

景気変動の理論と現実

——昭和バブルと平成不況を理解するために——

松 川 周 二

目 次

はじめに

I 景気変動の諸理論

II 景気変動と投資の重要性

III 景気変動のプロセス——理論と現実

おわりに

はじめに

ヨーロッパの資本主義諸国では、19世紀後半に入ると、周期的に好況と不況が繰り返される景気変動（周期性を強調する場合には景気循環と呼ばれる）が見られるようになる。そのため、19世紀末から20世紀初頭にかけて、多くの経済学者がそれぞれ独自の景気理論（説）を提示するなか、次第に景気変動の主たる要因は、企業の設備（固定資本）投資の変動であるとの説が定着し、これが8～10年の周期で起こる主循環（発見者の名をとってジュグラー循環とも呼ばれる）なのである。そして、ウィクセル（K. Wicksell）やハイエク（F. Hayek）は、貯蓄と投資の不均衡を銀行の信用創造に結びつけ、景気変動の理論化を試みる。

ところで、変動を伴いながらも安定的な成長を続けてきた資本主義諸国は、1930年代にはいと、未曾有の大不況に見舞われ、体制存亡の危機とまでいわれたが、このような厳しい状況のなか、ケインズ（J. M. Keynes）は『一般理論（1936年）』を完成させ、マクロ経済学の理論と政策を世に問うのである。

周知のようにケインズは、第一次大戦後、一貫して景気変動の理論と安定化政策を追求しており、『一般理論』においても、「景気循環に関する覚書（第22章）」において、簡潔に自説を展開している。

当然ながらケインズも、景気変動が過度に不安定な投資によって引き起こされるとみており、そのため、長期利率と投資からの期待収益（『一般理論』でいう資本の限界効率）を変数とする投資関数を定式化、投資の変動は、主として期待収益の不安定性によって引き起こされると主張し、さらに不況が将来への確信を低下させ、それが期待収益をいっそう低下させるという悪循環の可能性を指摘する。

ところで『一般理論』は、その革新性と難解さゆえに、解釈と評価をめぐって多くの論争を生み、それを契機に、いわゆる標準的なマクロ経済学（乗数理論にもとづく国民所得の決定理論やIS-LMモデルなど）が完成する。しかし、このようなケインズ派のマクロモデルは、集計概念を用いているため、あたかも生産される財が一種類であるかのように扱われ、しかも多くの場合、完全雇用に至るまでは賃金や物価が一定であるという単純化の仮定がなされる。

そして、このような単純化されたマクロ理論の欠陥を内包しつつ、1950年代から60年代の初頭にかけて、いわゆる景気変動のマクロ理論の研究が進み、サムエルソン（P. A. Samuelson）、ヒックス（J. R. Hicks）、カルドア（N. Kaldor）、カレッキー（M. Kalecki）、グッドウィン（R. Goodwin）、デューゼンベリー（J. Dusenberry）、マシューズ（R. Matthews）などがそれぞれ独自のモデルを提示し、景気変動を説明したのである。

本論では以下、Ⅰで景気変動の理論の簡潔な要約を行ったうえで、Ⅱでは投資の重要性を強調、現代の景気変動の概要をⅢで説明することにしたい。

Ⅰ 景気変動の諸理論

本章では景気変動の諸理論を今日の景気変動との関連もふまえて、その特徴

のみをシンプルに説明することにしたい。

I-1 景気変動のマクロ・モデルと投資の理論

『一般理論』で確立した乗数理論によって投資 I の大きさが国民総生産 (= 国民所得) Y を決定すること $\left(Y = \frac{1}{1-c} I\right)$ が示されたために、今度は、国民総生産と投資との関係を明示的に導入したマクロの投資関数を定式化できるならば、自律的で自己完結的な景気変動のマクロ・モデルを構築できることが明らかになった。

そこでまず、サムエルソンやヒックスは、加速度原理型の投資関数と乗数理論をタイム・ラグを巧みに用いて結合し、2 階の定差方程式を導出、この方程式の振動解を現実の Y の変動とみなすことによって、景気変動を説明する。

ここで、加速度原理型の投資関数とは、「総需要の増加によって生産設備の稼働率が高まると、生産能力の不足が明らかになり、投資が促される」ことを定式化したものである。

また、カルドアは利潤 (速度) 型の投資関数を用いるが、利潤型の投資理論では、企業の投資は予想利潤に、予想利潤は現行の利潤に、現行の利潤は売上高に、売上高は総需要 (= 国民総生産) Y にそれぞれ依存する (I は Y の非線形の増加関数となる) とともに、 Y は既存の資本ストック K の減少関数と仮定される。

そしてさらに、一般的な資本ストック調整型の投資関数が、デューゼンベリーやマッシュューズによって導入される。資本ストック調整型の投資関数とは、「投資は、望ましい資本ストック K^* と既存の資本ストック K との差によって誘発される」というものである。すなわち、 K_t^* と Y_{t-1} とが比例し、かつ K_t^* と K_{t-1} との差の一定割合 b が当期の I_t であると仮定され、 $K_t^* = vY_{t-1}$ であり、 $I_t = k(K_t^* - K_{t-1})$ であるから、

$$I_t = aY_{t-1} - bK_{t-1} \quad (a = bv) \quad 0 < b < 1$$

となる。実際、このストック調整というアイディアは、きわめて有用であり、たとえばジョルゲンソン (D. W. Jorgenson) は、企業の最適化行動 (投資からの

予想収益の最大化)から、 K^* を求めたが、これは新古典派の投資理論と呼ばれる。

しかし、資本ストック調整原理には、調整速度 b がどのようにして決定されるのか、なぜ $b=1$ ではないのか、という問題が残る。この問題に対しては、たとえば宇沢弘文は、投資に必要な調整コスト（企業成長の理論の先駆者の一人である T. Penrose によって主張されたのでペンローズ効果と呼ばれる）が、投資の増加とともに逓増すると仮定して、この問題に一つの解答を与えた。

