

米国に見る資本主義体制の 危機と克服過程

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

(1) 問題の所在

資本主義体制が問われている。空前の技術革命が進行する一方、分断と格差も顕著である。一握りのテクノビリオネアが台頭しているが、労働者はインフレによる実質所得目減りに直面し生活は楽ではない。新興国の一部では統治が破綻し国民が流民化し先進国の移民問題を引き起こしている。他方では既存の世界秩序の改変を狙う専制国家群が存在感を強めている。市場経済のいいとこ取りをしてきた中国がフランケンシュタイン化し、国内のバブル崩壊と経済悪化を監視社会の強化で乗り切りつつ、世界覇権をうかがっている。この新しい現実政治はどう向き合うのか、伝統的リベラリズムは行き詰まり、現実を直視したリアリズムでの対応が不可欠になっている。米国でのトランプ大統領の再選と欧州での「急進右翼」政党の台頭など、はそうした流れの中で理解されるべきであろう。

経済政策論争も激しく戦わされている。米国では先の大統領選挙戦で「リバタリアニズム」のトランプ氏対「左翼リベラル主義」のハリス氏の対抗が展開された。日本ではリフレ派對財政金融健全路線主義の対立がある。日銀が昨年末実施した異次元金融緩和の多角的レビューは格好の土俵を提供してくれた。

これらの論争で欠落しているものは現状分析と、政策ゴールの設定である。「デフレがいいのか悪いのか、日本資本主義が危機なのかそうでないのか」、の認識なしにまるで小学生の宿題のように、2%インフレが達成できたかできないかの戦術論を戦わせても意味

はない。日経新聞や、朝日新聞は異次元金融緩和の負の側面を強調するキャンペーンを展開しているが、まずは渡辺努東大教授が指摘するように政策検証の前提となる正しい現状評価が必要である。今我々が直面している現実はどうのようなものなのか、何が最も重要な政策課題なのか、を考えてみよう。

(2) マルクス、ホブソンが指摘した資本主義の根源的矛盾と展開

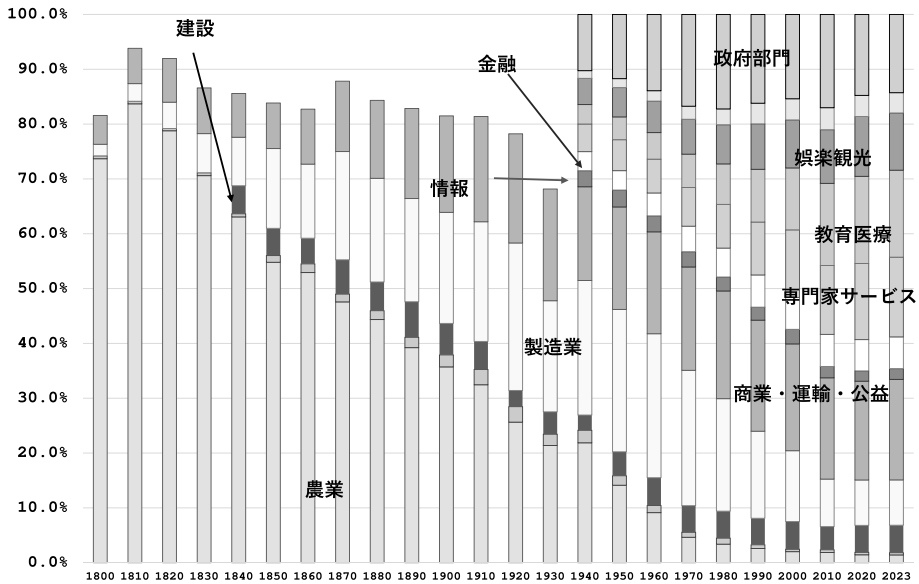
そもそも技術発展がなければ経済の仕組みは変わらない。灌漑農業と言う数千年来変わらない技術の上で、何百年、何千年もの間「アジア的専制国家」は存続してきた。しかしひとたび技術発展に弾みがつくと経済にダイナミズムが与えられやがては体制を不安定にし、崩壊に導く。この技術発展が動力となり大きな変化を誘引するとの想定を経済学の基底に据えたのが、K・マルクスとA・ホブソンであった。

マルクス（1818-1883）は資本主義が崩壊に至る必然性の研究に生涯をかけたが、それは資本主義に内在する矛盾の発現を契機とするものであった。つまり技術の発展（＝労働生産性上昇）が資本の有機的構成の高度化（＝資本投入に占める労働費の割合の低下）を引き起こし、利潤率が傾向的に低下する、と言うものである。資本家の側には富が蓄積され、他方で機械に代替される労働者側では失業（産業予備軍）と貧困が強まる。資本の過剰と貧困の進行が、体制的危機を引き起こす、と主張した。

