

戦後日本における 株価の景気先行性に関する一考察

A Study of Stock Price Behavior as Preceding Indicator
Characteristic to Business Cycle in Japan's Post War
Period

令和3年9月22日

山崎 和邦

目次	1
序章	5
1. 本論の目的	
2. 問題意識	
3. 本研究の意義	
4. 本研究に関連する先行研究	
5. 研究の方法	
6. 各章の構成	
7. 各章の概要	
第1章 景気循環について	10
はじめに	10
第1節 長期循環・中期循環・短期循環の概観	10
1. コンドラチェフの波	
2. クズネッツの波	
3. ジュグラーの波	
4. キチンの波	
第2節 景気循環についての学説の検討—景気サイクルから観る循環理論	12
1. コンドラチェフの長期波動論	
2. 「設備投資」を起動力とする約10年周期のジュグラー循環	
3. 「建築」から見たハンセンの循環論	
4. サイクル論から観た景気予測の議論	
結びにかえて	20
第2章 投資量と景気循環の関係	24
はじめに	24
第1節 投資量決定に関する理論に関する考察	24
第2節 ヒックスの理論モデル	25
第3節 投資量決定に関する諸仮説	26
第4節 加速度原理について	28
第5節 乗数理論	29
結びにかえて	33

第3章 ヒックスの景気循環論の検証	35
はじめに	35
第1節 ヒックスの景気循環論の概要	36
第2節 ヒックスの景気循環モデルについて	37
第3節 ヒックスの景気循環論モデルの特徴—無限発散モデルと「玉突き台の理論」	38
第4節 ヒックスの景気循環モデルにおける循環と成長の結合	40
1. 循環と成長について	
2. 加速度原理の非対称性	
3. 循環と成長との結合	
結びにかえて	44
第4章 株価の景気先行性に関する検証	46
はじめに	46
第1節 経済指標としての株価	46
第2節 株価の景気先行性の検証 (1)	49
第3節 株価の景気先行性の検証 (2)	55
第4節 株価変動と景気循環との関係	60
結びにかえて	64
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	70
はじめに	70
第1節 事例の選定における背景と事由	71
第2節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を重視した事例	72
1. 1965年における佐藤内閣の事例	
2. 1995年村山内閣、ならびに98年小渕内閣による財政出動	
3. 2003年における銀行への公的資金の半強制的注入	
4. 景気後退を食い止めた安倍内閣の「異次元緩和」政策	
第3節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を軽視した事例	78
1. 1992年の公的資金注入策の事例	
2. バブル消滅後の過剰引締め策	
結びにかえて	80

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	84
はじめに	84
第1節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を重視した政策 によって好い結果を生んだ4事例と本論との整合性の検討	84
1. 1965年における佐藤内閣の事例と本論との整合性の検討	
2. 1995年村山内閣、98年小渕内閣による財政出動と本論との整合性の検討	
3. 2003年における銀行への公的資金の半強制的注入と本論との整合性の検討	
4. 景気後退を食い止めた安倍内閣の「異次元緩和」政策と本論との整合性の検討	
第2節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を軽視看過して悪い結果を生んだ2事例の結果と本論との整合性の検討	94
1. 1992年の公的資金注入策の事例と本論との整合性の検討	
2. バブル消滅後の過剰引締め策と本論との整合性の検討	
結びにかえて	99
終章	103
参考文献	105

序章

本論では、戦後日本における株価の景気先行性という問題について論じてゆく。まず、それに先立って、本論の目的、問題意識、本研究の意義、本研究に関連する先行研究、研究の方法、各章の構成と概要について述べておきたい。

1. 本論の目的

本論の目的は、経済政策において株価の景気先行性の重要性を考察することにある。景気変動は上方へも下方へも無限発散するものではなく、均衡点に収斂するものでもなく、都度々々型は変わるが循環することを確認する。

景気の拡大過程が長い時、或いは後退期と収縮期が長く深刻な時、景気循環消滅論が学界の一部でも議論され、政界、財界、金融市場、世間において、これが一部は信じられるような状態を呈することが今まで何度かあった。(註1)

しかし本論では、約250年間の経済史観察のフィールドから構成された景気循環論と近代経済学上の景気循環論の2つの視点に拠って景気循環の存在を確認する。

一方、株価変動は景気変動と関係することは周知の事実ではあるが、これを旧経企庁の景気動向指数と東京証券取引所の公表する日経平均株価を使って、景気動向と株価動向の関係を検証し、株価動向が景気動向に先行することを検証する。

景気循環が確認され、株価動向が景気動向に先行することが明らかにされれば、本論ではそれを「株価景気先行性」と称することにする。

それらに基づいて、「景気循環」と「株価景気先行性」という視点の採否によって生じる結果を6つの事例に照らして検討する。

2. 問題意識

景気循環と株価景気先行性を論文のテーマにした契機は、景気循環と株価変動には関係が在りそうだという考えから発し、ヒックス理論、動因説とサイクル論に接し、それらを読み解くうちに両者が相互に補完し合っているように思えたからである。

ヒックス理論は、間接金融から直接金融への移行期に提唱され、当時、直接金融の主力は投資であり、またジュグラーの10年サイクル論も投資量の変動を動因とする理論である。ヒックス理論は、循環と成長とが結合して現れると指摘している点が、当時日本が高度成長の入り口だったという状況に符合していた。

ところで、あらかじめ明確にしておかねばならないことがある。それは、景気理論の立論過程及びその方法を吟味することと、当該理論の現実的妥当性を吟味することとの区別である。

本論では、株価変動が景気循環に先行することを検証する対象期間は、景気動向指数が旧経企庁によって設定された以前から逆算して遡れる 1950 年以降の第 1 景気循環から 2018 年 10 月の第 16 景気循環の山を形成するに至るまでとする。戦前にも景気循環は存在したが、それを計測する明確な指標が組成されていなかったこと、株価変動も公正さが担保されていなかったことから、1949 年に東京証券取引所が再開され、GHQ の行政指導のもとに証券取引所の公正さが開示されるようになって以降を対象とする。また、株価を 1896 年に米国で創設されたダウ平均株価の算出方法を借りて日本で 1950 年以降に用いられるようになった日経平均株価を用いるものとする。

3. 本研究の意義

株価が景気に先行することが検証されるならば、株価景気先行性を重視することは経済政策面に極めて重要な意味を持つと本論は言い得るであろう。株価景気先行性を看過軽視した結果、経済実勢に悪い結果をもたらした事例を考察し、その事例と裏付けとを考察する。

株価景気先行性を重視して行動すれば経済政策等において効果があり、株価景気先行性を無視看過すれば経済政策等において悪い結果をもたらすということを明らかにすることで、今後の経済活動に資するであろうし、研究に少しでも寄与することができるのではないかと考える。

4. 本研究に関連する先行研究

本論と類似したタイトルの先行論文「株価の景気先行性-バンドパスフィルターを使った検証」（山澤成康、『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』、第 11 号、2011 年）では「景気を表す指標として月次 GDP を使う」と「要旨」で述べているが本論では景気動向指数を使う。また、山澤論文では「業種別に見ると、情報通信業等々」とミクロに分けて論じているが、本論では業種別や銘柄別にミクロのとらえ方をせず、日経平均株価を用いて全体から考察するものとする。

吉川洋は『人口と日本経済』（中央公論社、2016 年）において、これからの経済成長は景気循環によるものよりもシュンペーターの言うイノベーションの産物として説かれるべきであると主張している。これは、日本の高度成長期は 10%以上の経済成長を遂げたが人口増加による分は 1%であった、したがって

差し引き 9%は労働生産性を上げたからであるという成長論であり、筆者の考える景気循環論にはそぐわないと考える。

佐々木信二は『世界経済、恐慌の予兆』（東洋経済新報社、1993年）を述べているがこれはポール・ケネディが『大国の興亡 1500年から2000年までの経済の変遷と軍事闘争』（鈴木主税訳、草思社、1988年）を著した5年後であった。そして篠原三代平は『世界経済の長期ダイナミクス 長期波動と大国の興亡』（ティビーエス・ブリタニカ、1991年）において「いつの日か景気分析はこうした大国興亡論と何らかのリンケージを示す必要があると考えてから久しい」と説いた。大国の興亡は偶然か必然か、経済変動、ヘゲモニー変動を彼は独自の景気循環の視点から展開した。景気循環にはこのような長期波動が広範囲の戦争や革命によって起こるという「戦争仮説」、下降期には重要な技術発見・発明が生まれ、次の上昇期に影響するという「技術革新仮説」、あるいは下降期には農業が著しく長期不況に見舞われるという「農業仮説」、また下降期には資金需給の均衡回復まで先進国側の経済停滞が相当長く続くことが避けられないという「資産仮説」などに別れるようになった。必ずしもヒックスが設定した国内経済体制内モデルでは解けない面が多くなっている。

根岸隆は、『経済学 41人の巨人』（日本経済新聞社、2014年）で「ヒックスは動学化の幕を切った」「ヒックスは主としてヨーロッパ大陸で発展したワルラスの一般均衡理論とマーシャルの均衡の時間的構造論を結び付けて時間的均衡（マーシャル流に言えば短期均衡論）とその比較静学を展開し、さらに予想を中心概念とする動学理論を構想した」と述べている。井上義朗はヒックスのことを次のように述べている。「静学理論を動学理論に転換させるという、単なる技術的な関心に基づくものではなく、これまでの近代経済学において当然視されてきた市場経済のビジョンに対する根本的な問い直しを迫る議論として見ておく必要があるものばかりである。」（『市場経済学の源流 マーシャル、ケインズ、ヒックス』（中央公論社、1993年））。

株価動向の景気先行性について田原昭四は「『不況下の株高』とか『好況期の株安』という現象が発生するのは、株価の先行性を示す経験則であると同時に論理的帰結でもある。景気の現状判断、および予測指標として、株価動向が重視される理由はこの特性にある」と『日本と世界の景気循環』（東洋経済新報社、1998年）で述べている。

景気循環と株価動向とを論じた論文では、概ねは特定の業種についての、当該業種の景況と当該企業の株価との連動を論ずる、ミクロ動学であって本論の志向するマクロ動学とは異なるものが圧倒的に多い。動学であってでもミクロ面の捉え方では、経済活動全体の景気変動と全業種の株価変動との関係を捉えることはできないが、ここでは、それを明らかにすることを目指している。

5. 研究の方法

本論では、GDP に織り込まれる 4 要素(消費・投資・政府支出・輸出)を包含する景気動向指数の変動をもって景気循環とし、旧経企庁が基準日決定会合で決める景気の方角転換と株価の方角転換のタイムラグを実証的に検討する。30系列の経済指標で組成される景気動向指数は旧経企庁が創設以来何度も改良を加えられて現在では IMF から FRB から世界有数の指数であると評価されている。これを用いる。

景気サイクル中心の景気循環理論は、株価変動で言う「日柄観測による予測」の方法に共通する面もあるし、景気循環論の先行論文の記念碑的存在であるコンドラチェフの長期循環やジュグラの投資循環も含まれるため、考察範囲に入れる。

理論モデルから立論された景気循環論については、投資行為から生ずる株価変動と景気循環とが深い関係にあることから、投資量に関する仮説で立論するヒックスの理論モデルを検討することになる。

また、ヒックスが自ら述べていた、理論構成とその現実適用性との検証は別だという自説の限界を、時代が前後するが景気サイクル中心の景気循環理論が検証していたという事実が成立しているし、本論は株価と景気動向指数との比較から理論モデルを現実の景気動向指数で検証する。

なお、長期循環・中期循環・短期循環は論者が多く歴史も古く膨大な理論集積になるので、景気サイクル中心の景気循環理論を純粋理論モデルのヒックスに先行したものと概観するにとどめる。

ケインズの体系は後に二つの方向に発展したが、その一つはケインズが言う恐慌対策とその予測である。これが乗数理論となって現在も各国に用いられ、2008 年秋から 2009 年春にかけてのリーマンショックを収束させた政策も、2020 年春から 2021 年にかけての通称コロナショックを短期間の金融危機で済ませ通常の景気収縮期に食い止めた政策もこれに拠っている。

もう一つは後年、景気循環理論として発展した。ケインズの後継者が理論モデルから景気循環理論を立論し、ヒックスが景気循環理論を確立した。本論はこの景気循環理論を採る。

6. 各章の構成

本論各章の構成は以下の通りある。

第 1 章 景気循環について

第 2 章 投資量と景気循環の関係

第 3 章 ヒックスの景気循環論の検証

第 4 章 株価の景気先行性に関する検証

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

第6章 景気循環と株価景気先行性とその影響について再考察

7. 各章の概要

第1章において、景気循環の存在を約250年間の経済現象の観察から説かれた理論を、サイクルと動因を中心とした景気循環論として概観する。

第2章で、投資量と景気循環の関係を理論モデルとして構成するヒックスの景気循環論を考察する。

第3章では、ヒックスが投資量に関する仮説を景気変動要因として立論した景気理論を吟味し、本論がこの理論モデルを採用する理由を述べる。

第4章で、株価の景気先行性について日経平均株価と景気動向指数を使って検証し、株価変動が景気循環に先行する傾向があることを明らかにし、最後に、その理由を考察する。

第5章では、「景気循環」ならびに「株価景気先行性」という視点の採否によって経済政策に良い結果を及ぼした事例と悪い結果をもたらせた事例を6事例に絞って挙げ、第6章において前章で挙げた6事例と本論との整合性を考察する。

註

(註1) 日本では1979年に出たエズラ・ボーゲルの“Japan as Number One: Lessons for America”の日本語版、或いは1980年代後半に金融業界に流行った「強い国家に強い円・論」、1998年～2000年春までの所謂ITバブル時代に世間で流布された「New Economy論」は2020年にステファニー・ケルトン教授が発表して筆者の所属する景気循環学会で議論の対象になり、浜田紘一が「一理ある」と肯定していた現代貨幣理論「MMT」等。

第1章 景気循環について

はじめに

第1章は、景気循環の存在の確認を約250年間にわたる経済史の観察によって構築された景気循環論について考察する。これは景気のサイクルと景気の動因から見たものであり、特にサイクルに重点がある。そこで長期循環・中期循環・短期循環（長波・中波・小波）という区別でなされてきた。そしてその発見者の名前をとって長期循環の記念碑的存在はコンドラチェフの長波であり、中期循環はクズネツツの中期循環であり、またマルクスと同時代に出たジュグラーの設備投資を動因とする中期循環であり、在庫投資を動因とする3年～4年単位の短期循環をキチンの波と言ってきた。これら全てを概観することによって景気循環というものが、そのサイクルがコンドラチェフの長期波動のように50年～60年単位のものもあり、ハンセンの建築循環のように20年単位のものもあり、ジュグラーの設備投資循環の10年ぐらいのものもあり、キチンの在庫投資循環のように3年～4年のものもあるが、「景気は循環する」ということを経済史の事実の上から立てた理論によって確認することが本章の目的である。

第1節 長期循環・中期循環・短期循環の概観

先ずは1.コンドラチェフの波・2.クズネツツの波・3.ジュグラーの波・4.キチンの波の長期・中期・短期の波を要約する。

1. コンドラチェフの波

技術革新に基づく物価の長周期波動（概ね50年～60年周期）を言う。ソ連の経済学者コンドラチェフが発表した長期循環であり、50年～60年の周期をもつものとされている。ニコライ・コンドラチェフが1920年に、英国・フランス・アメリカなどの事例から発見した技術革新を主因とする50年～60年周期の景気変動であり、シュンペーターがこの長波を「コンドラチェフの長波」と命名し、ロシアの学者名と共に学説史に残った。

このコンドラチェフの波が発生する原因は、鉄道や蒸気機関の普及、自動車の普及といった新技術・新製品の開発にあると考えられる。また、1814年のナポレオン戦争、1865年のアメリカ南北戦争などの影響も指摘されている。しかし、このような長期循環が世界的規模でおこっているという点には疑問をもつ学者が多い。

- (1) イギリスの産業革命期：1780年代から好況をむかえ、1817年頃に景気の山を記録し1840年代にかけて不況をむかえた動きである。
- (2) 鉄鋼業や鉄道の実展期：1840年代からの上昇局面にはじまり、1875年ごろに景気の山をむかえ、1890年代にむかって下降した周期である。
- (3) 電力・化学・自動車の出現期：19世紀末から1920年代に向かつての上昇局面とその後の下降局面である。
- (4) 宇宙開発競争期：コンドラチェフ自身の考えは1920年に発表されたものであり、その後の循環については自身が分析したわけではないが、1973年の石油危機の直前を景気の山とする1周期があったとする見方もある。
- (5) 1990年代末のコンピューター、情報通信技術（IT）の進展があった。

2. クズネッツの波

人口の増加に起因する景気波動（概ね15年～25年周期）であり、これは人口の変化を背景に、とくにアメリカなどで顕著に観察された。この循環の原因は移民などによる人口の社会的増加、それにとまなう住宅建設投資であるとされる。すなわち、移民として流入した人々は新たに住宅を建設し、それを原因とした景気の拡大が生じるが、その子供たちの世代が独立するころにふたたび住宅建設が活発化する。このような状況がくりかえされることによって景気循環が生ずるといふのである。

3. ジュグラーの波

設備投資循環9年～10年を周期とする中期循環を発表したのは、フランスの経済学者ジュグラーであった。1860年に発表されたもので、「ジュグラーの波」と称される。設備投資の調整に基づく中期の景気波動（平均周期9年～10年）。これは、設備投資とその減耗にとまなう更新投資によって生じるものと考えられ、単に景気循環というときはこれをさすことが多い。

ジュグラー理論体系は、さまざまな経済指標の動きを分析したもので、今日でもその分析手法については評価されている。「主循環（註1）」ともいわれる。

4. キチンの波

在庫変動に起因する短期の景気波動（平均周期40～50ヶ月）である。「小循環」ともいふし「キチンの小波」ともいふ。在庫の増減にとまなうて生ずるものとされており「在庫循環」ともよばれている。この循環は、景気が後退局面に入ると在庫が増加し、それを減少させるために生産の減少や在庫の安売りをおこない、不況に突入することである。この在庫調整が終わってから生産が

増加しはじめると、景気は上昇局面に入ることになる。

「消費の冷え込み → 在庫増 → 生産調整や値引きなどの販売促進 → 在庫適正化」というサイクルを描く。

第2節 景気循環についての学説の検討—景気サイクルから観る循環理論

この学説群は次の2つの意義を持つ。

(1) 近代経済学上の景気循環理論の先行研究としての役割を演じている。

(2) ヒックスは純粋モデル上の景気循環論の限界を次のように自ら設定したがこれを事象の観察と統計によって理論モデルの検証をしていたということになる。ヒックスは、この理論モデルそれ自体が論理的に正しければ、その現実適用性の検証は経済史家のする分野であるとして次のように述べている。

「もしここに提出される理論が、理論的批判に耐えるならば、次の段階は、統計学者、エコノメトリスト、(なかんずく)経済史家の仕事であり、彼等はこれらの仮説に照らして事実を理解することが可能となるかどうかを、調べなければならないであろう。私が明らかにしたいと望んだのは、この理論がそれ自身合理的であり、われわれが経験した種類の現象を説明するのに役立つであろうということだけである(註2)。」

この2つの意義を持つということは、いわば、フィールドの観察から来た景気理論が、理論モデルが限界としていたことを検証していた、ということになる。

経済史上の事実の観察から景気変動の動因・周期の検証を通して構成された景気循環学説の概観、これらは、理論モデルから構成される景気循環理論の先行研究としての役割を果たしたこと、及び、理論モデルを経済史上の事実から検証する役割を果たしていることを確認するものである。バーンズとミッチェルが「景気循環の測定」で説明したように、「経済活動における循環的変動を最も古くから記録しているのは、ジャーナリストのその時々意見である」と述べている。

資本主義体制における経済は上昇並びに下降という形で変動することは、約250年前からの経済史の観察から明らかになっている。一旦1つの方向へ動き始めると同じ方向へ累積的に発展し、ある点に達すると起動力が衰えて遂には反対の方向へ逆転する傾向を持つ。つまり、景気は波動を描いて発展するのであって、この波動を金利・物価・雇用等の長期の移動平均や現象面から規則性を抽出して景気理論とした学説群がある。

この学説群は歴史的記録や統計上の資料から言っても充分の根拠があると信じられて今日まで来ている。

この学説群はこの経済史の観察から構築された学説群であり、その主著の発刊年順に言えば、ジュグラー（1860年）、キチン（1923年）、コンドラチェフ（1926年）、シュンペーター（1939年）、ハンセン（1941年）、バーンズ&ミッチェル（1946年）という順番になるが、本論は学説史を意図するものではないから現代の景気理論に影響を及ぼしているものに焦点を当てて概観し、それが現代の景気理論にどのような影響を与えているかを論述するものである。いずれにしても、景気波動のサイクルに注目し景気は循環するものとして把握している。

まず、バーンズとミッチェル、この2人の共著である1946年の『景気循環の測定』“*Measuring Business Cycles*”は、景気循環において2つの上下の臨界点をそれぞれ「峰」“peak”「谷」“trough”と名付け、「谷」から「峰」に伸びる「拡張局面」“expansion phase”と「峰」から「谷」に至る「収縮の局面」“contraction phase”との二大区分を行う。そして、「峰」と「谷」には比較的短い期間の「転換点」“lower&upper turning points”があり、下方転換点から拡張に至る前に「回復」“revival”の段階を経過する。

また、上方転換点から「収縮」に入る前には「後退」“recession”の時期を経る。このようにして景気循環が相互に密接に結びついた4局面（すなわち、回復・拡張・後退・収縮）によって成立すると説いた。

この学説の誕生は1946年のことであつたが戦後の旧経企庁が近代経済学上の理論モデルと経済史観察上のサイクル説とから景気動向指数を創設した際にこのバーンズ・ミッチェルの景気各局面は大いに活用されたことと想像できる。

旧経企庁の景気動向指数は「谷」から「回復」→「拡張」へと景気は進み、ついには「山」を迎えて反転し、「下降」→「収縮」となって「谷」を迎える。

これは、株価変動の大勢が、「大底」から「陽転」→「続騰」し、ついには「大天井」を迎えて反転し、「陰転」→「続落」→「大底」を迎える動きと、或るタイムラグを以て殆ど重なる。

これに対してシュンペーターは臨界点を「峰」と「谷」ではなく、「均衡近傍」“neighborhoods of equilibrium”とする。そしてその「均衡の近傍」を中心として繁栄・後退・沈滞・回復の4局面“four phase cycle”を描いた。

金（キン）の生産は約15年の遅れをもって物価変動に従っているから、金の生産は物価変動原因ではなく結果と見なされる面が多い。故に、金生産説は副次的な役割としてしか考えられなくなった。さらに戦争に理由を求める学説

も第1次大戦が繁栄時代の最後になるまで起こっていないゆえに、やはり経済外的な要因として第二義的な意味しか持たないと考えられるようになった。

景気循環の本質は企業新機軸に関する要因に求められてきている。すなわち、投資財と耐久消費財に対する購買の増減に求めるものである。

景気循環を、そのサイクルから考える学説は今日でも多くのエコノミストがこれを使い、学者もこれを説く人々は少なくない。サイクルと動因によって「キチンの短期循環」、「約20年を周期とするハンセンの建設循環」や「約10年を周期とするジュグラの設備投資の中期循環」があり、底流にあるのは「コンドラチェフの長期循環（註3）」であり、「長期波動論」と言われてきた。今日でもこの小循環・中期循環・長期波動論を組み合わせる説くエコノミストは少なくない。景気循環学会副会長の嶋中雄二もその1人であり、「コンドラチェフ・サイクルで読み解く大国の興亡」（嶋中雄二、景気循環学会、2019年10月発表）もその一例である。

株価変動の潮流で言えば株式市場用語でいうところの「日柄」から見ることと似ている。

1. コンドラチェフの長期波動論

ロシアの経済学者 N. D. コンドラチェフが提唱した「長期波動」（大循環）と呼ばれる約50年周期で循環する大波動である。これが「コンドラチェフの長波」と言われている。画期的なイノベーションを牽引役として拡大し、やがて縮小局面へと大きく循環してきた、今までの世界経済はこのような変動を循環してきたという考え方である。コンドラチェフは、景気変動は経済の技術革新によるという経済の内因説を主張したが、トロツキーの一名「戦争循環説」と言われる経済外因による波動理論は本論では割愛する。これに対してコンドラチェフの長波というのは多くのエコノミストも経済学者も今でもこれを使っている。嶋中雄二（註4）は『第三の超景気、ゴールデンサイクルで読み解く2025年』（日本経済新聞出版社、2018年）において、このゴールデンサイクルというのはコンドラチェフ長波と他の中期循環と小循環が全部重なる、大きな景気が来るという見方である。「通常の景気循環局面を超えて複数の好景気群を束ねる、短・中期の景気循環を超越した存在『超景気』なのだ」という。株価のチャートの見方に「ゴールデン・クロス」という上昇変化を確認する方法があるが、嶋中雄二はこれを用いている。

景気循環は歴史的推移に照らすと、繁栄と沈滞、拡張と収縮、または上昇と下降という形をとることが経済史の観察から明らかになった故に、所謂「長期波動」を統計的に吟味したものとして「コンドラチェフの長波」がある。彼は9年間の移動平均から傾向を求め、物価・利子率・生産量に手掛かりを求めて

平均 54 年～60 年を周期とする長期波動を経済史の上から発見した。

第 1 の波は 1780 年代の末から 1850 年代

第 2 の波は 1850 年代のはじめから 1890 年代

第 3 の波は 1890 年代のはじめから 1920 年代のはじめ頃
とされている。

この現象を説明する学説には大別して 3 つある。

第 1 はシュビートフ・ウィクゼル・シュンペーターの立場で、技術の進歩や企業の新機軸・新資源の開発及び新領土の開拓に求めるものであり、第 2 は戦争にその理由を求めるシリアシ・ワントループの立場であり、第 3 は金生産量や金の供給額に重点を置き、一般に価格の動きでとらえられるものである。

シュンペーターの 3 循環図式という説がある。コンドラチェフの長期波動（54 年～60 年間）、ハンセンの中期循環（8 年～10 年）、キチンの小波（40 ヶ月）という 3 つの波の時系列をとる時は相互に重なりあうので複雑であるが、シュンペーターは景気循環を把握するためにこの 3 つの波に近似的なモデルをとり、仮定として役立つ図式を考えた。「3 循環図式」“Three - Cycle schema”である。シュンペーターは景気現象を企業新機軸“innovation”に求め（註 5）、当初の攪乱的要因を重視して 1 つの革新の成功に続いて起こる一群の革新に上昇傾向を認め、第一の長期波動の繁栄時代を産業革命の発生によって説明し、それに続く困難時代についてはこの新しい産業界の構造が経済組織の中へ多少ともしっかりと編入された後、必要とされる再整理や順応過程の中に説明を求め、第二の繁栄時代については蒸気と鉄鋼の時代、特に世界の鉄道化時代に求め、そして第三のそれについては欧米諸国の電機・科学・自動車工業の出現をもって説明している。

「コンドラチェフの長波」の他に、設備投資が引き起こす約 10 年周期の「ジュグラの波（中期波動）」、また建設物の建て替えが主因となって起きる約 20 年周期の「クズネツツの波」、さらに「ハンセンの建築循環（註 6）」、そして、在庫の増加現象に起因する約 40 ヶ月周期の「キチンの波（短期波動）」がある。このコンドラチェフの長波とジュグラの中期波動とキチンの短期波動が全て上昇方向に重なった時に大きな波が出て、それが最盛期を迎えるのが 2025 年だというのが景気循環学会副会長・嶋中雄二の説である（註 7）。

第 2 次大戦後に経済が一斉に高度成長期に入り、1970 年以降低成長時代に入るとともに新たな研究者を加えて長期波動論が展開された。コンドラチェフの長期波動は物価と生産、つまり経済成長の両方が長期波動を描くというのだが、物価については多くの研究者が認めているものの、生産つまり経済成長については見解が一致しているわけではなかった。

大和正典は、外国語外国文化創刊号（帝京大学：2008 年）において「長期波

動論の再検討：世界に生産つまり経済成長の長期波動は存在するか」と題して、「……そこで本稿は、生産つまり経済成長の周期的長期波動が本当に存在するのか、そしてその周期は50年～60年の長期なのか、の再検討を試みるものである」と述べ、「中間の結論」としてこう言う。「従来の長期波動論者が指摘してきたような、物価の長期波動と並行するような生産つまり経済成長の長期波動は確認されなかった。アメリカ・イギリスの場合は明らかに15年～30年の準長期波動しか存在しなかったし、ドイツ・フランスの場合には準長期と長期の間ないし長期の波動も現れたように見えたが、それは第1次世界大戦・大恐慌・第2次世界大戦・アメリカの覇権の影響によるものであった」としている。しかし、主要国のそれらの波動は彼の言う影響の時期を除くと、転換点や時期や形状に違いがあつて世界同時的というわけではなかった。また、彼が言うには「アメリカでの検証のように、2つないしは3つを合わせて1つの長期波動と見ることの可能性までをまだ否定したわけではない」と言っている。

「そこで問題となるのは物価の長期波動と経済成長の準長期波動との関係だが、それについてはさらなる検証が望まれる」として、嶋中雄二の『第三の超景気』を婉曲に否定している。

このコンドラチェフの長波については、故篠原三代平教授のような見方もあり、この件については後述する。

2. 「設備投資」を起動力とする約10年周期のジュグラー循環^(註8)

