

1990年代アメリカの株式ブームとその行方

KAWAKAMI, Tadao / 川上, 忠雄

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

68

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

167

(終了ページ / End Page)

231

(発行年 / Year)

2000-07-10

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002717>

1990年代アメリカの株式ブームと その行方

川 上 忠 雄

目 次

はじめに

I 史上最長のアメリカ好況と『大統領経済報告』の説明

II 好況を牽引した株式ブーム

III バブルか否か? (以上本号)

IV 世界の余剰資金の吸引 (以下次号)

V バブル資本主義の構図

VI 株式ブームの行方

結 び

は じ め に

1970, 80年代とは様変わりに、1990年代の世界経済はほとんどアメリカの一人勝ちの様相を呈した。日本の途方もないバブル好況がはじけ、次いで「世界の成長センター」と持ち上げられた東アジア諸国が通貨金融危機に陥り、それは日本、ロシア、ブラジルへと波及した。その中で危機の衝撃波にビクともせず、アメリカ経済は好況を続け、EU諸国、日本をかなり上回る成長を実現しつつ、ついに21世紀に突入したのである。

このアメリカ経済の好況がどうなるかは、世界経済の今後を大きく左右せずにはおかまいであろう。今やそれは世界中の注目を集めている。

ついこの間までスタグフレーションやトリレンマなど難病の解明が焦点であったアメリカ、そして労働生産性の伸びの長期停滞の分析が盛んだったアメリカで、早くも「IT革命でアメリカン・ドリームがよみがえった」

「景気循環は克服した」という楽観的な「ニューエコノミー」論が台頭している。

だが、同時に、好況の牽引車役の株式ブームについてバブル化の懸念が話題になっている。事態の進行が1920年代に余りにも良く似ているというのである。しかもこうした議論はとりわけアメリカの外で強いといえる。果たしてどのように理解したら良いのか。そして株式ブームの行方は？

1990年代アメリカの株式ブームとその行方が世界から注目されるのは、あらためて言うまでもなく、まずそれが当面の世界景気を大きく左右するに違いないからである。

しかし、1990年代アメリカ株式ブームには、戦後世界の高度成長終焉後の、あるいはドル金交換停止・ブレトンウッズ体制崩壊後の世界経済に特有の問題が集中的に現れており、しかもそのようなものとしてそれは世界経済の展開にひとつの時期を画するような重要性を持っているのではないか。したがって、その分析には単なる一国の景気循環分析を超えた、世界大の、しかもひとつの時代の構造を捉える分析のフレームワークを必要とすると思われる。そのような観点から、1990年代のアメリカ株式ブームとその行方に迫りたい。

I 史上最長のアメリカ好況と『大統領経済報告』の説明

1991年3月を谷として始まったアメリカ経済の景気上昇は、2000年2月に106カ月を越え、アメリカ資本主義史上最長の景気上昇となった。この息の長い景気上昇はインフレを呼ばなかったところに大きな特徴があり、また息の長さの秘密もある。

1. 景気上昇の軌跡

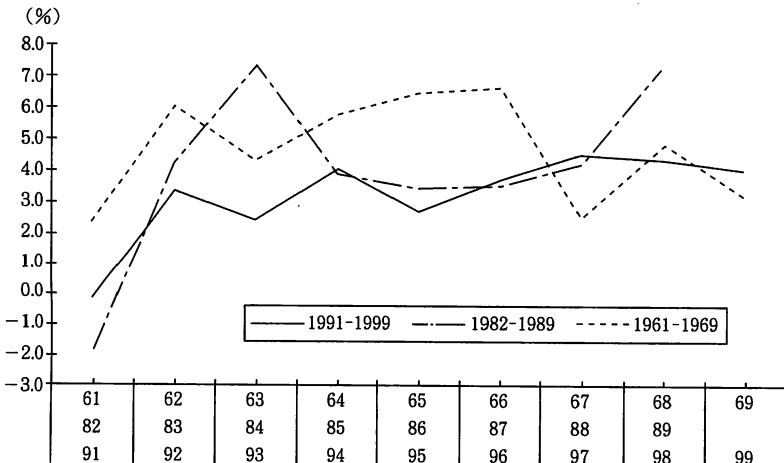
1990年代アメリカの景気上昇はどのような軌跡をたどったのだろうか。

GDP 実質成長率の推移を見ると（図 1-1），出だしが著しく弱々しく，過去 2 回の長期好況にとっても及ばなかった 91～95 年の前半と，ようやく過去の長期好況に並ぶかあるいはそれを上回る力強さを見せた 96～00 年の後半とから成り立っていることがわかる。

出だしが著しく弱々しかったのは，1980 年代末の不動産ブームがはじけた結果 S & L（貯蓄貸付組合）を初め金融機関が痛手を被り，家計も企業も重い債務負担にあえぎ，それらの後遺症が 90～91 年不況を越えて尾を引いたからであった。総支出の要因別に GDP 実質成長への寄与度を見ても（表 1-1），前半の時期には，住宅建設はともかく，設備投資がすぐには動き出していなかった。それに連邦財政再建がようやく軌道に乗り始めたため，いつも初期に刺激要因となる政府支出もほとんど貢献がなく，したがって主に個人消費頼みの上昇だったことがわかる。実際 93 年までは倒産も高水準，失業率も高水準で，特にジョブレス・リカヴァリーと呼ばれたのである。

この時期は，少なくともその前半は，好況とはいっても過去 2 回の長期

図 1-1 長期好況の GDP 実質成長率の推移



〔資料〕 The Economic Report of the President 2000.

表 1-1 GDP 実質成長への寄与度

(%)

	年	GDP 実 質 成長率	個人消費	民 間 投 資				輸 入	輸 出	政府支出
				民間固定投資			在庫変化			
				合 計	設備及び ソフトウェア	住 宅				
60 年代の 長期好況	1961	2.3	1.27	-0.05	-0.11	0.01	-0.05	0.08	0.03	1.04
	1962	6.0	3.09	1.23	0.61	0.46	0.57	0.25	-0.47	1.35
	1963	4.3	2.56	1.07	0.46	0.58	-0.08	0.35	-0.12	0.54
	1964	5.8	3.70	1.37	0.71	0.30	-0.12	0.63	-0.23	0.44
	1965	6.4	3.90	1.49	1.07	-0.15	0.66	0.10	-0.45	0.68
	1966	6.6	3.51	0.86	1.02	-0.43	0.58	0.33	-0.65	1.92
	1967	2.5	1.82	-0.28	-0.05	-0.13	-0.48	0.11	-0.34	1.67
	1968	4.8	3.47	0.99	0.40	0.53	-0.10	0.36	-0.70	0.75
	1969	3.1	2.33	0.90	0.57	0.13	0.00	0.27	-0.29	0.08
80 年代の 長期好況	1982	-1.9	0.88	-1.21	-0.42	-1.34	-0.71	-1.34	0.12	0.33
	1983	4.2	3.37	1.19	0.41	0.29	1.32	0.29	-1.13	0.69
	1984	7.3	3.50	2.67	1.43	1.95	0.63	1.95	-2.22	0.73
	1985	3.9	3.17	0.89	0.50	-1.06	0.06	-1.06	-0.65	1.32
	1986	3.4	2.73	0.20	0.16	-0.32	0.54	-0.32	-0.83	1.13
	1987	3.5	2.27	0.00	0.13	0.42	0.01	0.42	-0.62	0.64
	1988	4.2	2.68	0.58	0.56	-0.14	-0.02	-0.14	-0.41	0.25
	1989	3.5	1.72	0.42	0.52	0.17	-0.19	0.17	-0.43	0.55
	90 年代の 長期好況	1991	-0.2	0.10	-1.00	-0.15	-0.47	-0.26	0.65	0.05
1992		3.3	2.13	0.86	0.52	0.52	0.26	0.64	-0.68	0.12
1993		2.4	2.00	1.09	0.80	0.26	0.10	0.30	-0.94	-0.18
1994		4.0	2.52	1.28	0.89	0.37	0.61	0.88	-1.29	0.02
1995		2.7	2.04	0.88	0.90	-0.15	-0.41	1.07	-0.95	0.09
1996		3.7	2.22	1.39	0.91	0.29	-0.02	0.90	-1.04	0.21
1997		4.5	2.51	1.31	0.97	0.09	0.50	1.04	-1.65	0.42
1998		4.3	3.24	1.86	1.37	0.37	0.07	0.25	-1.43	0.31
1999		4.0	3.52	1.32	1.10	0.31	-0.33	0.38	-1.49	0.64

[資料] The Economic Report of the President 2000

の景気上昇期間のなかにははっきりと見分けられない、古典的時期区分で言う不況下の回復、あるいはシュピートホフの「第1期上昇」の性格を色濃く引きずっていたといえよう。

しかも、微妙な転機が95年であった。やっとエンジンがかかったばかりの景気上昇であったが、早くも95年には景気後退が起こるとの予測が有力になったのである。というも、長期金利が上昇し、連銀も続けざまに4回の利上げを行い、公定歩合を3%も引き上げた。これが住宅建設に否定的影響を与えた。それに94年12月からメキシコ・ペソの危機が発生して、アメリカの輸出は大きな打撃を受け始めたからである。95年前半に成長の減速は避けられなかった。しかし、この時は、ようやく動き出した設備投資が途切れることなく力強さを増したうえ、ドル安への転換による輸出の大きな伸びが貢献して、景気後退の懸念は杞憂に終わった。

後半の時期に入ると、しだいにIT関連を中心とする設備投資の牽引力が強まり、それに連れて雇用拡大が力強く進んだ。文句なしの好況である。

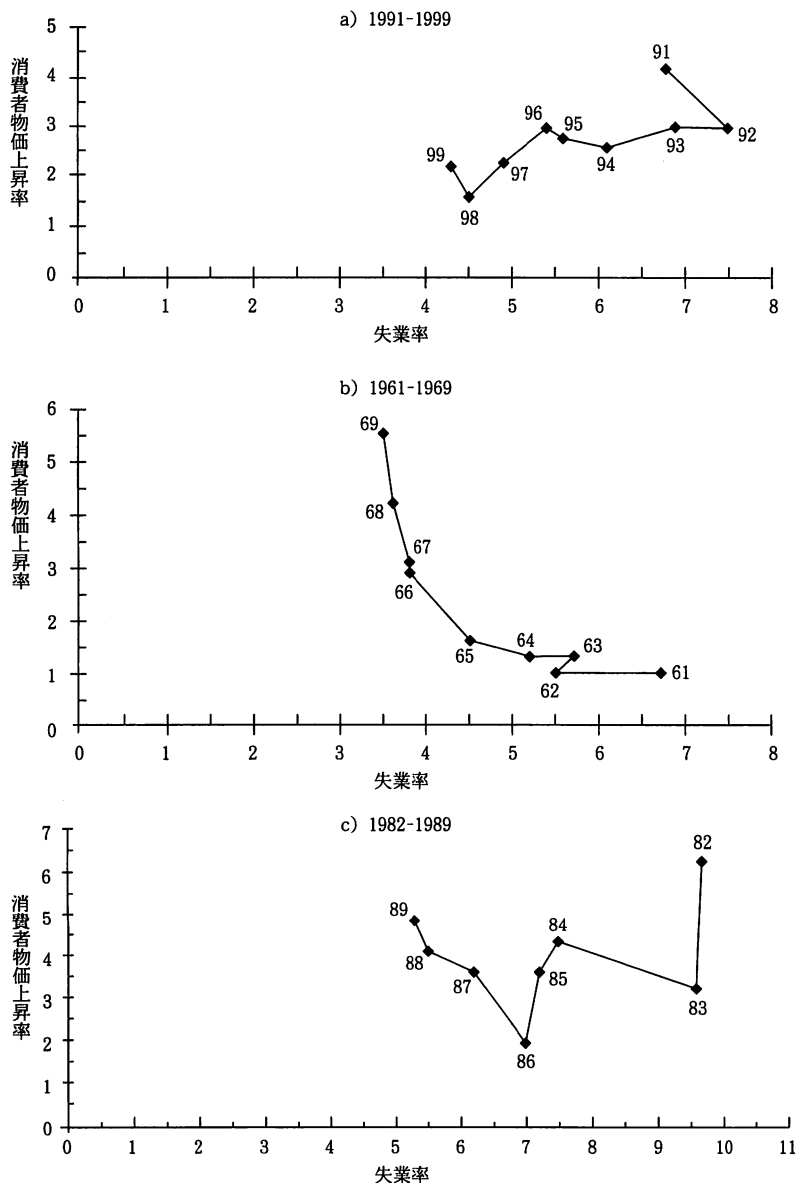
1992～98年の設備投資の実質伸び率は11.2%で、これは戦後のどの7年間の実績をも上回るものであった。(Tevlin, Whelan 00)

失業率は、それまでNAIRU（インフレ加速をもたらない失業率）が5%から7%の間にあると見られていたのに、その水準を越えて、97年末4.7%、98年末4.4%、さらに99年末4.1%へと下がった。非農業産業の時間あたり賃金も91年末の10.32ドルから99年末の13.46ドルへ30.4%上昇した。

それにもかかわらず、物価の安定が続いた。91年末に3.1%だった消費者物価上昇率は、97年末1.7%、98年末1.6%、99年末2.7%と落ち着いたままに推移した。失業率と消費者物価上昇率の関係を見た図1-2は、過去2回の長期好況と異なる今回の好況の特徴を紛れもなく示している。グラフはこれまでのところ典型的な左上りの進行を見せていないのである。

好況後期にいつも決まって現れてくる物価上昇という制約要因が表面化してこないことが、景気上昇の最長不倒記録を達成させたのである。

図 1-2 失業率と消費者物価上昇率



〔資料〕 The Economic Report of the President 2000.

しかし、98 年は実は激しい金融的動揺の年であった。東アジアの通貨金融危機に端を発した国際金融危機は日本、ロシア、次いでブラジルへ飛び火した。突然「質への逃避」の衝動に駆り立てられた資金はアメリカへ流れ込んだが、アメリカも危機の圏外にとどまることはできなかった。代表的なヘッジファンドの一つ、LTCM (Long Term Capital Management) が倒産の危機に陥ると、ニューヨークのマネーセンター・バンクや投資銀行のコミットメントが巨額であったため、一挙にアメリカ金融市場の崩壊の危機に直面したのであった。この危機は、関係銀行団の救済融資と連邦準備の機敏な 3 回に渡る利下げによって事なきを得、好況に終止符を打つには至らなかった。

2. 『大統領経済報告』はどう見てきたか

さて、クリントン大統領の経済報告はこの景気上昇をどう見てきたのか。年々の『大統領経済報告』は、アメリカ経済と自己の経済政策への自信を深めていったプロセスに他ならなかった。

(a) 1995 年の『経済報告』

好況がようやく本格化した後、1995 年の『経済報告』は、政府の経済戦略を次の五つの柱に絞り込んだ。

- 1) バランスの取れた漸次的な赤字削減計画によって国家財政を正常化すること
- 2) 政府および民間の投資を強化する諸施策によって、労働者と企業が急激な技術変化と経済のグローバル化から生まれる好機を生かせるようにすること
- 3) 過去 15～20 年間所得が停滞または低下した労働者家族への税額控除
- 4) より安く、より良く機能するように、連邦政府そのものを再創造すること
- 5) 貿易がアメリカ労働者に高い賃金の仕事口をもたらすますます重要

な源泉となっていることを認識し、グローバルな貿易自由化を推進すること

そして、93年包括財政調整法によって財政再建が軌道に乗って滑り出したこと（第1章）、94年の経済がマクロ的には順調であること（第2章）を確認する。

『報告』のマクロ経済の分析の基本は、一貫してケインズ派流の総需要＝総支出分析である。拡大を推進した鍵は事業の固定投資、とりわけ生産者耐久設備への投資にあったと述べ、以下消費支出、在庫投資、住宅投資の好調を指摘する。

そのうえで、第3章を持続可能な経済成長率の模索から労働生産性の停滞問題の検討に当てている。

楽観が頭をもたげ、大多数の分析かが信じている2.5%ではなく、もっと急速な、例えば5%ほどもの実質GDP成長率が持続可能なのではないかと考え始めたのである。ところが、1963年から1994年までの期間の平均実質GDP成長率は3.1%であったが、その内1963～72年の4.2%から1972～94年の2.6%へ落ちている。それは、要因別に見て、総労働時間の伸びの寄与がほとんど変わらなかったのに、時間あたりの生産物量の伸びの寄与が半分以下に落ちてしまったからであった。しかし、その先突っ込んで、時間あたり生産物量の伸びの停滞の原因を、労働の質的構成、資本集約度、開発研究費などに分けて要因別につきとめようとしたが、皮肉にも残渣の変化が極めて大きくなって、しかとした結論に到達できていない。そして生産性上昇のスローダウンという事実そのものが事業界の多くの人にとっては信じがたいこと、詳細なケーススタディに基づく生産性の水準の国際比較において、アメリカはドイツと日本を上回っているし、多くの技術革新——特にサービス部門における——がアメリカから始まっていることを指摘し、結局生産性を測る上での統計上の問題点に触れて終わっている。（ERP 95, 101-113）

