

CFA 協会ブログ

No.518

2021 年 3 月 24 日

資本主義は死んでも債務主義は不滅

Capitalism Is Dead, Long Live Debtism

[セバスチャン・キャンデール](#)

幾多の失敗があったにせよ、過去 300 年ほどの間、富を創出し経済発展を促す恐るべき原動力となったのは資本主義です。

とは言え、古典派経済学者やカール・マルクスなど革命理論家が資本と呼んだのは、他でもない、資本家が「エクイティ」と銘打ったものなのです。内部留保は企業の貸借対照表の株主資本の部に記載されています。厳密に言うと、18～19 世紀に蓄積された資本の大部分はエクイティでした。

伝統的資本主義か「エクイティ主義」か

言うまでもなく、それまで生成されたエクイティというのはすべて、内部で生み出されたか、企業が自ら調達してきたものです。例を挙げれば、1840 年代英国の鉄道狂時代は古典的な株式市場のバブルでした。そこには、銀行の仲介機能を通じて銀行預金がマネーとして流入し、小規模な公的資金も直接に流れ込みました。

以来、他人のマネーが成長を支え、株式の公募や授権発行を通じた「払込」資本も、企業の株主資本の一部となりました。

銀行借入や公社債という形で、債務がビジネスの資金調達を後押ししたのは、19 世紀半ば以降になってからです。マックス・ウェーバーは次のように述べています。

[「近代の経済生活では、企業の社債発行は資本を集める合理的な方法である。」](#)

ところが、20 世紀初めの数十年は、企業の資金調達で利

付社債が主要な役割を担うことはなく、消費者にとっての重要性もそれ以下でした。南北戦争後に米国で起きた鉄道債への需要過熱や、1920 年代の家計の信用膨張などで一時的に投機的サイクルが生じたことを除けば、資本主義の最初の 250 年間は、エクイティと個人貯蓄が民間部門にとって主要な資金源だったのです。

状況が徐々に変化し出したのは、まず第二次世界大戦後であり、さらに、この半世紀でさらに大規模な変化が生じました。

金融規制緩和とイノベーション

1970 年代初めに、[リチャード・ニクソン大統領がブレトンウッズ国際金融体制の終了を決定](#)したことで、国境を越えた資本移動というパンドラの箱が開けられました。まずは仕組デリバティブの開発が始まり、以降の規制緩和は際立ったものになりました。ドナルド・レーガン米大統領、マーガレット・サッチャー英首相のもと、その後の 10 年は商品開発のイノベーションの波が相次ぎ、再びパンドラの箱が閉じられることはないのが確実になりました。

こうした巨大な信用創造は[狂騒の 80 年代](#)にジャンク債への熱狂と貯蓄貸付組合の崩壊を引き起こし、1990 年代には、メキシコ、東南アジア、ロシアでの新興市場危機が発生し、21 世紀に移行する前後では、レバレッジド・バイアウト(LBO)の拡大とサブプライムローン貸付の狂乱が起こりました。

2008 年から 2010 年にかけての信用収縮による小康後、金融刺激策のもとで、特に近年、民間の信用供与拡大が

顕著になりました。現在、あらゆる負債性商品——ソブリン、新興市場、金融・非金融問わず、企業、住宅、消費者、学生、ヘルスケアを対象として——が史上最高値あるいはその近辺にあります。総債務残高は、1980年代には米国の国内総生産(GDP)比 150%でしたが現在 400%にまで上昇しています。大恐慌の最も厳しい時期にも 300%でした。

今日では債務がエクイティよりも大きな役割を担っています。昨年の債券市場の規模はグローバルで 130 兆ドルに達し、直近 3 年で 30%増加しています。各種データによれば、エクイティに裏付けられた証券の時価総額は、この債券市場規模の 75%から 80%です。これも前例のない量的緩和(QE)によるところが大きく、株価の急上昇を焚きつけています。

これは、全体の話のごく一部です。パンデミック前でさえ、債券発行は株式発行を超えるペースで拡大していました。2019 年、証券界はグローバルで 21.5 兆ドルを集めています。そのうち約 21 兆ドルが債券の形で調達されました。普通株・優先株は 5,400 億円に過ぎません。

非償還

現代の社債人気の背景には強力な原動力があります。

資本主義の伝統的なルールによれば、債務は契約上、満期前あるいは満期時に償還されます。米国独立戦争後に国民総生産(GNP)比 30%に上った米国債は 1840 年代までにすべて償還されました。南北戦争時に 30%まで上昇した後、19 世紀末までには 5%に低下しています。第一次世界大戦に再び 30%近くに上昇しましたが、大恐慌が襲った際には 15%にまで縮小していました。