通常「ジュグラー循環」は設備投資を起動力とする約10年周期とされ、「クズネッツ循環」は建築や技術革新を起動力とする約20年間周期として理解された。

景気循環論の主流は、対外的に偶発的に生じる要因を一切捨象して、内生的な景気循環論を説く立場である。あらゆるものが資本主義的に生産されても労働力だけは資本主義的に生産できない特殊な商品であり、本質的には労働力供給の限界が資本主義的生産における好況の進展に限界を画することになる、と論ずる。しかし、現実の資本主義経済を分析する場合、純粋理論で労働力へと絞り込まれたものは労働力以外の、資本主義的に生産されないもの、あるいは資本主義経済の発達程度の違いなどとして、開かれて解釈される必要がある。

ジュグラー循環は設備投資を起動力とする約10年周期としている。クズネッツ循環の名称の由来となった景気循環論はマルクスとほぼ同時代のクレマン・ジュグラーだけで完結するものとはとらえられず、クズネッツ循環は建築や技術革新を起動力とする約20年周期だとして理解されている。

筆者が、現実の経済変動の観察から見る変動サイクルから景気循環を説く立

場の中で、特にジュグラー循環を重視するのは、これがその数十年の後に近代経済学上の景気循環理論の中のヒックスの投資量決定に関する2つの仮説（加速度原理と乗数理論）から立論する景気循環モデルと大いに関係してくるからである。

また、筆者は、投資量決定に関する仮説で立論されるヒックスの景気循環モデルに深い関心を持ち、その約半世紀前に経済史の観察から立論されたジュグラー循環という設備投資中心の景気循環論に大いに関心を持つものである。

ジュグラーが英仏通貨論争に積極的に関与していたことは、本論は経済学説史の意図で考察されるものではないから本論では触れない。

景気循環論においてジュグラーが非貨幣的分析の立場に立っていたことを明らかにしたい。岩田佳久は『世界資本主義の景気循環』（日本経済評論社、2013年）の67頁において「周期的恐慌論とジュグラー理論との違いは、ジュグラーが非貨幣的分析の立場に立っているからである」と言い、「ジュグラーが非貨幣的分析を堅持した」と述べている。

ジュグラーの波動理論は3つの意味がある。1つは偶然性の否定であり、2番目には経済総体・社会全体の影響力であり、3番目には国際的同調である。

1つ目の偶然性の否定についてはシュンペーターがジュグラー循環として10年弱の周期として図式化したのが、ジュグラーの主張には周期の間隔それ自体に意味があるわけではない。周期的に恐慌が繰り返すということは、偶発的な要素が恐慌の原因ではなく内在的な必然性が存在するという論理展開になっている。ジュグラーの理論は偶発的な影響は認めつつも、そのような直接的偶発的な原因を恐慌の真の原因とする見解に対する反論に力を注いでいる。

2番目の経済総体・社会全体の影響力については重要な経済変数は景気循環の諸局面に同調するという意味で単一波動であり、単一波動とは同調を意味する。同調というのは中央銀行の貸し出しのように正の相関もあれば、負の相関もある。

3番目の国際的同調というのはジュグラーが景気循環は国際的に同調性があることを述べている点である。イギリスの恐慌はフランス・アメリカの恐慌と同調する。それは恐慌の発生が同じ年というだけでなく、恐慌に伴う一群の事象、例えば恐慌に先立つ時期における銀行の預金準備減少や為替悪化も同調する。ジュグラーの理論では恐慌に先立って為替悪化と通貨流出が起こるが、恐慌が同調するとすれば全ての国で同時に為替悪化と通貨流出が生じるのかという問題が出てくるが、この点についてジュグラーは詳細に説明を付けている。この説明については本論の趣旨と直接に関係がないので割愛する。

ハンセンは長期波動について論じた際、その論者としてはコンドラチェフを先頭にシュンペーターを挙げている。

コンドラチェフの長期波動論は、有名な割には経済学の面では嶋中雄二以外からは軽く扱われてきた。動態理論ないしは景気変動理論の研究者でコンドラチェフの示唆を肯定的に受け止めたのは J. A. シュンペーターであった。コンドラチェフの最大の理解者とされるシュンペーターは彼の長波を「周期約 10 年のジュグラー循環（中期循環）」、「周期 40 ヶ月のキチン循環（短期循環）」ともに自己の「3 循環図式」に組み込んだ。長期循環は、第 1 コンドラチェフ＝産業革命（1787 年～1842 年）、第 2 コンドラチェフ＝ブルジョア革命（1842 年～1897 年）、第 3 コンドラチェフ＝「新重商主義」（1898 年以降）と命名される。

生産諸要素の新結合を資本主義的進化の基軸とするシュンペーターの立場からみると、第 2 コンドラチェフは蒸気機関と鉄鋼すなわち鉄道化の時代であり、第 3 コンドラチェフは電気・科学・自動車の時代に対応する。

コンドラチェフはもとより政治的な戦略ないし戦術的路線の設定のために説いた理論ではない。コンドラチェフの発想を最初に取り上げたのは貴族で革命家のトロツキーであった。トロツキーは既に 1921 年に「世界経済恐慌と共産主義インターナショナルについての新しい任務についての報告」の中で資本主義の一般的な上昇・下降と産業循環との 2 つの運動の合成物で経済発展の曲線という概念を提起している。資本主義の停滞と発展の後退を後付けた。

政治の作用・反作用を恒常的に受けない経済は考えられず、権力諸関係と複合していない経済諸関係とは 1 個の空虚な抽象でしかない。

レーニンは大戦直後の動乱期でも、資本主義的復興策の例として J. M. ケインズの「平和の経済的帰結」（1919 年）（註 9）を高く評価していた節がある。ケインズの平和計画の救済策、特に対ドイツ賠償の大幅減額と連合国内債務の清算は「革命家である共産主義者のどの結論よりも有力な、明確な、教訓に富む結論に達した」とレーニンは言っている（『レーニン』和田春樹編、平凡社、1977 年）が、事実、ケインズは市場で自らそのように行動した。スターリンは第 2 次大戦後、帝国主義段階では資本主義全体としてのより急速な発展があるというレーニンの命題を公然と全面的に否認した。（『ソ同盟における社会主義の経済的諸問題』民主主義科学者協会編、青木文庫、1953 年）。

筆者が市場の坩堝の中で体験してきた 20 世紀後半の所謂ニクソンショック、所謂オイルショック以降一時的ではない不景気、ないしは低成長期があつて、コンドラチェフの波は生きているという声が高まってきた。篠原三代平（当時一橋大学教授）は世界経済がコンドラチェフ波動の下降局面にある段階を認め、この世界経済の硬直化に対する根本的経済政策の必要性を訴えていた。

3. 「建築」から見たハンセンの循環論

ハンセンはシュンペーターの3循環図式を採用しながらアメリカの景気を説明するために17年から18年を周期とする建築景気の循環 Building Cycles の存在を分析したが、これはジュグラの波の約2倍の長さである。この波動の原因をなす理由は、住宅の需要に対して実際に生産をもって適応するには若干の時の遅れ (time lag) があり、さらに一旦拡張に着手するや家賃の見込みが低下してきているときでも技術的理由によって縮小しない、つまり家賃の波動に対して企業者が適応するには若干の時の遅れを伴うからである。

建築業が重要な産業であったアメリカが受けた1930年代の不況はこのように説明された。このように需要の変化と生産の変化との間に時の遅れがあるために、主循環と別個の独立的な循環が建築循環以外にも主として農業の面で見出される。これがコーンホッグ循環 Corn-hog Cycle (註10) とされるものである。このCorn-hog Cycleは生産者の市場に対する反応は時の遅れを伴うことから説明されうるものである。

ハンセンは1930年代の大不況を説明するに際し、1920年代の建築好況がアメリカの歴史始まって以来のものであったことを述べ、かつ1928年頃の建築業界の急激な衰退はこれまた未だかつてなかったほどに酷かったことを挙げ、建築循環が与えた重大な影響を重視している。シュンペーターの三循環図式やハンセンの建築循環理論の特色は、①景気現象を単なる振動と見ないで循環として把握した点であり、②さらに経済外的要因から説明する方法を退けて、投資という経済内的要因に説明の理由を求めたという2点に求められる。ケインズ以降の景気循環理論の乗数理論と加速度原理から説明しているのも、その視角は投資率に原因を求める点で同一の基礎に立つものと考えられる。ケインズ以前の景気循環理論は農業・工業・商業を含めた経済活動の変動を観察することから求められた帰納法的な景気変動説であった。これをケインズの後任者であるヒックスが純粋理論モデルによる景気循環理論として構築した。

秋田経済法科大学経済学部「経済研究所所報」第28輯において田中史郎は、「かつて私は、戦後日本における景気循環の解明にハンセンの複合循環論を応用する試みを行ったことがある。周知のように、ハンセンは1930年～1940年代に複合循環論と呼ばれる景気循環理論を構想したが、これはハンセンの理論を戦後日本の景気循環過程に適用するものであり、それによってその理論を検証するとともに、激しく変動した戦後日本の景気循環を縮尺するという試みである。そこではかなりの満足する結果を得ることができ、したがってハンセン理論の有効性も実証されたと言える。」と述べてはいるがその限界も述べている。「こうした検証は理論モデルを前提にした言わば外部からのアプローチであって、個々具体的な内的諸要因に立脚した議論とは言えない」として

その限界を述べていることは至当と思う。

4. サイクル論から見た景気予測の議論

1983年、佐々木信二は「日本経済 恐慌の予兆—下降するコンドラチェフの波」として（経済史の観察から生まれたコンドラチェフの長波は、ケインズ以降は景気循環理論の主流ではなかったが）、主としてこのコンドラチェフの波動論を用いて「レーガノミクスの幻想」「1929年の亡霊」「第2次世界不況仮説」「地価火砕流発生か」「平成恐慌の構図」等を論じ、結果的には「失われた20年」「不良債権山積み時代で死に体と化した日本経済」「不良債権山積みの失われた13年（1990年～2003年）」等を1993年に的中させている。

また、嶋中雄二の著した『第三の超景気』という一種の預言書（日本経済新聞社、2018年）も主としてコンドラチェフ・サイクルの**クズネッツ・サイクル**とジュグラー・サイクルという古典的な経済変動の観察から生まれた古典的な景気循環論から述べている。ケインズ以降経済現象の観察から生まれたコンドラチェフの長波からハンセン・ジュグラーの中期循環、キチンの小循環という観察から生まれた景気循環理論は下火にはなっているが上記の2者から言えるように今も時々姿を現し、史的考察を試みれば結果的には大いに的中する場合もあり、全く的中しない場合もある（註11）。

結びにかえて

サイクルと動因から見た景気循環論は経済史の観察から成立するものであり、例えばコンドラチェフ（註12）は長期金利と物価等の9～10年の移動平均をもって観察した。この経済史の観察によって構築された理論、言わばフィールドから生まれた景気循環論は、結果としては後にヒックスが理論モデルから構築した景気循環理論の先行論文の役割を果たしたし、またヒックスが「理論モデルがそれ自体合理的であることと、それが現実の経済現象に適合するかどうかということとは別の問題であり、後者は経済史家を中心としてなされるものである」とし、「この理論モデルは理論として正しければそれで良いとすること」を主著で述べている。その「主として経済史家の役割である」ということを、そう述べたヒックスは結果的には経済史家の景気理論を理論モデルで論証したことになる。その意味で経済史の観察から来る景気循環論はおろそかにはできない。これを本論では「A類」とした。次に純粋な理論モデルから構築した景気循環理論がある。この学説群を本論では「B類」とした。B類は第2章・第3章でこれを考察する。

第1章の註

(註1) 『世界資本主義の景気循環——クレマン・ジュグラの景気循環論とクズネツ循環』 (岩田佳久著、日本経済新聞社、2013年)

(註2) John Richard Hicks 著、古谷弘訳、“A CONTRIBUTION TO THE THEORY OF THE TRADE CYCLE,” type Clarendon Press in the University of Oxford, 1950. ヒックス『景気循環論』岩波現代叢書、1951年。 PREFACE 1頁。“If the theory which is here offered stands up to theoretical criticism, the next stage will be the concern of statisticians, econometricists, and (most of all) economic historians, who will have to see whether it does prove possible to make sense of the facts in the light of these hypotheses. All I hope to have shown is that the theory is reasonable in itself, and that it would serve to explain the kind of phenomenon which has been experienced.”

(註3) コンドラチェフは物価・利子率・いくつかの生産物の生産で示したが、コンドラチェフ説の解説および論文については『コンドラチェフ景気波動論』 (中村丈夫編、亜紀書房、1978年) を参照した。

(註4) 日本景気循環学会副会長・三菱UFJモルガンスタンレー・景気循環研究所長・三菱銀行参与。

(註5) ケインズはシュンペーターの著書の7年後に、主著『雇用・利子および貨幣の一般理論』において資本主義経済の発展は起業家の「アニマル・スピリット」に求めた。

(註6) アメリカの経済学者 AH ハンセンや S・クズネツによって指摘された17年～20年を周期とする建築景気の波。この波は、アパートや賃貸住宅に住む人口が多い国にみられる。20年周期の景気循環として知られている。

(註7) 『第三の超景気』 (嶋中雄二著、日本経済新聞社、2018年)。

(註8) 『世界資本主義の景気循環——クレマン・ジュグラの景気循環理論とクズネツ循環』 (岩田佳久著、日本経済評論社、2013年)。

(註9) ケインズは第1次世界大戦後のヨーロッパの経済問題に深い関心を払い、第1次大戦の苛酷で不条理な対独賠償要求とその帰結に警告を発しその是正を求めた義憤の書と言える。因みに彼はドイツにこのような過酷な賠償を強ければ必ずドイツはハイパーインフレを招きマルクは暴落すると説き、官界を引退してケンブリッジで、彼自身の勘定でマルクの大量カラ売りを仕掛けて巨富を成した。ケンブリッジ大学の資金運用をも引き受けて数年間に4倍にした(7倍にしたという記録もある)と言う実務家としての一面もある。

(註10) 畜産物循環変動の一種として知られ、その起因、循環周期及び振幅について多くの研究が行われた。戦後では循環周期は3年間から4年とされてきた。

(註11) 佐々木信二は的中させたが、嶋中雄二は史的考察から観る限りでは2008年のアメリカ発のリーマンショックを予測できず本人は景気循環学会席上で「反省している」と述べた。

(註12) 長期循環についての別の角度からの考え方があ

篠原三代平博士が『経済大国の盛衰』 (東洋経済新報社、1982年) に述べているように、長期景気波動は世界覇権の移動と無縁ではないと本論でも考える。この思考法は、景気循環と株価変動とを観察するフィールドワークと超長期に見れば無縁でない。およそ世界に生ずる森羅万象全てが株価変動に無縁なも

のは1つもない、という見方は株式相場観の大局の根底である。世界史の順番で考えれば、世界の覇権は①中国、②ポルトガル、③スペイン、④オランダ、⑤英国、⑥米国という覇権国家の盛衰の循環があった。

次の経済・政治・軍事・ハイテク技術の全てを含めた覇権は6世紀ぶりに中国が握ることになるという説がある。習近平はそう思っているだろう。

16世紀前半に中国が世界の覇権を握ったのはコロンブスやバスコ・ダ・ガマほど著名になっていないが、鄭和艦隊という明国の海軍が、コロンブスよりも半世紀以上前に南シナ海からインド洋・太平洋を回ってアフリカまで到着するという大航海を2万人の船団を率いて7回行った。当時中国が持っていた船舶数は欧州全体の合計よりも多かったという。この鄭和艦隊のインド洋・太平洋大航海は、世界史上の所謂「大航海時代」の半世紀以上前に起きている。よって、習近平は6世紀前に中国（明国）がやったことを我々の時代にやるのだと思込んでいるに違いない。これがまた覇権国家の盛衰・興亡という観点から見ると、アメリカの政治学者ジョージ・モデルスキーが覇権循環論者として著名である。

彼は次のように言う。米国の力が弱まっていると見られる今日、次なる世界大国は一体どうなるのかといえば、現在激しく競合している中国なのかという点を考えると、米国と日本との国家間連合による「米日協働覇権」、ないし「共同管理」の体制の形をとる可能性があることを示唆している。

世界覇権循環論から言えば、今にして思えば奇妙なことだがアメリカの次は日本だという説があって、「日本脅威論」がアメリカに起こったことが短期間だけあった。1980年代後半、所謂バブル景気の頃である。

当時、世界のGDPの占める率がアメリカは25%、日本は18%だった。（今は6%に落ちた）。いずれ日本はGDPでも軍事力でもアメリカを抜き、日本覇権が迫っているという日本脅威論をレーガンの時代にアメリカの一部の人々は本気で考えた。今は、相対的に日本は衰亡したということになる。大国の興亡の全ては戦争や革命のためではなく大国興亡衰亡論が説くように当該国の経済の盛衰によるものである。

戦後日本経済の最大のエピソードとなった高度成長時代というものがあった。1955年から1973年の18年間である。平均10%の成長をした。その間、労働力人口の伸びは年あたりでわずか1%強であった。したがって、10%の経済成長は労働人口が増えたから自然に増えたのだという経済外の要因によるものではない。この考え方に拠る者は、労働生産性、あるいは一人当たり所得が年々9%程度増えていたという事実を挙げて、これがJ.A. シュンペーターによる「イノベーションの産物である」と説く。このように先進国で経済成長を生み出すものは労働人口の数ではなく、イノベーションによる生産性＝一人当たりの所得の上昇であるとする。この説を説く論者はこれを「人口ボーナス」と言う。

これを吉川洋著『人口と日本経済』（中央公論社、2016年）に於いて論じている。

コンドラチェフの長期波動論には政治経済学的意義があった。

1917年のレーニン革命からスターリンによる一国社会主義化までの短い期間しか研究に携われなかったロシアの経済学者N・D・コンドラチェフ（1892年～1938年）の場合は、資本主義の長期波動論が有名になり、スターリンの政策に反するという事で投獄され、その後の消息は不明であるが、コンドラチェフの長波という用語自体は生き続けてきた。これを嶋中雄二が景気循環学会2019年12月10月号紀要「コンドラチェフ・サイクルで読み解く大国の興亡」で改めて取り上げている。彼は大国の興亡と関連さ

せた長期波動について述べているが、それ以前の1982年に、故篠原三代平・元景気循環学会名誉会長が「私は世界資本主義の発展が、結局国と国との激しい競争の過程であり、経済大国の盛衰のプロセス以外の何物でもない」と『経済大国の盛衰』で述べている。ポール・ケネディが『大国の興亡』（鈴木主計訳、ランダムハウス草思社、1987年）を著すよりも先であった。そしてまた同博士は「世界経済の長期ダイナミクス」（1991年）において「いつの日か景気分析はこうした大国興亡論と何らかのリンクを示す必要があると考えてから久しい」と説く。

あたかも現在の米中経済対立を予言したかのような見方であった。大国の興亡は偶然か、必然か。経済変動、ヘゲモニー変動を、独自の景気循環の視点から展開した。このようにコンドラチェフの長波が大国の興亡と関連して説かれるようになっていく。それは1971年にニクソンによってもたらされた国際通貨危機に始まり、1973年の所謂オイルショックが本格化した20世紀後半の「同時不況」とその派生現象との渦中で長期波動の下降期が強くイメージされてからである。ほぼ半世紀ごとに景気変動の「長波」「大循環」が資本主義に内生的に発現するコンドラチェフの発想の内容については彼の景気変動論の体系である。コンドラチェフは1925年に説いた第三の長波の下降への転化（1914年～20年）とその後に到来した世界大恐慌（1929年発生）との事実との見やすい関連を1970年代に引き移している。

第1次オイルショックにより戦後初めて地価が前年比でマイナスになった。

1975年1月12日付け朝日新聞の「底流」欄が「50年周期の景気 今下り坂に」と題したコンドラチェフの長波を紹介して以来コンドラチェフの名はよく登場するようになった。①長期波動の上昇期には市場や原料を巡る経済闘争が激化し、広範囲の戦争や革命が起こる（戦争仮説）、②下降期には重要な技術発見・発明が生まれ、次の上昇期に大規模に利用される（技術革新仮説）、③下降期には農業が著しく長期の不況に見舞われる（農業仮説）、④上昇期の初期には国際通貨としての金の生産が増大し、世界市場は植民地を同化することによって拡大される（金仮説）、⑤下降期には資源需給の均衡回復まで先進国側の経済停滞が相当長く続くことが避けられない（資産仮説）等が説かれるようになった。マルクスと同時代のクレマン・ジュグラーの7年～10年の仮説よりも、約25年、4分の1世紀という感覚で上昇と下降が交替するというコンドラチェフの方が、社会の深部の力を探り当てているという印象を持たせたことが20世紀後半の経済観の1つであった。スターリンによって投獄されて1938年以降消息不明になったコンドラチェフは、ソ連以外では世界経済の動態学者（静態学者に対置される）として知られるようになってきた。コンドラチェフの長期波動論については1929年発の世界恐慌の後は資本主義の最終的破局の展望に油をそそぐ反動の見解として正面から攻撃もされた。長期波動論の系統はコンドラチェフが著名であるが、彼の先行者と見られる者を概観すれば、H.L. ムーアの「景気変動の長波」がある。ムーアはコロンビア大学教授の統計的経済学者で農産物価格周期、ひいては景気循環を降雨量という外生要因によって説明しようとした。『経済循環期の統計的研究』（H.L. ムーア著、蛭川虎三訳、大鑑閣、1914年）がある

第2章 投資量と景気循環の関係

はじめに

経済史の観察とは関係なく、全く純粋に理論モデルから構築された景気循環理論を本論ではB類とした。本章と第3章はB類を考察する。その記念碑的存在がヒックスの景気循環理論である。そのヒックスの景気循環理論は戦争とか天候という経済外的要因に景気循環の原因を帰するものではなく経済体制内のことだけで論じている。つまり、内生的“endogenous”の景気理論であり、あくまでも経済体制の中で考え、そしてヒックスの理論は最終的に循環と成長が結合するに至る。つまり、成長しながら循環するということを上限も下限も右肩上がりの「玉突台の理論」で論証した。後にサミュエルソンがビリヤードテーブル・セオリーと命名したものである。そしてヒックスは経済体制内の要因だけで説明しようとするが、それは投資に関する2つの仮説（乗数理論と加速度原理）によって理論が構築される。筆者が数ある理論の中からヒックスの理論を採る理由は、①間接金融から直接金融への移行期に出た理論であるから、②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から、③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から、であった。

第1節 投資量決定に関する理論（註1）に対する考察

本論では、景気理論の前提となる仮説について、投資量決定の仮説のみを対象とする。その理由は序章に述べたとおりである。

現代景気理論モデルの共通の特徴は以下の5点にある。

①内生的（endogenous）景気理論であること、つまり経済体制内で考える、②所得・景気・消費・輸出のメカニズム、③循環と成長との結合、④有効需要原理、⑤非線形動学体系（non-linear dynamics system）の究明の5点にある。そこで本論では、これらの特徴を最も顕著に表す代表的学説であるヒックス理論を対象とする。

ヒックス理論は、現代景気理論に共通と目される諸特徴を最も顕著に備えている代表的学説であるとは言っても、単にそれだけでは、考察対象の規定は依然として曖昧である。そこで次に、考察対象をより明確にするため、考察対象から除外するものを列挙し、その除外する理由をも略述しておく。

資本限界効率の理論はケインズの創始によるものではない。しかし、それを明確に定式化したのはケインズであった。ヒックスはケインズ・サーカスの一

員でありながら、前掲書においてケインズが景気循環に触れていなかったことを明言していることは既述した。現代景気理論が何らかの形でケインズの後継である限り、ケインズの投資仮説を直ちに除外するわけにはいかない。しかし、景気理論の内容に論及するにあたって、資本の限界効率と利子率との比較考量によって投資が決定されるという仮説から出発する景気理論は、研究対象から除外されてもよいのではないか。それは、現段階において、資本限界利率の概念よりも利子率不感応性の概念のほうが重要視されているからである。

景気変動を「純粋に貨幣的な現象」と見なすごとき理論は、筆者の扱う対象から除かれる。また利子率のみによって景気変動を説明しようとする理論も、本論においては、重要な項目としては扱わない。それは、景気変動が純粋貨幣的現象であると規定する根拠がないためであり、利子率のみで景気変動を解明しうる可能性を信じないからである。

「循環を根本的にはどうみようとするのか、雇用の変動か、産出量の変動か、それとも物価とか利子率とかのそれか、あるいは貨幣供給の変動かといった問題を決定して——みずから基礎的と認めようとする種類の変動の定義から、その研究を始めようとすることは誤りであると思う。」とヒックスは主張しているが(註2)それは景気循環を深く研究しようとする意図によるものである。本論は、あくまでも景気動向指数の生成に関して最低限度を知る必要にかられたためであり、株価変動との関係を考証するためである。そのため、「投資量に関する仮説から立論される景気理論」に的を絞る。

景気の各循環が全て一様であるはずがない。したがって、景気変動は純粋に貨幣的現象だという定義から立論されるような理論、あるいはただ利子率の面だけから景気変動を説明しようとする理論、そういった類型に属する景気理論について、筆者はその妥当性を信じない。

この意味で、筆者は所謂「貨幣的景気理論」や「貨幣的過剰投資説」(monetary overinvestment theory、別名「新ヴィクセル理論」neo-Wicksellian theory)がこの本論の重要な項目から除外されてもよいと考える。以上の叙述から、本論において考察の対象とするべき理論は明確になった。

第2節 ヒックスの理論モデル

本論では、第4、5章が、株価の景気先行性の検証と主目的のほかヒックスが自ら設定した限界を検証しようという試みにもなる。

さてここにもう1つ、筆者の考察する対象に関して、あらかじめ明確にしておかねばならない問題がある。それは、景気理論の立論過程及びその方法を吟

味することと、当該理論を経済史的に、その現実的妥当性を吟味することとの区別である。本論においては、まずは第3章で理論モデルの構成を追求し、第4、5章で株価の景気先行性を検証する。

ヒックスは前掲書の「景気循環論」の序文1頁において、「理論を提出する仕事」と「その理論が事実を理解することが可能となるかどうかを調べる仕事」とを区別している。前者を理論家の分野、後者を統計学者・エコノミスト・経済史家の分野であるとしている（註3）。このことは既述したが、ここで確認しておく。

理論の吟味と現実適用性の吟味との両者をなさねば景気に対する株価変動を見ることはできない。そのため本論では第4、5章を設けて理論と統計とを吟味して行く。これは、景気動向指数と株価変動とを対比しようとするものである。

以上によって、本論で扱う考察対象が絞り込まれて規定され、その範囲・分野も明確に限定された。そこに、それぞれ然るべき理由があることも明らかにし得た。

よって、広く浅く論ずることを避けて、この範囲の中だけに絞り込んで考察を進めることにする。

第3節 投資量決定に関する諸仮説

景気変動は、ただ投資との関連のみから究明されるべき問題ではない。景気変動をただ投資の変動なりと定立するような態度は、景気変動を純粋に貨幣的現象なり、利子率的現象なりと定義し立論する誤りと同様に現実的ではない。投資量決定に関する仮説だけを本論で扱うのは、景気変動を投資の変動であると定立するためではない。ただ考察範囲を絞り込み、扱う対象を明確にし、限定しておきたいという目的によるものである。そこに重きを置いているのはもちろん、投資行動で動く株価と景気との関連を考察するための景気理論であるからである。

ひとたび景気理論に論及すると、投資以外の面からも考察を進めねばならなくなるが、本論でそれを一切捨象するのは、主たる目的に迫るためである。

投資量決定仮説に限定することで、投資量決定に関する諸仮説が、それぞれの景気理論をどのように説明しているかを考察したいと考えている。それはもちろん、投資量決定に関する仮説だけによって景気理論を説明し得るという意味ではない。本論では首尾一貫してこの意図に基づいていることをここで明確にしておく。

支出面から見ると、国民所得は投資と消費とから成り、投資には粗投資

(gross investment) ・純投資 (net-investment) という2つの概念がある。粗投資とは、減価償却を含めた全体の投資であり、純投資とは、粗投資から減価償却分を引いたものとしてここに定義する。

本論において投資と言う場合は、純投資を指す（国民所得分析における投資も、一般に純投資を以って投資の定義としている）。

純投資は、現在生産されるよりもさらに多くを生産することを意味する。そのため、経済の静態 (Statics) においては、純投資はゼロである。なぜなら、静態においては一般に、減価償却額に等しい投資だけが行われるからである。しかし、動態 (Dynamics) において純投資はゼロではなく、投資支出が経済社会を動かす大きな起動力となる。このため、景気理論において大きな役割を果たすのは純投資のほうである。

純投資には、機能の異なる2つの形態がある。すなわち、独立投資 (autonomous investment「自発投資」「自主投資」等とも言う) 及び誘発投資 (induced investment「派生投資」とも言う) の2つである。

独立投資とは、本質的には国民所得の前期増加分に依存せず、新資源の発見・技術革新等の結果として惹起される投資を言う。一方の誘発投資は、国民所得の前期増加分に呼応するものである。このため、time-lag の概念が導入されることになる。

後述するが、独立投資は、乗数理論による分析のもとに乗数効果を生ぜしめることが明らかであり、誘発投資は、加速度原理の作用を起こす。

誘発投資と国民所得前期増加分との関係は、time-lag を導入したことで P. A. サムエルソン、ヒックスらの理論に発展し、ヒックスの景気理論に特に大きな役割を演ずる。これについては後述する。

