

1991—92 年における日本とドイツの 実体経済と株式価格

佐藤 俊 幸

序——問題の所在

- I. 1991—92 年におけるドイツの株式価格
- II. 1991—92 年における日本の株式価格

序 —— 問題の所在

1991—92 年においては、日本とドイツの株式価格はともに低下をみる。ドイツの場合は、東西ドイツの統一ブームに支えられて上昇してきた株式価格が一転して低下を開始したのであり、日本の場合は 1990 年に引き続いて低下したのである。本稿は、その原因を究明することを課題とする。

I. 1991—92 年におけるドイツの株式価格

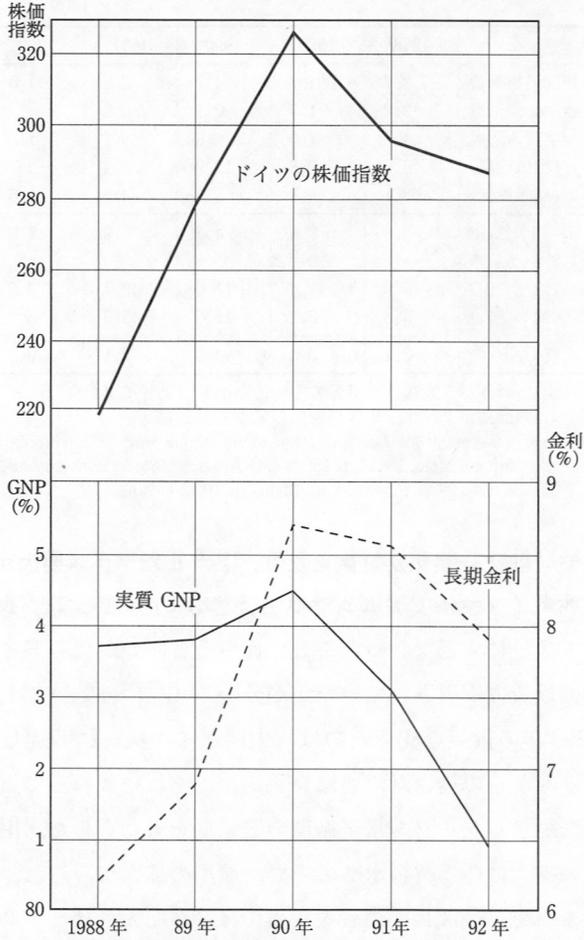
1991—92 年において、ドイツの株式価格は、1989—90 年の上昇局面から一転して、下落局面に突入する。その原因は、他ならぬ過剰生産による景気の反転のうちにあると断すべきである。以下では、この点について論じよう。

1991—92 年直前の 1989—90 年における好調なドイツの株式価格を支えていたのは、ドイツの好景気であった。確かに、ドイツの金利水準は上昇して

はいた。好況期、繁栄期においては、資本が自己の資金的制約を超えて蓄積を図ろうとするから、貸付可能な貨幣資本に対する需要は急激に高まっていくが、その供給は需要に追いついていかない。したがって、需要と供給の関係から利率は上昇傾向をたどることになる。さらに、この時、西ドイツ連邦銀行が、景気循環圧力、マルク安などによって物価安定が脅かされることをおそれ、引き締めの通貨供給政策をとっていたから、なおさらであった。こうしたことによって、ドイツの長期金利（公債）は1989年において6.9%、1990年にはさらに上昇して8.7%に達したのであった。株式価格が基本的には配当の資本還元によって擬制的に形成されたものである以上、他の諸条件が同じであれば、利率の上昇は本来株式価格を低下させる要因である。しかし、ドイツの株式価格は短期的にはともかく、より長期的に、すなわち年間をとおしてみると、こうした利率の上昇によって低下させられることはなかった。それはなぜかという点、利率の上昇というマイナス要因を補って余りあるほど、景気が好調となり、こうしたプラス要因が株式価格に対して決定的な影響を与えたからである。この点については、図1を参照していただきたい。これは、ドイツの株式価格と、長期金利および実質GNPとを対比したものであるが、それによると1989年から1990年までのドイツの株式価格の上昇がその時のドイツの景気的好調さに裏付けられていたことが分かる。

1989—90年のドイツの景気は、実質GNPでみると、1989年は3.8%、1990年は4.5%の成長となっており、1980年代以降でみると良好な数値を示しているが、その景気を支えたものは、1989年の場合は、ヨーロッパ内での投資需要の高まりによる投資財輸出である¹⁾。国内の資本財産業が受けた輸出注文は、名目で14%増加している。ドイツ経済は投資財の生産を基本的な軸としているから、ヨーロッパ諸国での投資の高まりがこうしたドイツ経済の軸に活況を与え、ドイツ経済全体に大きな成長促進要因を提供した。ドイツの基軸的な産業の好調さが、国内の関連するさまざまな部門での設備投

図1 ドイツの株式価格と実質 GNP，長期金利の推移



(注) 株価指数は連邦統計庁株価指数（1980年12月30日=100）の年平均値であり、長期金利は当該期間に発行された公債利回りである。

(出所) Statistisches Bundesamt, *Wirtschaft und Statistik*, Wiesbaden, 1, 1993, S.63. および *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt am Main, March, 1993. Statistical Section p.67. より作成。

表1 ドイツの実質 GNP 対前年伸び率

(単位：%)

	1988	1989	1990	1991	1992
民間最終消費	2.7	1.7	4.7	2.5	1.0
政府消費	2.2	-1.7	2.1	0.8	
固定資本形成	4.6	7.0	8.8	6.7	1.5
(機械設備)	6.6	9.8	12.9	9.4	-2.7
(建設投資)	3.1	4.8	5.3	4.1	5.6
国内支出	3.6	2.6	4.5	3.0	1.6
対外バランス					
(輸出)	5.9	11.4	11.0	12.1	3.3
(輸入)	5.8	8.4	11.6	12.6	5.2
実質 GNP	3.7	3.8	4.5	3.1	0.9

(注) 対外バランスは、世界のその他の地域（東ドイツを含む）との商品およびサービスの取引の収支である。

(出所) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1991*, (Frankfurt am Main, 1991), p. 15. および *Deutsche Bundesbank Annual Report 1992*, (Frankfurt am Main), p. 19. より作成。

