

百万ドルに分割され、前者の74.5%を医療サービス(18.9%)、不動産業(13.4%)、小売業(11.1%)、金融・保険業(8.9%)、石油・石炭製品(5.2%)、飲食店サービス(5.2%)、その他サービス(4.2%)、卸売業(3.9%)、食品加工(3.7%)の9部門で分けあっている。

以上、2大最終需要の向かい先については、設備投資は金額で見れば個人消費の2~4割程度の規模しかないが、より少数の産業部門に集中して流れ込んでいるため、「設備財生産部門」「設備投資需要依拠部門」にとっては非常に大きな生産誘発効果を持つのに対し、個人消費需要はその全体の規模は大きい、それが多数の部門に細分されていくための、多数の部門の成長に影響するとはいえ、ひとつひとつの部門が受け取る規模は小さくなる、という特徴がある。

なお、この表7-6に示されている結果は各部門の産出額の伸びであり、いわば企業の売上高の増大分に相当するものである。ここから原材料費の伸びを差し引いたものが付加価値生産の増分であり、それをインフレ調整したものが主要部門の実質成長額となる点、注意されたい。

### 3 資本投資の動態と拡大再生産の構造

以上、第2節では、1991~2001年と2001~2009年の2つの景気循環を対象に、最初に生産拡大と需要増大の特徴をとらえた上で、その両極の規定関係の内、需要増大から生産拡大への発生関係を追いかけてきた。以上はNIPA、FA、I-Oなどのマクロ経済統計を順次加工していけば得ることができる知見であり、それゆえこれを基礎作業としてきた。次に課題となるのは、その出発点たる需要の発生の背景を探ることである。そして繰り返し述べてきたように、需要発生の根幹にあるのは企業の資本投資活動(設備投資と雇用拡大)である。「この部門の企業群が、この時期に、このような資本投資活動を行ったのはなぜなのか」——この疑問に答えるためにはマクロ経済統計の加工だけでは不十分であり、各業界の事情を調べる必要がある<sup>141</sup>。第3節ではそれを行う。

第3節では、1990年代前半、1990年代後半、2000年代の3つの時期に区分して、それぞれ最初に第2節の基礎作業で得られた知見を要約的に確認した後に、その本来の課題に入る。

#### 3.1 1990年代前半の成長と資本投資

##### 3.1.1 需要から成長への産業連関

まず1990年代前半期の生産と需要の両極には次のような特徴があった。まず生産の動きについて言えば、①製造業の突出した成長ぶり与其他部門の相対的低迷ぶりとの対照的な二層分化状態、②その製造業の内部で数個の部門が1994年をピークにした成長が横並び的に生じていたこと、この2点であった。また需要の動きについて言えば、①個人消費の伸びの勢いが弱く抑制気味に推移したこと、②設備投資は製造業・卸売業・運輸業が投資主体として大きな役割を果たしたこと、この2点であった。これら両極の特徴点は、基礎作業の内容を前提にするなら、次のような相関を持っていると言える。

第1に。この時期、成長が相対的に停滞していた卸売業、小売業、金融業、運輸業、通信業な

<sup>141</sup> そこから資本蓄積運動の動態を把握することで、また資本投資に由来しない需要の増大についても追加することで、需要発生の背景が理解でき、そして景気循環とそれを貫くトレンドの意味を理解することができる。

どの部門は、表 7-6 で見られるように、主に個人消費に直接・間接に誘発されて生産を拡大した部門（個人消費需要依拠部門）である。個人消費需要は、景気回復直後は噴出的に伸びたが、その後、1994～1996 年に向かって成長率を低下させていき、1997 年から再び勢いを盛り返していく。したがって、これらの部門の成長が後半期と比べて相対的に低迷していたのは、最終需要としての個人消費が前半期には後半期の膨張と比べて相対的に抑制気味であったことに起因するものであった。

第 2 に。これに対して前半期から突出的に成長していた製造業は、その中に含まれる部門によって直接・間接に依拠している最終需要が異なっており、食料品、化学製品、石油関連製品、ゴム・プラスチック製品は主に個人消費に誘発されて、また一次金属、金属加工、機械類、電子・電気機器、自動車は主に設備投資需要に誘発されて成長をとげている。こうして製造業全体は個人消費需要だけではなく設備投資需要によっても成長を促されていたので、上記の諸部門のように個人消費支出の抑制がそのまま成長の低迷につながることはならなかった。

とはいえ個人消費需要と設備投資需要とではその規模に大きな格差がある。1992～2000 年の 9 年間全体で見ると個人消費の伸びは設備投資の伸びの約 2.3 倍ある。1990 年代前半は相対的に抑制されていたと言っても、製造業の突出した成長を説明するにはさらに次の点を指摘しておく必要がある。すなわち、第 1 に最終需要としての個人消費支出がきわめて広範な部門に分散されていくのに対し、設備投資需要はより少ない部門に集中して吸収されていること。第 2 に中間投入の連関が濃密であること。投入係数表を見ると、一次金属、金属加工、産業用機会、電子・電気危機、自動車、化学製品などの重化学工業では中間投入の連関が濃密であることがわかる。そのため、これらの部門では相互に連動しあって横並びで成長することになりやすい。

こうした事情の結果、製造業は自らにむけられた設備投資需要を中間投入で近隣の製造業部門に波及させながら、横並び的とも言える形で多数の部門が成長を相互に促進し合ったのである。それらの部門の成長は個別に見ると決して大きくはなく、相対的低迷と表現されるその他部門と同水準であるが、それらを製造業として合算した場合、それは突出した水準になる<sup>142</sup>。

製造業の他には、設備投資の影響を強く受けて成長をとげた部門として、建設業やビジネスサービスがある。特に建設業は不動産業が 1990 年代を通して旺盛に設備投資を進めたことに大きな影響を受けており、また建設業の成長は中間投入を経由してさらに多数の部門の成長に影響を与えていく。しかしそれらの部門は製造業に見られるような相互的な産業連関を持っていないため、大きく目立った動きにはならなかったのである。

### 3.1.2 製造業・卸売業・運輸業の設備投資

以上は、需要の動向から、主要部門の需要構成を経て、主要部門の生産拡大の動向を説明するものである。ではこの需要の動向自体はどこから発生したのであろうか。その中核部分にあるのは企業の資本投資（設備投資と雇用拡大）である。1990 年代前半の設備投資の主役は不動産業、金融業、製造業、卸売業、運輸業であり、とりわけ製造業は、不動産業（その設備投資の過半は家計による住宅投資である）を除くと、1991～1995 年の 5 年間に設備投資を最も増大させた部

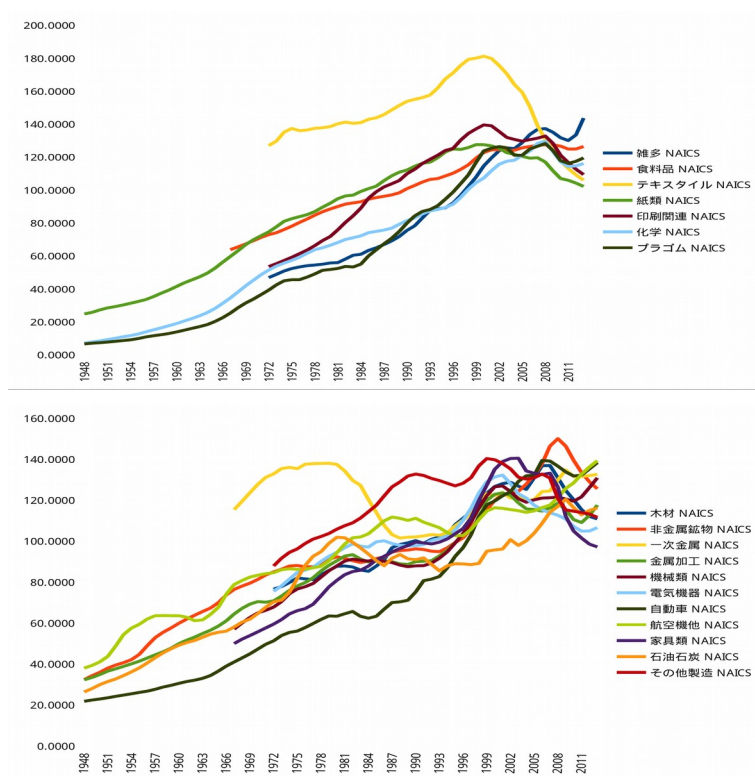
<sup>142</sup> どんな低成長の部門でも合算してしまえば高成長の部門カテゴリーを作ることができる。つまり産業部門はその分類の仕方を操作すれば様々な低成長部門/高成長部門を恣意的に生み出すことができる。しかし製造業の内部には密接な産業連関という、技術的な一体性・連動性が現実存在している。本稿で、例えばサービス業を一括りに取り扱うことはしないが、製造業を一括りに取り扱うのはそうした理由からである。

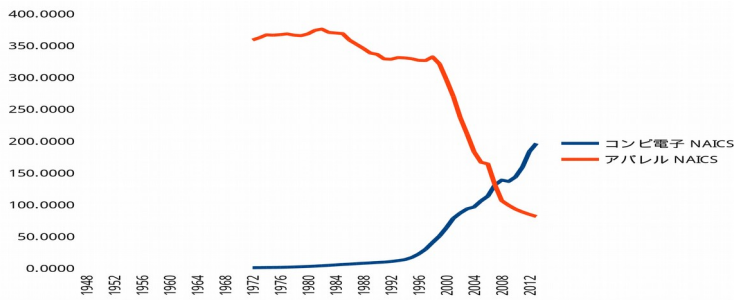
門である。そこでまず製造業の設備投資の動向について見て行こう。

[製造業の設備投資の再開] 1990年代前半に製造業が活発な設備投資を行った背景には、1965年以降に堆積してきた過剰生産資本が1980年代の経営危機を通じて大幅に削減されたという事情がある。図2-11は製造業の中の諸部門をその生産能力index（2007年の生産実績＝100）の動きから3つのグループに分類したものである。第1グループが2001年のリセッションに大きく生産能力が削減されるまで比較的順調に生産能力を増強してきた部門であるのに対して第2グループは1980年代に大きな生産能力削減を経験している部門である。

注意を要するのは、このような過剰資本の堆積と削減は必ずしも景気の拡大と後退というサイクルに一致しておらず、過剰資本の削減＝調整は1980年代初頭の2度の景気後退から始まりつつも、多くの部門で本格化するのは1980年代後半であった。1983～1990年の景気拡大は設備投資が非常に弱かったことが特徴で、勢いのある設備投資が行われたのは1984年のみであったが、その後の1985～1988年は設備投資が抑制され、生産能力が削られながら製造業の設備稼働率が上昇していく（後掲図1-19参照）。この後、一部の部門（化学製品、コンピュータ・電子製品、紙製品、食料品類など）は1980年代末から再び設備投資再開の機運が現れ始めるが、1990-91年に景気後退が起きたため、その勢いをくじかれ、1991年以降の景気回復をまって再開されたという流れになっている。