ヒックスによって定式化されたものは、概略次のとおりである。

t 期国民所得を Y_t

誘発投資を I_t

独立投資を A_t

貯蓄性向を s

消費性向を α

加速度係数を β とすれば、

$$I_t = \beta (Y_{t-1} - Y_{t-2})$$

$$Y_t = (1-s) Y_{t-1} + \beta (Y_{t-1} - Y_{t-2}) + A_t$$

$$= (1-s + \beta) Y_{t-1} - \beta Y_{t-2} + A_t$$

$$(1-s = \alpha) \quad \alpha : \text{消費性向}$$

本論においては、下記のように用語を統一する。

1. 独立投資または自発投資を「独立投資」に統一する。

2. 誘発投資または派生投資を「誘発投資」に統一する。
3. $(1-s)$ または (a) を (a) に統一する。
4. 独立投資を (\bar{I}) と書く文献もあるが、筆者はヒックスにならってこれを (A) と書く。
5. 加速度係数は文献によって (v) 、 (β) などと書くが、筆者は (β) に統一する。

第4節 加速度原理について

加速度原理を一言で言えば、「誘発投資 (I_t) は所得の増分 (ΔY) に依存する。 $I=f(\Delta Y)$ 」という、投資決定量に関する仮説である。

カルダー (Kaldor) の「利潤原理」では、誘発投資 (I) は所得の増分に依存するのではなく、所得の絶対水準そのものに依存し、かつ資本設備に依存すると説かれるので、加速度原理は利潤原理とは投資函数の形態を異にする。

加速度原理 $I=f(\Delta Y)$

利潤原理 $I=f(Y; K)$

(I は Y の増加関数、 K の減少関数)

いずれがより多くの現実的妥当性を有するかについての統計的検証は未だ十分に完成されていない。

ヒックスの景気理論においては、加速度原理が自在に駆使されている。しかし、加速度原理だけでは単に「半面の理論」に過ぎない。また一方、乗数理論は一般に、均衡に収斂する減衰過程の説明に用い得るのみであり、景気循環そのものの説明にあたれば全く無力である。

加速度原理は、乗数理論の援用のもとに、完全な姿となって景気循環論にその威力を発揮する。そのため、加速度原理を論ずる時に乗数理論を無視し得ないのである。

このため、乗数理論と加速度原理はともに、一方だけを論ずるものではなく、常に両者の総合から考えねばならない。

ここでは、乗数理論との関係のもとに、次の順序に従って考察していく。

1. 乗数理論の概略→その定式化→その経済的意義→その限界→「乗数と加速度との総合」
2. 加速度原理の概略→「乗数と加速度との統合」

本論において、加速度原理は、ケインズの乗数理論とあいまって初めて「所得→投資→所得」という自己完結的な理論となり得る。乗数理論が「投資→所得」という「半面の理論」に過ぎないのと同様に、加速度原理もまた「所得→投資」という「半面の理論」たり得るに過ぎない。(加速度原理と乗数理論の

統合に及ぶ)そこで、この両者を統合し(註4)、互いに他方の所得と投資を決定する閉じた関係を作ることで、自己完結的な景気循環論を完成させようとする意図が企てられるに至った。

第5節 乗数理論

概略

乗数理論の中には、投資乗数・雇用乗数・消費乗数・複合乗数等があるが、それらをごく一般的に定義すれば、「乗数理論とは、ある経済体系において、それに含まれるある自生的変数(=独立変数)が変化した場合、その体系における内生的変数の変化を問題にするものである」としか言えない。

この曖昧な定義を、「経済現象においては、ある経済量(例えば有効需要)が、その構成要素である他の経済量(例えば投資)の増加(あるいは減少)によって増加(あるいは減少)すると、それが次々と波及的效果を生み、最終的にはその何倍かに相当する増加を生ずる場合がある。この究極的な増加分の計算において、最初の増加分のことを被乗数(multiplicand)と言い、それに乗すべき数のことを乗数(multiplier)と言うと明確化しようと試みても、なお乗数理論の全貌を表すことはできない。

そこで、投資に関する仮説と景気変動論との関係を問う本論では、乗数理論を投資乗数のみに限定する。これは、投資の変化の波及関係を分析し、最初の投資の変化が最終的に所得面に生み出す総効果(すなわち乗数効果)がいかんにして決定されるかを解明する理論である。今後、本論で乗数理論と言う場合は投資乗数の理論を指す。

定式化

新投資は、その何倍かの所得効果を生み出すものと目されている。この作用が乗数効果と言われるものであり、この関係を定式的に述べたものが乗数理論である。その定式化は次のようになされる。

$$C(Y) \text{ を消費関数、} A \text{ を独立投資、} Y \text{ を所得とすれば、} \\ Y = C(Y) + A \text{----- (1)}$$

A の変化が Y にいかなる変化を惹起するかは、(1)式より導かれる。すなわち(1)式を A で微分する。

合成関数を微分する法。

$$y \text{ が } u \text{ の関数で } y=f(u) \text{、} \\ u \text{ が } x \text{ の関数で } u=g(x) \\ \text{この時、}$$

$$\frac{dy}{dx} = \frac{dy}{du} \cdot \frac{du}{dx} = f'(u) \cdot g'(u)$$

これを適用して (1) 式を A で微分する。

$$\frac{dY}{dA} = c'(Y) \cdot \frac{dY}{dA} + 1 \quad \text{————— (2)}$$

(2) 式を変形して、

$$\frac{dY}{dA} = \frac{1}{1-c'(Y)} \quad (c' : \text{限界消費性向}) \quad \text{— (3)}$$

これから、

$$Y = \left(\frac{1}{1-\alpha}\right) A \quad (\alpha : \text{消費性向}) \quad \text{—— (4)}$$

この $\left(\frac{1}{1-\alpha}\right)$ が投資乗数である。

新投資は、経済各部門を縫って関連産業や雇用を刺戟し、大衆の所得を増大させる作用を持つ。新しく行われる一定額の設備投資が最終的に所得面に及ぼす影響を「投資の所得効果」と言い、新投資は必ずその何倍かの所得効果を生み出す性質を持つ。

その関係は、

$$Y = \left(\frac{1}{1-\alpha}\right) A$$

で表される。これを乗数効果と言う。

したがって、乗数効果を別の視点から見れば、資本財産業が消費財産業に及ぼす影響を与えるか、その波及関係を分析するものだと言える。

乗数は前述の式のように、

$$\frac{1}{1-\text{限界消費性向}}$$

であるから、限界消費性向が大であればあるほど、乗数効果は大となる。ただし $0 < \alpha < 1$ である

経済的意義を要約する。

乗数効果の作用するメカニズムについては後ほどヒックス循環論の項で詳述するので、ここでは乗数理論の経済的意義を要約していく。

乗数理論は、変動要因を吸収し、新たな均衡水準に落ち着かせ stabilizer としての作用を持つ。乗数効果の stabilizer としての意義は、ヒックスの景気循環論にも随所に現れている。

「乗数の理論はそれ自身において何ら変動の傾向についての説明を提供しないとしても、誘発投資が考慮されるや否や、状況は全く異なったものとな

る。」（ヒックス著、古谷弘訳「景気循環論」岩波書店、1968年、75頁）

「しかしながら、乗数から始めたのが誤りでなかったことは議論が進むに従ってわかるであろう。」「第二に、私は、問題を全体としての産出量（それはもちろん投資を含む）の変化の投資への影響という形でたてているのであって、おそらくは通常なされてきたように、消費の変化だけの影響の形ではたてていないということが注意されるであろう。……（中略）……たとえば家屋の建築は投資活動とみなされる。しかし新しい家屋に対する需要の増大が、煉瓦製造、製材、ガラス製造への投資を誘発するのは、あたかも巻煙草に対する需要の増大が、巻煙草製作機械への投資を誘発するのと同様である等々である」

（前掲「景気循環論」52頁）（註5）

ヒックスに従い、 $C \cdot S$ は前期の所得に依存すると仮説すると、

$$Y_t = C_t + I_t \quad \text{-----} \quad (1)$$

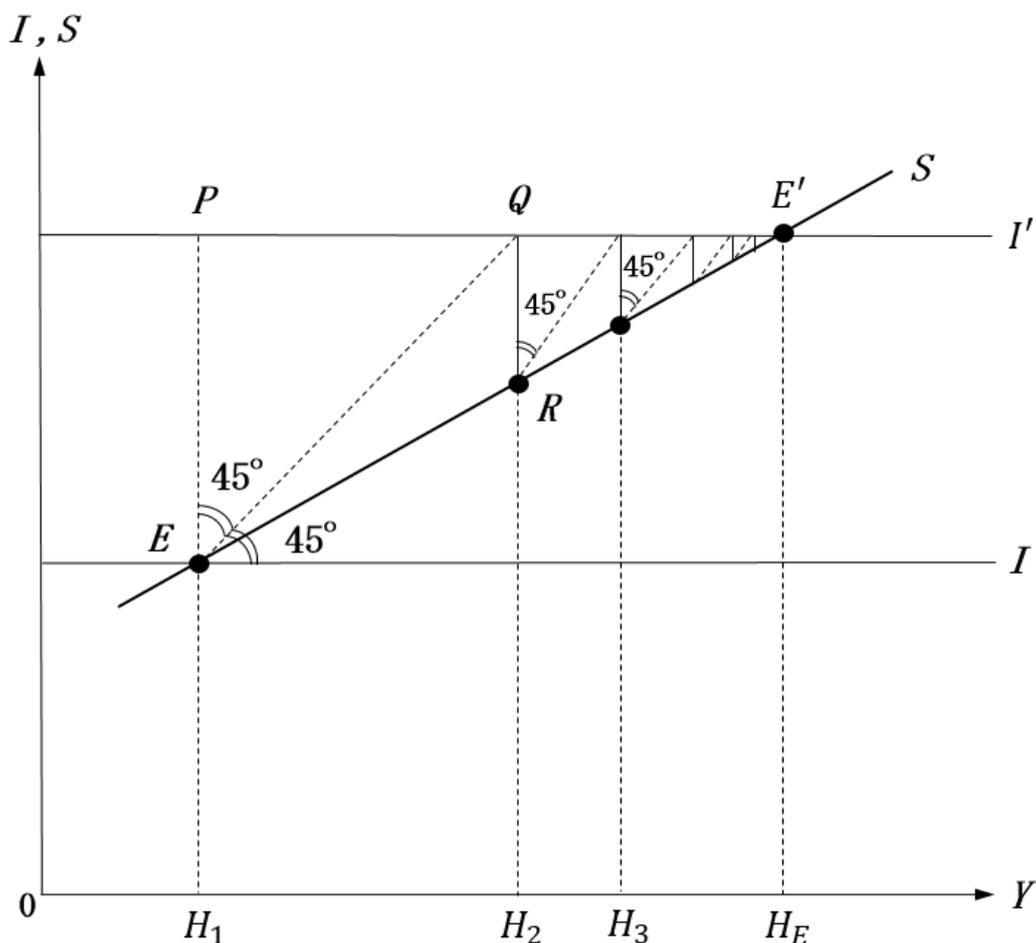
$$Y_{t-1} = C_t + S_t \quad \text{-----} \quad (2)$$

$$(1) - (2) : Y_t - Y_{t-1} = I_t - S_t$$

$$\therefore \Delta Y_t = I_t - S_t$$

これをグラフから考えると、次の図のようなメカニズムになる。

図 2-1 乗数効果の Stabilizer 機能



出所:原書にも「景気循環論」(吉富弘訳、岩波書店、1968年)にもこのグラフはないので

“A Contribution to the Theory of the Trade Cycle” III章より筆者作成。

乗数効果が Stabilizer 機能を持つことを示す図である。乗数効果は投資量の変化を吸収して均衡転に落ち着かせる Stabilizer 機能を持つ。

グラフ上の 45° 線は、垂直の長さを水平の長さに直すためのものであり、ヒックスの言う「尺度線」の角度に相当する(ヒックスは 45° ではない)。

グラフにおいて、

$\overline{EH_1}$ = 今期の貯蓄

$\overline{PH_1}$ = 今期の投資

(3) 式で $\Delta Y_t = I_t - S_t$ であるから、所得の増分はグラフにおける $(\overline{PH_1} - \overline{EH_1})$ 、すなわち \overline{EP} である。線分 EQ は EP に対して 45° であるから、 $(\overline{EP} = \overline{H_1H_2})$ 、したがって Y は H_2 に至る。

同様のメカニズムで QH_2 上における I_t と S_t との差は \overline{QR} であるから H_2 は H_3 に至る ($\because \overline{RQ} = \overline{H_2H_3}$)。

かくて H_1 は H_E に接近していく。

この分析から言えるように、乗数効果は一般に投資の変化という変動を吸収し、その影響を新たな均衡点に落ち着かしめる安定装置としての stabilizer 機能を持つのである。

結びにかえて

ヒックスは投資量に関する2つの仮説から景気循環理論を構築した。それは乗数理論と加速度原理によるものであり、この2つの仮説は投資量の決定に関する仮説であるが、2つがそろわないと景気循環理論は成立しない。

加速度原理は所得の増分に応じて投資量が決まるという仮説であるから、

$I = f(\Delta Y)$ を前提として、景気の上昇期には作動するが完全雇用や金利の上限などの天井に景気が突き当たって下降過程に入った時には力を失う。そして、景気がボトムに至って上がる時には乗数理論が作動する。このようにして2つの投資に関する仮説は両方が相まって経済体制内だけの動因で動くことになることが第2章で明らかになった。

第2章 註

(註1) John Richard Hicks 著、古谷弘訳 “*A CONTRIBUTION TO THE THEORY OF THE TRADE CYCLE*”, The Clarendon Press in the University of Oxford, 1950年。ヒックス『景気循環論』岩波現代叢書、1951年。

(註2) 前掲書1頁

(註3) 「理論を提出する仕事」を理論家の分野、「理論の現実的妥当性の検証」を統計学者・エコノミスト・経済史家の分野としている。John Richard Hicks 著、古谷弘訳 “*A CONTRIBUTION TO THE THEORY OF THE TRADE CYCLE*”, The Clarendon Press in the University of Oxford, 1950年。ヒックス『景気循環論』岩波現代叢書、1951年。(序 V)

“If the theory which is here offered stands up to theoretical criticism, the next stage will be the concern of statisticians, econometrists, and (most of all) economic historians, who will have to see whether it does prove possible to make sense of the facts in the light of these hypotheses. All I hope to have shown is that the theory is reasonable in itself, and that it would serve to explain the kind of phenomenon which has been experienced.”

(註4) 乗数と加速度との統合にあたっては、2つの学説が対立している。1つがサムエルソン-ヒックス流の総合であり、1つがハロッドスタイルの総合であるが本論ではこの問題は対象外とする。本論のテーマと本質的に無関係だからである。2つの見解の相違は、景気理論学会における所謂「lag-theory (ヒックスのスタイル)」と、「antinomy-theory (ハロッドのスタイル)」との対立にまで及び、興味深い議論の種を宿している。しかし、これも本論の目的には直接関係しないため、本論の対象外とする。

(註5) 原書52頁 “Secondly, it will be noticed that I have posed the problem in terms of the effect on investment of changes in output as a whole (which of course includes investment) ; not, as has perhaps been more usual, in terms of the effect of changes in consumption only. … The building of houses, for instance, reckons as investment activity ; but an increase in the demand for new houses induces investment in brickworks, sawmills, and glassworks, just in the same way as an increase in the demand for cigarettes induces investment in cigarette-making machinery.”

第3章 ヒックスの景気循環論の検証

はじめに

理論モデルとしてヒックスの景気循環論を採る理由と戦後日本の経済発展期におけるヒックス理論について述べる。

1960年に旧経企庁が現行の景気動向指数を開発した。これには、日本の高度成長始動期から発展期にかかる段階にあったという時代背景がある。その際、ヒックスの理論を土台とした理由を要約すると下記のようなものであろう。

ヒックス理論は、当時の景気循環論の中で斬新であり、最も体系立ったものだった。ヒックスの先輩でマクロ動学経済学を樹立したケインズは、自由市場に政府が介入して恐慌を収め、必要に応じて財政出動することを正当化し、理論づけた。これが、現代も財務官僚や政権担当者が景気刺激策として財政出動を採用する背景となる「ケインズの乗数理論」である。

日本においては、ケインズ乗数数理論に先駆け、独自の恐慌救済策を打ち出して財政出動したことはケインズより前からあった。これが、「昭和恐慌」における高橋是清である。また、江戸時代にも同様の施策がとられていたという史実(註1)もある。

現代になってケインズの主著の影響を受け、大幅な財政出動を敢行したのは、所謂「昭和40年不況」の「証券不況(註2)」の年である。これは、山一証券の第1次破綻等で日銀の特別融資が発動された年である。時の政権は、戦後初の赤字国債を発行し、新幹線・高速道路・公団住宅等の大規模なインフラ整備を以て「いざなぎ景気」の原動力を作出した。

ケインズの系譜に連なるヒックスは、ケインズが成し得なかった景気理論(前述した)を体系立てた。日本に乗数理論が入って実施されたのは戦後の「神武景気」の最中である。「もはや戦後ではない」と言った白書に対する国民感情が高かった時代だった。

ヒックスの理論が普及したのは、高度成長時代の象徴たる池田内閣の「所得倍増論」の真っ最中であつた。当代一級の官民エコノミストが集結した旧経企庁はヒックスのモデル及び本論第1章で概観したバーンズとミッチェルの共著、“*Measuring Business Cycles*”(『景気循環の測定』春日井薫訳、文雅堂銀行研究社、1964年)における景気各局面の区分の仕方を参照したと思われるが、以前からIMFも重視してきたハーバード景気指数(註3)をも参考に、ヒックスが限界として区別していた「理論と統計との統合」を成し得て、景気動向指数を創設した。

その後、1987年には旧経企庁は景気先行指数から株価を削除するという過誤

を犯しはしたが 2000 年に株価を景気先行指標に復帰させ、何度も改定を重ねてきた。景気先行指数は客観的立場を採り、IMF から信用され得るものになった。旧経企庁の選択理論は正しかったとせねばならない。

これに加えて、現代日本企業の資本調達には 50 年～60 年前から、「個人→銀行→企業へ貸付」という間接金融から「個人株主・企業株主→企業の資本調達」という直接金融の時代へと移行し続けている。これが、「事業家が投資量を決定することで景気循環を惹起する」という仮説に基づいた景気循環論となり、投資量決定仮説の立て方の違いによる景気循環の立論の違いとなる。本論は、この傾向に鑑み、「投資量決定に関する仮説から成る景気循環論」を主軸とするヒックス理論を（一部の非現実的仮説から構成する部分は別として）正しく現代経済事情に添うものとして取り組んでいる。

投資量を決定する仮説には 2 通りある。乗数理論と加速度原理である。この 2 通りの仮説が統合されることで、「経済は変動する、その変動は循環する、その循環は成長路線と一体となる」という命題を論証できる。

事業家が直接金融で資金調達をすることが一般的になっている現在、その資金源は、投資家である。投資家が企業に出資して得た株式を換金しやすいように、また他の出資者が株式を譲り受けて出資しやすいように設置された場が株式市場であり、その機関が証券取引所である。その市場で、株価は変動する。

本論は、株価変動と景気変動との関連を考証しようとするものであり、本章は投資と景気との関係を見るものである。その上で重要な主張をしようとするものである。

第 1 節 ヒックスの景気循環モデルの概要

ヒックスの理論モデルの中から或る仮説群を本論では扱わない。何故なら、非現実的だからである。これらは、以下の 4 つの仮説である。

①経済変動は時間の経過とともに変動幅が拡大し、ついには無限大幅に変動するという仮説（単調発散する景気変動）、②経済変動は時間の経過とともに変動幅が減衰し、ついには消滅するという仮説（減衰振動して消滅する変動）、③経済変動は時間の経過とともに単弦振動しながら一方的に拡大無限発散するという仮説（単弦振動して発散する変動）、④景気変動が純粋貨幣的現象だとする仮説（純粋貨幣的景気変動）、以上の 4 つである。

これらは、現実の投資量決定には非現実的なものである。投資行為と無縁であり、投資市場というフィールドに参加したことがない者、あるいは観察しない者の机上の仮説でしかない。現に、ロンドン・シティの果敢な投資プレーヤーでもあったケインズは、そのような仮説を立ててはいない。

乗数理論と加速度原理との統合において、加速度原理については当然述べねばならない。この原理に関する2つの学説の対立があるが(註4)、本論は学説史ではないから、その一切を考察範囲から除外する。

本論は、景気の諸様相を見るための数値を景気動向指数とし、株価変動の諸様相を見るための数値を日経平均株価とし、両者の関係を実証的に考察しようとするものである。

理論と統計的手法との統合が本論の目指すものであるが、まずは理論モデルの考察範囲に絞り込み、その範囲内で論述する。

景気変動は或る方向に動き始めると、その方向で累積的に発展する。しかし、この一方向に無限に発展することはなく、ある点に達すれば必ず反転する。これは、過去の約250年間の経済史から後驗的に認められている。そのため、「景気変動」が「景気循環」として認識されたのである。では、その循環の法則性ないし規則性は何か——これが初期の景気循環論の課題であった。

景気循環を経済全体の運動として把握し、その規則的振動(周期を持つ振動)を巨視的観点から、数学的模型に基づいて説明しようとする試みが、1930年代の初期からあった。これがヒックスの景気循環論に発展し、1960年に旧経済企画庁が制作した景気動向指数の敷石になった。旧経企庁には、当代一級の経済学者が集結していた(註5)。景気動向指数は、その後何回かの構成指標の改定会議(註6)があり、1987年の改定会議で株価を先行指標から削除したことがバブル崩壊後の景気対策を誤らせ遅れさせた。株価の景気先行指標への復活は2000年改定会議でなされたことは至当だったが遅きに失した(註7)。

本論では、景気動向指数を以て景気指標の代表と見なし、日経225種平均株価の変動を以て株価変動と見なしている。ここで景気動向指数を以て景気指標の代表と見なすのは、景気動向指数が本論第4章で述べる数多くの経済指標の中から経企庁に厳選された30指標で構成されているからであり、創設後何回も改定が行われて約61年間の使用に耐えてきたからである。また、これとよく似たアメリカのハーバード景気指数が、100年以上も前から今に至るまで活用されていることにも由来する。

本論は、経済史の観察から立論された景気循環論と理論経済学上の景気循環モデルの一考察を土台として、1960年に旧経済企画庁が作成した景気動向指数に対する株価変動を実証的に比較して行く。

第2節 ヒックスの景気循環理論モデルについて

ヒックスは、彼に先行したカレツキ、フリッシュ、ケインズの理論から示唆を受け、先行者の理論的欠陥を指摘してこれを補正し、それを総合して且つ彼

自身の新たな論点を中心として彼自身の景気理論を展開し、先行者ケインズが「一般理論」においてもなお果たし得なかった景気循環の問題を解明し、それを1950年、現代巨視的動学理論 (macro dynamics) の最高傑作とも目された景気循環論として発表した。

彼の代表作とされる巨視的動学理論の全貌は、この一書によって知り得るであろうと思う。以下これを参照しつつ、ヒックスの景気理論を貫く本質的な特徴を考察する。

第3節 ヒックスの景気循環論モデルの特徴—無発散モデルと「玉

突台の理論」

無限発散型モデルと「玉突台の理論」について考察する。

一般に、景気循環理論の変動の様相に関するモデルは、均衡産出量からの乖離 y_t の二階定差方程式の解によって、次の4つに分類される。いずれも、加速度係数「 β 」の大きさによって、4つのケースに分かれる。

単調収斂（景気は変動せず均衡点に自然に収斂する）

減衰振動（景気変動幅が自然に減衰して行く）

発散振動（景気変動が拡大して発散してしまう）

単調発散（景気変動は自然に発散してしまう）

この4つのモデルに総括され得る数学上の演算を本論では割愛する。この4モデルはいずれも非現実的で、本論の趣旨には無関係だからである。

筆者はヒックスに倣うつもりはないが、ヒックス自身もそうした姿勢を貫いてきている。

「私は数学的方法の直接的使用をだいたいいつも避けることができた。しかしながら舞台裏では多数の数学が展開されていたことは、すでに読者に明らかとなっていたであろう。」（ヒックス著、『景気循環論』古谷弘訳、岩波書店、1968年、巻末「数学附録」1頁）。

無限発散のモデルは一見すると、現実を説明するに無力であるようにも思える。

内在的には無限発散のモデルを採りながら、それを constrained とし、景気上昇の限界線には完全雇用という ceiling を、下降限界線には加速度因子の消滅という間接的な floor を設定し、上下2つの限界線によって振幅を規制し、両限界線上の間で循環する経路を考える。

2つの限界線の間を撥ね返りながら変動する様相は、力学上のアナロジーとしては、「玉突台」 (billiard table) の上を周囲の壁にぶつかりながら転々

するボールの描く軌跡に似ているところから、サムエルソンによって『経済分析基礎』（註8）（サムエルソン著、佐藤隆三訳、岩波書店、1967年）の340頁において「玉突台の理論」（billiard table theory）と命名された。

ヒックスの「玉突台の理論」のグラフ化を試みる。

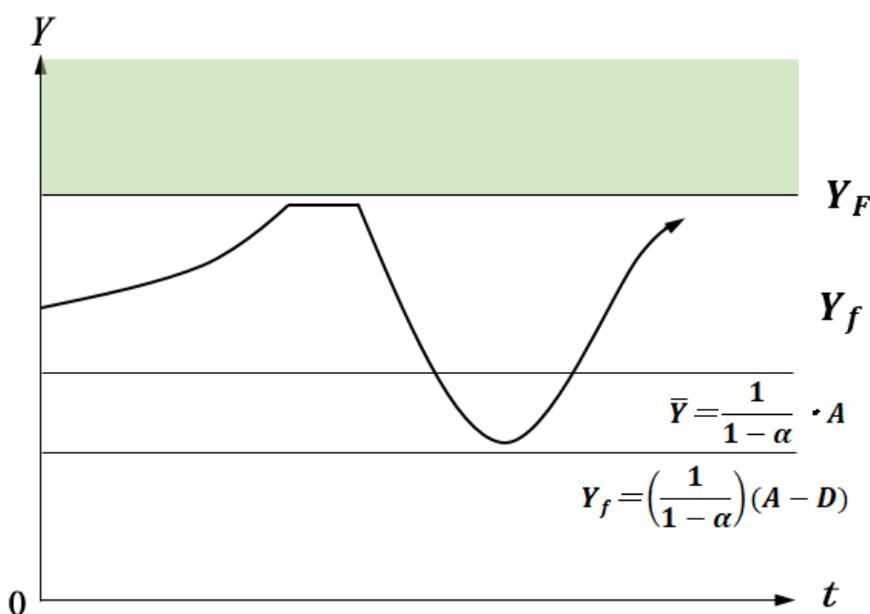
循環模型自体が本来内在的には無限発散の型であっても、現実の経済には、信用の拡大限界や完全雇用のように、無限発散に対する制約が存在する。そのため、発展はその限界に突き当たるまで無制約的に進むが、上限に突き当たって方向を転じ、今度は下向きに限界に突き当たるまで下降すると考えられる。

このような想定に立って景気の転換点を説明しようとする理論が、力学上のアナロジーから「玉突台の理論」と呼ばれるものである。ヒックスの理論もハロッドのそれも、基本的にはこの想定に立脚する。

ヒックスの下限は、上昇過程と下降過程とに非対称的な加速度作用が設定され、下降過程において加速度作用は消滅し、乗数理論のメカニズムのみによって説明される。

ヒックスの「玉突台の理論」は、上昇限界線に突き当たる前に加速度因子の弱さから下降する場合を看過していない。ヒックスはこのケースを「weak boom」と名付け、上限に突き当たって撥ね返るケースを「strong boom」と命名している。ヒックスの「玉突台の理論」を視覚的に表すと、次頁の図1のようになる。

図 3-1 ヒックスの「玉突台の理論」のグラフ



出所：福岡正夫元慶應義塾大学助教授（現・名誉教授）が1959年、“A CONTRIBUTION TO THE THEORY OF THE Trade Cycle”のx章を説明する際に用いたもの。原書にも訳本にもこのグラフはない。似たものは『近代経済学辞典』（山田雄三等責任編集、春秋社、1954年）268頁にあるがそれとは異なる。

$A = \text{const}$ の場合

t 期国民所得を Y_t

誘発投資を I_t

独立投資を A_t

貯蓄性向を s

消費性向を α

加速度係数を β

第4節 ヒックスの景気循環論モデルにおける循環と成長との結合

1. 循環と成長について

ヒックスは投資量決定に関する2つの仮説（乗数理論と加速度原理）という経済体制内の要因による景気循環理論を純理論モデルとして構築した。それは戦争や革命、あるいは金の産出量、などに依存する長波外因説を批判するとともに特定の長波短因説にこだわらず、資本主義社会の言わばライフサイクルを経済体制内の内政諸変数間の相互作用として総合的にとらえようとするのであった。

ヒックスは「景気循環論」を投資量決定に関する仮説から立論される理論構成から論証する。

彼は理論モデルから構成される景気循環理論（ヒックスの投資量決定の仮説から立論される景気循環理論）を使って景気循環の存在を論証する。

この投資量決定の仮説の1つである加速度原理については、（ハロッドはケインズの一番弟子であるが）ハロッドはケインズの加速度原理軽視を批判している。

池田吉紀（註9）は、景気循環学会（2020年11月）に、ハロッドの景気循環理論を論じているが、その一部分にこうある。「本書の中で随所にケインズ批判が現れる。その最たるものがケインズの加速度原理軽視だ」「景気循環の上昇局面においては、耐久財または資本財を生産する部門の活動量はその期間中に消費される財を生産する部門の活動量よりずっと急速に増加し、下降局面においてはその反対であることは、長く観察されてきた事実である。「加速度原理の中心にあるのは、 K/Y という資本係数だ。これを β とすると $\Delta K = \beta \times \Delta Y$ であり、消費財の生産が決まると ΔK すなわち純投資がゼロになる。財の清算では伸び率がゼロになるだけなのに投資の世界では水準がゼロになる。投資がゼロでは乗数を掛けて求める誘発需要もゼロにとどまる。経済活動全体が頭打ち状態に陥る。景気の上昇は終わりを告げることになる」としている。