ホブソン（1858-1940）は、資本主義の下での過剰貯蓄と過少消費が、対外膨張主義、帝国主義戦争を引き起こしたと主張した。「技術の発展が有効需要を上回る工業生産力と過剰生産を引き起こし、過剰貯蓄と過剰生産のはけ口としての外国市場、外国投資領域が必要となった」。その根本原因は「企業家・金融家に偏った富の配分、つまり『消費力の悪分配』」にある。「消費力の悪分配」が余剰資本を形成させ、それがイギリスの帝国主義的対外膨張・侵略の契機になった。「余剰所得が高賃金として労働者に流すか、租税として国に流すかされれば、その結果としてそれが蓄積される代わりに支出され消費を膨らませるのに役立ち、（対外膨張の誘因はなくなる）」（J.A.ホブソン「帝国主義論」岩波文庫）との解決策を提示している。ホブソンの過剰貯蓄、過少消費説は古典派経済学の常識「貯蓄は個人と社会を富ませ、消費は両者を貧しくする、有効な貨幣愛はあらゆる経済的幸福の源泉である」に挑戦した先駆者としてケインズ（1883-1946）に高く評価されている。

没後140年の今日から振り返ると、マルクスの悲観的展望は実現しなかった。人々の生活水準の向上が新規需要と新規産業・新規雇用を生むという好循環が現代資本主義を進化させてきた。またホブソンが期待した有効需要は壮大な規模で創造されたが、その手段は

(図表 1) 米国における産業別雇用構造の推移



(出所) 米国歴史統計、米労働省、武者リサーチ

ホブソンが想定した賃金引上げや租税による財政需要もあったが、実際に最も効果があったのは不換紙幣の発行による信用創造 (=バブル) であった。危機に直面して米国資本主義は一見融通無碍の延命策を繰り出した。1934年の金本位制離脱、1971年のドル金交換停止、2008年の量的金融緩和、2023年の預金保護上限の一時的撤廃、などである。それらは禁じ手として批判されたが、結果的には資本主義体制の進化形として定着した。

図表 1 は米国における200年間の産業別雇用構成の変化であるが、1800年当時総雇用の80%を占めていた農業が2023年には1.4%へと激減し、100年前には急拡大していた製造業も1960年の26.3%以降急収縮に転じ、2023年には8.3%に落ち込んだ。しかし娯楽観光、教育医療、プロフェッショナルサービスなどのサービス産業の雇用は1960年の18.6%から2023年には44.5%へと著しく増大している。マルクスの予言通り、製造業・農業では機械化により著しく雇用が減少したが、それは大規模なサービス産業における雇用創造で埋められた。労働者は賃金が増加したうえに、既存産業 (製造業・農業) のコスト低下で従来ほど農産物や製造業製品に支払う必要がなくなったことで余裕が生まれ、それがかつて存在していなかったサービス業を主体とする新規分野の購買力に振り向けられた。ホブソンが嘆いたような「消費力の悪分配」は是正され、人々の生活水準の上昇が有効需要を生み出すという、かつてない繁栄の時代を人類は経験したのである。

(3) 21世紀初頭に遭遇した資本主義の危機

このような20世紀を通して続いてきた好循環が、21世紀に入り大きな壁にぶつかった。バブル崩壊と大不況、金利の際限のない低下とゼロ金利陥落、世界全体に蔓延した流動性の罨と、デフレ化（Japanification）の危機である。これらの現象はマルクスが指摘した「資本主義体制の危機の深化」そのものであった。

企業利潤の急拡大

2000年前後に、米国の経済と金融データに大きな不連続的変化が現われた。第一の変化は実体経済面での（税引き）企業収益の急激な向上である。米国企業の利潤率が2000年を大底に鋭角的に上昇していく。図表2に見るように、企業の純利益は、1960年代から1990年代まで、GDPの4～6%で推移していた。それが、2000年代に入り6～8%で推移するようになっている。その直接の原因は労働分配率の低下である（図表3）。過去、福利厚生を含めた労働報酬のGDPに対する比率は1960年代以降62～65%の狭い範囲で変動してきたが、2000年から大きく低下し始め、現在のレベルは57%と歴史的低水準となっている。技術発展とグローバル化（＝海外労働の活用）により労働生産性が大きく高まり、企業がビジネスをするために必要な労働投入を節約できるようになったのである。

