

# 新大統領と米国経済の将来

## ～進化し続ける米国資本主義と課題～



武者リサーチ 代表

武者 陵司

### はじめに

世界最大のイベントである米大統領選挙は共和党トランプ氏の圧勝となった。しかし米国政治社会をニュースの見出しだけで辿ると、今にも分裂しそうな趨勢を感じる。特に歴史問題、移民、環境など社会問題では極端な溝があり、米国の世界覇権は風前の灯火に見えてくる。米国国内の分断と衰弱、これこそが米国覇権に挑戦する中露北朝鮮イラン等専制国家の（希望的）観測である。

だが鍵となる経済に目を移すと米国経済は世界最強、ハイテク・デジタル分野は独り勝

ち、金融でも圧倒的で、株式市場世界シェアは50%を誇る。先進国では最も高い経済成長率が続いており米国は史上最強ともいえる経済繁栄を謳歌している。今後この米国経済繁栄を支えるエコシステム（有機的体系）が維持強化されるのか、あるいは衰弱化するのだろうか。

そうした問題意識から米国経済の現状と大統領選挙後の展望を考えてみたい。筆者の結論は米国の強い経済が、米覇権の再度の強化をもたらし、専制国家の願望は崩れるというものである。

社会的分断・対立という米国の今の困難は、克服には時間がかかるだろうが、資本主義の進化に伴う成長痛のようなものと考えられるのではないだろうか。

### 〈目次〉

はじめに

1. 絶好調の米国経済
  2. 米国資本主義の進化
- おわりに

## ■ 1. 絶好調の米国経済

### (1) 好調な米国経済、利上げが全くブレーキにはならなかった

米国経済は絶好調、全く死角が見えない。歴史的コロナパンデミックにも大幅な利上げにも耐え、ウクライナ戦争、中東での戦争にも乱されなかった。

2024年3QGDPは2.8%、年間でも2.8~3%と主要先進国の中で突出した伸びになっている。2022年初から1年半で合計5.25%という乱暴ともいえる利上げが実施され、リセッションは避けられないとの見方が圧倒的であったが、悲観論はことごとく外れた。IMFは2023年の見通しを1.0%から2.9%に、2024年の見通しを1.0%から2.8%へと大きく修正している。

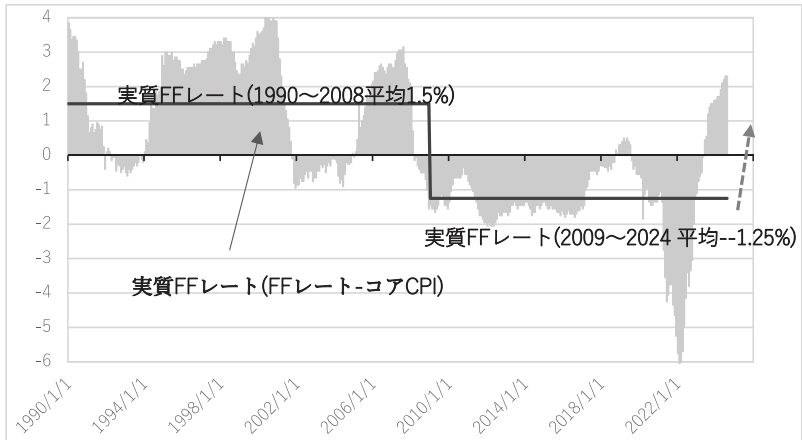
最大の懸念であったインフレは大きく鎮静化した。CPIは2022年6月に9.1%と40年ぶりの高さまで上昇したが2024年10月には2.4%とコロナパンデミック以前の水準に戻った。インフレの原因はウクライナ戦争によるエネルギー価格の上昇とサプライチェーンの遮断という供給サイドにあった。よって供給制約が解消されたことで、物価の2%の政策ターゲットが視野に入った。その限りにおいてインフレは一過性であるとのFRBパウエル議長当初の評価は間違っていない。ただこの急激な物価上昇は直ちに生活コストを引き上げるので生活防衛の賃上げが起きる。

インフレスライドの年金も2023年には支給額が8.7%引き上げられた。これらが定着すると2次的インフレの悪循環を引き起こす恐れがある。大幅な利上げは、賃金インフレの悪循環を断ったという意味で、効果があった。ロシアによるウクライナ侵略直後の2022年3月には前年比5.9%迄上昇した平均時給は2024年9月には4.0%まで低下し、生産性上昇を加味した非農業部門の単位労働コスト(雇用コスト上昇率-生産性上昇率)は22年2Qのピーク前年比7.5%から2024年2Qには前年比1.5%へと顕著に低下した。