一方、トービン (J. Tobin) は株式市場で示された企業の評価という観点から投資理論を定式化する。これが有名なトービンの q 理論であり、 q とは、

$$q = \frac{\text{株価総額で評価された企業の価値}}{\text{資本の再取得価格}}$$

と定義される。そこでもし、現実の株価が正しく企業を評価しているならば、分子はまさに企業の「価値総額」であり、既存の資本ストックを用いて得られる収益を反映している。一方、分母は、資本ストックを時価で再取得する時の価格であるから、 q が 1 よりも大きいということは、企業が保有する資本ストックを市場で売却するよりも、これを稼働する方が収益があがることを意味しており、投資を促進する効果をもつ。しかし逆に q が 1 より小さい場合には、それは資本ストックを減少させるように働く。

以上のように、トービンの q 理論は、新古典派の理論的基礎をもつゆえに、高い評価を受けたが、現実にはいくつかの欠陥が指摘されている。まず第 1 に、株式市場で評価される企業の市場価値は、生産設備の蓄積を意味する資本ストックの評価だけが反映されるのではなく、土地などの他の資本ストックの評価も含んでいるため、企業の保有する土地の値上がりによって株価が高くなる点である。しかも株価の上昇がバブルの場合もある。

第 2 は、 q は平均値の q ではなく、限界的な 1 単位の設備投資が生む期待収益とその費用との比率である限界値の q ではないのか、という指摘である。

I—2 ハイエクの景気変動の理論

ハイエクは、市場の調整機能がマクロ経済を均衡させるとみる。したがって貨幣当局が中立的な金融政策をとり、銀行も適切な貸出行動をとっているならば、過度な景気変動は生じないと主張、景気変動の要因を貨幣当局の恣意的な景気刺激に求め、銀行の信用創造による過剰投資の理論を次のように説明する。

いま、貯蓄と投資が等しく、マクロ経済が均衡している状況下で、金融緩和政策がとられたとすると、銀行は信用創造の拡大によって企業への貸出しを増加させるから、企業の投資は家計の貯蓄を越えて増加、マクロ経済は過剰投資の分だけ超過需要となり、インフレを伴う景気上昇局面となる。

ここでハイエクが強調するのは、信用創造の拡大によって可能となった投資には、金融緩和政策のもとでの低金利と信用拡張の状態が長期にわたる場合にのみ収益をあげるようなプロジェクト（ハイエクのいう「迂回的な生産方法」が採用され、完成までに時間を要する事業）が多いということであり、建設工事が最盛期を迎える頃になると、インフレの進行が顕著となり、貨幣当局は政策を金融引締めへ転じ、金利は上昇し信用創造は抑えられる。その結果、完成を間近かに控えた多くの生産設備や工場、ビル建設や土地開発は、資金不足に陥って継続が困難となり、なんの収益を生むことなく、廃棄され、企業には巨額の返済困難な負債が残ることになる。かくして投資の崩壊によって景気は反転し、今度はデフレを伴う不況へ進んでいく。

このようにハイエクの理論の特徴は、投資の失敗——時間が経過しても収益を生む見込みのない投資——を示唆している点であり、この考えは、『一般理論』以前の理論であるにもかかわらず、現代の景気変動の理解にも、重要な示唆を与えるものであり、注目に値する。

I—3 シュムペーターの景気変動の理論

経済の発展と変動を不可分と見るシュムペーター（J. Schumpeter）は、革新（イノベーション）が生まれ、それが普及していくプロセスによって好況を説明するとともに、革新こそが経済発展の原動力になると見て、景気変動を次のよ

うに説明する。

いま、新製品の開発や画期的な生産方法の導入に成功した先進的企業が、超過利潤をえることになると、それをみて多くの企業が追従し、さらには、その革新を利用した新たな革新が生まれ、経済は好況局面を迎える。しかし、次第に新興産業における企業間競争が激化して、価格の下落が顕著となり、景気は下降局面に到る。

このように、革新を旧来の商品や生産方法を駆逐する創造的破壊とみるシュムペーターは、それを実行する有能な経営者の役割を重視するがゆえに、人為的な景気刺激には批判的である。

というのは、不況を認めない景気刺激策の継続は、企業に過度に甘い経営環境を与えることになり、淘汰されるべき旧式の企業や非効率的な事業を存続させ、しかも無駄な投資や投機を助長することになるからであり、好況後のマイルドな不況を好況が生み出した攪乱を吸収・整理する次の均衡へのプロセスととらえるのである。すなわち、不況期は、短期的な調整過程であるから、むしろ技術革新への誘因を高め、低金利と企業の高まる危機感と相まって、技術革新の普及を促す要因にもなる。

シュムペーターやハイエクのように不況のもつ「効用」を指摘する論者は、いわゆる不況対策を批判的にみるが、それは不況対策の多くが、均衡化への調整を混乱させ、逆に不況を長びかせるという弊害を生むとみるからであり、この見方は、今日の日本の不況をめぐる論争において、いわゆる「構造改革派」に有力な論拠を与えている。

I—4 フィッシャーのインフレ・デフレ理論

貨幣数量説の一つの定式化である交換方程式 ($MV=PT$) やフィッシャーの方程式 (名目利子率=実質利子率+期待インフレ率) で知られるフィッシャー (I. Fisher) は、1920年代後半からの米国の好況と30年代の大不況を次のように説明する。

好況がインフレを伴うと、期待インフレの状態となり、フィッシャーの方程

式より実質利子率が低下する。さらに、インフレは債務の実質負担（名目債務額／物価水準）も軽減させるから、銀行借入れのような金融負債や実物資産の保有が有利となり、企業や家計の貨幣支出が増加、好況はインフレを加速させていく。しかし景気が天井を打って反転、反動不況がデフレを伴うようになると状況は一変する。

不況に伴って物価や賃金が下落し始めると期待デフレの状態となり、たとえ公定歩合のような名目利子率が低下したとしても、期待デフレのために実質利子率は低下せず、むしろ上昇することさえある（フィッシャー効果）。さらに好況期に膨張した有利子負債は、デフレによって負担が逡増、返済不能になる企業が続出する。