このように労働生産性統計の計測に疑問を投げかけることで、この『経

済報告』は、労働生産性の伸びの停滞を疑う余地のない事実としてその原因を究明するというそれまでの生産性問題への接近方法を転換する転機となったといえる。

(b) 1996, 1997 年の『経済報告』

引き続き経済の好パフォーマンスを謳歌した 1996, 1997 年の『経済報告』は、インフレ加速をもたらさない失業率（いわゆる NAIRU）の検討に力を注いだ。

1996 年の『経済報告』は、失業率が 6% を下回り 5.6% 前後になったにもかかわらず、賃金も消費者物価も安定したままであるのは、NAIRU が低下したからだという観方を提起している。1980 年代には、失業率が 6% 以下ならコア・インフレ率が上昇し、6% 以上なら下降した。しかし、内外の競争の激化、労働組合組織率の低下、職の安全についての懸念、それらに加えて流動性が高くなったがって摩擦的失業の多い若年労働者比率の低下などの構造変化の結果、NAIRU は 5.5~5.7% に下がったというのである。(ERP 96, 53-54)

続いてクリントン大統領第 1 期の最後に当たる 1997 年の『経済報告』は、冒頭（第 1 章）でリベラリズムが経済についての二つの対立するヴィジョンに分裂した状況を踏まえ、これら両極の世界観をいわば止揚した第 3 のヴィジョン、経済哲学を発展させたことをクリントン政権の最も持続的な貢献と誇らかに語った。そして「過去 30 年を通じて最も健全な状態」に至った実績を要約した上で、マクロ分析としては（第 2 章）、NAIRU とその進化に焦点を当てる。現実の失業率がさらに 5.4% へ下がったので、96 年報告よりも分析の対象期間を広げて、1958 年以降 NAIRU は 5~7% の水準にあったことを確認し、しかも NAIRU は元々自然失業率仮説のもとで変化しないものとされてきたが、実は時間と共に変化する、と考えた方が現実合うと主張する。(ERP 97, 43-51)

『報告』は良く言えば柔軟に、悪く言えば事実の後追いで、融通無礙に

考えを変えたのである。その要因として、96年の報告に指摘したものに加えて、生産性の伸びの低下に伴う実質賃金引き上げ熱意の低下、持続的低失業の逆ヒステルシス効果などを挙げている。

(c) 1998年の『経済報告』

97年の経済の予期した以上の好結果（減速して2%の予測に対して3.9%の実質GDP成長率、5.3%の予測に対して4.9%まで下がった失業率、にもかかわらず上がるどころか2.2%にまで下がったコア・インフレ）を実現して、1998年の『経済報告』は一段と自信を深め、明らかに報告のトーン、構成が変わってくる。

『報告』は、1997年を経済成長の突発の年とし、マクロのパフォーマンスを概観した上で、現実がNAIRUに基づいた物価インフレ・モデルへ挑戦しているとの認識のもとに、インフレ・パフォーマンスとNAIRUの関係について立ち入って検討している。

NAIRUについて次のように言う。

「NAIRUの特定の値は、インフレ上昇を引き起こすことなく平均して持続できる失業率の最善の予測推計値を意味しているが、失業率がNAIRU以下に低下してもインフレが低下する期間、もしくはその逆の期間が存在するように、NAIRUの推計値は、ある程度不明確にならざるを得ない。」(ERP 98, 57)

前年にNAIRUの可変性を認めた『報告』は、今度はさらにその数値の不明確さを認めて、何とか凌ごうとしている。NAIRUはずいぶん分析の基準としての権威を落としてしまったわけである。

ともかく、『報告』は、NAIRUモデルの観点から判断すれば、アメリカ経済は長期的に安定するインフレとは両立しない失業率で展開しているが、「特別な、そしてたぶん一時的な要因が、物価と労働コストの上昇を妨げている、」それに、労働・財市場の構造変化がNAIRUのさらなる低下をもたらしたとする仮説は現在その根拠を示すことは困難であるが、

「NAIRU の推計値域に若干の下方修正を加えることは実際、正当である、」と説明している。

そして最後に、アメリカ経済は根本的な構造変化、それも「新時代」、
「新パラダイム」と呼ぶべきほどの変化を遂げたのかと問い、そのような多くの評価は極端で支持できない、としつつも、「相当の領域における基盤的变化」を確認して終わっている。(ERP 98, 62-63)

NAIRU モデルによる分析がほとんど役に立たなくなって、経済諮問委員会委員たちのニュー・エコノミー」論への傾斜がはっきりしてきたというべきであろう。

(d) 1999 年の『経済報告』

さて、アジア通貨金融危機に端を発した国際金融危機とそれを背景としたアメリカ金融市場の動揺を経験した 1999 年の『経済報告』の第 2 章は、総支出の分析の後、初めて金融市場に焦点を当てる。

海外諸国の金融危機がまず世界的な規模で安全なアメリカ資産へのシフトを生み、アメリカの金利低下と株価上昇を招いた。だが、続いてその金融危機がアメリカ国内の金融事情を劇的に変化させ、貸手と投資家の「質への逃避」を生んだ。近年投資家のリスク認識はずいぶん低下していたのに、より安全な資産を求める突然かつ驚くべきポートフォリオのシフトが発生した。この展開はクレジット・クランチの恐れを高めたが、連邦準備の機敏な FF レート連続引き下げが市場参加者の安全性と流動性への要求を鎮静化させた、という。(ERP 99, 56-63)

続いて、このような金融市場の急変にもかかわらず中断されなかった投資ブームを取り上げるが、その要因として、①急速な産出成長、②旺盛な利潤、③外部資金の即座の利用可能性、および④コンピュータ価格の著しい下落の四つを挙げる。そして、この投資ブームによる資本ストックの増大がインフレ抑制と生産性上昇に寄与したと指摘している。(ERP 99, 69-75)

(e) 2000 年の『経済報告』

1999 年 10 月に国民所得統計の重大な内容を含む修正が行われた。この修正は、2000 年の『報告』も認めるように、これまで必ずしも統計的に確認できず、したがって「ニュー・エコノミー」論をめぐる重要な論争点であった IT 革命による労働生産性上昇の加速の事実を確認したといえる。

クリントン政権第 2 期の総括となる 2000 年の『報告』は、これを受け、特別に第 1 章を「記録破りの景気拡大の維持」と題し、「1970 年代と 80 年代にあればはやったアメリカの長期展望についての気の滅入る見方は決定的に心得違いであったことがわかった」としたうえで、「90 年代景気拡大のエンジン」の第一に IT その他の技術革新投資をあげる。そして、拡大の特質として、①生産性の成長が、過去 2 回の長期好況の時とは異なり、後になって加速したこと、②失業率が 4% に近づいた時でさえコア・インフレ率が低く安定してきたこと、を指摘する。

次に、マクロ経済のパフォーマンスをみる第 2 章では、例によって総支出の各項目についての検討から始めるが、コア・インフレを抑制するのに寄与した要因として、①非石油輸入材価格の低位安定、②製造業セクターにおける予備能力の存在、すなわち「生産上のボトルネックの欠如」、③労働生産性の伸びが報酬の上昇を一部相殺したことを挙げ、インフレ期待が中期的にも低位に安定していることを指摘している。

その上で金融市場に目を移し、株式市場ブームを取り上げるが、90 年代の株式市場のパフォーマンスは真に例外的であったが、強気市場が持続した理由は、①投資家の要求するリスク・プレミアムの低下、②大量の無形資本を蓄積した法人に対する投資家の利潤期待の高まりにあったであろう、とする。そして、ちょうどそれと表裏の関係で、貯蓄については、GDP 対比のネットの国民貯蓄がまだ低いながらも過去 7 年間に約 3% ポイント増大した、「しかし、計測された国民貯蓄率は将来の消費を支える資産の蓄積を正確に描いていない」として、「株価の上昇がアメリカ企業の生産的能力の増大を反映しているかぎり——つまり、例えば無形資産へ

の投資、あるいはことにITへの投資への高い見返りによってそうなる限り——富のこの増大は、将来の持続可能な消費の実質増の前兆をなすものである」と踏み込んでいる。(ERP 00, 66-67)

今や株価高騰そのものが『報告』によってそっくり肯定され、したがってまたそれを拠り所に個人貯蓄率の異常な低下は問題視されず、逆にそれが株価上昇による金融資産の蓄積を反映していない点が問題とされているわけである。

そして『報告』は、「景気循環の終焉か」を問い、在庫縮減、安定化政策など景気循環を緩和する要因にふれたうえ、「現在の拡大は自分がまだ若いと感じている」として、「もちろん、景気循環が死んだと宣言するのは時期尚早である」が、「ローラー・コースターの上下運動を減らしたパフォーマンスを続けると信じる理由はある」と結論する。(ERP 00, 67-70)

最後に、「経済展望」において、過去4年間の労働生産性上昇の過去30年間のトレンドから離れた加速——新しい、より高いトレンド——を初めてクロズアップし、それが主として資本の深化、労働構成の変化、およびコンピュータの質的向上による以上、当分持続可能であろうと展望する。また、1995年と1996年の『報告』が用いた水準からNAIRUはさらに下がった証拠が増えたとして、それらを列挙している。

このようにファンダメンタルズの分析によって年々自信を深めてきた『大統領経済報告』の骨格にざっと目を通して見て、ひとつの重大な疑問が湧き上がってくる。

『報告』は、景気拡大の「推進力」あるいは主要な「エンジン」として設備投資、とりわけITを始めとする技術革新投資をあげる。

しかし、その設備投資はいったい何によってもたらされるのか。言うまでもなく、それは会社の投資、資本蓄積についての決断によってもたらされる。ところが、会社の投資、資本蓄積についての決断は、将来の利潤見通しと蓄積資金の調達の可能性とに依存している。そしてそれらを包括的

に、しかも敏感に表現しているものこそ株価動向である。

そうとするなら、会社の投資、資本蓄積の分析、わけでも株式市場の分析がもっと重視されなければならないのではないか。まして株式ブームが異常なバブルを引き起こしているのではないかという疑問が生じているとすれば、なおさらなことである。

『報告』は1998年、1999年、2000年と連続して株式市場についてふれてはいる。しかし、株価の算式の中で株価上昇の原因を分析するのみで、株式ブームの性格とその好況の中での役割について立ち入った検討を一切行っていない。ましてや株式ブームとLTCM破綻との関係についての分析など望みようもない。しかも、そのような検討、分析なしに、2000年の『報告』の場合、まさに逆立ちして、高い株価水準を正当化しそこから物を言うことになっている。

Ⅱ 好況を牽引した株式ブーム

史上最長の好況の進行とともに株式ブームが起こり、その好況の牽引車としての役割が目立って増大した。アメリカの株式ブームこそが世界の注目の的である。

この株式ブームはいったいどのような構造を持ち、好況の中でどのような役割を担っているのだろうか。

1. 今日の景気循環における株価変動の役割

分析の視角をはっきりさせておくために、最初に若干理論的な整理をしておこう。

今日の株式会社の時代における資本蓄積、景気循環において株価変動はどういう役割を果たしているのか。

1929～33年大恐慌分析をめぐる論争が今日まで延々と続けられているように、実はこの点についてのコンセンサスはいまだに得られていない。

ある人々は株価崩落はすでに始まっていた恐慌あるいはファンダメンタルズの下降を激化したに過ぎないといい、ある人々はブームの後の株価崩落こそが大恐慌を生み出したのだという。要するに、景気循環において株価変動の座る位置が定まっていないのである。

しかし、筋道を追って考えてみよう。

(1) 株価変動の影響と株価変動を規定する諸要因

まず、株価変動の経済活動へ与える影響として考えられるのは、基本的に次の二つである。

① 新株発行の増減を通しての企業活動への直接の影響

株価上昇は新株発行増加をもたらす。買い手の確保の見通しを与えて企業の新株発行による資金調達を容易にし、そればかりか創業者利得としてのキャピタルゲイン獲得のインセンティブによって新株発行を促すからである。そしてその調達された資金は主として企業の設備投資に向けられる。すなわち設備投資増加となる。株価下落はそれと反対の効果を生む。買い手の確保が心許なくなり、またキャピタルゲイン獲得のインセンティブもしぼんで、新株発行は減少し、したがって設備投資も減少する。

② 資産効果を通しての企業活動への間接（直接）の影響

株価上昇は株の持ち手に資産効果をもたらす。すなわち株を売却した場合には現実にキャピタルゲインを獲得し、株を持続した場合にも市場評価のうえで金融資産が増加する。したがって、株の持ち手が個人の場合、実現したキャピタルゲインはその一部を株式等の金融資産または不動産の購入に当て、多かれ少なかれ残りの一部を消費に振り向ける。そればかりか、株を持続し、市場評価の上で金融資産が増加したに過ぎない部分についても、財布のひもをゆるめ、変動リスクを考慮した上多かれ少なかれその増加の一部を消費に振り向ける。この資産効果による消費増加は家計の貯蓄率を押し下げることになる。

そしてこの消費増加分は企業の売り上げ増→生産増→利潤増をとおして、企業活動の拡大、投資増へ間接的にインパクトを与える。株価下落はそれと反対の効果を生む。逆資産効果である。すなわちキャピタルロスをこうむり、あるいは市場評価の上で金融資産が減少するので、財布のひもを締め、消費をきりつめる。減少した金融資産の穴を埋める方向へ貯蓄率は上昇することになる。

なお、株の持ち手が産業企業や金融機関の場合には、投資が直接影響を受けることになる。

次に、経済活動は株価変動にどのように影響するのか。株価の上昇と下落は何によって決まるのか。企業株式の時価総額とは、その企業の期待利益を資本還元したもの、あるいは将来にわたる期待利益を割引いた現在価値であり、株価はそれを総株数で割ったものである。資本還元あるいは割引に用いられるのは証券市場で支配的な長期利率に危険プレミアムを加えたものである⁽¹⁾。

ここからただちに明らかなように、株価はそれぞれの企業の払い込み資本利潤率（あるいは株主資本利潤率）と金融市場の利率という二つのファンダメンタルズによって規定されている。利潤率が上昇し利率が下落すれば、株価は上昇する。利潤率が下落し利率が上昇すれば、株価は下落するわけである。しかし、利潤率にも利率にも期待の要素が絡む。現在のファンダメンタルズによって一義的に決まるわけではない。分母に長期利率は比較的安定的であるといえるが、危険プレミアムは多分に主観的である。こうして、株価は、ファンダメンタルズによって根本は支配されながら、将来への期待の変化によって大きく独自の変動を起こすことになる。

(2) 景気循環における株価変動の位置

ところで、このような株価変動は20世紀の株式会社時代の景気循環の中にどのような位置を占めるのか。

それは前時代、すなわち19世紀の古典的な個人企業の時代の景気循環と対比してみると、明らかになる。

19世紀の古典的な個人企業の時代には、繊維工業など軽工業が主流で、産業資本の構成で固定資本が占める比率はまだ小さくなく、しかもその外に世界大に翼を広げ、期間が長く変動も大きい商品流通に携わる商業資本が大きなウェイトを持っていた。したがって、古典的な好況は、常に製品輸出増→生産増→利潤率上昇→投資増加となって進んだが、また製品輸出伸び悩み、内外での製品在庫累積が原材料と食料輸入の激増とともに局面の転換を準備したのであった。繊維工業関連の投資は基本的に利潤の蓄積によって行われねばならなかったし、その投資の重要な部分が労働者の雇用や原料購入のための流動資本への投資であった。設備投資は動き出すのに時間を要したし、動き出してから商品流通の変動を圧倒するほどの影響力を持ったわけではない。当時の景気循環は、周期を決める上ではやはり設備投資の役割が決定的であったが、巨大な在庫変動に振り回される優れて流動資本的な循環であった。在庫循環の役割も極めて大きかったのである。好況に終止符を打ったのは、国際収支の悪化→金流出に強制された中央銀行の厳しい金融引き締めと貨幣恐慌の発生であった。

19世紀末からの株式会社の時代には、鉄道業、次いで重化学工業が主流となった。これらの産業の固定資本は巨大化し、流通期間はむしろ短くなった。固定資本比率は著しく高まったわけである。当然景気循環の進行において設備投資が持つウェイトが大きくなった。そしてこれらの産業の企業は株式会社であったから、個々の企業の利潤の蓄積に縛られることなく、社会的に資金を集めていち早く設備投資を開始することができた。したがって、前の時代とは異なり、設備投資が動き出すことが好況を決定づけた。そして、国によって異なったが、中心国では特に証券の国際的な発行と流通も加わって、前の時代のように必ずしも激しい金流出が起こらず、したがってまた前の時代のように必ずしも貨幣恐慌を経ることなく、設備投資が縮小に向かうと、景気局面全体を転換させることになったのである。

