

60/40 モデルと「部屋の中の象」

エコノミストや金融市場予測家として、私たちは、多くの人々が、「部屋の中の象」（つまり誰も語らない本質的、且つ重大な問題点）に対処することなく、重要なトピックを分析、予測、研究、議論していることに常に驚かされます。

本日のハイライトではありませんが、経済研究や学術的なモデル構築はその典型例です。エコノミスト（特に学者）は「一般均衡理論」の研究に多くの時間を費やし、需要と供給が均衡しているマクロ経済モデルを構築しようとしています。

これらのモデルは素晴らしいものとしての定評がありますが、実際にはひどい出来栄です。例えば、多くのエコノミストが、生産性と賃金の伸びが鈍化した 1973 年に米国は「大停滞」に入ったと主張しています。

なぜでしょうか？その説明はさまざまです。ある人は「コンピューター時代の到来はどこにでも見られるが、生産性統計には現れていない」などと言い、テクノロジーによる勝者と敗者は存在するが、正味の利益はほとんどないという主張です。多くの人がテクノロジーによる好景気の到来を予測していますが、過去 20 年間の実質 GDP 成長率は年平均わずか 2%、1950 年から 1973 年までの成長率の約半分です。

また、不平等や教育の欠如、労働組合の力不足を非難する声もあります。経済均衡や成長に関するこれらの分析の中には、税制の非効率性や、農業や住宅ローンへの利子控除など特定の補助金について言及するものもあります。しかし、どれも本質的な問題について取り扱っていません。

その「部屋の中の象」、つまり重大な問題とは、連邦政府の巨大な規模とその成長と、特に再分配です。リンドン・ジョンソン大統領が「偉大なる社会」計画を推し進めた 1965 年、国防費以外の政府支出は GDP の 9.5% でした。それが 1973 年には 12.5% にまで上昇し、2007 年には 15.2%、2016 年には 17.5%、そして現在は 20.4% です。この伸びは驚異的です。

仮に新しい技術を発明し、より高い効率性によって生産高を 10% 改善させたとしたら、それは基本的に、政府が毎年奪っている額 (20.4%-9.5%) に等しいのです。課税と再分配は、イノベーションからの恩恵を奪います。テクノロジーは我々の生産性を向上させているのにも関わらず、経済成長は伸びておりません。何故なのでしょう？答えは、過剰な政府支出があるからです。

これまで見てきた一般均衡モデルのどれもが、政府の規模と成長を方程式に組み込んでいません。ですから常に間違っているのです。低成長について議論しても意味がありません。大停滞を終わらせたいのなら、政府の規模を縮小しなければなりません。政府の規模を半分にすることが、実質 GDP 成長率 4% に直接結びつくのです。

次に 60 対 40 の投資モデルについて語りましょう。投資家は長い間（何世紀にもわたるかもしれない）分散投資がリスクを下げることを知っていました。一時期、株式と債券の投資比率は、110 から年齢を引いた割合を株式に投資するとい

う計算式が使われていました。年齢が高いほど、株式の保有比率は少なくなります。このアプローチを単純化して、株式 60%、債券 40% というポートフォリオができたのです。

しかし、過去 10 年間、このアプローチは壁にぶつかりました。堅実なリターンを提供しながらボラティリティを抑えるという優れたパフォーマンスを発揮した後、この戦略は崩壊しました。ウェブで 60/40 投資について検索すると、この戦略がもううまくいかないという話が次から次へと出てきます。疑問は、根本的な欠陥があるから機能しなくなったのか、それとただの流行りだったから機能しなくなったのか？ちょうど NFC のチームがスーパー・ボウルで優勝した年に株価が好調だったとか、「株は 5 月に売って立ち去れ」という諺と一緒にのでしょうか？

機能しなくなったのには理由があります。連邦準備制度理事会（連銀、FRB）がそれを破壊したからです。2008 年、量的緩和の登場とともに、連銀は銀行に超過準備利子（IOER = interest on excess reserves）を支払う権限を与えられました。

その結果、この政策はマネー・サプライと銀行準備高を金利から切り離してしまいました。かつて銀行は毎日フェデラル・ファンドを取引していました。しかし現在、銀行はすべて超過準備（数兆ドル）を保有しており、もはやフェデラル・ファンド市場は存在しません。つまり、フェデラルファンド・レートは連銀の気まぐれで決定しているのです。簡単に言えば、価格操作なのです。

2008 年以來、フェデラル・ファンド金利は連邦準備制度理事会によって決定されてきました。過去 16 年間のうち 9 年間、連銀は金利を 0% 近くに維持し、2008 年以降 80% 近くの期間、FF 金利はインフレ率を下回っていました。

金利は、投資家に対して、インフレ率に実質利回りを上乗せして補償することになっています。ですから、金利がインフレ率を下回れば、債券利回り（債券収益）はその役割を果たすことが出来ず、60/40 モデルが機能しなかったのもその為であり、当然の結果となりました。

60/40 モデルの何が問題かという点、連銀が人為的な低金利で巨額の政府支出を賄おうとしたため、それを破ったことです。これには真の金融政策の正当性はありません。確かに、連銀は古いシステムは脆弱だったと言うでしょう。しかし、彼らのシステムはトップダウン管理です。つまり巨大な政府が問題であり、諸悪の根源なのです。「部屋の中の象」、つまり重大な問題はすべて政府によって作られたのです。この問題を解決し打破すれば、経済にチャンスを与え、市場に正気を取り戻すことができるでしょう。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサ ス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
1-23 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 1月18日	220,000	215,000		201,000
1-24 / 9:00 am	中古住宅販売高 - 12月	4.200 百万	4.180 百万		4.150 百万

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。