1934 年に導入された新たな尺度によると、ニューディール政策と第二次世界大戦によって米国の国債残高は GDP 比 100%を超えました。その後の政権は、党派に関わりなく、これを 1970 年代までに 30%にまで縮小させました。

このときまで政府は、市民と企業の双方に見習うべき模範

的行動を示してきたのです。債務は最終的に返済するという行動です。経済社会学者ヴォルフガング・シュトレークが指摘するように、ケインズ主義の設計図において

「経済が妥当な成長レベルに戻り、政府予算が実際の支出を上回り黒字を生む出るとき、債務は償還されるべきある。」

しかし、レーガノミクスによって、税収ではなく半永久的な政府借入によって調達が行われ、状況は一変しました。このモデルは、米国やその他の国の中道右派の政党ばかりでなく、世界中どの政治勢力にも受け入れられました。レーガン政権下、米国債の額は、1980 年に 7,000 億ドルであつたのが、1988 年には 2 兆ドルへとおよそ 3 倍に増加し、GDP 比 26%から 41%に上昇しました。

1980 年代以降、公的部門債務は全 OECD 諸国で増加しています。ビル・クリントン米国大統領時代のわずかな期間を除いて、規律ある債務削減というケインズ主義の原則が採用されることはほとんどありませんでした。この原則は、シュトレークが「財政健全化国家(consolidation state)」と呼ぶもので、今日、現実的な支出削減努力をほとんど行わない「債務国家(debt state)」とは対比されるものです。米国の連邦政府債務は現在 GDP 比 100%を上回っています。

企業と家計は政府の後追いをし、大規模に借入を膨らませています。過剰債務は倒産、資金繰り悪化、景気後退を招くリスクがあります。それがまさに過去の経済サイクルで共通に見られたシナリオです。経済低迷によって借入のある者は支出を止め、債務の圧縮に向かいます。銀行は貸出を控え、返済懸念のある貸出金を何とか保全しようとするでしょう。

永久債務

このようなストーリー展開は、もはや一時的な兆候ではありません。現実には債務の広がりが見えなくなるため、資本主義という用語使用が当てはまらない状況になりました。私たちが現在生きるのはレバレッジ、すなわち、債務主義の時代なのです。このモデルが示すのは、危機の際には、借入

人と貸出人がもう一度話し合い、修正し、延長する、すなわち、ローン契約を変更し返済計画の見直しを行うということです。債務契約は益々柔軟なものになっていきます。

レバレッジによって内在的な不安定性が生じるため、政府は民間の貸出者に貸出の継続を促し、経済が回復するまで問題を先送りにして景気後退の回避を試みます。貸出者がこれを受け入れるのは、貸出に対する利息収入で収益を上げているのではなく——債務主義の下では、低金利のままです——アレンジャー手数料、期限前返済や応諾に伴う手数料、アドバイザー手数料、金融システム全体に債務不履行リスクを分散するシンジケーションからの手数料を収入としているからです。

歴史的に政府が借入を行うのは戦費を調達し、景気後退を回避するときですが、民間セクター——企業、住宅購入者、消費者——は景気の良いときに借入をします。しかしながら、アラン・グリーンズパンが示した——「大いなる安定期」(the Great Moderation)として知られる——1983年から2007年までの比較的経済が安定した期間は、[まさにバブルに引火するもの](#)でした。25年に及ぶ小さな景気後退の継続と金融化の進展によって、皆がリスクをとるようになったのです。

私たちは、改善のない曖昧なニーズを満たすために借入れ負担を膨らますことは出来ません。とは言え、[学生ローンを免除するというバイデン政権の政策](#)が現在議論されているものの、これを私たちの借入全体に適用しようとするには重要な点が欠けているかもしれません。永久に続くこの債務に償還を定めないという考えは全くと言っていいほど示されず、困難に直面すると、これを継続的に借換えすることだけが想定されているのです。

各国政府が互いに協力して「大いなる債務削減」(the Great Deleveraging)、あるいは、「大いなる償却」(the Great Write-Off)を行わない限り、永久債務のオーバーハングは経済に慢性的なストレスを加え、最終的に金融カタルシス(浄化)のような形を要するかもしれません。にもかかわらず、今ここにあるのは永久で極端なレバレッジな

のです。

モラルハザードはさておき、そうしたシステムは哲学的な疑問を導き出します。

誰も返済しようとせず返済を求められない借入金は、債務と考えるべきなのか、エクイティと考えるべきなのか？

この投稿が気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購入をお願い致します。

執筆者

Sebastien Canderle

(翻訳者: 瀧澤 創、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/03/24/capitalism-is-dead-long-live-debtism/>

注) 当記事はCFA協会(CFA Institute)のブログ記事を日本CFA協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしもCFA協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。