このようなデフレーションのもと、企業は重さを増す債務負担から逃れようと、債務の清算に走り、他方銀行の側も、回収の失敗を恐れて、融資の早期返済を求める。

たとえば企業は値下りが予想される在庫品の売り尽くしを急ぎ、保有する実物資産も急いで売却し現金化しようとするから、市場は売一色の状態となり、値下りが加速する。この結果、各企業は値下りのために予定した現金を手に入れることができず、負債も減少しないという最悪の状態になってしまい、不況はさらに進行していく。

このように、不況とデフレとの悪循環（デフレ・スパイラル）をフィッシャーは、デット・デフレーションと呼ぶ。

一方、デフレーションの進行は、経済の自律的な力によって抑制されるという見解があるが、それは実質貨幣残高効果と呼ばれる。実質貨幣残高効果とは、デフレによって物価が低水準に到ると、所与の貨幣残高の実質価値が高まり、貨幣を多く保有する経済主体の支出の増加が促されるというものであり、ピグー効果とも呼ばれるが、一般には、それは、たとえ生じるとしても大きくないと考えられる。なぜなら、不況期には将来への不安が高まって支出を抑制するからであり、しかもデフレ期待が払拭されないかぎり、支出を延長する方が有利であるという投機的な効果が働く可能性の方がむしろ大きい。また、デフレ

が株式や土地などの資産に及ぶと、資産デフレは、逆資産効果によって人々の支出を抑えることになる。

このようにフィッシャーのデット・デフレーションの理論は、戦後初めての長期デフレ下にある日本経済の苦境のかなりの部分を説明しており、いわゆる「インフレ・ターゲティング論」を生む背景ともなっている。

Ⅰ—5 ファイナンシャル・アクセレレーターの理論

現実の企業の投資は、どのような要因によって左右されるのだろうか。既に述べたように、マクロ経済学における投資関数は、資本ストック調整原理型やその修正された理論で一応の完成をみたものの、われわれが不満を感じるのは、それらの投資理論では、資金調達の問題が軽視されている点である。

もし、必要とするすべての資金を一定の利子率で調達できるならば、資金調達に特別な考慮を払わなくてもよい。だが、この条件を満たすのは、必要資金をすべて内部資金で賄える一部の企業や公社債の発行によって資金を調達する公共的企業だけであり、実際、ケインズの『一般理論』の投資理論は、このような当時の英国の状況をふまえたものである。しかし一般的には、現実の投資が銀行からの借入れなどの外部資金に依存しているのに、なぜ資金調達の問題が軽視されてきたのだろうか。

その第1の理由は、第二次世界大戦後に実施された企業アンケートで、多くの企業が投資の決定要因として、資金調達コストである長期利子率は重要でないと回答したためであり、この結果、投資の利子弾力性は小さいとみなされたことである。

第2は、完全な資本市場を仮定すると、どのような資金調達の方法で投資を行っても、最大化をめざす企業の価値は変わらないから、企業の投資決定は財務政策から独立して行うことができるという、モジリアーニ・ミラーの理論が（少なくとも学界では）定説となっていたからである。しかし現実には、企業の経営者にとって、投資の規模を決定する際に、資金がどのような方法で調達されるのかはきわめて重要な意味をもつことは明らかであり、以下のこの問題を

具体的に説明しよう。

いま、ある企業が設備投資を計画し、そのための資金を、銀行からの借入れによって調達するものとしよう。

銀行にとって企業への融資業務は最大の収入源であるから、有望な投資案件とみるならば、融資に前向きになるが、問題は投資計画の内容と規模である。一般に、融資には債務不履行というリスクを伴う一方で、この投資によって予想以上の収益が生じたとしても、銀行は融資先企業に追加的な報酬を求めることはできない。したがって投資計画の収益性とリスクに関して客観的な評価を行なうことが何よりも重要であるが、ここで経済学でいう情報の非対称性という問題が生じる。すなわち、資金の貸手である銀行よりも、借手である企業の方が、この投資の成否に関する多くの情報をもっており、しかも融資を受けたい企業は、自分に有利な情報のみを誇大に知らせ、不利な情報は隠し、低利での借入れを成功させようとする誘因が働く（いわゆるモラル・ハザードの可能性が生じる）のである。

そこでもし、銀行が企業からの情報を疑わずうのみにするならば、情報を正しく提供する優良な企業は融資を受けられず、逆に都合の良い情報しか提供しない不良企業が融資を受けられることになり、銀行では融資の失敗が多発し、経営が悪化することになり、経済学でいうところの逆選択（良くない借手のみが残る状況）が発生してしまうのである。

それゆえ銀行は、望ましくない融資の増加を避けるために、融資案件を吟味・検討し、客観的な評価を行なう審査部門が不可欠であり、さらに融資後も、計画通りに資金が使われているかをモニターしなければならない。すなわち融資をするためには、審査コストやモニタリング・コストが必要となり、それらはあわせてエージェンシー・コストと呼ばれるが、このエージェンシー・コストは、多くの場合、金利の上昇という形で企業の負担に転嫁されることになる。

いうまでもなく、エージェンシー・コストの最小化は、企業だけでなく銀行にとっても望ましい。では、現実にはどの方法で軽減がはかられているのだろうか。

第1の方法は、銀行が自らが融資する企業のグループを形成し、互いに関係を緊密にして、信頼関係を築くことである。実際、銀行の融資グループに属し、長期にわたって滞ることなく債務を返済し続け、十分な信用を築いた企業の場合、最小のエージェンシー・コストで融資を受けられるだろう（日本のメイン・バンク制は代表的な例であり、他の金融機関は、メイン・バンクの信用と責任を利用して、融資を行なう）。