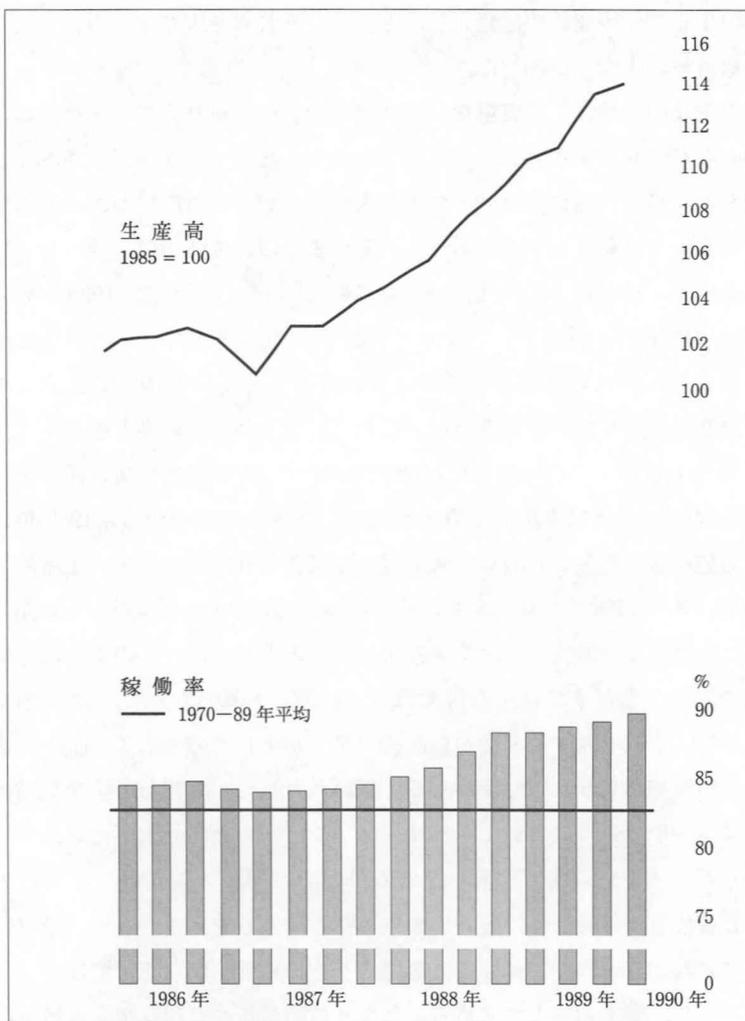
資の増加に結び付いていったからである。1989年の機械設備への投資は、実質ベースで西ドイツ全体でほぼ2桁の伸び(9.8%)に達している。民間最終消費が僅か1.7%にすぎなかったことに比べると、いかに西ドイツ経済が外需主導の設備投資に牽引されていたかが分かる(表1参照)。

つづく1990年の景気を支えたのは、東西ドイツ統一に関連した需要である。ヨーロッパからの投資財需要は衰えるが、それに代わって東西ドイツ統一に関連した動きがドイツの景気循環の繁栄期をもたらした。旧西ドイツにおいて景気の拡大に伴う賃金水準の上昇、雇用の拡大がみられ、これが減税措置とあいまって、民間最終消費を実質で4.7%拡大させたが²⁾(表1参照)、さらにこれに旺盛な旧東ドイツ市民の消費需要が加わったのである。旧東ドイツに有利なレートでの東西マルクの交換、旧西ドイツ政府からの資金移転などに依拠した旧東ドイツ市民は、家庭電化製品などの耐久消費財を中心とした消費財、住宅に旺盛な需要を示した。こうした旧東ドイツ市民の需要は、言うまでもなく、旧東ドイツ製の生産物ではなく、旧西ドイツを中心と

したいわゆる「西側」の商品に対して向けられたので、旧西ドイツでは、消費財の生産や住宅建設が活発化し、さらに、それらを生産するのに必要な機械や原材料の生産も増加した。

この生産の増加は、投資家を一層の設備投資へと駆り立てた。それは、繁栄期のなかで利潤率が高かったという理由からだけではない。東西ドイツの統合という形で国内に前途洋々たる広大な市場が今後将来にわたって形成されていくように見えたからであった。それまでの生産能力はというと、1982年以降生産の伸び以下に抑えられてきていた³⁾。したがって、1989年において一層の増産の必要が生じた時に、稼働率はほぼ限界に近づき、「生産のボトルネックがたくさんの部門であらわれることとなった」⁴⁾。この点については図2を参照していただきたい。これは、製造業の生産高と稼働率を示したものであるが、それによると1989年においては生産高が高い伸びを続けているなかで、稼働率がほぼ限界に近づいていたのが分かる。1989年において活発な設備投資が行われ、生産能力が増強されたとはいえ、生産能力の伸び率は2～2.5%であり、需要の伸びについていけなかった⁵⁾。その結果、工業における注文残高は大きく積み上がることとなった。このように注文残高が積み上がり、すでに生産設備の不足があらわれるなかで、1990年の前半にかけて東西ドイツ統一関連の旺盛な需要が生じたのである。眼下に広大な新しい販売市場がまさに開かれると思われた時に、手持ちの生産設備はすでにフル稼働に近づいていて、増産が難しく、新市場での需要に対応できない。したがって、資本家は前年をはるかに上回る12.9%（実質）という大規模な設備投資を敢行した。どの資本家もそうせざるをえなかった。それは、増産できなければ利潤獲得の機会を逸するという理由からだけではない。販売を増やし、資本蓄積をすすめることで、技術革新や有利な販売政策を展開できる条件を作っていかなければ、将来において他社との競争に敗れ、自らが没落の運命を担わざるをえなくなるからである。そして、こうした資本家の設備投資を支えたのは、銀行信用である。設備投資を行うには巨額の貨幣

図2 1986—90年におけるドイツ製造業の生産高と稼働率



(注) 生産高は1985年を100とした指数である。

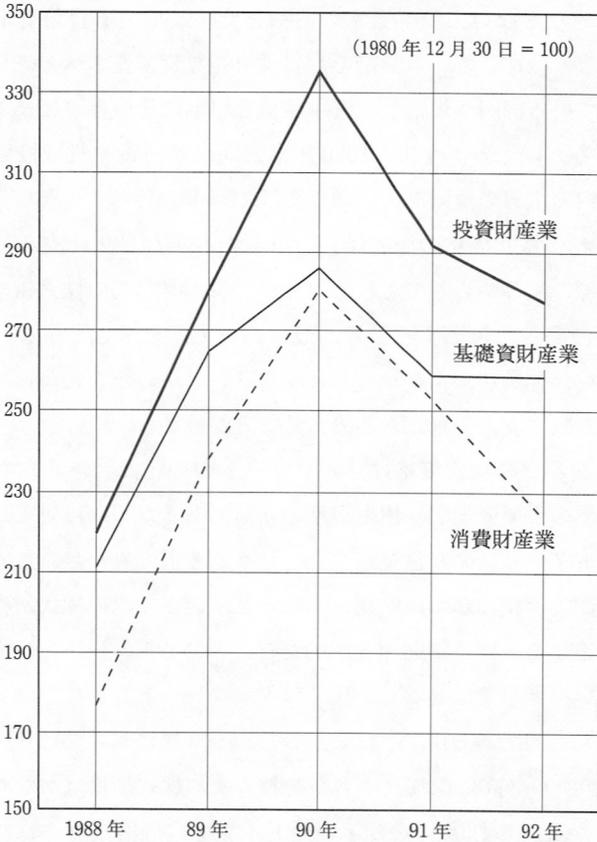
(出所) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1989*, (Frankfurt am Main, 1991), p. 18.

