

	やまざき かずくに
氏 名	山崎 和邦
学 位 の 種 類	博士（国際コミュニケーション）
報 告 番 号	乙第1号
学位授与年月日	令和4年9月16日
学位授与の要件	学位規則第4条、武蔵野学院大学大学院学則第20条第5項及び学位記授与に関する規程第4条第4項の規定による
学 位 論 文 名	戦後日本における株価の景気先行性に関する一考察
論文審査委員	主 査 武蔵野学院大学 教授 高橋 暢雄 副 査 武蔵野学院大学 教授 久保田 哲 副 査 武蔵野学院大学名誉教授 本多 周爾

論 文 の 内 容 の 要 旨

本論文は、戦後日本における株価と景気指数との関連性を論ずる。広義の国際コミュニケーション学の視点から、市場経済における重要な指標となる日経平均株価と景気動向指数とを、第二次大戦後日本という特定の地域・期間に関して相関性を分析し、景気循環論に沿って考察を行うものである。構成は序章、第1章から第6章、そして終章、参考文献で成り立っている。序章では、本論文において景気循環論を用いる目的を論じた上で、株価動向が景気動向に先行するという「株価景気先行性」を多面的に論ずることが、経済政策に重要な意味を持つことを述べている。更に、その視点から論じた類似先行論文が乏しいことを指摘すると共に、その原因をミクロ経済学への偏りにあると考察して、マクロ視点からの分析意義について強調している。

第1章「景気循環について」では、経済史の視点から、約250年間に渡る経済学的发展や経済への分析が多く、景気循環論を生んだとし、主要なる景気循環論の趣旨と意義を整理している。コンドラチェフの波、クズネツツの波、ジュグラーの波、キチンの波、4種類の景気循環論を取り上げ、それぞれの特質・根拠に着目し、長期循環・中期循環・短期循環における各理論が、異なる経済動向への観察から生まれていることを説明した。それらを踏まえて、各景気循環モデルが経済観察及び経済予測に重要な意味をもつと結論づけている。そしてこれらの経済観察から生まれた景気循環論が先行研究となっており、近代経済学における純粋なる理論モデルを根拠とした景気循環理論に発展したとしている。

第2章「投資量と景気循環の関係」では、前章での経済観察に依拠した景気循環論を超越して、純粹に理論モデルから構築された景気循環論として、ヒックスの景気循環理論を詳細に取り上げている。その理由として「間接金融から直接金融への移行期に出た理論」であること、「直接金融の中心は投資であり、投資を動因とする理論」であること、「日本の高度成長期に出た理論であり、成長と循環が結合する理論」であることの3点を挙げている。各節ではヒックスの理論モデルの優位性を明らかにすることを試みている。ヒックスの理論がケインズ理論の重要な補完を担う理論であるという立場から始まり、各種動因の中から投資量以外の動因を排除する理由を述べている。そしてあくまでも夾雑要素のある事実の理解よりも、理論モデルとして後世の目安になる手法を選んだヒックスの立場を支持している。更に、ヒックスが投資量を誘因する仮説として重んじた「加速度原理」と「乗数理論」について説明し、ヒックスの景気循環理論の投資量に着目する視座が、景気循環論として重要であることを述べている。

第3章「ヒックスの景気循環論の検証」では、本論文が対象とする「戦後日本の経済発展期」の情勢とヒックス理論の登場とを重ね合わせた上で、乗数理論と加速度原理という2通りの仮説が統合されることで「経済は変動する、その変動が循環する、その循環は成長路線と一体となる」という命題を論証すると主張している。つまり、間接金融以外の手段が乏しい環境から直接金融による資金調達が一般的になる環境変化に鑑み、投資量を重要視したヒックス理論の優位性を考察する章としている。各節では、具体的にヒックス理論の優位性を紹介する。ヒックスが影響を受けたカレツキ、フリッシュ、ケインズの理論的欠陥を補正したものとして、「玉突台理論」に着目して同理論とその周辺的なヒックスの諸説を紹介した上で、ヒックスの理論モデルからの景気理論が経済成長論とも結びついていくという考察を行い、「景気循環は成長と伴う」「経済は成長しながら循環する」と説明している。

第4章「株価の景気先行性に関する検証」は、本論文の核でもある「戦後日本の株価の動き」が「景気循環に対して先行する」ことを検証する章となっている。第1節「経済指標としての株価」では、日経平均株価が経済指標に足る要素を持つことを論じている。諸要素の内「景気とのタイミング」「景気循環との対応性」「データの平滑性」において留保はあるものの、日経平均株価が景気動向の先行指標足り得ると説明している。第2節「株価の景気先行性の検証(1)」では、数本の先行論文を取り上げ、そこで論じられた経済動向分析について検討を行い、取り上げられている日経平均株価と経済指標の顕著な関連のケースを分析している。第3節「株価の景気先行性の検証(2)」では、「戦後景気の第1循環から直近の第16循環までの32回の動向変化すべてにおける景気動向指数DIと日経平均株価の方向変化」について考察している。景気動向指数の景気一致指標を抽出し、日