図2-11 製造業各部門の生産能力インデックス（2007年の生産実績＝100）





(出所) FRB,IPCU より作成。(注) 中図：1980年代に生産能力削減のあった部門。

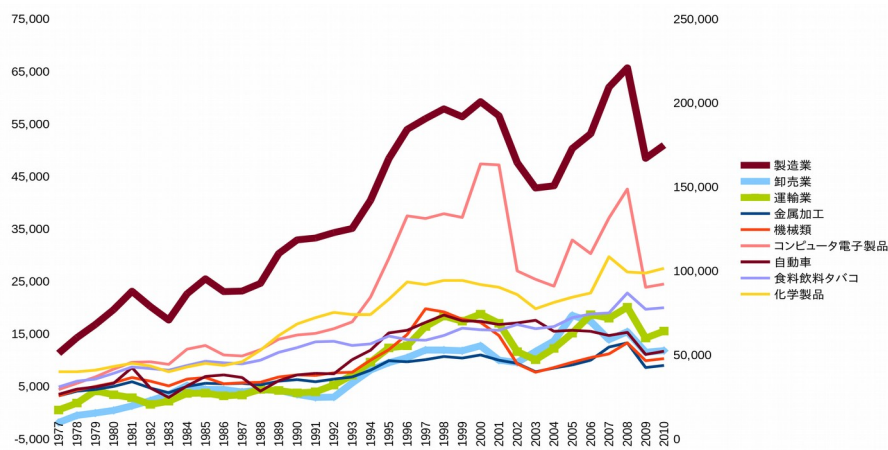
[生産拡大と設備投資の好循環] 1992年になると自動車、リクレーション、家具・家電製品、医療サービス、靴・衣類、交通サービスなど様々な品目で個人消費支出の成長率が跳ね上がった。景気後退期に据え置かれた需要が景気回復とともに噴出した形である。また同時に運輸業と卸売業が旺盛な設備投資を開始している。個人消費需要とこれら運輸業・卸売業からの設備投資需要の両方を受けて、自動車産業が他部門に先んじて成長を開始する。自動車産業は1993年に設備投資の大幅増額に踏み切る。重化学工業の諸部門は、中間投入と設備投資の両面で相互に成長を刺激し合う連環が緊密である。自動車産業の生産と設備投資の増大によって一次金属、金属加工、電子電気機器、化学産業などが横並び的に成長を始め、それによって1994年には一次金属と電子電気機器産業が、1995年には金属加工、電子電気機器、自動車、食料品、化学産業が、1996年には産業用機械、電子電気機器、化学産業という具合に設備投資を大きく伸ばしていく(以上、図7-10参照)。また卸売業、運輸業ともに中間投入需要の比率が高い部門であるが、それは自分自身を除くと建設業、食料品、機械類、自動車への中間投入が大きく、製造業が群れをなして成長する時、卸売業と運輸業もまた成長を促される。こうして製造業と卸売業と運輸業は、お互いの生産拡大と設備投資増大とを相互に刺激し合いながら好循環を描いていたと言える。

[設備投資成長率の天井] こうした好循環の天井はいつやって来るのだろうか。図7-10からは、製造業の設備投資が1995年に変曲点<sup>143</sup>を迎え、翌1996年には大きく屈折して、その後の設備投資の伸びが鈍化していることがわかる。製造業の個々の部門でも設備投資がそれぞれ1995～1998年に大きく屈折して横ばい、もしくは低下に入っているのが分かる。図7-11では、製造業の設備稼働率が1995年にピークをつけ、利潤率もまた1995年から1997年へと横ばいに、そしてその後、低下している。設備投資の成長率がピークを迎えるのも1995年である。すなわち1995年までは設備投資が生産能力を増強しても、それを超える需要の増大があったために、生産能力と生産規模と利潤額がともに連れ立って増大していく幸福な時期だったのだが、1995年を境に生産能力の増強が需要の増大に対して過剰な水準に達し(設備稼働率低下)、それが利潤率の低下(設備が利潤をもたらす効率性の低下)を引き起こすために、設備投資に対して抑制的に作用する要素が現れたのである。とはいえ、利潤率の低下はあくまで効率性の低下であって、利潤獲得の限界に行き着いたわけではないので、設備投資はその勢いを鈍化させながらも継続される。しかし、同時に、この設備投資の継続はますます過剰生産能力を堆積させることになる。1995年を境にそういう時期へと移行したのである。

<sup>143</sup> 成長率が上昇から下降へと入れ替わるポイント。成長率の極大点。図7-7の場合は曲線の傾きが徐々に急になる過程から徐々に緩慢になる過程へと入れ替わるポイント。

1990年代前半の場合、個人消費需要の伸びが弱々しかったことが設備投資の天井を低めたと  
 言える。というのも、1993年に設備投資が再開されて1995年にはその天井にぶつかるとい  
 うことはタイミングとしては長い期間ではない。これ以前の大型景気拡大は1960年代、1980年代の  
 2回があるが、1960年代は景気拡大と生産資本投資が始まってから5年後の1965年に天井にぶ  
 つかるといえる。1980年代は過剰生産資本の削減が行われている下での景気拡大であり、この2循環以  
 外は短期の景気拡大であり、それらは景気拡大と生産資本投資が開始後1～2年で天井にぶつ  
 かっているが、1990年代は記録的大型好景気であったにも関わらず、これらと同程度の長さで  
 あった。

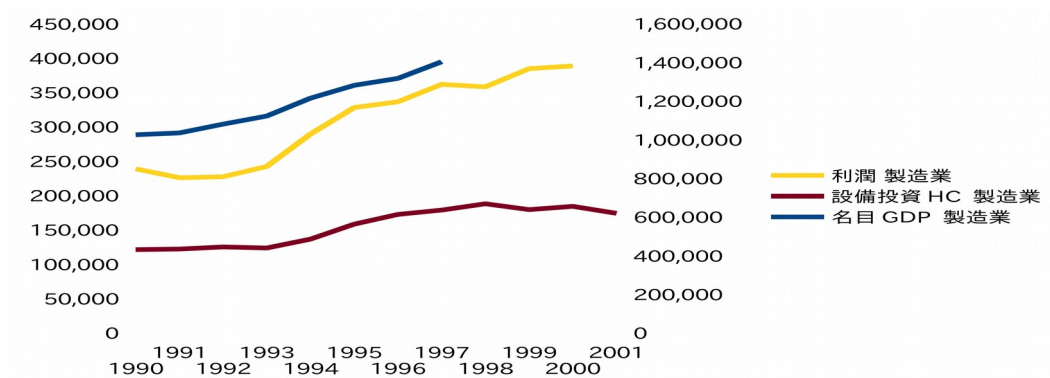
図7-10 製造業、卸売業、運輸業の設備投資（HC）の様子

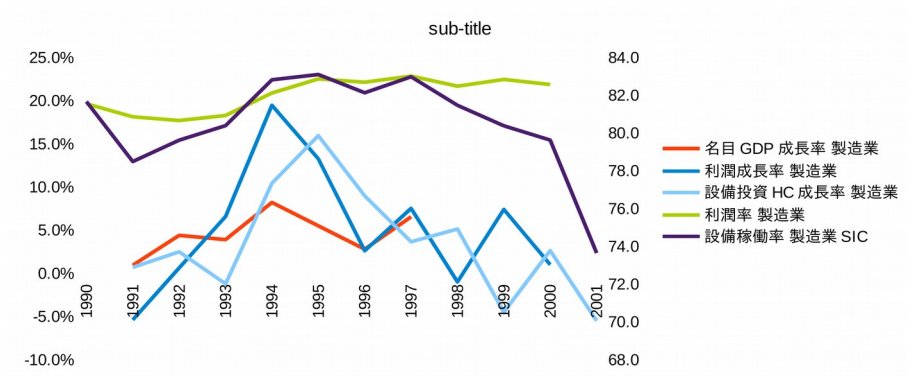


(出所) DOC,FA より作成。部門分類はNAICS。

(注) 太線（製造業、卸売業、運輸業）は右軸、それ以外は左軸。

図7-11 製造業の諸指標の推移





(出所) DOC,GBI、DOC,FA、FRB,IPCU より作成。

(注) 名目 GDP 成長率はデータの都合で 1997 年までしか描かれていない。上図：名目 GDP は右軸。下図：設備稼働率は右軸。

### 3.1.3 リエンジニアリングと雇用抑制

それでは生産も設備投資も拡大していたこの時期、なぜ個人消費の勢いが弱かったのでしょうか。それはこの時期の製造業の設備投資の内容によるものである。

[リエンジニアリング] 1980 年代後半から 1990 年代前半にかけてアメリカの製造企業は、国際競争力の回復・強化を目指した一種の生産性改善運動を進めていた。それはリエンジニアリング、TQM、IE、SCM などの名前で呼ばれていたが、その内実は「日本的生産システム」の導入であった。第 2 章で見たように、非金融大企業 500 社へのアンケート調査によると 1990 年代前半にそれらのプログラムを持っている企業は 8 割程度あり、それらプログラムの従業員カバー率の平均は 40% 弱であった。この生産システムは従業員と従業員、部署と部署、サプライヤーやカスタマーなどの間の緊密な情報共有を必要としており、日本企業の場合には職務範囲のあいまいさに起因する無制限の柔軟な働きぶりをベースに直接的な人的接触によって情報共有がなされてきたが、職務範囲に対する意識の強いアメリカの企業文化の中で緊密な情報共有を進めるために利用されたのが IT であった。ホワイトカラー従業員の一人一人にパーソナル・コンピュータを持たせ、それをサーバ・システムで統合することで企業内の情報を容易に流通・共有・加工できるようになり、もって従業員間、部署間、企業間の業務プロセスの連携を緊密化したのである<sup>144</sup>。

[雇用の柔軟化と部門間移動] 「日本的生産システム」と IT の導入はさらにアメリカ大企業の雇用と業務に大きな影響を与えた。その第 1 は、IT の活用はホワイトカラー職における機械化に相当し、この職をいくらでも取り替えのきく不熟練職に変えたことである。かつてアメリカ大企業のホワイトカラーなら日本のような長期雇用が一般的だったが、1990 年代にはそうした雇用慣行が解体されて非正規雇用が増大し、正規雇用として残った人々もいつ解雇されるともわから

<sup>144</sup> アメリカ民主党・進歩的政策研究所 (1993) は民主党のシンクタンクが就任間もないクリントン政権の経済政策を体系的に紹介したものであるが、この中には企業の国際競争力強化の鍵が「日本的生産システム」の移植にあり、政府の役割はこれを支援することであることが強調されている。またゴア副大統領主導で NII 構想が立案されたのも、インターネットの商業利用が本格化するのも 1993 年である。

