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　2000年12月25日掲載

経済教室

米国発の株価動揺

過度の市場主義は疑問

株安加速しかねず

米次期政権は政策再考を

大阪大学教授
小野　善康

①米国の株価が不安定になっているのは、景気拡大が最終局面にきて需要が伸びなくなり始めた証拠といえる。
②株価が急落する時に大型減税を実施しても、効果は見込めない上、累積債務が減らず将来不安が募るという副作用もある。金融緩和も効きにくい。
③市場機能を過信する政権の登場が株価急落と重なれば、需要拡大策が望みにくくなることもあって、株価はさらに下落しやすくなる。その意味で米国の次期政権は政策を再考すべきだ。

米は30―40年の循環の終局に

史上まれに見る大激戦と、投票集計時の不手際によるドタバタ劇を経て、ようやく共和党のブッシュ氏が、次期大統領に選出されることになった。その時期に米国の株価が危険な動きを見せているのは、何か不穏な空気を感じさせる。

ブッシュ次期大統領が掲げる代表的な政策は、大型減税である。これを打ち出す背景には、かつてのレーガノミックスに象徴される共和党の基本政策である「小さな政府」と「自己責任の貫徹」がある。日本の構造改革派にも共通する、いわゆる市場主義である。

資産価格の急落による不況と、市場機能を過信するいわばナイーブな市場主義の組み合わせがいかに危険なものかは、つい数年前の構造改革と、その後の金融危機からも、我々日本人はすでに十分に学んでいる。

現在の米景気は、三十―四十年にも及ぶ長期的な景気循環の最終局面にある。景気は人々の欲望がどこに向かうかによって、変動する。物から実物資本、株式や不動産を経て、最終的に安全な貨幣に向かうにつれて、景気上昇と好況、バブル、景気後退、という循環が起こるのである。

人々の欲望が物の消費に向かうとき、需要が拡大し、雇用が増えて企業業績は向上する。そのとき企業は余裕を得て、設備の更新と経営多角化に走る。一〇%の成功率が見込まれれば、すぐに着手するという積極姿勢が、よい経営者としてもてはやされる。それによって新製品が続々生み出され、そのうちいくつかでもヒット商品になれば、需要はさらに刺激される。

しかし、消費の欲求には限界がある。それでも、最新鋭の情報技術（IT）設備をそろえる、支店網を全世界に広げる、といった企業の拡大志向は残り、需要の中心が次第に消費から投資に移っていく。実際、最近の米国経済でも、消費の鈍化と堅調な設備投資が見られる。目的はどうあれ、企業の設備投資自体が需要を生み、好況を維持し、経済成長を支える。

作ったものはどんどん売れるし、設備も最新鋭になれば、企業の将来業績見込みは上方修正される。そうなれば、投資家はその株を買おうとするから、株価も上昇する。

こうして、人々は金持ちになったと思うから、購買意欲も高まる。そのため、普通の物には飽き始めて減退しそうになった消費意欲が再び刺激され、通常では考えられないようなぜいたく品や不用品まで、買い込むことになる。

これが、まさに景気の絶頂である。

この時点では、経済は自信に満ち、少しの不安もない。欲しい物は次々手に入り、自分の資産も拡大し、勤め先の業績も改善して雇用不安もない。これが変化する兆しも見えないため、楽観論が支配し、この状態が永続すると思い始める。

貨幣志向ならデフレを助長

ところが、長年の物質的欲望が満たされたこのときこそ、景気循環の最終段階への入り口である。

物への需要や設備更新が続く限りは雇用が生まれ、実物資本も拡大して、経済は成長する。しかし、物がそろってしまえば、物への欲望に限界が来る。そうなれば、生産能力を拡大しても仕方がないから、設備投資も減少する。おまけにこれまでのおう盛なIT投資が生産力を拡大させているから、設備はさらに余る。

このとき、欲望の対象はもっぱら金融資産に向いてくる。楽観論に乗って成長する株価は、人々の資産への欲望を満たしていく。

しかし、物への欲望が飽和し、設備投資も鈍化すれば、「実体」は変わらずに株価だけが人々の欲望を吸い込んで、上昇し続ける。この間、人々はITだ、ニューエコノミーだ、と理由を考え、株価高騰の裏付けを自らに納得させていくが、これにも限界がある。