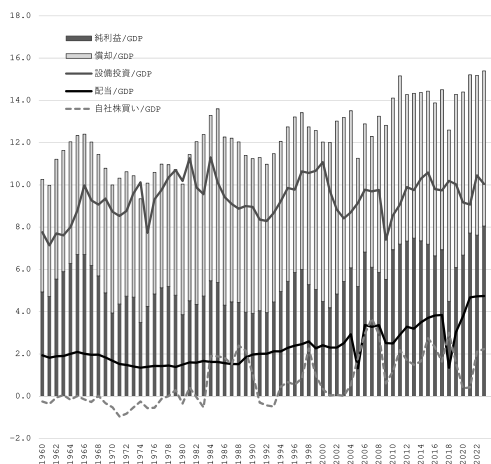
企業における資金余剰の常態化

2000年前後に起こった第二の変化は、資金余剰の顕在化である。表2に見るように、企業の内部資金（純利益+減価償却費）は、1960年代から1990年代まで、GDPの10～12%で推移していた。それが、最近では14～16%で推移するようになっている。他方企業の設備投資は長期にわたってGDP比10%程度で推移しており、企業部門の資金余剰が顕著になった。それ以前は、企業は恒常的資金不足セクターで、家計の貯蓄余剰の受け皿であったが、それが2000年から貯蓄超過セクターに変わった。

金利低下の謎

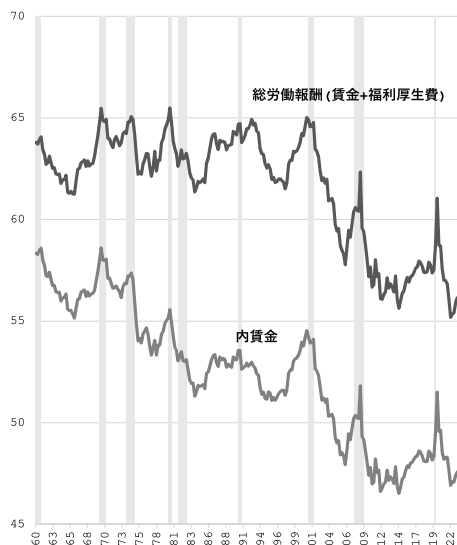
第三の変化として、元FRB議長であるグリーンSPAN氏が指摘していた「謎」の定着がある。2000年代に入り、景気が良く金融も引き締められているのに、長期金利が上がらないということが続いた。この現象はリーマンショックの一時期に解消されたが、ショックが終わると再度名目成長率が回復するのに長期金利が低迷するということが起こった。米国でもゼロ金利が視野に入り、デフレ化（Japanification）の危機が真剣に語られるようになった。この長期金利の低迷を当時のFRB理事であったバーナンキ氏は、グローバル・セービング・グラット（世界的な過剰貯蓄）が米国に入ってきて米国の金利を押し下げている、と言った。確かにそれも一つだろうが、筆者は当時からこの説明には疑問があ

(図表 2) 米国企業（非金融）部門のキャッシュフロー



(出所) FRB、武者リサーチ

(図表 3) 米国における労働分配率推移



(出所) 米商務省、武者リサーチ

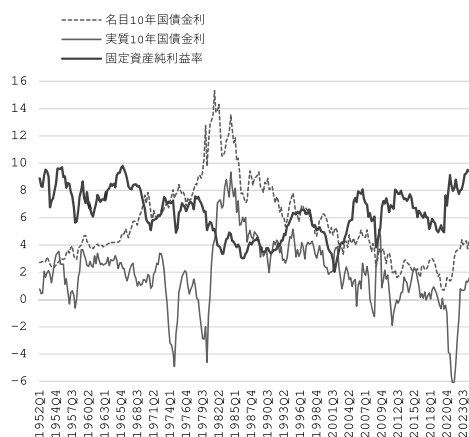
り、米国の企業部門が著しい貯蓄余剰が主因なのではないか、と度々レポートで主張してきた。

利潤率と利子率の乖離と収斂

これらの一連の流れは利潤率と利子率の乖離としてとらえられる。本来資本のリターンである利潤率と利子率は連動するはずのものである。事実2000年頃までは両者の動きは連動していた。しかし2000年以降コロナショック直前の2019年まで、利子率（例えば名目10年国債利回り）が5%から0%台へと低下した一方で、利潤率は固定資産純利益率で見てもROE（自己資本利益率）で見ても上昇トレンドが続いてきた（図表4,5）。

筆者は2000年代～2010年代の先進国経済には2つの不等式が存在し、体制を危うくしていると主張してきた。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・ピケティ氏は著書「21世紀の資本」の中で、資本のリターンが著しく高い一方で成長が低いことにより、格差が漸次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、その後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