ない不安に怯えるようになった<sup>145</sup>。いわゆる「雇用の柔軟化」である。第2は、IT活用によって情報共有と業務連携が確保されるようになると、アメリカ企業は「日本の生産システム」を越えて、自分の得意な業務・高付加価値の業務（コア・コンピタンス）に特化し、不得手な業務・低付加価値の業務を外部企業に委託する「アウトソーシング」を進めるようになったことである。以上の2つの変化の結果として、第3に、製造業からビジネスサービス業への労働力移動が生じた。すなわち、IT活用の結果、製造業は生産性を改善して不要になった労働力を排出し、また非正規雇用とアウトソーシング（業務委託）を多用する様になったのだが、そうしたIT活用のための情報システム設計・管理や人材派遣サービス、さらには各種の業務請負サービスを行っているのがビジネスサービス業という部門なのである。ビジネスサービス業とは、その業務内容自体が製造業のリエンジニアリングやアウトソーシングと表裏一体をなすものであり、製造業のリエンジニアリングやアウトソーシングと歩調を合わせて成長する部門であるから、製造業が排出した労働力をここが吸収するのをもまた当然のなりゆきであった。

1993年、景気は回復するも雇用が伸びない「雇用なき景気回復（Jobless recovery）」が言われ、1994年には雇用も拡大が見られるようになったが、正規雇用から非正規雇用への置きかえのその後も継続しており、雇用不安とそれを背景にした生活不安は少なくとも1996年頃まで続いている。例えば1996年に『New York Times』が組んだ特集 The Downsizing of America では大手企業のホワイトカラー層という、従来なら安定した高給の職とされていた階層がいつ訪れるともわからない解雇通告におびえ、精神的な安定すら失っていることをよく伝えている。

個人消費の勢いが弱含みであったのはこうした事態の反映である。そして個人消費の抑制と活発な設備投資＝供給能力拡大とは早晩、そのギャップの調整に入らざるを得ない。それが1995年以降の製造業などの設備投資の勢いの減退であった。それはただちに製造業の成長にブレーキをかけ、次には設備投資と生産拡大との悪循環的な衰退に入り込んでいくことになる。こうした意味で前半期の産業構造ではせいぜい1995-96年あたりまでしか経済成長を持続させることができなかったと言える。しかし、現実には2001年3月まで経済成長は持続する。それは1996年以降、この衰退する成長構造の上に、もうひとつの成長構造が追加されることによって達成されたものであった。

## 3.2 1990年代後半の成長と資本投資

### 3.2.1 需要から成長への産業連関

1990年代後半の特徴は、主要成長部門について言えば、①製造業以外の、その他部門が多様なレベルで成長を遂げ、前半期に見られた二層分化の状態が解消されたこと、②製造業内部では、引き続き安定して成長したのは電子電気機器と産業用機械のみで、その他の部門は不安定になりながら衰退していったこと、の2点であった。また最終需要について言えば、①個人消費が97年頃から右肩上がりの膨張を開始すること、②設備投資では製造業・卸売業・運輸業の投資が衰退していくのに対し、それと入れ替わるようにして通信とビジサが設備投資の拡大し、設備投資の主役となったこと、の2点であった。基礎作業を踏まえるなら、これら両極の特徴の間にどのような相互関係があったことがわかる。

後半期になって様々な成長を遂げていったその他部門の内、小売業、卸売業、不動産業、金融

<sup>145</sup> 雇用慣行の変化については高山与志子（2001）、仲野組子（2000）を参照。

業、通信業については、直接・間接に個人消費需要に依存している比率が高い（表 7-6 参照）ので、これらの部門は個人消費支出の膨張によって成長を遂げたと言える。これらの部門のうち、小売業と卸売業が実質 GDP 成長寄与度の上位層に達し、ビジネスサービス、不動産、金融、通信業が中位層にとどまっているのは、総産出額に対する付加価値生産の比率の違いによるものである。例えば金融業は卸売業や小売業の約 2 倍、不動産業は約 2.7 倍、ビジネスサービスは 4 倍近い産出額であるが、付加価値額ではその 6 割以下、3 割以下、6 割程度となっている。以上より、主要成長部門の特徴①は最終需要の特徴①から発生したものと結論づけることができる。

他方、製造業の中の電子電気機器と産業用機械、ビジネスサービス業の中の情報処理サービス、そして建設業の 4 部門は設備投資需要に誘発されて成長する部門である。この時期の不動産業の設備投資は家計による持ち家投資（建設と購買）が多いので、これが建設業の成長を促したと考えられる。また通信業とビジネスサービスの設備投資は、他の部門と比べても IT 関連投資の比率が高いため、これが残る 3 部門（電子電気機器、産業用機械、情報処理サービス）の成長を支えたと言えよう。IT 投資とは、実態的にはコンピュータや通信機器を職場に多数配置しながらそれらを通信ネットワークでつなぐことなので、これらハードウェアの購入が製造業の産業用機械（その最大部分が「コンピュータおよびオフィス機器」と電子電気機器（その最大部分が「電子部品・アクセサリ」）の成長を促し、それをつなぐ情報システムの構築・運用、およびその中で使用されるソフトウェアの開発が情報処理サービスの成長を促したのである。

また設備投資の主役の交代は、その他の製造業部門の低迷にも影響している。製造業の中でも一次金属、金属加工、機械類、電子電気機器、自動車などの部門は設備投資を主な需要として成長する部門であると同時に、1990 年代前半では設備投資の主役でもあった。これらの部門の中には中間投入と設備投資の両面で密接な連環があり、設備投資＝需要増大＝生産拡大の 3 項目が好循環しやすい関係があった。1990 年代後半は、通信業とビジネスサービス業の設備投資が機械類と電子電気機器の成長をもたらしたし、また個人消費の再膨張が化学製品、食料品、自動車などの成長を支えはしたが、それらが設備投資を再開することは（2000～2001 年にコンピュータ電子製品<sup>146</sup>が設備投資を突出的に伸ばしたのを例外として）基本的になかった（図 7-10 参照）。こうして機械類と電子電気機器とそれ以外の製造業部門との間に二層分化の状態が現れたのである。以上より、主要成長部門の特徴②は最終需要の特徴②から発生したものと結論づけることができる。

### 3.2.2 通信業とビジネスサービス業の設備投資

それでは、以上のようなプロセスの出発点である需要の動向自体はどこから発生したのであろうか。1990 年代後半の最も特徴的な動きは、通信業とビジネスサービス業がかつての製造業に匹敵する莫大な設備投資の増加を果たしたことであり、またそれに伴って IT 関連の高給職の雇用を増やしたことである。まず最初にその動向から見て行こう。

〔製造業と金融業の競争力強化策〕 通信業とビジネスサービス業の成長には共通の背景がある。それは 1980 年代以来、金融業と製造業の競争力強化・業務効率化を中核的な需要として成長し

<sup>146</sup> コンピュータ・同部品・周辺機器・通信装置などの製品は、SIC では「機械類」と「電子電気機器」に分割されていたが、NAICS では「コンピュータ電子製品」に一括された。図 7-10 は NAICS に基づく分類で設備投資の動きが描かれている。



てきたことである。金融業の場合は、金融商品の投機活動の活発化の下で、金融工学を用いた複雑な計算機技術と時々刻々と変わる市場の値動きをリアルタイムで取り入れるために通信ネットワーク網を必要とした。また製造業大企業は競争力回復策としてリエンジニアリングとアウトソーシングを進めており、この業務効率化策は部署間・企業間の業務を密接に連携させるためにIT投資を必要とした。ビジネスサービス業は「情報処理サービス」「法務・エンジニアリング・会計サービス」「経営支援・清掃サービス」に分類できるが、その中の情報処理サービスはこれらの情報システムの構築・運営によって、通信業はその通信網の利用によって成長し、またビジネスサービス業全体（情報処理サービスを含む）が製造業からアウトソーシングされる各種業務を請け負うことによって成長を得てきた。こうして通信業とビジネスサービス業の成長は、ともに金融機関や製造業大企業の競争力強化と表裏一体の関係にある点で共通しており、この需要は複雑な金融投機と厳しい国際競争が続く限りなくなることはない需要であるから、その意味でIT産業<sup>147</sup>とビジネスサービス業は持続的な成長力のある産業である。

[インターネットブーム] これに加えて、通信業と情報処理サービスにはインターネットブームという追い風もふいた。企業の競争力強化策としてのIT投資は1980年代にはその端緒が開かれたが、もともと軍事用に開発されたインターネット（TCP/IPプロトコルを用いた通信）の商業利用が1988年に開始されると、1990年代には企業間の通信の事実上のスタンダードとなった。インターネットがデファクト・スタンダードになったことより、インターネット上で企業広告・企業間取引・業務連絡から、さらには情報検索や小売りなどの消費者向けサービスまでが発展した。こうしたサービスを開発し提案してきたのが情報処理サービスであり、1990年代には新しいビジネスモデルの開発・提唱者として注目を集めた。また通信業はもともと個人消費（家計による利用）と中間投入（企業による利用）の2つを主な需要として成長する部門であったが、従来の電信電話に加えて企業と家計のインターネットアクセスが増えたことでその成長に拍車をかけた。

さらに情報処理サービスは企業の設備投資によって成長する部門であり、まずは一般の企業がインターネット上で企業向け・消費者向けサービスを提供しようとした際に、そのサービスを開発・構築するのが最初の設備投資需要の内実であるが、情報処理サービスがこれらの開発・構築のために用いる生産手段はコンピュータとソフトウェアであり、このソフトウェアを開発するのにもまた情報処理サービスであるから、情報処理サービスはその部門の内部で設備投資需要を発生させては同業他社がそれを受けて成長し、またその企業が設備投資を増大するという部門内需要循環と自立的成長を繰り返していた。