が必要となるが、自己資金には限界がある。この限界を打破するものこそ、銀行信用に他ならない。現実資本の蓄積を反映している貨幣資本のみならず、社会に広く散在している貨幣をも貸付可能な貨幣資本へと転化し、それを必要としている部門へ供給し、資本蓄積を早期にその極限にまでおしすすめるのである。以上のように、1990年は民間最終消費や設備投資、建設を中心とした内需主導の景気拡大であった（表1参照）。

1989—90年の株式価格の上昇は、こうした好調な景気に支えられたものである。実際、図3からみてとれるように、資本財部門の株式価格が、設備投資の伸びの高さに対応する形で、最も高い上昇を示している。同様にまた、株式価格の運動がマルクレートに左右されなかったことから、株式価格が好調な景気に支えられたものであることが分かる。

従来、西ドイツの株式価格はマルクレートの変化に大きく左右されてきた。西ドイツの主要産業が輸出主導型の産業であるため、投資家からは、マルク高は西ドイツ企業の経営業績を悪化させる要因とみなされていた。したがって、外国為替相場がマルク高にふれると、西ドイツの株式が売られ、株式価格が低下するという構図が支配的だったのである。しかし、1990年の株式価格については事態は異なる。図4はマルクレートの推移と株式価格の動向を比較したものであるが、それによると、1990年においては外国為替相場（年平均値）がマルク高にふれたにもかかわらず、株式価格はかなり上昇しているのが分かる。これは、1990年の西ドイツ株式価格にみられた極めて特徴的なことからである。一体なぜこうしたことが生じたのであろうか。それは、ドイツの株式価格が内需主導の好調な景気に支えられていたからである。西ドイツの主要産業をはじめとするほぼ全ての産業が、東ドイツからの需要を中心とした内需によって活況を呈し、企業業績が好調であったから、マルク高によって対外貿易が不振になることを危惧する必要がなかったのであった。だから、投資家はマルク高だからといって、ドイツの株式を売りに出すことはしなかったし、株式価格が低下することもなかったのである。

図3 ドイツの部門別株価指数

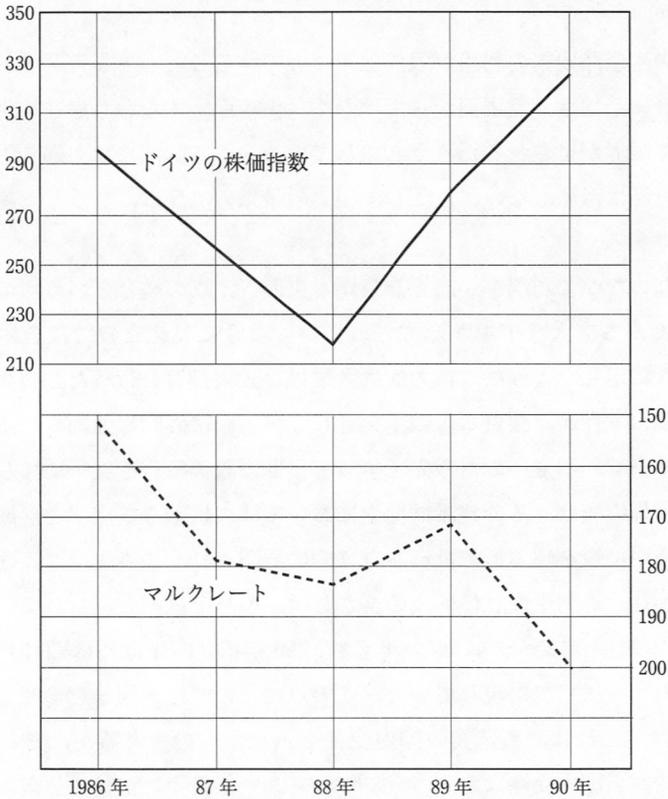


(注) 株価指数は連邦統計庁が公表しているものであり、数値は年平均である。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, Februar, 1993, S. 47. より作成。

さて、1989—90年の西ドイツの株式価格は以上のように好調な景気によって支えられてきたわけであるが、1991—92年になると、この株式価格を支えてきた景気が徐々に反転していく。この景気反転の条件は、実は1990年の繁栄期において醸成されつつあった。通常、1990年という時期は、過

図4 ドイツの株式価格とマルクレート



(注) 株価指数は連邦統計庁株価指数（1980年12月30日=100）の年平均値である。他方、マルクレートは、対米ドルの指数（1972年末=100）で、年平均値であり、値が大きいことは、マルク高であることを意味している。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, Februar, 1993, S.47. および Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, Februar, 1993, S.100. より作成。

剰生産とは全く無縁の時期と考えられている。例えば、ドイツ連邦銀行の年報においては、次のように論じられている。

「既存の生産諸要素，とりわけ資本ストックの利用が限界に近づいていることから，総生産の拡大の余地は小さいように思われる。その結果，西ド

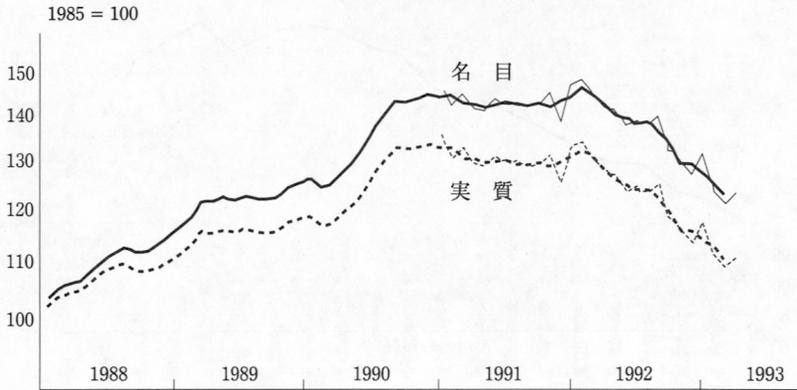
「ドイツ経済の成長余地は、潜在的生産能力の増加の程度によって限界が付される」⁶⁾

既存の生産諸要素の利用が限界に近づいていることをふまえ、西ドイツの経済成長の余地は、需要面からではなく、供給面、すなわち潜在的生産能力によって限界が付されるだろうと論じている。この論調には、過剰生産という危機意識は微塵もない。しかし、現実の景気の実態は、こうした論調とは全く逆である。

繁栄期のなかで利潤率が高く、しかも東西ドイツの統合という形で国内に前途洋々たる広大な市場が形成されていくように見えたので、資本家たちは、さきに示したように、精力的に大規模な設備投資を行った。利潤獲得という資本の本性が、諸資本の競争を通じて資本家に外的に強制されるので、どの資本家も利潤獲得のため先を争って早期に設備投資を実行に移したのである。設備投資は、その建設期間中においては、供給なき需要を形成するから、投資が投資を呼ぶ形で投資が自立的に展開され、過剰生産は表面化しない。しかし、過剰生産設備形成のきざしは、増勢が続くとみられていた製造業の国内受注（実質ベース）が、早くも1990年第2四半期には頭打ちとなったことのうちにすでに現れていた。この点については、図5を参照していただきたい。これは、製造業の国内受注を示したものであるが、それによると、製造業の国内受注は1989年後半から1990年前半にかけて急激に増えていたが、1990年後半には頭打ちとなっていたことが分かる。

こうした潜在的な過剰生産が顕在化してくるのが、1991年の後半以降である。図5、図6にあるように、製造業の受注（実質）は少しずつ落ち込み始め、販売高は頭打ちになる。というのも、旧東ドイツ企業の経営不安による雇用の先行き懸念や「西側」商品購入のほぼ一巡といった事情により旧東ドイツ市民の消費支出の伸びがなくなったことなどを背景に⁷⁾、民間最終消費（実質ベース）が前年の4.7%増から1991年に2.5%増へと鈍化したからである。また、政府消費支出も伸びを低め、純輸出は精彩を欠いていたから

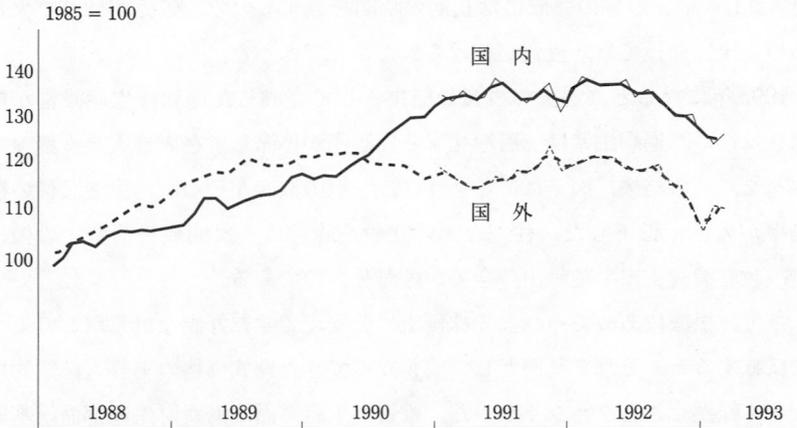
図5 ドイツ製造業の国内受注



(注) 値は、季節調整値である。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*, Juni, 1993, S. 45.