以下は、前掲書ヒックス著、古谷弘訳、『景気循環論』、岩波書店、1968年の吟味である。

一般に、景気循環理論の変動の様相に関するモデルは、均衡産出量からの乖離の二階定差方程式の解によって、次の4つに分類される。いずれも、加速度係数「 β 」の大きさによって、4つのケースに分かれる。①単調収斂、②減衰振動、③発散振動、④単調発散、とヒックスは述べているが、本論は、この4ケースは非現実的である故に割愛して、ヒックスが本分とする循環と成長との結合をもって構築する景気循環論を見るものとする。

景気循環を長期的に見ると、その変動の中に成長の趨勢があるという立場に立ち、彼の理論は、変動と成長との結合の必然性を認識しているものである。

ヒックスのみならず、ハロッド、ドーマーらの理論も、景気変動と経済成長との結合を追求する意図を持っている。

ヒックスの場合、成長因と目されるのは、独立投資 A の増加である。

$A_t = \text{const.}$ とすれば、所謂 Simple Symple-multiplier となるが、独立投資 (A_t) が成長率 (g) を以って増大するとすれば、所謂「超乗数」 (Super-multiplier) となる。

独立投資が一定比率を以って成長する場合を仮説し、ヒックスは循環と成長との結合を論じた。この時、均衡産出量は下図の方程式に導かれ、均衡産出量

そのものが上昇する。

「循環と成長の結合」という意図は、「循環しながら成長する経路を描く」という命題を以って要約し得るであろう。

「 A が g なる成長率を以て上昇する場合」は下図のようになり、ここに「景気循環は成長を伴う」「景気は成長しながら循環する」という命題が顕著に論証されることになる。図示すると次頁の図2になる。

図3-2. 成長率 g を持つ時の「玉突台の理論」

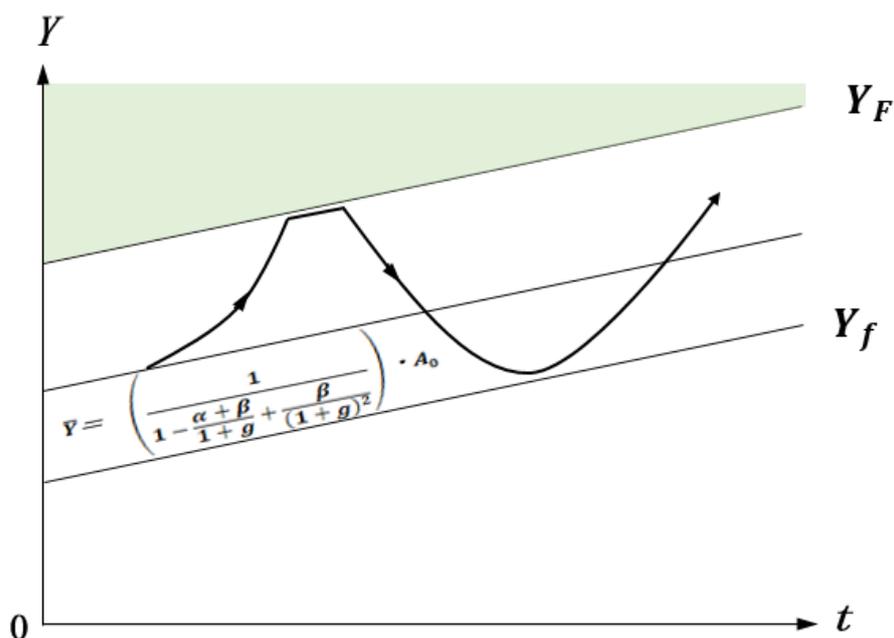


図3-2. 成長率 g を持つ時の「玉突台の理論」

出所:福岡正夫が1959年の講義中に、“A Contribution to the Theory of the Trade Cycle”のx章を説明する際に用いたものであり、原書にも訳本にもこのグラフはない。

t 期国民所得を Y_t

消費性向を α

加速度係数を β

成長率を g

独立投資を A_t

「 g 」なる成長率を以て上昇するケースである。

これがヒックスの景気循環理論の骨子である。斯くて理論モデルからの景気理論はヒックスによって経済成長論と結びついて論述される。

近代経済学上の景気循環論モデルは景気の起動力の要因を戦争・革命、政変、太陽黒点説などのような経済体制外に求めず、景気循環の要因を投資量の決定に関する仮説から立論する、または雇用量の変動によって天井を突けるといように経済体制内の要因に帰するという方法が近代経済学の主流であり、戦争原因説や太陽黒点説（ウイリアム・ジェボンズは、太陽黒点の増減に拠っての農産物の増減が景気を支配するという、究極の外的要因に帰する景気理論を唱えた）などのような究極の外因説はあくまでも景気循環理論のエピソード的な存在にしか過ぎない。しかし、現代でも選挙景気循環を研究している学究もいる。例えば、山口大学大学院東アジア研究科後期博士課程の論文に「選挙景気循環の計量分析：日本の事例」において井上晶人は、「選挙景気循環の理論とは、選挙の実施と時期が景気やマクロ経済政策に影響を与えているというものである」と言う。確かに選挙と実施と時期が株価変動に大いに影響を与え、そしてまた景気変動にも影響を与える場合も多いし、それが起動力になる場合があるが、これを景気循環を起機動力として常にその要因に用いることは亜流であると言わねばならない。これは1975年にNordhausが提唱したものであり、その後1977年にHibbsが「党派景気循環」という説を提唱した。これは景気循環の中の1つのエピソードに過ぎないと筆者は思うので、この類は割愛する。

2. 加速度原理の非対称性

乗数理論は、変動を吸収し安定に落ち着かしめる減衰効果を説明できるから所謂 stabilizer としての機能を果たす。しかし、循環そのものの説明にあたっては全く無力である。ここで、加速度原理が必要になる。ヒックスは、景気下降過程で姿を変える加速度原理（加速度原理の非対称性）を導入し、巧みに自生的景気循環を説明する。加速度原理の下降過程における変形は、乗数理論の援用のもとに下降限界線の存在として、重要な意義を持つ。

内在的には無限発散型の景気変動を、ヒックスは、加速度原理の非対称性によって巧妙に間接的下降限界線を設定する。ヒックスの「景気循環論」の訳者古谷弘は、この点を景気循環理論への「貢献」として挙げている。（前掲書ヒックス著『景気循環論』訳者序 xiv 頁）。

3. 循環と成長との結合

ヒックスは、景気循環を長期的に見ると、その変動の中に成長の趨勢があるという立場に立ち、彼の理論は、変動と成長との結合の必然性を認識している

ものである。ヒックスのみならず、ハロッド、ドーマーらの理論も、景気変動と経済成長との結合を追求する意図を持っている。

ヒックスの場合、成長因と目されるのは、独立投資 A の増加である。 $A_t = \text{const.}$ とすれば、所謂 Simple Symple-multiplier となるが、独立投 (A_t) が成長率 (g) を以って増大するとすれば、所謂「超乗数 (Super-multiplier) となる。独立投資が一定比率を以って成長する場合を仮説し、ヒックスは循環と成長との結合を論じた。この時、均衡産出量は下図の方程式に導かれ、均衡産出量そのものが上昇する。

「循環と成長の結合」という意図は、「循環しながら成長する経路を描く」という命題を以って要約し得るであろう。「 A が g なる成長率を以て上昇する場合」は下図のようになり、ここに「景気循環は成長を伴う」「景気は成長しながら循環する」という命題が顕著に論証されることになる。循環と成長とが結合して論ぜられることは現在も引きついで行われ、例えば 2017 年 11 月 31 日に開催された東京大学金融教育センターと日本銀行調査統計局の第 7 回共催コンファレンス「マクロ経済分析の新展開：景気循環と経済成長の関連」の導入部分においても論ぜられている。「景気循環と経済成長の関連」として開発 壮平・古賀麻衣子・坂田智哉・原尚子によっても導入セッションとして論ぜられている。「2000 年後半の世界金融危機後に見られている先進国経済の緩慢な回復、あるいは長期的な低迷を受け、これまでマクロ経済分析に大きな影響を及ぼしてきた景気循環と経済成長の二分法を超えた議論の必要性が高まっている。こうした問題意識のもと、本稿では景気循環と経済成長の連関についての論点整理を行う」として、遂に経済成長、特にその傾向を形成する技術進歩や人口動態が景気循環に影響を与えるメカニズムについて考察している。

結びにかえて

本章では、まず、非現実的な仮説を避け、現実の経済には、信用の拡大限界や完全雇用のように、無限発散に対する制約が存在するという現実的な前提に立つ。そのため、発展はその限界に突き当たるまで無制約的に進むが、上限に突き当たって方向を転じ、今度は下向きに限界に突き当たるまで下降すると考えられる。このような想定に立って景気の転換点を説明しようとする理論が、力学上のアナロジーから「玉突台の理論」と呼ばれるものである。ヒックスの理論もハロッドのそれも、基本的にはこの想定に立脚する。ヒックスの原書にも訳本にもないが本章では、これのグラフ化を試みた。

「循環と成長の結合」という意図は、「循環しながら成長する経路を描く」という命題を以って要約し得るであろう。「玉突台の理論」が「 g 」なる成長率を以て上昇するケースのグラフ化も試みた。（福岡正夫の作図）。

ここに「景気循環は成長を伴う」「景気は成長しながら循環する」という命題が論証されることになる。

第3章 註

(註1) 『ケインズに先駆けた日本人—山田方谷外伝』(矢吹邦彦著、明德出版社、1998年)。『山田方谷—備中聖人・山田方谷の改革と生涯』(野島透著、明德出版、2021年)

(註2) 山一証券の第1次破綻、大井証券の破綻などが相次いだ。

(註3) アメリカのハーバード大学で作られたハーバード景気指数の大半は傾向からの偏差を景気変動と見る成長循環の考え方に基づいたものであった。

(註4) 1つはサムエルソン—ヒックス流の総合であり、1つはハロッドスタイルの統合である。

(註5) 都留重人、後藤蒼之助たちであった。経済白書執筆にあたり、第二次大戦後の日本の経済復興に対する政策立案に方向を与えた。

(註6) 第7循環から第9循環まで(77年~86年)の間に、景気動向指数では3回の景気循環があったにも拘らず、株価は上昇一途だったとして、株価を先行指標から削除することが1987年の指標改訂会議で決定した。その後2000年に景気先行指標として株価を復活させた。

(註7) もし1987年の指標改訂会議で株価を削除していなかったら景気対策を誤らせなかったかという実証はできないし、反証を挙げることもできない。故に「反証ない限りは『一応の証拠』(Prima-facie Evidence)を持っていると考えられる。」とする。

(註8) Paul A. Samuelson “*FOUNDATION OF ECONOMIC ANALYSIS*” HARBRD ECONOMIC STUDIES NO. 80, 1947年、340頁。(P. A. サムエルソン著、佐藤隆三訳、『経済分析基礎』、岩波書店、1967年)

(註9) 池田吉紀：日本経済新聞社編集局工業部、同経済部、データバンク局次長、日本経済研究センター事務局長

第4章 株価の景気先行性に関する検証

はじめに

本章は、戦後日本の株価の動きは、上昇方向も下降方向もリードタイムに各循環の差こそあれ景気循環に対して先行することを検証するための章である。東京証券取引所（以下、東証）の株価を代表する日経平均株価の方向をもって株価変動方向とし、これを景気動向指数の方向変化と比較することによって事実の上から株価の景気先行性を検証しようとするものである。ヒックスが自ら設定した純粋理論と区別していた領域を本論は景気動向指数と日経平均株価の方向を以て検証する。

また、本章第5節においては拙論の一部分を修正する。1998年12月、景気循環学会の学会誌第26号での発表の拙論、及び1999年度の日本経済学会秋季大会において発表した拙論の一部分を、その後の精査の上でここに修正するものである。

第1節 経済指標としての株価

田原四郎はその著書の中で「『不況下の株高』とか『好況期の株安』という現象が発生するのは、株価の先行性を示す経験則であると同時に論理的帰結でもある。景気の現状判断および予測指標として、株価動向が重視される理由はこの特性にある」と述べている（註1）。

本章では、実際の経済指標としての日経平均株価と景気動向指数の動向を検証することによって株価の景気先行性を実証しようとするものである。

経済指標を景気に対する先行・一致・遅行指標と定義することは重要な考え方であり、景気循環と結びついている。主要な指標は20世紀後半に入ってから作成されたものであり、景気循環の概念も20世紀に入ってからが発見である。今では経済法則のように扱われているとしても、比較的新しい法則であり、100年弱しか継承されていない。景気循環の各局面を分類したことは1946年、全米経済研究所でアーサー・バーンズとミッチェル（註2）が創設とみなして良いであろう。

これが現実の景気循環論を一般化した最初であると筆者は思う。

著者のミッチェルは、マクロ統計の中心には何年ごとかに繰り返されているかに見える一定のパターンがあると気付いた。新しいデータから、このパターンを予測できるかもしれないと考え、仮令、細部は変化するにせよ、景気循環が一貫した特徴を持つかどうかを探求し続けた。景気循環を経済システムの主

要側面として捉えるようになったことは、生活に対する国民個人々々の理解にも大きな影響を与える。経済活動は測定できる循環的パターンを伴い、そのパターンはいつも身近なものであるという基本的な考え方に基づくものである。

景気動向指数のもとになる経済指標は次の6つの選定基準に基づいて採用されている。そこで、日経平均株価は次の①～⑥の選定基準に十分に適合しているかということを確認する。以下、景気循環学会の学会誌第26号（1998年12月）に寄稿した拙論を一部転載する。

「(経済指標としての適合性を有することについては)①経済的重要性(景気動向を把握する上で特に重要なものであること)、②統計的充足性(時系列系統として長期間整備されていること。月次統計がとれていること。信頼性が高いこと)、③統計の速報性(早期に、定期的に公表されること)、④景気とのタイミング(景気基準日付との先行・遅行との関係が安定していること)、⑤景気循環との対応性(循環の回数が景気基準日付の循環とほぼ同じであること)、⑥データの平滑性(不規則変動の回数が少なく、データの動きが平滑であること)」

以下、これらを検討する。

①～③の基準については、日経平均株価は経済指標としての選定基準に充分適合すると言えるが、④～⑥の基準から見て適合性はどうかであろうか。基準④については景気とのタイミングの問題である。

1987年以降は鉱工業生産指数の対前年同月比の動向に対して日経平均株価が密接な先見性を持つことが判っている故に、1987年以降の景気動向指数と日経平均株価との関係を調べてみることにする。

第11循環の下降基準期日1991年2月に対して、日経平均株価は1989年12月末の天井形成が対応し、13ヶ月先行。

第11循環の終了から第12循環の上昇にかかる転換点(1993年10月)に対しては、日経平均株価は1992年7月の底値形成に対応し、15ヶ月先行。

12循環の下降にかかる転換点(1997年4月)に対しては、日経平均株価は1996年6月の直近5年来の天井形成をもって対応し、9ヶ月先行。

基準⑤については、景気循環の回数と対応しているかという問題である。日経平均株価の循環と景気動向の循環の回数がほぼ同じであること(景気循環との対応性)について景気の動向変化に対して30/32の確度を持ってクリアしている。

基準⑥のデータの平滑性については、日経平均株価は優れて連続性を持つものである。株価は真空を最も嫌うが、しばしば市場人氣が偏って過熱すると値段が飛んで空間を形成することはまれではない。市場用語では「窓を開けて値が付いた」と言う。しかし、十中八九は、後日この「窓」の価格帯で売り買い

が形成されることが圧倒的に多い。すなわち価格形成は真空状態の存在を許さない。市場では「窓埋めのところまで下がる、または上がるはずだ」などと言う。これは株価が連続する性質を持つことが過去長年にわたって経験的に知られている事実から言えることである。

一方、不規則変動の回数はどうかという問題であるが、株式市場には不規則衝撃による価格変動はまれではない。海外の政変などのような外生的要因、リーマンショックのような海外経済的要因、2020年2月以降の「コロナショック」のような経済外要因等である。景気循環の世界で不規則衝撃や偶然誤差が累積すると、現実の景気循環が説明できなくなるという問題は約80年前にミハウ・カレツキ（註3）によって提議され、偶然誤差の衝撃に遭いながらもなおかつ現実の循環説明し得る理論がいかんにして可能となるかが問われた時代があった。フリッシュ（註4）は、運動方式が周期的問題を生むためには不規則衝撃が不断に与えられていなければならないと説明している。この問題を「衝撃の問題」（impulse problem）と呼び、この波動問題と衝撃問題という2つの問題を内包することによって景気理論は明らかにされると説いた。フリッシュは波動問題としては減衰正弦波を仮説し、それにもかかわらず現実の経済変動が循環を形成するのは不規則衝撃または偶然誤差の累積の結果であると説明した。この問題は「揺れ動く木馬に不規則衝撃を加えても、それが不断に加えられるならばその不規則衝撃に揺れる木馬に規則的振動を与える結果となる」と説明したK. ヴィクセルの説明につながっていくことになる。株価変動こそ、まさしく不規則衝撃・偶然誤差・外生的要因が間断なく与えられるが、その結果株価はやはり循環する。景気循環は経済成長と結合させて解析すると同じく、株価は右肩上がりとなりながら（成長しながら）循環する」のか、または「株価は右肩下がりになりながら循環する」ものであることは個々の株価においても平均株価においても経験則に明白になっていることである。一方的に上昇し続けるということはなく、一方的に下降し続けるということも現実的には、いかなるケースにおいてもあり得ない。成長または衰退の路線をとりながらもやはり循環する。株価形成上の循環波動の問題と不規則衝撃の問題については、景気循環理論における先人たちの「衝撃の問題」のように考えたい。

データが取れる範囲である1987年以降は株価が鉱工業生産に対して優れた先行性を発揮していることは明らかであるが、景気動向指数に対する先行性をも実証的に検証することができたならば、景気動向指数の先行指標の中に再び株価を採用した2000年の経企庁景気動向指数研究会の改定は正しかったということになる。その改定時期は大変遅れたが、再び採用した旧経企庁の判断は正しかったということになる。その時期がかなり遅れたことが「失われた13年」を招いた一因であることは現在では自明の理となっている。この実証は難

しいが、反証を挙げることは、より難しい。「確たる反証がない限りは正しいという『一応の証拠：prima-facie-evidence』を持っている」ということを本論では採るものとする。

現行採用の先行指標 11 系列の中には、それ自体が株価と連動して現れる性質の指標が数多くある。例えば、住宅着工床面積はそれぞれ建築主の資産の重大部分の表示である株価の増減が、住宅新設のマインドに大きな影響を与えるということは容易に見やすいことである。現代、給与所得のうちの少なからぬ比率の者が従業員持ち株制度による株主である状況に鑑みて、先行指標の中に在る中小企業売り上げ見通しや新規求人数は、自社株や一般株式市場の動向には大いにマインドに影響を受けるであろうということも見やすい事実である。

株価を先行指標の中に加えなくても、先行指標それ自らの中に株価の影響は織り込まれている筈だという主張であれば、それもまた一理ある。但し、テレビや一般新聞などのメディアも毎日株価を語るし、国民年金の原資を運用する GPIF 基金も 25%は株式で運用される現在、また、国民の個人金融資産の中の現預金部分の半分以上が株式市場に在るという実情に鑑みて、現在ほど株価が重視されているときはまたとない。「景気先行指標としての株価の重要性は戦前・戦後を通じて変わらない」ということを、田原昭四は前掲書『日本と世界の景気循環』の 173 頁～174 頁で主張している。

第 2 節 株価の景気先行性の検証 (1)

本節ではまず、類似先行論文を考察する。次に、株価の景気先行性を旧経企庁が組成した景気動向指数と日経平均株価とをもって検証する。日経平均株価の方向変化の時期と景気動向指数（景気一致指数）の動向変化の時期、この 2 つを比較して株価変動が景気変動に先行することを戦後 6 大長命景気を検証する。

浦沢聡士は、2020 年 5 月に一橋大学大学院経済学研究科博士学位申請論文「我が国の景気循環特性について」において株価の景気先行性について簡単に触れてはいる。

週刊ダイヤモンド誌編集部長山口圭介が、週刊ダイヤモンド誌 2021 年 2 月 27 日号への投稿論文に株価の景気先行性を述べている。「景気が上向き物価も上昇し始めれば、（金融当局は）流動性供給を絞ることになる。そうなれば過剰流動性によって支えられてきた株式相場は変調をきたすだろう。景気が本格的に回復してきた時こそ要注意である」と述べて、（景気が本格的に回復すれば超低金利の正当性を失うから FRB は金利を上げる、したがって株価は下が

る)の意で、景気が上昇している間に株価が下がるということの警戒論を述べている。これは株価の景気先行性を強調しているもの以外の何物でもない。

1. 3本の類似先行論文

株価の景気先行性を重視することを主張した先行論文は3本ある。その3本を簡潔に要約する。

1本目は、高尾義一が、92年の銀行株一斉暴落を以て平成金融不況の予兆と見做した点において、本論と同一軌道上の先行論文である。株式市場から送られたシグナルを読み取れなかった過誤を解明していた。平成以降の不況の最大の特徴は、バブル崩壊を反映した金融システムの信用失墜であり、金融面の悪化が实体经济に反映し、实体经济悪化が金融面に波及していると主張している。株価に注視し、平成不況は金融不況だと看破した。平成初頭には軽く見られていた金融市場のもたらす不況について述べたもので、1993年秋季の部支店長会議での高尾義一の講演録『平成金融不況 国際経済危機の中間報告』というタイトルで1994年に中公新書となって出版されている。

2本目は、植草一秀が、バブルの絶頂期直後から高尾義一と共に日本経済の崩壊を予見し、その後も不況の長期化と深刻化に警鐘を鳴らし続けたものである。その論文は「現代日本経済政策論」として2002年に出たものであり、内容は、金融政策による立て直しには限度があり、財政出動が必要だと力説した論文であると同時に一種の警世の書であった。財政出動と株価変動の関係を図示している点では、本論と同一軌道にある。これは経済界に大きく評価された。

3本目は、リチャード・クーが、植草と同一論調でバブル崩壊と同時に株価の趨勢を見て財政出動の必要性を説き、マスメディアをも通して論陣を張った「マンデー・ミーティング・メモ」である。リチャード・クーは1998年4月2日付けの論文「マンデー・ミーティング・メモ」において株価の景気先行性を注視して政策を執行することの重要性を説いて次のように述べている。「1930年代、あの大恐慌の時に人類が学んだことと言えば、それは、金融政策が効かない時こそ、財政政策の出番だということである。それはケインズによって理論化されているが株価が長期趨勢的に下降傾向を辿っている現在、まさに財政政策の出番である」と執拗に説いた。

この3論文は金融業界・実業界・海外中央銀行などから評価されて来た。高尾義一の論文と著作は銀行・証券会社の教科書的存在となり、植草一秀は一時、日本銀行の副総裁の候補にもなったし、岩波書店から出版された『日本経済政策論』は、第23回石橋湛山賞を受賞した。

R. クーは、前米 ERB 議長ジャネット・イエレン、元 FRB 議長バーナンキ、その前の FRB 議長グリーン・スパンなどから高く評価されて、英語で書かれた彼の著書は日本に逆輸入されて『「追われる国」の経済学 ポストグローバリズムの処方箋』というタイトルで東洋経済新報社から 2019 年に出版された。

2. その他の先行論文と第 16 回循環の様相

直近の事例を『武蔵野学院大学日本総合研究所紀要』（第 18 輯・2021）における「一経済学徒の見たアベノミクス景気の総括」において筆者は、「『所謂アベノミクス景気』（以下、アベノミクス景気）の『山』と、アベノミクス相場の株価の『大天井』」の項目の中で、下記の通り述べている。

景気動向指数研究会が 2020 年 9 月の会合でアベノミクス景気・第 16 循環の「山」を 2018 年 10 月と認定した。株価の大天井は 2018 年 10 月 2 日（2 万 4,270 円）と筆者は言い続けてきた通り株価は 1 ヶ月弱先行して大天井をつけた。アベノミクス相場の大天井は 2018 年 10 月 2 日であったから、やはり「株価は景気に先行する」は今回もそれが実証され、株価の大天井形成は景気の後退期入りより 1 ヶ月弱の先行を示した。上昇相場の始動期は 1 ヶ月早かった。

第 16 循環の始動は 2012 年 12 月、アベノミクス相場の上昇開始は 2012 年 11 月であった。株価の老年期天井の大天井を 2018 年 10 月 2 日と本稿はしてきたが、景気の谷は 2018 年 10 月で株価は 1 ヶ月弱を先行して大天井をつけた。この老年期天井を株式市場の冷静な観察者は「大天井だ」と見抜き、その後 2 万 4,100 円ぐらいまで迫ったことが何回もあったが、中間反騰だと何度も冷静な観察者は言い続けた。結果的には株価の先行性が現れ、2018 年 10 月末をもって景気の「山」（株で言えば「大天井」）ということを経済動向指数研究会が客観的に決め、政権側は「2018 年は山ではなく 2020 年 1 月までは『緩やかに拡大している』」と言い続けたが、後にコロナ禍を奇貨として 2018 年 10 月でアベノミクス景気は 71 ヶ月間で終焉を迎えたと追認した。この間の成長率は 1.1%に過ぎない。途中で「踊り場景気、株で言えば停滞期」・「保合期」が何回も含まれているから「好景気の実感がない」と言われた背景もそこにある。前回の「いざなぎ景気」も同じだった。

証券市場史で「大相場」と言われる 2.8 倍上昇（註 5）の始動期は 2012 年 11 月 14 日、衆院株解散決定の日の 8,665 円からであったから株価は景気に対して約 1 ヶ月先行した。本論では「日経平均株価の方向変化の時期」について次のように進めるものとする。1896 年、ウォールストリートジャーナルのダウ・ジョーンズが開発した計算式による NY ダウ平均株価は、その後 120 年余の期間、20%以上の上昇下降を為したことは 13 回しかない。そこで、NY ダウ平均の計算式をもって成立する日経平均も 20%を超え

る上昇・下降の始動時期を以て方向の変化時期と見做すことにする。一方、景気動向の動向変化は次のように観るものとする。

1960年に旧経企庁が創始した景気動向指数には、量的変化を示す CI (Composite Index) と方向のみを示す DI (Diffusion Index) があるが、本論では、上昇・下降の動向の変化点を見るために専ら DI を用いる。動向の変化始動時期は、変化の事後に景気動向指数研究会が「山」「谷」の時期を決める基準日決定会合において決めた時期を以てする。

戦後に完結した6大長命景気を挙げると次頁の表4-1のようになる。

3. 戦後に完結した6大長命景気における、景気動向指数の動向変化の基準日と日経平均30%超の方向変化との比較

これを景気動向指数の DI の方向変化の基準日と日経平均株価の方向変化の時期とで検証すると次頁の表4-1のようになる。

表 4-1 戦後の 6 大長命景気における株価の先行性を示すリードタイム一覧表

	D.Iの基準日	日経平均株価 30%以上の上下 波動の始動月	リードタイム
神武景気(26ヶ月)開始	1954年12月	上昇開始 1954年3月	8ヶ月
〃 山	1957年2月	下降開始 1957年5月	1ヶ月
岩戸景気(42ヶ月)開始	1958年7月	上昇開始 1957年12月	7ヶ月
〃 山	1961年12月	下降開始 1961年7月	5ヶ月
いざなぎ景気(57ヶ月)の開始	1965年11月	上昇開始 1965年7月	4ヶ月
〃 山	1970年7月	下降開始 1970年4月	3ヶ月
バブル景気(51ヶ月)の開始	1986年12月	上昇開始 1986年1月	11ヶ月
〃 山	1991年2月	下降開始 1990年1月	13ヶ月
いざなぎ景気(73ヶ月)の開始	2002年1月	上昇開始 2003年4月	9ヶ月
〃 山	2008年3月	下降開始 2007年8月	7ヶ月
第16回(今回)の開始	2012年12月	上昇開始 2012年11月	1ヶ月
〃 山	2018年10月	下降開始 2018年10月	1ヶ月弱

出所:内閣府の景気動向指数のDIの基準日と東証の日経平均株価 30%以上の上下の始動期より筆者作成

4. 今回の第 16 循環についての株価の景気先行性の検証

—— (2012 年 11 月～2018 年 10 月)

仮称アベノミクス景気(第 16 循環)は、始動期は 2012 年 12 月の安倍政権誕生の時、景気の「山」は 2018 年 10 月と景気動向指数研究会が認定した。

これは内閣府の経済社会総合研究所(旧経済企画庁)が政権とも内閣府とも関係のない客観的な経済学者やエコノミストらで構成する会議であり、座長は吉川洋(元東大教授・立正大学学長)であり、嶋中雄二もその 7 人の一員である。その会議の議事録は公開されている。やはり「株価は景気に先行する」は今回もそれが実証された。上昇相場の始動期は 1 ヶ月早い。株価の老年期相場の大天井を 2018 年 10 月 2 日であると筆者はマスメディアに対しても有料レポート読者に対しても一貫して述べてきたが、景気の山は 2018 年 10 月で株価は 1 ヶ月弱先行して大天井をつけたことが内閣府の景気後退期の追認で明確にな

った。この老年期天井を筆者は「大天井」と言い続け、その後2万4,100円ぐらいまで迫ったことが何回もあったが、これを中間反騰だと株価景気先行性を弃えている者は一貫して述べ続けた。この期間の成長率は1.1%に過ぎない。途中で「踊り場景気」（株式相場で言えば停滞期・保合期）が何回も含まれているから「好景気の実感がない」と言われたのもその故である。前回の「いざなぎ景気」も同じだった。この株価2.8倍になった大相場の始動期は2012年11月14日、衆院解散決定の日、8,665円からであったから株価は景気回復に対して約1ヶ月先行した。