(図表 4) 米国における利潤率と利子率推移 ①



(出所) FRB、武者リサーチ

(図表 5) 米国における利潤率と利子率推移 ②



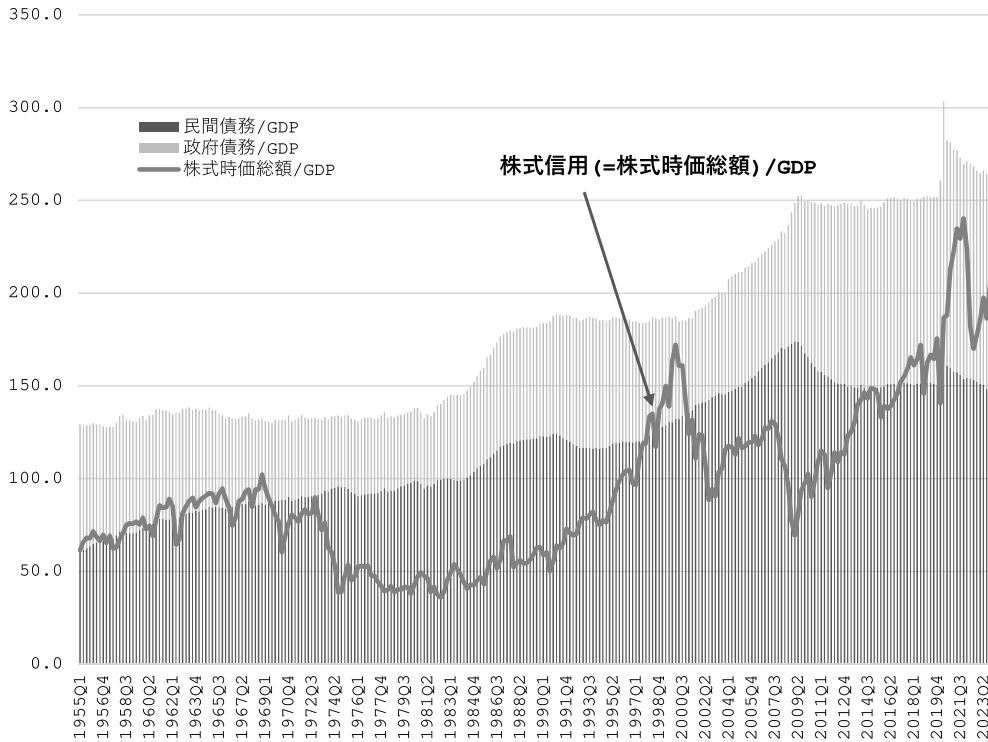
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

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%の人々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。

しかしもう一つの資本のリターンである利子率は、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)という不等式は、2004年から始まっ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う、流動性が個人の投機的住宅投資を加速させてしまった。

低金利で資金調達をして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」(東洋経済新報社)の中で、米日で利潤率と利子率の乖離が2000年頃から起こり始め、株高の条件を整えていると指摘したが(P108)、驚くべきことにその乖離が20年間にわたって定着し、さらに拡大してきたのである。この乖離は真性のデフレに陥った日本において特に顕著である。(後述)