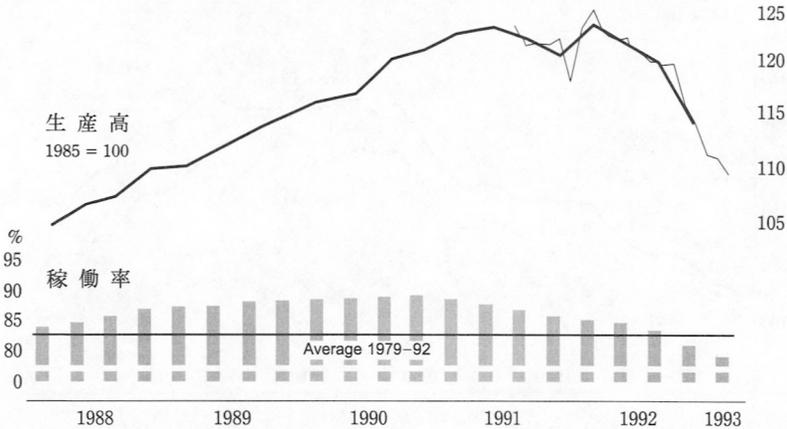
図6 ドイツ製造業の国内・国外別売上高



(注) 値は、季節調整値である。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*, Juni, 1993, S. 53.

図7 1991—92年におけるドイツ製造業の生産高と稼働率



(出所) Deutsche Bundesbank Annual Report 1992, (Frankfurt am Main), p.20.

である。高い伸びを示しているのは、建設投資を除けば、設備投資だけである(表1参照)。設備の完成には長期の時間を要するので、販売が伸びを欠き始めた後になっても、投資が続けられたからであった。

1992年になると、過去の投資の結果として完成した過剰な生産設備が稼働しはじめ、過剰生産は一層激化する。販売が停滞し、在庫は大きく積み上がった。その結果、図7にあるように、一層の減産が行われ、生産設備の稼働率が大きく低下した。住宅などの建設を除けば、民間最終消費、設備投資、政府消費支出、純輸出の全てが停滞したのである。

さて、根底にあってそれまで株価上昇を支えてきた好調な景気がこのように反転すると、それを基礎として成り立ってきた株式価格の上昇も必然的に大きく転換せざるをえなくなった。投資財生産部面、消費財生産部面、基礎資財生産部面の株価指数のいずれもが、大きく下落した(さきの図3参照)。それまで、好調な景気によって効果の発現を抑えられてきた金利の株式価格に対する影響が顕在化し出したのである。金利水準は前年に比べればやや低下したとはいえ、それでも1991年の長期金利(公債利回り)は8.6%、1992年

は7.9%であり、依然として高水準であった。旧東ドイツの企業の民営化に関わって、旧西ドイツ企業がその株式を取得したことを除けば⁸⁾、個人や外人投資家は株式投資を避け、高利回りの債券や預金へ投資を集中させたのである⁹⁾。

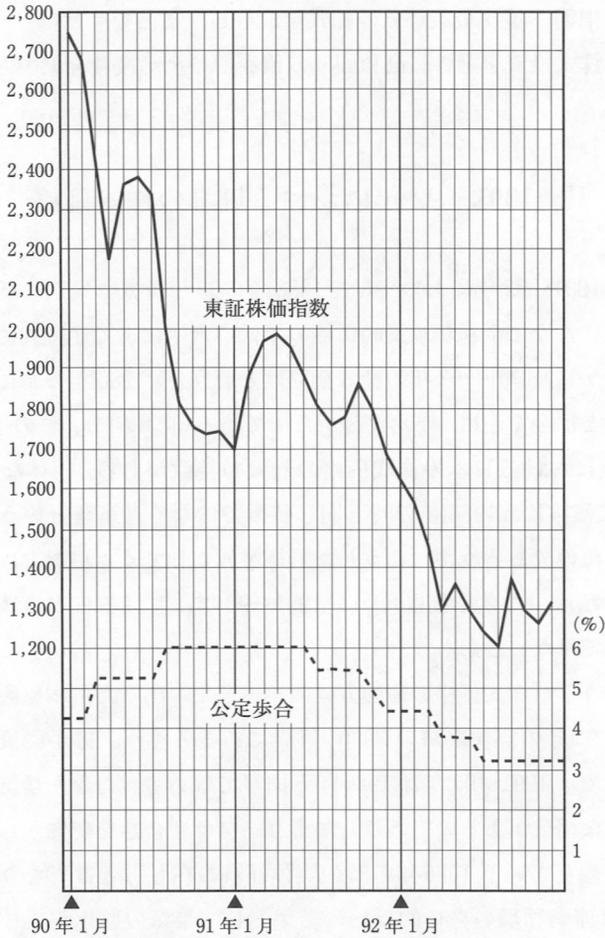
II. 1991—92年における日本の株式価格

日本は、1991—92年においては、1986年の時と同様に景気の反転が起こり、また同じように金利が政策的に極めて低い水準にまで連続的に引き下げられた。しかし、1991—92年の株式価格はというと、1986年の時に急上昇がみられたのとは全く逆に、下落が続いたのである（図8参照）。この点にこそ、1991—92年における日本の株式価格の最大の特徴がある。一体なぜ1991—92年の株式価格は、1986年の時と同じ特徴ではなく、下落という全く逆の形態をとったのであろうか。こうした形態が成立してくる根拠とは一体何であらうか。私は、こうした視角から1991—92年における日本の株式価格についてふれてみたいとおもう。

私は、こうした株式価格の運動方向の相違を生み出した根本原因は、1986年と1991—92年の実体経済の動向の違いにあると思う。確かに景気の反転期という点では1991—92年は1986年と同じではある。だが、景気の反転様式に決定的な相違があるのである。つまり、プラザ合意を契機とした円高による景気の悪化という1986年の時の実体経済の在り方とは異なり、1991—92年の時は産業循環の自律的反転の結果として景気の悪化が生じているのである。1991—92年においては実体経済がこのような状況であったために、1986年においてみられたような、過剰な貸付可能な貨幣資本は形成されず、したがってそれが株式市場へ流入し、投機的に株式価格を上昇させるというようなことはなかったのである。この点について、たちいって論じよう。