### (2) 利上げが効かない事情、中立金利の上昇

何故利上げが総需要を抑制するブレーキとしてあまり効果がなかったのだろうか。利上げが総需要の抑制につながる経路(transmission channel)は、①銀行の企業融資抑制、②銀行の住宅等個人融資抑制、③ファンド・投機家の資金コストの上昇→資産価格の下落、である。①は今や企業の銀行借入れ依存は著しく低下しており機能しなかった。②に関しては、住宅需給ひっ迫による家賃と住宅価格上昇により、借入れコストの上昇は一定程度相殺された。最も懸念された③がほとんど打撃を受けなかった。利上げのマイナスを投資家のアニマルスピリットの高まりで、カバーされたのである。資金コストが上昇しても、人々がより強気になれば、リスクプレミアムを引き下げての投資意欲維持

(図表 1) 実質FFレートの推移



(出所) 武者リサーチ、ブルームバーグ

(図表 2) 米国の株式リスクプレミアム (≒益回り-国債利回り) と株式フェアバリュー推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

が可能であり、資産価格は上昇し得る。この③こそが、利上げの下でも資産価格上昇が維持され、総需要が支えられ続けた主因であった。もし利上げをしていなければ、資産価格上昇と景気過熱、インフレは大きく高進していたはずである。

この事情は自然利子率（実質中立金利）の急激な変化を通して観測できる。インフレを抑制しつつ最大雇用を実現できる成長率が潜在成長率である。この潜在成長率を実現できる最適レートを自然利子率といい、FRBはそれを目指して金利水準を誘導していく。

自然利子率の目安となる実質FFレートの1990年以降の推移を図表1により振り返ると、2008年のリーマンショックを境に、大きくレベルが変わっていることが分かる。1990年から2008年までの228か月の平均実質FFレートは1.5%であった。しかし2009年以降2024年8月までの188か月の平均は-1.25%と大きく低下して推移してきた。リーマンショックを境に中立金利のレベルが劇的に変化したのである。リスクテイクに懲りた人々が低金利に全く反応しなくなったと解釈できる。しかし10数年を経て状況は劇的に変化し、再び実質FFレートが大きくプラスになっている。人々が過度に強気になり資産バブルと景気過熱の恐れが高まれば、金利水準を大きく引き上げブレーキをかける必要が出てくる。こうして自然利子率つまり中央銀行が目指すべき金利のターゲットは大きく高まってきたと推察できる。それはこの間株式リスクプレ

ミアムが急低下したこと（=バリュエーションが大きく高まった）ことに如実に表れている。図表2に示した株式リスクプレミアムと上述の実質FFレートと大きな相関があることが、分かる。

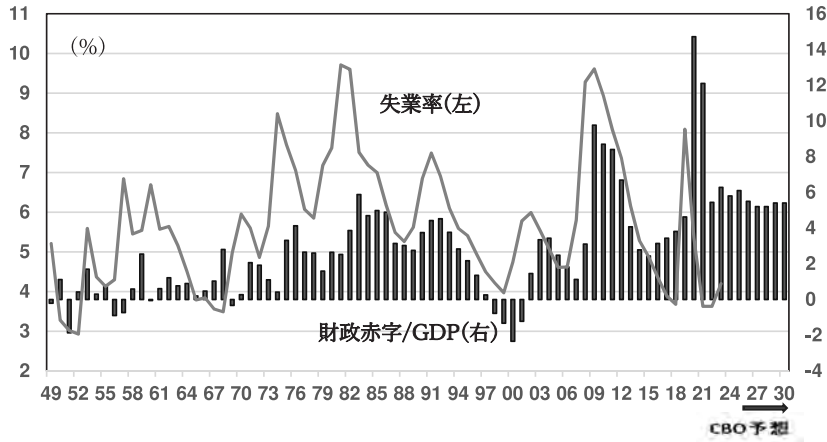
### (3) 人々を強気にしているもの①産業革命、②財政の寄与、③預金の保護

ここにきて人々が強気バイアスを強めている要因として、①AI、Net等のテクノロジー革命、②財政支出の増大、③預金保護など政策的リスクテイク支援、の3点が指摘できる。

