重要な要因が、賃金の動きである。時間賃金上昇率はポスト・リーマン期において低い水準に留まり、低インフレにつながっていた。ただし、直近では過去の循環のピーク時に匹敵する水準まで上昇してきている。こうした直近の賃金上昇がインフレ率を押し上げることが考えられるが、そうしたこれまでの景気循環と同じパターンが繰り返されるのかどうかは、ポスト・リーマンの米国経済の構造を考える上で重要な問題であろう。景気循環に伴うピークから下降局面への転換を、図表16に示されているインフレ率(最高水準)、失業率(最低水準)、賃金上昇率(最高水準)で考えると、局面転換のタイミングの順序は、賃金上昇率 失業率 インフレ率、とすべての期間で同じである。今後の次のピーク・下降局面への転換でも上記変数の局面転換の順序が同じと考えるなら、賃金上昇率の上昇は2017年現在まだ続いていることから、インフレ率のピークはもっと後になり、インフレ率はもっと高い水準まで高まることが予想される。すると、政策金利や長期金利ももっと高い水準まで高くなるだろう。問題は、そうした高い金利に資産価格や実体経済がどこまで耐えら

17) 図表16によれば、失業率の最高水準は2002 07年期でかなり低くて、2011 17年期で極めて高い。失業解消による雇用拡大の余地が前者では小さく、後者では大きい。このことが、図表2で見た生産年齢就業率上昇率が、従って労働供給増加率が2002 07年期で小さく、2011 17年期で大きいことの1つの要因かも知れない。

れるかである¹⁸⁾。

5. 株 高

(1) 株 高

ポスト・リーマンの金融面の特徴の1つは株高である。それを見たのが、図表17であり、ここではGDPに対する株式時価総額の比率が、各時期区分の平均とその期間中の変化が示されている。GDP比の株式時価総額は、傾向的に増大してきているが、ポスト・リーマンにおける増大は、ニューエコノミーが喧伝され一大株式ブームが生じた1990年代に並んで、極めて大きい。家計保有資産の重要な項目である不動産の大きさは、GDP比の平均水準で見ると、ポスト・リーマン期の水準は特に大きいというものではない。しかしながら、2011-17年の間の増大率は極めて大きい¹⁹⁾。株式の面でも、不動産の面でも、家計の保有資産価値は、ポスト・リーマン期において大きく拡大しており、資産効果を通じて需要面から経済を大きく支えることになったと考えられる。

図表17 ポスト・リーマンの株高

(単位：%)

	1983-89年	1992-2000年	2002-07年	2011-17年
株式時価総額 / GDP	50.6	112.3	119.7	133.9
株式時価総額 / GDP : 変化	46.1 56.9	72.5 155.3	110 129.4	105.4 156.2
家計保有不動産 / GDP	192.4	171.4	231.7	188.8
家計保有不動産 / GDP : 変化	196.7 194.5	182.2 185.7	194.8 226	171.3 205.6

(注) 家計保有不動産の数値には、非金融非法人ビジネスによる保有不動産も含まれている。非金融非法人ビジネス保有不動産には個人の投資目的不動産も含まれているからである。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

18) 景気循環に伴うボトムから拡大局面への転換を、図表16に示されているインフレ率(最低水準)、失業率(最高水準)、賃金上昇率(最低水準)で考えると、局面転換のタイミングの順序は、1980年代、90年代、2011-17年期では、失業率 賃金上昇率 インフレ率、と同じであるのに対して、2002-07年期だけは、インフレ率 失業率 賃金上昇率、と異例の順序になっている。2002-07年期の失業率、賃金上昇率の変化の遅れは、jobless recovery であったことと対応していると思われる。

19) 2002-07年期の家計保有不動産/GDPは、2005年に254.3%というピークに達し、その後低下している。

(2) キャピタルゲインの形成

さらに株式に関しては、キャピタルゲインの形成という側面から、ポスト・リーマンにおける株価の動きの特徴を見ていこう。株式キャピタルゲインに対して、どのような要因がそれに貢献しているかを分析する。次の関係式を利用して、キャピタルゲインへの貢献要因を整理しよう。