経平均株価とを比較して、「戦後日本の 16 回の景気循環における 32 回の景気動向変化に対して、30 回は株価の景気先行性を確認できた」と結論づけている。第 4 節「株価変動と景気循環との関係」では、株価に景気先行性が生ずる原因を論じ、2 回の例外事項についての分析を施し、本章の結びとして金融市場での「投機活動」が市場で広く展開されることにより、「株価の動向は景気実勢の動向に先行する形で現れ、そこから金融システムが構築されて、実物経済の円滑化と拡大を支える」との結語に結びつけている。

第 5 章「景気循環」、ならびに「株価景気先行性」という視点の採否とその事例的検討」では、実際行われた政策を事例に株価景気先行性に基づき、良い結果を出せた 4 事例と悪い結果となった 2 事例の分析を行っている。とりわけ悪い結果となった 1992 年の宮澤内閣の公的資金注入策の先延ばしと 80 年代後半の金融過剰引締め の 2 例が日本における「失われた 13 年」を引き起こしたと強調している。その上で結びとして「株価景気先行性を重視することは、国家の経済政策において極めて重要である」と述べている。

第 6 章「景気循環」と「株価景気先行性」とその影響についての再考察」では、前章で取り上げた 6 事例について具体的に株価の動きを詳しく論じている。とりわけ、本論文で紹介したこれまでの理論等を踏まえて、1965 年の佐藤内閣の事例と 1995 年の村山内閣・1998 年の小渕内閣の事例が、株価景気先行性としてばかりではなく、ヒックス理論とも整合する成功例として効果を示したものであると説明している。

終章では、景気循環という認識を深め、株価景気先行性を重要視することが「経済政策にとって極めて重要である」という結論を導き出すと共に、戦後 16 回の景気循環における景気収縮期の内 5 回に「恐慌状態」とも言える状態が現れていることについて触れている。この様な金融危機が起り得るからこそ経済政策担当者が「戦後の景気循環史に学ぶべき」と述べている。そして、今後の研究課題をいくつか列挙し、本論文を結んでいる。

論文審査の結果の要旨

本論文は、当初は市場経済の信頼性のあった時代と地域について、歴史分析的かつ社会分析的に扱う計画であった。間接金融重視の時代には市場経済は統制的であり、直接金融は一種の賭場の様な様相を呈している時代であった。その後、第二次大戦後にブレトンウッズ体制が構築され、アメリカ中心とは言え、直接金融つまりは投資を中心とした市場中心の経済が世界レベルで信頼に足る様になった。そして、現代のグローバル化した経済は国家の財政悪化や景気浮揚策から、段々と経済政策が市場をコントロールする方向に転じている。従って、本論文が対象としている時代には、市場経済という広義の国際コミュニケーションが自由闊達に往来している歴史上貴重な期間であることが推測し得る。その視座に対して多面的に分析を行うという研究計画を進めていたのであるが、より精緻に限定

した領域について論ずるべきという議論の中で、本論文の様な限られた領域かつ経済学の知見を重視するものとなった。それにより国際コミュニケーション学としての視点が薄れた感はあるが、本論文の価値を損ねるものとは考えてはいない。

その上で、本論文は戦後日本の株価に着目し、政府の指標である景気動向指数との関連性を分析することで、市場としての健全性を前提に、それを活用出来た場合、政策により歪めてしまった場合を経済学の視点をを用いて論じたものとなっている。

まずは各章の流れから評価点と課題を述べたい。

第1章から第3章までは分析根拠となる景気循環論についての説明が主たるものとなっている。ともすれば景気循環論が経済学の領域で軽視されがちな中、その価値あるところを丁寧に説明している。それにより本論文にて株価景気先行性を論ずる上での前提条件が何故景気循環論となるのかを明確にすることが出来たと考える。更に、それをケインズを継承したヒックスの経済モデルを用いることで、数值的分析への目安が立つことになり、その後の章における分析をよりシンプルに考える手助けが出来た価値は考慮に値するものと言えよう。