1986年の株式価格の投機的な急上昇の根拠は、なによりもその当時の実

図8 日本の株式価格と公定歩合



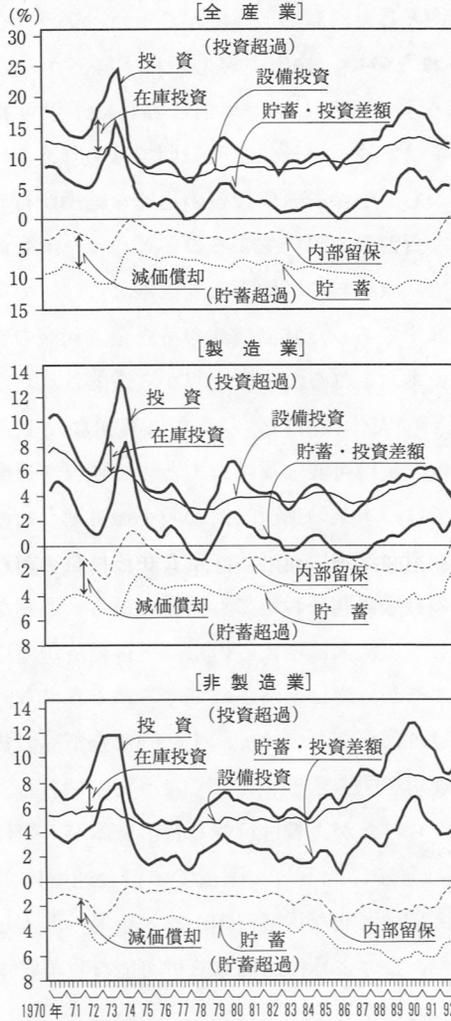
(注) 東証株価指数は、月平均であり、目盛りは左。公定歩合の目盛りは右。

(出所) 東京証券取引所調査部『東証統計月報』各号、および日本銀行調査統計局『経済統計年報』平成5年版、より作成。

体経済の動向、景気の特異な反転様式にあった。1986年の時は景気の反転がプラザ合意を契機とした円高によって起こった。プラザ合意によって円高の到来が明瞭にされたので、輸出主導型の日本経済がその来るべき円高によって大きな打撃を受けることは、事前に容易に予想可能であった。だから、資本家にとっては、通常の景気の反転期ではありえないような迅速な対応が生じた。すなわち、生産や設備投資の迅速な縮小が行われたのである。これによって過剰な貨幣資本が発生することとなった。生産や設備投資が迅速に縮小されたので、原材料や労働力に支出されるはずであった貨幣資本、設備投資に向かうはずであった減価償却の積立金、利潤のうち資本蓄積に予定されている貨幣資本、これらが生産過程から遊離されたからである。社会的に現実資本が過剰で実体経済自体のうちに有利な投下先が見いだされなかったから、それは、貸付可能な貨幣資本として独自の運動を展開することとなった。製造業では、本業の生産的活動の不振を補うために、この過剰な貨幣資本を投機的な資金運用に充当し、そこから利益をあげなければならなかった。銀行などの金融機関においても同様である。過剰な貨幣資本の発生によって、預金としての流入は増えるのに、実体経済が停滞しているのに、貸出は伸びないばかりか、逆に返済されてくる。それでも、預金に対する利子の支払いをしなければならないので、生産的な企業への貸出ができない以上、投機的な資金運用を図らざるをえなくなったのである。国債の購入にあてるという手法もとられたが、貸付可能な貨幣資本が大量に滞留しているので、国債の利回りは急速に低下し、国債での資金運用はすぐに限界に達した。これによって、貸付可能な貨幣資本が株式市場へ流入し、株式価格を上昇させたのであった。このように過剰な貸付可能な貨幣資本こそが株式価格の急上昇の根源だったのである。

このように、1986年の株式価格の上昇をもたらしたのは、実体経済の動向に基づく過剰な貸付可能な貨幣資本の形成にあったが、しかし1991—92年においては、こうした過剰な貸付可能な貨幣資本は形成されなかった。図9

図9 法人企業部門の貯蓄・投資バランス（対名目GNP比率）



(注) 1. 季節調整済み，3期加重移動平均値（ウェイト1：2：1）。

2. 内部留保 = その他剰余金 + 引当金 + 特別準備金

(資料) 大蔵省『法人企業統計季報』

(出所) 日本銀行「平成4年の資金循環」『日本銀行月報』1993年7月号，11ページ。なお，元号表記は，本稿の記述に合わせて西暦年号に変えた。

は、法人企業部門のいわゆる貯蓄・投資バランスをみたものであるが、これによって過剰な貸付可能な貨幣資本の形成状況についてみてみよう。それによると、製造業においては、貯蓄超過となった1986年とは対照的に、1991—92年は大きく貯蓄不足となっていることが分かる。非製造業もこれとほぼ同様の傾向を示しており、非製造業を含めた全産業レベルでも貯蓄不足は大きい。

企業において過剰な貨幣資本が形成されなかったのは、図9に示されてあるように、内部留保が1986年に比べ大きく減少している上に、設備投資が——減少傾向にあるとはいえ——1986年の時よりも高い水準にとどまっているからである。製造業、非製造業とも、こうした傾向にある。だが一体なぜ、内部留保が1986年に比べ大きく減少しているのであろうか、またなぜ設備投資は——減少傾向にあるとはいえ——1986年の時よりも高い水準にとどまっているのであろうか。その理由は、実は1991—92年の景気の反転様式のうちにある。1986年も1991—92年も共に景気の悪化が叫ばれた時期であり、実体経済の状況自体に何の違いもないようにみえるが、しかし実際は決してそうではない。両者の間には景気の反転様式という点において決定的な相違が潜んでいるのである。すなわち、1986年の時の景気の反転はブラザ合意を契機とした円高という明瞭な外的指標によって生じた。それゆえ、資本家のそれに対する対応も迅速であり、生産や設備投資の迅速な縮小によって打撃を最小限にとどめることができた。その結果、過剰な貨幣資本が発生したのである。だが、1991—92年の時は、そうではない。景気の自律的な反転の結果として景気の悪化が生じている。過剰な生産設備、過剰な商品資本が信用によってその極限まで熟成されたうえで、消費との矛盾が爆発し、景気の反転が徐々に先鋭化していったのである。景気が自律的に反転した場合、景気悪化に対する資本家の対応は遅れ、生産や設備投資の迅速な縮小は行われえず、したがって過剰な貨幣資本は発生しえない。それは、以下のような理由による。

過剰生産は、景気循環の繁栄期においてその条件が熟成され、恐慌期において顕在化する。繁栄期には設備投資が活発化するが、設備投資はその建設期間においては供給なき需要を形成するから、その需要が関連の生産部門の販売を増加させ、その部門における設備投資を誘発する。投資が投資を呼ぶという形で設備投資が消費の制限を超えて自律的に展開される。価値増殖を積極的にはからなければ、他の資本家との競争に敗れ、没落の運命を担わなければならないから、生産や設備投資の拡大は精力的に行われる。価値増殖という資本の本性が諸資本の競争を通じて資本家に外的に強制されることになるのである。この生産の自立的な展開は、信用によってその極限にまで発展させられる。過剰生産が形成されつつあるなら、それは需給関係の悪化を通じて商品価格の低下のうちに現れるはずであるが、信用によって仮消費、仮需要が支えられるので、商品価格は上昇し続け、過剰生産の兆候はその極限に至るまで商品価格のうちに現れない。実際の需給関係が隠蔽され、商品価格が上昇し続ける以上、人々の目には再生産過程が依然として健全に拡大しているかのように見えるから、生産や投資の拡大が銀行信用の力を借りながらひたむきに続行される。しかし、仮需要、仮消費において信用面で限界が生じるか、あるいは生産設備の完成とともに設備投資が必要なき供給を形成するようになれば、過剰生産がただちに表面化する。生産や設備投資の精力的な拡大が続けられているなかで、突如として販売の停滞が生じ、販売不振の結果としての在庫が大量に積み上がる。このように、景気の自律的な反転の結果として景気の悪化が生じた場合、資本家の対応は遅れるのである。