第2の方法は、より直接的に銀行が企業に融資額に見合う担保の提供を求めることである。この方法は、昔から広く利用されてきた方法であるが、問題も多い。というのは、担保価値の評価が必要であり、しかも担保物件が本当に評価額で売却できるのかも考慮しなければならないからである。それゆえ、一般に担保となるのは、市場性の高い（売却しやすい）不動産が中心で、とりわけ土地の場合が多い。

したがって、企業が評価額の高い土地を担保として提供するならば、それだけエージェンシー・コストやリスクが小さくなるから、貸出し金利が低下し融資限度額も引き上げられ、企業の投資が喚起される。

このように、地価の高い土地など価値ある不動産を多く所有している企業は、それだけ有利な条件で銀行から借入れられるし、資本市場においても企業価値を高く評価されるから、社債や株式の発行による場合でも、有利な条件で資金調達が可能となる。そのため不動産担保融資は資産インフレを媒介として、景気変動を増幅させる場合がある。

いま何らかの理由で地価が上昇し始めたとなると、企業の提供する担保価値が上昇し、銀行の融資が増加する。融資された資金の多くは設備投資となって経済は好況を迎えるが、一部は不要不急の土地などの資産の購入に向かい、それが地価をさらに引き上げ、担保価値を高めるという好況と資産インフレのスパイラルが生じうる。このように、資金調達のような金融的要因が、景気変動を増幅させる効果をもつことを強調する理論が、ファイナンシャル・アクセレーター理論である。いうまでもなく、1980年代後半からの「土地神話」にもとづく日本の資産インフレは、この理論の好例といえる。

I—6 実物的景気循環の理論

I—1 で取りあげた景気変動のマクロモデルは、景気変動の内生理論と呼ばれ、投資の自律的な変動が景気変動を引き起こすというものであるが、それは換言すると、企業は将来の需要を正しく予想できず、失敗を繰り返していることを意味しており、いわゆる合理的期待の前提に反している。実際、もし企業が合理的期待の形成を行っているならば不況期でも将来の好況を正確に見通し、「過不足のない」投資がなされるはずであり、そうであれば投資も平準化し、景気の変動は起こりえない。

ではなぜ現実には、景気は変動するのだろうか。合理的期待学派は、それは実物面での外生的なショックによって生じるという、実物的景気循環理論（RBCの均衡理論）を提示する。RBC理論の特徴は、景気変動のプロセスでも、各期で市場均衡が成立していると仮定しており、したがって変動とは均衡のシフトとして示されるという点である。すなわち、次々と起こる外生的なショックが波及し、それが全体として規則的にみえる循環を生み出すという考えであり、以下のような具体例が考えられる。

いま、ある外生的なプラスのショック（たとえば、新油田の発見や技術革新）が生じたとしよう。それは、関連する財の予想をこえる生産量の増加をもたらす、これが価格の下落を通じて需要を喚起するが、さらにこれらの財を原材料とする財の生産コストと価格を引き下げ、需要の増加が波及していく。このように、時間の経過とともに減衰しながらも継続する変動のプロセスが景気循環であり、同時に経済成長の要因ともなるのである。たとえば、戦後日本における欧米からの新技術の導入や下落し続けた石油価格はプラスの生産性ショックであり、逆に1970年代の2度のオイルショックは、明らかにマイナスの外生的ショックである。

I—7 投機とバブルのメカニズム

株式や土地などの資産（リゾート・ホテルやゴルフ場の会員権などの場合もある）が、これまで正常値と考えられていた限度をこえて上昇することがあり、これ

は資産インフレといわれる状況である。しかし、このような資産インフレが加速、価格が累積的に上昇した後、突然アワがはじけたように暴落する場合があります、それはバブルと呼ばれる。

一般に、資産の正常価格（ファンダメンタルズにもとづく理論値）は「その資産が生み出す収益の流れを利子率で割り引いて求めた現在価値である」とされる。しかし、ここで重要なのは、「収益の流れ」自体があくまで現時点での予想値であり、予想が楽観的になれば高まり、悲観的になれば低下するため、正常値は必ずしも客観的ではなく、不安定性を内包しているのである。したがって、ここに、値上り差益を求める投機が行われる余地が生じるのであり、以下、株式の例でこの問題を検討してみよう。

いま何らかの理由で、株価の上昇を予想する「強気」が支配的になると、株式の保有を望む人々が購入を急ぐために株価は上昇する。すると、それをみた投資家が値上り差益を求めて投機的な株需要を増加させ、しかも同様の理由で売手は減少するから、株価は急速に上昇していく。

ここでわれわれが注意すべき点は、人々が自己実現型の期待形成を行っているということである。すなわち、人々は値上がり期待ゆえに、ある財を購入すると、その行為自体が超過需要を生み（買い急ぎと売惜み）、価格が上昇するため、人々は自らの予想が正しかったと思うようになり、ますます値上りを確信するのである。しかし、それはマクロ的にみれば、人々が自らの投機的な行動によって、自らの期待を実現させているのにすぎないことを見逃してはならない。

このように、株式市場で強気が支配となり、株価が上昇していくと、「自己実現型の期待形成と投機との相互作用」で、値上りが無限に続くように見えるかもしれないが、現実はそうではない。一般に資産インフレが自ずと抑制され、バブルに進まないのは、次の２つの理由による。

第１に、資産インフレが急激かつ大規模に進行すると、高値となった土地や株式の購入を支える資金も巨額となり、低利の銀行信用が過分に供給されないかぎり、継続が困難となる。

第2は、投機は値上り差益をめざすものであるから、最後には、手持ちの資産を売却して「含み益（現行価格と購入価格の差）」を現金化して回収しなければならないという問題である。値上りの初期段階であれば、含み益を現金化しようとする弱気の売りは、圧倒的な強気支配のもと、値上りのなかで実現できるものの、値上りが進み、株価がファンダメンタルズで説明できない「高値圏」に入ると状況は変わってくる。たとえば、値上りが進んだ段階で投機に参加した人々は、多少の値下りでも損失をこうむるので、それだけ不安も大きく、弱気になりやすい。