また、ヒックスの理論から直接金融もしくは市場経済に親和性が高い投資量についての視点を軸としたことにも、着目すべきであろう。ヒックス理論の登場時期の時代背景にもよるとは考えられるが、国際コミュニケーション学という視点から考えれば、国境を越えて飛び交う投資（筆者の山崎氏によれば投機）は、市場経済という多くの人間の思考や目的へのイメージが湧きやすい。加えて、ヒックスの経済循環理論の主眼が経済成長の分析にあるということを踏まえて、景気循環と経済成長の融和に言及し、「玉突台理論」等のモデルも提示していることに独自性が感じられる。

反面、ヒックスが自らの理論とモデルを経済成長期を前提に論じている視点を欠落させている点を指摘しておきたい。ヒックスが現状維持もしくは成長減退期については捨象することを表明していることは、つとに有名であり、その視点をしっかりと表明した上で分析に至る必要があったと考えられる。また、後述の通り、ヒックスとの比較として用いられている各種の景気循環論についての説明は丁寧とも言えるが、反面冗漫かつ後章での分析に用いられている訳ではない。分析技法の明確化は、論文において非常に重要なものではあるが、課題として残る。

第4章は、本論文の核となる部分でもあるので、今後の課題も多い。まずは景気動向指数についての成り立ちや仕組みが十分に説明されているとは言い難い。景気動向指数は長期的な定点観測の指標であることから、委員会にて指数の項目を都度検討する仕組みになっている。本論文にもあるが、日経平均株価がそこから外された時期も存在する。つまり、何が景気動向を正しく表す指標項目であるのかは検討され続けており、ひとつひとつにそれなりの意味があることを軽視してしまうことは、本論文の意義を薄れさせるものにもな

りかねないと考えられる。ともすれば、日経平均株価と景気動向指数の関連性を追いかけるすぎるがあまりに、丁寧な説明を省いている印象を受けることを課題としてもらいたい。更に、山崎氏が過去の研究発表で指摘されていたことだが、ご自身の投資家としての視点が強すぎて、株価景気先行性を論ずる上で投資家的なニュアンスが随所に出ていることが気になる。これは研究課題ではないかもしれないが、論文の趣旨を考慮して論を展開することに留意していただきたい。

第5章・第6章については、事例の分析であるので、分析に難しい部分があったとも考えられる。事象の説明として苦心の跡が感じられると共に、後世の研究者が追いかけてやすい構成を心がけており評価が出来る。ここでは例外事項の説明であることから、問題点が明確に感じられる分析をしていることは良い部分に感じられる。反面、どうしても自論の補強の印象が強く感じられるので、新聞の報道や当時の政治的背景等、より丁寧な説明があれば、説得力がむしろ増した様に思える。

また、第6章の事例が日経平均株価の推移であるローソク足を用いて説明されていることは、大変わかりやすい。ではあるが、ローソク足というものは用いる基準により異なっている諸刃の剣でもある。補足する説明が必要となるだろう。

次に、本論文の全体的な課題について述べておきたい。

本論文においては、全体を通じて意義ある分析は成されているとは考えるが、総じて論証や説明に浅さが感じられる。余計な説明が多かったり、繰り返しが多々見られる。また理論の紹介においても、記述の引用文献に乏しさを感じる。具体的には、第1章では景気循環論の論者が揃っているとは言い難い。取り上げない論者への言及もあるべきだと考える。第2章・第3章のヒックス理論の紹介では、ヒックスの全体像を説明しきっていないので、部分として自論に近い理論のみを用いている印象は拭えない。第4章では先述の通りであるが、先行研究の分析に学術的かつ批判的な検討が成されておらず、単なるご紹介の域を出ていない。

更に、全般において、原典に当たっているとは言い難いところが見られる。経済理論の分析とは言え、原典にはニュアンスがある。これからの研究課題としていただきたい。

今後の研究に委ねられる課題はあるものの、本論文が国際コミュニケーション学の分析として、社会科学の技法を用いて研究を仕上げた意義は大きいと認められる。一見当然に見える「株価が景気に先行する」という原理を経済学の知見から論じた視点は高く評価出来る。山崎氏の実務家時代も含めた多年の研究や経験の成果は充分に感じられるものとなっていると言えよう。論じ方に課題はあっても、着眼点や視座には見るべきものが多い。特に、事例分析における実感のこもった筆致には同時代人ならではの感覚を感じずにはいられない。

以上、本研究には課題は残されているものの、市場経済という広義の国際コミュニケーションの場において、中長期的な問題点を抽出し、それに対するひとつの解決策を提示した上で、それらを理論面・実態面から研究・分析した論文となっており、この領域において新たな可能性を開く貢献をしたものであると考えられる。よって、本審査委員会は、本論文に博士（国際コミュニケーション）の学位を与える資格があると判断する。