今回の景気の特徴はもっぱら安倍政権の言った「第一の矢（大胆な金融政策）」でほとんどがもたらされたものであり、第二の矢（機動的な財政出動）については必ずしも機能せず、第三の矢（成長戦略）については殆ど機能していなかった。

デジタル化が遅れ生産性が上がらなかったにも拘らず、ミクロの面で見れば雇用率が史上最大だった・成長率が1.1%しかないが景気拡大期間は戦後2番目だった・株価は始動期から老年期大天井まで2.8倍になった・時価総額が3倍になった・外貨保有高が大幅に増えた・個人金融資産が大幅に増えた・等々、金融面で見れば色々な効果があったことは事実ではあるが、客観的にこの景気循環を評価すれば「今回の景気拡大は革新無き景気拡大」「デジタル化が遅れ生産性が上がらないまま幕を引いた」となる。戦後2番目に長い景気が、その間のGDP成長率が1.1%だったというのでは事実上は「ゼロ成長時代」だったということになる。

1973年の第1次オイルショックの時、それまで一貫した高度成長論者の下村治が突如「ゼロ成長論」を言い出して世間を驚倒させた。時の経企庁はこれを「安定成長」と言い換えた。それが半世紀後に「戦後2番目の長命景気でもその期間の成長率は1.1%だった」という事実をもって下村理論の「転向」は長期的視点でも正しかったことが実証された。

次に、戦後日本の全ての景気循環の「山」「谷」と全ての株価変動の下降開始期（「大天井」）と上昇開始期（「大底」）とを比較すると表2のようになる。

第16循環の景気の「山」は「2018年10月」と景気動向指数研究会が公式認定。政府の月例経済報告は2020年1月までは「景気は緩やかな拡大基調にある」と言っていたが、2020年春先、コロナ禍を奇貨置くべしとして2018年10月から下降に転じたと内閣府経済社会総合研究所の基準日決定会合を追認した。株価の下降開始は「2018年10月2日の大天井の翌日」だった故に約1ヶ月弱先行して下降した。第16循環の谷すなわち第17循環の始動点は、2021年8月現在、不詳。おそらく、20年6月～8月と思われる。株価の大底は20年3

月であった。後日に景気動向指数研究会が過去の指標経路をみて「基準日決定会合」で決めることになっている。株価は2020年3月19日を以て「大底」を付けた。景気の「谷」に相当する。その直後から2021年2月までで11ヶ月で約86%上昇し明らかな方向転換を示した。

今回の循環の「谷」は、2020年4月～6月の4半期決算時であったろうということになっている。2021年8月現在で市場の通念になっていて且つ諸アナリストのいうところによる。そうなると平均株価は3月19日を大底として約86%上昇したから1ヶ月～3ヶ月の先行性を示したことになる。

第16循環の山は2018年10月と景気動向指数研究会で公式認定し、株価の下降開始は2018年10月2日の大天井の翌日だった故に約1ヶ月弱を先行して下降した。

第3節 株価の景気先行性の検証（2）

本節では、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を検証する。

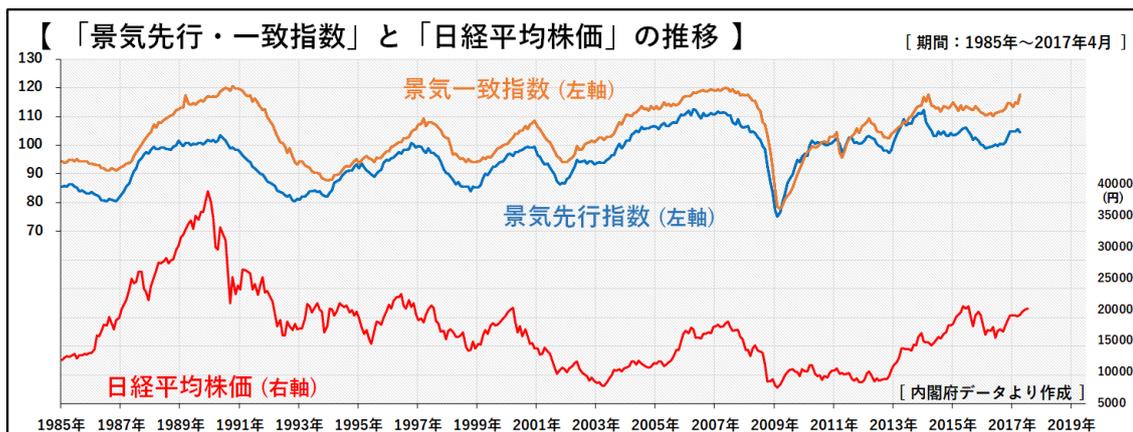
これを、景気の「山」「谷」の高さ・深さを捨象し、株価の大天井・大底の高さ・深さも捨象し、途中経過をも捨象し、専らその方向転換のみを見るものとする。概念図は序章で描いた図のグラフのようになる。

これは勿論、概念図であり、実際には左右対称でなく、「山」の高さ「谷」の深さも一定ではない。しかし、「日本は拡張局面は短く逆に後退局面は長いことも指摘されている」という事実は内閣府の統計によって言えることである。景気動向指数の中から景気一致指標を構成する部分のみを抽出してグラフ化し、日経平均株価と比較すると図1のようになる。

図 4-1 景気一致指数と日経平均株価の推移



図 4-2 景気先行指数と日経平均株価の推移



出所：景気先行・一致指数は内閣府発表、日経平均株価は東証発表を使用。筆者作成。

戦後 16 回の景気循環、即ち 32 回の景気動向変化は表 2 で示す通り 30/32 の蓋然性を以て現れる。

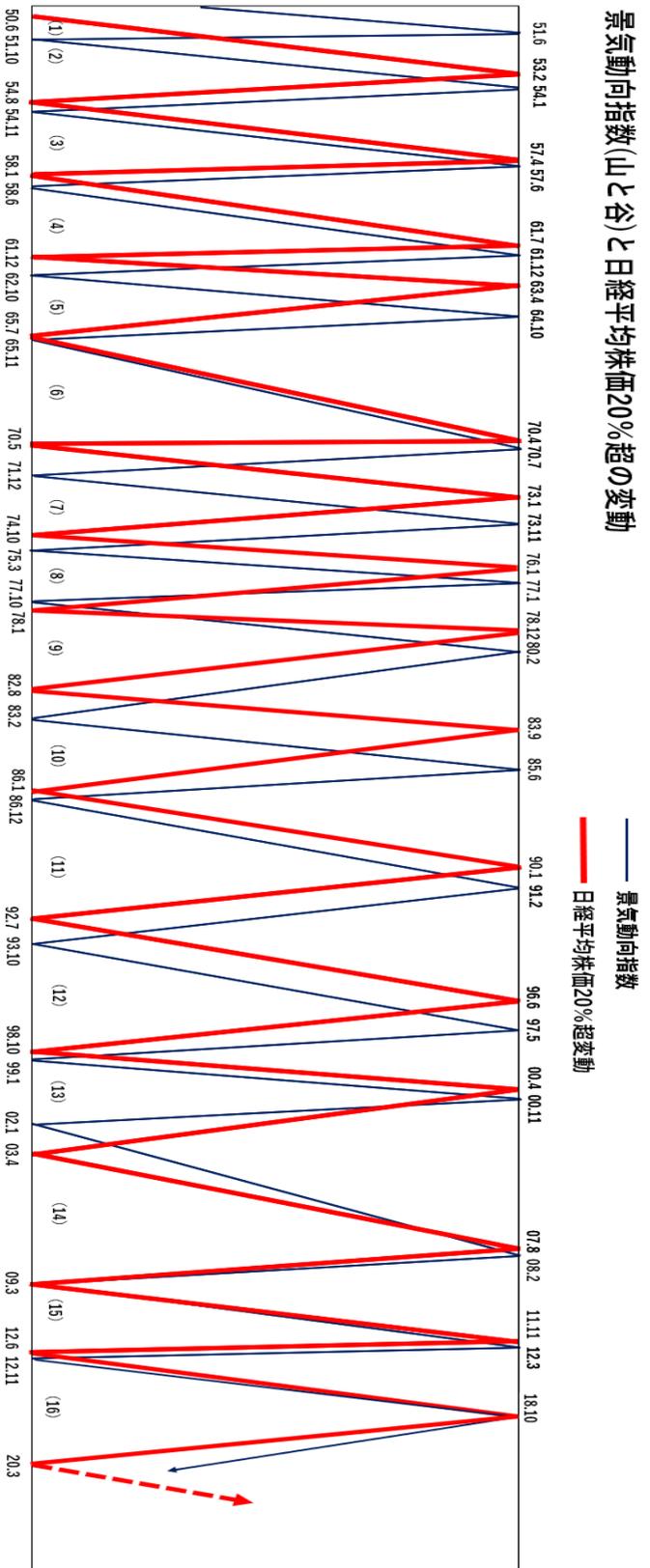
表 4-2 戦後 16 回の景気循環と株価変動（32 回の景気動向変化と株価方向変化の比較表）

第1～16循環の基準日と株価20%波動の始動点				2021年8月末
	D.I.の基準日	日経平均株価		リードタイム
第1循環の山	1951年6月			
第1循環の谷	1951年10月	上昇開始	1950年6月	14ヶ月
第2循環の山	1954年1月	下降開始	1953年2月	11ヶ月
第2循環の谷	1954年11月	上昇開始	1954年8月	3ヶ月
第3循環の山	1957年6月	下降開始	1957年6月	2ヶ月
第3循環の谷	1958年6月	上昇開始	1958年1月	5ヶ月
第4循環の山	1961年12月	下降開始	1961年7月	5ヶ月
第4循環の谷	1962年10月	上昇開始	1961年12月	10ヶ月
第5循環の山	1964年10月	下降開始	1963年4月	16ヶ月
第5循環の谷	1965年11月	上昇開始	1965年7月	4ヶ月
第6循環の山	1970年7月	下降開始	1970年4月	3ヶ月
第6循環の谷	1971年12月	上昇開始	1970年5月	17ヶ月
第7循環の山	1973年11月	下降開始	1973年1月	10ヶ月
第7循環の谷	1975年3月	上昇開始	1974年10月	5ヶ月
第8循環の山	1977年1月	下降開始	1976年1月	12ヶ月
第8循環の谷	1977年10月	上昇開始	1978年1月	(遅行3ヶ月)
第9循環の山	1980年2月	下降開始	1978年12月	14ヶ月
第9循環の谷	1983年2月	上昇開始	1982年8月	6ヶ月
第10循環の山	1985年6月	下降開始	1983年9月	21ヶ月
第10循環の谷	1986年12月	上昇開始	1986年1月	11ヶ月
第11循環の山	1991年2月	下降開始	1990年1月	15ヶ月
第11循環の谷	1993年10月	上昇開始	1992年7月	15ヶ月
第12循環の山	1997年5月	下降開始	1996年6月	11ヶ月
第12循環の谷	1999年1月	上昇開始	1998年10月	3ヶ月
第13循環の山	2000年11月	下降開始	2000年4月	7ヶ月
第13循環の谷	2002年1月	上昇開始	2003年4月	(遅行13ヶ月)
第14循環の山	2008年2月	下降開始	2007年8月	6ヶ月
第14循環の谷	2009年3月	上昇開始	2009年3月	0ヶ月
第15循環の山	2012年3月	下降開始	2011年11月	4ヶ月
第15循環の谷	2012年11月	上昇開始	2012年6月	5ヶ月
第16循環の山	2018年10月	下降開始	2018年10月	1ヶ月
第16循環の谷	2020年4～6月？	上昇開始	2020年3月	1～3ヶ月？

出所:旧経企庁(2001年以降は内閣府)の示す景気動向指数のDIの方向変化の「基準日」(景気動向指数研究会が事後に決める)を基礎にして日経平均20%以上の方向変化を見て筆者作成。

株価の景気先行性を、その深さ・高さのレベルである景気動向指数の CI を捨象して方向を見る景気動向指数の DI を見て、その期間をも図示し、それに対する株価動向の対応を図示すれば図 2 のようになる。

景気動向指数(山と谷)と日経平均株価20%超の変動



D.I.の山・谷の基準日と、それに隣接する日経平均株価20%超変動の上下波動の起点とを見ると、77年～86年の3循環以外は株価はリーディングタイムの差こそあれ、景気動向指数に先行する習性を持つと云える。

図 4-3
景気動向指数（「山」と「谷」）と日経平均株価20%超の変動

黒線 = 景気動向指数の方向。

赤線 = 日経平均の方向

出所：景気動向指数と日経平均

から筆者作成

以上の調査によって、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。

故に、本論では、株価の景気先行性は、30/32回であるから約94%の蓋然性を以て言えるとする。

第4節 株価変動と景気循環との関係

株価に景気先行性が生ずる原因についての一考察を試みる。

このことについては、資本主義経済の生成発展の根本から見て、いま一步、深く突っ込んで、最後に「結びにかえて」において考察したい。

いま、株価変動が景気動向に先行して動くということを、要約すると下記のような順序となって現れる。

①景気動向に影響を与える国家の経済政策における国家予算の発動は、国会・予算委員会・閣議を通さなければ実現しないし、②景気動向に影響を与えるし影響を受けもする企業の設備投資や業態拡大・縮小も、全てが取締役会か株主総会を必要とし、③また、例えば第1章で述べた「ハンセンの建設循環」の動因となる建設は、近隣説明会における同意・建築主事の許認可などを経なければければ着手できない。

これに比して、株価の変動は、投資家・機関投資家の自らの意思決定1つで会議なしで直ちに売買が執行でき、それが直ちに株価形成という現象面に現れ直ちに公表される。よって、政治営為や企業経営行為の結果としての景気変動に対して株価変動は時間的に早く現象面に現れる。

株価が景気動向に先行して変動する1実例を、経済政策発動の効果が出る前に、政策発動の決定と全く同時に株価は上昇開始する例として描くと図4-4のようになる。

図 4-4 財政出動の効果を見先する株価



出所: 日本経済新聞の財政出動発表記事と東証の日経平均株価から筆者作成

大勢が右肩下がりの中でも株価は財政出動の経済効果を見先して政策発表と同時に上昇し始める。図 4-4 の平行四辺形で囲んだ部分がそれである。グラフは月足罫線と言われるチャートで月初株価より月末株価が高ければ「陽線」と言われ赤線で示し逆の場合は「陰線」と言われて黒線または青線で示すことが慣習となっている。

株価の景気先行性が 2/32 の例外を生じた原因について考察したい。

ここで、株価の景気先行性が「2/32 の例外」を生じた原因についての考察を試みる。

これは、筆者の考察であり、実証も論証も出来ないが、その反証を挙げることは、より困難だと思われる。

いかなる場合でも株価と云う物は、森羅万象の全てを織り込んで動くものだということが長い証券市場の歴史の上で一種の「通念」とされてきた。通念というのは論証も実証もないにもかかわらず、そこに居座るものである。従って、本論が示した「2/32 の例外事項」は長年の市場の通念に反するものであるから、この例外事項を解明しようとする試みは証券業会内外には未だ嘗てなかった。

(1) 2003年の例外事例

2003年という特殊な年は、景気一致指数と日経平均の関係のグラフは前頁のグラフが示す通り、2003年は株価の大底が景気の谷より遅行していることが見てとれる。戦後史上で32回の方向変化のなかの2度目の特殊現象だった。

この年は、不良債権山積みで銀行の機能が半ば喪失していた「失われた13年」と言われる日本経済の「死に体」であった特殊な期間であり、株式市場機能も麻痺しつつあったと思われる。

①「タンス株券」と言われた取得価格不明の古い株式を2003年3月末までに売却せねば利益と見なされる源泉徴収徴税の件、②各企業が自ら運用していた企業年金の運用が行き詰まり、換金して運用機関に移すための換金売りが3月末に重なったという事情、③企業同士の持ち合い株式(=政策的保有株式)を売却する時期が3月決算に集中したという事情、④92年春以降、銀行の抑えている株式担保の目減り額から換算して「銀行存続可否のデッドライン」とされた株価(日経平均1万6,000円)を割りこむ都度、右肩下がりの傾向の中を政府は財政出動によって一時的にも株価を上昇させてきたことが3回あった。宮澤内閣の92年8月、村山内閣の95年9月、小渕内閣の98年11月である。それにも拘らず株価は2000年の所謂「ITバブル崩壊」によって2000年初頭から「デッドライン」を深く割り込んだ、これにより、日本の金融市場は破綻するという悲観論が市場に充満した。これらが重なって株式市場が機能不良を起こしていたと「後講釈」せざるを得ない。

よって、景気動向の方が、その「谷」を、機能不全の株式市場より先行して示現したのであり、日本経済の真の大底はこの年に示現したと見る方が適切であろう。この後に小泉郵政改革相場の「いざなぎ景気71ヶ月」という戦後史上最長の景気を示現したが、そのあとにリーマンショックによる日経平均の一瞬7,000円割れを示現した。これは全くアメリカ発の「事件性の暴落」であり、日本国が自ら作った真の日本経済の大底は2002年1月であったと見る方が適切と思われる。そこに当たって上述の「株式市場の機能不良」がぶつかった、と言うしかない。

上述の後講釈は論証も実証も出来ないが、この「後講釈の反証」を挙げることはもっと困難であると思われる。

(2) 1978年の例外事例

「1977年～1985年という『特殊期株間』」の調査から始めねばならない。

1977年～1985年の期間は、景気循環と株価循環のそれぞれの方向変化に変調をきたした期間であった。

現に、第7循環では株価の下降開始は景気のそれに対して10ヶ月先行し、

第8循環は山から谷まで9ヶ月しかなかったところ株価の上昇開始が3ヶ月「遅行した」という稀有な例外を示し、第9循環では株価下降開始が14ヶ月先行したという大きなタイムラグを持ち、第10循環では景気の山に対して株価下降は21ヶ月も先行したという荒い動きになった。そこで、この経緯を大雑把に見ると、株価趨勢は1974年10月から1989年12月まで一方的に上昇し続けたように見える。グラフの上値抵抗線の延長線が一見そう見える。

旧経企庁で景気動向指数研究会は1987年の指標改定時に株価を景気先行指標から削除した、これに対して筆者は、この景気動向指数研究会の決定は正しかったと景気循環研究会会誌第26号(1998年12月)の拙論掲載と日本経済学会1999年秋季の拙論発表で述べているが、実はこの期間も株価は景気変動に先行していた。

何故にこの期間は株価が景気先行性を喪失していたように見えたか、これに対する一考察を試みる。

- ①その期間は景気後退期でもGDPは成長し続けた。
- ②「人口ボーナス(前章で既述)」の減衰、或いは消滅。1989年に「人工ボーナス」が終焉した。
- ③証券取引所の整備により、株式投資家のすそ野が広がり、長期の株価右肩上がり趨勢が現象した。

故に株価が景気先行性を喪失していた、という言い方は「株価は森羅万象を織り込んで現象するものだ」という市場の通念からすればコジツケに見える。しかし、これに対する反証を挙げることは、よりコジツケに見えよう。

第10循環の後退局面、すなわち「プラザ合意後の円高不況」は、典型的な外需ショックであり、内需はやや刺激を受けた面がある。株価も外需株が下落して内需株が上昇した。ただ、このときの全体としての株価の前年比は、前年割れにはならなくても、かなり減速しており、その意味では景気後退を予見していたと言えよう。

株価が前年比でマイナスが付かないときの景気後退は浅いという傾向があるという事実(1977年の第8循環の後退期も同様)にも留意したいと思うが、やはり、株価は景気循環に対して先行性を発揮していたのである。

(3) 1985年～1990年の景気の特異性についての要約

俗に「バブル景気」と呼ばれる現代世相上の特殊期間であった。

この期間の特異性については次のように要約できる。

1985年～1990年は主として内需主導の景気であり、輸出数量指数を追加した後の数値とは明確に開きが生じていた。1985年～1990年が内需主導だったという点で他の期間と違った特異性を持った。輸出数量指数を追加した場合と

追加しない場合の差異がこの期間が歴然として大きい。内需主導の景気の景気は、熱狂的なバブル現象を生む。

1987年～2000年の間は、旧経企庁は株価を景気先行指標から削除したことは前述したが、この期間に株価を景気先行指標から外した場合と株価を先行指標に含めた場合との差について景気動向指数のグラフに示したものは、筆者は作成してないし、景気循環学会にも存在しない。この点については、内閣府経済社会総合研究所（旧・経企庁）景気統計部部長金子浩之氏が景気循環学会で明らかにした（註6）。

結びにかえて

本章で、戦後の全ての株価変動方向と景気動向指数の動向変化とを比較することによって事実の上から株価の景気先行性を32回の中の30回は言えると確認した。30/32回であるから約94%の蓋然性を以て言えるものとする。

株価の動向が景気に先行する訳は、現実社会の会議や諸手続き等と株式売買の意思決定の遅速・順序によるものであって、株価に神秘的な予知能力があるからではない、という見方があっても良いし、本章でもその旨を既に述べた。

なお、民間個人、ないしは法人による投資行動が、一国の政策に影響を及ぼすのか否かについては、次の点を指摘しておきたい。

株価の動きは、国内の個人投資家と機関投資家及び、日本の株式市場の売買高の60%～70%を占める海外の投資家と機関投資家の売買双方の資金量と売買行為の時間差という力関係で動くことはいままでのまではない。

東京証券取引所が公表する東京市場の1日の正味5時間の売買代金は2兆円～4兆円であるから2ヶ月分の売買代金が日本国の1年間の一般会計予算に相当する。1年間の東京証券取引所における売買金額は日本の一般会計予算の数年份に相当する。また、その売買の結果で生ずる株式時価総額の増減は日本のGDPの30%前後に至る場合がある。これだけの金額の動きが景気先行性を持つならば、当然一国の経済政策の結果に現れるものと考えられる。

そこで、以上の点を踏まえた上で、資本主義経済の生成発展の根本に立ち入って、株価景気先行性について、いま一步、突っ込んで考えてみたい。

株価の動向が景気に先行する理由は、「機に投ずる精神」によるものであると本論では考える。ケインズは「投資」を「資産の全存続期間にわたる予想収益を予測する活動」と定義し、「投機を市場の心理を予測する活動」と述べたが（註7）、投資家の行動は「投資」というのも「投機」というのも、ある

「機」に資金を投ずるのであるから厳密な区別はないといえよう。ケインズは

また、「資本主義経済の発展の源はアニマル・スピリットにある（註8）」とも述べているが、これを本論では「投機心」としておきたい。

そこで、まず「投機」についての考えを述べたい。

投機とは将来の価格の変動を人より早く予測して利益を得ようとする行動であり、その結果、株式市場に生まれるものが株価であるから、株価を見れば将来の価格の変動、つまり経済動向が如何に予測されているかを知ることができるということになる。いずれにせよ、投機とは、自分の判断によって景気実勢に先んじて株を買い、先んじて売る、という効率性を徹底的に追求して市場から果実を合法的に獲得しようとする行為である。

つぎに「機」とは勝機・戦機・商機・好機などという比較的短い時間帯の1つのチャンスであり、「投ずる」とは、単に「行う」とは異なる、判断と決意を以てする行為である。

以上の点を踏まえて、本論では、投機を、「十分な情報と証拠を収集して決断した時、機というチャンスに投ずる行為である」としておきたい。

かくして、あらゆる情報を分析、統合して機に投じようとする者が、他者に先んじようとして、景気が「収縮期」から「谷」に向かう前に株を買い始める。ここに「不景気の株高」という現象が起きる。また、投機家は他者に先んじようとして、景気が「拡大期」から「山」を迎える前に株を売り始める故に、「好景気の株安」という現象が起きる。

投機行為はいうまでもなく市場で展開される。そこは、情報分析による買い方・売り方の資金量と行動量と時間差という力学が支配する場である。そのような市場における行為といえ、ルール無用の行動様式かといえ、決してそういうものではない。そこでの投機資金運用の面で見えてくるものは、そこに参加する人々が契約を厳守しあい遵法精神を堅持した上で戦うという事実である。（註9）それがなければ資本市場では売買執行は不能となり、即刻市場から退出せねばならなくなる。

金融市場の投機活動は、人と人とで成り立つ関係であり、ルール厳守の上に築かれる。その故に、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のである。

自由市場取引を円滑にした働きも投機行為の発生と共にある。需要が供給を上回ったとき、先物売りという投機があつて初めて市場取引が円滑に動く。その逆のとき、先物買いという、そのギャップを埋める行為が出てきて初めて取引が成立する。このように投機は自由市場での売買に不可欠の要素になった。

アダム・スミスが説いたように、私的利益の追求が公益をもたらし、市場の円滑化に役立つということになる（註10）。勿論、これには当然、行きすぎもあり副作用も生ずるし、市場で人は大損することも少なくない。その局面のみを

見て投機を極端に規制することは、角を矯めて牛を殺すという結果になるということを経済の先進国は繰り返してきた。しかし、投機を伴う市場は完全で最善のものではないが、人類の歴史の中で、おそらく多くの人心の納得がえられる制度といえるのではないだろうか。

ところで、資本主義経済の最初の担い手は投機家であり、最大の投機対象は株式会社の株式であった。17世紀、ロンドンのオランダ系英国人のトーマス・ウェストンという投機家が、株式会社を発明して有限責任の下に投機家に出資させて船団を組織して交易を発展させ、それがアメリカ・イギリス・オランダの資本主義体制のルーツとなり、その体制は保険制度と金融制度を生み、複式簿記を発明し、文明の進歩に一役かかってきたとされる。

資本主義体制は、人類が何万年もかけて蓄積してきた何百倍もの富を、一世紀足らずでつくった。これはひとえに「投機精神」の結果である。マックス・ウェーバーは、資本主義の精神の生みの親となったのは、「厳格な生活のしつけのもとで成長し、厳密に市民的な物の見方と『原則』を身につけて熟慮と断行を兼ねそなえ、とりわけ醒めた目でまたたゆみなく、綿密に、また徹底的に物事に打ちこんでいくような人々だったのだ。勤勉を徳と心得ることこそが資本主義の精神なのだ」と述べている(註11)。

勤勉とは必ずしも汗水流して労働する事に限らない。質実に生きて覚めた目でものを見て、熟慮と行動を兼ね備え、人々より一歩先んじて、景気動向指数が「谷」を付ける前に「収縮期」で株を買い、「山」を付ける前に「拡大期」の中で株を売る。こうして他者に先んじた行動を採ることによって市場から利益を獲得する行為もまた当然に、勤勉を徳と心得ることの中に含まれる。

株価が景気に先行するのは、こうした精神の行為化の結果である。投機精神は資本主義の精神と結びついており、それはケインズの言葉を引けば「一般大衆にわずか先んじて評価の敢行的な基礎の変化を予測することにあるからである(註12)。」かくして、株価は戦後2回の例外(註13)を除けば経済の実勢に先んじて現れるということになる。

第4章の註

(註1) 田原四郎著、『日本と世界の景気循環』東洋経済新報社、1998年、172頁。

(註2) アーサー・バーンズ；1904年～1987年、アメリカ合衆国のエコノミスト。ニクソン・フォード・カーター政権下で、第10代連邦準備制度理事会議長を務めた。『景気循環の測定』(アーサー・バーンズとミッチェル著 春日井薫訳 文華堂銀行研究社 1964年)

(註3) ミハウ・カレツキは、ポーランドの経済学者。マルクス経済学がはじめて提示した概念である剰余価値の概念からマクロ経済学の経済変動理論および有効需要を発表した。理論構築の出発点がマルクス経済学のアプローチであったことや、祖国ポーランドが社会主義時代に本人自らその経済発展のために

働いたことから「左翼のケインズ」の異名を持つ。

(註4) 1930年～1940年代。フリッシュから生まれたものが「Frishの不規則衝撃理論(Random Shock Theory)」であり、規則性を裏付ける理論として不規則衝撃波の理論と非線型循環論が代表的であるが、これ等モデルの相違いかんを問わず、主題にした経済モデルは、若干の工学体系と類似しているため、工学界でのフィードバック理論とその実践であるとされた。

(註5) 2012年11月14日の上昇始動期8,665円～2018年10月2日の2万4,200円をいう。

(註6) 2020年9月23日、2020年度第2回景気循環学会「景気動向指数の採用系列の変更について」において。

(註7) John Maynard Keynes 著, 塩野谷祐一訳 “*The General Theory of Employment Interest and Money*

“J.M.ケインズ著、『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1995年 156頁

(註8) 「投機による不安定性のほかにも、人間性の特質にもとづく不安定性、すなわち、われわれの積極的活動の大部分は、道徳的なものであれ、快楽的なものであれ、あるいは経済的なものであれ、とにかく数学的期待値のごとくに依存するよりは、むしろおのずと湧きあがる楽観に左右されるという事実に起因する不安定性がある。何日も経たなければ結果が出ないことでも積極的になそうとする、その決意のおそらく大部分は、ひとえに血気(アニマル・スピリッツ)と呼ばれる、不活動よりは活動に駆り立てる人間本来の衝動の結果として行われるのであって、数量化された利得に数量化された確率を掛けた加重平均の結果として行われるのではない。」 John Maynard Keynes “*The General Theory of Employment Interest and Money*” 間宮陽介訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』上、岩波書店、2012年、223-224頁。

(註9) ケインズは「(玄人筋の投資家や投機家の勢力と熟練は主として)一般大衆にわずか先んじて評価の敢行的な基礎の変化を予測することにあるからである。」「玄人筋の投資家は、経験上市場の群集心理に最も多く影響するような種類の、情報や雰囲気の違いを先んじて予想することに関心をもたざるをえないのである。」 John Maynard Keynes “*The General Theory of Employment Interest and Money*” J.M.ケインズ著、塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1995年 154頁～155頁