このように、弱気と強気とが交錯してくると、不確実な情報で株価が乱高下しがちであり、とりわけ「金融引締め政策の発動が近い」という情報は、資金供給の面から強気の予想に一撃を加えることになるため、一挙に市場は弱気一色となり、株価が大暴落する危険が高まる。すなわち、人々は含み益を現金化しようとして一斉に売手にまわるため、多くの株が買手がつかぬまま、下落を続け、やっと売買が成立するときには、売却損が生じており、その結果、借入金の返済が困難になる人もでてくる。したがって、多くの場合、値上りが進んでくると、次第に弱気が支配的となり、しかも、新規の株の供給も増加してくるから値上りが抑制され始め、破滅的な状況には到らない。

以上のことから「バブルとは何か」がはっきりしてくる。バブルとは、低利で潤沢な銀行の信用供給に支えられ、株や土地などの資産の価格が、自己抑制がきかずに異常な値上りを続けており、そのため多くの人々が「含み益」を手に入れ、投機に成功し資産家になったと思っている状況である。しかし、それは実体を伴わない幻であり、「含み益」を現金化しようとするれば、資産価格は急落し、手に入れたと思った「含み益」は、アワのように消えてしまうのである。これが世にいうバブルの崩壊である。

ところで最大の疑問は、なぜ地価や株価の上昇が自律的に抑制されずに、強気が弱気を圧倒しつづけることがあるのか、という点である。

例えば、1980年代の日本における地価高騰の原因を、日米貿易摩擦を背景にした「国際協調」のための低金利政策と銀行の過熱した融資拡大競争にすべて

押しつけるべきではない。このような金融的な側面とともに、地価高騰への強気の期待を国の政策が強力に支え促したことを見逃してはならない。いうまでもなく、それは、第四次全国総合開発計画（1987年）や関連する都市開発・リゾート開発等の多数の法案や計画の策定である。

Ⅱ 景気変動と投資の重要性

現代の市場経済では、企業は厳しい競争にさらされており、成功へのチャンスは開かれているものの、倒産の危機もはらんでおり、それぞれ生き残りを賭けた経営戦略を練り実践している。それゆえ、各企業にとって、中長期的な競争力や成長性を左右する投資計画——設備投資を中心に、研究・開発や人的投資をも含む——は、最重要の位置をしめている。

一般に企業の投資は、巨額の資金を必要とし、しかも資金回収に相当の期間を要するために、計画の成否に関する詳細なデータと十分な検討期間を必要とするが、将来は常に不確実で、実行にはリスクを伴うから、最終的には、経営者の勇気ある決断が不可欠である。実際、将来への甘い見通しと冷静な検討の欠如は、投資の過剰や錯誤を招きやすく、逆に過度な慎重さや優柔不断は、ライバル企業との競争で遅れをとり、負け組から破綻への道を進む危険をはらんでいる。

一方、投資の規模が大きくなり、必要となる資金額が内部資金の範囲をこえると、資金調達をどうするかも検討課題となるが、なによりも重要なのは企業の予想が正しいかどうかであり、每期、期待した通りに収益があがっているならば、投下された資金はそれ以上となって回収され、この場合には、企業は適切な内容と規模の投資が行われたことを意味する。しかし、投資の成否がわかるのは、相当の時間が経過した後であり、失敗に気がついて、引き返すことがなかなか出来ないケースもある。

そこで、企業経営における投資の意味を、資産—負債関係という財務の視点

からみてみよう。

いま、企業がある金額の資金を調達、新工場を建設したとすると、まず同額の資産（機械設備・工場など）と負債（借入れ額）が生じるが、もしこの工場で生産された商品が順調に売れ、予想通りの収益をもたらすならば、資産である生産設備は次第に消耗・減価していくものの、借入金の返済も進み、負債は着実に減少していく。しかし逆に予想以下の収益しかもたらさなければ、借入金の返済が滞って負債は減少せず、資産のみが消耗・減価していくことになり、負債の返済が困難となるのである。

一般に、投資の失敗による負債の増加は、次の投資の決定にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。というのは、前回の投資の失敗は次の投資からの期待収益を低下させるとともに、収益の悪化による有利子負債の増加や株価の下落は、銀行や資本市場からの信用の低下を意味し新規の借入条件を悪化させるからである。

ところでマクロ経済学における均衡条件は、投資需要（額）＝貯蓄であり、投資需要の内容には依存しないが、もし真の均衡とは何かと問われれば、それは単なる投資と貯蓄の均等ではなく、それぞれの投資が予想した収益をあげる内容と規模であるということである。

では現実には、経営悪化につながるような投資の失敗は、どのような場合に生じるのだろうか。ハイクやシュムペーターは、貨幣当局による人為的な低金利・信用緩和政策を原因としてあげており、1980年代後半における日本の低金利政策の失敗を予言していたともいえる。しかしシュムペーターが強調しているように、リスクを伴う革新的な投資に果敢にチャレンジする企業の存在は経済発展のエンジンでもあることを考慮すると、結果として失敗である投資がそのなかに含まれることは、当然であり、問題はそれがなぜ過大になるかということである。

Ⅲ 景気変動のプロセス——その理論と現実

本章では以下、景気変動の諸理論と投資の重要性をふまえ、現実の景気変動のプロセスを、1980年代後半から90年代にかけての日本をイメージしつつ、バブル崩壊後を中心にやや詳しく説明したい（ただし、日本の事例を直接取り上げるのではなく、その理解を助けることを目的としている）。

Ⅲ—1 景気の回復から好況へ

(1) これまでの不況で投資を抑制し続けてきた企業の多くは、負債の整理と事業の再編を完了しており、投資回復に向けての条件が整いつつある。そこで、各分野での先進的な企業が革新的な投資を行うと、将来への確信も回復し始め、資本ストックの調整を終えた既存の企業も、低金利と回復したきた内部資金を生かし、投資の増加に転じる。

(2) マクロ経済全体で、投資の増加傾向が定着し始めると、国民総生産（＝国民所得）も増加し経済成長はわずかながらプラスとなり、企業の売上高や経常利益も増加に転じる。