景気循環は優れて設備投資循環となったわけである。そして、すでに見たように、株価変動こそがこの設備投資の波の上下を引き起こす契機にはかならなかった。

言うまでもなく、株式会社の時代においても、好況は売上増→生産増→利潤率上昇をもって始まった。しかし、それがただちに（あるいは期待の先行によって先回りさえして）株価上昇を引き起こし、設備投資を動き出させた。しかもそのウエイトが大きいため好況を決定づけたわけである。

(3) 株価変動と設備投資の関係

ここまでの整理に余り重大な異論は出ないであろう。しかし、まだ十分ではない。

株価変動が設備投資の波の上下を引き起こす契機だとしても、設備投資は果たして株価の変動によってのみ規定されるのだろうか。

企業の設備投資は企業の内部資金と企業外から調達される社会的資金を資金源として行われる。キャッシュフローとして一括される企業の内部資金は、固定資本の償却基金の積立と利潤の内部留保とによって形成される。新産業の勃興と急激な集中合併の時期を経て産業の寡占体制が成立すると、利潤の内部留保の比率がしだいに高くなり、他方で成熟した産業の投資機会は減少した。このため寡占企業は設備投資のほとんどの部分を内部資金で賄うことができるようになっていった。こうした寡占企業の設備投資の意思決定は確かに直接には株価に左右されなくなっていったと言える。しかし、外部資金への依存度の依然として高い非寡占企業の場合、あるいは新興産業の企業の場合にはその設備投資の意思決定が株価の動向に左右される度合いは大きかったであろう。また、寡占企業の場合にも、株価の動向を無視して設備投資の意思決定を行うわけには行かなかったであろう。なぜなら、仮に長期利子率の影響は無視すれば、株価下落はその企業の期待利潤率の低迷の結果、株価上昇は期待利潤率の上昇の結果に他ならないからである。要するに、株価とは市場が行う企業の評価、資本としての評

価である。株価に表現される期待利潤率を上昇させる方策を講じてからでなければ、あるいは少なくともその発表が期待利潤率を上昇させるような設備投資計画でなければ、新規の設備投資の意思決定はむづかしいといふべきである。

設備投資の波の上昇と下降は、こうして今日でも結局株価変動によって、あるいはもう少し譲歩的に言えば、そのもとの株価変動を規定する諸要因によって規定されている。この点の認識が決定的に重要である。1929年大恐慌の研究者の多くにこの点の認識が、それにもうひとつ加えて言えば、このファンダメンタルな規定から相対的に独立して動き出す株式投機そのものの金融市場に与えるインパクトの大きさの認識が、欠けているか不十分なのである。しかし、彼らがしたように株価変動を過小評価し、あたかもファンダメンタルズの変動の付けたりであるかのように取り扱っては、決してならない。株価変動は単に数ある景気指標のひとつ、単なるシグナルであるわけではない。これこそが今日好況の牽引車となる設備投資の波の上下を規定するものだからである。

もうひとつ問題がある。外部資金の調達には、株式発行による以外にも、社債発行、金融機関の長期貸付による方法がある。確かに、株式発行が困難な状況で社債発行や長期貸付によって設備投資資金を賄い、市況が好転してから株式発行を行うというやり方が多用されてきた。これらの方法には一定の代替性が認められるのである。これらの代替的方法是、株価の変動が設備投資の波の上下を規定する力を弱め、企業活動のスムーズな進行を助ける働きをしているといえよう。しかも社債の中には転換社債のようなものもあり、株式との境界が微妙なものもある。したがって、分析に当たっては視野を広げ、これらの代替的方法の動向についても併せてみてゆかななくてはならない。

2. 1990年代アメリカの株価上昇と証券発行ブーム

まず、1990年代アメリカの史上最長の好況過程における株式ブームの

実態の確認から始めよう。

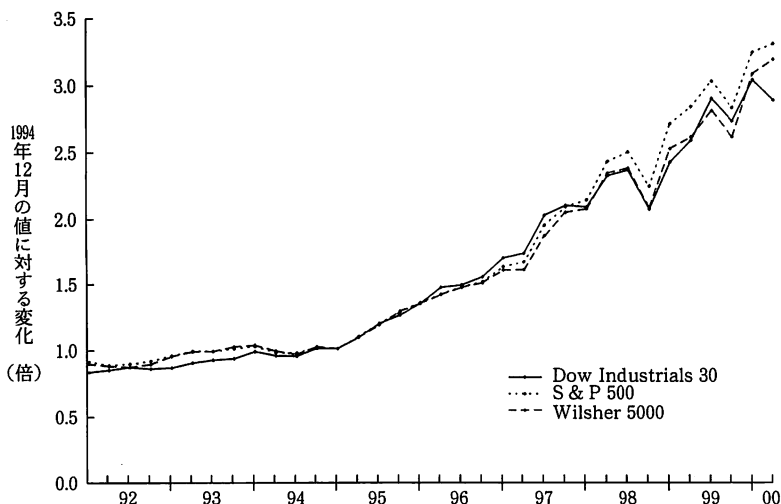
(1) 激しい株価上昇と取引高の増大

90年代アメリカの株価上昇はどのようなものであったか。

図 2-1 が、94 年中の連銀の金融引き締めで停滞した後のダウ工業 30 種平均株価指数、S & P 500 種平均株価指数、それにウイルシャー 5000 種平均株価指数の激しい上昇を教えてくれる。

ダウ工業 30 は、94 年 12 月末の 3834 から始まって、97 年秋の停滞と 98 年秋の短い深い落ち込みはあったものの、98 年 12 月末の 9181 までほぼ一本調子に上昇し、99 年に入って 10000 の大台を超え、連銀の金利引き上げが始まるとさすがに足ぶみしたが、なおも止まらず、10~12 月に大きく上昇して 11497 で終えた。94 年末から 5 年間で実に 307% に上った。91 年末からの 8 年間では 362% であった。S & P 500 も、94 年 12 月末の 459 から上昇し始め、97 年末あたりからダウよりも早いペースで上

図 2-1 株価上昇の軌跡（1994 年 12 月末の値を 1 とする）



【資料】 ドイツェ銀行。

昇した。99年にはやはり足ぶみが見られたが、結局10～12月にさらに上がって1469で終わった。94年末から5年間で320%に、91年末からの8年間では333%であった。各年末の指数と年間の上昇率は表2-1のとおりである。95年中の上昇率が高いが、その後史上例のない5年続いての二桁上昇、それもほとんど20%以上の上昇を年々記録したわけである。

ニューヨーク・タイムズは、1998年年頭に「今年はソフト・ランディングの年」と展望し、当たらず、1999年年頭には予測のリサイクルとして「今年はソフト・ランディングの年」と展望した。しかし、再び当たらなかった。(NYT 98/1/4, 99/1/4)

株価は一様に上昇したのではない。当初からIT関連株、バイオ関連株の上昇が著しく、特に99年に入ってから是一般株が広汎に下落する中でIT関連株、バイオ関連株がさらに激しく上昇を続けるという展開となった。99年には株価は2極化したのである。

ウォールストリート・ジャーナルは、周辺にあったインターネットが爆発し、その爆風の嵐がウォール街を捉えた、そして取り引きをコントロールする座は仲介業者から投資家へ移る、と報じる。実際、メリルリンチが

表2-1 株 価 上 昇 率

	ダウ工業30		S & P 500		ウイルシャー 5000		ナスダック	
	指 数 (年末)	上昇率 (年間)	指 数 (年末)	上昇率 (年間)	指 数 (年末)	上昇率 (年間)	指 数 (年末)	上昇率 (年間)
		%		%		%		%
1991	3168.8	20.3	417.09	26.3	4041.1	30.3	...	...
1992	3301.1	4.2	435.71	4.5	4289.7	6.2	...	...
1993	3754.1	13.7	466.45	7.1	4657.8	8.6	...	...
1994	3834.4	2.1	459.27	— 1.5	4540.6	— 2.5	...	...
1995	3117.1	33.5	615.93	34.1	6057.2	33.4	...	...
1996	6448.3	26.0	740.74	20.3	7198.3	18.8	...	...
1997	7908.3	22.6	970.43	31.0	9298.2	29.2	...	...
1998	9181.4	16.1	1229.23	26.7	11317.6	21.7	2192.7	39.8
1999	11497.1	25.2	1469.25	19.5	13817.7	22.1	4069.3	85.6
1999/1991	3.63		3.33		3.42		...	

【資料】 ドイッチェ銀行および *The Wall Street Journal*.

組織の全面的なオーバーホールを通してオンライン株取引引きに乗り出す決断をしたし、ニューヨーク証券取引所は今やインターネットと競争してその中心的地位を守らなければならない状況にある。(WSJ 00/1/3)

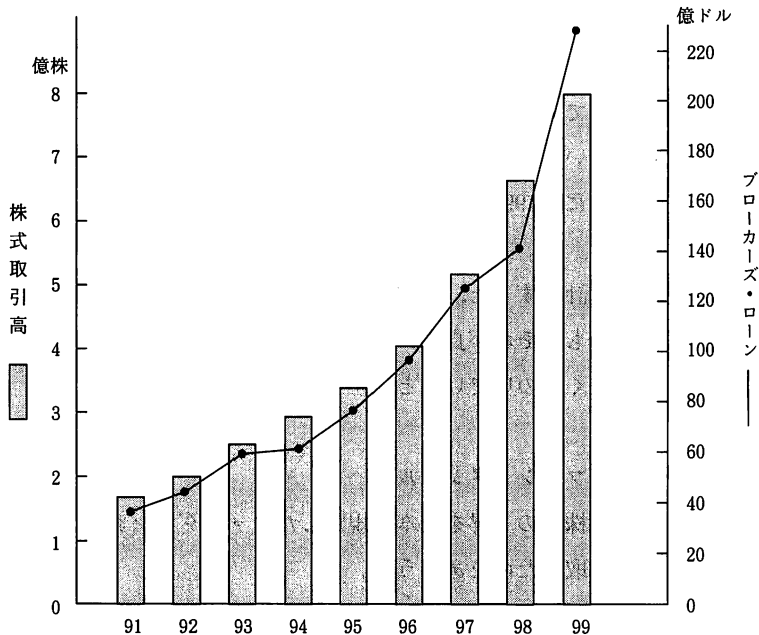
マイクロソフトなど IT 関連株の主力はニューヨーク証券取引所に上場せず、新興のナスダックにのみ上場しており、しかもそこで大きなウェイトを占めている。(3 社で時価総額の 1/3) したがって、ナスダック株価指数は 98 年に 39.8%, 99 年に 85.6% の異常な上昇を記録したのであった。99 年の記録はアメリカ証券取引史上例のないものであった。なお、98 年に S & P 500 の上昇がダウ工業 30 のそれを上回ったのは、S & P 500 がマイクロソフトを組み入れたのに、ダウ工業 30 はそうしていなかったからであり、99 年に入って逆にダウ工業 30 の上昇が S & P 500 のそれを上回ったのは、ダウ工業 30 が 4 銘柄の入れ替えを行って、マイクロソフト、インテルなど IT 関連株を組み入れたからであった。

こうして株価動向を全体として捉えること自体がむづかしくなっている。それを最も総合的に見ることができるのがウイルシャー5000の指数である。これは資産運用サーヴィス会社のウイルシャー・アソシエイツが1974年に開発した株価指数で、ニューヨーク証券取引所、ナスダック、アメリカン証券取引所から選んだ約7000の銘柄の株価を時価総額で加重平均したものである。カヴァー範囲が最も広く、しかもその時価総額の変動を忠実に反映するところから、機関投資家が活用するほか、連邦準備理事会議長のグリーンズパンも最も重視しているといわれる。(日経 00/4/16)

最後に、このウイルシャー5000によって全体動向をまとめておけば、94年末の3.84から、97年秋の停滞、98年秋の短い鋭い落ち込み、99年春の停滞を経て、99年末7.28に終わった。94年末からの5年間で190%、91年末からの8年間では342%に上昇した訳である。

株価上昇につれて株式取引も著しく活発化した。(図2-2) ニューヨーク証券取引所の株式取引高は91年の1.8兆株から99年の8.0兆株へ、4.5倍に増大した。それに伴って、ブローカーズ・ローンも91年の367億ド

図 2-2 株式取引高とブローカーズ・ローン (NY 証券取引所)



〔資料〕 FED, *Federal Reserve Bulletin*.

ルから 99 年の 2285 億ドルへ、6.3 倍に膨張した。

ナスダックにまで視野を拡げると、情景はいっそう劇的である。ナスダックはもともと店頭株市場の一つであるが、99 年秋には上場株の時価総額でニューヨーク証券取引所の 2/3 以上にまで肉薄し、また日々の取引高ではすでにこれを大きくしのぐまでになった。取引熱は新興のハイテク株集中度の高いナスダックをあっという間にひのき舞台へ押しあげたのである。

ともあれ、99 年の株式市場の回顧の特集において、ウォールストリート・ジャーナルは「株は成層圏に近づく」と題し、天空に上がって行く風船に人々がぶら下がっている絵を描いた。(WSJ 00/1/3)

過去 2 回の長期好況の場合、1960 年代の好況においては、60 年 12 月末から 68 年 11 月末までに、ダウ工業 30 は 59.9%、S & P 500 (～68.12) は 87.5% の上昇であり、1980 年代の好況においては、二つの山があったが、

本格的に上昇した 82 年 7 月から 87 年 8 月までに、ダウ工業 30 は 3.29 倍、S & P 500 は 3.08 倍、90 年 7 月までだと、ダウ工業 30 は 3.59 倍、S & P 500 (～90.5) は 3.37 倍であった。

このように比べてみると、1980 年代の株価上昇は高率のインフレの進行を背後に持っていて、それで 1960 年代の好況とは様変わりなほどの上昇率を記録したのに、1990 年代の株価上昇はインフレなしでそれに匹敵することがわかる。言い方を変えれば、株価上昇率を物価上昇率で割った実質株価上昇率を計算すると、今回の株価上昇の方がはるかに高いということになる。しかも、それが長期にわたって持続し、持続期間の点でもすでに前 2 回を大きくしのいでいるといえる。

(2) 株価上昇とファンダメンタルズ

ところで、この株価の上昇を根本で規定したファンダメンタルズはこの間どのような値を取ったのであろうか。

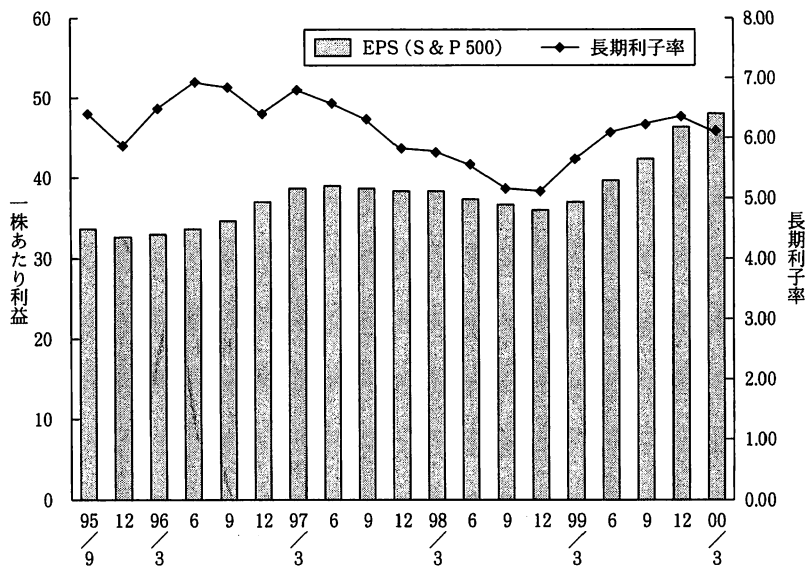
S & P 500 について、期待の要素を含まない現実の 1 株あたり利益 (EPS) と長期金利のこの間の動向を見ると、図 2-3 のとおりであった。

株価と比例的な関係に立つはずの 1 株あたり利益は、91 年第Ⅳ四半期の 15.91 ドルの底から 94 年第Ⅳ四半期の 30.59 ドルまでいち早く上昇していたが、その後も緩やかに上昇し続け、97 年第Ⅲ四半期に 40.64 に達した。その後やや下落したが、99 年に入ってふたたび上昇し、第Ⅳ四半期には 48.27 ドルであった。これに対し、株価と反比例的関係に立つはずの長期金利は、91 年半ばの 8.5% から緩やかに下落したものの 94 年中に連銀の引き締めの影響を受けやや反騰し、同年末には 8.0% にとどまった。その後の下落の方が本格的で、98 年 10 月には 5.2% まで下がった。ただしその後緩やかな上昇に転じている。