(註10) 「どの個人も、自分の自由になる資本がどれほどであろうと、そのための最も有利な仕事を見いだそうと、たえずつとめている。彼の眼中にあるのは、まさに彼自身の利益であって、その社会の利益ではない。しかし彼自身の利益の追求が自然に、あるいはむしろ必然的に、その社会にとってもっとも有利であるような仕事を彼に選ばせるのである。」 Adam Smith “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*” 1776年 William Strahan, Thomas Cadell, 水田洋監訳、杉山忠平訳『国富論』、岩波書店、2000年

アダム・スミス著、水田洋監訳、杉山忠平訳、『国富論 2』、岩波書店、2000年、300頁。

(註11) Max Weber “*DIE PROTESTANTISCHE ETHIK UND DER GEIST DES KMPITALISMUS*” 1920年 マックス・ヴェーバー著、大塚久雄訳、『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』岩波書店、198年、78頁

(註12) 前掲書、ケインズ 154頁～155頁

(註 13) 旧・拙論の一部分修正についてである。

(1) 修正部分の 1

ここに旧・拙論の一部分を修正する。1998 年 12 月、景気循環学会の学会誌第 26 号での発表の拙論、及び日本経済学会で採択されて 1999 年度秋季大会において発表した拙論の一部分すなわち「1987 年に旧経企庁が先行指標から株価を削除したこと自体は正しかった」、としたことを、その後の精査の上でここに修正するものである。

旧経企庁は、戦後日本の景気循環において、第 8・9・10 の 3 循環は景気が 3 回循環しているにもかかわらず株価は一方的に上昇し続けたと見做して、景気と株価の関係はないとして 1987 年に株価を景気先行指標からはずしたが、それは一部分は過ちであった。それ以前の期間を精査してみると必ずしも株価傾向と景気循環が無関係だったとは言えない。確かに、第 9 循環の始動期（第 8 循環の「谷」）だけは株価の方が 3 か月遅行したことは事実であったが、第 10 循環の始動期（「谷」）とその「山」は、株価変動が先行しているし、その後も株価変動が景気に先行している。

次に掲載したグラフを見れば一目瞭然と言える。必ずしも第 8・9・10 循環の 3 回とも正確に株価が先行性を表しているものではないが、第 9・10 循環の 2 回の上昇と 2 回の下降は先行性を明示している。それも 5%や 10%の下降・上昇をもって言うのではない。

その期間は先行性を発揮しておらず、第 8・9・10 循環が株価と連動しなかったとして株価を先行指標からはずした経企庁の景気動向指数研究会の判断はあまりにも大雑把すぎた。この大雑把な判断を景気動向指数と株価のグラフを重ねてみると、「1975 年～1987 年グラフ」のように示される故に、改めて本論では景気循環学会の学会誌第 26 号での発表（1998 年 12 月）の拙論と、日本経済学会 1999 年度秋季大会において発表した拙論の一部分をここに修正するものである。

(2) 修正部分の 2

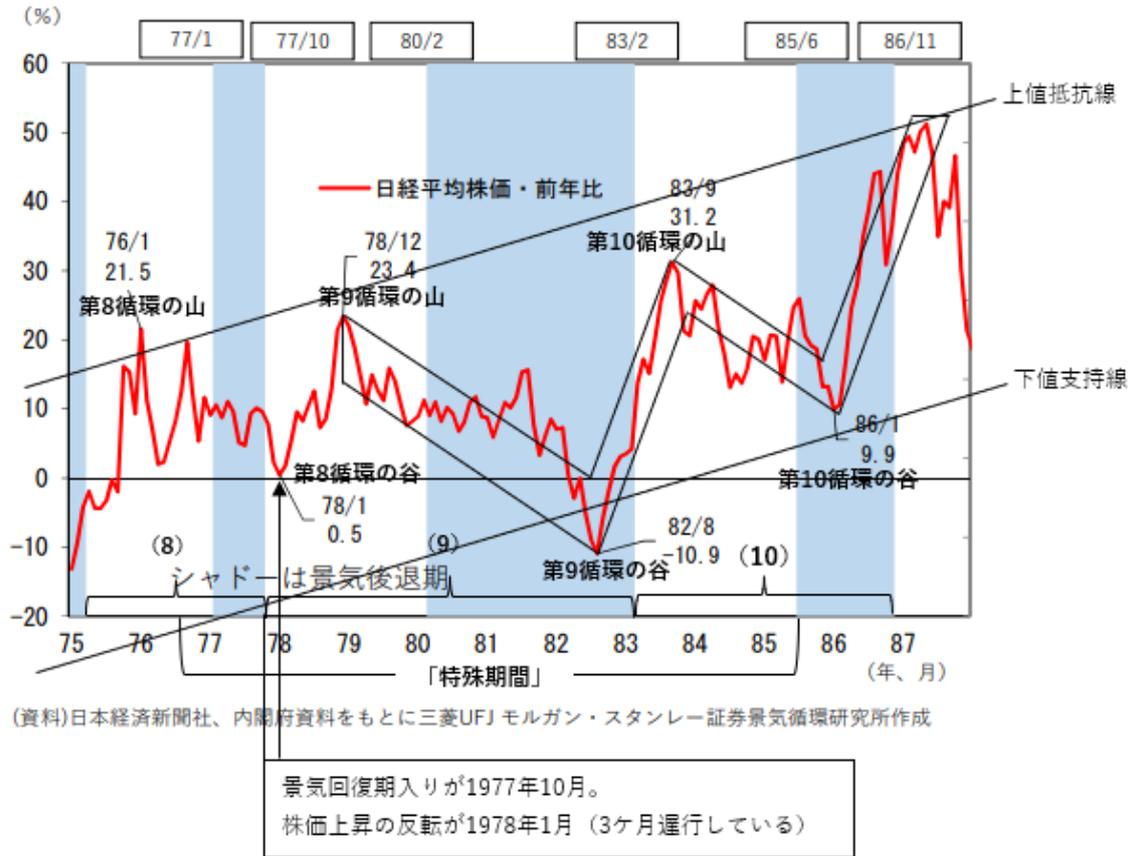
2018 年の拙論においては、「戦後 15 回の景気循環のうちの 12 回に株価の景気先行性が見られたから $12/15=80\%$ の蓋然性であった」としたが、これは「1977 年～1985 年という『特殊期間』」の精査を省いたという雑駁さがあったことは否めないから本論でこれを次のように訂正する。

戦後 16 回の景気循環があったから、16 回の上昇と 16 回の下降があり、合わせて 32 回の動向変化があった。そのうちの 30 回は株価変動は景気動向に先行して上がり始め、先行して下がり始めた。そのリードタイムはその循環によって 3 ヶ月の場合もあったし 10 ヶ月の場合もあったが「32 回のうちの 30 回は株価が景気に先行した」と言えるから、本論は「 $30/32$ 、即ち約 94%の蓋然性をもって、株価変動は景気循環に先行すると言える」とする。

そこで、景気循環学会誌第 26 号（1998 年 12 月）発表の拙論と日本経済学会 1999 年秋季大会での発表拙論の同一箇所を修正する。「1978 年に第 8 循環において旧経企庁が『株価の景気先行性は認められない』として株価を先行指標から削除したことは、その時点では正しかった」とした。が、第 9 循環以降は株価の景気先行性を発揮していたことが鮮明である。

株価動向と景気拡大期・後退期

株価と景気拡張・後退局面（第(8)循環～第(10)循環）



98年・景気循環学会、99年・日本経済学会秋季発表会のものを「一部分修正」を示すグラフである。

戦後日本の株価の動きは、上昇変化も下方変化もリードタイムに各循環の差こそあれ景気循環に対して或る蓋然性をもって先行することが明らかである。

株価が景気に先行することを本論の「テーマ2」としている。日経平均株価をもって株価変動とし、これを景気動向指数の動向変化と比較することによって事実の上から株価の景気先行性を検証しようとするものである。ヒックスが自ら設定した純粋理論の限界を本論は景気動向指数と日経平均株価の方向変化を以て検証した。

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

はじめに

本章は、「景気循環」と「株価景気先行性」という視点の採否によって経済政策面において結果が大きく違った事例を選んで検討する。

大きく違った政策結果とは、GDPの上下方向の大きさを計測するのか、企業の収益状態か、国民の所得水準の変化で計測するのかについては、種々の見方があるが、株価動向こそ時間差を持った経済動向の鏡であるから、主として株価動向の観点から政策結果を見るものとする。

株価景気先行性を重視した経済政策によって良い結果を出せた4事例と、株価景気先行性を看過した政策で悪い結果になった2事例を挙げる。

前者4事例の1番目は、「昭和40年恐慌（註1）」とも呼ばれた1965年不況を脱して当時戦後最長の「いざなぎ景気」につなげ、3年後には世界2位のGDPを達成するに至った、第1次・2次佐藤内閣の財政出動の事例である。

2番目は、バブル時代に担保として銀行が保有した不動産・株式が大幅値下がりして不良債権化し銀行機能を殆ど喪失した1990年～2003年の期間は「失われた13年」と言われているが、この期間における、右肩下がりの中で典型的なケインズ政策を用いて小康状態を取り戻して金融危機を短期間で避け得た、村山内閣・小渕内閣の2つの事例を一括して取りあげる。

3番目は「失われた13年」を脱するために公的資金の半強制的注入を行って日本経済を復活させた小泉内閣の2003年の事例をあげる。

4番目には、4年以上に及んだ停滞期（註2）を脱して、長期景気に導いた安倍政権の事例と、2020年～2021年にかけての金融恐慌状態を未然に防いで普通の景気収縮期で済ませ、その後に企業収益で言えば60%近く回復させた安倍内閣の後半と菅内閣の一連の流れを取りあげる。

一方、株価景気先行性を看過して採られた政策によって悪い結果を及ぼした事例を2つ取り上げる。

1番目は、宮澤内閣の金融政策先送りの事例を取りあげる。

小泉内閣時代の2003年に「失われた13年」を脱し長命景気が創出された後、2008年に米国リーマンブラザーズ証券の破綻による米国発の不況の影響を受けて、日本経済は再度2012年までは衰弱状態に陥った。このアメリカ発の右肩下がり部分を含む、1990年代～2010年を「失われた20年」と世間上いうことが多い。「失われた13年」はその「20年」の中に含まれる期間で、日本国内要因による不良債

権不況期間だけを言う。宮澤内閣の金融政策先送りは「失われた13年」を形成させ、「失われた20年」に繋ぐ経緯を作ったと言える。

2番目には、地価・株価の長期的高騰を看過しインフレになってないからとて戦後最大のバブルの生成発展を見逃した竹下内閣・澄田日銀総裁、及びバブル鎮静後の海部内閣（註3）・三重野日銀総裁の過剰引締めの一連の経緯を、まさしく「失われた13年」の淵源を作った事例として取り上げる。

本論は、株価景気先行性を重視することの重要性を経済政策面のみに絞って検討することにする（註4）。

第1節 事例の選定における背景と事由

1965年における佐藤内閣の事例においては次のような状態にあった。

1965年は1月～3月までのGDPを年換算に直すと26.1兆円になり前年比成長率は1.0%に落ちた。

当時はGDP成長率1.0%というのは大変な不況であり、企業も個人も、今まで14%～15%は成長するつもりで活動してきたため、経済的・社会的に大いに深刻化した時代であった。

当時は日経平均株価が東京オリンピックの3年前の1961年に1,829円という史上最高値の大天井をつけた後、1965年に1,020円まで大幅に下がり、株価の景気先行性を無視していたことは「甘かった経済観測」と後にいわれた（註5）。1995年村山内閣、1998年小渕内閣による財政出動の際には、1990年代は、不良債権不況による長い右肩下がりの経済が続いたところへ株価は連日下がったので国民の経済感覚は委縮スパイラルに陥っていた。

2003年における銀行への公的資金の半強制的注入の時の事態は、2003年の春、日本経済が海外要因によるよりも国内の不良債権不況により「陰の極」にあることを日経平均株価と銀行株指数が示した。

1990年1月に、株価は1920年の「大正9年の暴落」以来70年ぶりの大幅下落となって以降、緊急の財政出動による応急措置で小康状態を維持したが、銀行が平成バブル時代に貸し出した分の担保として取った都心不動産はバブル時の10分の1になり株価は日経平均株価で5分の1にまで下がった。このために、銀行に膨大な不良債権が積み上がった結果、銀行は貸し出しが不能に陥った。所謂「貸し渋り」である。

一方で、銀行では、過去の貸し出し分を無理にでも返却させるという、所謂「貸し剥がし」といわれる現象が続出し、事業家も個人も委縮し、身動きが取れなくなり、企業の破綻、個人の自己破産が続出した。これらの病根は銀行に山積みとなった不良債権であった。

景気後退を食い止めた安倍内閣の発足の 2012 年 12 月は、大勢的に見ての日本経済の長期停滞期であった。こういう時に安倍内閣は発足した。その発足は、第 14 循環の山（2008 年 2 月）～第 15 循環の谷（2012 年 11 月）の直後、日経平均株価で言えば 7,000 円台～1 万 1,000 円台の低迷レンジ相場における、日本経済の 4 年以上の停滞期であった。

1992 年の公的資金注入策を先延ばしした宮澤内閣の事例を選んだ背景と事由は、事由は日本が国家・経済・社会的に大きく方向が変わる契機となった事柄だからである。

政策の先延ばしが好ましくない結果を生んだ例として、まず株価景気先行性を看過したことで「失われた 13 年」（1990 年～2003 年）を引き起こした事例を挙げる。

また、バブル消滅後の過剰引締めは、戦後史上最大のバブル形成を看過した事例と共に、バブル鎮静後の過剰引締め策を検討する。

日経平均は史上最高値から 10 ヶ月後には約半分にまで下落し、都心の商業土地は 5 分の 1 にまで下落してバブルは夙に鎮静化したにも関わらず株価景気先行性を軽視看過して過剰な金融引き締めを反復遂行したために「失われた 13 年」をもたらしたことはその後の日本経済に大きな副作用を長く残す結果となった。

第2節 「景気循環」「株価景気先行性」という視点を重視した事

例

1. 1965 年における佐藤内閣の事例

1965 年 3 月期決算の業績悪が表面化し、当時としては極めて珍しく上場会社の売り上げが前期比で 4.3%減少した。減配・無配転落会社は当時上場会社 546 社の中の 187 社にのぼったから企業数で言えば約 34%が減益という記録的減益決算となった。5 月には鉱工業生産が前月比マイナス 2%という大幅な減少になった。「オリンピック後の景気、不況感広がる」「成長の励みを失い、硬い財布の紐」などとマスメディアが報じるようにもなった（註6）。

池田前内閣の所得倍増計画が始まった時の日経平均（当時の呼称は「東証ダウ」）の 1,200 円の出発点を「死守」するために 1964 年以降、大蔵省の主導で四大証券が株式買い取り機構である「日本共同証券」をつくって投資信託などからの売り物を買取るという株価維持政策を採った。それでも 1,200 円の「死守ライン」が危うくなったので、1964 年 11 月発足の第 1 次佐藤内閣は

1965年初頭に再び株式買取機構たる「証券保有組合」をつくらせて1,200円を防衛しようとしたが果たせなかった。

このプロセスで1965年3月に当時としては史上最大の負債を抱えた山陽特殊鋼(株)が会社更生法を申請する等という著名大手企業の破綻が続いた。1965年5月、第1次佐藤内閣での大蔵大臣田中は宇佐美総裁と共に、山一証券(株)に対して日銀は戦後初の無制限無担保無利子の日銀特別融資を執行しパニックを未然に防いだ。

これが所謂「昭和40年恐慌」である。

1965年6月発足した第1次佐藤改造内閣は同年7月18日、日経平均株価が所得倍増政策始動後の最安値を形成した事実を見て、7月22日の経済政策会議で本格的な不況対策を打ち出した。その骨子は嘗て各省に通達した1965年度予算の一割留保を解除し、財政投融资を大幅に増額するというものであった。

財政投融资計画の大幅増額は、ケインズが説いたところの、政府による需要喚起策の典型であった。

第1次佐藤改造内閣における大蔵大臣の福田赳夫は姫路市の講演で「日本経済の体質改善のため国債発行して公債政策に踏み切るべきである」と積極的な赤字国債の発行を表明していた。

第5景気循環の「谷」は1965年11月であったが、第1次佐藤改造内閣は、時の福田蔵相の下に赤字国債発行を同年11月に決議し執行した。従来日本が採ってきた「均衡財政主義」から、広く国民経済との釣り合いと経済成長を考えた「健全財政政策」への転換で赤字国債を是認した最初の年であった(註7)。ケインズの乗数理論が赤字国債発行を正当化するための理論的背景として使われた。それは世界恐慌の最中の1936年に出された政策で、時の米国大統領ルーズベルトが実施した「乗数理論による赤字国債正当化論」であったが、戦後日本における嚆矢となった。以降、赤字財政によって行う財政出動は色々な批判に耐えながらも正当化され、不況の都度それが行われてきた。

株価景気先行性を重視した第1次佐藤改造内閣は、「昭和40年不況」を脱して戦後最長の「いざなぎ景気」へつなげる展開をつくった。1967年11月に第2次佐藤第1次改造内閣が発足したが、その翌年に日本のGDPは英国・西ドイツ・フランスを抜いてアメリカに次ぐ世界第2位になった。

株価は第5景気循環の始動に4ヶ月先行して1965年7月に大底を形成して上昇し始め、1970年に日経平均が2倍半になるまでの長期上昇相場の出現となった。日経平均株価は「いざなぎ景気」の「山」である1970年7月に3ヶ月先行して同年4月に大天井を形成して大型上昇相場の終焉となった。

2. 1995年村山内閣、ならびに1998年小渕内閣による財政出動

この2つの事例は、金融危機に入った時期を速やかに脱し得たが、採った政策は1965年における第1次・2次佐藤内閣と同じく財政出動による需要喚起策であった。

村山内閣は、1994年後半からの日経平均株価の大幅下落が継続していることを観て取り株価の景気先行性を重視して、1995年9月に14.2兆円の財政出動をし、同年9月に日銀は公定歩合を引き下げた。

この財政出動と金融政策との殆ど同時に遂行された財政・金融協働という強力な景気対策によって金融恐慌を避け、平常の景気後退期並みに落ち着かせることができた。このために「銀行の存否の境界線（註8）」とされていた日経平均1万6,000円を回復し、2万2,000円まで戻り金融危機到来を一旦は避け得た。

しかし、根本的には依然、「失われた13年」の期間であったから、金融業界は大勢には抗しがたく1997年11月に大手証券会社2社（山一証券・三洋証券）、大手都銀1社（北海道拓殖銀行）、大手地銀（仙台の徳陽シティ銀行）が3週間で一挙に破綻し、まさしく金融危機状態を迎えた。日経平均株価は解散価値より低くなった。この事態は、上場企業の存続価値を投資家も機関投資家も認めないというに等しい。機関投資の中には当然に国民年金の運用機関も含まれるし、企業年金も含まれる。それらが上場全企業の企業価値は解散価値に満たないと市場で表明していることになる。それは資本主義体制の存否の危機といえる。

1930年～1931年の「昭和恐慌」と違って国民は政府の対策を一応は信じたから、幸い取り付け騒動は起きなかったが、その寸前に至った。

1998年10月、小渕内閣は、大証券・大銀行の破綻後にはなったが60兆円の金融対策を行い、11月にアジア経済危機をも含めた金融危機対策として事業規模で23.9兆円の大型経済対策を執行した。

この政策により1997年11月発の金融危機は短期間で収め得た。日銀速水優総裁は1999年2月にゼロ金利政策を導入した。日本は、アジア金融危機に際して日経平均は30%下落したが、少なくとも2度目の金融危機は避けることができた。GDPのマイナス成長をも避け得た。

村山・小渕内閣の事例は、株価急落を見て手を打ち金融危機を短期間で収め得て2度目は生じさせなかった事例である。

3. 2003年における銀行への公的資金の半強制的注入

1988年にスイスのバーゼルで所謂BIS規制が、銀行は貸出金額の8%以上の自己資本を持つべしと先進5か国で決まり、バーゼル銀行監査委員会の国際決済銀行 (Bank for International Settlement) によって公表された。

この規制は「8%ルール」と言われたが、8%の逆数は12.5倍であるから、自己資本の12.5倍未満に貸し出しを抑えなければならなくなっていた。

株価が1兆円下がれば貸出額は12.5兆円を減らさなければならなくなる。特にその極致に達したときが、不良債権不況の2002年～2003年であった。この経路でおきた不況がバランスシート上の不良債権から生ずる不況である故に「バランスシート不況」(註9)と言われた。

2001年4月に小泉内閣が発足し、その時の日経平均は1万4,000円台だったものが銀行株指数は2003年2月から再度下落基調を強め、2003年春には日経平均は7,600円台になってしまった。東証時価総額は小泉就任後に半分近くに減った。日経平均は平成元年の史上最高値(1989年12月30日、終値日経平均3万8,915円)から13年後2003年の春には「21世紀の最安値」として5分の1になった。この時、PBR(株価/1株当たり純資産)は金融危機の時でなければ生じない0.8倍台になった。3月9日、「PBR=0.81倍」という異常現象を呈した。

小泉首相は就任以来の大幅な株価下落を見て、この下落はその根本が銀行の不良債権山積みに発すると察知した。この異常事態を小泉内閣は金融庁と共に注視して緊急の手を打った。小泉は、日本のメガバンクが抱える不良債権の故に「平成不況は金融不況だ」という本質を見極めて金融再生プログラムを竹中平蔵金融担当相に断行させた。金融機構の再生と金融機関の自己資本の増強である。

そこで竹中は従来の不良債権対策や金融システム対策を一変させようとした。それが「金融再生プログラム」であった。所謂「竹中プラン」と呼ばれた「ハードランディング」である。

これは主要銀行を中心とした自己資本の増強を実現させようとするものであり、日本は国家主導での銀行再生に戦後初めて乗り出した。

金融再生プログラムの内容は、①銀行の資産を厳格に査定する、②大口債権者の定義を統一する、③銀行による自己査定と金融庁査定の整合を確保する、④公的資金投入手段の明確化などであった。銀行側は公的資金を注入されて不良債権問題を解決すると必ず官僚の介入があるとしてこれを嫌ったが、半強制的に公的資金を注入し、最後に2003年5月、りそな銀行に対する2.2兆円の公的資金の半強制的注入をもって平成不況の主因であった不良債権問題は解決された。

それまでは厳罰主義的な銀行行政が連鎖的に金融市場を委縮させていたが、ここで市場心理は大きく好転することとなり、りそな銀行への公的資金注入より1ヶ月早く日経平均は2003年4月から2倍半に向かって上昇開始し金融市場は一変した。

そこから所謂「小泉景気」が始まり株価は約3年で2倍半になり、東証上場株式の時価総額も2倍半になり、大きく国富を増やした。

企業の決算は5年連続して史上最高を実現し、金融資産の格差拡大という副作用を生んだが個人金融資産は1,000兆円を優に超えて増大した。

4. 景気後退を食い止めた安倍内閣の「異次元緩和」政策

この事例は、4年以上の停滞期を脱して長命景気（註10）を導いた安倍内閣の経済政策という意義もある

4年以上の停滞期に安倍は2012年12月の衆院選挙中、「日本経済を取り戻す」「デフレ脱却を実現させる」を標榜し、そのために①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」を打ち出した。

株式市場はそれを予見して第16景気循環の始動点の2012年11月より5ヶ月先行して長期上昇を開始し、株価の景気先行性は顕著に現れた。

安倍内閣が掲げた政策は、2013年1月に「日本経済再生に向けた緊急経済対策」として閣議決定された。それは金融政策面では次のように施行された。

安倍政権発足の4ヶ月後の2013年3月に就任した黒田総裁は、中央銀行は政権から中立のはずであるから政権が代わっても金融緩和策には変化がないことをことさら強調した（註11）。そして白川時代を超える規模の黒田総裁の「量的・質的金融緩和（註12）」、および「追加金融緩和（註13）」が発動された。これによる日銀の貨幣の通貨供給額は、銀行が通常保有する法定準備額の34倍であり世界最大規模であった。（因みに米国は法定準備額の10倍強、欧州は17倍強であった。）

この方策によって円ドル相場は、安倍内閣発足時の70円台後半から125円という大幅円安を作出し、輸出産業が多くを占める日本経済には大いに有利に働いて経済実勢は活性化した。政権から中立のはずの中央銀行が最も政権の政策に役立ったことになった。

デフレ脱却に最も必要なのは中央銀行による金融緩和だと考えられていたが、日銀の大幅金融緩和にも拘らず、安倍内閣時代は金融緩和策はデフレ脱却にはほとんど効果はなかった。しかし安倍政権時代の政策成果は「経済の鏡」である株価が全てを織り込んで日経平均は2.8倍になり株式時価総額は3倍になった。その内容を要約すると、①多くの企業が創業以来の好決算を5年継続

させたし、②景気拡大期間が戦後 2 番目の 71 ヶ月となり、③雇用率が史上最大になった、④日本国の外貨保有高が大幅に増えた、⑤個人金融資産が大幅に増え 2,000 兆円に迫った等の事実になって、⑥年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の資金は増加して 167 兆円を超えた。

経済面では上記のような政策効果があったことは事実であったが 2 度の消費増税 (註 14) は、その時の 4 半期ベースの GDP がマイナスになる等により安倍内閣の 7 年間の GDP 成長率は 1.1%にとどまった。しかし一方で、2 度の消費増税は財政規律の重視を官民が確認することにはなった。日経平均は第 16 景気循環の終焉より 1 ヶ月弱早く、2018 年 10 月 2 日で大天井をつけて下降過程に入ったが株価はアベノミクス大天井の一步手前のレベルまでの中間反騰をしていたから政府の月例経済報告で安倍内閣は (景気動向指数が 2018 年 10 月から「後退期」を示していたにも関わらず) 「景気は緩やかに拡大している (註 15)」と発表していた。

2020 年 1 月 15 日に日本で初のコロナウイルス感染者が出たがその 2 ヶ月後、コロナ危機が市場に浸透し、株式市場は 2020 年 3 月 19 日に金融危機状態に陥り所謂「陰の極」が生じた。

3 月 19 日に日経平均株価は、株価と純資産との倍率 PBR が 0.8 倍に陥った。「PBR<0.9 倍」の事態は本論が述べる過去 4 回の金融危機 (註 16) の時の株価レベルである。

そこで、1 月高値から約 8,000 円幅を下降したという史上最速の下降を見て安倍内閣は対処政策を急遽実施した。財政出動と金融政策の協働という、最先端対策であった。そのため金融危機状態を短期間で脱することができた。この事例も、株価景気先行性という視点を採ったために可能になった速やかな危機脱出例である。

コロナ禍の下で企業決算は 2 割減、2 割減、と 2 年続けて減益になったのであるから、80%×80%となり、コロナ前に比べれば 64%のレベルに低下することになる。コロナ前のレベルに戻るとすれば (100/64)、即ち 1.56 倍となり、56%の大幅増益となるから増益率としては過去最大になるだろう。

一方、経済実勢の方は、安倍内閣の政策をそのまま菅内閣が引き継いだのでコロナ禍の状態下で景気後退期における金融危機を防ぎ得た。

企業業績はコロナ禍発生前の状態への復帰を実現する大幅上方修正決算の連続発表となり、経済面では順調な回復傾向を 2021 年 9 月現在はっきりと示している。それは、個々の銘柄の決算の上方修正に表れ、大企業ばかりではなく、中堅企業や中堅証券会社も決算予測を大幅に上方修正した。

株式市場における株価構成の心理的側面は「レベル」よりもその「変化率」を重視する。日経平均は 2020 年 3 月から、その企業業績急回復を先取りして

86%上昇し11ヶ月後にはコロナ禍の下で安倍内閣発足後の最高値を形成した。現実には暗くとも将来の明るさを買う、所謂「理想買い」または「青春相場」の典型であった。

20年3月の金融危機状態は安倍内閣時代であり、86%高の2021年2月の(90年6月以来の30年8ヶ月ぶりの)新高値の実現は菅内閣時代だったが、菅内閣の経済政策は安倍内閣のそれを引き継いだから、2021年の秋までは安倍内閣の経済政策の延長線上にあったと言えよう(註17)。

1965年～2009年の4回の金融危機から学習した成果により、財政出動と金融緩和の同時並行という政策をもって2020年3月の5回目の金融危機状態を極めて短期間で脱した。これは、安倍内閣・黒田日銀総裁が、株価景気先行性の重視によって、金融危機を予見して史上最速最大の政策を出すことによって金融危機を一瞬で食い止めることができた事例である。

第3節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を軽視した事例

1. 1992年の公的資金注入策の事例

1989年12月末の日経平均史上最高値3万8,915円から「失われた20年(1990年～2010年)」の末期、2009年春の日経平均7,000円割れまで、喪失した株式時価総額は353兆円だった(東京証券取引所の公表)。

野村総研の試算によると、第二次大戦でのGDPの減少分は概算33兆円とされており、平成初期の東証時価総額の激減という富の喪失額は、物価指数が当時と大幅に異なっており同列には語れないかもしれないが、それでも第二次大戦でのGDPの減少分の10倍を超えることになった。因みに、国土庁試算によれば阪神・淡路大震災における国富の喪失分は9.6兆円、東日本大震災では内閣府試算によれば喪失分は16.9兆円とされている。

第1節の(1)で述べた「昭和40年不況」は現代日本経済史の上で特筆すべきことであったが、平成時代に入ってから不況は「昭和40年不況」と酷似していた面が多かったから、中山素平が『月刊文藝春秋』(註18)に「『40年不況』に学ぶ」という一文を寄稿している。1992年不況は所謂ドル・ショック、石油ショック、円高不況といった日本が経験した過去の不況とは根本的に性質が違っており、大きな問題として、不良債権によって銀行機能が十分に機能しなくなることが底流にあった(註19)。