1991—92年においては景気が自律的に反転したので、これに規定されて、企業においては、過剰な貨幣資本は形成されず、逆に、資金不足、すなわち、内部資金（内部留保と減価償却）より実物投資（設備投資と在庫投資）の方が大きいという状態が生じた。設備投資や在庫投資は迅速に縮小されず、内部留保は販売不振の結果としての在庫の積み上がり、過剰な雇用による人件費

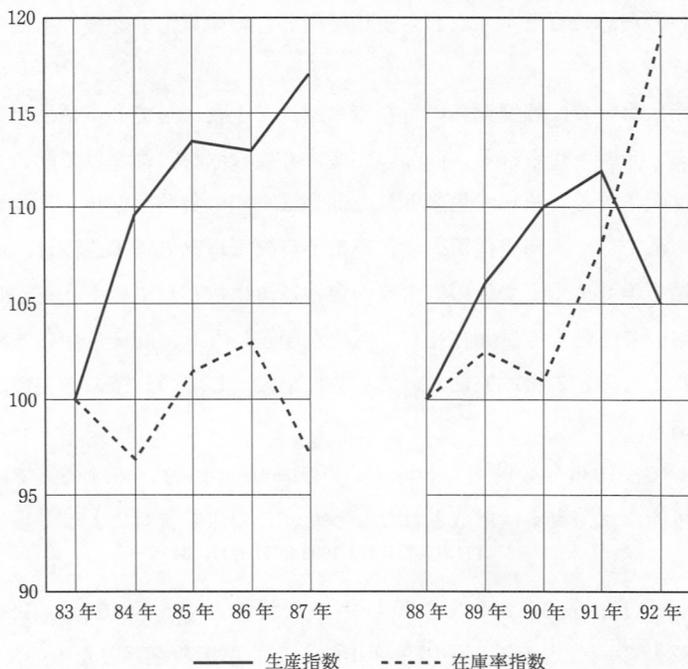
の重圧などによって一層低下したからである。それだけではない。商業手形の支払いのための貨幣、すなわち支払手段としての貨幣の必要性も高まるからである。

繁栄期においては好況期の円滑な資本還流を土台にして商業信用の連鎖が極限にまで発展させられる。商品の生産に必要な原材料は掛けで購入され、生産が拡大される。そして生産された商品は実際の貨幣に転化するまえに掛けで売られていく。商業信用の支払いに不可欠な自己の資本還流は、商業信用の連鎖の中でますます他の資本家の資本還流に依存していく。だから、恐慌期において過剰生産が顕在化し、販売が困難になり、商業信用の連鎖が断ち切られると、どの資本家においても支払手段としての貨幣の必要性が高まるのである。

かくして、1986年の時とは異なり、1991—92年においては企業では過剰な貸付可能な貨幣資本は形成されなかった。この点を資料によって裏付けておこう。

図10、図11、表2、表3を参照していただきたい。図10は、1986年と1991—92年の両時点の鋳工業の生産指数と在庫率指数を示したものであり、図11は製造業の人件費の動向を、表2は製造業設備投資の伸びとその目的別構成比を、表3は売上高の伸び率、売上高営業利益率の推移をそれぞれ示したものである。これらによって両時点の生産と在庫、利益、そして設備投資の状況を試みよう。プラザ合意を契機とした円高という明瞭な外的指標によって景気の悪化が生じた1986年からみていこう。この時は、プラザ合意を契機に円高の急激な進展が明瞭にされたので、輸出主導型の日本経済に販売悪化の大波が押し寄せてくるであろうことは容易に予想された。したがって、資本家のそれに対する対応も迅速であり、1986年における鋳工業生産は前年までの力強い伸びから一転し、早くも抑制され、販売不振の結果としての在庫の積み上がりが極力抑えられていることが図10から分かる。人件費についても、図11に示されている通り、迅速な対応がとられ、生産の

図10 日本における鋳工業生産指数と在庫率指数の推移

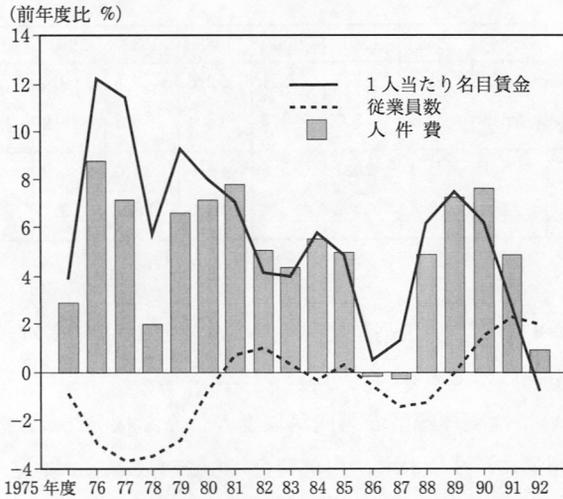


(注) 在庫率指数は、鋳工業生産者製品在庫率指数である。生産指数、在庫率指数ともに、1983年と1988年の二つの時期を基準(100)として、計算し直した。

(出所) 通商産業省『通産統計』および日本銀行調査統計局『経済統計年報』平成5年版より作成。

抑制に伴い、従業員数や一人当たりの名目賃金の両面から、人件費の削減が行われている。人件費が前年比で即座に減少に転じたのは、1975年以降例をみないことであって、いかに資本家の対応が迅速であったかが分かるであろう。設備投資についても同様の傾向が表2から看取できるのであって、円高による外需の不振を予期し、それまでの2桁台の伸びから一転して、増産・拡販目的の投資を中心に11.9%の縮小が図られている。これら迅速な円高への対応の結果、1986年度の製造業における営業利益は前年度比34.1%の

図 11 製造業における人件費等の推移（石油精製を除く）



（出所）日本銀行調査統計局「景気後退局面における企業経営動向について」『日本銀行月報』1993年11月号，34ページ。なお，元号表記は西暦年号に変えた。

表 2 日本における製造業設備投資の伸び率と構成比

（単位：%）

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
設備投資伸び率 （前年度比）	13.4	13.2	-11.9	-2.2	28.0	22.1	19.6	3.0	-17.2	
構成比率	増産・拡販	32.6	30.6	25.7	27.6	33.9	37.1	36.5	35.0	31.5
	合理化・省力化	23.9	22.3	23.2	22.6	20.5	19.4	19.7	19.7	18.8
	研究開発	19.7	21.8	25.7	25.6	23.6	21.6	21.7	21.6	21.6
	その他	23.8	25.3	25.4	24.2	22.0	21.9	22.1	23.7	28.1

（出所）日本銀行調査統計局『主要企業短期経済観測時系列集——昭和48年2月から平成6年5月調査——』より作成。

マイナスで済んだのであった。営業利益が34.1%減少したというと、大幅減少という印象を受けるが、しかし売上高が7.3%も低下したにははまずまずの数値であるとみななければならない。事実、表3にあるように、1986年度における製造業の売上高は率にして1992年度のそれよりも倍以上の低下

表3 売上高対前年度伸び率と売上高営業利益率の推移

(単位：%)

		1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
製造業	売上高伸び率	7.9	1.9	-7.3	3.1	9.6	7.8	9.4	2.0	-3.1
	売上高営業利益率	5.5	4.4	3.1	4.2	5.4	5.6	5.0	3.9	2.8
全産業	売上高伸び率	8.1	3.4	-10.1	5.6	8.6	16.0	5.0	-0.1	-3.6
	売上高営業利益率	3.8	3.4	3.2	3.4	3.9	3.8	3.7	3.4	2.8