このファンダメンタルズと株価との関係はどうなっているのか。

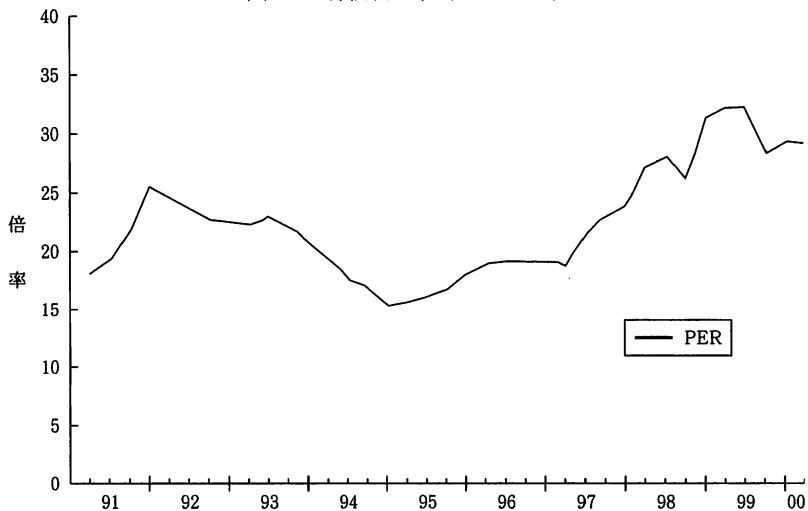
S & P 500 で株価収益率 (PER) を取ってみると、図 2-4 のとおりである。好況の出発点で 20 倍を割っていた株価収益率は、急上昇して 91 年末

図 2-3 一株あたり利益と長期利率の推移



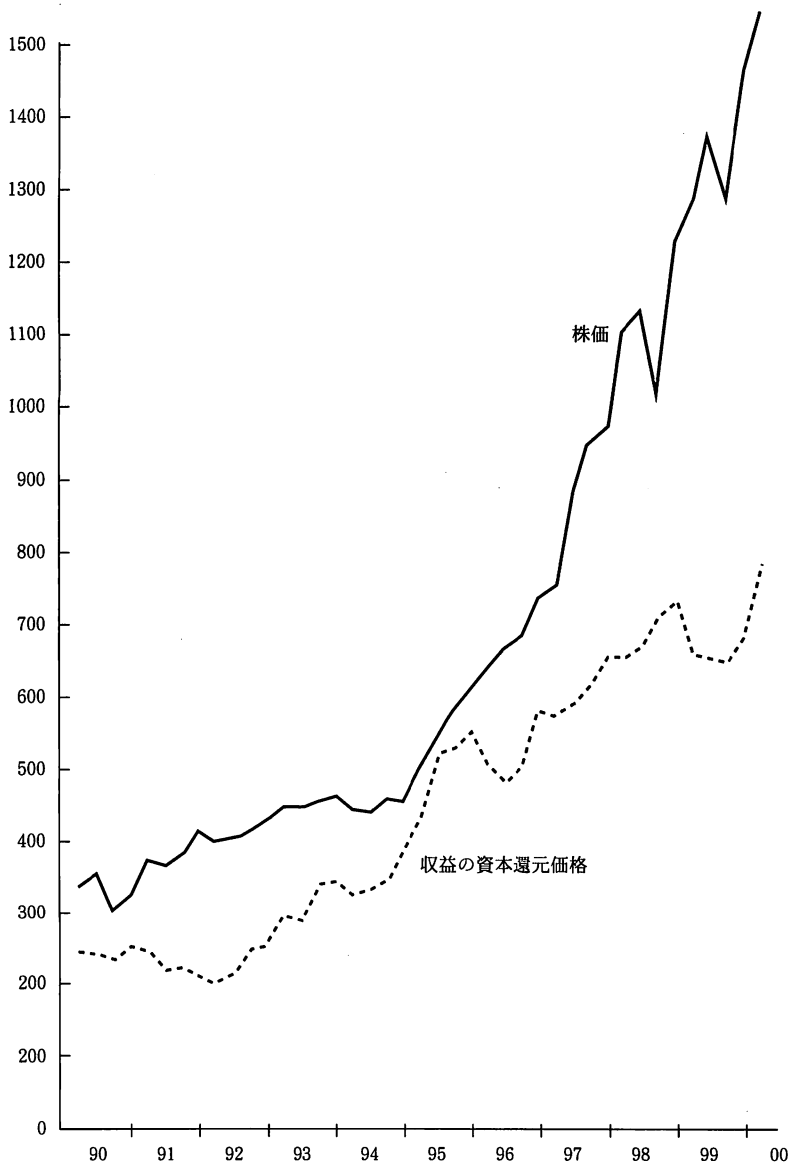
[資料] ドイツ銀行。

図 2-4 株価収益率 (S & P 500)



[資料] ドイツ銀行。

図 2-5 株価と収益の資本還元価格



(資料) ドイツ銀行。

26 倍をつけた後、低下して行き、95 年春 15 倍前後にまで落ちた。その後一本調子に上昇し、99 年春には 33.5 倍にまでのぼったが、その後も 30 倍前後を続けている。

また、S & P 500 で資本還元価格（収益還元価格）を取り、株価をこれと比較してみると、図 2-5 のとおりで、95 年以降両者は乖離し、94 年末に資本還元価格の 1.04 倍であった株価は、99 年末には 2.02 倍となっている。

これとは別に、非農業非金融会社全体について株価純資産倍率を計算しても、やはり 94 年末までは純資産額を下回っていた株式時価総額が 95 年以降純資産額を引き離して上昇し、99 年末にはやはり 2 倍を越えるに至っている。（表 2-2）

(3) 証券発行ブーム

このようにかつてない株価の著しい、しかも長期に持続した上昇は、新証券の発行を活発にしたことは言うまでもない。

表 2-2 非農業非金融会社の株価純資産比率

	時 価 総 額 ①	純 資 産 ②	株価純資産 比 率 ③ (=①/②)
	10 億ドル	10 億ドル	%
1991	4014.0	4906.1	81.8
1992	4370.1	4613.2	94.7
1993	4851.6	4681.4	103.6
1994	4815.9	5063.5	95.0
1995	6435.0	5484.3	117.3
1996	7618.6	5785.3	131.7
1997	9661.1	6327.2	152.7
1998	11561.0	6881.6	168.0
1999	14774.0	7316.8	201.9

[資料] FED, *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstandings 1991-1999*.

1990年代のアメリカの金融部門も含む全会社の株式および社債の発行の推移は、統計の集計方法が変わって読み取りにくいですが、表2-3のとおりである。

① 新株の発行は、まず90年の底から93年にかけ3.1倍に増加、金融の引き締まった94年に急減したが、ふたたび増勢に転じ、96年に公募発行のみで1220億ドルを記録した。その後高原状態を続けたが、ピークは99年で、公募発行のみで1314億ドルであった。間違いなく株価上昇は株式発行ブームをもたらしている。

ベンチャー・キャピタルへの投資が活発で、IT関連未公開株の公開ブームが起きており、一般の個人投資家もこれに参加している。(日経 00/3/30) 99年の株式公開はインターネット関連を中心に最高の690億ドルを記録した。(日経 00/1/12) その中で、インターネットなど有望事業部門の収益や資産を反映して価格が変動する株式、トラッキング・ストックの発行があい次いでいる。(日経 99/7/29)

もっとも、全新規発行額のわかる93年末のアメリカの会社株式時価総額は6兆3066億ドルなので、この年の新規発行額1225億ドルはその1.9%に過ぎなかった。株式だけ見ると、ブームは余り大したことはない。

表2-3 アメリカの全会社の証券発行額

(10億ドル)

	全発行額	株 式				社 債	
		計	不動産・金融 を除く部門	不動産・金融 部門 (2)	計	不動産・金融 を除く部門	不動産・金融 部門 (2)
1990	339.1	40.2 (23.4)	20.5	19.7	298.9	129.6	169.3
1991	465.2	75.4 (65.3)	49.9	25.5	389.8	170.2	219.6
1992	567.6	96.1 (78.4)	54.5	41.6	471.5	198.6	272.9
1993	769.1	122.5 (101.6)	51.5	61.0	646.6	245.8	400.8
1994	583.2	85.2 (60.4)	34.5	46.7	498.0	117.6	380.4
1995	673.8 (554.5)	100.6 (68.8)	54.2	47.4	573.2 (487.5)	156.9	416.3 (369.7)
1996	(773.1)	(122.0)	(80.5)	(41.5)	(651.1)	(167.9)	(483.2)
1997	(929.3)	(117.9)	(60.4)	(57.5)	(811.4)	(222.6)	(588.8)
1998	(1128.5)	(126.8)	(74.1)	(52.6)	(1001.7)	(307.9)	(693.8)
1999	(1073.1)	(131.4)	(110.7)	(20.7)	(941.3)	(294.0)	(647.3)

【資料】 FED, *Annual Statistical Digest 1990-1995*; *Federal Reserve Bulletin*.

【注】 (1) () 内は private placement を除く public issues。

(2) 不動産・金融部門欄は96年以降金融部門欄となる。ただし別に不動産部門は立てられておらず、従来どおりここに含まれていると思われる。

実は80年代末以来この不振の打開が関係者にとっての課題となっている。
(北條 92, 277)

② ところが、社債の発行は、株価動向によって直接支配されるものではないが、やはり90年の底から93年にかけて2.2倍に増加、94年には同じく急減したが、再び増勢に転じ、98年まで増え続けた。98年には1兆ドルを越えた。97、98年の増加が特に著しい。(林 99 夏)

相手の資産を担保に資金を借り入れて敵対的な買収に乗り出そうとするLBO (Leveraged buy out) は80年代に盛んに行われた後、ジャンク・ボンドを利用して自己資金比率が小さい点で批判を浴び下火になっていたが、90年代末から再び増加してきている。また、銀行等が貸付債権を証券化して売り出す動きも急増した。(WSJ 00/2/1)

93年末のアメリカの会社の社債残高は2兆2618億ドルで、この年の新規発行額はその28.6%に相当した。

証券発行ブームとはいえ、いびつな証券発行構造を持っていた。株式は少なく、社債発行が圧倒していたわけである。

部門別に見ると、新株では、通常その他の産業部門が不動産金融部門を上回っているが、好況後半の増加が著しい。社債では、貸付資産証券化の急増を反映して不動産・金融部門の発行が圧倒的に大きい。98年にピーク、その他の産業部門も98年にピークを記録している。

ただ、アメリカ経済は、今回の好況の中で過去2回の長期好況時を断然上回るM&Aブームを迎えており、大型の合併や買収があいつでいる。M&A公表件数は97、98年に8000件弱、その時価総額は98年に12兆ドルに迫っている。そのうちの半分強は現金買いである。(橋本 00 冬)

しかし、他方では、インターネット関連などで株高を背景に株式交換方式が活発化している。(日経 99/7/29) ともあれ、そのための買収資金調達のための株式および社債の発行やまたそれに対する防衛のための自社株償却が盛んに進行している。それに社債発行の相当部分が転換社債で、後に一部は実際に株式に転換される。なお、社債発行の大きな部分が借り換え

のためのものである。

そこでネットの株式・社債の発行を見ると（表 2-4）、驚くべき実態が浮かび上がる。アメリカの会社のネットの株式発行は 94 年から純減に転じ、98 年には 2759 億ドルもの純減を記録している。盛んな新株発行にもかかわらず、全体としての払込資本金額は減少し続けているわけである。アメリカの会社の、推定を交えた新株発行額からネットの新株発行額を差し引いたものは、M & A または自前の株式償却や破産整理等による株の消滅を表すはずである。この数字は 94 年から目立って増え始め、98 年には 6486 億ドルに上っている。この間純増を記録し続けたのは、この表から除外した外国の会社にほかならなかった。

アメリカの会社のネットの社債発行は逆に 95 年から目立って増え、98 年には 5105 億ドルに達している。これは、社債償還および借り換えを差し引いたこの部門全体のネットの資金調達を表すはずで、一見すると企業の資金調達は株式よりもむしろ主として社債によっていたかに見える。しかし、事態は少々複雑で、ネットの社債発行の純増額はネットの株式発行純減額とほぼ対応して増えていると見ることができる。実は社債によって資金調達をして盛んに M & A やそれへの防衛の株式償却が行われたわけである。

表 2-4 アメリカの全会社の純証券発行額

	全発行額	株 式	社 債
1991	97.1	18.3	78.8
1992	94.6	27.0	67.6
1993	96.5	21.3	75.2
1994	-21.6	- 44.9	23.3
1995	32.8	- 58.3	91.1
1996	46.8	- 69.5	116.3
1997	36.1	-114.4	150.5
1998	-48.3	-267.0	218.7
1999	87.2	-142.7	229.9

[資料] FED, *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstandings 1991-1999*.

以上から明らかなように、古典的なイメージの単純な株式発行ブームとはいえないいびつな事態の進行である。好調なファンダメンタルズを背景にしてではあるが、M & A とそれに対抗的な自社株消却とで株価上昇を加速したに違いない。その意味で株価上昇は多かれ少なかれフィナンシャルな性格を持っているといえる。そしてその手段として主に社債が多発されたわけである。

したがって、この証券発行ブームを単純に設備投資ブームに結びつけて理解するわけにはいかない。

すでにみたように（表 1-1）、90 年代好況の設備投資は年を追って力強くなり、過去 2 回の長期好況のそれに比べても、それらに劣らぬ大きな寄与を実質 GDP 成長に対して行っている。だが、多国籍化した会社は、国内の設備投資ばかりか、戦略的な海外直接投資をも推進しなければならなかった。そのうえ、すでに確認した特異な証券発行ブームを作り出しつつ、盛んな M & A に必死に対処しなければならなかった。したがって、対象を設備投資のほとんどを担った非農業非金融会社に絞り、その資本蓄積の全体をつかむこと、すなわち新規資金を必要とする戦略的支出全体およびそのための資金調達全体を総合的につかむことが必要で、そのうえで設備投資をその全体の中に位置付けてみなければならない。

ただ、そのためには、現行の連邦準備の非農業非金融会社の資金フロー表では分類方法が不十分なので、それを加工し、さらに連邦準備の別の金融統計を利用し、若干の推定を加えた上で、ドッキングさせてみる作業が必要となる。

3. 株価上昇と非農業非金融会社の資本蓄積

(1) 非農業非金融会社の戦略的支出

まず、戦略的支出あるいは広義の資本的支出として、①「資本支出」(capital outlays)⁽²⁾、②海外への直接投資、③M & A および自社株買いによる株式消却を捉えよう。これらこそ会社の経常的活動から区別された

広い意味での資本蓄積活動にほかならない。

このうち③を確かめるのに困難が伴う。Federal Reserve Bulletin の株式発行額と Flow of Funds の株式純発行額との差には、M & A における買収、株式交換による吸収合併、および自社株買いによる株式消却のほかに、破産・解散による会社消滅の結果としての株式減が含まれているとみられる。しかし、それ以前に、株式発行額の発表方法の変更（おそらくは集計の困難があるためであろう）により、94年には全体の約3割を占めていた私的割当（private placement）による発行額を95年以降知ることができない。したがって、大まかな推定を行ってみるしかない。

戦略的支出あるいは広義の資本的支出の推移は表2-5のとおりである。

① そのほとんどが設備投資とその他構築物への固定投資からなる非農業非金融会社の「資本支出」は、91年の4083億ドルから増え続け、99年に8998億ドルに達した。そのうちの固定投資も同じく増え続け、91年の4125億ドルから99年に8461億ドルに達した。物価安定のもとで年々二桁増のペースを続け、8年間で2倍以上の水準への増加であり、設備投資

表 2-5 非農業非金融会社の資本的支出

(10億ドル)

	合 計	資 本 支 出 Capital outlays	M & A, 自社株 買い等による株 式売却	海外直接投資
1991	476.1	408.3	31.6	36.2
1992	510.7	441.5	27.5	41.7
1993	599.9	501.3	40.2	58.4
1994	748.1	585.7	83.4	79.0
1995	856.1	653.5	111.5	91.1
1996	939.8	675.0	187.2	77.6
1997	1044.0	751.6	202.7	90.2
1998	1299.8	810.6	375.3	113.9
1999	1367.3	899.8	334.8	132.7
1999/1991	2.87	2.20	10.59	3.67

〔資料〕 表2-3に同じ。

〔注〕 (1) 表2-6の一部推計による各年の株式発行額から各年の純発行額を差引いた算出。
破産・解散による株式売却を含む。

ブームといってよい。

② 非農業非金融会社の海外直接投資もこの間著しく増加した。91 年の 362 億ドルから 99 年の 1327 億ドルへである。これまた 3.7 倍である。ただ他の項目に比べて捕捉しにくい直接投資がどこまで正確に捉えられているかには疑問が残る。直接投資が分類された「雑多な資産」(Miscellaneous assets) のなかには「その他」の項目があり、これが極めて大きな変動を示している。

③ それらを上回る M & A の盛んな展開と多分にそれに対する防衛の意味を持つ自社株償却行動の多発の結果、非農業非金融会社の株式の消却はうなぎ登りに増えた。91 年の 316 億ドルから 98 年の 3623 億ドルへである。実に 11 倍以上である。この消却額は何と株価上昇とともに力強く増加した新株発行額を 94 年から上回り、98 年には 3 倍以上にも達した。株式発行額は 94 年から純減を続けたのである。1980 年代にも同じことが起こったが、まさに異常とも言える M & A ブームである。