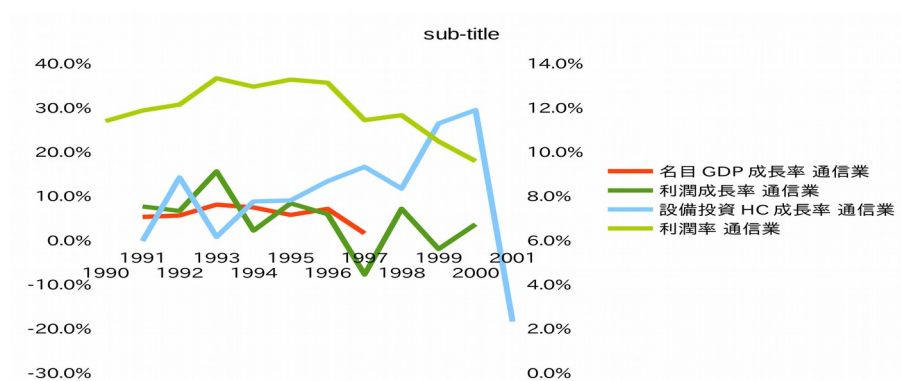
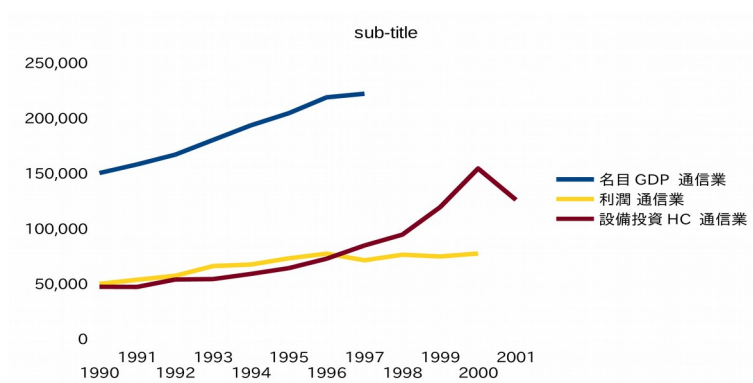
[両部門の経営指標] 上記の2点（多くの人が特に後者の要因を指摘するが）は確かに通信業とビジネスサービス業の成長の背景であり、両部門の旺盛な設備投資の位置はこうした需要増大＝生産拡大に対応するものであっただろうが、それだけでは十分説明がつかない。

図7-12と図7-13から、通信業とビジネスサービス業の経営指標を見てみよう。両部門とも

<sup>147</sup> 標準的な産業分類にはIT産業という括りはなく、コンピュータ・電子製品製造（ハードウェア生産）、通信業（通信網の敷設と利用サービスの提供）、情報関連サービス業（ソフトウェア生産、情報システム構築・管理）などの部門を総称してIT産業と呼ぶ。なおハードウェア生産はSICでは「産業用機械」と「電子電気機器」に、NAICSでは「コンピュータ・電子製品」に分類されている。

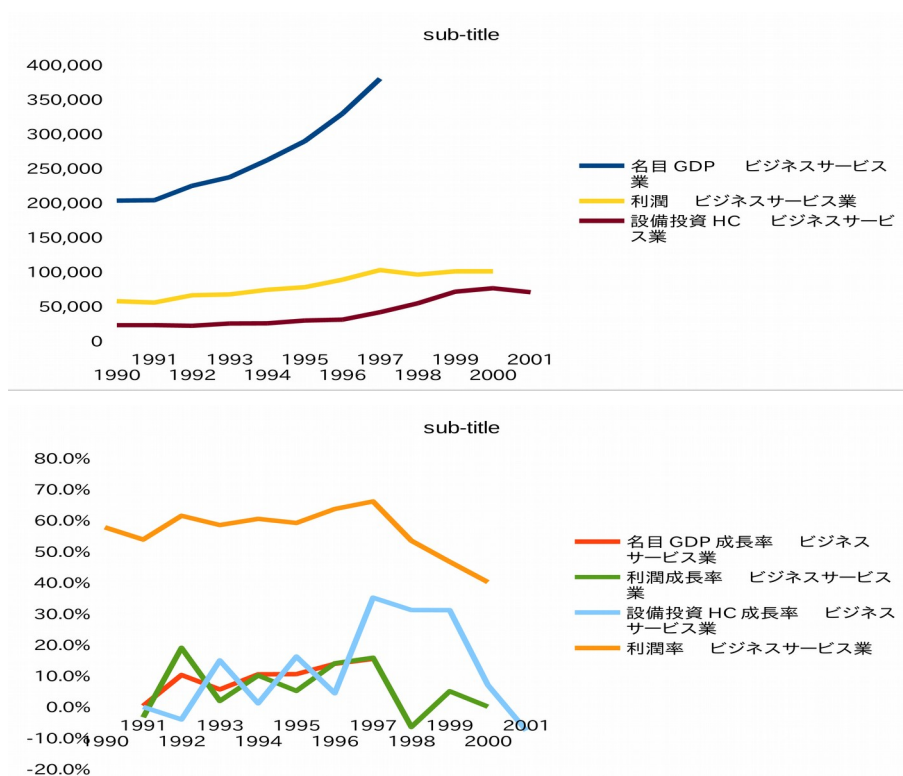
1990年代を通して生産規模（名目 GDP）が成長しており、利潤もそれと同等の成長率で伸びている。そこで設備投資の動きに目をやると、両部門とともに1995年ないしは1996年までは名目 GDP や利潤の成長率をぴったり足並みを揃えていたが、1997年以降、利潤の成長率がゼロ水準に落ちる一方で、設備投資成長率がそこから上方に乖離して大きく伸びている。ビジネスサービス業の設備投資額はまだ利潤額の枠内だが、通信業にいたっては利潤額を大幅に越えた設備投資を敢行しているのである。この両部門は、確かに過去の自分と比べれば安定的に成長したと言えるが、付加価値生産の点でも利潤の点でも製造業と比べればまだまだ規模の小さな部門にすぎない。それが設備投資だけが製造業に匹敵する規模で増大するというのはいかにも不思議な話である。

図 7-12 通信業の諸指標の動き



(出所) DOC,NIPA、DOC,GBI、DOC,FA より作成。

図 7-13 ビジネスサービス業の諸指標の動き



(出所) DOC,NIPA、DOC,GBI、DOC,FA より作成。

[1996年通信法] 通信業のこの異様な大規模投資には1996年通信法（Telecommunications Act of 1996）が大きな影響を与えていた。1984年以來、通信業は規制緩和と業界再編に大きく揺れた業界である。そこではかつての通信独占企業 AT&A が長距離事業とローカル事業とに分割され、両事業分野で新規参入が促されるとともに、その進展に応じて AT&T 系企業に課せられていた価格などの規制も緩和されていった。その結果、市場シェアは、長距離事業ではワールドコム社、スプリント社などの企業がシェアを伸ばし、AT&T は1984年の88%から1995年の56%へとシェアを落とした。他方、ローカル事業では1984年時点で存在していた既存企業のシェアは約96%（その内、ベビーベルが約75%）を維持し、大きな変化は現れなかった。また通信料金でも、長距離事業では大幅下落が見られたが、ローカル通信料金が引き上げられたため、全体としては相殺されてしまった。こうした結果を見て、より一層の競争促進が求められた。1984年の枠組みでは AT&T は長距離通信と機器製造に、ベビーベルはローカル通信に事業を限定され、すべての電話会社はケーブルテレビ事業への参入を禁止され、携帯電話事業は業者を地域ごとに2社に限定していたが、これらの規制を撤廃したのが1996年通信法であった。

1996年通信法が業界に与えた影響は大きい。通信業とケーブルテレビ事業と間の参入規制が緩和されることにより、将来、音声・データ・映像が統合されたネットワーク上を流れるようになるだろうとの予測に立って、各種のコンテンツの充実、お互いの分野の技術の取得、大容量・大規模通信網の確保に向けた M&A と設備投資が激増した。M&A は1990年代の通信業の特徴であるが、1996年以降、その規模は急増しており、1994～1996年の3年間で総額110.7十億ドルだった M&A は、1998年には1年間だけで234.8十億ドルになった。それらの中心は長距離通

信事業のリーダー同士の大型合併であり、代表的な事例としてAT&TのTCI買収、クエスト（Quest Communications International）のUSウエスト（U.S. West）買収など、業際を越えた事業統合（事業多角化）を目指したものと、MCIとワールドコム（WorldCom）の合併、ワールドコムのスプリント（Sprint）買収提案（これは未完に終わった）などがある。

M&Aと並行して行われたのが、光ファイバーを代表とする大容量通信網の大規模な建設であった。1997年、米国と欧州を結ぶ海底光ケーブルの敷設を掲げて長距離通信会社グローバル・クロッシングが創設される。同社は2002年の破産までの5年間に約150億ドルを投じて、4大陸27カ国に総計16万キロメートルの光ファイバーを敷設し、それを他の長距離通信会社やインターネット・サービス・プロバイダーにリース・販売した。1996年創設のクエスト・コミュニケーションズ、1998年創設のレベル3などもこれに追従し、J.P.モルガン、メリルリンチ、シティグループなどの大手金融機関も彼らに多額の資金を湯水のように流し込んだ。またローカル通信業者も光ファイバーの敷設を旺盛に行っており、1998年には総計3300万マイル（5280万キロメートル）もの光ファイバー網を増設した。電柱回線75万マイル（120万キロメートル）に対し光ファイバーは9000万マイル（1億4400万キロメートル）に達した（Encyclopedia, vol.2, p.476）<sup>148</sup>。

しかしながら、これら通信業の設備投資はインターネット利用という実需を大幅に超えるものであった。当時、インターネットでの通信量が3カ月ごとに倍増するという予測がまことしやかに語られていたが、それは合理的根拠の薄い予測であった。2002年時点でインターネットの通信量は回線容量の半分程度にすぎなかつたとの指摘がある。また光ファイバーに限ればその実際の稼働率は容量の10%にも満たないとも言われている。1997年から2001年の4年間で光ファイバー網の総延長5倍に増え、通信容量は約400倍化したが、実際の通信需要は4倍にしかならなかったからである。

### 3.2.3 ITバブルの発生

このような尋常ならざるM&Aと過剰設備投資を通信産業に半ば強制し、またその実現の条件を与えて支援したものが1990年代末のバブルであった。アメリカの証券市場では株価は1980年代から長期的に安定した上昇を続けている。1987年10月19日にはブラック・マンデーと呼ばれる株価暴落（22%の下落）が起これ、当時の証券市場に大きな衝撃を与えたが、1990年代も含めたその後の株価の上昇から振り返れば規模の小さなものに見えてしまうほどに1990年代の株価の上昇は凄まじく、特に1995年以降に上昇のスピードが増している。

このバブルにおいて適格な投機対象とされたのは新興成長産業であるIT企業の株式であった。IT産業は、一方で製造業大企業は競争力強化のためのリエンジニアリングと金融機関の金融工学という、アメリカ経済の特質に深く根を下ろした持続性のある需要を得ていた上に、1990年代にはインターネットブームもあったため、投資家にとって魅力的な成長産業であった。そうした土壌の上で1996年通信法が通信業と放送業の相互乗り入れを容易にし、相互に異業種の技術・ノウハウ・顧客を入手するためのM&Aが活発化した。このような状況下では、通信ベンチャー企業は、一方で遠大な事業プランを掲げて投資家の耳目を惹きつけることができなければ、ただちに無能な経営者とみなされて、株価が下落し、競合他社に買収されてしまうが、他方で遠大な事業プランを掲げてそれが投資家の注目を集めることができれば、そのプランに必要な資金（設備