第一のAI・Net等のテクノロジー革命についてみていく。インターネットやAI、ロボットなど、サイバーの分野で歴史的技術変革が起きている。新技術による労働代替を加速し、一段と生産性を高め、企業収益を押し上げている。GAFAMの10~20%の増益は続いているのに、株式PERは30倍台と割高感はなくなっている。雇用拡大が全産業で続いている中で、情報産業だけ雇用が減少していること（図表5）は、ハイテクでビジネスモデルが進化していることを物語る。資金力のあるGAFAMなどのプラットフォーマーは巨額のデータセンター投資を推進している。

米国の好調な経済を支え、人々を強気にしている第二の要因は財政である。2017年のトランプ減税、コロナ対策のAmerican Rescue Plan Act（1.9兆ドル、2021年）、Chip-S法、IRAによる産業政策等により、財政支出が恒常的に対GDP比5%を超えるなど、財政赤

(図表3) 米国財政赤字(対GDP)と失業率推移



(出所) ブルームバーグ、米議会予算局(CBO)、武者リサーチ

字を所与とする経済が定着している。図表3は戦後の失業率と財政赤字(対GDP比)の推移であるが、コロナパンデミック以降、両者の相関が全くなくなっていることが指摘される。かつては、財政赤字は失業率が高まった時に、需要創造手段として繰り出されたために両者はほぼ完全に連動していた。しかし2021年以降完全雇用状態が続いているのに、財政赤字が減る気配は全くない。議会予算局(CBO)は対GDP比5~6%の主要国最高水準の財政赤字が2034年まで定着すると予想している。メディケアなど高齢者向け支出の増大や、Chips法、IRAなどの産業支援、GX/DX対策などが目白押しで、大きな政府が定着しそうである。

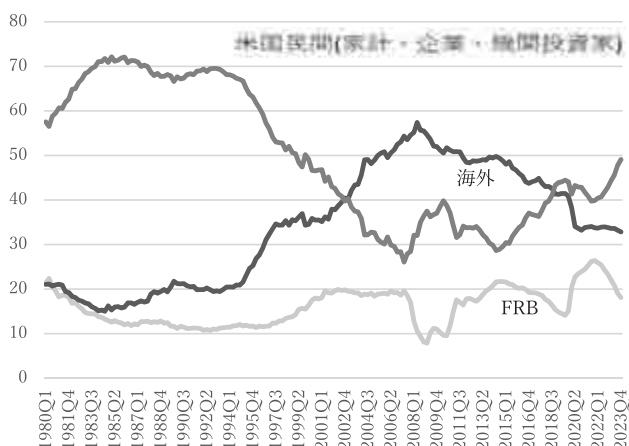
人々を強気にした第三の要因、預金の保護についても指摘しておく必要がある。投資家をリスクテイクに一気に押し出した転機は

2023年3月のSVB(シリコンバレー・バンク)の取り付けであった。SVBは、スマホ等によるインターネット経由の預金引き出しが、2日間で預金総額の80%の巨額に達し破綻した。財務長官J・イエレン氏は銀行預金の無制限保護を法に違反して打ち出し、市場不安を抑えた。預金保護がルール通り厳格に行われたとすれば、連鎖破綻と資産価格の暴落が引き起こされかねない事態であった。しかしこのルール違反の預金保護はセーフティネットの存在を確信させ、かえってリスクテイク意欲を促し、利上げの影響を打ち消し続けたといえる。

#### (4) リスクは金利上昇

以上の人々をリスクテイクに駆り立てている要因は、基本的に正当なものである。よって当面のリスクテイクは報われると思われ

(図表4) 米国国債主体別保有比率推移



(出所) FRB、武者リサーチ

る。しかし金利急騰のリスクには要注意。株式、住宅価格とも金利が急騰すれば直ちにバブル化し、資産価格急落のリスクを高める。

ただ米国金利がなかなか上がらないという、good newsがある。①大幅な利上げ、②QT（量的引き締め）によっても、③財政赤字大幅増、④対外赤字の大幅な赤字、等にもかかわらず米国長期金利5%という固い天井が破られない。

その理由の第一は潤沢な米国国内貯蓄によって国内投資家による国債投資が旺盛なことがある。図表4に見るように、これまでの買い手であったFRBと海外が売りに回る中で、米国民間の投資が急増している。企業の貯蓄の増加に加えて、資産価格の大幅な上昇によって潤った資金の一部が高金利となった米国債にシフトしている。第二の理由は、FRBに対する信任、米ドル信認が維持されている