(3) 国民所得の増加や失業の減少を通じて消費も増加、地価や株価も低迷を脱して企業の業績も改善し、経済は好況局面に入るが、ここで重要なのは、人々は好況の進行を予想することであり、その結果、投資の予想収益が回復、企業の期待成長率も上昇に転じる。

(4) 好況の持続が期待されるようになると、不況期に支配的であった需要不足による売残りや値引き競争への不安が一掃され、逆に近い将来の供給不足を予想するようになり、各企業は数年先の販売高や利益も強気に予想するようになる。

(5) 好況の進行は、家計の賃金収入の着実な増加と失業率の低下をもたらすが、明らかにこれは恒常所得の増加であるから、消費の拡大も定着し、消費の

面からも景気の拡大を支え促す。

（6）株式市場も活況を取り戻し、好調な企業の業績を背景に、株価の上昇傾向も定着し、次第に強気が支配的となってくる。そのため、経済の期待成長率が高まり、それが投資の増加を促して現実の成長率を高め、さらに期待成長率が上昇するという好循環が生じるのである。

Ⅲ—2 好況から景気過熱へ

（1）好況の進行を人々が信じるようになり、賃金や物価もゆるやかな上昇傾向を示すようになると、インフレ期待の状態となり、実質（予想）金利（＝名目金利－期待インフレ率）は低下、企業や家計では、先行取得を目的とする需要が生じる。すなわち多くの市場で超過需要が常態となり、価格の上昇が続いていると、将来の品不足と値上り差損を避けるため、必要となる分を早めに購入しておくことが有利となり、それが一段と価格を引き上げる。

（2）たとえば小売・流通業者は、値上り前の時期に、売れる商品を仕入れておこうとする。製造業でも原材料の在庫を早期に確保し、設備投資も建設費や機械類の価格が安いうちに着工するだろうし、なによりも土地などの不動産は、どの業界でも先行取得の対象となる。

（3）家計の場合にも、不動産やその他の資産の先行取得が有利となる。なぜなら、家計の収入が安定し増加傾向を示すようになると、値上りする前に、銀行ローンを利用してでも土地や住宅などを購入し、土地の値上りを享受しつつ、増加する収入でローンを支払う方が有利だからである。

（4）好況の進行は次第に、賃金や諸価格の上昇を伴うようになる。マクロ経済学が教えるように、貨幣需要が増加し利子率が上昇し始めるから、好況を持続しようとするならば、マネー・サプライを増加し続けなければならないが、このような状況の到ると、貨幣当局はインフレの高進を未然に防ぐために、金融抑制政策をとり、その結果、景気は天井を打ち、好況は終りを迎えることが多い。

Ⅲ—3 景気過熱から資産インフレそしてバブルへ

(1) 好況が進行しているにもかかわらず、金融緩和政策が続く場合には、景気過熱の状態となり、インフレは賃金や諸価格から資産価格へと広がって資産インフレの状態となる。通常、インフレは賃金や一般物価が騰貴するフロー型であり、ストック型の資産インフレは付随的であるが、賃金抑制や輸入品の値下りなどにより、フローのインフレがマイルドに抑えられているケースでは、資産インフレが中心となることがある。

(2) 資産インフレは、ファイナンシャル・アクセレーターの理論が示すように、投資の増加と資産インフレが相互作用で進んでいくが、その典型例が不動産開発型の建設投資であり、購入した土地の値上がりが担保価値を高め、それがさらなる投資を促すことになる。また、地価の上昇は不動産を多くもつ企業の株価を引き上げ、株価の上昇した企業は株式や社債の発行によって低利の資金を手に入れることができ、それが投資だけでなく、土地や他社の株式の購入に向かうのである。

(3) しかし、土地や株式の値上がりが実態のない投機によるものならば、膨張した各企業の土地や株式の「含み益」はバブルである可能性が高い。実際、80年代の日本のように人口増加が止まり、しかも製造業の海外移転が進み、かつ土地利用が高度化している先進国で、地価が上昇する理由はあるのだろうか——冷静に考えれば「土地神話」が幻であることがわかる。

(4) 高値で土地や株式などの資産を購入した人々（家計や企業）やその資金を融資した銀行さらには政治家や官僚が、一層の値上がりが当然であるかのように、偏った情報のみに意図的に流さなければ、Ⅰ—7で指摘したように、資産インフレがバブルにつながることはないのである。

Ⅲ—4 景気崩壊から不況

もし景気過熱期が、賃金や物価が上昇するフロー型のインフレならば、金融引締め政策後の経済は、1970年代の先進資本主義国のように、スタグフレーション（不況とインフレの共存）になる可能性が高い。しかし、好況末期がバブル

化した資産インフレの場合、景気崩壊後の不況はどうなるのだろうか。

（1）いずれの場合も不況は、景気変動のマクロ理論が教えるように、投資の減少と不況の悪循環の形で進んでいく。すなわち、投資の落込みによる総需要の不足は、生産量の減少・設備稼働率の低下さらには利潤の減少を意味するから、資本ストックの過剰が顕在化し、資本ストック調整型の投資理論にしたがえば、投資はさらに減少する。また、将来への悲観的な見通しは、予想収益や期待成長率の低下を通じて投資を抑制するだけでなく、人々の雇用不安を高めて、消費支出をも抑制し、この面からも景気を悪化させる。

（2）一般的な不況のケースでは、投資の減少が続くと、次第に資本ストックの不足が顕在化してくるので、投資回復の準備が整い、不況も終りを迎えるが、資産バブルの崩壊によって景気が反転し、不況が資産デフレを伴う場合には、不況は複合的となり、長期化しやすい。

（3）資産デフレ下では、負のファイナンシャル・アクセレーター効果が働き、資産デフレが投資の減少を加速させて、不況を深刻化させる。すなわち、資産デフレは不動産の担保価値の暴落と貸出しリスクの増加によって、銀行の企業向け融資は縮小、それが投資の減少を招く。しかも、株価下落のもと、株価で評価した企業価値が低下するため、株式や社債（転換社債やワラント債を含む）による資金調達も困難となり、逆に借入金の返済や社債の償還に迫られ、この面からも投資が抑制される。