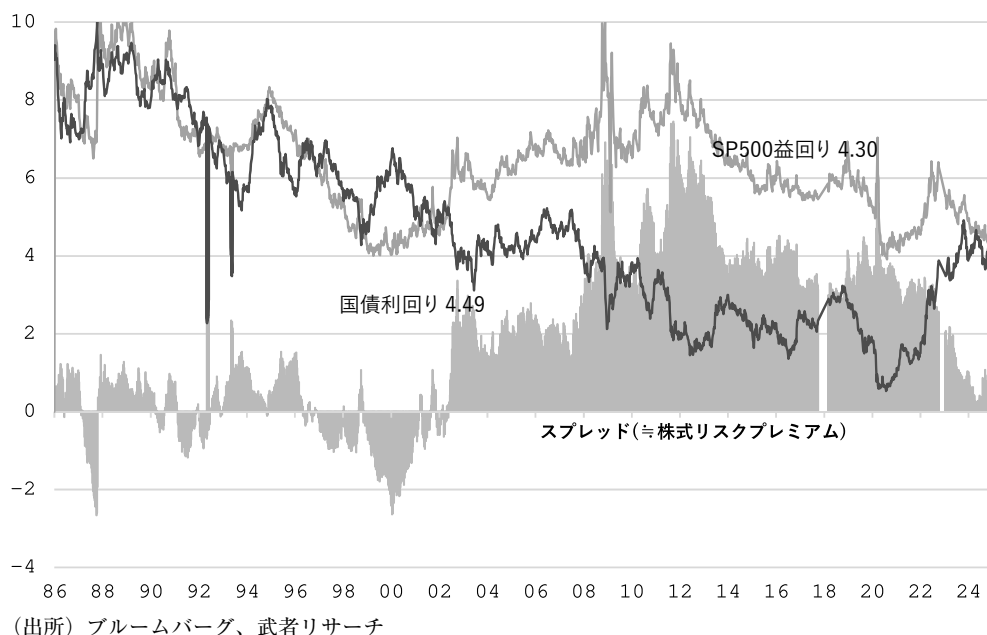
(図表 6) 米国信用/GDP比推移



(出所) ERB、ブルームバーグ、武者リサーチ

何故低金利の下でも投資が起きないのか。それは人々の心理が悲観化し、いくら金利が下がっても投資をしようとしなくなったからである。これを自然利子率 (=実質の中立金利) の急低下ともとらえることができる。デフレ心理の下でホブソンが批判した「貨幣への偏愛」が高まり、自然利子率がマイナスになってしまえば金融政策は完全に不能化する。ここに歴史的実験としてのQE (量的金融緩和) の必要性が生まれたのである。バーナンキFRB議長はQEの目的をリスクプレミアムの引き下げと説明したが、それは銀行の信用創造が機能しなくなったからには、資産価格を引き上げて購買力創造を行うしかない、と言うに等しい。事実米国の需要創造の3チャンネル、銀行信用、政府信用、株式信用 (株式時価総額) をたどると、リーマンショック以降民間信用、政府信用が対GDP比で停滞する中で、株式信用が対GDP比100%以下から200%以上へと急増し、経済成長をけん引したことが、明確である。

(図表 7) 利潤率（益回り）と利子率（長期金利）の収斂



(4) 米国における資本主義の進化…株式資本主義の時代

収斂した利潤率と利子率

コロナショック以降、この乖離していた利子率と利潤率が急速に収斂し始めた。コロナ対応の大規模な財政出動と金融緩和により景気拡大が持続し企業利益の拡大が続く一方、金利の急上昇により利子率が上昇に転じたためである。高利潤率に利子率が大きくサヤ寄せするということが起こっている。デフレ進行で経済成長が止まり、利潤率が低下するというマルクスが想定した悪い収斂ではなく、良い収斂が起きているのである。

それだけではない。かつて低金利全く反応しなかった企業や投資家が、今度は引き上げられた高金利に反応しないということが起きている。FRBは実質FF金利（自然利子率の近似値）を大幅なプラスへと引き上げることを余儀なくされている。2022年3月までの0%から5.25%まで1年余りでFF金利が5%も引き上げられても、投資意欲が全く萎えないということが起きている。金利が上がったからと言って株価が下落することもなく、史上最高値が更新され続けている。FRBは高値更新する株価と鎮静化の兆しが全く不十分なインフレ指標を前に、高金利維持のスタンスを取り始めた。利上げのマイナスは投資家のアニマルスピリットの高まりで、相殺され続けたのである。図表7のスプレッドは株式

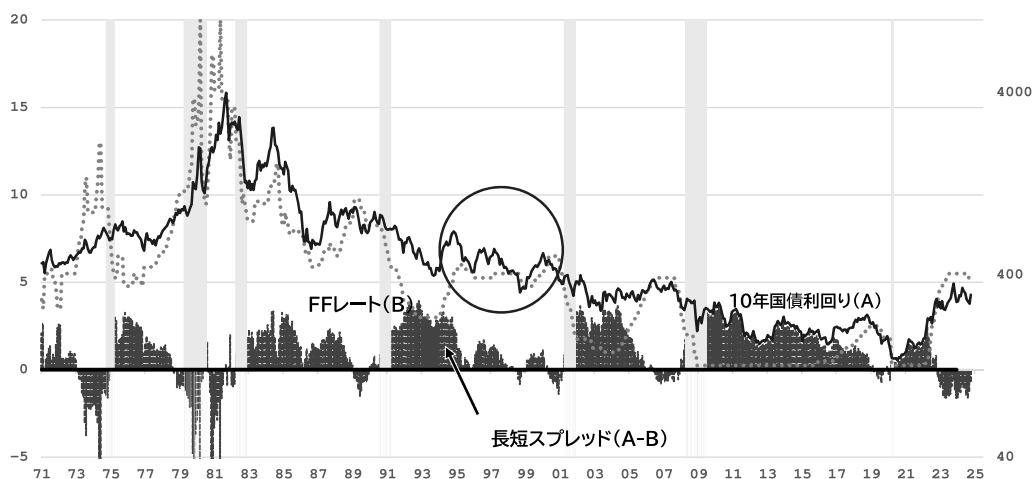
リスクプレミアムであり、アニマルスピリットの状況を観察できる指標だが、このことを如実に示している。