株式キャピタルゲイン = 株式時価総額 - 株式の純発行 - 前期の株式時価総額

株式時価総額 = 企業純資産 × 株価純資産倍率 PBR

株式の純発行 = 株式の新規発行 - 自社株買い

企業純資産増加 = 企業保有資産の価値変動による増加 + 内部留保 + 株式の純発行

企業純資産 = 株主資本 より

株価純資産倍率 PBR = 株価収益率 PER × 株主資本利益率 ROE

こうした関係を使って、キャピタルゲインをその発生に貢献する要因（インフレ効果、企業保有資産実質価値上昇、内部留保、ROE 上昇効果、PER 上昇効果）に分解することができる。ここではデータ入手の関係から、非金融企業の株式キャピタルゲインについてのみ分析する。上記の関係式を使ってそれぞれの要因によるキャピタルゲインへの貢献の大きさを計算し、その大きさの株式時価総額に対する比率を各年について算出した。それぞれの期間の各年の算術平均を取ると、図表18のようになる²⁰⁾。

2000年代の金融危機前後の違いに着目すると、危機以前には株式キャピタルゲインに対してROEの上昇が大きく貢献し、PERは低下してキャピタルゲインを減少させる方向に作用していたものが、ポスト・リーマンにおいてはそれらが逆方向に転換し、ROEが若干低下気味であるのに対して、PERが大きく上昇してキャピタルゲインを増大させている。2002-07年期の

図表18 株式キャピタルゲインの貢献要因：年当り

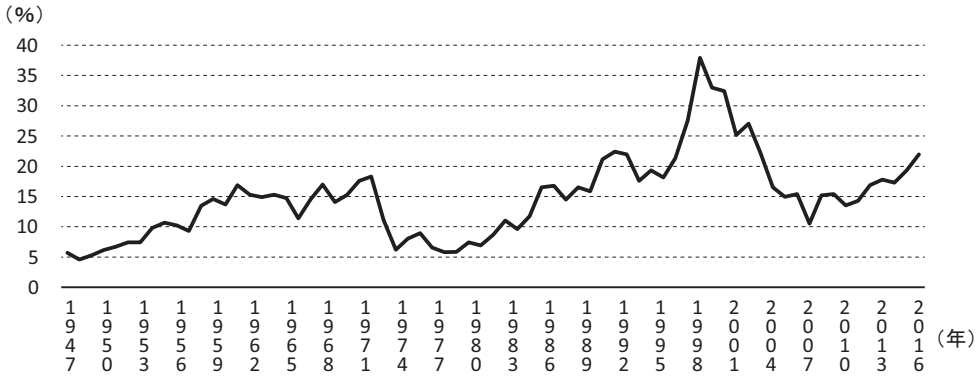
(単位：%)

	1983-89年	1992-2000年	2002-07年	2011-17年
名目キャピタルゲイン率	16.7	15	9.8	12.8
インフレ効果	4.1	3	2.5	1.6
内部留保（自社株買い控除）	0.1	1.4	0.8	1
企業資産実質価値増大	0.5	4	5.8	3.8
ROE（株主資本利益率）上昇効果	0.4	1.2	13.5	-3.1
PER（株価収益率）上昇効果	12	7.1	-11.2	7.2