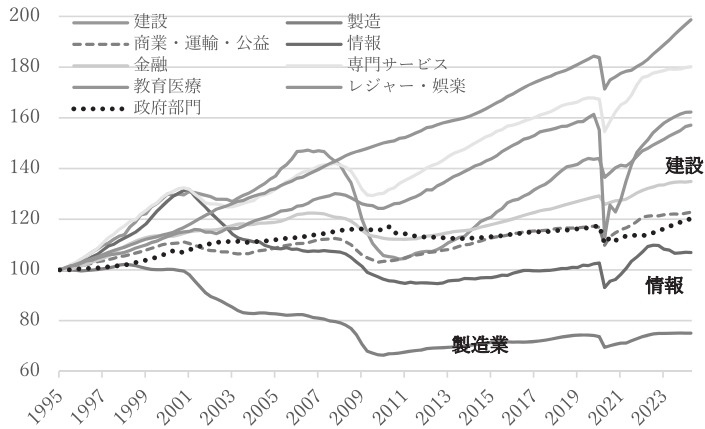
ことである。パンデミックとその後の利上げを経済後退をほとんど招くことなく乗り切ったまるで軽業師のようなFRBの手腕は市場に絶大な信頼感をもたらしている。

またBRICSの台頭、人民元決済比率の高まり等はあるが、金融市場においてはドルと米中銀に対する信任は極めて厚い。米経済・ハイテク競争力、米政策と制度の透明性、合理性への信認がある。FRBの失策がない限り、近い将来の米金利急騰は回避できるだろう。

## ■ 2. 米国資本主義の進化

米国経済は大きな構造変化を起こしている。この変化に政策と投資がかみ合っていることが、市場の繁栄をもたらしている。以下①雇用のシフト、産業構造の高度化、②金融の進化、③グローバル経済の内在化、④政策

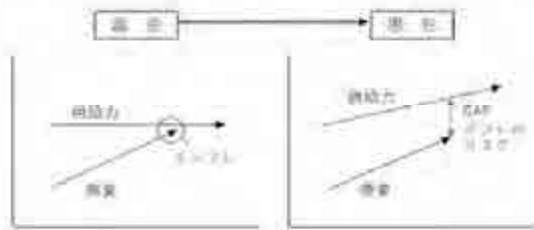
(図表 5) 米産業別雇用数推移 (1995=100)



(出所) 米商務省、武者リサーチ

(図表 6) 新産業革命は供給力を高め需要不足を構造化する

新産業革命 = 生産性・供給力上昇がデフレと低金利の根本原因



(出所) 武者リサーチ

⇒技術進化、生産性上昇はいつの時代でもデフレ要因

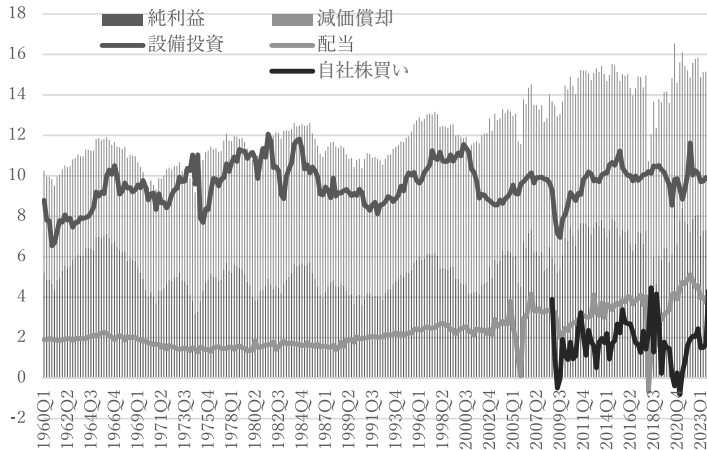
シフト、の順に構造変化を見ていこう。

### (1) 雇用のシフト、産業構造の高度化

過去50年の間に米国の価値創造のパターンが大きく転換し、産業・雇用構造の大変化を引き起こしている。それをもたらしているものはテクノロジーの進歩と国際分業の進展に

よる中間層の消失である。かつての中間層を支えた製造業はグローバル化によって劇的に海外への供給依存を強め雇用が減少した。50年前の1970年代まで米国は衣料、玩具等の軽工業から鉄鋼、造船、化学などの重工業、電気、通信、半導体などのエレクトロニクス産業、機械、自動車産業等全ての製造