<sup>148</sup> メモ：通信網、特に光ファイバーケーブルの長さについて、再度確認のこと。

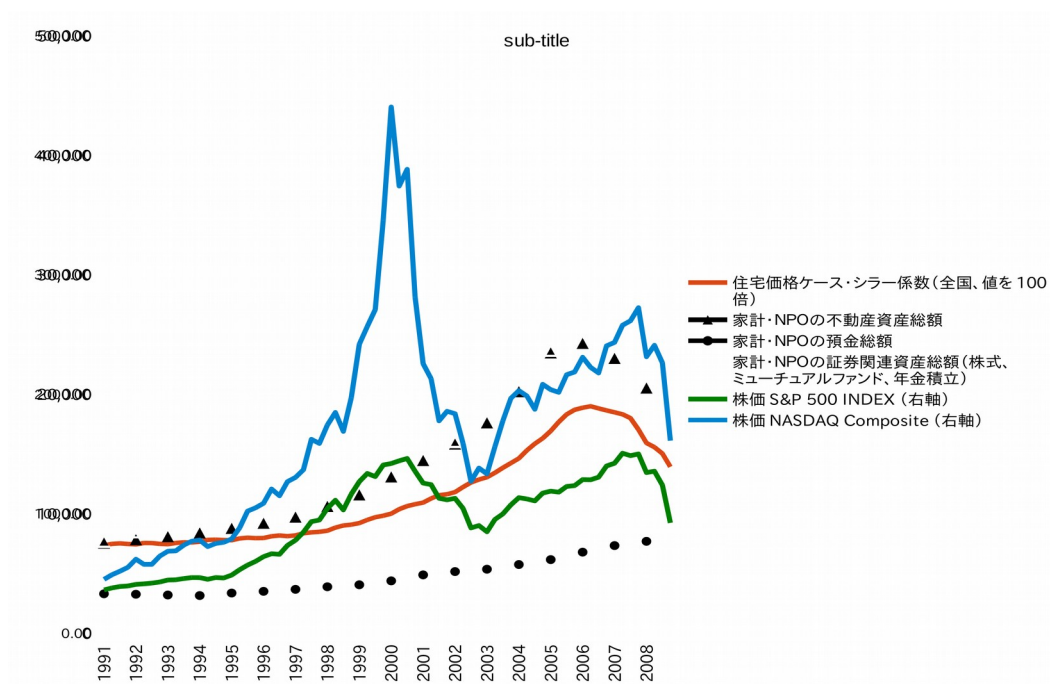
投資にしろ、M&Aにしろ)が無尽蔵に流れこみ、「妄想」を「予言」に変え得ることが可能であった。少なくとも経営者も投資家もそう思えるような状況下にあった。1996年以降の通信業は、実際には、規制緩和と競争促進の影響によって、売上高は伸びるが利益額は年々減少するという事態に直面していたのだが、そのような通信業ベンチャー企業にとって大規模なM&Aと設備投資とは、この業界が将来にわたって大きく成長するプランを持っているとアピールすることであり、それによって投資資金を呼び込む手段ですらあった。それをすれば膨大な資金が流れ込むが、それをしなければ株価が下落して買収される。通信ベンチャー企業はこうした状況によって半ば積極的に、半ば強制的に無謀とも思える莫大な設備投資に突進したのであって、決して現実的な将来予測にもとづいて設備投資したものではなかったのである。

バブルがM&Aや設備投資を促すという関係は通信業界に最も典型的に現れたが、それ以外のIT産業も無関係ではなかった。ビジネスサービス業の設備投資も、それが情報処理サービス(IT産業の一部)が行っている場合はやはり類似の事態が起きていた。

このような株価の上昇が可能になった金融業界の条件は本章の課題を超えるので、ごく簡潔に要点だけ触れる。まず第一に、株式市場に対する企業からの株式供給の減少である。これは企業にとって株価が高価格で維持されることは、敵対的M&Aを回避し、また自社がM&Aを仕掛ける時には有利になり、さらにストックオプションを広く採用している場合には経営者や高給専門職の利害にもかなうために、企業は高配当と自社株買戻しを進めた。その結果、企業からの純新株発行は1980年代以降、マイナスが続いている。

第二は、大量の投資資金が国内と海外の両面から株式市場に流入していったことである。国内資金については家計の金融資産が銀行預金からますます証券市場へとシフトしたことがあげられる。すでに示したように雇用柔軟化による生活不安がとりわけホワイトカラー中流階層を中心に強まっており、その一方では証券市場で株価が安定的に上昇を続けていた。生活不安があるからこそ資産を確実かつ効率的に運用することが必要となり、1990年代にミューチュアル・ファンドや確定拠出型年金401(k)プランに注目が集まり、家計の金融資産の総額が株価と連動して膨張する様になった。また海外資金の流入については1995年にルービン財務長官が主導したドル高転換とFRBが主導した相対的高金利政策とが影響している。ドル高が進行するとドル建て資産は他国通貨から見て価値上昇となるため海外投資家にとっては魅力的に映る。アメリカの金利が他国と比べて相対的に高い場合もまた同様である。海外からの投資資金の流入について国際収支の資本収支で概略を見てみると、対外投資(資本輸出)と対米投資(資本輸入)の差し引きは、1995年以降(1998年の落ち込みを除けば)連続的に大幅増加している。対米投資の内訳の中で規模が大きいのが民間による証券投資(財務省証券を除く)と直接投資、それから外国公的機関による合衆国財務省証券への投資であるが、前2者はいずれも1995年から2000年まで急速な勢いで増大している。

図 7-14 株価、住宅価格、家計・NPOの金融資産の推移



(出所) 家計の金融資産はFRB, FOF、株価はYahoo!Finance、住宅価格はStandard & Poor's, S&P/Case-Shiller Home Price Indicesより作成。

### 3.2.4 ITバブルの影響

こうしたバブルの発生は需要の増大を1990年代前半以上に加速させて、120カ月という大型好景気を実現した。バブルによる需要増大には以下の3つがある。

第一に、通信業の膨大かつ無謀な設備投資の強制である。すでに述べたように、1990年代の設備投資、特に通信業の設備投資は実需の何倍もの供給能力と利潤額を大幅に越えた支出額という両面から見て異常であり、これはバブルによって、買収や倒産を免れるためにはこの無謀な中を前向きに突き抜けるしかないという形で半ば強制されたものであった。それが通信ベンチャー企業自身にとっても無理を重ねたものであったということは、ワールド・コム社の粉飾決算事件などからも明らかである。とはいえ、このような設備投資が行われたおかげで膨大な設備投資需要が発生し、とりわけ「機械類」「電子電気製品」という製造業部門の継続的成長を可能にした。

第二に、IT産業、とりわけ通信業と情報処理サービス業が設備投資と並んで高給専門職の雇用を大きく拡大したことである。すでに表7-4<sup>149</sup>で見たように1990年代後半は、引き続き公務員と製造業の雇用シェアが低下している点は共通だが、その雇用を吸収する先が1990年代前半とは異なり、これらIT系の高給職が増加した点に特徴があった。しかし、このような雇用拡大もまたバブルによって支えられた生産資本投資のもう一方の側面であるならば、これによって支えられた個人消費需要の増大もまたバブルを背景とするものであったと言わざるを得ない。

第三に、家計の金融資産の膨張による個人消費増大がある。1990年代末の急激な株価の高騰は、家計の保有する金融資産、とりわけ証券投資と関連の深い3つの資産、株式保有、ミュー

<sup>149</sup> 同表は産業分類にNAICSを用いており、情報産業とコンピュータ・システム設計サービスが重なる産業部門である。

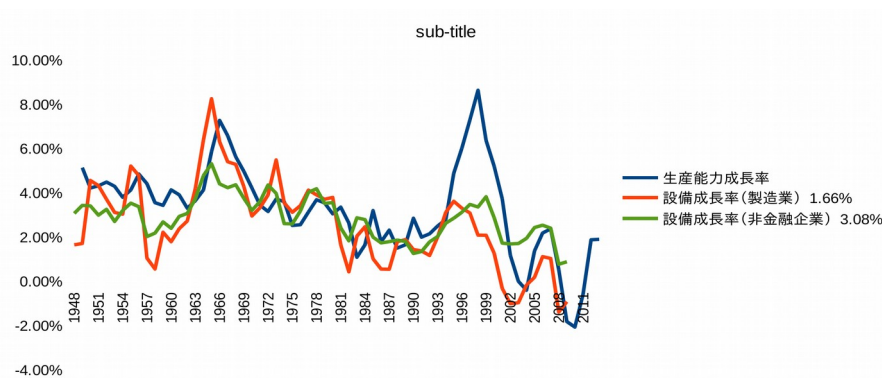
チュアル・ファンド、年金積み立ての金額を膨張させた。家計の資産の可処分所得に対する比率は1990年の5.83倍から1998年の7.14倍へと膨れあがっているが、その膨張のほとんどすべてが金融資産の膨張（3.59倍から5倍へ）によるものであった。また同じ時期、家計の負債も0.89倍から1.04倍へと増大させているから、株価上昇による見かけ上の資産膨張を背景に負債を増やしつつ消費拡大が進められたとすることができる<sup>150</sup>。

ITバブルは、以上のような需要の増大だけでなく、供給サイド（生産能力）についても大きな変化を生み出した。

その第一は、通信業やビジネスサービス業の設備投資が、そのまま製造業の生産能力の増強、生産性の上昇につながっていることである。図1-12には製造業と非金融企業の設備成長率（固定資本RC成長率）と製造業の生産能力成長率とが描かれている。ここに見られるように、1990年代は1960年代を勝る、製造業の戦後史上最大の生産能力増強期であった。しかしそれは1990年代前半の製造業の設備投資と1990年代後半の通信業、ビジネスサービス業の設備投資の両方が生み出したものである。先に述べたように通信業やビジネスサービス業は製造業のリエンジニアリングやアウトソーシングを支援することで需要を得ており、この両部門が設備投資で生産性を高めることはそのまま製造業の生産能力増強と生産性上昇に寄与した。しかも、製造業以外の部門の設備投資によって製造業の生産性が高まるのであるから、これは設備生産性の上昇に寄与している。第1章では新自由主義期において設備生産性が上昇したことを見、第6章ではその要因のひとつがM&A&Dにあったことを見たが、もうひとつの要因がここにある。

しかし、同時にこのことは製造業の過剰生産能力をより大きく積み上げることになる。3.1.2で見たように製造業は1990年代後半にはすでに過剰生産能力を発生させ、それが利潤率の低下となって現れていた。利潤率の低下はあくまで資本の利潤獲得効率の低下であって、利潤獲得それ自体が止まったわけではなし、それによって設備投資が止まるわけでもない。ましてや1990年代の設備投資の主役は通信業とビジネスサービス業であり、これは製造業にとって設備投資を行わなくても実現する生産能力増強であって、その分に関しては利潤率を押し下げる要因にはならない。しかし、需要に対して生産能力が超過していく傾向そのものは製造業が設備投資の成長率を落としたその後も進むのである。このことは、このバブルが終了した後には調整＝削減しなければならない過剰生産能力の堆積がそれだけより加速することを意味する。この点は2001年以降のアメリカ経済の状態を大きく規定することになる。

