この記事・写真等は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断で複写・転載することを禁じます。

日本経済新聞　1995年12月25日掲載

米国経済、バブルの可能性

需要サイド注目を

株価とのかい離広がる

①米国経済は九〇年代初頭の平成不況寸前にあった日本経済のように、バブルの崩壊とそれに続く長期的停滞という破局軌道に近付いているように見える。

②物価・賃金は安定し、一見、非常に良好な状態にあるが、消費など実体的側面が株価と同様に伸びているとは言い難い。

③株高の原因として、多くの場合、生産性や品質の向上など、サプライサイド要因が指摘されてきた。しかし実際には株式は必ずもうかるという考え方自体が、株高を生み出してきた可能性がある。

大阪大学教授
小野　善康

経済教室

自信を深める当局と産業界

現在、米国では株価が順調に伸び続けている。年初には四千ドルにも満たなかったニューヨーク・ダウ工業株三十種平均株価は五千ドルを超えた。ニューヨーク市場では先週十八日、百ドルを超す急落があったが、一時的調整との見方が多いと報道されている。

米国の物価・賃金は安定的に推移している。そのため、財で測った資産価値は高騰して、米国経済はますます豊かになっているように見える。

この状況の説明として、一方では米国経済の体質改善が進んで生産性・品質が向上しているという点を指摘し、他方で金融当局による適切な利子・通貨管理が行われ、物価や賃金を安定させているためであるといわれている。すなわち、産業界と政策当局がともに望ましい行動をとっているからだというわけである。

事実、金融当局によって通貨供給量は抑えられ、これが消費者物価指数や賃金率の安定化をもたらし、米国経済は大変良い状態にあるように見える。

しかし、賃金・物価の沈静化は、財・労働市場での需給の緩みを反映しているともいえる。実際、資産価値が大幅に上昇している割には有効需要の動きに目立った変化はなく、最近になって特に大きく増加しているとは言い難いのである。にもかかわらず株価は上昇している。

こうした自信満々の経済見通しと、物価、消費、株価の動きは、平成不況に突入する寸前の日本の状況を思い起こさせる。そのときの日本でも、経済官僚の手腕や日本的経営、労働者の質の高さがもてはやされた。また経済学でも日本的経営や企業内組織、メーンバンク制などが大きなトピックとなっていた。

基礎的条件超えた価値

サムエルソン米マサチューセッツ工科大学名誉教授は、株式は長期的に必ずもうかるという投資哲学が現在の株価の高騰を支えていると述べ、バブルの可能性を指摘している（日本経済新聞十一月二十一日付）。

これとは対照的に、バブルの崩壊と長期にわたる平成不況を経験した現在の日本では、株式投資に対して確信に満ちた楽観論を持っている人はほとんどいないであろう。人々のこうした心理状態は、株価とどのような関係にあるのだろうか。

標準的経済学では、株価はその企業の将来にわたって見込まれる収益の現在価値、すなわちファンダメンタルズ（基礎的条件）を表すと考えられている。

しかし、株は必ずもうかるという考え方は、株式自体に貨幣と同様の流動性を与え、これが純粋に収益のみを背景としたファンダメンタルズの値を超える価値を、株式に与えているのである（拙著「不況の経済学」日本経済新聞社、参照）。これがバブルである。

このようなバブルは、人々が株価の上昇を確信しているから発生している。現在の日本の株式市場のように、「怪しい」と思えば発生しない。

したがって、バブルとはいえその真っただ中にいる人にとっては、決してバブルではなく実体である。そのため人々は資産価値の増大を確信し、その原因は実体経済が良いからだと考える。さらに、それが人々の消費行動に直接影響を与え、有効需要を伸ばしていく。

このことを考えるのに、最近問題となっている破たんした金融機関の抵当証券が良い例となろう。

実体のない抵当証券の価値を確信し、自分の資産の大半をそこにつぎ込んでいる人は、それだけの資産を保有しているという前提で消費を行うだろう。しかし、それが実体のないものだとわかった途端に、その人は資産が消えてしまったことを自覚して消費を控えるであろう。

こうしたことは何も抵当証券にかぎったことではない。ファンダメンタルズを超える株価はすべてこれと同じで、株はもうかるという心理状態自体が株価をつり上げている。

ほんの一部の準備金をもとに運用されている銀行預金も同じことである。銀行に信用がある間はよいが、なくなれば取り付け騒ぎが起き、金融当局や他行の支援がない限り、人々の銀行への不信を裏付けるように銀行は預金を払い戻すことができず、経営破たんが起きる。