しかも、M & A ブームは今や国境を越えて世界に広がっており、特にヨーロッパ企業のイニシアティヴが目立っている。(日経 99/12/24) その中でアメリカの M & A は 98 年に 1 兆ドルを越えた。(橋本 00 冬) エクソンによるモーヴィル買収、SBC コミュニケーションによるアメリテック買収、ボーダフォンとマンネスマン、ワーナーと AOL、さらには EMI の合併など超大型の M & A があいついで話題をさらっている。

ともかくこの消却額から破産・解散による会社消滅分(好況が進むにもかかわらずこの金額が著しく増加したとは考えられない)を差し引いた金額が戦略的支出あるいは広義の資本的支出となったはずである。

以上三者を合計した戦略的支出あるいは広義の資本的支出の全体は、91 年の 4761 億ドルから 99 年の 1 兆 3673 億ドルへ 2.87 倍に増えた。長期にわたる好況の過程で国内における設備投資資金の必要以上に全体としての戦略的支出あるいは広義の資本的支出のための資金の必要が伸びたわけである。

(2) その資金調達

次に、非農業非金融会社はこれらの戦略的支出あるいは広義の資本的支出の全体、つまり資本蓄積に必要な資金をどのように調達したのか。

第一に、内部資金。(表 2-6)

非農業非金融会社は毎年好調に利潤を増やし、91年の2209億ドルから99年の5339億ドルへ2.4倍となった。しかし、その2/3以上は法人税と株主への配当に消え、内部留保は最も少なかった91年に109億ドル、好業績が本格化した94年以降せいぜい1000億ドル程であった。これに対し固定資本の償却ははるかに大きかった。この両者を合わせたものが、会社が海外で獲得しそのまま海外に保有する資金を除いた「合衆国内部資金」(US internal funds)である。それは91年の3903億ドルから99年の7425億ドルへ1.9倍に増えた。

連邦準備が統計に示している「金融ギャップ」は資本支出には内部資金だけではどれだけ不足したかを表している。成熟したアメリカ経済では「資本支出」の大部分が内部資金——それも主に償却積立金で賄われ得た

表 2-6 非農業非金融会社の資本的資金調達 (1)内部資金

(10億ドル)

	アメリカの 内部資金 ① =⑤+⑥	税引前 利 潤 ②	利潤税 ③	配 当 ④	留保利潤 ⑤	固定資本 の償却 ⑥	金 融 ギャップ ⑦ (1)
1991	390.3	220.9	85.1	125.0	10.8	379.4	18.1
1992	423.4	256.8	90.8	133.8	32.2	391.2	18.0
1993	459.0	304.5	104.7	148.6	51.2	407.8	42.3
1994	540.2	381.0	128.4	157.6	95.0	445.2	45.5
1995	580.6	421.6	136.3	178.3	107.0	473.6	72.9
1996	614.9	459.5	149.6	200.8	109.1	505.8	60.1
1997	666.1	502.8	158.3	218.5	126.0	540.1	85.6
1998	676.2	489.6	152.0	244.1	93.6	582.6	134.5
1999	742.5	539.9	168.5	258.9	112.5	630.0	157.3
1999/1991	1.90	2.44	1.98	2.07	10.42	1.66	8.69

【資料】 表 2-4 に同じ。

【注】 (1) 資本支出 (Capital Expenditure) から①と在庫評価調整とを差引いたもの。

わけで、「金融ギャップ」は決して大きいものではない。しかし、それでも91年に181億ドルだったものが99年には1573億ドルへ拡大している。とりもなおさず、非農業非金融会社は全体として好況の中でそれだけ金融市場への依存度を増してきているのである。

ただ、この指標自体、「資本支出」をどこまで内部資金で賄いえたかを示す点で、重要な意味を持つといえるが、会社経営にとっての包括的な金融ギャップは、必要な資本的支出全体に対する内部資金の不足として計算すべきであろう。

第二に、外部資金。(表2-7)

資本的支出に充当された資金源としては、貸付等は無視して、①株式、②社債、それに③外国のアメリカへの直接投資を考えておけば良いであろう。

① 株式：株式発行は単なる外部資金ではなく、会社新設または増資に

表2-7 非農業非金融会社の資本的資金調達 (2)外部資金

(10億ドル)

	合 計 ① =①+②+③	株 式 ② (1)	社 債 ③ (2)	外国からの 直接投資 ④
1991	127.9	49.9	78.8	— 0.8
1992	130.3	54.5	67.6	8.2
1993	158.1	61.5	75.2	21.4
1994	108.3	38.4	23.3	46.6
1995	199.7	53.2	91.1	55.4
1996	295.3	117.3	116.3	74.5
1997	339.0	88.3	150.5	110.1
1998	477.1	108.3	218.7	163.1
1999	654.8	192.1	229.9	232.8
1999/1991	5.12	3.85	2.92	—

【資料】 FED, *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstandings 1991-1999: Federal Reserve Bulletin*.

【注】 (1) 新規発行額。ただし96年以降は公募発行額しかわからないので、私的割当発行額を推計して加えてある。全会社の私的割当による株式発行の比率は90年から95年にかけて少しずつ上昇しているが、95年の比率31.62%を96年以降の比率として採用し、非農業非金融会社の公募発行額を $1 - 0.3162$ で除して全発行額を算出した。

(2) 純発行額。

よる自己資本の増強策であるが、非農業非金融会社の株式発行は91年の499億ドルから99年の1921億ドルへ3.9倍に増えた。93、96、99年が特に多かった。96年のみは主要な調達源になったといえる。

② 社債：社債は有期負債であるので、社債発行額から償還および借り換え額を差し引いた純発行額を用いるのが妥当である。非農業非金融会社の社債純発行額は91年の788億ドルから99年の2299億ドルへ2.9倍に増えた。ほとんどの年で主要な調達源であったが、95、97、98年に特にその割合が高かった。

③ 外国のアメリカへの直接投資：外国からの送金であるが、直接投資の具体的な方法となると、新会社設立、既設会社の増資割り当て、既発行株の買収取得等さまざまな方法が取られたと考えられる。前二者は株式の私的割当発行となったわけで、統計的に捕捉困難となっている株式発行の相当部分がここに含まれているのではないかと思われる。そうとすれば、株式発行額について私的割当分を加えている（95年以降は推定して）ので、二重計算が発生していることになる。

ともあれ、91年には金融危機の影響を受けてマイナス8億ドルであったのに、99年には2328億ドルに跳ね上がっている。この資金源が特に変動性の大きいものであることがわかる。活発になった海外からのM & Aを反映して、97年から激増している。

なお、96年までアメリカの非農業非金融会社の海外直接投資の方が上回っていたが、97年以降は海外からアメリカの非農業非金融会社への直接投資の方が上回った。また、より重要なことに、97年から海外からの直接投資が新規株式発行を上回っている。いかに盛んに国境を越えたM & Aが行われたかを表わしているといえよう。

以上三者を合計してみると、91年の1279億ドルから99年の6548億ドルへと5.1倍に増えている。やはり内部資金よりはかなり早いテンポで増加したわけで、99年には外部資金総額は内部資金総額に追いつかんばかりの水準に達している。長期にわたる好況の中で非農業非金融会社は全体

として証券市場への依存を相当強めてきたといえよう。

最後に、非農業非金融会社の資本的支出全体の資金フローについてまとめておこう。(表 2-8)

結局、非農業非金融会社は、好況が進むにつれ、設備投資を増加させたが、それをはるかに上回るテンポで海外直接投資と M & A (およびそれへの防衛的対応) を拡大した。いずれも企業としての戦略上不可欠な活動であったろう。資本的支出全体は 91 年から 99 年にかけて 2.9 倍に増加した。

そのため、長期好況の中でこの資本的支出全体に対する内部資金の比率はいちじるしく低下し、資本的支出全体に対する金融ギャップ (表 2-8 の③) は 91 年の 858 億ドルから 99 年の 6448 億ドルへいちじるしく拡大したのである。それは内部資金の増勢がにぶった後期に特に著しく、98 年にはついに内部資金に匹敵するまでにふくれ上がった。連邦準備が提供す

表 2-8 非農業非金融会社の資本蓄積統括表

(10 億ドル)

	資 本 的 支出合計 ①	そ の 資 金 源				
		内部資金 ②	金融 ギャップ③ (=①-②)	外部資金 ④	合計⑤ (=②+④)	差⑥ (=⑤-①)
1991	476.1	390.3	85.8	127.9	518.2	42.1
1992	510.7	423.4	87.3	130.3	553.7	43.0
1993	599.9	459.0	140.9	158.1	617.1	17.2
1994	748.1	540.2	257.9	108.3	648.5	-100.4
1995	856.1	580.6	275.5	199.7	780.3	-75.8
1996	939.8	614.9	324.9	295.3	910.2	-29.6
1997	1044.0	666.1	377.9	339.0	1005.1	-38.9
1998	1299.8	676.2	623.6	477.1	1153.3	-146.5
1999	1367.3	742.5	644.8	654.8	1397.3	30.0
1999/1991	2.87	1.90	7.52	5.12	2.70	

(資料) 表 2-4 に同じ。

る狭義の「資本支出」に対する「金融ギャップ」(表 2-6 の⑦) が与える印象とは相当に異なるといわねばならない。98 年に 6236 億ドルにのぼったこのギャップは、全商業銀行の貸出総額の 18.8%にも相当したのである。この拡大する金融ギャップは株式と社債によって、さらに外国からの直接投資によって調達された。非農業非金融会社は全体として好況の進展とともに金融市場への依存を深めていったのである。

しかも、以上の内部資金と外部資金の合計が 94 年から資本的支出の合計を下回るようになってきていることも見逃せない。特に 98 年には 1465 億ドルにも達している。ただ 99 年にはこの関係は逆転し、300 億ドル上回ることとなった。統計上の不整合についてもなお慎重な検討を要するが、94～98 年に、会社は株式・社債以外の金融的手段——資産の売却、長期借り入れ等——も動員して資本的支出のために必要な資金を賄ったと考えられる。非金融会社の総負債の増加は好況後半に入ってペースを上げ、99 年には GDP の 46%という過去に例のない高い水準に達した。(WSJ 99/12/31)

この全体としての資本的支出とその資金調達の中で、株式発行の占めるウェイトは、96 年以降の私的割当発行をたぶんある程度過小評価している点を考慮するとしても、決して大きくない。そしてまたそれを狭く排他的に設備投資だけと結びつけて理解すべきでもないであろう。しかし、会社の利潤率と金融市場の長期利子率という二つのファンダメンタルズの動向に基本的に規定された株価上昇は、直接新株発行増を促したばかりか、社債発行条件をも好転させてその発行増を促し、さらに海外からの直接投資を誘う働きをしたであろう。このように考えるなら、好調なファンダメンタルズを背景に持った株価上昇が外部への依存度を増す非農業非金融会社の設備投資を中心とする広義の資本的支出、つまり資本蓄積を誘導したといってよかろう。ただ、99 年に入って、長期利子率が上昇に転じたが、にもかかわらず一段の株価上昇が続き、資本蓄積を促し続けたわけである。

4. 株価上昇と資産効果

だが、株価上昇がもたらした効果はそれだけではなかった。もうひとつの、株主に与える資産効果をみることにしよう。

(1) 株主構成の変化

——ミューチュアル・ファンドと外国人機関投資家の台頭

90年代の株式ブームの中で株主構成はどのように変化したのか。

アメリカの全会社の株主構成の変化は表 2-9 によって確かめられる。主な変化の方向は機関化とグローバル化であった。

戦後一貫して進んできた株式市場の機関化は引き続いて進み、株主構成における個人投資家の比率は94年にはついに50%を割った。ただ90年代に入って年金の比率増大はやや収まり、代わって機関化をさらに進める主役となったのはミューチュアル・ファンドであった。91年の3089億ドルから99年の3兆3589億ドルへ実に10.9倍にも急伸した。したがって、これを含む年金および投資信託の比率はこの期間に30.7%から42.0%へ、すなわち個人投資家のそれに匹敵するまでに上昇した。そして商業銀行、貯蓄金融機関、銀行の個人信託、それに生命保険、その他保険等の金融機関も比率をやや下げた。

フローでみると、変化は一層はっきりする。株式全体としても95年からネットの減少となるのだが、家計は毎年株の売却が購入を上回り、かなりのネットの減少を記録し続け、私的年金も後半には売却が購入を上回るようになっていた。増やし続けたのはミューチュアル・ファンドと州・地方政府の職員退職年金、それに外国人であった。各種の年金は資産構成における株式の比率を継続的に引き上げてきたが、株式ファンドの99年の平均リターンは26.1%であった。(WSJ 99/12/31)

80年代から急速に進み出したグローバル化の方はさらに加速した。表 2-9 からは外国人がほぼ平均的なペースで持ち株を増やしたことがうかが

表 2-9 全会社の株主構成

	(10 億ドル)									
	合 計	家 計 および NPO	私的年金	州・地方 政府職員 退職年金	ミュー チュアル ファンド	投資信託 (クローズ ド・エン ド)	外国人	商業銀行 および 貯 蓄 金融機関	銀 行 の 個人信託	生命保険 および その他保険
ス ト ッ ク		家計および NPO の割合				年金および 投資の割合				
1991	4863.3	2570.9 (52.9)	790.9	373.2	308.9	21.8 (30.7)	299.0	14.1	234.2	222.9
1992	5430.9	2873.2 (52.9)	854.8	445.8	401.3	23.8 (31.3)	329.0	14.6	216.9	248.9
1993	6306.2	3242.1 (51.4)	992.4	528.2	607.4	26.5 (34.2)	373.5	16.8	181.0	304.6
1994	6333.3	3070.9 (48.5)	996.3	557.4	709.6	31.9 (36.2)	397.7	13.3	167.3	358.2
1995	8495.7	4121.6 (48.5)	1238.4	791.1	1024.9	38.0 (36.4)	527.6	19.3	224.9	449.5
1996	10255.8	4642.1 (45.3)	1490.9	1031.6	1470.0	43.6 (39.4)	658.6	24.6	248.9	562.7
1997	13181.4	5689.6 (43.2)	1863.9	1431.7	2018.7	51.1 (40.5)	919.5	25.9	305.5	744.6
1998	15413.4	6388.7 (41.1)	2232.3	1758.4	2508.5	40.2 (42.4)	1115.4	31.3	307.7	924.5
1999	18876.7	8008.9 (42.4)	2499.7	2042.4	3358.9	36.2 (42.0)	1203.3	33.9	335.8	1166.4
1999/1991	3.88	3.12	3.16	5.47	10.87	1.66	4.02	2.40	1.43	5.23
フ ロ ー										
1991	72.3	-53.8	8.2	45.7	48.5	1.8	10.4	0.6	-8.6	15.8
1992	99.6	-5.6	32.6	42.5	59.8	-0.0	-5.6	-0.1	-37.0	12.0
1993	133.0	-62.8	16.9	44.9	115.3	3.7	20.9	2.6	-55.2	37.1
1994	12.8	-187.6	-1.7	45.3	100.8	6.1	0.9	-3.2	-8.8	62.9
1995	-16.0	-228.8	5.9	65.3	87.4	-4.6	16.6	2.8	1.6	18.0
1996	-28.5	-347.2	-9.6	88.1	193.0	-1.5	11.1	2.4	-17.3	39.9
1997	-99.6	-507.1	-16.1	100.7	166.8	-5.4	66.8	0.8	-14.5	89.3
1998	-198.1	-455.3	-52.7	88.0	143.3	-15.1	43.8	2.8	-59.0	102.2
1999	-67.8	-380.9	-80.3	93.4	136.9	-13.5	96.2	0.2	-35.9	94.8

〔資料〕 表 2-4 に同じ。

える。この中には、外国の会社がアメリカの会社の株を取得したものが含まれるが、主流は外国人機関投資家による証券投資である。外国人機関投資家は債券投資を主力としているが、しだいに株式投資を増やしつつある。外国人機関投資家の中身は主として生命保険と年金である。それに、表2-9からはうかがえないが、実は、他方で、この間アメリカの機関投資家の海外証券投資も急伸しているのである。

(2) 家計のバランスシートの変化——証券化

株式市場における個人投資家の持ち株比率の低下はすでに見たようにさらに進んだが、実はオープン・エンドのミューチュアル・ファンドは金融業者の仲介を経ているとはいえ、個人投資家にとって自分の資産選択の意向を反映させやすい金融資産である。さらに確定拠出の401K型年金の開発によって企業の私的年金の相当部分もそのような性格を持つようにならわってきている。したがって、それらも加えてみるなら、個人投資家の意向を受けて容易に変動する持ち株の比率は決して低下しているとはいいが

表 2-10 家計および NPO の資産

(10 億ドル)