図1-12 生産能力成長率と設備成長率（製造業と非金融企業）



<sup>150</sup> 以上、FRB,FOFより。

(出所) FRB,IPCU、DOC,FA より作成。

第二に、通信業はその大容量通信網の敷設をアメリカ国内だけではなく、大西洋と太平洋をまたいでグローバルな規模で押し進めた。大容量通信網はそもそも通信と放送のメディアミックスに耐えるような容量を想定していたのであるが、それがグローバルな規模で敷設されたことは、これまで国内で活発に行われていたアウトソーシングを海外へと押し広げていくためのインフラストラクチャーが整ったことを意味する。この結果、1990年代末から2000年代初頭にかけて海外アウトソーシングが進展し、1990年代におきた製造業からサービス業への雇用の移動にさらに悪化の条件を加えるになる。

### 3.3 2000年代の成長と資本投資

#### 3.3.1 需要から成長への産業連関

FRBによる利上げと通信ベンチャー企業の粉飾決算の露呈をきっかけに2000年に始まったITバブルの崩壊は、マイナスの資産効果を発揮し、需要を収縮させて2001年に景気後退を引き起こした。この事態に対してFRBは記録的な低金利政策をもって対応した。新しく誕生したブッシュ Jr.政権は、1999年の大統領選挙での公約通り、2001年と2003年に大型減税<sup>151</sup>を行い、さらに「9.11同時多発テロ」をきっかけに「対テロ戦争」を宣言して2001年にはアフガニスタンと、2003年にはイラクと戦争したが、これらも景気後退に対して財政政策として機能し、結果として2001年の景気後退は軽微なもので済んだ。

これに続く2001～07年の経済成長の特徴は、第2節の基礎作業をふまえるなら、次のように要約できる。成長側の特徴としては、①特定の部門のみが突出して成長しているというような現象はなく、多数の部門が2004～2006年に頂点を持つ山型でそれぞれに成長しているという点で1990年代後半に似ていること、②1990年代後半に比べると経済成長を押し上げる力は弱く、実質GDP成長率はピークの2004年でも1993～1994年時の水準である。③個々の部門は山型といっても成長がジグザグと上下変動して不安定な部門が多いが、そうした中で製造業のコンピュータ・電子製品と専門・ビジネスサービスのみは数年間にわたって比較的安定的に高い成長を実現している点で他の部門にはない特異な存在だということ、以上の3点であった。他方、需要の特徴は、①個人消費は2001年の落ち込みが小さく、その成長寄与率は90%弱と大きい、GDP成長率を押し上げる力(成長寄与度)を見ると1990年代前半よりも小さいこと、②設備投資の増加は不動産業と鉱業が圧倒的に大きな部分を占め、次いで金融保険業、製造業、情報産業が僅かに設備投資をしている、③1990年代と異なり政府需要が無視できない大きさの成長寄与率を持っていること、この3点であった。

これら両極の特徴の間に次のような相互関係があることがわかる。第一に、経済成長の特徴の3点の内の①②については基本的に個人消費需要の特徴が反映したものである。すなわち、個人消費需要は、設備投資需要と異なって少数の部門に集中的に向かうのではなく、細かく分散して多くの部門の成長を促す。経済成長の90%近くが個人消費需要によってなされたことが、特定の部門の突出的成長が見られず、多くの部門の成長につながっている。またその個人消費の成長率

<sup>151</sup> 2001年と2003年に2010年までの期限付きで導入した富裕層優遇の個人所得減税を柱とした減税措置で、ブッシュ減税と呼ばれている。



が1990年代前半よりも小さかったことは、主要部門の成長においても1990年代より小さく、また不安定な動きをしている理由である。

第二に、設備投資と政府支出の影響力はマクロ的に見れば大きいものとは言えないが、これらの需要は特定の部門に集中的に向かうため、個々の部門の成長に対する影響は小さくない。表7-6から、設備投資と政府支出の影響の相対的に大きな部門を取り上げると、鉱業、建設業、コンピュータ・電子製品、自動車、専門・ビジネスサービスがある。これらの内、自動車は比率の点では個人消費と設備投資から需要を受け取っているが、その規模はかなり小さい。また鉱業と建設業はそれらの製品（ガソリンなど石油製品、住宅など建設物）の価格が急速に上昇した部門であるため、名目額だと大きく現れるが、インフレ調整して実質化すると小さな値になってしまう。残るコンピュータ・電子製品と専門・ビジネスサービスについてはこうした事情は存在しない。経済成長の特徴③、すなわちこのコンピュータ電子製品と専門ビジネスサービスのみが例外的に安定して高い成長を果たしたことが、ここから説明される。

### 3.3.2 不動産業・鉱業の設備投資

それでは、以上の説明の出発点である需要はどこから発生したのであろうか。この問題は非常に深刻である。というのも、成長寄与率で90%近くを占める個人消費需要も1990年代と比べるとかなり成長を押し上げる力が弱く、1990年代前半以下である上、設備投資需要の過半を占める不動産業と鉱業の設備投資は、投機マネーの流入による商品価格（原油価格と住宅価格）の高騰に便乗した設備投資であって、企業が需要の増大に対応しようとしたり、競争優位を築こうとして行っている設備投資ではないからである。端的に言えば、需要のかなりの部分が投機由来であって、それを取り除くと需要を増大させるような資本投資の規模がきわめて小さくなっているという問題があるからである。その状況を順次見て行こう。

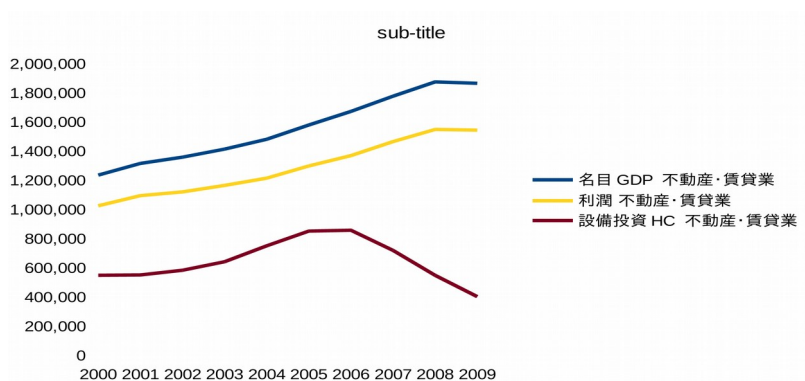
[不動産業の設備投資] 不動産業は大きく分けて不動産の開発業者、取引代理店、運営者の3業種からなる。開発業者は一戸建て住宅、アパート、ショッピングモール、倉庫、オフィスビルなどを建設または改修し、できあがった不動産を売却する。これを買って自ら利用するか、第三者に賃貸するのが運営者であり、開発業者がそのまま運営者の場合もある。そして開発業者と所有者、運営者と利用者との間の売買や賃貸を仲介して手数料を得るのが取引代理人である。さらに自宅を所有する家計も、自宅を設備投資（建設・購買）して自分自身に賃貸し、店子としての自分が家主としての自分に家賃を支払っているとみなして持ち家住宅の持つ便益をGDPに反映させるのがいわゆる「帰属計算」である。不動産業の設備投資という場合、その過半は家計による住宅投資である。

図7-15には不動産業の名目GDP、利潤額、設備投資の推移が描かれている。名目GDPと利潤額は2000～2008年の間、右肩上がり伸びているが、設備投資は2006年をピークに、以後、落ち込んでいく。不動産業の名目GDPの8割弱は住宅運営者（持ち家・賃貸業者）である<sup>152</sup>から、賃貸住宅の家賃と持ち家の「みなし家賃」との合計が増大していることを表現している。これに対して住宅投資は、持ち家にしる賃貸住宅にしる、住宅の建設・購買の数量と価格の積を示して

<sup>152</sup> 1990年代の不動産業者の名目GDPの75～77%は「住宅の運営者」（owner- and tenant-occupied residential dwellings）が生み出していた。2000年以降については産業分類がNAICSに変更になったためにわからない。

いる。したがってこの図は、名目 GDP の動きによって住宅への需要が 2008 年まで伸び続けている一方で、住宅投資（住宅の建設・購買）は 2006 年をピークに、需要とは別の上下変動をしていることを示している。

図 7-15 不動産業の経営指標



（出所）DOC,NIPA、DOC,GBI、DOC,FA より作成。

この時期の住宅売買の動きを左右した要因は様々あるが、まず最初に潜在的な実需の増大がある。アメリカは 1990 年代に中南米を中心に大量の移民労働力を受け入れており、彼らは相対的に低賃金の職につく者が多いが、住宅需要について言えば、その潜在的な需要はこれによって拡大された。次に住宅売買には多額の資金が必要となることから、金利もまた大きな影響を与える。そして 2001 年に不況対策として記録的な低金利政策が打たれると、住宅購入の潜在的需要に火をつけ、住宅ローン借入が急増していった。

その一方で、実需とは別に投機の対象として（転売して売買差益を狙う）不動産を購入する需要も増大している。住宅価格は、戦後以来、インフレ率と歩調を合わせていたが、1997 年頃からインフレ率を超えた価格上昇を見せ始めており、この背後には投機的資金の不動産市場への流入があるとされる。家計と非営利団体の資産に関する先述の FRB,FOF<sup>153</sup>によると、金融資産が 1999 年の 34,835 十億ドルから 2002 年の 29,115 十億ドルへと 5,270 十億ドルも落ち込んだのに対し、不動産を中心とする有形資産は順調に 3,985 十億ドル増加しており、その結果、資産総額は 1,285 十億ドルの落ち込みと比較的軽微で済んでいる。このような住宅資産の価値膨張が 2001 年の景気後退時に、ブッシュ減税、低金利政策とあいまって個人消費需要の落ち込みを軽微なものにしたと言われている。IT 株バブルが崩壊し、9.11 同時多発テロ、対テロ戦争などによって不安定な心理が強まったこの時期、不動産は投資家から安定した魅力的な投資先とみなされるようになった。

こうした実需と投機的需要という二種類の需要によって住宅価格の上昇が安定的なものとなると、次にはこの住宅を担保にすることで信用度の低い借り手にも低金利の貸付けを適用するサブプライムローンが可能になる。サブプライムローンとは「信用格付けの低い人向けの住宅ローン」の意であり、信用度が低い分、金利が高くなるが、当初の 2～3 年を低利に設定することで、その間に購入した住宅の価値評価額が上昇すれば金利が上がる時点では純資産所有者としてプライムローンに切り替えられ、高金利を支払わずに済むというプランで低所得者層にも住宅購入を