(図表7) 企業（非金融）のキャッシュフローの対GDP推移



(出所) FRB、武者リサーチ

業分野で世界最大の規模を擁していた。米国の製造業製品（財）の輸入依存度は1割に過ぎなかったが、今では8～9割を輸入に頼るようになり、圧倒的に雇用が失われた（図表11）。それを埋めた新規雇用は高賃金のビジネスサービス、金融、情報通信産業と、スキル度が低く相対的低賃金の個人サービス、外食、娯楽、医療・介護など多様で格差がある産業群であった（図表5）。その結果労働分配率が60%弱から50%弱へと低下し、賃金上昇にもブレーキがかかり、家計は収入の多くを賃金ではなく社会保険や公的扶助と株式など資産所得に依存するようになった。それは資産保有者と持たざる者の格差を拡大させることとなった。

他方で米国はAIインターネット革命で世界をリードし、企業は高収益を謳歌し、海外からはデジタル収益の増加もあり経常収支赤

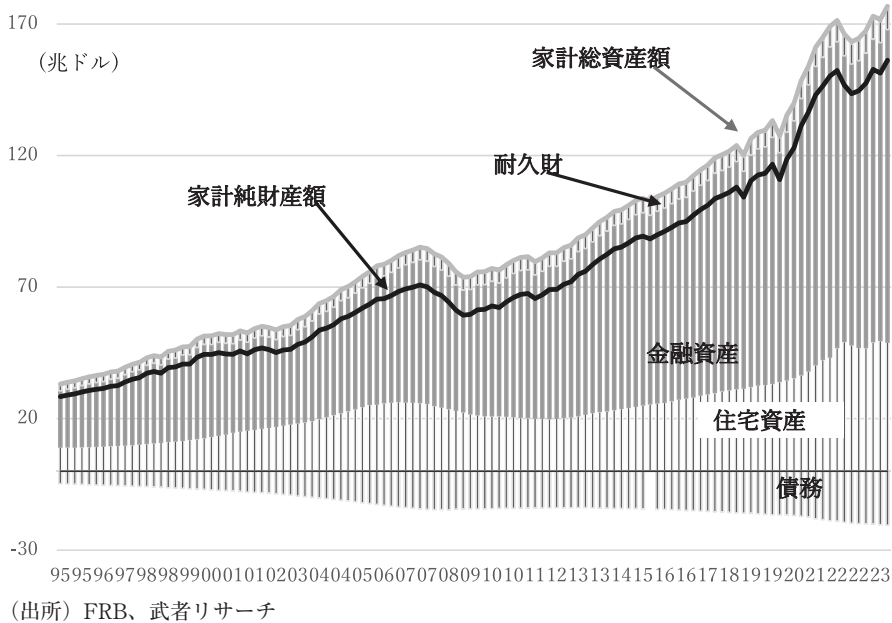
字が改善し始めた。しかしデジタル分野は新規雇用創出力が弱く、企業には自分だけでは使い切れない所得が蓄積されている。この状態が放置されれば技術の発展が雇用を奪い、格差の拡大と社会分断を決定的にするという危険と隣り合わせの状況にある。

このハイテク企業群の隆盛の背景には、既得権益が擁護されず、規制緩和によって旺盛な新陳代謝が続いていることがある。ATTの分割、インターネット、衛星ビジネス官業の民業移管、インテルの等かつての覇者の凋落がある。これは米国の建国以来のDNAに根差すものであろう。

バイデン政権はChips法、IRAにより製造業の復活を企図する。トランプ政権もまた関税引き上げなどで製造業の復活を目指す、それは困難。(①エコシステムの基盤喪失、②労働集約的分野は競争力喪失➡関税・ドル



(図表 8) 米国家計資産・債務・純資産推移



安は消費者コスト高に、③フレンドショアリングは同志国連携で)。米国は製造業の生産を海外に依存したことで、国内での新規ハイテク産業、知的資産産業、人々の生活を豊かにするサービス産業が勃興、米国にとって空洞化は良かったといえる。そもそも技術の発展により伝統的産業は無人化し、産業の相対的規模を低下させていく。農業の地盤沈下が新たな産業の揺籃器になったように、製造業の喪失が新産業をもたらす。