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

20) 戦後からの株式キャピタルゲインの長期的動向に関しては、北原（2008）を参照。

図表19 PER (株価収益率) 推移



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

ROE 上昇は、第 2 節で議論した企業利潤率の高まりと符合している。また、1990年代以降に共通する特徴としては、インフレの影響を超えた企業資産実質価値増大の効果が大きいことが挙げられる。これは、企業保有の不動産価値上昇を反映する部分が多い。ポスト・リーマン期の PER の上昇は、危機後の量的緩和・大規模資産購入政策による資金供給と金利の押し下げによって始まった超低金利が、経済が安定化してくる中でも基本的に続いていることが影響しており、低金利によって支えられていると考えられる。こうした PER 上昇を中心軸とする株式キャピタルゲインの増大が、ポスト・リーマン期の消費主導型経済成長を支える柱になっている。PER 上昇によるキャピタルゲイン増大は、1980年代や90年代にも見られる。80年代の動きに関しては、1970年代末から80年代初頭にかけての高インフレ・高金利が80年代には沈静化して金利水準が大きく低下してきたことが、90年代の PER 上昇については、ニューエコノミー論に見られる将来の成長期待の高まりが関係していると思われる。

(3) 株式市場の需給

次に、株式市場の需給の状況という観点からポスト・リーマン期の株式を考察しよう。株式市場の需給状況を部門別の供給と需要（買い越し・売り越し）という形で整理したのが、図表20である。部門別の新規供給と買い越し・売り越し額の株式時価総額に対する比率で示している。

1980年代以降の米国株式市場の売買の基本構造は、新株発行と家計の売り越しという供給側に対して、需要側は機関投資家と企業の自社株買いという形になっている。しかも、供給側の家計の売り越しと需要側の企業の自社株買いが大きいことに特徴がある。ポスト・リーマンにおける特徴は、Mutual Funds や海外投資家からの株式需要が大きく減退し、年金は売り越しが大幅に拡大する中で、自社株買いが株式の需要を大きく支えているということである。株式需給面からは企業の自社株買いが株価の圧倒的に強力な支えになっている。高利潤・低投資

図表20 株式の需給と資金フロー：時価総額比

(単位：%)

	1983 89年	1992 2000年	2002 07年	2011 17年
供給側				
米企業の新株発行	2.13	1.14	0.71	0.51
ETF, REIT の新株発行	0.26	0.23	0.56	0.88
海外株	0.14	0.67	0.6	0.53
需要側				
自社株買い	4.85	1.59	1.86	2.05
家計	- 4.2	- 0.99	- 1.63	- 0.31
年金	0.82	- 0.28	- 0.15	- 0.52
Mutual Funds	0.4	1.46	0.74	0.04
ETF	0	0.02	0.29	0.55
海外投資家	0.25	0.11	0.46	0.03

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*

による企業の余剰資金が自社株買いに回ることにより、株式に対する需要が支えられ、高株価が維持されている。また、株式需給面でのポスト・リーマンにおけるもう1つの特徴は、家計の売り越しが大きく低下していることである。

6. 適温経済と米国経済の今後

ポスト・リーマンの経済状況は適温経済と呼ばれたりする。適温経済とは、景気がなだらかであるが回復局面が続き、企業収益が拡大し、失業率が徐々に低下し、失業率の低下にもかかわらずインフレ率が高まることがなく、それ故、政策金利を含め金利が低い水準に留まり、企業収益拡大・低金利の下で株価が上昇し、慎重な金融政策運営の下で株価のボラティリティが低下しており（適温相場）、投資家が安心して投資できる経済状態のことである。投資の低迷は、適温経済においては、マイナス要因というより、経済が過熱にまで至るのを防ぎ、従って金利の上昇を抑えるという意味でむしろプラスの要因である。本論文でこれまで見てきたポスト・リーマンの米国経済の状況は、適温経済という形で捉えることもできる。

こうした適温経済は、どこまで持続可能なものであろうか。失業率が、図表16に見られるように、ほぼ従来の景気ピーク時まで低下している状況の下で、低インフレ・低金利がどこまで続くのであろうか。第4節で議論したように、賃金上昇率の上昇が続いている中で、インフレ率はさらに高まらざるをえないであろう。インフレ率の高まりは、政策金利や長期金利の上昇をもたらすことになる。金利上昇は、消費者信用や低格付け企業の資金調達に悪影響を