<sup>153</sup> FRB,FOF,Z1 より。

促すものである。これにより従来の限界を越えて低所得者層にも住宅ローンが提供され、より一層の住宅需要の増大と価格の高騰をもたらしていった。

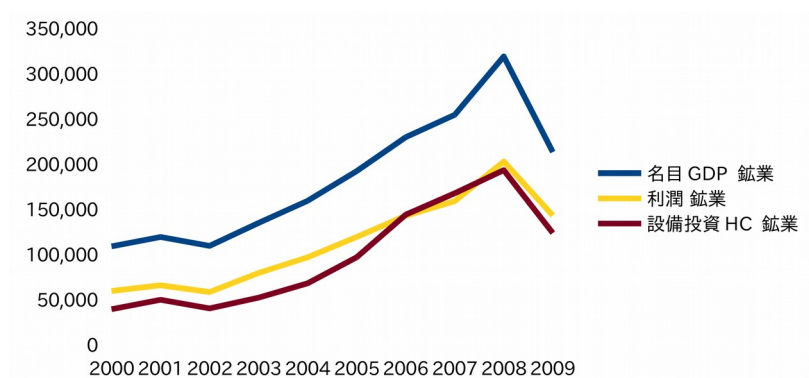
このサブプライムローンの貸付資金は、投資銀行がその債権を商業銀行や S&L（貯蓄貸付組合）から買い取って証券化して証券市場で売却することでただちに回収され、リスクは投資家たちに分散された。その証券を RMBS（住宅モーゲージ担保証券）と呼ぶが、サブプライムローンだけではリスクが高いため、よりリスクの低い債権とと組み合わせる CDO（債務担保証券：Collateralized Debt Obligation）を組成し、さらにそれを優先劣後構造をもったトランシェに切り分けて、下位のトランシェは投資銀行の子会社が積極的に買い取り、さらに損失が発生した時には補填を受けることができる CDS（Credit default swap）を付けて売りに出された。

この住宅価格も 2006 年頃には調整（価格下落）過程に入る。その直接のきっかけは FF 金利の引き上げの影響が大きい。これが、一方で住宅購入の需要に水をさし、他方ではサブプライムローンの適用を受けて住宅購入した低所得者層がローン返済できず破綻するケースが増加し、サブプライムローンを対象とした住宅ローン担保証券などの価格下落を引き起こしたのである。

以上のように、不動産産業の設備投資として示されていることは、投機マネーの流入による価格高騰を基本的な原動力としたものであった。しかしながら、それは需要を生み出し、この時期の景気拡大を支えた。第一に、住宅建設は建設業の生産拡大を促し、建設業に中間財・サービスを投入する広範な部門の成長を促すことである。第二に、不動産業は、その大半が企業ではなく家計の住宅購入行動であるから、雇用を生み出す力は乏しいが、住宅価格の高騰が個人消費を支える要因となった。より高い価格での転売を目的として住宅購入した投資家はもちろんのこと、居住目的の住宅購入者にも、住宅資産の評価額が上昇することで、「ホームエクイティローン」や「キャッシュアウト」と呼ばれる住宅ローンによって現金借入を増加させることが可能となった。こうして 2000 年代の個人消費はこうした不動産価格の高騰によって支えられた部分が大きい。

〔鉱業の設備投資〕 鉱業の設備投資は、図 7-16 に見られるように、名目 GDP とそれに伴う利潤の増大にぴったり寄り添っている。鉱業には「石油・ガス掘削業」「石油・ガスを除く鉱業」「鉱業を支援する事業」の 3 つの部門があるが、この時期の設備投資の 83% は石油・ガス掘削業によるものである。

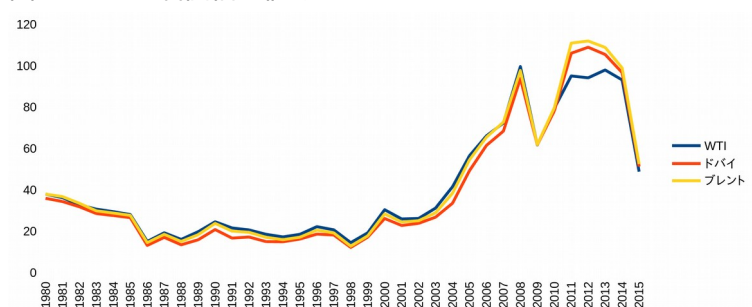
図 7-16 鉱業の経営指標



（出所）DOC,NIPA、DOC,GBI、DOC,FA より作成。

それでは石油・ガス掘削業の名目 GDP と利潤を押し上げた要因は何か。その背景には原油価格の高騰がある。図 7-17 には代表的な 3 つの原油価格が示されているが、1985 年に逆オイルショック以来 1 バレル当たり 19～24 ドルで推移していた原油価格が、1998 年の 12～14 ドルをボトムに、以後上昇を始め、2008 年の 93～99 ドルまで 6.6～8.2 倍になっている<sup>154</sup>。この背景には中国をはじめとする新興工業国のエネルギー消費の増大があるが、原油は穀物や証券と同様に投機の影響を強く受ける商品であり、新興工業国のエネルギー需要の増大を受けて原油価格の上昇が見込まれると、その価格変動から売買差益を得ようとする投機マネーが原油取引市場に流入し、原油価格が高騰したことがこの原油価格の高騰の背後にある。

図 7-17 原油価格の値動き



(出所) 原油価格の推移 [http://ecodb.net/pcp/imf\\_group\\_oil.html#index02](http://ecodb.net/pcp/imf_group_oil.html#index02) より作成。

アメリカもまた原油産出国のひとつであり、このような世界的な原油価格の高騰、それによる名目 GDP と利潤額の急増に対して石油・ガス掘削業は設備投資で対応しようとしたのである。

### 3.3.3 製造業の設備投資と過剰生産能力

以上のように 2001～2006 年の設備投資の増分の 76% (2001～2007 年では 57%) を占める不動産業と鉱業の設備投資がどちらも商品投機による価格高騰を背景に起きていた。この 2 つの部門以外にも、製造業 (2004～2008 年の設備投資の増分の 16.9%)、金融保険業 (同 5.7%)、情報産業 (同 8.6) などより小さな規模の設備投資をしている。この中から製造業について見ておく。

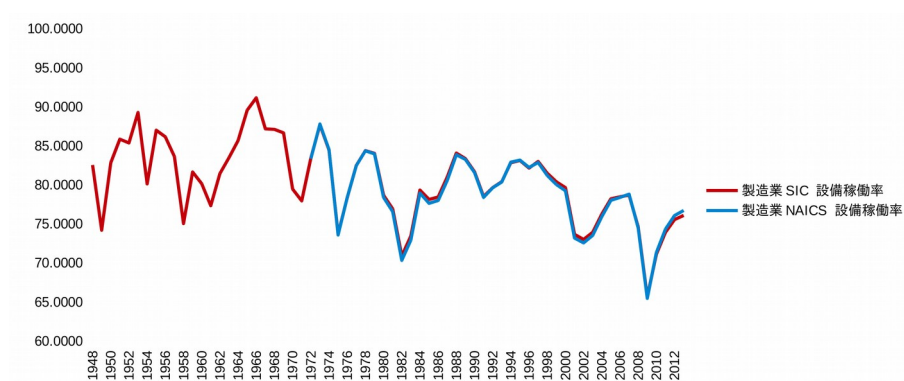
まず最初に確認しておきたいことは、図 2-11 で製造業各部門の生産能力の推移を見ると上図と中図のいずれも 2000 年から 2002 年頃にかけて生産能力が落ち込み、その後、上昇を再開するも 2007～2008 年をピークに再び落ち込み始めており、2000～2010 年の間、製造業のほとんどの部門で生産能力は横ばい、もしくは低下しているということである。1980 年代の生産能力削減の規模も大きかったが、部門数では製造業 21 部門中 11 部門であった。今度はほとんどすべての部門で生産能力の削減が起きている。このような大規模な生産能力削減は戦後史上初めての出来事であろう。

この背景には 1990 年代後半の過剰生産能力の堆積がある。先ほど図 1-12 で確認したように 1960 年代と 1990 年代とは戦後史上 2 大生産能力増強期であり、しかもピーク時の成長率は

<sup>154</sup> その影響を受けてレギュラー・ガソリン小売価格は 1999～2000 年、2004～2005 年、2007～2008 の 3 回上昇して、1999 年から 2008 年に 4 倍になっている。

1998年（8.6%）の方が1966年（7.8%）よりも高い。それは製造業の設備投資だけではなく、通信業やビジネスサービス業の設備投資もまた製造業の生産能力増強に寄与したためである。そのような膨大な生産能力が形成された結果、設備稼働率は1995年に83.1%をつけて以後、低下していく。1990年代後半はITバブルを背景として1990年代前半よりも高い個人消費の成長があったが、それでも設備稼働率を下げねばならない程の膨大な生産能力が築かれたのである。