高止まりする金利、1995年と類似の環境

過去を振り返ると今日と類似しているのが1995年である（図表8）。大幅な利上げの後、最初に利下げがなされたのが1995年であった。1995年から1996年12月の根拠なき熱狂（グリーンSPAN議長）を経て、2000年のITバブル崩壊に向かう局面と現在とは、多くの点で類似している。SP500指数は最初の利下げが実施された1995年7月から1年間で13%、2年間で70%、3年間で99%と言う大幅な値上がりになった。当時と現在とは、1）利上げ終了後に高い実質金利が維持されたこと、2）長期金利も抑制されイールドカーブフラット化が長期化したこと、3）ドル高が続いたこと、4）技術革新（当時はインターネット革命、今はAI革命）の進行が旺盛な投資をけん引したこと、などが類似している。

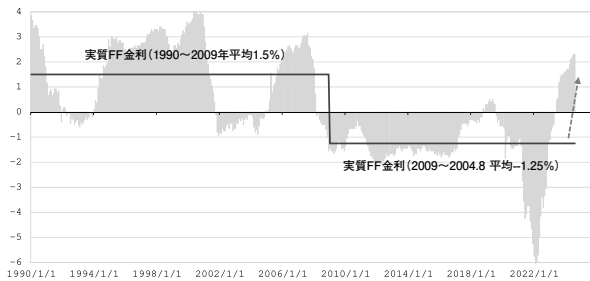
このように見てくると、米国における資本主義の危機は回避されたといえるが、それは危機の根源である企業の過剰貯蓄が、大量の失業を生む前に、解消されたからである。そのチャンネルとして、①株主還元によって企業の余剰が完全に還流したこと、②コロナ対応の大規模財政出動によって有効需要が創造されたこと、の二つが機能したためである。図表10は企業部門のフリーキャッシュフローの推移であるが、大きく高まったキャッシュフロー以上の配当、自社株買いが実施されている。この企業の大規模なペイアウトが株価を押し上げ、需要創造の源泉になっていることは、先に見た通りである。株価など資産価

（図表8）米国長短金利と株価、



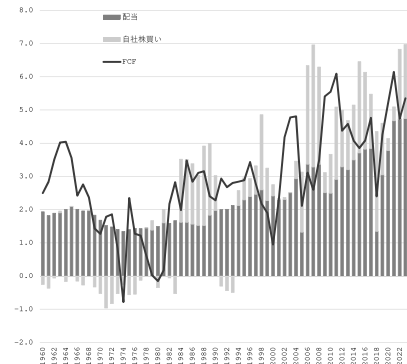
（出所）ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表9) 米国実質FF金利(≒自然利子率)の推移

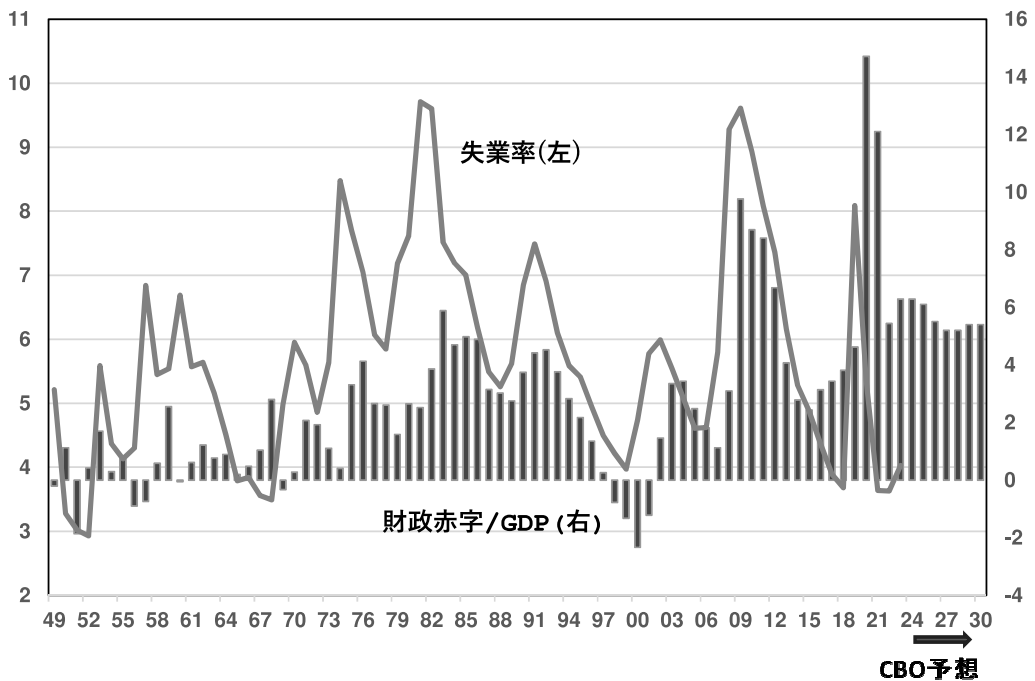


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表10) 米国企業フリーキャッシュフローと株主還元(配当+自社株買い)