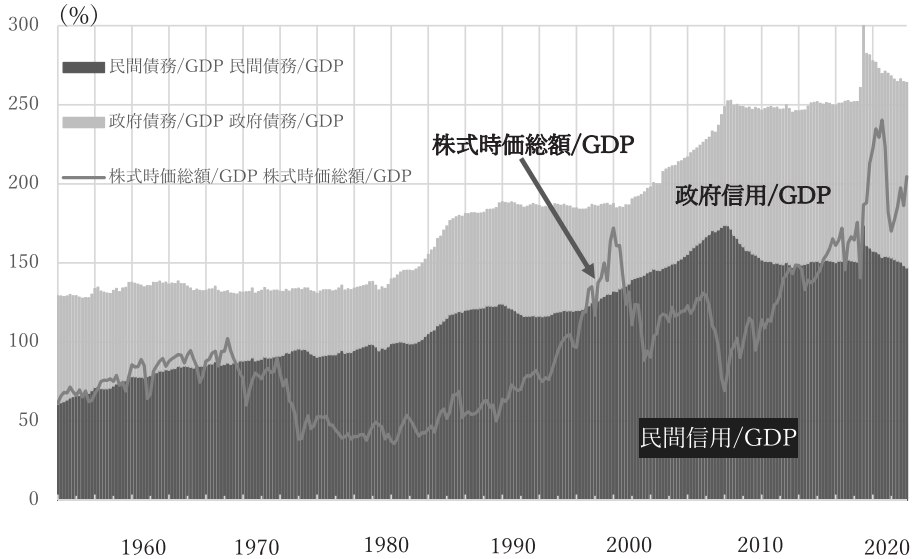
## (2) 金融の進化

過去50年間に金融も大きく変化した。起点は企業利潤の増加と企業の投資超過から貯蓄超過への転換である。その結果マネーフロー

が大変化した。かつてマネーフローの主流は、貯蓄余剰主体の家計から銀行への預金、銀行からの貸付を通して投資超過の企業に流れるというものであったが、このメインストリームは著しく細くなった。50年前には企業の資金調達に5割弱を占めていた銀行借入れは1割台へと急減した。企業は潤沢な利益によって自己金融力を著しく高めたうえ、資金調達も債券市場を通して行う直接金融にシフトした。家計の貯蓄手段も銀行預金から、IRA（個人退職勘定）などを通して投信や株式などにシフトした。家計金融資産に占める銀行預金の割合も1970年の35%から2023年には17%へと低下した。

図表7は企業（非金融）のキャッシュフロー

(図表 9) 米国における信用創造 (信用残高/GDP) の推移



(出所) ERB、ブルームバーグ、武者リサーチ

一の対GDP推移であるが、1960~90年代まで11%前後で推移していた内部資金（利益+減価償却費）が14%以上へと跳ね上がり、設備投資を控除した後もなお巨額の資金余剰を抱えていることが分かる。この資金余剰が配当金と自社株買いとして流出し続けている。企業部門（非金融）の配当支払い額は、1980年代の対GDP比2%から2021年以降対GDP比4%へと大きく水準を高めた。更に自社株買いとして2009年以降15年間の平均でGDP比1.8%の資金が流出している。

この配当、自社株買いという資金フローは、資産所得の増加、及び自社株買いによる株価上昇となって家計を大きく潤している。過去50年間の家計所得の構成比が大きく変化した。賃金の比率が60%から50%へと10ポイン

ト低下し、それを資産所得の増加でカバーしていることが分かる。米国家計の現金収入は1970年には賃金80%、資産所得20%であったが2022年には賃金73%、資産所得27%へと変化した。

また自社株買いはリーマンショック以降最大の買い手となり米国株高をけん引した。図表8に見るように、米国家計の金融資産は、株価を主体とした資産価格の上昇によって大きく高まり消費増加、景気拡大の牽引車となっている。株式を中心とする資産価格上昇によって、純資産額はリーマンショック直後2009年1Qの59兆ドルから2023年末には156兆ドルへと97兆ドル急増した。それはGDPの3.6倍に相当する膨大なものであり、米国の堅調な消費拡大の推進力になっている。

この事情はマクロ経済政策の軸を大きく変化させる。以前は政策による総需要コントロールは金利による銀行貸し出しの調節が中心であったが今やそのルートは著しく細くなった。図表9は過去70年間の米国における信用創造（信用残高/GDP）の推移を見たものであるが、2008年のリーマンショックまで続いた民間の債務信用拡大の時代は終わり、政府信用増加も限定的で、この14年間は株式時価総額が対GDP比69%から240%まで拡大することで、株式一極けん引の需要創造が進行してきたことが明らかである。この株式信用増加（=株価上昇）は、企業の儲けがほぼ80%株式市場に還元されるというマネーフローが定着したことによって正当化されている。銀行の先に借り手はいないので、銀行融資をコントロールすることで総需要を制御するというかつての中銀の金融調節は威力を失った。代わって資産価格が総需要に影響を及ぼす時代となり、FRBはその手段としてQEを導入したのである。