	総資産	有形資産	不動産	耐久消費財	金融資産	預金	株式	ミューチュアル・ファンド	年金 積立金	非会社 事業の株式
1991	25920	9470	7477	1936	16451	3267	2571	587	3864	3170
1992	27000	9730	7664	2004	17271	3250	2873	728	4203	3125
1993	28429	9975	7805	2103	18454	3183	3242	991	4675	3184
1994	29477	10308	8018	2218	19169	3157	3071	1052	4948	3405
1995	32610	10777	8398	2305	21834	3366	4122	1265	5768	3640
1996	35483	11300	8833	2389	24184	3540	4642	1586	6643	3833
1997	39697	12069	9517	2470	27628	3807	5690	2057	7894	4172
1998	43509	12926	10238	2604	30583	4165	6339	2501	9079	4395
1999	48889	13941	11088	2763	34948	4338	8009	3104	10360	4630
1999/1991	1.89	1.47	1.48	1.43	2.12	1.33	3.12	5.29	2.68	1.46

〔資料〕 表 2-4 に同じ。

たい。依然として個人投資家のアメリカの株式市場におけるプレゼンスは決定的である。

家計およびNPOの資産は表2-10のとおりある。NPOの資産はネグリジブルで、これで家計の動向をみることができる。

好況の8年の間に総資産は、91年の25.9兆ドルか99年の48.9兆ドルへ、可処分所得の伸び1.48倍より大きく伸び、1.89倍となった。この間、好況の出発点で総資産の36.5%を占めていた有形資産は、28.5%にまで比率を落とした。金融資産、なかでもミューチュアル・ファンド株と株式が著しくふえたのである。株式の価値は不動産価値に迫り、ミューチュアル・ファンド株を合わせると並んだといえる。1960年代半ば以来のことである。その上年金積立金もそれらにほぼ匹敵するまでに増大してきている。

家計の資産構造は決定的に証券化したといわなければならない。

ただ、これはあくまで家計の資産構造を全体として捉えての話である。不動産が基本的に住居とそのための土地としてその所有が所得階層的にみて下位の30%を除く家計に広く行きわたって、その大多数が資産の2/3以上を不動産で持っているのに対し、株式の所有はいまだそうではない。1995年の消費者金融に関する調査によれば、株式の所有も一般の家計に拡がり、40%の家計が株主という状態に至っているが、なお株式が家計資産の10%を超えるのは所得階層上位の10%、さらに不動産のウェイトを超える株式を所有するのは、わずか上位の2~3%に過ぎない。(Tracy, Schneider, Chan 99.4)

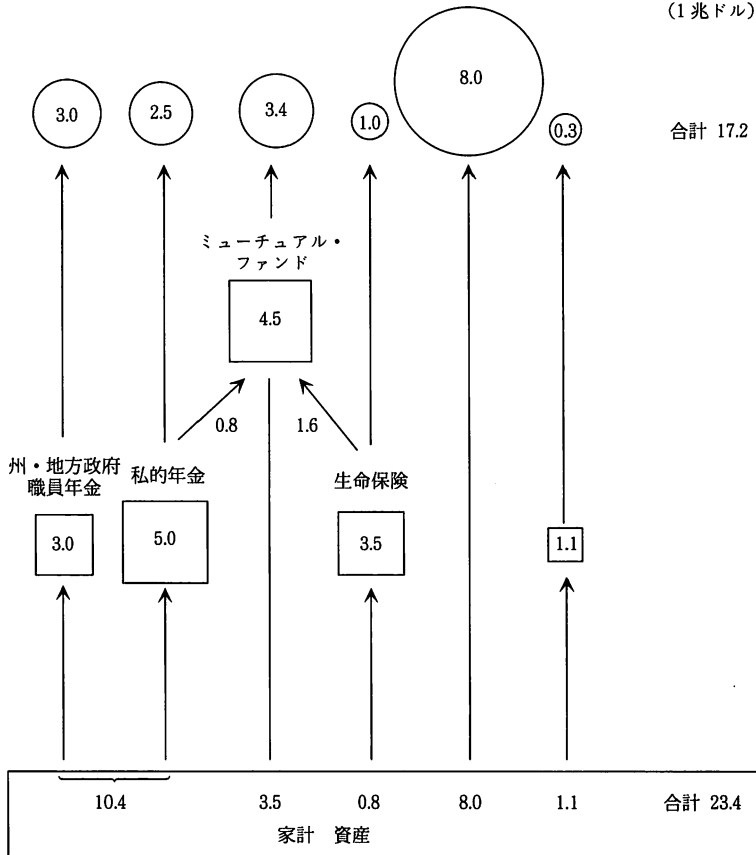
金融仲介機関の発展を通して家計資産に関連する株式所有は複雑な形をとるようになっていく。それをまとめたのが図2-6である。

家計は、99年、直接に8.0兆ドルの株式を持つほかに、15.4兆ドルを金融仲介機関への資産として持ち、これらの金融仲介機関が直接あるいは間接に9.2兆ドルの株式を所有している構図である。

この間、家計の負債の方は表2-11のような変化を示した。

総負債は、91年の3.9兆ドルから99年の6.8兆ドルへ、1.77倍に増え

図 2-6 家計資産に関連する株式所有 1999 年



〔資料〕 FED, *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstandings 1991-1999*.

た。好況の前半期には総資産の伸びを上回るペースであったが、後半に入ると逆に下回った。しかし、これは主として後半期の株価上昇で総資産の時価評価額が勢いよくふくらんだからである。総負債の可処分所得に対する比率の方は上昇を続け、記録的な高水準に達した。

負債の主な項目は住宅抵当信用と消費者信用であるが、住宅証券借り入れ (home equity borrowing) の普及によって従来消費者ローンで資金

表 2-11 家計および NPO の負債および純資産

(10 億ドル)

	総資産	可処分 所得	総負債	総資産 に対する 比率 ④ (=③/②)	可処分 所得に 対する 比率⑤ (=③/②)	うち住宅 抵当証券	消費者 信用	証券 信用	純資産	可処分 所得に 対する 比率⑦ (=⑥/②)
	①	②	③						⑥	
				%	%					%
1991	25920	4475	3872	14.9	86.5	2619	795	55	22049	492
1992	27000	4755	4045	15.0	85.1	2762	801	54	22955	483
1993	28429	4935	4290	15.1	86.9	2893	859	76	24139	489
1994	29477	5166	4613	15.6	89.3	3070	984	75	24864	481
1995	32610	5423	4982	15.3	91.9	3352	1123	79	27628	510
1996	35483	5678	5333	15.0	93.9	3464	1212	94	30151	531
1997	39697	5983	5708	14.4	95.4	3698	1264	131	33989	568
1998	43509	6287	6206	14.3	98.7	4058	1332	153	37303	593
1999	48889	6639	6841	14.0	103.0	4480	1429	222	42048	633
1999/1991	1.89	1.48	1.77			1.71	1.80	4.04	1.91	

〔資料〕 表 2-4 に同じ。

調達された自動車の購入等の一部が住宅抵当信用の方へ移ったとみられるにもかかわらず、消費者信用の増加テンポの方がわずかに上回った。負のストックとしての負債残高では、住宅抵当証券の方が消費者信用の3倍以上で断然大きいが、フローとしての返済額でみると、消費者信用の信用期間が格段に短いので、この関係は逆転する。家計消費への影響を考えるには、このフローに注目する必要がある。

総負債が可処分所得に対する比率で記録的な高水準に達したことから、家計の金融的な健康を損ない、ひいては消費を減少させる、との議論がしばしば行われている。だが、98年の『大統領経済報告』は、可処分所得に対する家計の純資産比率が歴史的な高水準に達していること、家計負債の返済不履行率が安定していること、家計の債務返済負担の所得比が著しく低下したことを挙げ、問題がないことを強調する。また、D.M. マキは連邦準備のディスカッション・ペーパーにおいて、債務支払負担は将来の消費に影響しないこと、家計の高い債務支払負担は家計消費を将来所得の

変化により敏感にすることを結論づけている。(Maki 00-12)

ただ指摘されたこれらの現象の多くが、株価が好ければよければすべて好しであって、株価水準如何によって大きく変化しそうなことは指摘しておくべきであろう。

(3) 資産効果——過剰消費への誘惑

さて、著しい株価上昇による金融資産の増大は、言うまでもなく、大きな資産効果を生み出してきた。

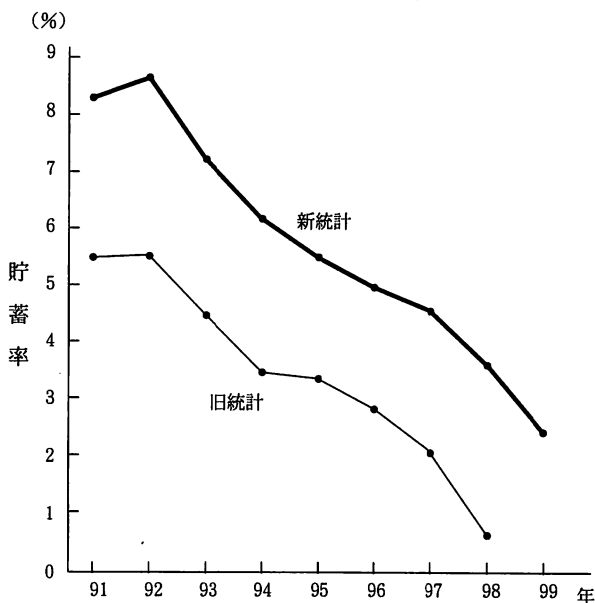
消費性向の上昇と貯蓄性向の低下、したがって貯蓄率の低下である。キャピタルゲインは可処分所得に含まれないから⁽³⁾、株を売って実現されたキャピタルゲインからの消費は、その分、消費支出／可処分所得としての消費性向を上昇させる。そればかりでなく、株を実際に売らなくても、時価評価での資産増が財布のひもをゆるめ、気前の良い消費に向かわせる。この消費増も消費性向を上昇させる。

改定前の国民所得統計では、アメリカの個人貯蓄率は98年第4四半期について前代未聞のマイナスに落ちた。これにはもちろん従来から指摘されていた統計上の不備が絡んでいた。(高元 99/11) 99年改定後の国民所得統計では、99年に2.4%である。(図2-7) 政府のもとへの公的年金の積み立てを個人貯蓄へ移したり、そのほかいくつかの改定が行われた。しかし、いずれにせよ、極めて不自然な低下のトレンドを示していることに違いはない。

98年の『大統領経済報告』は、消費者マインド指数が97年初夏に史上最高の水準に達し、その後も高止まっていることを指摘する。そしてそれは消費者マインドに影響を与える四つの指標——インフレ率、失業率、株式市場のパフォーマンス、それに、程度は落ちるが家計所得の成長率——すべてが良好だったことによって説明できると言う。(ERP 98, 64-65)

しかし、最近の株価水準が健全なファンダメンタルズにもとづいており、持続されるというのでない限り、年々の可処分所得をほとんどすべて消費

図 2-7 個人貯蓄率の低下



〔資料〕 The Economic Report of the President, 1999; 2000

に回してしまうような状態になっている以上、家計は明らかに過剰消費の傾向に陥っている、と認めなくてはならない。

これまでに経験したこともなかったような株価上昇を経験した家計は、実現されたあるいは想定上のキャピタルゲインを一体どのように扱ったのか。

98年のデータをもとに、アメリカの金融当局は、家計部門は同年、株価上昇の資産効果 1000 億ドルを含め、2000 億ドルのゆとりを生じ、このゆとりの 2000 億ドルは消費と証券投資にほぼ半分ずつ回った、と推定した。(日経 99/2/6) 連邦準備理事会は 20% の株価上昇は初年度の個人消費を 1.1% 押し上げると分析している。(日経 99/3/22) また、99 年の大統領経済報告も株式資産 1 ドルの変動は消費支出を 2~4 セント変化させると認めている。(ERP 99, 67)

エコノミストの試算は数多くあるが、例えば第一勧銀総研の相吉宏二は、95 年から 4 年間の株式含み益は 8.5 兆ドルにのぼり、消費増を通して実

質 GDP 成長率を平均で 0.7%, 98 年には 1.2% も押しあげたとする。(相吉 99/3)

将来の消費動向を予告する消費者信頼度指数は、99 年 11 月、過去最高の 68 年 10 月にほぼ並ぶ高い水準に達している。(WSJ 99/12/29)

なお、ラドヴィグソンとシュタインドルは資産効果の資料を詳細に分析して、「資産効果はかなり不安定で、結局今日の株価上昇は今日の消費に影響する、すなわち効果はせいぜい当該四半期のうちに現れ、次の四半期以降には影響しない」と結論づけている。(Ludvigson, Steindel 99/7)

個人貯蓄率の低下については、貯蓄率がストックとしての金融資産の増大を反映しないフローの統計である以上、これを単独で取り上げて意味がないという意見や、アメリカ全体で見た国民貯蓄率は上昇傾向にあるから問題ないとする意見も見られる。しかし、一面で正しい前者の意見は、最近の株価上昇をそっくり恒久的なものとして扱って初めて十分意味を持つが、そのように安定的なものとして扱えるかどうかは今問題なのであるし、後者の意見が家計の消費行動を決めるのに余り影響のない国民貯蓄率を持ち出すのは、ごまかしの議論というほかはない。

正確な推計はとても手に負えないが、ともあれ、株価上昇で潤った家計は、生じた（あるいは生じたと信じる）ゆとりを、大まかに見て、一半は直接の、あるいはミューチュアル・ファンドなどを通じた間接の証券投資に振り向け、他の一半を消費支出増へ向けたと見てよからう。しかも、この消費支出増は実質 GDP 成長率 1% 前後を左右するほどの規模のものである。

この大きな資産効果は、非農業非金融会社の売り上げ増→生産増→利益増→株価上昇の系列を通して、会社の資本蓄積を、それがなかった場合には考えられなかった高みに押し上げる役割を果たしている、といわなければならない。

そうとするなら、家計の過剰消費によってそのような高みに押し上げられた資本蓄積が、現時点での売り上げ好調、利益好調にもかかわらず、資産効果がなかった場合には考えられなかった過剰蓄積の域に入り込んでい

るのはまず間違いあるまい。

Ⅲ バブルか否か？

史上最長のアメリカの好況を牽引した株式ブームについて、バブルか否かの議論が盛んになっている。程度はともかく株価が上がり過ぎたという点については次第におおかたの意見は一致しつつあるように見える。しかし、その上がり過ぎが経済の実体に甚大な影響を与えることなく調整できるか、それとも調整には甚大な影響を与えることが避けられないか、について大きな意見の相違が存在する。そしてその意見の相違がバブルか否かについての意見の相違にさかのぼるというようである。

しかし、この二つの問題——今日の株式ブームがバブルか否かと株価調整が経済実態に甚大な影響をもたらすか否か——は、相互に密接な関係にあるが、実は微妙に性格を異にする問題であると思われる。なぜなら、バブルか否かはあくまで株価水準と取り引きの実態の問題であり、ソフト・ランディングできるかどうかは、仮にバブルであるとしても、ソフト・ランディングのメカニズムがあるかどうかの問題だからである。そこでまずその区別をした上で検討を進めることとする。前者の問題をここで扱い、後者の問題は後にⅣで取り上げよう。

アメリカの株式ブームは果たしてバブル化しているのだろうか。

1. バブルとは何か

バブルとは、チューリップ球根騒動や南海泡沫会社以来、泡のようにはない、すなわち実体がない、あるいは根拠がない価格上昇とそれを引き起こした投機のことである。投機の対象は、一般の商品の場合、株式の場合、そして土地の場合があった。

株価の場合には、期待の要素が入り込むとはいえ、実体とか根拠として確かなものは結局現実の利潤率と長期利子率を措いて他にはない。つまり

現実の1株あたりの利益を長期利子率で割った資本還元価格である。期待がそれに味をつけ、その水準から上下への乖離を作り出すのだが、一時的経過的にでなくその乖離が著しく進んだ場合がバブルということになろう。著しく進んだとはどこで判断するのか。長期的に買い持ち、配当や新株割当権によるリターンを追求するのではなく、短期的な売買によって株の値上がり差益を追求する強気の買い投機が大規模に起こると、この乖離が初めて著しく進むことになる。

歴史的にバブルが発生するには二つの条件が必要であったといえる。

ひとつは、異常な金あまり。例えば戦争のための大量の公債が発行され、公債所有者が激増し、有利な投資口を求める膨大な量の資金が存在していることである。もうひとつは、強気幻想。例えば特定の事業あるいは特定の国民経済の将来見通しにおいて度を過ぎたバラ色の楽観が社会に広がることである。この強気幻想が行き場のなかった資金を吸引することになる。しかも、この二つの条件が揃った時には、単に個々の余剰資金が吸引されるにとどまらず、必ず強気の買い投機を容易にするレヴァレッジの金融的仕掛けが生まれるのである。

ただ、バブル期には当然実体のない不健全な株式発行が多数紛れ込むのであるが、株価上昇は多かれ少なかれ現実の資本蓄積を促進する役割を果たすことも事実である。バブルはまったく空虚なものに終始するわけではなく、いわば空虚なものが資本蓄積の実体を生むという性格を持つ。このため通常には考えられないほどの資本の過剰蓄積を進行させてしまうのである。