(図表11) 米国失業率と財政赤字(対GDP)推移



(出所) ブルームバーグ、米議会予算局(CBO)、武者リサーチ

格の上昇により米国家計の純財産は2009年3月の59兆ドルから2024年9月には154兆ドルと105兆ドル(GDPの3.6倍)増加し、消費拡大の原動力になっている。

また財政の果たした役割も大きい。図表11は米国の失業率と財政赤字の推移を示したも

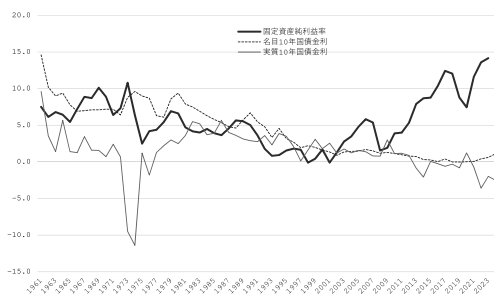
のであるが、財政の役割が劇的に変わったことが明瞭である。トランプ減税が導入される2017年までは両者は完全に一致していた。つまり財政赤字は完全雇用を実現する手段として考えられており、完全雇用実現とともに財政赤字は無くなった。しかし2017年以降、完全雇用実現の後でも米国財政赤字は対GDP比3～5%になっている。新たな財政の役割は、「需要超過気味の高圧経済を維持すること」へとシフトしているのである。

とは言えAI革命のスケールは過去の技術革新のレベルを超えており、企業における生産性の向上、利潤の拡大による潜在的貯蓄過剰と労働余剰は、著しく大きいと推測される。供給力超過の定着により、デフレに陥るリスクは潜在的に大きいと考えられる。株式信用（株価上昇を通じた購買力向上）と財政政策の役割はさらに大きくなっていくと考えられる。新産業革命が根付く土壌を規制緩和、既得権排除と言う形で耕しつつ、減税による需要創造を推し進めるトランプ政権の経済政策は、おおむね妥当と考えられる。これに對置した民主党のハリス候補の政策は「自社株買いに4%の増税を課し、法人税率を引き上げる企業増税と弱者救済」という社会主義色の強いものであり、資本主義の危機に対する対応としては問題の多いものであった。

(5) 日本の危機は去ったのか、チャンスと課題は

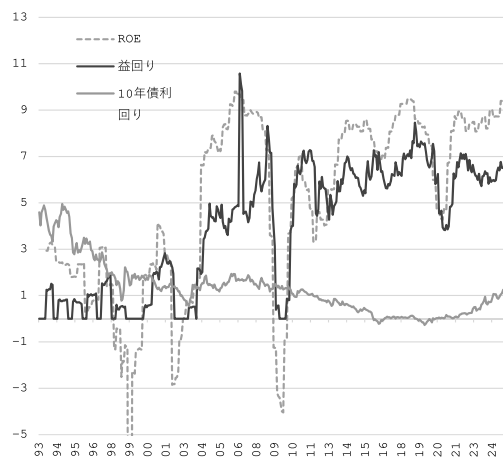
では資本主義の危機から脱出した米国に対して、日本の現状はどのようなものであるか、