（4）景気崩壊後の不況の深刻さは、好況期にどのような投資がなされていたかに左右される。好況末期が資産インフレの状況であり、企業のもつ資産の「含み益」を背景に、企業が低利で調達した資金で、十分なりリスク評価を行なうことなく甘い収益見通しのもと、過大で不適切な投資を行っていたならば、不況期には、これらの投資の多くが、収益を生まない不採算の投資であったことがわかり、この割合と規模が大きいほど、不況は深刻化する。というのは、このような投資の失敗により、企業は返済困難な負債をかかえ、バランス・シートが悪化しているからであり、さらには投機の失敗も加わると、好況と資産インフレのなかで、無謀な投資や無理な事業拡大を行って企業の多くが経営破

綻の危機に瀕するのである（いわゆるバランス・シート不況）。

（5）負債の負担に苦しむ企業は、大規模なリストラや新規事業の抑制を余儀なくされるが、何よりも緊急なのは、有利子負債の圧縮であり、そのため「含み益」のある資産の売却を試みる。しかし、それは資産価格をいわずに引き下げ、「含み益」を消失させるだけで、意図した負債の軽減には成功しない。

（6）資産デフレは家計をも直撃する。すなわち、ローンで購入した不動産や会員権などの資産価値が下落することによる逆資産効果に加え、賃金下落や失業の増加によりローンの実質負担が高まり、消費を抑制せざるをえない状況となる。

（7）さらに心配なのは、資産デフレに賃金や諸価格が下落するデフレーションを伴うことであり、そうなればフィッシャーのデット・デフレーションの理論が強調するように、実質利率の上げ止まりと債務の実質負担の増大により、事態はさらに悪化する。

以上のように不況は、資本ストックの調整、バブル崩壊後の資産デフレさらには諸価格や賃金が下落するデフレーションによって（さらにそれらが相互に働きを強めあって）、進行していく可能性を秘めているのである。

Ⅲ—5 景気変動と銀行の役割

景気変動と銀行行動との関連は、既に述べたように、ハイエクやシュムペーター、ウィクセルやフィッシャー、さらには『一般理論』以前のケインズやロバートソン（D. Robertson）などが重視したが、景気変動のマクロモデルにおいては事実上、無視された。しかし、近年のファイナンシャル・アクセレレーターの理論では、銀行の投資資金のファイナンス行動が中心的な役割を担うようになったのである。

そこで以下、景気変動における銀行の役割を不況期の銀行の対応を中心に説明しよう。

ファイナンシャル・アクセレレーターの理論によれば、資産価格の上昇が担保価値を高めて、エージェンシー・コストを低下させ、銀行からの融資が増加

する。しかし、ここで注意しなければならないのは、この理論は、銀行間での融資拡大（とその結果である収益）をめぐる厳しい競争が想定されている点である。本来ならば、担保はあくまで「最後の抛り所」であって、たとえ担保価値が十分であっても、投資（や事業）計画が杜撰^{ずさん}であれば、融資は慎重であるべきである。

しかし、各銀行の融資部門は、ライバル銀行との融資競争に負けられないという意識から、価値のありそうな不動産さえあれば、事実上、使途を問わずに融資を広げていくようになる。これが「融資ニーズの開拓」や「提案融資」と呼ばれるものであり、結果的には、これが投機による資産価格の騰貴をまねき、バブル崩壊後の銀行の不良債権を生む元凶の一つとなるのである。

ではなぜ、このような異常な融資拡大競争に歯止めがかからないのだろうか。それは競争が横並びだからである。すなわち、この競争のなかで、一銀行（あるいは同じ銀行内の一支店）のみが、慎重な融資を行ったとしたならば、担当者は融資に積極的でないと低く評価をされ、他の銀行の拡大主義が成功しているようにみえると、消極さの責任を問われる。しかし、他行との横並びで融資拡大を行っているかぎり、たとえ後で失敗が明らかになっても自行だけではないので、責任をとる必要はない。とりわけ、銀行自身が十分な「含み益」をもち、経営に不安がない（たとえば、日銀・大蔵省の保護・規制下にあった日本の銀行）場合、横並び型の競争が過激になりやすい。

しかしこの「横並び」行動の結果、資産デフレと不況の進行によって、融資の多くが回収困難な不良債権化した場合、銀行はどう対応するのだろうか。当然ながら、新規融資は抑制されるが、問題は発生した「不良債権」をどう処理するかである。

一般に銀行は不良債権の直接償却（担保物件の売却による最終処理）を先送りしがちであるが、それには以下のような理由が考えられる。

（1） それまでに長びく不況や資産デフレの経験が乏しい場合には、たとえ不動産価格が下落しても2、3年であり、すぐに以前の水準を回復すると楽観的に状況をとらえがちであるから、銀行は苦境にある融資先企業を資金面で支え

る方が、中長期的には双方にメリットがあると判断する。

(2) 他行に先がけて最終処理を行って損失を確定することは、融資の失敗を認めることになり、行内で責任問題が生じるので、直接償却を先行するのだけは避けようとする。とりわけ銀行自身に十分な「含み益」がある場合には、「含み益」を活用し、過去の事例をもとに一定額の貸倒れ引当金を積む間接償却で対応して、景気回復を待つ。

(3) 多くの銀行が、同じような不動産担保のある不良債権をかかえており、各行が一斉に不動産担保を売却しようとするれば、値下りが避けられず、それを知っている銀行は集中的な担保物件の売却を自制する。

(4) 大企業向けの不良債権をかかえている場合、銀行は社会的影響を考慮に入れなければならない、それを破綻に追い込むよりは、なんとか再生させようとし、しかもそれが社会の要求である。