及ぼすだろうし、経済心理を支える柱である株価に影響を及ぼし、逆資産効果をもたらすことにもなりかねない。これまでの適温経済の持続は、世界金融危機後の失業率が極端に高かったため、失業率の低下持続期間が長かったことによる部分が大きいように思われる。しかし、現状では適温経済は転換を迫られている。どのように転換するのか。1つの見方は、投資が回復し、第1節で取り上げた技術楽観主義の見方に沿った生産性上昇が顕在化し、こうした要因により高い金利のもたらすマイナスの影響が克服され、適温経済から脱却して、より力強い経済拡大に転換するという見方である。別の見方は、金利上昇により過去の景気循環に見られたのと同様の景気の下方向転換が生じ、適温経済は終止符を打ち、適温経済が長期的な経済成長・生産性上昇の低下傾向の中での景気回復局面の姿であったことが明らかになるという見方である。

前者の楽観的見方を支持する材料は、現状ではあまりないように思われる。企業の利潤率ROAも、図表10に示されているように2013年がピークで直近では若干低下している²¹⁾。図表12で示されているように成長期待は低下を続けている。生産性上昇率の動きに関しても、第1節で議論したように、1990年代では労働需要拡大型生産性上昇が実現していたものが、2000年代には労働需要削減型生産性上昇に転化している。1990年代がプロダクト・イノベーション的性格が強い需要創出型イノベーションによる生産性上昇であるのに対して、2000年代ではプロセス・イノベーション的性格が強いプロセス効率化型・中抜き型イノベーションによる生産性上昇に、イノベーションの性格が変わってきたと思われる。その流れの延長上で、ポスト・リーマン期においては、投資が大きく低迷し、プロセス効率化型・中抜き型生産性上昇も推進力を失い、生産性は極端に停滞している。ポスト・リーマン期における雇用の拡大と資本装備率の低下(図表2)は、経済成長が労働投入型・労働集約的なものに変化してきていることを示している。期待成長低下の下で、事業拡大は資本拡大より雇用拡大に依存するものになってきていると思われる。しかしながら、生産年齢人口比率の今後の低下を考えると、労働投入型・労働集約型経済成長の天井はかなり低い。このように、これまでの米国経済の歴史的展開を整理すると、今後の投資・生産性上昇率の回復やそれらによる力強い経済拡大を期待するのは容易ではないと思われる。生産性上昇率低迷下の労働投入型・労働集約型成長という状況における、インフレ率上昇・金利上昇は、経済停滞下のインフレというスタグフレーション的状態をもたらす可能性もあると思われる。

21) 図表5の枠組みで考えると、2013-17年の間、産出・資本比率は低下し、利潤/純付加価値も低下し、その結果、利潤率が低下しているという状況である。

参考文献

- 北原徹 (2008) 「アメリカにおける家計の資産保有増大とキャピタルゲイン」『立教経済学研究』第62巻第2号
- 北原徹 (2016) 「ポスト・リーマンの米国銀行・投資銀行」『立教経済学研究』第70巻第2号
- 北原徹 (2017) 「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻第2号
- 北原徹 (2018) 「ポスト・リーマンの米欧日銀行の収益構造変化」『経済志林』(法政大学)第85巻第3号
- Aoki, Masanao and Hiroshi Yoshikawa (2007) *Reconstructing Macroeconomics*, Cambridge University Press
- Boyer, Robert (2000) Is a finance led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society* Vol. 29 No. 1 February
- Brynjolfsson, Eric and Andrew McAfee (2014) *The Second Machine Age*, Norton
- Gordon, Robert J. (2016) *The Rise and Fall of American Growth*, Princeton University Press
- Kharroubi, Enisse and Emanuel Kohlscheen (2017) Consumption led expansions, *BIS Quarterly Review*. March
- McKinsey Global Institute (2018), *Solving the Productivity Puzzle: the Role of Demand and the Promise of Digitization*
- Rachel, Lukasz & Thomas D Smith (2015) Secular divers of the global real interest rate, Bank of England, Staff Working Paper No. 571
- Smithers, Andrew (2013) *The Road to Recovery*, Wiley