1992年春、前々年の1月から下降線をたどっていた株式市場は、銀行株の一斉暴落によって「この不況は金融不況である」というシグナルを発信した。こ

の年の8月、株式市場は「銀行存続の危機ライン」と言われていた日経平均株価1万6,000円のラインを割り込んだ。この株価レベルは、銀行が担保としてきた株式が担保価値を割り込み貸付金が不良債権化する価格帯とされていた。

宮澤内閣が1991年11月発足し、首相は株価景気先行性から見て、日本の金融システムが非常に危ないと判断し、東京証券取引所を一時閉鎖し危機を国民に告げて公的資金の投入に踏み込むという金融危機打開策のための中央突破のシナリオを直ちに発動しようと考えていた。その宮澤の説明を受けた財界も永田町も大いに動揺した(註20)。そこで、直ちに中島義雄秘書官が「金融行政の当面の運営方針」と題する先送りの当面の繕い策を宮澤に了解を求め、宮澤はそれを承知して自説を撤回した。8月末の総合経済対策で株価は一旦は上昇して落ち着いたが、株式市場はこのような経緯を見透かして再び銀行存否の危機レベルを割り込み1万4,000円台に突入してしまった(註21)。中長期の趨勢から見て株価の右肩下がりの中、株価景気先行性を看過して世論の景気の見方は混迷に陥った(註22)。

その11年後に日経平均株価はそのまた半分になった。すなわち平均株価は最高値の5分の1になった。この経緯が「失われた13年」である。世界恐慌以外には先進国で前例のない下落である。

1992年春の銀行株の一斉大暴落を、平成不況の本質は金融不況だという市場からのシグナルであると観取して手を打とうとした宮澤元首相を「先送り案」で中止させた大蔵官僚が「失われた13年」に陥れた誤算、さらにそれに屈した宮澤政権の政治不作為は株価を軽視したことで「失われた13年」を引き起こした事例である。

2. バブル消滅後の過剰引締め策

戦後史上最大のバブル形成を看過した事例は竹下内閣・澄田日銀総裁時代、バブル鎮静後の過剰引締めは海部内閣・三重野総裁時代の事例である。この両者は、「失われた13年」を招いた直接の原因を作った。それは日本を「失われた20年」に繋いだ結果となって中長期的な衰弱に導いた経緯となった。

1980年代後半に竹下内閣・澄田日銀総裁は、不動産と株価の長期上昇を無視して、物価が上がっていないからといって低金利を据え置いたというミスにより、史上類のない平成バブルを形成した。当時、インフレは起きていなかったということは事実であった。

1980年代後半、不動産価格は、国土法価格との大幅乖離・収益還元法からの試算値からの大幅乖離の継続等から観た不条理な価格形成という異常高騰が続く、株価は、株価のファンダメンタル構成条件であるPER (Price Earnings Ratio。発行株数1株当たりの税引き純利益と株価との比率)・PBR (Price

Book-value Ratio。1株当たりの純資産と株価との比率)・利回り・成長率等から観た不条理な価格形成という異常事態が継続し、それらが何年も続いた。

日銀は、これらの事実を看過して利上げの機会を見逃した期間が長かった。時の澄田総裁は、地価と株価の連年上昇を見ても、政権の消費増税後の景気後退を斟酌して利上げを長期間見送っていた。

株価は89年12月末に、以降32年経過後の2021年でも及ばないという大天井をつけた。日銀は1989年5月まで利上げを躊躇したが、その年の8月刊行の旧経企庁『経済白書』には、地価にバブルの要素があると警告していた(註23)。これが巨大バブルを育成した結果となった。

旧経企庁が株価を景気先行指標から削除した翌1988年に定められたBIS規制が三重野時代には発動されていたので先に述べた「貸し渋り」を惹起し平成不況を長引かせる結果になっただけでなく、日本を長期にわたって衰弱させる淵源となった。

1990年には日本は中国の8倍のGDPだったが、今は中国の半分強になってしまった。1990年には米国は世界のGDPの22%を占め、日本は世界のGDPの18%を占めたが今は6%になってしまい、米国の4分の1になった。これは日本だけが成長が極めて遅れたからであり、30年間の停滞が続いたからである。30年間のGDPはほとんど横ばいに等しい。これの最大の原因は「成長は悪だ」とか「成長の限界」という経済成長の副作用に目を向けて経済的価値を社会的価値(格差・富の分配の平等など)に傾斜させ、成長を目指さなくなった日本国民の風潮による面も大きい。その最大の原因は成長資金供給が滞ったからである。バブル崩壊と金融危機で銀行がリスク負担を避け低成長に陥った。リスクをとらないから供給者は収益の低調が続き、低収益だからさらにリスクがとれないという悪循環に陥った。企業は利益剰余金を成長や分配に使わずに社内に留保し始めたからである。今や企業は480兆円という時価総額の70%もの利益剰余金を抱えている(註24)。これは経済学上の「漏出」に該当し、GDPの流れの外に置かれる分である。1980年後半のバブル発生の看過と1990年初頭のバブル鎮静後の過剰引締めは30年間の停滞に繋がった。

結びにかえて

国家の経済政策の分野において、株価景気先行性という視点を採った場合は最悪状態を回避し得たか、または良い結果を生み、株価景気先行性という視点を採らなかった営為は好ましくない結果をもたらした事例として6例を挙げて論じた。

株価景気先行性を採って好結果を生んだケースの典型は、公的資金の注入により金融不況の脱出プランの遂行の例である。これに対して、好ましくない結果をもたらした典型は「失われた20年」の淵源を生んだ事例である。

株価景気先行性という視点の採否によって経済分野において最悪事態を回避し得たか、或いはよい結果を出せた事例と、悪い結果を及ぼし、好ましくない結果をもたらした事例に言及することで見えてきた点は、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いうことである。

第5章の註

(註1) 1930年～31年の「昭和恐慌」と区別して、こう云われた。

(註2) 4年以上の停滞期＝第14循環の山(2008年2月)～第15循環の谷(2012年11月)。日経平均株価で言えば7,000円台～1万1,000円台のレンジ相場。

(註3) 海部・宮澤・細川・羽田・村山・橋本・小渕・森・小泉の9内閣が「失われた13年」の期間で替わった。

(註4) バブル形成とその鎮静後の経緯は、自らを被追尾国と思ったアメリカが追尾国日本に対して仕組んだ地政学上の陥穽だったと見做す説も一部にあったし現在もある。1980年代後半に世界のGDPの22%を米国、18%を日本が占めた頃、日本の国土価格が北米大陸の4倍だった頃と一致するが、この頃、レーガン政権とシニア・ブッシュ政権が仕組んだ陥穽が「失われた20年」を生んだとする見方であり、確かにツジツマがあう面が幾つかあることは事実だと思うが、本論はこの種の陰謀論には与さない。

(註5) 朝日新聞社刊『朝日年鑑』昭和41年版の中の「国際経済への移行」の部分。

(註6) 読売新聞、1964年10月24日付け。朝日新聞、昭和1965年6月13日付け。

(註7) その財政出動は、当時文化生活の憧れであった日本住宅公団の公団住宅の大幅増設、東京大阪間しかなかった新幹線の大幅増設、幡ヶ谷羽田間しかなかった高速道路の大幅増設等の、目に見えるインフラ整備に使い、そのための赤字国債の発行は善であり、ケインズの乗数理論から見てもこれは何倍かになってGDPに効くという論理となった。

(註8) これ以下の株価になると銀行が担保としていた株式が不良債権化する境界線とされていた。

(註9) リチャード・クー著『マンデー・ミーティング・メモ』(2000年1月号)

(註10) 長命景気＝2012年11月～2018年10月の第16循環。史上2番目71ヶ月。日経平均株価は1万円台～2万4,000円台の2倍強。

(註11) 民主党内閣時代に白川日銀総裁は特別の方式で「包括緩和策」を実施していた。

ゼロ金利導入・5兆円規模の国債等買い入れ(2010年10月以降)である。「ゼロ金利」は1999年に小渕内閣・速水日銀総裁の時に導入されたという経緯があった。従来の景気回復への金融政策の常道は、公定歩合政策、預金準備率指導、及び公開市場操作の3つであったが、白川総裁は民主党政権時代に、財務省に国債を発行させて日銀がその国債を買い取って大量の通貨を市場に出すという、従来なかった「非伝統的方法」で大幅な金融緩和を遂行した「異次元緩和」であったが通常「異次元緩和」とは黒田総裁の2013年4月以降の政策の通称である。本論で本文中は「非伝統的方法」「異次元緩和」なる通称は避けて日銀総裁が言った言葉を用いる。

(註12) 2013年4月以降。「量的、且つ、質的緩和」であるから、通称「異次元緩和」と云った。

(註13) 国債等の資産買い入れ額を高める、及び、年金運用管理機構(GPIF)等の公的資金での株式比率を高める政策(2014年10月以降)。

(註14) 2014年4月から5%を8%に増税することを2013年10月に決定。2019年10月から8%を10%に増税すると2016年6月決定した。GDPの60%を占める消費に対して安倍内閣時代に消費税を2度増税して5%から10%にしたから当然にGDPは伸び悩み、デフレ脱却も安倍内閣時代には達成されなかった。

(註 15) 安倍政権は旧経企庁設定の景気動向指数を無視して「後退期」を1年3ヶ月過ぎても「緩やかな拡大基調」と2020年1月まで言い続けた。政権側はコロナ禍を奇禍として2020年7月に「2018年10月から後退」を追認したという遅きに失した。政権の思惑と支持率を気にするからであろう。NHKはこれを「総合的判断」とし、客観的な30系列の経済指標で構成される景気動向指数を「機械的判断」と言っている。NHK会長は総理大臣の任命、理事は総理の息のかかった会長の任命だから、どうしても政権のバイアスがかかるという可能性はありうると推定される。

(註 16) 4回の金融危機は①1965年、②1997年、③2003年、④2009年であり、5回目が2020年3月である。

(註 17) 安倍政権下の経済をアベノミクスと自称もし世上でもそう呼ばれていたから、安倍・菅時代を「アベスガノミクス」と市場用語等では云われた。

(註 18) 1992年6月号、114頁～141頁。

(註 19) 原文の一部を引用する。「かつて私たちが経験した『40年不況』の経験とその対処法は、今の日本経済が置かれている状況に多少なりとも役に立つところがあるのではないかと思う。(今の不況と40年不況とは性格が違うが)『40年不況』と共通する部分がかかなり多いと思う。当時も今も株式市場の異常な過熱状態から一転して株価が冷え込んだこと、及び株式市場そのものが危機に瀕している証券型不況であるとか、といった共通項が指摘できる。」

(註 20) 於、長野県軽井沢で自民党のセミナー、1992年8月30日。

(註 21) この経緯を景気循環学会及び日本経済学会は確認していて、高尾義一は「世界金融不況の中間報告」として高尾著『平成金融不況』中央公論社、1994年において株式変動を観察して手を打つ必要性を繰り返し主張し、「もし対応を誤れば」と何度も述べて大変な金融危機が起きうる可能性を示唆した。

(註 22) 1992年5月に当時旧経企庁調整局長吉富勝は「秋口から景気は回復する。資産デフレは実態経済に影響しない」と主張していた(1992年5月、『週刊東洋経済誌』)。株価動向を看過した場合には大きく景気見通しを誤った。旧経企庁が出している景気動向指数は明確に下降を示していた。景気動向指数の中で方向を見るDIが下降を明示しているにもかかわらず、量とレベルを示すCIの水準で見る限りは不況ではないという議論があり、「方向かレベルか」という議論を多くのメディアで展開され、官民エコノミストの景気論議が混迷した。

(註 23) 『経済白書』、287頁。「金融緩和を背景とする土地の転売や仮需的取引の活性化した、いわばバブル的が働いていることを示唆するものと思われる。」

(註 24) 『会社四季報』(東洋経済新報社、毎年2半期ごとに発刊)に上場各社の利益剰余金が公表されている、その合計。

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

はじめに

第5章で、景気循環ならびに株価景気先行性の視点の採否によって、政策結果が大きく違う6事例を挙げて検討した結果、国家の経済政策において株価景気先行性を重視することは、極めて重要であるという知見を得た。

本章では、この事例的検討から得た結果を分析、検討し、考察する。

前章で挙げた6事例を、本論第1章～第3章の景気循環論ならびに第4章の株価景気先行性との整合性を検討する。

第1節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を重視した

政策によって好い結果を生んだ4事例と本論との整合性の

検討

1. 1965年における佐藤内閣の事例と本論との整合性の検討

これはケインズの説く財政出動による需要喚起論の実践によった典型的な不況脱出策の事例であり、戦後日本の赤字国債発行によってなされた最初の事例であった。「均衡財政主義」から赤字国債を是認する「健全財政主義」へ転向することになった年でもあったが、その3年後の日本はGDPで世界2番目の国となったことは前章で既述したとおりである。

国家が経済に介入し財政出動で需要を喚起する必要性を説き、経済学者に論争を挑むことがケインズの主旨であった。市場に政府が介入して財政投資を行い需要を喚起する方策であり、これがケインズの説いた不況対策の根本になる。ヒックスはケインズの後継者の中の第一人者であり、ケインズがやり残した景気循環論を構築したが、その理論モデルの構成に使った2つの投資仮説の一方である乗数理論はケインズ発であった。

ケインズの乗数効果は、財政出動額が必ず1.0倍以上になってGDPに対して効くと池田内閣の政策担当ブレーン下村治が説明していた。(註1)

これを本章で検証する。

(消費・所得・最小消費・限界消費性向の文字 C 、 Y 、 C_0 、 C_1 は日本経済学会の基準に準拠した。)

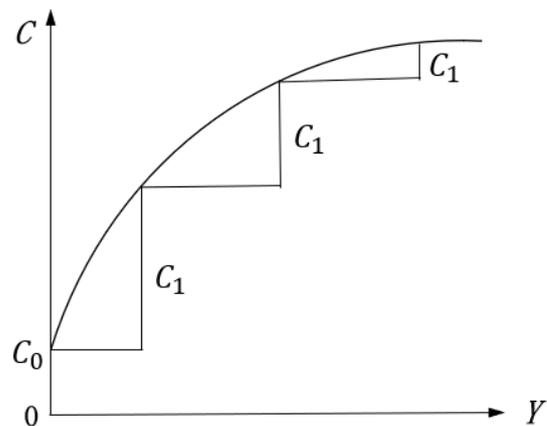
図 6-1 消費関数 ($C = C_0 + C_1Y$) の図

消費を C 、所得を Y とし、
最小消費を C_0 、限界消費性向を C_1
とする。

(限界消費性向は Y が 1 単位伸びた時に生ずる消費分であり、これは、経済規模 Y が拡大するにつれて小さくなる。

ここで、最終的には、 $0 < C_1 < 1$ であることを確認する。)

消費関数①が成立する。



筆者作成

$GDP = Y = C + I + G$ (内需のみで考察するから
輸出 X は捨象する。政府出動 G を問題にするゆえに I も捨象する)

$$Y = C + G$$

これに①を代入すると $Y = (C_0 + C_1Y) + G$ となり、
 C_0 は極小だから捨象して移行すると

$$Y - C_1Y = G \quad \text{—————②}$$

②は次のように変形されて「乗数」が出る。

$$Y(1 - C_1) = G$$

$$\therefore Y = \left(\frac{1}{1 - C_1} \right) G$$

この $\left(\frac{1}{1 - C_1} \right)$ を「ケインズの乗数」という。

ところで、当然に限界消費性向は、 $0 < C_1 < 1$ であるから
当然に $0 < (1 - C_1) < 1$

$$\therefore \left(\frac{1}{1 - C_1} \right) > 1 \text{ となる。}$$

この数式は本論第 2、3 章では述べていないが、

この $\left(\frac{1}{1 - C_1} \right)$ がケインズの不況脱出策の根幹になる「乗数」である。

投資が GDP の増加分に対応して増えるというヒックスの加速度原理及び「循環と成長との結合」を、第 3 章第 4 節の図 3 で示した通りに経済実勢に生じたことが GDP の推移と株価が 2.5 倍に上昇したことから確認された。

これを需要喚起策として GDP（当時は GNP（註 2））は、1965 年の 32 兆円から、1966 年 38 兆円、1967 年 44 兆円、1968 年 52 兆円、1969 年 62 兆円というように順調に伸びて、1970 年 73 兆円まで、1965 年比で 128% の伸びを示した。

これが、事例（1）と本論第 2 章～第 3 章との整合性の確認となる。

このことは日経平均株価が僅かな時間差で先行し 148% の上昇をもって示した。これは、事例（1）と本論第 4 章との整合性の確認となる。

株価の景気先行性は第 4 章で検証し（30 回／32 回）即ち約 94% の確からしきで言えるとした。故に今後は原則として、日経平均株価の推移によって政策効果を見て行くことにする。

池田内閣の「所得倍増政策」の始動時の日経平均株価の 1,200 円を「死守」しようとしたが（註 3）、1965 年は 1,200 円ラインを割り込んだ株価動向を見て佐藤政権は直ちに大型の財政出動を執行した。これに対して株式市場は反応して政策効果の現れる 4 ヶ月前から先行して上昇開始し株価が約 2 倍半になるまで上昇した。日本経済は「いざなぎ景気」と称する 57 ヶ月間の史上最長の景気を形成した。株価の長期上昇の終焉は第 6 循環の景気の「山」より 3 ヶ月先行して大天井と付けた下降線に入った。このように、事例（1）は、好景気の始動点より 4 ヶ月先行して上昇に移り、景気の「山」より 3 ヶ月先行して下降趨勢に入って、株価は景気先行性を示した。これをもって事例（1）と本論第 2 章～3 章との整合性を確認でき、ならびに第 4 章の株価景気先行性の確認をできた。

図 6-2 株価景気先行性を示す図 (1960 年～1970 年)



罫線作成の基準に準拠して東証公表の日経平均株価より筆者作成

佐藤内閣は日経平均株価が「死守ライン」を割った事実を見て戦後初のケインズ政策を執行し、株価は、第 5 景気循環の始動点 1965 年 11 月に 4 ヶ月先行して 7 月から長期上昇に移った、第 5 景気循環の始動期に 4 ヶ月先行しての株価上は昇反転した。

2. 1995 年村山内閣、98 年小渕内閣による財政出動と本論との整合性の検討

1930 年代の大恐慌の時に為政者も官僚も国民全般が学んだことと言えば、それは金融政策だけでは効かない時こそ財政政策の出番だということであった。

金融政策による立て直しには限度があり、財政出動が必要だということを村山・小渕内閣は大蔵官僚に説き、本質的に赤字財政を嫌う筈の大蔵官僚もこれに同意し赤字国債を発行して財政出動を遂行した。その結果は経済社会の森羅万象全てを織り込む筈の日経平均株価が表している。(図 3) で示す左側の平

行四辺形が村山内閣の事例、右の平行四辺形が小渕内閣の事例とその結果の表れである。

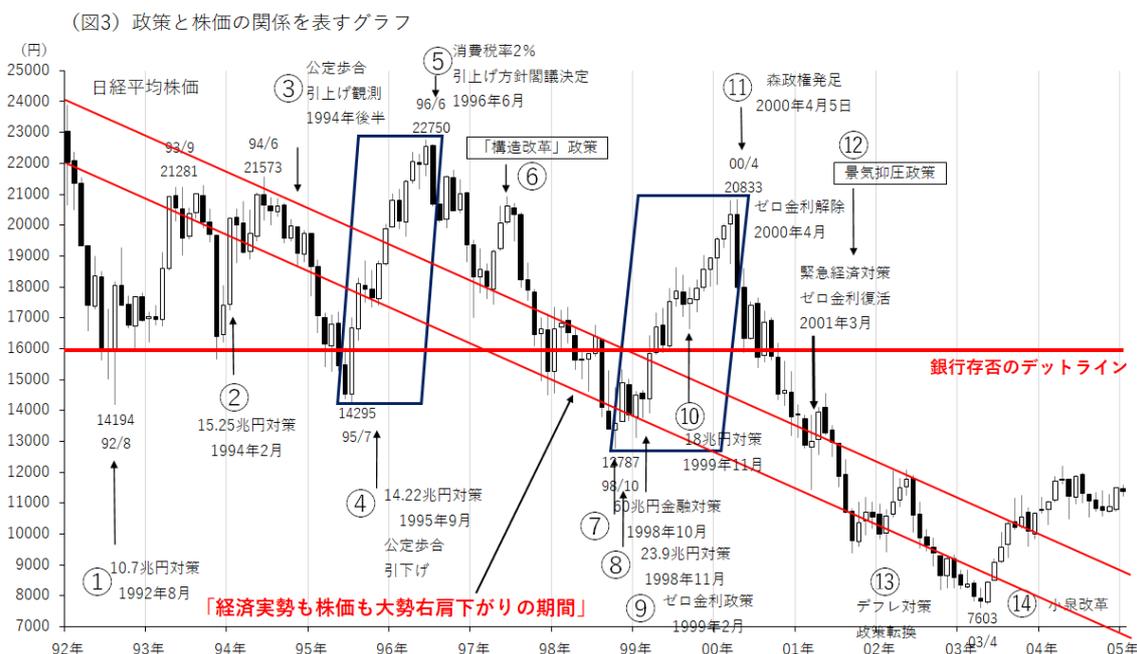
ヒックスが成長と景気循環を組み合わせた景気循環理論を構成し、それは投資量決定に関する2つの仮説（加速度原理と乗数理論）が主力となっているが、今回のケースは、民間の投資から生ずる加速度原理の結果を待てずに、政府が財政出動によって需要喚起を促したものである。

（図3）の平行四辺形は「失われた13年」の右肩下がりの傾向の中で、ケインズの乗数理論の実践による経済効果の発現を株価動向が僅かに先取りして現れたことが示される図である。

左の平行四辺形部分が村山内閣のケースであり、右の平行四辺形部分が小渕内閣のケースである。銀行存否のデッドラインを2回クリアして小康状態ながら一応の安定を形成したという点を注視する。

この政策がなければ右肩下がりの経済実勢はさらに悪化し、1997年～1998年のアジア金融危機状態から日本が大きな影響を受けた可能性があったであろう。銀行に不良債権山積みという深い病巣が厳存している限り、一時的な回復ではあったが、（図3）の程度で済んだということを株価が素直に示していた。

図 6-3 政策と株価の関係を表す図



出所: 日本経済新聞の財政出動発表記事と東証の日経平均株価から罫線作成の基準に準拠して筆者作成。

3. 2003年における銀行への公的資金の半強制的注入と本論との整合性の検討

小泉内閣は、日経平均株価が銀行存否のデッドラインとされてきた1万6,000円を2000年春以降に深く割り込み恐慌状態に陥る事態を株価が示唆したことを見て取り、公的資金の半強制的注入を執行して不良債権不況を脱した事例である。

これは所謂「小泉・竹中プラン」と言われたハードランニングが施行された「失われた13年」の処理方法であり、これによって「失われた13年」を明確に脱した。

概ねは、金融恐慌に近い状態が回復する契機は政策による。その政策執行者が株価動向を見て早く決断するかしないかによって、金融恐慌的状态が長いかわるか、深いかわるか浅いかわるかが決まる。2003年春は金融恐慌的状态であり、2003年春は本論が言う金融危機状態であった。この時、平均株価は解散価値の0.8倍しかなかった。(註4)

本論では、普通の景気収縮期と金融危機状態とを、株価と解散価値との比較で区別するが、因みにこの区別は、類似タイトル先行論文にはない(註5)。

個々の銘柄では、株価が当該企業の解散価値未満になる事態は時々生ずる。しかし、日経平均に採用されている全企業の平均株価が解散価値に満たないとすると金融危機の状態、つまり恐慌状態である。この状態はこの半世紀強（1965年～2020年）で2020年3月を含めて5回生じたが、政策の的確さによって極めて短期間で済んだ。その中の最も長期間続いたものが「失われた13年」と言われる、不良債権不況の終わりに近い2003年の春であった。

2000年春以降、約3年で平均株価が半分以下になった事実は、2000年春を頂点としたITバブルの反動安もあったが、深層は不良債権山積みで銀行が機能不全に陥っていたからである。

図6-4 公的資金を注入して不良債権問題を解決した時点を示す図



日本経済新聞社作成のものへ筆者が赤字と赤線で加筆。

史上最高値から約5分の1にまで下降した株価の長期下降動向が、公的資金注入時点から上方へ反転し、約2倍半にまで上昇した。

宮澤はこれを1992年夏に発案したが大蔵官僚に止められて引き延ばし政策に転じた事例が既述の第5章第2節(1)であった。

日経平均は銀行存否のデッドラインとされた1万6,000円を超えて1万8,000円台まで上昇した、所謂「小泉相場」であり、景気循環は6年間の長期好景気を形成し第14循環を形成した。

小泉・竹中は、ヒックスの説く循環と成長との結合による景気循環論を想定していたと推定される。小泉は「改革なければ成長なし」を連発して郵政民営化を主張していた。

小泉・竹中両人も官僚も、ケインズの財政出動論を承知していたと同時に、ヒックスの説く「GDP 増加率に応じて投資が増加すること」を景気上昇要因とする加速度原理を実現させるためには、それは銀行の不良債権を処理して融資能力を機能させることにあると考え公的資金注入をもってこれを早期実現させようとした。

ヒックスの景気循環論の、「景気は成長しながら循環する」という命題が顕著に示されることになる。本論第3章第4節で掲載した(図3)で示すとおりである。

循環は成長を伴うから「改革なくして成長なし」と小泉は反復して主張していた。投資はGDPの増分に応じて発生するという仮説(加速度原理)から構成される景気循環論から言えば、成長と循環とは一体である。第3章第4節

(1)の図3のとおりである。

小泉が、繰り返し主張したとおり、2003年GDPの523兆円に対して2004年のGDPは529兆円となり、2008年発生のリーマンショックまでは順調に進んだが2009年はリーマンショックという海外要因でGDPは429兆円に沈んだ。

日経平均株価はこの公的資金の注入を契機として上方へ反転し2.4倍にまで「改革による成長」を買って上進した。

この「郵政改革による成長期待相場」が大天井を迎えた契機は、アメリカ発の不動産債券(サブプライム債券)のバブル崩壊の予兆が仏パリバ銀行に出たという2007年8月のニュースが契機となった。このサブプライム債券バブルの崩壊が、FRB元議長グリーン・スパンが「100年に1度」と議会証言したリーマンショックの契機となった。

図 6-5 公的資金注入時の図



東証発表の日経平均株価より罫線作成の基準に準拠して筆者作成。

公的資金を注入し経済を立て直そうとした、株価動向がそれに反応して2.4倍になったことを示す図である。

景気動向指数研究会（旧経企庁内の組織）は1987年の経済指標改定で株価指数を景気先行指標から削除したが、2000年の景気動向指数研究会で株価を景気先行指標に復帰させた。株価の景気先行性の重要性を、村山・小渕内閣が認識して財政出動を遂行した時点より後であった。日経平均の投資信託であるETFが成立したのは竹中金融庁長官の時代であった。竹中平蔵は日経平均投信が経済を象徴し経済実勢を先取りするものである旨を承知していたし、これを重視した言動は時々あった（註6）。

4. 景気後退を食い止めた安倍内閣の「異次元緩和」政策と本論との整合性の検討

安倍内閣発足の直後に就任した黒田日銀総裁は、前任者の遂行した「非伝統的方法（註7）」を引き継ぎ、「異次元緩和」と呼ばれる方式で大幅な金融緩和を遂行した。この政策は、資産価格に貧富の差を拡大させたという副作用は生

じたが、金融危機に陥りかけた景気収縮期を短時間で脱し、70円台半ばになっていた円ドル為替相場を125円まで下降させ、輸出立国の日本経済を大いに活性化させた。

これは所謂「清滝理論（註8）」によるものであり、この理論がリーマンショックの衝撃から世界経済を落ち着かせたという実績を果たしたことは事実である。日銀総裁はこれを熟知していたと思われるが、民主党政権時代の株式市場の異常低迷を見ていた結果の判断であったことは当時の白川総裁の言から窺われる（註9）。

第4章第3節の表2から明らかな通り、第15循環の「山」から「谷」まで8ヶ月で済ませ得た。

図6-6 日経平均株価推移 1989年～2020年4月



日経平均株価より罫線作成基準に準拠して筆者作成

株価は安倍内閣の金融政策の効果が現れる前に景気先行性を示して上昇し始めた図である。

第16循環の始動点2012年11月に対して株価動向は12年6月からの上昇であり、5ヶ月の景気先行性を示した(註10)。

2012年11月には景気収縮期を脱して2018年10月の「後退期」入りまでの長景気を作った。企業は創業以来の経常利益を5年続けた。企業の利益剰余金は200兆円から480兆円に増え、日経平均株価はこれに反応して2.8倍になった。

第2節 「景気循環」、「株価景気先行性」という視点を軽視看過して悪い結果を生んだ2事例の結果と本論との整合性の検討

1. 1992年の公的資金注入策の先延ばしの事例と本論との整合性の検討

1992年春の銀行株の一斉暴落を不良債権不況の予兆シグナルと観た宮澤の公的資金注入政策を止めさせて「失われた13年」に導いた旧大蔵省官僚の事例である。

平成に入ってから長い不況と右肩下がりの経済の本質は、バブル崩壊による銀行の不良債権山積みに起因する銀行機能の喪失であり、金融経済面の悪化が実体経済に反映して実体経済悪化が金融経済面に波及するという悪循環を繰り返したことであった。