ともあれ、最初はファンダメンタルズの好転に基づいて始まった株価上昇が、期待をふくらませ、持続的上昇の過程で強気の買い投機を促すので、容易にブレーキがかけられなくなり、ファンダメンタルズからの乖離はとめどなく累進する。投機に走った投資家にとってはもはや明日の価格上昇が期待できるかどうかだけが売り買いの基準となる。その挙げ句、まったく根拠を失ってしまった強気相場は、何かのきっかけである日突然自壊す

るしかないのである。

2. 株価水準自体をどうみるか

(1) 過去の好況時との比較

すでに見たように、株価水準を診断する指標である株価収益率（PER）、現実の株価の、収益の資本還元価格との比較、株価純資産倍率のいずれをとっても90年代の株価上昇はすさまじい。

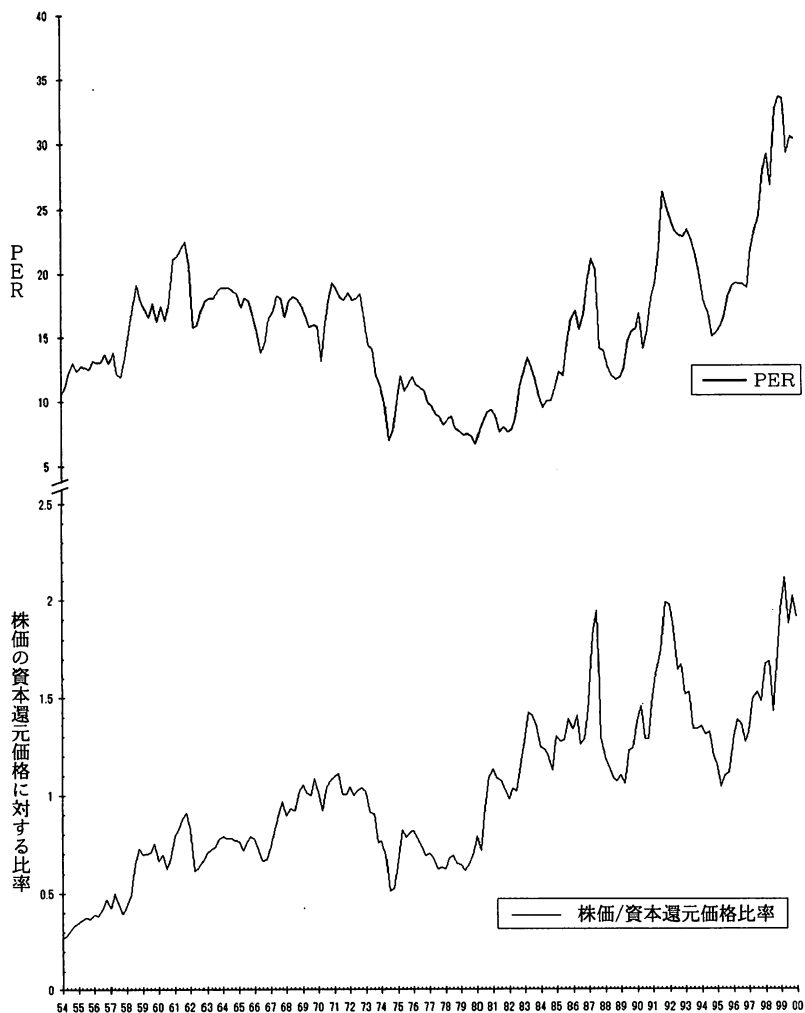
今一度確認すれば、S & P 500 でみて、90 年末から 99 年末にかけ、株価収益率は、15.47 から 30.44 へ上昇した。収益の資本還元価格も 256.9 から 728.1 へ上昇したが、その間に実際の株価は 330.2 から 1469.3 へと上昇し、したがって両者の乖離は著しく進んだ。株価／資本還元価格比率⁽⁴⁾は 1.29 から 2.02 へと変化した。最後に非農業非金融会社の株価純資産倍率も 91 年末の 0.82 から 2.02 へ上昇した。

戦後の好況の株価上昇時のこれらの指標の水準と比べてみておこう。

(図 3-1)

株価収益率は、1960 年代初めに短期間 20 倍を越えたことがあるだけで、その時は 1 株あたり利益が本格的の上昇しないうちに株価上昇が先走った結果であった。その後 60 年代の長期好況の中で利益が上昇し、上昇の気配があっても、15～19 倍の水準に落ち着いた。1973～84 年には 10 倍を割って低迷する。よく見ると、その後 1980 年代の長期好況にも同じパターンの繰り返しを捉えることができる。好況初期にまず先走った上昇——この時は弱々しかったが、低迷期の後で余り強気になれなかったためであろう——が見られた。それが利益の上昇によっていったん落ち着いた後、87 年に急上昇して 20 倍を越える。長期好況の後半に来てようやくしかし噴き出すように強気が復活してきたのであろう。しかし、ブラック・マンデーで挫折する。そうしてみると、1990 年代にも同じパターンが描けそうである。好況の始まる直前の 90 年からはやばや著しく上昇し始め、91 年に 25 倍を越えるが、これも同じ株価の先走りの結果といえよう。1 株あ

図 3-1 戦後好況における PER および株価の資本還元価格に対する比率 (S & P 500)



〔資料〕 ドイツェ銀行

たり利益がまだ下降線をたどっているのに、株価は先取りのに上がり始めたのである。それがやはり利益の上昇をみて、いったん大きく下がった。しかし、その後好況後期の95年からの上昇は戦後に例を見ない急上昇である。しかも前例のない30倍を超える異常な高みへである。利益も上昇

するのだがそれをどんどん上回って上がってしまったからにはほかならない。

株価／資本還元価格比率の方でも、同じような好況初期のいち早い上昇と好況末期のもう一度の上昇というパターンを読み取ることができよう。それにしても、98～99年にはやはりこれまでに経験したことのない2倍以上の高水準に達している。2倍というのがいかに大変な数字か、先の図2-5における両者の乖離を見れば、納得がいくといえよう。

現在の株価水準が戦後に例がないほどファンダメンタルズから異常に乖離していること、すなわちバブル化していることはもはや疑いをさしはさむ余地がないであろう。

バブルか否かについて、アメリカの外の方が観方が厳しく、アメリカの内部の方が観方が比較的甘い。

「エコノミスト」は98年4月にすでに「アメリカのバブル経済」について書き、(Economist 98/4/18) ドイツ銀行証券は、99年7月初めに、FRBが採用しているモデルに基づいてS & P 500が45%適正値を上回っていると分析したが(日経 99/7/8)、2000年3月にもなお5割割高と分析した(日経 00/3/22)。日本の企画庁も99年11月にアメリカ株価が36%割高と分析結果を公表している(日経 99/11/27)。

アメリカ内部では、これまでシャピロ商務次官、マクドナー・ニューヨーク連銀総裁らがバブルではないと明言したが(日経 99/5/31, 00/3/31)、当局者は明言を避けるか(グリーンズパン連邦準備議長、日経 99/2/24)、株価に触れないで投資を牽引車とするアメリカ経済の健全性を強調する(サマーズ財務長官、日経 00/2/5)ことが多かった。しかし、2000年の1月に入ってグリーンズパン議長は「これから十年後に振り返ればバブルかもしれない」と発言した。(WSJ 00/1/14: 日経 00/1/15)

アメリカの学者やエコノミストの意見は割れているが、サミュエルソン、ガルブレイスらがバブル説を唱え(日経 99/12/14, 12/16)、ジョージ・ソロスもこれに賛同した(日経 00/1/22)。そしてエール大学のS・シラー教授は『根拠なき熱狂』と題する本を出版した。バブルを否定する人々の

中にも99年秋からのIT関連株の急騰を目の当たりにして、部分的なバブルを認める傾向が広まっているようである。

最近の株価上昇が利益の成長あるいはその他のファンダメンタルズによって説明できるかどうかを検討したカールソンとサージェントは、株価が合理的に形成されているとすると、今日の株価水準は、①投資家が配当が加速ししかも相当長期にわたってその高い水準で持続するか、②投資家は歴史的標準である6%よりもうんと低い実質利回りを期待しているか、あるいは③この両者の組み合わせが広がっているか、のいずれかを意味すると結論づけている。(Carlson, Sargent 98)

いずれのケースもありそうには思えない。短期の値上がり益を期待した投機を無視して、ファンダメンタルズから説明しようとするのは、もはや無理なのである。

株価の算式は、ファンダメンタルズにもとづく基準的な株価を示すものである。そうは言っても期待がそれを味つけするが、それですべて現実の株価を説明しようとする、つねに無理をして現実を合理化することになってしまう。なぜなら、株式市場には、利益の資本還元あるいは長期的な期待収益の割引現在価値を行動の基準としない人々、明日の値上がり益を行動の基準とする投機家あるいは投機に走る投資家が時として増え、市場に大きな影響を与えることがあるからである⁽⁵⁾。その有無を冷静につきとめなければならない。

(2) レヴェレッジの金融的仕掛け

ところで、ここまで株価を押し上げるのにどのような仕掛けが働いているのか。

個人が自己資金の範囲を超えて証券取引に参加できる古典的仕掛けとして証券信用がある。

かつて1927～29年の株式ブームにおいては、ブローカーズローンが、ニューヨーク州法の金利上限6%の規制をかいぐり、金余りに悩む地方

銀行、大企業、外国等から高利で 67 億ドルもの資金を吸収し、証拠金率 20～25%の条件でブローカーに貸しつけられたのであった。それを若干上回る金額がブローカーから証拠金取引を行う顧客の個人投資家に貸しつけられ、また個人投資家はこの他に直接銀行から証券担保貸付を受けた。(小林 173-182) ここに自己資金にてこ入れするレヴァレッジの第一の仕掛けがあった。

今回の株式ブームにおいても、2000 年 1 月末のニューヨーク証券取引所のブローカーズ・ローン(証拠金信用)残高は 2434 億ドルと前年比 60%も増加した。これは時価総額の 1.57%に相当し、ブラックマンデー前の水準と並んだ。(日経 00/2/19) ただ大恐慌後証拠金率は連邦準備の規制下に置かれ、現在は 50%であり、その分レヴァレッジは抑制されているといえる。かつて 1929 年当時、ブローカーズ・ローンは 90 億ドルに達したが、これは全商業銀行貸付の実に 24.9%、GNP の 8.6%に相当した。しかし、急増したとはいえブローカーズ・ローン 2434 億ドルは全商業銀行貸付の 6.9%、GDP の 2.7%水準にとどまる。そしてまた、コールローン金利がかつてのように特別に上昇する気配はない。

ただし、この規制の外にある株価指数先物取引の拡大にともない、証拠金率規制の効力が落ちていることが、連邦準備当局者によっても以前から認められている。(北條 268-269) そしてグリーンズパン議長は、公聴会において、高率にはね上がったこのレヴァレッジが株式市場をたきつけていることについての懸念を表明した。(WSJ 00/2/1)

もうひとつの古典的な仕掛けが投資信託あるいは投資会社である。

1927～29 年の株式ブームにおいては、普通株・優先株・再建など複数の手段を組み合わせで資金調達し、その運用はもっぱら普通株に投資するという方法をとった投資信託の株価は一般の株価上昇がてことなすばらしく上昇した。その上、地方市場やニューヨーク・カーヴ市場に上場し、厳格な規制を逃れて碌に情報を公開しない投資信託の株が、人々の資金運用テクニックへの憧れから保有資産以上の値をつけることになった。証券

の発行残高と企業の実物資産総額との直接的関係は断ち切られた。そして1929年に投資信託が販売した有価証券は推定30億ドルに達したが、これは同年における新規有価証券発行総額の1/3を優に越える金額であった。(Galbreith 79, 88-94, 102-103: 小林 98, 187-194)ここに株価を吊り上げ投機を煽るもうひとつの、より重要なレヴァレッジの仕掛けがあった。

今回の株式ブームにおいても、投資信託はミューチュアル・ファンドとして証券市場の主役の座にのし上がっている。急増するその株式の発行は会社株式の発行には含まれないが、99年のその時価評価額は4.52兆ドルで、会社株式時価評価額の23.9%に相当するまでになっている。ただ、ミューチュアル・ファンドはかつてのクローズド・エンド型のものではなく、顧客の出入りが自由なオープン・エンド型のものであり、また投資会社法のもとでかなり厳しい情報公開を義務づけられている。その限り、投資信託の野放図なレヴァレッジは抑制されているといえる。

しかし、株主数を限定することによって投資会社法上の報告義務を免れたプライベート・エクティティ・ファンドが急増していることが見逃せない。

証券取引所にもナスダックにも上場されていない銘柄への投資や私募で発行される証券への投資を行うベンチャー・キャピタル・ファンドやパイアウト・ファンドがそれである。リミテッド・パートナーシップ形態の投資が普及し、1979年のエリザ法改正によって年金基金の投資対象として認められたことから急増した。98年末統計的に捕捉された289ファンド設定金額は、853億ドルであるが、実際には500～700のファンド運営会社が1000以上のファンドを運営するに至っているとみられている。このうち主流を占めるのは、パイアウトやリストラ目的のファンドである。投資会社法上の登録をせずにファンドを販売できるのは株主が100人までに限られてきたが、この制限も96年10月の合同証券改革法において撤廃された。最近ではこれら複数のファンドを投資対象とするファンド・オブ・ファンズも普及してきている。(淵田 99 春)

これらのファンドに助けられ、主として社債発行によって買収資金を調

達した年間 1.2 兆ドルに迫る M & A が、それへの防衛行動をも含めて、すでに見たように、95 年以降新株発行をはるかに上回る規模の株式消却を進めている。これはとりもなおさず、市場における株式総量を減少させ、株式市場における需給関係を大きく売り手市場に傾ける役割を果たしていると見なければならない。株価を押し上げるレヴァレッジが働いているわけである。

そのうえ、新たに、デリヴァティブ、すなわち為替、金利などの先物、オプション、さらにはそれらを組み合わせた金融新商品を開発し、それを投資対象とするヘッジ・ファンドの台頭がある。

その実態はいまだ良くわからないところが多いが、国際決済銀行発表のグローバル・ベースのデリヴァティブ市場取引残高は、98 年 6 月、想定元本 69.9 兆ドルで、その半ば近くを占めるアメリカの保有額のほとんどがマネーセンターバンク 7 行に集中している。そしてレヴァレッジ比率は、事実上破綻したヘッジ・ファンド、LTCM が 1997 年末で自己資本の 28 倍、5 大商業銀行が 1998 年末で平均 14 倍、5 大投資銀行が平均 27 倍となっていた事実が明るみに出た。(飯村 99 夏) ヘッジそのものはリスクをカヴァーし、金融市場の機能を円滑にする重要な手段であるが、レヴァレッジの仕掛けの中心が明らかに規制のまるでかからぬこの分野に移動してしまっていた。しかも、デリヴァティブの専門家、ペンシルヴァニア大ファートン・スクールのギャリィ・ゴートンがいうように、「この新しい金融界には安定化と不安定化のどちらの力が支配するのか誰も知らない。長い平穏の時期にすすめられたこの大実験の強度テストはこれからなのである。」(WSJ 00/2/1)

ノーベル賞経済学者を二人も抱え、現代投資理論で武装した、最大のヘッジ・ファンドのひとつ、LTCM。この投資業者は、98 年 8 月 21 日、午前 11 時までにテイクオーバーにまき込まれた二つの電気通信株についての賭けで 1.5 億ドルの損を出した。その後アメリカの債券市場に結びつけられた単独の賭けで、1 億ドル失い、さらにイギリスにおける同じような取

り引きで1億ドルが蒸発した。こうしてその日の終わりまでに5億ドルもの血を流してしまった。そして結局8月にはファンドの44%に当たる18億ドルを失ったのである。

1993年に生まれたばかりのLTCMは、債券の裁定取引における唯一の大きなプレーヤーとして、95年に42.8%、96年に40.8%と、ヘッジ・ファンドの平均的なパフォーマンス（16%、17%）をはるかにしのぐファンド・リターンを上げた。それとともに株式のテイクオーバー裁定取引などへ業域を拡げていった。それらはリスクの高い取引であったが、投資の分散によってリスクをカバーしようとした。しかし、97年には事業は浮力を失いつつあった。ファンド・リターンは17.1%へ落ちた。取引のやり方について内部対立が始まり、98年6月、とうとう世界の債券市場一斉の不振の中で、一月の損失としては最大の10.1%の損失を出した。困難な状況に追い込まれたLTCMは最終的には50倍のレヴァレッジで活動していたのである。（WSJ 98/11/16）

9月17日、LTCMの支払停止の危機が迫った時、アメリカの金融システム全体の安定が深刻に脅かされた。ミューチュアル・ファンドやプライベート・エクティティ・ファンドが分散投資によってリスクを下げて、安全志向の強い年金基金の保守的な資金を集め、さらにその上でヘッジ・ファンドがヘッジによってリスクをカバーすることでその資金をハイ・リスクの投資へ誘う巨大なシステム、その頂点にはとんでもない高いレヴァレッジでハイ・リスクの取引を行うヘッジ・ファンド！