そして、株価への信頼が揺らぎ始めたとき、その崩壊が起こる。そうした予想が出ただけで、投資家は損を避けようと我先に売り始めるから、予想をはるかに超える急落もありうる。

株価が下がれば、企業年金基金の株式運用に象徴される、株価の上昇を前提とした楽観的な将来の生活設計も、そのまま将来不安となる。おまけに、ブッシュ次期大統領の言うように大型減税が実行されれば、累積債務はそのまま残され、将来不安は増幅される。

株式の信用が減退し、欲望の対象ではなくなったとき、最後に残るものは貨幣である。ところが貨幣は、欲望の対象としては最も始末が悪い。

欲望の対象が株式であれば、物価に比べて株価が上昇し、豊かな気分になって消費需要や投資需要もある程度維持できる。米国経済好調の根拠としてたびたび挙げられたものに、株価の伸びと物価の安定がある。しかしその真相は、人々の欲望が物の消費よりも株式投資に向いて、物価よりも株価を押し上げたからに過ぎない。実体がないことの裏返しなのである。

欲望の対象が貨幣に向いたとき、その欲望を満たすには、デフレと不況が不可欠である。物を買わず、売れ残りや失業を生み出しデフレを起こして、ようやくその実質価値を引き上げることができるからである。このことは、現在の日本を見れば実感できよう。

不況になると、好況時に大胆で積極的な経営者をもてはやした人々が、今度は彼らを非難し、安全第一の堅実な経営者をたたえる。こうして企業はますます積極性を失うので、投資需要も生まれない。将来不安で家計の欲望もお金に集中するので消費も増えない。その結果、不況が長引く。この不況は、人々が倹約にも飽き、世代も交代して徐々に欲しい物が生まれ、新たな景気上昇の波が始まるまで続くことになる。

減税や利下げは効果期待できず

米国はがけっ縁に立っているかもしれないのに、十年前の日本と同様、まだ楽観的である。チェイニー次期副大統領は「米経済は景気後退に転じる瀬戸際にある」と言う。だが、米国人の大勢は「それでも実体はいいから、少々株価が下がっても、健全な調整の範囲内だ。それが行き過ぎるようなことがあっても、減税や金利引き下げで対処できる」と思っているようである。

しかし、一度株価が崩壊すれば、少々金利を下げたところで、投資が刺激されるわけもない。そもそも物が売れない上に、生産力が拡大しているから、投資しても仕方がないのである。

実際、最近の米株価、特に米店頭株式市場（ナスダック）の動揺は、ハイテク産業を中心に、軒並み業績予想の下方修正が続いていることによる。その原因は、ハイテク産業の生産効率が下がったからではなく、需要の伸びが止まったからである。

すなわち、生産側の理由ではなく、需要側の理由で業績が悪化しているのである。このことは、今後の経済政策を決める上で、決して忘れてはならない。

こうして目前で見れば明らかな業績悪化の原因も、時間がたてば忘れ、安易な市場主義に基づく誤解が幅を利かせる。非効率な投資をしたから、経営者が見通しを誤ったから、人々がおごり高ぶったから、などの批判がそれである。

こんな形で自己責任主義が前面に出てくると、つぶれるものはつぶせ、失業者も自己責任、ということになる。そのため失業が拡大し、人々の不安の高まりとともに、貨幣信仰はますます広がっていく。こうして不況マインドが定着し、金融制度の根幹を揺るがすようなショックが来るまで、放置されることになる。

一度そうなれば、減税では効果がない。貨幣貯蓄への欲望が、減税分を直ちに吸収し、なかなか物には向かっていかないのである。

このように不況期の過度な市場主義は、生産効率上昇を促す一方で、需要を減らし、需要不足を助長しかねない。そのため、株価急落と市場主義の台頭は、経済にとって、もっとも危険な組み合わせといえよう。

いま米国に必要なのは、景気後退後の国民の不安を最小限に抑え、需要を維持するための財政資金確保である。具体的には、財政赤字があるうちに累積赤字をできるだけ減らし、いざというときに失業者を有効利用する公共事業案を準備し、金融不安処理の方法を考えておくことである。

日本でも株価は急落している。このとき、森改造内閣が安易な市場主義的構造改革を急げば、数年前の財政構造改革に伴う苦い経験が繰り返されかねない。

51年生まれ。東大大学院修了、経済学博士。専門はマクロ動学・国際経済学