宮澤元首相が出した公的資金注入の処理案を、「先延ばし政策」で封じて「失われた13年」に導いた大蔵官僚の失敗例をみれば、第3章で吟味した「ヒックスの加速度原理の消滅」と第4章で検証した「株価の景気先行性」とを、宮澤と大蔵官僚は看過していたと言える。

宮澤が1992年春の銀行株一斉暴落から、資本主義経済の動脈が止まるというところを見て公的資金注入を主張したことは適切な判断であった。

2003年4月に最後の公的資金注入を、りそな銀行に半強制的に行って不良債権不況の闇を抜けたが、公的資金での援助を宮澤提案の1992年に実行しておけば、そこまで不良債権不況を続けなくても済んだはずであった。

ここで、株価の景気先行性を見ての宮澤の判断は正しかったことを本論第4章の株価景気先行性の検証を見て確認できる。(註11)

株価の大暴落を見て銀行が窮地に陥ることを予測した宮澤は、景気の第11循環の「山」を1991年2月に越えた後であり、株価が景気に先行することを旧経企庁の景気動向指数によって分かっていたと推定できる。

2003年春、銀行へ公的資金を注入し、所謂「小泉竹中ラインのハードランディング」をもって不良債権処理は一応の処理を終えた時は、宮澤が株価の景気先行性を見て公的資金注入を言い出してから10年半の後であった。株価の景気先行性を看過して金融政策を先送りし、先延ばし政策を執行させた大蔵官僚の提案は日本の金融危機として現れた。

ケインズは財政出動による需要喚起策を論じてから10年後に62歳で死亡し、景気循環には一切触れていない(註12)。

景気循環理論が近代経済学の理論となって体系づけられたのはケインズより後のことであるが、宮澤がケインズ没後に出たヒックスの景気循環論の道筋(註13)を熟知していたことは、彼の大蔵官僚時代の言動から推測できる。

1950年代の初頭、宮澤は、時の蔵相池田勇人と野村證券社長奥村綱雄と共にGHQへ日参し、国民大衆の資金を投資として産業界に導入すべく投資信託の設立を説いて実現させることに努力した大蔵官僚であった等という事実からの推測である。

投資はGDPの増分に応じて伸びるという仮説(加速度原理)によるヒックスの景気理論によれば、GDPの伸びが止まれば投資は止まり景気は「山」を付けて反転すること」を株価、特に銀行株が先行して下降していたことから見てとって宮澤は不良債権不況の到来を止める為の公的資金投入を提案しようとしたのである。

本論がヒックスの理論を採る理由は、第2章の「はじめに」にて述べたとおりである。

宮澤が株価の景気先行性を見て下した的確な判断は、大蔵官僚の「当面の金融政策の方針」という先延ばし政策で実行できなかった、その結果は次のようになり、日本は金融危機に陥った(註14)。

この政策失敗の経緯は、後年、日本経済新聞社が膨大な取材と綿密な跡づけ作業で「犯意なきあやまち一道を誤った日本経済」として詳細に検証し、全てを開示した(註15)。

2. バブル消滅後の過剰引締め策と本論との整合性の検討

三重野日銀元総裁が、株価景気先行性の含意に則らずバブル鎮静後も過剰引締めを反復強行して「失われた13年」をもたらせた事例である。

株価は1990年の10月には前年の高値の概ね半分になり、3年半前の状態になって、少なくとも株価のバブルは消えた。一方、都心の地価は5分の1になり、不動産バブルも消える方向に動いた。

1990年代初頭に日銀が行った、結果的に見ればオーバーキルは本論第4章で示した株価の景気先行性の検証をわきまえていれば十分に防げたことである。

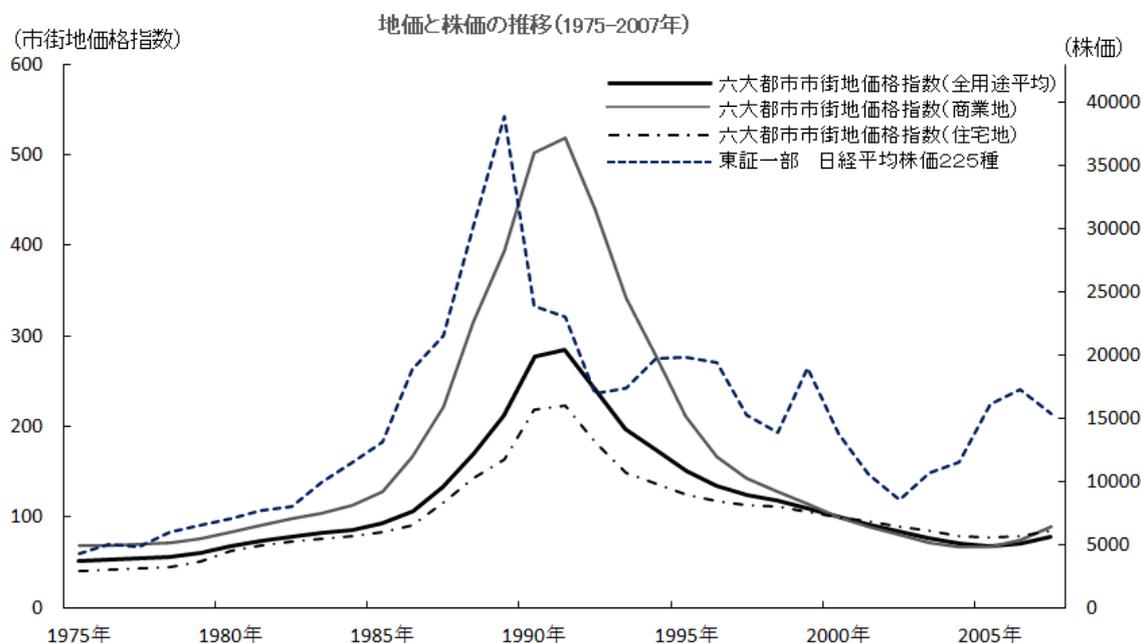
1992年春の銀行株の暴落が平成金融不況の予兆であったことは、宮澤はそれを予見したが、戦後の第11回目の景気循環の「山」を1991年2月に終えていたのであった。それを1990年1月からの暴落をもって株価は予兆シグナルと市場から送っていた。

株価と不動産価格の異常高騰が連年続いたにも関わらず金融緩和を続けたという日銀の「第1のミス」と、金融引き締めによって早期にバブル鎮静したにも関わらず過度の金融引き締めを以て不動産価格の暴落を惹起して銀行の担保を不良債権化させ、不良債権不況として「失われた13年」を作った日銀の「第2のミス」の両面を示すものとして株価の推移と不動産価格の推移を（図7）にて掲載する。

株価の異常高騰とは何を以て「異常」とするかは、株式時価総額がGDPの120%超が続いた時とする。この指標は米国投資家で世界1の規模を長期間維持するウォーレン・バフェットの「バフェット指数」が先進諸国通例の指標とされているし日本でも該当してきた事実から言うものとする。また1株あたり利純益の60倍もの株価（PERが60倍）が続いたことは世界先進国の中でも例外中の例外であった。

不動産の異常高騰とは何を以て測るかといえば、所謂「土地神話」が戦後直後から第1次オイルショックまで続いた期間の高騰率を上回ることが連年続き、収益還元法による計測から見て理に合わない価格での取引が広く且つ継続的に行われていることをもってする。

図 6-7 地価と株価のバブル形成とバブル鎮静の図



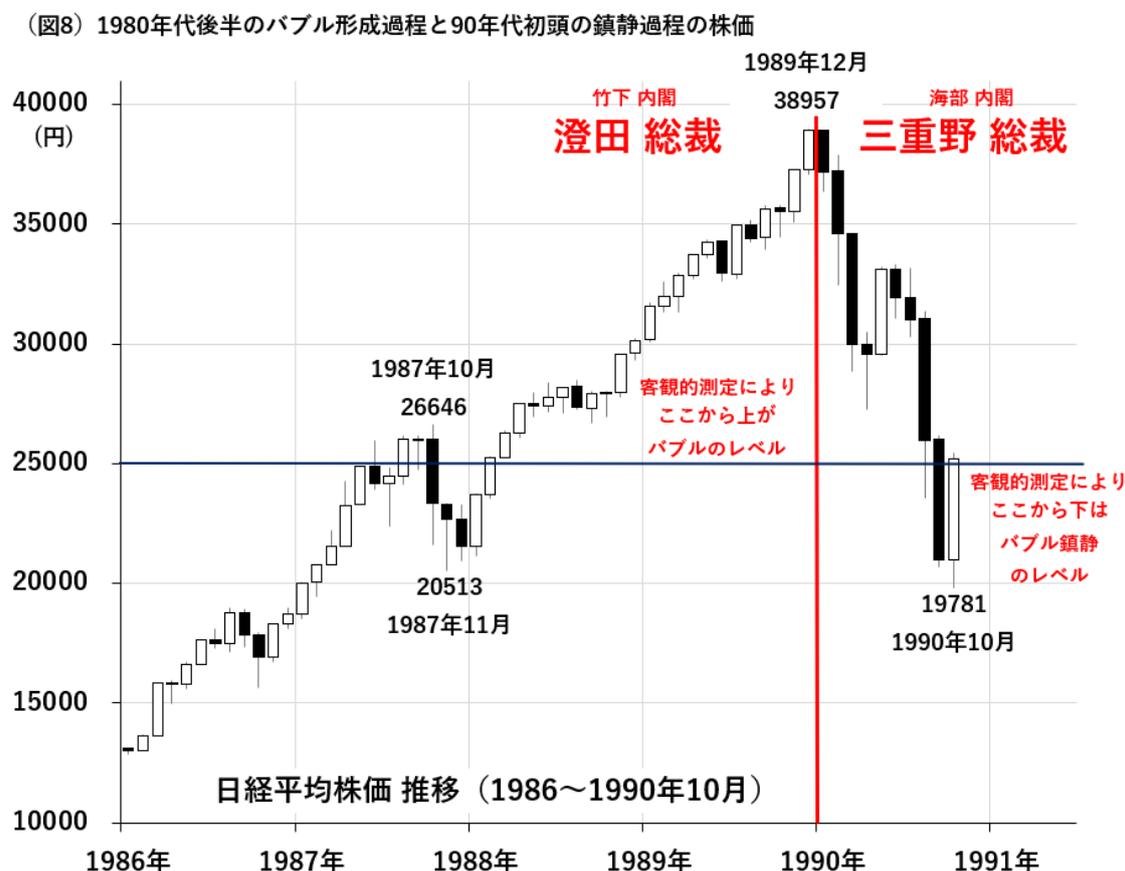
株価は東証発表の日経平均株価、市街地価格指数は一般財団法人日本不動産研究所の発表したものから筆者作成

バブル過程でも金融感を継続した竹下内閣・澄田のミス、バブル鎮静しても金融引き締めを継続した海部内閣・三重野のミスを表す株価推移は次の(図8)のような株価推移になる。

企業分析的価値から計測する理論的株価は、税引き純利益を発行株数で割った1株当たりの純利益に対して株価が何倍しているかを示すPER (Price Earnings Ratio) と1株当たり純資産から見るPBR (Price Book value Ratio)、及び成長率であるが、1987年以降はPERもPBRも先進諸国平均の2倍以上のレベルで大量に取引されていた(註16)。

1989年8月に発刊された旧経企庁『経済白書』には、不動産にバブルの傾向があると明記して警告を発していたが、澄田は、物価がインフレでないからという理由で金融緩和を継続した。時系列から言えばこれが「第1のミス」であった。

図 6-8 1980 年代後半の株式バブル形成過程とバブル鎮静過程とその後の株価の図（日経平均株価 1986 年～1990 年）



罫線作成の規定に準拠して筆者作成。客観的計測とは、GDP に対する株式時価総額の比率及び PER、PBR が、先進諸国の高値時平均の 2 倍を超えていることをもって言う。

(図 8) は、株価が長期継続して続騰し、株価が客観的な諸係数 (註 17) から見て世界先進諸国の高値時平均レベルの何倍にもなっているなどという現象にもかかわらず、物価が上昇してないから金融緩和は継続すると言って緩和継続した澄田と、不動産価格も株価もバブルは沈静化しているにも関わらず過剰引締めを続行した三重野の事例である。

1980 年代後半のバブル発生とその発展過程では日銀澄田総裁は、不動産と株式の続騰を見ながらも物価にインフレは生じてないからという理由で金融緩和を続行した。これが、史上最大のバブルを生む源になった。時系列で言えば、これが第 1 のミスであった。

1989 年 8 月発行の旧経企庁の『経済白書』には「不動産と株式にバブルの兆候が見られる」と一言、警告を発していた (註 18)。その時期における株価は、

1987年10月の所謂ブラックマンデーによる中間反落後の上昇第2波動の未だ約6合目のレベルであった。

後日に明らかになったことではあるが、米大手証券銀行ゴールドマンサックスとモルガンスタンレーは、このころから日経平均採用銘柄の先安を見込んで、カラ売りを大量に仕掛けていた。つまり米大手証券銀行は日本株を異常高と見ていたのである（註19）。

結びにかえて

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いう知見を前章で得たが、前章で挙げた6事例を、本論で確認してきた景気循環論ならびに本論で検証した株価景気先行性との整合性を、本章で確かめることができたと思う。

本章では、佐藤内閣の事例において、景気循環は経済成長と結合することをヒックスの理論モデルから示し、景気後退過程ではヒックスの加速度原理が消滅することを宮澤内閣の事例で説明し、上昇過程では財政出動によって乗数理論が生きてくることを佐藤内閣と村山・小渕内閣の事例で整合性を明らかにした。第1章～第3章の景気循環論において、乗数効果を述べたが本章で佐藤内閣の事例で乗数効果の論証をして、その効果を示した。

6事例とも株価景気先行性を重視したか否かによることは、6事例の都度述べてきた。株価重視した宮澤の発案を大蔵官僚が止めたという事実を株価景気先行性の看過による先延ばし政策の例とした。また、バブル鎮静化のあとのオーバーキルの失政は、三重野本人が株価のことを再三テレビで触れていながら遂行した事実があった。平成バブル形成の過程での金融緩和の継続という失政は澄田元総裁自身が、「（不動産と株式については無関係に）、諸物価がインフレでないから金融引き締めはしない」と公言していたことから、株価景気先行性を看過していたと言える。この2事例の後遺症はその後も長く日本経済に停滞をもたらした。平成時代以降の株価は長期的にその事実を先見していたと言えよう（註20）。

第6章 註

(註1) 1960年代の池田内閣による所得倍增政策の理論的支柱となったブレーンの下村治が閣議その他で述べている。

(註2) 1992年までは、日本国籍(nationality)を有する者が1年間に産んだ付加価値の合計をGNPといい、1993年以降は国籍に関わらず日本国内(domestic)で1年間に産んだ付加価値の合計をGDPというようになった。

(註3) 1964年後半から1965年にかけて1,200円防衛が危うくなったので政府は時の四大証券に呼びかけて日本共同証券なる株式買取機構を作らせて1,200円を防衛した。しかし、1965年早々に再び危うくなったため証券保有組合なる機構を設けて1,200円を防衛しようとした。それにも関わらず遂に1,200円を深く割り込み、経済実勢は恐慌状態に近づいた。これが「昭和40年恐慌」と呼ばれたものであった。

(註4) 企業の総資産から総負債を差し引くと純資産が残る。その純資産を当該企業の発行株数で割ると当該企業の1株当たり純資産(即ち解散価値)が算出される。平均株価が解散価値の0.8倍にしかならない時に株式市場は存続価値が疑問となろう。

(註5) 1990年1月～2020年12月の景気循環学会等における類似タイトルの先行論文102本の中にはない。

(註6) 株価低迷時の最安値近辺の頃、時の金融庁長官竹中が「私がETFを買いたいぐらいです」とNHKで話し物議を醸したこともあった。

(註7) 景気後退期か収縮期の金融政策の常道は、金利政策、窓口指導、及び公開市場操作の3つであるが、白川総裁は民主党政権時代に、従来なかった日銀が大量の通貨を市場に出すという「非伝統的方法」で大幅な金融緩和を遂行して「異次元緩和」と呼ばれた。

(註8) 米プリンストン大学の日本人教授清滝信宏の理論であり、これが2008年米国発のリーマンショックによる世界的金融危機から世界を救った理論になった。

(註9) 白川は「金融を超緩和をすることによって(株価が立ち直って景気が立ち直る、という)時間を買ったのです」とNHKテレビニュースで語った。

(註10) 第4章第3節に掲載した表2の21行目

(註11) 第4章第3節に掲載した表2において、景気循環の動向変化(DIの基準日)と株価動向変化時期との検証表から言えば、宮澤は第11循環の山までを見ていた筈であった。

(註12) ケインズは『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第22章に「景気循環に関する覚書」という20頁の小論があるが、これは恐慌の予測に関する考察であり景気循環論ではない。

(註13) 第3章第3節の図3-2における「玉突台の理論」

(註14) 「当面の金融政策の方針」が出された2年後に東京協和・安全信組が破綻、1997年11月に北海道拓殖銀行という大手都銀が破綻、同年同月に四大証券の1つだった山一証券が3.5兆円という史上最大の負債で破綻、同年同月に5番目の大手証券だった三洋証券が破綻、1998年10月に日本長期信用銀行が破綻し特別法によって一時国有化され2000年に中央三井信託銀行グループ他との競争入札の末に米国の企業再生ファンドのリプルウッドや他国の銀行から組成される投資組合に10億円で売却された結果、新

生銀行として新たな銀行に移行した。この銀行は長期割引債券を発行する発券銀行であったから日銀に次ぐ地位であった。

山一証券は 3 兆 5,000 億円という戦後最大の破産である。日本債権銀行はこれも日本長期信用銀行と同じく債券を発行する発券銀行であり日銀に次ぐ地位であったが、1998 年 12 月に 3 兆 2,000 億円の不良債権で金融再生法による特別公的管理になって破綻した。当時 5 番目の証券会社だった三洋証券は 3,730 億円の会社更生法によって終わった。このようにまさしく、金融危機の様相を呈した。

(註 15) 日経新聞社編『犯意なき過ち—検証バブル』日経新聞社、2000 年

(註 16) 株式市場がそのような状態にあるときは、その異常状態が正当化される理屈が付くものであり、エコノミストもアナリストも概ねの投資家もその理屈を受け入れるものである。ガルブレイスは著書“*A SHORT HISTORY OF FINANCIAL EUPHORIA: Financial Genius is Before the Fall*”、鈴木哲太郎訳『バブルの物語』ダイヤモンド社、1991 年、において、これを「頭脳に極度の変調をもたらす陶酔的熱病」と言った。

(註 17) GDP に対する株式時価総額の比率及び PER、PBR。

(註 18) 旧経企庁『経済白書』昭和 63 年版、278 頁、「金融緩和を背景とする土地の転売や仮需的取引—筆者註：近い将来の値上がりを目論んで転売するために買うことが活性化した、いわばバブル的要素が働いたと示唆するものとみられる。」

(註 19) 1980 年代後半の日本現代史上の最大バブル形成を放置した金融政策の事例とバブル鎮静後もオーバーキルを続けて不良債権不況を長引かせた事例および 1992 年夏の公的資金注入先延ばし政策の影響とを一括して総括すれば次のように言えよう。第 2 節における事例 (1) (2) は、これらの影響は日本経済に長期継続した停滞をもたらせた。

1980 年代後半、特に 1989 年を頂点として、日本の GDP の世界におけるシェアは 18% (2021 年現在は 6%)、日本は世界最大の対外資産の保有国、日本の株式時価総額は NY とロンドンを合計したよりも大きかった。1989 年では国土の評価額はアメリカ全土の 4 倍、株式時価総額を銘柄別に言えば世界のベスト 10 の中の 7 銘柄が日本株であった。今は世界 30 位の中に 1 社もない。

一方、従業員の給料は 1990 年から 30 年間概ね横ばいである。G7 の中でも最も伸び率が低く、一人当たり GDP は韓国より低い。

30 年間の株価推移は、経済社会現象の全てを現象面として表す。1989 年末の株価とそこから 32 年経過した後の 2021 年現在の最高値を比べてみても 2021 年の最高値は 32 年前の最高値の約 78% に過ぎない。ドル換算で見た場合を考えても 1989 年のドルが 145 円で現在が 115 円近傍とすれば 32 年後の高値と比べて、3 万 8,915 円 × (115/145) ≒ 3 万 800 円となる。これが日本の最盛時から 32 年後の株価の最高値 (2021 年 2 月と 9 月の 3 万 700 円) の状態である。

「32 年間の日経平均株価は横ばいだった」ということになる。日本の現代史上最大のバブルを 1980 年代後半につくってしまったことと、そのバブルの後始末がオーバーキルだったことは日本の経済・社会に大きな傷を残した。そして株価景気先行性から見た不良債権一括処理案を先延ばしした行政は、それを決定的なものにした。株価の長期的趨勢はそれを物語るものと言わねばならない。即ち、株価景気先行性は、30 年間にわたる日本経済の長期的停滞を先行して表していたと見なければならぬであろう。

(註 20) 地政学上の見地から説く見方もあるが、本論ではこれには与さない。1980 年代後半、アメリカは日本を追尾国と見做し、世界の 17% の GDP シェアを占める日本を経済大国の地位から追い落とそうという策謀を巡らせたという見方である。当時の日本は、アメリカを被追尾国と思わせても無理からぬような勢いが短期間ながらあったことは事実である。世界 1 の上場株式時価総額・世界 1 の外貨準備高・米大陸の 4 倍の国土価格及び対外企業活動において、そう思われても無理からぬ点は確かにあった。日本にはアメリカを追い越して世界覇権を握ろうという意図はなかったが、それを巧妙な偽装と見做したシニア・ブッシュは来日した時、米自動車メーカーのビッグ 3 の社長を同行させ日本の自動車業界に圧力を掛けたりもした。

終章

本論はまず、景気循環の問題について、経済史の観察から立論された各種の景気周期説と、理論モデルから構築された景気循環論との2つの視点から考察した。次にそれに基づいて、景気循環の存在を確認し、さらに景気動向指数と日経平均株価の動向の関連性を分析し、株価景気先行性、すなわち株価の変動は景気の動向に先だって現れることを明らかにした。

それらを検証する過程で、株価の景気先行性を重視することが、国家の経済政策において極めて重要なのではないかと考えるに至り、その先行性に対する姿勢をめぐって異なる政策を採った6件の事例を選定して、それぞれの景気循環論及び株価景気先行性との整合性を確認した。

こうして、株価景気先行性を重視した場合と、看過或いは無視した場合との違いを比較考量することで得られた知見は、株価景気先行性を重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ことであった。

さて、もう一点、株価が景気循環に先行することを検証して行く過程で知り得たことに触れておきたい。

戦後16回の景気循環の中に16回の景気収縮期があったが、その中で5回については単なる景気収縮期ではなく恐慌状態が生じた。

その恐慌状態に共通する特色は、株価の平均価格が企業の解散価値の平均値の0.8掛けより低くなるということである。

つまり、企業の保有する純資産を当該企業の発行株数で除すると1株当たりの純資産が算出される。

株価と純資産との比率PBRが0.8より少なくなる現象、即ち「 $PBR \leq 0.8$ 」が生ずると企業に出資する者がいなくなるという理屈になり資本主義体制にとって由々しき事態になる。

その状況を本論では金融危機と言ってきた。

それは戦後にあった他の11回の景気収縮期と異なり、大手銀行や大手証券会社が破綻したり、その時点における史上最大の負債を抱えての倒産が起きたりするという現象を招いた。

経済政策担当者はその状況を脱するために金融政策または財政政策、或いは両政策協働という強い政策を以てこれを乗り切ってきた。その結果、金融危機は普通の景気収縮期として落ち着き、やがては回復期を迎え拡大期を迎えた。それらから為政者と国民は金融危機の時は耐え忍べば良いという知恵と忍耐力を戦後の景気循環史に学ぶべきだということ、過去5回の金融危機の事例を見れば恐慌状態が短期間ながら起き得るが、金融政策・財政政策により1年間で

危機状態を脱し、普通の景気収縮期の「谷」を迎え、やがて「回復期」を迎えることになるということを改めて確認した。

さて、最後に今後の課題について述べておきたい。

それは、景気に先行する指標で信用できる指標が株価であることを確認したが、その株価に先行する指標となるものはないか、ということである。

例えば、LME 銅と言われるロンドン金属取引所の銅価格が時々株価よりも先行することに関心を持ったが、LME 銅価格の株価に対する先行性はどの程度の確定性があるのか実証されていない。また、日銀の発表する日銀短観と呼ばれる経営者の短期経済見通しも株価に遅行することもあったが先行して現象することもあった（註1）。

また、市場用語で「恐怖指数」と呼ばれる VIX 指数も株式市場内部要因としては株価変動に先行することが多かった。

そこで筆者としては、これらを勘案して、株価に先行する指標として LME 銅価格・日銀短観・VIX 指数のように先行性の確定性が実証されていない単体ではなく、できれば旧経企庁が策定したような信憑性ある指標の加工統計の創出を試みたいと考えている。

この課題については、いずれ機会を見て論じたいと思う。

（註1）一例を挙げれば、日銀短観は平成金融不況の端緒となった 1990 年初日からの大暴落を 89 年 11 月に、株価に先行して表していた。

参考文献

著者・編者 50 音順：

- 朝日新聞社編『朝日年鑑・昭和 41 年版』朝日新聞社、1966 年。
- Adam Smith 著、水田洋監・杉山忠平訳 “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*”、1776 年 William Strahan, Thomas Cadell。
- アダム・スミス著、大内兵衛・松川七郎訳『諸国民の富』岩波書店、1962 年。
- Alan Greenspan 著、斎藤聖美訳『リスク、人間の本性、経済予測の未来』
“*Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*”、2014 年、日本経済新聞出版、2015 年。
- Alan Greenspan 著、山岡洋一・高遠裕子訳 “*The Age of Turbulence: Adventures in a New World*” Penguin Press、2007 年。
- 伊藤光春『ケインズ』岩波書店、1962 年。
- 牛島利明著『日本経済史』慶應義塾大学出版株式会社、2009 年。
- 小野善康著『景気と経済政策』岩波書店、1998 年。
- 氣賀健三著『社会的進歩の原理』塙書房、1956 年。
- 岸宜仁著『賢人たちの誤算—検証バブル経済』日本経済新聞出版、1994 年。
- 岸宜仁著『経済白書物語』文藝春秋、1999 年。
- 景気循環学会編『景気とサイクル』景気循環学会、年 2 回毎号。
- Gary S. Becker & Guity Nashat Becker 著 “*The Economics of Life*”、1997 年。
- ゲーリー・S・ベッカー&ギティ・N・ベッカー著、鞍谷雅敏・岡田滋行訳『ベッカー教授の経済学ではこう考える 教育・結婚から税金・通貨問題まで』東洋経済新報社、1998 年。
- 篠原三代平著『経済大国の盛衰』東洋経済新報社、1982 年。
- 篠原三代平著『戦後 50 年の景気循環—日本経済のダイナミズムを探る』日本経済新聞出版、1994 年。
- Joseph A. Schumpete 著、塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 “*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung.*” 2. Aufl. 1926 『経済発展の理論』岩波書店、1998 年。
- John Kenneth Galbraith 著、鈴木哲太郎訳 “*A Short History of Financial Euphoria—Financial Genius is Before the Fall*” Whittle Direct Books, Tennessee, U. S. A、1990 年『バブルの物語 暴落の前に天才がいる』ダイヤモンド社、1991 年。
- John Richard Hicks 著、古谷弘訳 “*A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*” The Clarendon Press in the University of Oxford、1950 年。

- J. R. ヒックス著、古谷弘訳『景気循環論』岩波現代叢書、1951年。
- John Maynard Keynes 著、塩野谷祐一訳 “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”、THE COLLECTED WRITINGS OF JOHN MAYNARD KEYNES Volume VII”、1973年。
- J. M. ケインズ著、塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1995年。
- 白川一郎著『景気循環の演出者—日本の経済政策を考える』丸善、1995年。
- 高橋乗宣著『「経済白書」で読む奇跡の50年』日本実業出版社、1995年。
- 高橋毅夫著『景気予測の話』東洋経済新報社、1982年。
- 中村丈夫著『コンドラチェフ景気波動論』叢書、1987年。
- 那須正彦著『実務家ケインズ—ケインズ経済学形成の背景』中央公論社、1995年。
- 日本経済学会編『春季秋季大会報告要旨集』日本経済学会、毎回号。
- マックス・ウェーバー著、大塚久雄訳 “*Die protestantische Ethik und der 'Geist' des Kapitalismus*”、『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』岩波書店、1989年。
- 福岡正夫著『新版 経済学の考え方』泉文堂、2017年。
- 福岡正夫著『ケインズ』、東洋経済新報社、1997年。
- Mark Buchanan 著、熊谷玲美訳 “*Forecast What Physics Meteorology, and the Natural Sciences Can Teach Us About Economics*”、Mark Buchanan c/o Garamond Agency, Inc. 2013年。『市場は物理法則で動く —経済学は物理学によってどう生まれ変わるのか?』白揚社、2015年。
- 松原隆一郎著『ケインズとハイエク—貨幣と市場への問い』講談社、2011年。
- 吉川洋著『ケインズ—時代と経済学』ちくま書房、1985年。
- R. F. Harrod 著、塩野谷九十九訳 “*The Life of John Maynard Keynes*”、LONDON MACMILLAN & CO. LTD 1951『ケインズ伝』（上）（下）東洋経済新報社、1967年。
- Robert D. Edwards and John Magee 著、野村証券投資信託委託株式会社訳 “*TECHNICAL ANALYSIS OF STOCK TRENDS*”、John Magee、1966年。『アメリカの株価分析—チャートによる理論と実際』東洋経済新報社、1969年。