(出所) 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』各年版より作成。

をみたにもかかわらず、売上高営業利益率でみると1986年度の方が1992年度のそれよりも高いのである。

1986年においては実体経済の動向が以上のような状況だったので、製造業企業は貯蓄超過に、すなわち、内部資金(内部留保と減価償却の合計)が実物投資(設備投資と在庫投資の合計)を補って余りあるという状態になった。内部留保は営業利益の減少によって低下しはしたが、しかしその営業利益の低下幅は生産の抑制、人件費の削減など資本家の迅速な対応によって最低限にとどめられたし、また何よりも内部資金が減少する以上に設備投資や在庫投資が円高に対応して迅速に削減されたからである。こうした企業での貯蓄超過分が過剰な貸付可能な貨幣資本となったのである。

では、1991—92年においてはどうかであったろうか。1986年の時とは異なり、資本家の景気反転への対応の遅れがみられる。この点を資料によってみてみよう。まず、図10から、1991年に景気の悪化が発生しているにもかかわらず、1991年においては生産の抑制措置はとられず、依然として増産が行われており、その結果、販売不能の商品が在庫として急増していることがみてとれる。雇用も、図11に示されている通り、景気が反転しているにもかかわらず、従業員数の伸び率は抑えられていない。それどころか、逆に生産と連動する形で伸び率が加速され、その結果人件費は依然として高い伸びを示している。設備投資も、表2によれば、1986年の時に即座に11.9%の

削減が行われたのとは対照的に、1991年においては逆に3%増やされている。設備投資の中身をもても、増産・拡販投資が35%という高いシェアを維持しており、現実に起こっている景気の悪化、販売不振という事態に十分適応していないのが分かる。次に翌1992年の状況をみてみよう。1992年においてはようやく景気悪化への対応がとられるようになるが、その対応の不十分さは否定できない。まず、図10によって、生産と在庫率の動向をみていただきたい。景気の悪化が深刻度を増してきた1992年になってようやく、生産の急激な縮小が行われたことがみてとれるが、しかしここで注意しなければならないのは、その一方で在庫率が1991年の時よりも一層激しく上昇していることである。要するに、生産調整は行われたけれども、それが販売の不振に全く追いついておらず、その結果、販売不能の商品が前年水準をはるかに超えて大量に在庫として積み上がったのである。人件費は、一人当たりの名目賃金が減らされたものの、従業員数がなお増加を続けているため、依然として増え続けている（図11）。設備投資は、——伸び率がマイナスになったとはいえ——その絶対額の水準においては依然として高いのである。

以上のように1991年以降においては、過剰な貸付可能な貨幣資本が形成されなかったもので、1986年の時とは異なり、株式価格が投機的に上昇する根拠を全く欠いていた。景気の反転の仕方が自律的であったために、過剰な貨幣資本は発生せず、むしろ逆に支払手段としての貨幣に対する需要から企業は資金不足に陥っている。それまでの投機の失敗によって巨額の損失を抱えているなかで、本業の生産的活動において利潤が極めて悪化し、しかも資金不足の状況に追われているのである。こういう状況にあつては、企業は危険を伴う投機的な株式売買を行うことはできない。銀行についても、同様である。1986年の時は、景気の特異な反転様式によって貸出難という状況に陥った。企業における余剰資金の発生によって、それまで最大の貸出先であった企業に対して貸し出せなくなったばかりか、逆に企業からの借入金の返済や預金の流入がおこったからである。こうした事情のために、銀行は投

機能的な株式売買を活発化させざるをえなかったのである。だが、1991年以降においては事情は異なる。製造業からは、支払手段としての貨幣を求めて、預金の引出しと同時に、「運転資金」という名目での借入需要が大きくなっている。預貸率の上昇ということに表現されているように、貸付可能な貨幣資本に対する供給が減少する一方で、その需要は高まっているのである。銀行にとって貸付は利子生み資本として価値増殖を図るうえで最も基本的、かつ安全、確実な方法である。こうした状況のなかで、銀行が危険を伴う投機的な株式売買を活発化させる根拠はないといわなければならない。投機の失敗によって損失を抱えているとなればなおさらである。かくして、1991年以降においては大きな投機の波は起こりえなかったのである。

過剰な貨幣資本が形成されず、それによって投機的な株式価格の上昇の根拠が失われれば、株式市場においては景気の反転期に共通にみられる株式の売りが支配的となる。景気の反転期には、いつでも共通に、株式の売りが生じる。それは、ひとつには、決算対策として本業での利益の減少を穴埋めするために、いわゆる「益出し」、すなわち含み益のある株式の売却が行われるからであり、またひとつには、支払手段としての貨幣を調達するために市場で換金されるからである。もちろん、1986年の時も例外ではなく、こうした売りが一部においてみられた。ただ、その広がり小さく、またなによりも過剰な貨幣資本が株式市場に大量に流入したので、こうした動きは全て打ち消され、飲み込まれていただけなのである。だが、1991年以降は、過剰な貨幣資本が株式市場に流入することはなかったため、こうした売りが株式価格の動向を左右するようになった。こうした動きを反映して株式価格は、連続的に下落したのである。

さて、1991—92年の株式価格の動向の解釈をめぐっては、旧ソビエトのクーデターといった政治的要因から株式価格の低下を説くもの、企業業績という側面から株式価格の低下を説くもの、あるいは、いわゆる「損切り」という側面から株式価格の低下を説くもの、などがある。したがって、これら

に対するわたくしの立場を示しておかなければならない。結論から言えば、わたくしはこうした要因は副次的なものだと考える。まず、旧ソビエトのクーデターについて言えば、第一に、こうした要因が働いたのは1991年の8月という極めて限られた時期だけのことであり、1991—92年の全体に関与するものではない。第二に、もし仮にクーデターが主因であればクーデター終了後に株式価格は一挙に上昇に転じるはずであるが、実際はクーデターが終了しても株式価格の低下傾向に変化はみられなかったからである。

つぎに、企業業績から説く考え方について論じよう。1986年においては実体経済が円高を契機とした景気の悪化という状況にあったために、すべての産業が停滞したわけではなかった。つまり、電機や自動車などに代表される輸出主導型の産業は確かに円高によって大きな打撃を受けたが、しかしその一方で円高によって為替差益をうけ、利潤率の好調な業種が厳然として存在していた。円高は、輸出する側にとっては不利な事情ではあるが、石油、電力などの輸入に関連する業種にとっては円建ての支払代金を減少させるから、それを国内での商品価格に反映させなければ、利潤率を一時的に押し上げる要因になる。これらの業種での好調な利潤率が、過剰な貨幣資本を株式市場に流入させるうえでの一条件となったことはいうまでもない。

他方、1991—92年においてはどうかであったかという点、利潤率の好調な業種はほとんど存在せず、ほぼ全ての業種にわたって利潤率が大きく低下している。それは、景気の悪化がその自律的な反転によって生じたからに他ならない。1988年以降、内需に依拠しながら、生産と投資の増加が産業連関のなかで諸産業に波及していったので、景気が自律的に反転した場合、利潤率悪化の波は一部の限られた業種にではなく、ほぼ全ての業種に及んだのである。

企業業績から株式価格の低下を説くという考え方が登場してくるのは、以上のような事態に根拠をもっているが、だが、くれぐれも注意しなければならないことは、株式価格は1990年に暴落したとはいえ、依然として一株当