FRBによる総需要コントロールにおいて株式などの資産価格が必須な今の米国経済は、株式資本主義時代といえる。

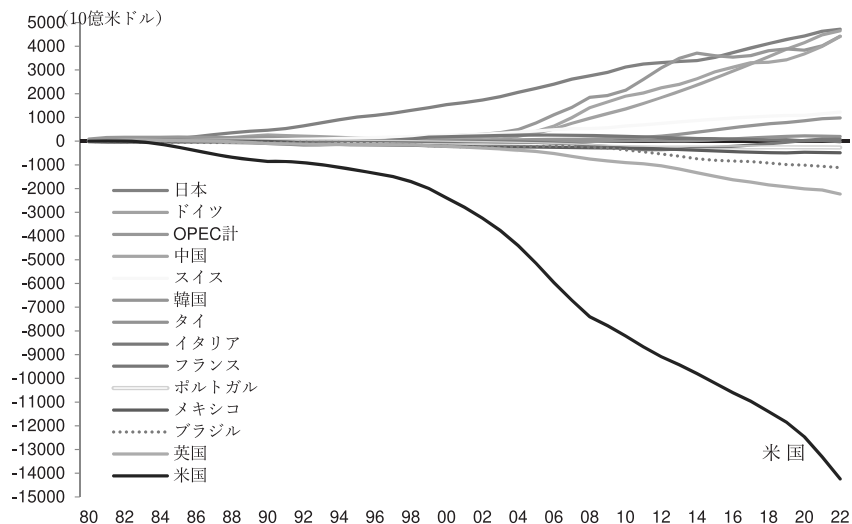
株式が金融市場の中核の位置を占めるようになったことによって、株価の大幅な下落は、かつてとは比較にならないほど大きなダメージを経済に与える。バブル崩壊は大不況を引き起こすので、絶対避けねばならない。FRBはバブル化回避、適正株価の維持に専心する必要がある。

### (3) グローバル経済の内在化

過去50年の米国経済の3つめの構造変化は、グローバル経済の内在化である。ニクソンショックは基軸通貨国米国に事実上の債務返済の義務免除を与え、その後米国債務が膨れ上がった。変動相場制の本来の趣旨に基づけば大赤字国の米国の通貨ドルが急落し、米国の輸入物価が急騰することで輸入に歯止めがかけれなければならなかったが、ドルの下落は限定的で米国の輸入のブレーキにはならなかった。その結果米国の経常収支赤字は増加し続け、ニクソンショック後50年を経て、世界には巨額の対米債権と、米国の巨額の対外債務が積みあがった（図表10）。これこそが米国による世界に対する成長通貨ドルの供給そのものであった。米国の財輸入依存度が高まり、製造業の空洞化が進んだが、それはIT、サービスなど新たな産業と雇用の勃興によりカバーされた。別の観点から見れば、米国製造業の空洞化が米国での産業構造の高度化を推し進めたともいえる。米国消費もこれによって増加した。1970年代初頭米国消費のGDPに対する比率は60%であったが50年後の2023年この比率は68%へと大きく上昇した。安価な輸入品により米国消費者の実質購買力が押し上げられたことが寄与している。

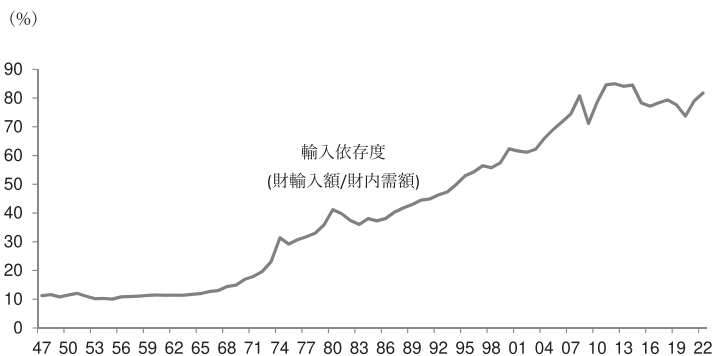
このグローバル依存の米国経済は国民の生活水準を高め人材の吸引力を強め、ハイテク産業の競争力強化を引き起こし、サイバーの世界での米国支配を可能にしている。GAFAMやマグニフィセント7など先端企業