(図表12) 日本における利潤率と利子率推移 ①



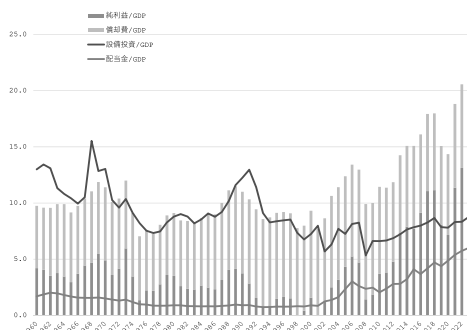
(出所) 財務省、武者リサーチ

(図表13) 日本における利潤率と利子率推移 ②

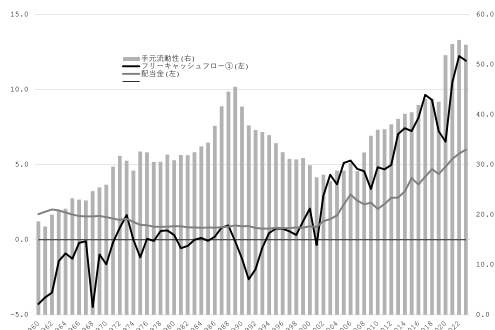


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

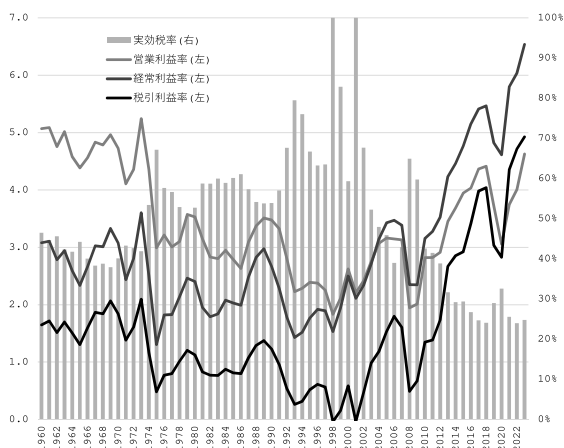
(図表14) 日本企業（非金融）のキャッシュフロー



(図表15) 積みあがる日本企業の資金余剰と手元流動性

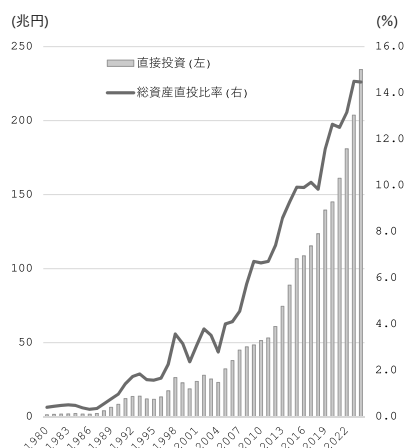


(図表16) 企業収益向上の秘密（海外収益+金融収益+税負担減）



(出所) 財務省、武者リサーチ

(図表17) 積みあがる海外直接投資



(出所) 日銀、武者リサーチ

いくつかの事実をご紹介します。まず第一に利潤率と利子率の乖離は米国よりはるかに日本の方が大きく、かつ未だに収斂のめどが立っていないことが指摘される。デフレの危機が去ったとは言えない。(図表12,13)

第二に企業における貯蓄余剰の規模も期間も米国よりはるかに大きく長い。図表15に見るようにGDPに対する企業のフリーキャッシュフロー（純利益+償却・設備投資）は2000年まではほぼ0以下であったが、以降急上昇し2023年には12%という高水準に達している。配当/GDPが2000年の0.9%から2023年には6%まで急上昇してもなお、余剰が積みあがっている状況である。企業部門の手元流動性（現金+短期有価証券）は2000年前後には対

GDP比30%程度であったものが2023年には54%に高まっている。

第三に企業収益が劇的に改善した。営業利益率はあまり変わっていないが、経常収益率は海外収益の寄与、により大きく向上した、更に税引き利益率は実効税率の大幅な低下により著しく向上した。法人企業の売上高税引き利益率は、2010年の1%前後から5%へと急伸した。この企業の価値創造能力の急向上は、アベノミクス、異次元の金融緩和なくしては有り得なかった。

第四に家計消費が犠牲にされてきた。実質個人消費支出を振り返ると、過去10年間では、2014年3月の消費税増税（5➡8%）直前の2014年1～3月の310兆円がピークで、その後一度もそれを上回っていない。①円高デフレ下の賃金抑制、②消費増税と社会保険料の値上げ、③円安インフレの打撃、もろに受けたのである。

異次元金融緩和の多角的レビューに寄せて

リーマンショックから東日本大震災に至る過程で、日本は資本主義崩壊の危機に直面していた。円高とともにデフレが進行し、企業の稼ぐ力はいわゆる6重苦（円高、法人税高、電力高、労働規制、環境規制、EPAの遅れ）に苛まれて地に落ち、競争力は劇的に低下した。しかし異次元の金融緩和を核としたアベノミクスの展開によって、企業の稼ぐ力は完全に回復した。

国際競争と企業の価値創造能力を度外視した大規模金融緩和の検証は、極めて不十分なものである。大規模金融緩和に強く反対してきた吉川洋氏（東大名誉教授）はビクトリア王朝時代のイギリスはマイルドなデフレの下で繁栄を謳歌したとして、デフレのリスクを過小評価する。しかしビクトリア時代の貯蓄余剰下のデフレこそ、国内投資の抑制と余剰貯蓄の海外への漏出を引き起こし、英国産業の競争力低下と大英帝国の急速な没落の土台となった。ホブソンの警告がイギリスでは長らく顧みられなかったことが仇となった。

幸い日本の産業衰弱は、危機寸前でくい止められたが、家計消費の衰弱が続いており、脱デフレの好循環には至っていない。資本主義の宿痾である企業の余剰を経済システムに還流させる政策、に日銀は腐心するべきである。