たりの利益によっては説明できない水準にあることである。1991年以降の株式価格の低下は、基本的には、投機的な側面から論じられなければならないことは明らかである。

最後に、「損切り」から株式価格の低下を説く考え方についてふれよう。株式価格が低下すると、それまでの株式価格の上昇局面において値上がり益目的で購入された株式は、損失をできるだけ回避するために売却される。そのなかには、純粹に投機目的のものだけでなく、株式の持ち合いや政策投資の膨張した部分も含まれる。

株式の持ち合いおよび政策投資とは、取引関係の維持や企業年金の獲得を目的として行われる企業および金融機関の株式取得のことである。これらは取引関係の維持や企業年金の獲得を目的としているため、株式の長期安定保有を基本としている。これらは1986年以降の株式価格の上昇局面において異常な膨張を示した。この膨張が株式価格の一層の上昇に寄与したことはよく知られているが、なぜ異常な膨張を示したかという点、含み益が見込まれたからである。

日本の株式は長期的に保有し、配当のみを得ていくには、配当利回りがあまりに低すぎるので、従来、株式の持ち合いや政策投資といった長期保有目的の株式投資は、配当が少なくても、取引関係や団体年金の契約の面で大きなメリットがあり、それで十分採算がとれる場合に限られていた。だが、1986年以降、株式価格が急上昇したことによって、大きな含み益が期待できるかもしれないという思惑が生じた結果、企業や金融機関は取引関係や団体年金の面で少々メリットが乏しくても、持ち合いや政策投資にかなり応じるようになったのである。含み益は不良債権の償却や長期保険契約者に対する特別配当の原資になるので、貴重なものとされたのである。

だが、株式価格が暴落すると、1986年以降に異常に膨張した株式の持ち合いや政策投資は解消の方向へ向かい始めた。本来であれば取引関係維持や企業年金獲得の面でメリットが乏しいため持ち合いや政策投資の対象になら

ないような会社とでも、株式の持ち合いや政策投資に応じたのは、ひとえに株式価格の上昇局面のなかで含み益が期待できると思ったからであったが、いまやそうした唯一の存在理由を株式価格の下落が完全に消滅させたからである。株式価格が大幅下落した結果、これらの株式には含み益どころか逆に損失が発生したため、金融機関などはそれを解消し、株式を売り切ってしまうという動きに出ている。もちろん、時間をかけて株式価格が回復するのを待つという選択肢もないわけではないが、しかしそうするにはコストがかかり過ぎる。銀行や生命保険会社が持ち合いや政策投資を行った際の資金には顧客や契約者から集めた資金が含まれているからである。例えば、銀行は顧客に利子を支払わなくてはならないが、1992年秋の銀行の1年物の定期預金の場合、利率は年4.07%である。ところが、持ち合いで取得した株式の配当利回りは僅か約0.95%だから、株式価格の回復を待とうとして、利息を支払って集めた資金でもって株式をもち続けた場合、年率3.12% (4.07% - 0.95%) という大幅な逆転を覚悟しなければならない。取引関係維持や企業年金獲得の面で得られる利点が乏しく、そのうえ含み損まで抱えている株式を、年率3.12%の逆転という損失付きで保有することは不可能なのである。

「損切り」は、いわば、株式価格の低下が一層の低下を誘発するというものであるが、1986年以降の株式価格の暴騰局面において株式価格の上昇が上昇を誘っていたという側面があったので、株式価格の低下がさらなる低下を誘うという現象は、1991—92年の株式価格の運動を理解するうえで、重要な鍵として多くの人々の注目を集めているところである。しかし、私はこうした現象に重きを置くことによっては、1991—92年における株式価格低下の核心を理解することはできないと考える。こうした要因は株式価格低下の原因ではなく、そこから派生した単なる増幅要因にすぎないと思うからだ。その理由は、以下のとおりである。

事態を分析するうえで、大いに着目されねばならないことは、次の点であ

る。すなわち、その後の展開はともかくも、最初のうちは、“何が何でも株式を売る”という姿勢が投資家の基本的態度では必ずしもなかったということである。1990年のように急落直後であれば、株式価格の下落幅もまだ大きくないので、損失を大きくしないために、“何が何でも売る”という姿勢が投資家の間で支配的となるが、しかし1991年の初めにおいては、東証株価指数は全盛時（1989年12月）の約2860から1000ポイント以上も下落し、すでに約1700へと落ちこんでいたので、“何が何でも売る”という投資家の姿勢に変化がみられていた。保有株式をこの時点で売却すると多額の損失が確定することが必至だったからである。だから、やみくもに株式を売却して多額の損失を確定するよりも、むしろ、ここまできたのだから、少しの間だけ株式価格の今後の動向を見極めて、それによって株式の売却を断固とすすめていくのか、あるいは持ち続けて株式価格の回復を待つのかを決めようとする動きが投資家の間で、1991年の初めの時点において形成されつつあったのである。

したがって、結果としてその後「損ぎり」による株式の売却が大量に出たにしても、それはそれ自体として独立に生じたとみるべきではないのであって、投資家に株式価格の低下傾向の持続を確信させ、多額の損失が確定してでも株式の売却にはしらせたところの、株式市場の地合いの悪さの結果としてとらえられるべきである。この地合いの悪さを規定したもののこそ、実体経済の動向、景気の自律的な反転様式に他ならない。

小括しよう。1991—92年においては、1986年と同様に、景気が悪化し、公定歩合が連続的に引き下げられ、史上最低の水準にまで達した。しかし、1991—92年の株式価格は、1986年の時とは全く逆に、大きく低下した。この点にこそ1991—92年における株式価格の動向の最大の特徴があるが、こうした株式価格の動向をその根本において規定したのは、1991—92年の実体経済の動向、すなわち景気の自律的な反転様式に他ならない。確かに1991—92年は1986年と同様に景気の悪化をみたが、しかし両者の間には決

定的な相違がある。1986 年の時は景気の悪化がプラザ合意を契機とした円高という明瞭な外的指標によって生じたが、1991—92 年においては景気の自律的な反転の結果として景気の悪化が起こった。その結果、過剰な貸付可能な貨幣資本は形成されなかった。これによって投機的な株式価格の上昇の根拠が失われ、株式市場においては景気の反転期に共通にみられる株式の売りが支配的となった。決算対策として本業での利益の減少を穴埋めするために、いわゆる「益出し」、すなわち含み益のある株式の売却などが行われた。こうした動きを反映して株式価格は、下落という形態をとるに至ったのである。

実体経済の動向、景気の自律的な反転様式によって株式価格の低下が必然的となり、これによって、いわゆる「損きり」の発生、株式の持ち合い・政策投資の綻び、株式の評価損の穴埋めのための株式の売却などといった、株式価格の低下を増幅する要因が発生し、株式価格は一層下落していったのである。

〔注〕

- 1) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1989*, (Frankfurt am Main), p.13.
- 2) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1990*, (Frankfurt am Main), p.14.
- 3) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1989*, (Frankfurt am Main), p.13.
- 4) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1989*, (Frankfurt am Main), p.17.
- 5) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1989*, (Frankfurt am Main), p.14, 17.
- 6) *Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1990*, (Frankfurt am Main), p.25.
- 7) Deutsche Bundesbank, “The Capital finance account of Federal Republic of Germany for 1991”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, (Frankfurt am Main), May 1992, p.21.
- 8) Deutsche Bundesbank, “The Capital finance account of Federal Republic of Germany for 1991”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, May 1992, p.19.
- 9) Deutsche Bundesbank, “The Capital finance account of Federal Republic of Germany for 1991”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, May 1992, p.21.