(図表10) 主要国累積経常収支推移



(出所) IMF、武者リサーチ

(図表11) 米国輸入依存度と輸出比率推移



(注) 財生産額 = 製造業付加価値額、財内需額 = 製造業付加価値額 + 財輸入額 - 財輸出額

(出所) 米商務省、武者リサーチ

の経営者は移民（海外からの頭脳輸入）に大きく依存している。

#### (4) 政策シフト

以上のような構造変化に、米国の政策は賢く対応してきた。結果オーライともいえるが、

未知の事態に対して極めてプラグマティックに試行錯誤を続け政策調整がなされてきたといえる。通貨制度と為替対応、金融システムと金融政策、官と民との協奏によるイノベーションの振興とビジネスチャンスの極大化等などである。例えば前述の金融の大きな構造

---

変化は大胆な規制緩和なしには実現できなかった。金利の自由化、ERISA法による家計貯蓄変革、シャドウバンキングの推進、グラスチーガル法の廃止、等が可能にした。KKRなどのファンドは、かつて野蛮人とすらいわれたが今日、市民権を得て重要な金融プレーヤーとなっている。

今日の米国の最優先の経済課題は、新規雇用の創造である。新産業革命が生産性の向上と供給力増大をもたらす一方、労働力への需要を減少させるからである。AI革命で企業に蓄積される貯蓄を、どう再分配し新規需要と雇用創造につなげるか。①政府による所得再分配と需要創造、②株式市場による所得還流と需要創造、③労働分配率の引き上げ、という3つのチャンネルが考えられる。

そこで展開されているものが、高圧経済政策である。高めの需要圧力を維持しタイトな労働需給を維持することで雇用と賃金を高め家計所得を確保しなければならない。そのためには拡張的財政政策、株価・住宅価格などの資産価格の上昇、強いドルによる有利な交易条件の維持が必要である。トランプ氏の経済政策は、そのような目的に沿うものとなるだろうだろう。

最近の米国財政赤字の膨張はこのような財政の役割の歴史的変化を確認させるものである。まさにイエレン財務長官が主唱する高圧経済環境が続くのであるが、それは金利上昇による利払い費の増加等のリスクを伴う。また需要超過気味の経済のファンダメンタルズ

においては、容易にインフレやバブル経済に陥る危険性もある。政策運営に慎重さが求められる場面に入ってきたのかもしれない。

## ■ おわりに

以上のように見てくると米国経済は強く、その強さを支える条件は全く損なわれていないことが分かる。そうした中でトランプ共和党は大統領、上下両院を抑えるトリプルレッドを確保した。

これを思想上の対立における保守の勝利とのみ見るのではなく、米国資本主義の進化の一過程と見ることはできないだろうか。AIによる新産業革命は、企業に膨大な資本余剰、既存分野での雇用の減少、新規需要と雇用創造を必須とする。新たな産業雇用の創出には既得権排除と規制緩和が必須である。トランプ氏とマスク氏はそうした改革によってAI革命の土壌を耕そうとしているように見える。

2024年ノーベル経済学賞は、歴史と制度分析を経済学の領域に取り込んだことにより、ダロン・アセモグルMIT教授等3名が受賞した。アセモグル教授は、「私的財産の保護、機会の平等、自由な市場経済などの政治経済の仕組みを持つ国こそがイノベーションを生み、繁栄を実現できる。権威主義的な政治制度は創造的破壊の芽を摘むため、長期的な成長には結びつかない。法の支配が貧弱な社会、国民を搾取する制度は支配者に特権を与え、

---

人々を隷属させ続ける。一見改革に見える変化が起きることもあるが、結局支配者が入れ替わるだけで停滞が続く」と主張している。そのためにこそ、機会均等を維持する規制緩和と既得権排除が必須であるという意見である。氏の所説に従えば、米国固有のDNAとたゆまぬ改革により米国資本主義というエコシステムが進化してきたのである。

規制緩和を進め既得権益化を排除するというトランプ氏やマスク氏の主張は、米国の資本主義の源流にある「反知性主義（=反権威主義というほうが分かりやすい）」（森本あんり氏）の再登場という側面があるとも見える。トランプ氏やイーロン・マスク氏が尊敬する第7代大統領ジャクソン（1829-1837）は開拓者精神と自立精神に満ちた反知性（=権威）主義の体現者である。トランプ氏、マスク氏が共有するスローガン「多数意見は、勇気ある一人が創る」はジャクソン大統領の名言でもある。

そのように考えればトランプ氏の政策が功を奏して、氏が勝利宣言で述べたような「米国の黄金時代が到来する」という言葉を大言壮語と笑い飛ばすことはできない、のではないだろうか。