しかしながら、資産デフレ下で不況が進行していくと、不良債権はむしろ増加傾向を示して貸倒れ引当金も増加し、その結果、銀行の自己資本（「含み益」や業務純益からの積立金を含む）は減少し始める。銀行は自己資本不足ゆえに、貸出しを抑制せざるをえなくなるが、このことがさらに不況を深刻化させる。それゆえ、銀行の不良債権の最終処理の遅れが、不況を長期化させる元凶であるという厳しい批判さえ生まれてくるのである。

おわりに

資産デフレを伴う不況を克服するためには、銀行がかかえている不良債権（企業からみると収益を生ない債務＝資産の過剰）を処理することが優先課題であるが、それは、次のような問題を生むからである。

(1) 融資が過剰債務に苦しむ企業に「凍結」されているために、革新的な企業や成長産業への資金面での支援ができなくなる。このような銀行の金融仲介機能の麻痺が、経済資源を不良債務をかかえる企業や産業（社会的な需要が低下

した分野）に停滞させ、成長が予想される産業（社会的な需要が高まっている分野）の発展を妨げる。

（2）不良債務をかかえる企業が再建も淘汰もされない状況は、将来への不確実性を高め、期待成長率を低下させ、マクロの景気刺激策の効果を相殺してしまう。たとえば、マクロ経済に、破綻の懸念のある企業が数多く存在することは、企業間の分業と緊密かつ複雑な相互依存のネットワークによって支えられている現代経済においては、事業活動や取引継続のうえで大きな不安とリスクをもたらすのである。

しかしながら、不良債権の最終処理は、産業構造のドラスティックなシフトを強いるから、企業の倒産が急増し、失業者が増加するという不況激化効果を伴うとともに、銀行自身も自己資本を喪失し、経営破綻に追い込まれることを意味している。したがって次に問題となるのは、いかに、この「痛み」を軽減するかであり、ここで3つの選択肢が考えられる。

（1）このような厳しい不況を乗り切るには、総需要の持続的な拡大が不可欠であり、公共投資も含めた財政政策の支援がとりわけ不可欠である。この政策はケインズ政策と呼ばれるが、ここで重要なのは、どのような公共投資がなされるかである。ケインズが一貫して求め続けたのは、「無駄な」投資ではなく、当時の英国経済の発展にとって不可欠な未来指向型の投資（鉄道の近代化、港湾や道路網の整備や電源開発など）であり、今日でいえば、企業の将来への確信を高め、期待成長を回復させるものである。実際、旧来型の公共投資では十分な景気刺激を期待できない。

（2）銀行が不良債権の最終処理を行うと、デフレがデフレを呼ぶデフレ・スパイラルになることがあり、これを阻止しないかぎり、産業構造の大転換は、「痛み」がひどすぎて実行不可能となる。それゆえ、マネーサプライを拡大し続けて、デフレ期待を一掃し、可能なかぎり、ゆるやかなインフレを生じるようにすべきである。これはインフレ・ターゲティング論と呼ばれているものであり、そこではデフレの脅威が強調されるが、問題は、はたして貨幣政策で本当に「望ましいインフレ」を実現できるかである。

(3) マクロ経済が再生されるためには、不良債権を生み出している企業は再編・縮小あるいは淘汰されなければならない、その促すためには、安易な総需要拡大政策はむしろ逆効果である。規制緩和を大胆かつ急速に進めるとともに、真の行財政改革を断行することにより、新しい産業や企業の創出を促すことが厳しいようでも、痛みを伴う調整期間をむしろ短期で終らせることになる。これは構造改革派の立場であり、たとえば総需要の維持に不可欠とされる低金利政策をむしろ有害であると批判する論者もいる。

われわれは、この3つの選択肢のいずれを選択すべきなのだろうか。今日の日本のように、過剰貯蓄の状況のもとでは、ある程度の財政赤字は不可欠であり、それには異論はないであろう。問題は財政支出の規模と内容である。いうまでもなく、(1)の選択肢には、旧来型の公共投資を継続し、危機に瀕している建設業界をなんとかして延命しようとする勢力が介入してくることは必至であり、われわれは政治家に求めるのは、財政赤字を拡大して「無駄の多い旧来型の公共支出」を温存するのではなく、党派をこえた政治家集団が、真の「財政支出の抜本的な見直し」を実施し、実行することである。したがってマスコミも、真に革新的で実行力のある政治家をどのように支援するのか——その姿勢と方法が問われているのではないだろうか。すくなくとも経済問題に関しては、政党の論理をこえた政策と体制が必要な時代を迎えている。

参考文献

- I の景気変動に関する『一般理論』以前の諸理論については、
- G. ハーバラー『景気変動論』（松本・加藤・山本・笹原訳）、東洋経済新報社、1966年。
 - 『一般理論』以後については、
 - A. W. マリーナー『ケインズ以後の景気循環』（小島照男訳）、多賀出版、1992年。
- また景気変動の理論・現実・政策への入門書には、
- 金森久雄編著『ゼミナール・景気循環入門』、東洋経済新報社、2002年。
- があり、そこには多くの参考文献があげられている。

Ⅲの景気変動のプロセス——理論と現実、に関しては、日本の問題を扱った多くの論文・著書がある。筆者が参考にした文献のうち、入門的な著書のみを7点、あ

げておく。

- 山口義行・小西一雄『ポスト不況の日本経済』，講談社，1994年。
- 森永卓郎『バブルとデフレ』，講談社，1998年。
- 原田 泰『日本の失われた十年』，東洋経済新報社，1999年。
- 小林慶一郎・加藤創太『日本経済の罨』，日本経済新聞社，2001年。
- 北坂真一『現代日本経済入門』，東洋経済新報社，2001年。
- 岩田規久男『デフレの経済学』，東洋経済新報社，2001年。
- 竹森俊平『経済論戦は 甦^{よみがえ}る』，東洋経済新報社，2002年。

また，拙著『マクロ経済学と日本経済』，中央経済社の第Ⅲ部および，そこでの参考文献を参照（なお，上で挙げた7点以外の参考文献が紹介されている）。