さらに、現金すら本来は単なる紙であって、特に現在の不兌換（だかん）紙幣のもとでは、政府が保証するといっても、実際には何の裏付けもない。金融機関の危機が続き、それを保証するのに一兆円を超える日銀特別融資が行われている。しかしその日銀券も単なる紙である。

このように、現代の貨幣経済は、まさにいろいろな資産のバブルというか、虚構の上に組み立てられている。

このこと自体は、必ずしも悪い面ばかりを持っているわけではない。虚構が経済を効率的に動かしているからこそ各国はこうした制度を採用している。

しかしそれは万能ではない。虚構であるがゆえに暴走するかもしれず、ひとたび暴走し始めればそのコントロールは非常に困難になる。また、それが虚構であることに人々が気付けば、資産価値の急激な収縮となって現れ、その収縮は株式から銀行信用へと他の資産にも波及する危険をはらんでいる。

それでは、バブルにもとづく株価の動向が、実体経済にどのような影響をもたらすのだろうか。

株価が上昇して人々が金持ちになれば消費が増え、それが企業の設備投資をも刺激する。その結果、消費と投資の合計である有効需要を引き上げ、実体経済にも良い影響を与える。

実体経済が良いから株価が上昇して、経済が豊かになるのではない。重要なのは、株はもうかるという発想が株式への信頼（妄想）を生み出し、経済全体の資産価値を増大させ、実体経済を引っ張っている。

もし、バブルは単に妄想で、実体経済に影響を与えないのなら、実体経済が良くなった原因を、米国内の労働者の質の改善や企業の生産性・品質の向上などに結びつけて考えればよい。

しかし、バブルが資産価値の増大を通して有効需要を刺激し、実体経済に大きな影響を及ぼすなら、サプライサイドの要因をあげても意味がない。そうではなくて、株はもうかるという発想にもとづく資産価値の膨張が有効需要に影響を与えるというディマンドサイドにこそ、その原因を求めるべきである。

因果関係がどちらであれ、資産価値の変動と実体経済の動向とが相携えて伸びていくならば問題はなく、経済成長を謳歌（おうか）すればよい。また、そのペースを速めるために、サプライサイドの要因である技術進歩や労働者の質・やる気を促進することを考えるのもよいであろう。

膨らむ購買力最後は貯蓄へ

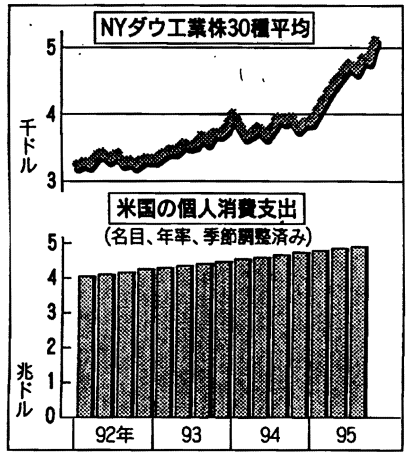
ところが、バブルによる資産価値の膨張と、それによる購買力の上昇は、最終的に消費の一層の増大にではなく、有効需要には直接結びつかない貯蓄に向けられる。その結果、株価の膨張と実体の有効需要に乖離（かいり）が生じ、その乖離は時間を追って加速度的に拡大していく。

実際、人々は金持ちになるほど、資産と比べた消費の比率を減らしていく傾向がある。その時、人々は実体の伸びと比べた株価の異常な伸びに不安を持ち始め、それまで確信していた株式は必ずもうかるという見方に疑惑が生じる。

一度疑惑が生じれば、人々は株を早めに売って安全な資産に変えようとするため、株価は加速度的に低落する。そのことが株式への信頼喪失を証明する形となって、ますます株価を下げるであろう。そもそもの株価の高騰が、株式投資への信頼にもとづいていたからだ。

株式投資の危険性に気付くまでの時間が長ければ長いほど、景気は拡大し、人々は株価の将来に信頼を深める。

しかし、その後のバブルの崩壊は、ファンダメンタルズからの株価の乖離分に比例して大きくなり、それが人々の財布のヒモを固くさせて、実体経済にも大きな影響を与える。その被害が大きいほど、人々の株式への信頼喪失も大きく、株価の回復を遅れさせて、実体経済の停滞を長引かせる。

以上の議論を念頭にして、もう一度米国経済の現状を振り返れば、米国経済ががけっぷちに近付きつつあり、破局軌道に乗る危険性をはらんでいるように見える。

それがいつ始まるのかは、人々がいつ株式投資に不安を持つかに依存する。そのとき株価は崩壊し、その後に有効需要の収縮が起こるであろう。これを回避するためには、株価も含めた流動性総量の管理という困難な仕事が必要となる。