東アジアの通貨危機以降ヘッジ・ファンドの活動の規制が国際的な論議的となった。バーゼル委員会の報告書「銀行とレヴァレッジの高い機関との取引」（99年1月）は、ヘッジ・ファンドを定義することは不可能とした上で、「高度にレヴァレッジされた機関」の主要取引先である銀行と証券会社について、リスク管理の高度化を促すという間接規制をまず選択され得るものとした。（飯村 99 春）続いてまとめられたアメリカ大統領の金融市場作業部会報告書「ヘッジ・ファンズ、レヴァレッジおよび

LTCM の教訓」は、過度なレヴァレッジをいかに効果的に制限し、システミック・リスクが現実になるのを防止するかに焦点を当て、①財務情報開示、②リスク管理強化を促す間接規制、③自己資本比率規制をよりリスク感応的なものにすべきこと、などを提言した。ただヘッジ・ファンドそのものを直接規制することはタックス・ヘイヴンに逃げられてしまうので、オフショア・センターのヘッジ・ファンドと取引する銀行に対して高いリスクウェイトを課するなどの方法を検討すべきであると指摘した。(飯村 99 夏)

以上に明らかなように、1927～29 年の株式ブームの際に主要なレヴァレッジ役を果たした手段に対しては、大恐慌の教訓を踏まえて 1933 年銀行法（グラス・シュティーガル法）、1934 年証券取引法が導入した規制が今もってレヴァレッジを抑制する一定の歯止め役を果たしているといえることができる。しかし、その効果がそがれているうえ、その圏外に逃れたところに大きなレヴァレッジの仕掛けが生まれ、また規制を知らぬまったく新しい領域にまだその全貌が明らかにならない恐るべきレヴァレッジの仕掛けが生まれてきているのである。それらの量的な効果はまだ現時点で良くつかめない。だが、不十分な資料からの推測ではあるが、ブローカーズ・ローン 2400 億ドルに、仮にプライベート・エクティティ・ファンドも含め、M & A の 6 割が社債発行等の借入に依存しているとして 7000 億ドル、それにヘッジ・ファンドの多彩な活動が吸引する資金のうち株式に関わるもの 1000 億ドルとして、これを付け加えてみると、1990 年代のレヴァレッジの仕掛けは、1920 年代の仕掛けに迫るスケールのものではないだろうか。

もっとも、1980 年代の日本のバブルに特徴的であった恐ろしい仕掛け、すなわち地価が上昇し、その値上がり益も見込んで会社の期待利益が上昇し、したがって株価が上昇する、しかも業績の好調はさらに会社を土地確保に走らせ、地価上昇を加速するといういわばダブル・レヴァレッジの仕掛けは、1990 年代のアメリカの場合ほとんどまったく働いていない。1980 年代日本の土地と株式の相乗効果の仕掛けは、バブルの歴史上かつ

てなかった最強の仕掛けであったといえよう。しかし、1980 年代末の土地ブームの破綻の記憶が生々しいアメリカでは、さすがにその再現はなかった。

アメリカ経済は、1980 年代の日本経済のように、また 1920 年代のアメリカのように、熱に浮かされて見境なくバブルに突っ込んでいるのではない。言うならば、M & A のように、直接に株式投機を目当てとするのではない、より大きな仕掛けのもとで、ゆっくり、それなりの自己診断さえ重ねながら、しかしやはりバブルに入り込みつつあるのだ！

最後につけ加えるなら、99 年 11 月 12 日に成立したグラム・リーチ・ブリーリィ法は、銀行が直系の証券会社に株を売らせて債権回収を行った悪弊を絶とうとしたグラス・シュティーガル法の根幹を修正して、銀行と証券の相互乗り入れを認めるものである。ただこれは、セキュリティゼーションの進行する中で貸付そのもののウエイトが下がってきているばかりか、ハイブリッド商品が次々に登場し銀行と証券の垣根がどんどんあいまいになってきた事実を追認するものにほかならなかった。(林 00 冬) これは新しいレヴァレッジの仕掛けを作り出すものではないが、規制をはずし金融機関の活動をより自由にする点で、すでにみたレヴァレッジが有効に働く上でなにがしかの貢献をするであろう。(高月 99)

3. 金あまりと「ニューエコノミー」論

それにしても、今日のアメリカ経済に果たしてバブル発生の二つの基本条件是備わっているのであろうか。最後にこれを検討しておこう。

第一の異常な金あまりについては、アメリカ国内だけを見ていては実は必ずしもはっきりしない。アメリカの金利は先進国の中では最も高いし、しかも現在アメリカ政府は財政再建へ向けて黒字財政を組んでいるからである。資金需給は適度の緊張状態でバランスしている？

しかし、問題となるのは、アメリカの持続的な経常収支赤字によるドル垂れ流しであり、その結果としての世界的な金あまりなのである。その意味

では、現在世界的規模で異常な金あまりが存在するといわなければならない。これを否定する人はまずいないであろう。これこそ実は時代を特徴づける、さらにいっそう大きな仕掛けなのである。この世界的規模での異常な金あまりとアメリカ経済との構造的な関連については、章を改め、IVで突っ込んで取り上げることとしよう。

ここでは第二の強気幻想について、「ニューエコノミー」論を取り上げる。

1970, 80年代と労働生産性の停滞が経済学者、エコノミスト間の最大の関心事であったアメリカで、1990年代に入ってから一転して「ニューエコノミー」論が盛んに唱えられるようになっている。

「ニューエコノミー」論はさまざまなヴァリエントを持って唱えられているが、特徴的な骨格は次のようなものである。

- ① IT革命が産業と社会を大きく編成替えする新しい情報社会の地平を切り拓き、アメリカはその先頭に立っている。
- ② そのため、継続的に労働生産性が上昇し、また組織と物流の革新を通して在庫が著しく縮小しつつある。
- ③ したがって、景気循環は克服された。景気後退を伴わない成長が可能になったのである。

たしかに、今日人間社会は大きな転機を迎えている。この転機が人間社会にどのような転換を迫ろうとしているのか、まだ定かではない。新しい社会が単に情報社会と呼ばれるものとなるのかどうか。おそらくそれでは不十分であろう。しかし、経済的に見て、無機的な生産物を生産するこれまでの工業社会（あるいは産業社会）のベースの上にコンピュータ・ネットワークを通しての情報の収集・加工・発信が決定的に重要な新しい事業、新しい仕事として生まれ、それが工業社会の在り様をも変えて行くという大きな革命的变化がすでに進行中で在ることは間違いないであろう。

ところが、生産性上昇が統計的に確認できなかったために、しばらくの間その点を巡って論争が闘わされた。大きな技術革新の初期にはかえって生産性のスローダウンさえ起こるのだという言い訳も行われた。

(Greenwood 99) しかし、ビジネスの世界の実感と統計が余りに食い違ふとの声が高まり、国民所得統計のかなり大きな修正が行われた結果、生産性の上昇が紛れもなく現れた。新旧の統計における労働生産性と単位労働コストの変化を並べて示せば、表 3-1 のとおりである。

国民所得統計の最も重要な修正は、ソフトウェアへの支出を設備投資の中に含めることにした点にある。ソフトウェアは、償却期間が機械設備と比べて短いうえ、価格破壊が進行中とあって、統計的処理如何がかなり結果を左右する。それにしても新旧で大きく数字が異なり、統計の信頼性については今後なお慎重な検討が必要であろう。

それはともかく、新統計を信用するとすれば、「ニューエコノミー」論者に有利なデータが得られたことになる。すなわち、過去の長期好況に劣らぬ著しい生産性上昇が現実が生じており、しかもそれが過去の長期好況では決まって衰えた好況後期に力強く生じている。そしてオライナーとジッヘルは、90年代後半の労働生産性の伸びの2/3がIT革命によるものと分析している。(Oliner, Sichel 00-20) また、テヴリンとウエランは、IT関連投資がウェイトを高めているため、コンピューター価格の低下とその

表 3-1 ビジネス部門の労働生産性と単位労働コスト

(%)

	新国民所得統計		旧国民所得統計	
	労働生産性上昇率	単位労働コスト上昇率	労働生産性上昇率	単位労働コスト上昇率
1991	1.5	3.2	.6	4.1
1992	4.3	1.0	3.4	1.7
1993	.1	2.3	.1	2.4
1994	1.3	.7	.6	1.2
1995	.7	1.4	.3	2.0
1996	2.9	.3	2.7	.9
1997	2.2	1.5	1.7	2.1
1998	2.8	2.4	2.4(1)	1.8(1)
1999	2.8(1)	2.0(1)		

〔資料〕 *The Economic Report of the President* 1999; 2000.

〔注〕 (1) 3 四半期の平均。

高い減価償却率を正当に評価せず、設備を合計して一緒に取り扱おうとする従来のエコノメトリクスのモデルは役に立たなくなっている、と分析している。(Tevlin, Whelan 00-11) したがって、時間あたり賃金の上昇が目立ってきているにもかかわらず、単位労働コストの上昇は何とか抑制され、したがってまた、消費者物価指数もなんとか安定を崩さないでこれた。

また、リーン・プロダクション方式の導入を始め、物流・在庫管理の革新が進んでいることも間違いないであろう。

さらに、耐久消費財の消費にも回転の速いコンピュータ等のウェイトが高まったことから変化が生じ、景気の波をなだらかにする効果が働くであろう。(川崎 99)

問題は、それで景気循環から解放されたかどうかである。

しかし、この点については、大統領経済諮問委員会も連邦準備もこれまで用心深く承認を留保してきた。

景気循環の波のうち在庫循環の持つ重要性は歴史的に低下してきたが、IT 革命をとおしてさらに著しく下がるだろう。もはやそれには景気循環の波を作るだけの力が残っていないかもしれない。

だが、設備投資循環となると、同じようには言えない。たしかに、株式会社時代の入ると、まず、株価の変動をとおして必ずしも貨幣市場の危機——古典的な恐慌を経ることなく資本蓄積を進めることができるようになった。そればかりか、株価上昇に促された好況期の盛んな新鋭設備投資の中で労働力の吸引とともに排出も行われ、資本にとっての労働力の制約をある程度緩和することができるようになった。とはいえ、それはあくまである程度までの話である。設備投資の波は一定期間需要超過をつくり出し、多かれ少なかれ投資が投資を呼ぶ累積的好況の局面を導く。したがって、好況が大きなものであればあるほど、結局労働力吸収の限界に行き当たり、賃金上昇が顕在化し、やがて消費者物価上昇も顕在化せずにはおかぬ。力強い労働生産性上昇はただこのプロセスを遅らせることができる

に過ぎない。

このような経済学の常識を否定したくなる。それこそが熱烈な「ニューエコノミー」論の問題なのである。

景気循環を終焉させてしまうほどの盛んな技術革新？ 熱烈な「ニューエコノミー」論者にそう思えるのは、彼らが現実のIT革命ととりわけその風に乗ったアメリカの前途を途方もなく幻想的にふくらませ、美しく着色してしまっているからなのである。景気循環の終焉まで言う「ニューエコノミー」論はまさしくかつての1920年代の「永久繁栄」論の再来にはかならない。そして今日のアメリカ社会には、疑いようもなく、この論を生み出した、そしてまたこの論が一段と濃厚にかもしだす楽観的なムードが広がっているのである。

(2000年6月8日脱稿)

《注》

- (1) 株価は、古典的には、会社の年利益を長期利子率で割って資本還元した擬制資本の1/総株数と考えられた。実際にも、資本還元には、市場の常識として、コンソリ公債の利回りに若干上乘せした5%が長い間用いられてきた。だが、最近では、ケインズ以来、将来に期待する利益の割引現在価値と考えられるようになっている。

後者の理解の仕方には、一方で、自己増殖する価値としての資本の把握からの後退があるが、(i) 株価形成における期待の役割を明確にした点、(ii) 危険プレミアムを明確にした点では優れているといえる。

しかし、株式市場における資本還元とは、あくまでその資本に対する市場の評価として、現実投下された資本とは異なる擬制資本を出現させ、資本を二重化し、商品として分割売買を可能にする機構であり、その評価はおのずから長期的なリターンを比較して行われる。すなわちこの意味での株価は、期待や危険プレミアムを考慮に入れるとしても、利潤率と利子率というファンダメンタルズに基づく基準的なものと理解すべきであろう。

ところが、日々の株価は、株式市場における日々の需給によって上下し、当然市場の強気弱気に影響を受け、特に長期的リターンではなく、明日の値上がり益を得られるかどうかを行動の基準とする投機的売買によって影響を受ける。

この二つを概念的にはっきり区別して取り扱うことが必要であろう。

後者の定義がこの区別をあいまいにし、日々の株価変動を何もかも将来の期待利益と危険プレミアムの変化によって説明しようとするなら、それはかえって現実の株価の分析を誤ることになってしまうであろう。

- (2) Flow of Funds 統計において、資本支出 (capital outlays) は通常用いられている資本支出 (capital expenditure) から在庫評価調整 (inventory valuation change) を除いたものである。つまり、前者の方が実際の資金調達を必要とする資本投下により近いものということができる。
- (3) アメリカの国民所得統計では、1998 年の改訂によって、キャピタル・ゲインは可処分所得に含まれないこととなった。
- (4) 株価/資本還元価格比率は、現実の株価水準を診断するのに広く用いられている株価収益率 (PER) よりもより総合的な指標であるといえる。というのは、後者がファンダメンタルズのうち利潤率のみを含んでいるのに、前者は長期利子率をも含んでいるからである。
- (5) 注(1)参照。

参考文献

- 相吉 99/3 —— 相吉宏二, 「米国の資産効果が家計部門に与えた影響と今後の展望」, 『第一勧銀総研レビュー』99/3。
- Carlson, Sargent 98 —— John B. Carlson and Kevin H. Sargent, The Recent Ascent of Stock Prices: Can It Be Explained by Earnings Growth or Other Fundamentals?, FRB of Cleveland, *Economic Review*, Qr. 2, 1997.
- Economist —— *The Economist*.
- ERP 95 —— *The Economic Report of the President 1995*.
- ERP 96 —— *The Economic Report of the President 1996*.
- ERP 97 —— *The Economic Report of the President 1997*.
- ERP 98 —— *The Economic Report of the President 1998*.
- ERP 99 —— *The Economic Report of the President 1999*.
- ERP 00 —— *The Economic Report of the President 2000*.
- 淵田 99 春 —— 淵田康之, 「拡大する米国のプライベート・エクィティ市場」, 『資本市場クォーターリー』1999 春。
- Galbreith 79 —— John K. Galbreith, *The Great Crash 1929*, 牧野昇訳 1988 徳間書店。
- Greenwood 99 —— Jeremy Greenwood, The Third Industrial Revolution: Technology, Productivity, and Income Inequality, FRB of Cleveland,

Economic Review, Qr. 2, 1999..

橋本 00 冬 — 橋本基美, 「米国における新しい M & A 開示規則」, 『資本市場クォーターリー』2000 冬。林 99 夏 — 「米国における社債市場の透明性をめぐる論議」, 『資本市場クォーターリー』1999 夏。

林 00 冬 — 林 宏美, 「米国における包括的な金融制度改革法の成立」, 『資本市場クォーターリー』2000 冬。

北條 92 — 北條裕雄, 『現代アメリカ資本市場論』1992 同文館出版。

飯村 99 春 — 飯村慎一, 「ヘッジファンド規制と OTC デリヴァティブ規制をめぐる論議について」, 『資本市場クォーターリー』1999 春。

飯村 99 夏 — 飯村慎一, 「ヘッジファンド規制をめぐる論議について」, 『資本市場クォーターリー』1999 夏。

川崎 99/3 — 川崎珠子, 「米国の耐久財消費動向に見られる構造変化について」, 『第一勧銀レビュー』1999/3。

小林 98 — 小林真之, 『株式恐慌とアメリカ証券市場』1998 北海道大学図書刊行会

高月 99 — 高月昭年「米国の一九九九年金融制度改革法の概要と評価」(1) (2), 『国際金融』1037, 1038 号。

Ludvigson, Steindel 99/7 — How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?, FRBNY, *Economic Policy Review* July 1999.

Maki 00-12 — Dean M. Maki, The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden, FED, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-12.

日経 — 日本経済新聞。

NYT — *The New York Times*.

Oliver, Sichel 00-20 — Stephen D. Oliver and Daniel E. Sichel, The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?, FED, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-20.

高元 99/11 — 高元法子, 「米国の個人消費を支える環境」, 『国際金融』99/11。

Tevlin, Whelan 00 — Stacey Tevlin and Karl Whelan, Explaining the Investment Boom of the 1990s, FED, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-11.

Tracy, Schneider, Chan 99. 4 — Are Stock Overtaking Real Estate in Household Portfolio? FRB of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, April 1999.

WSJ — The Wall Street Journal.