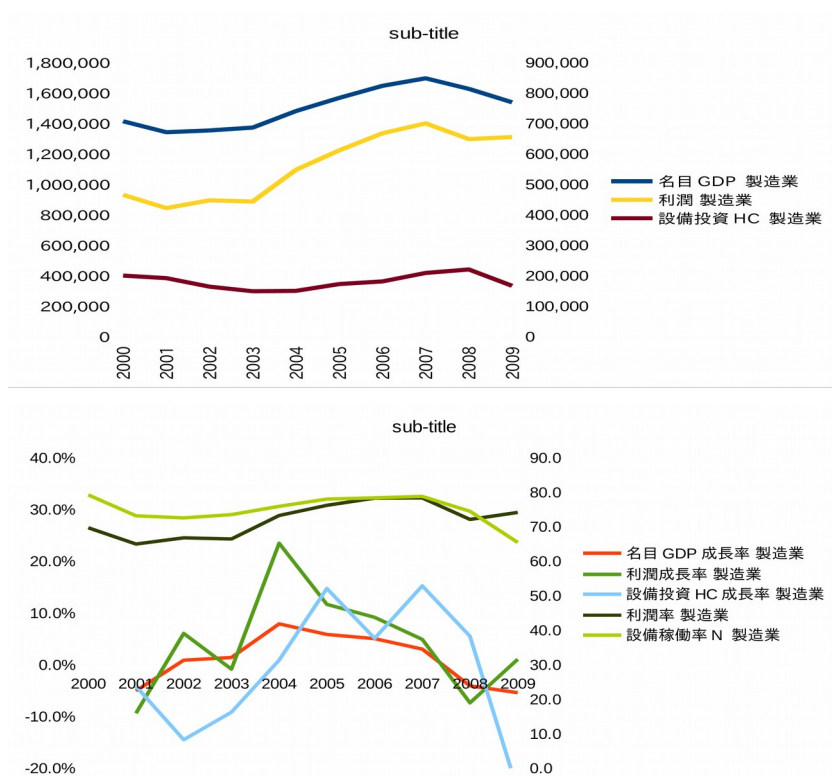
図 1-19 製造業の設備稼働率



(出所) FRB,IPCU より作成。

図 7-18 より、製造業の 2000 年代の経営指標を見てみる。上の図から額の推移を、下の図からその成長率の推移を見る後、名目 GDP、利潤額がともに 2001～2003 年を底とし、それ以後、2007 年まで増大していくが、その成長スピードは 2004 年がピークで徐々に低下していることがわかる。これに対して設備投資は、2001～2003 年はマイナス成長で、2004 年から 2008 年まで成長するが、その成長率は 2007 年がピークとなっている。1990 年代の動きを図 7-11 で見てもわかるが、通常、設備投資は名目 GDP や利潤の動きに（1 年遅れぐらいで）ぴったりついていくものであるが、2000 年代はそれが一致していない。それでは、2007 年には必要な利潤に対して不相応な過大設備投資をしているのだろうか。そうではない。というのも、設備稼働率と利潤率を見ると 2001～2003 年で底をついた後、2004 年から 2007 年まで上昇を続けているからである。つまり、むしろ逆に 2004 年の設備投資が需要や利潤の伸びに対して過少であり、その結果、その後に需要と利潤が減速する時期に設備投資を加速させても設備稼働率と利潤率が天井にぶつからずに済んだのである。それでは製造業は 2004 年に自己節制的に行動し、2007 年まで過剰資本の発生を遅らせることができたということであろうか。それも違う。なぜなら設備稼働率がピークの 2007 年でも 78.7% で、これは 1992～2000 年のどの年よりも低い（1991 年と 2001 年はリセッションのあった年）。つまり 2002 年から 2007 年まで上昇しているとは言え、それは 1990 年代から比べればより低いレベルでの上昇であり、長期トレンドとしては過剰生産能力はより一層堆積されていると見るべきだからである。

図 7-18 製造業の経営指標



(出所) FRB,IPCU、DOC,FA、DOC,NIPA、DOC,FA より作成<sup>155</sup>。

以上の特徴に整合的な唯一の解釈は、製造業は 2000～2002 年に莫大な生産能力削減を行ったにも関わらず過剰生産能力は十分に解消できておらず、その結果、需要の大きさとの関係ではまったく必要ないが、それでも 2004～2007 年に小規模ながら設備投資を行った結果、2002～2007 年を通じて 1990 年代以上の過剰生産能力を抱える結果に陥っている、ということである。図 1-12 を見ると 2000 年代の設備成長率がピークの 2006 年でも 1.12% (2001～2004 年と 2008 年以降はマイナス値) という歴史的に低い水準にあることが理解できよう。まさに製造業は 2000 年代の 10 年間トータルでは設備を増やさなかったのである。これが 1990 年代の歴史的な生産能力形成と生産性上昇の帰結である。

### 3.3.4 オフショアリングと雇用の悪化

基礎作業の 2.2.3 で見たように、2000 年代の民間部門の雇用と報酬は 1990 年代よりも深刻な事態に陥っていた。というのも製造業の雇用シェアは 1991 年から 2000 年までの 10 年間で 14.55% から 12.55% まで -2% ポイントの低下していたが、2001 年から 2007 年までの 7 年間で 11.89% から 9.63% まで -2.28% ポイントも低下している<sup>156</sup>。1990 年代は雇用シェアは低下しても製造業の雇用数 (フルタイム相当) そのものは増加していたが、2000 年代には 2000 年の 16,948 千人から 2007 年の 13,609 千人まで絶対数が 20% も低下しているのである。加えて、

<sup>155</sup> メモ；製造業の名目 GDP/実質 GDP の成長率/成長寄与度の形が食い違ってないか。再確認。

<sup>156</sup> 景気後退による低下を除去して景気拡大期のみを取り出すために前の循環から 2001 年、後の循環から 2008 年を外している。

ここから排出された労働力の向かい先から①情報産業、コンピュータ・システム設計サービスといった高給IT職がなくなり、③代わりに経営支援・清掃サービス、教育・医療・社会サービス、芸能・リクレーション・宿泊・飲食サービスといった低賃金サービス職が再び増加しており、③ビジネスサービス業の雇用吸収力を低下（雇用シェア増加が1990年代前半の1.17%ポイント、1990年代後半の0.92%ポイントに比べ2000年代は0.55%ポイントと低下）しているのである<sup>157</sup>。2000年代は住宅バブルが発生することで、持ち家の所有者と住宅関連証券の所有者に資産効果をもたらして、それが個人消費需要を増大させたのであるが、他方でより基礎的な条件と言える民間企業による雇用情勢が著しく悪化しており、そのことが全体として個人消費需要の増大の勢いを弱める結果をもたらしたのである。

このような雇用情勢の悪化をもたらした要因のひとつは、これまで製造業を代表例として述べてきたように、1990年代の大型好景気とITバブルとが形成した過剰生産能力が民間企業の生産資本投資（設備投資と雇用拡大）を抑制しているということがある。しかし、それだけではない。もしそうであれば、製造業を始めとする非金融企業の合理化・コスト削減努力の結果として（それらの部門での設備投資や雇用拡大の停滞と並んで）ビジネスサービス業の雇用が1990年代並に増えてもよかったはずである。それが低下していることは非金融企業のコスト削減策としてのアウトソーシングが国内から海外にシフトしているという事態がある。第4章で見たように対外直接投資（多国籍化）も、アメリカ国内のGDPや固定資産の増大と比較した時、2000年代前半にひとつの段階的な飛躍があった。また海外からの中間投入の調達率も1990年代末から2000年代にかけて加速的に上昇している。

このようなオフショアリングの進展は、一面ではアメリカ国内の生産能力が過剰となり、ここでの資本投資が利潤獲得という点では有利ではないということが拍車をかけている面はあるかも知れない。しかし、そもそも賃金水準の落差を利用するという点にオフショアリングのコスト削減策としての最大のメリットがあるとすれば、オフショアリングの影響は国内生産能力の増強・過剰・削減という循環サイクルを越えてより長期のトレンドとなる可能性が高い。

### 3.3.5 住宅バブルと2008年金融恐慌の性格

ITバブルの崩壊によって引き起こされた2001年の景気後退は軽微なもので終わったが、住宅バブルの崩壊によって引き起こされた景気後退は2008年に世界金融恐慌となった。このような違いをもたらしたものは何だったのだろうか。

住宅モーゲージ関連証券の価格下落が金融恐慌へと発展する直接のきっかけは、①激しい信用収縮と②大手投資銀行の経営破綻の2点である。バブル崩壊で投資家や銀行に損失が出て、そこに資金的余裕のある金融機関が資金の融通をするなら経営破綻は連鎖せず、きわめて限定された範囲に押し込めることができる。しかし2008年では激しい信用収縮が起きて、どの金融機関も他の投資家、金融機関に資金を融通することを控え、それが危機を拡大した。信用収縮が起きた理由は、価格下落している金融商品がCDO（債務担保証券）だったことにある。CDOは様々な貸付債権や債券を裏付け資産にして発行される証券であるが、幾重にも繰り返されることでハイリスクの債権・債券（例えばサブプライムローンのRMBS）がどれだけ含まれているか、判別で

<sup>157</sup> 各部門の一人当たり平均報酬の2001-07年の平均値を見ると、製造業61.9千ドル、専門・ビジネスサービス56.78千ドル、教育・医療・社会サービス41.36千ドル、芸能・リクレーション・宿泊・飲食サービス20.89千ドルとなっており、報酬のより高い方向への上昇移動とより低い方向への下降移動との両方があるが、下降移動の方が上昇移動よりも圧倒的に多い。

きなくなる。その結果、金融機関がお互いにどれだけの損失を出すことになるか予想がつかず、お互いに疑心暗鬼になって信用収縮したのである。こうした中でベアスターンズ社やリーマン・ブラザーズ社のような大手投資銀行が経営破綻したことはより一層不安と疑心暗鬼を煽ったが、これらの投資銀行はもともとは副業的な位置づけであったはずのトレーディング（自己勘定売買）の比重が高く、バブル崩壊とともに自分自身が投資家として大きな損失を出したのであった。

それではどうしてCDOや自己勘定取引が大きくなったのであろうか。そこには投資対象がITベンチャー企業のような成長産業株ではなく、サブプライムローンであったことがある。サブプライムローンはもともと信用度の低い人向けの住宅ローンで、これがハイリターン（高金利）なのはハイリスク（信用度が低い）だからである。これをそのまま証券化したのでは大量に買われることは考えにくい。そこでこれを大量に市場で売り出すための工夫として、他の良好な債権・債券と組み合わせてCDOにし、優先劣後構造のあるトランシェに切り分けて下位のトランシェは投資銀行の関連会社がいって信用度を高め、CDSを付けるなどしてリスクをあちこちに分散させ、さらに格付け会社に高い格付けをつけさせて、ようやく上位のトランシェを大量に売りさばくことができたという商品なのである。こうした操作を繰り返したからと言ってリスクが分散されるわけではないのだが、勘違いであれ騙しであれ、投資家に大量に買ってもらうためにはこれだけの操作を積みあげ、かつ投資銀行自身がリスクを取らなければならないような商品が2000年代の投機対象だったのである。

2000年代には、この他にも実物としての住宅、原油、穀物なども投機の対象とされていた。これは、「良好な投資対象があったので投機が起きた」のではなく、まず①投資されるべき投機マネーが大量にあって、そのために投機対象が探されるという事態が起きていたこと、そして②それでもなお良好な投機対象が見つからなかったこと、この2点を意味している。この2つの条件は1990年代末から2000年代にかけての具体的な歴史的條件に規定されている。つまり①投機マネーは1990年代後半のITバブルの時期に急増し、これがさらに2001年からの低金利政策でより一層増加したこと、②製造業をはじめとして非金融企業が1990年代の大型好景気で大量の過剰資本を抱えてしまい、それが十分に解消されないため、自律的な生産拡大（景気拡大）を引き起こす力を欠いており、その結果、良好な投資対象たるべき「成長株」分野がどこにも現れなかったこと、この2点である。こうした条件下でなお、投機対象となる商品を提供することで利益をあげようとした、大手の中では下位に位置するベアスターンズ社やリーマン・ブラザーズ社が、このサブプライムローン証券化商品に積極的に食いつき、また自らリスクを取る行動に出たのである。

このような意味で2008年の金融恐慌は、「景気循環の前半期に生産拡大と資本投資（設備投資と雇用拡大）の好循環があり、その延長線上に過剰生産と過剰資本蓄積が進行し（バブルや商品投機がこれを支え）、最後にこの過剰生産・過剰資本が破綻することで恐慌に至る」というような意味での「過剰生産恐慌」ではなかった。むしろ、1990年代の景気循環の方がこのようなシナリオに近かったが、その時はITバブル崩壊しても恐慌にはならず、2000年代の景気循環はこのようなシナリオから程遠いものであったが、だからこそ住宅バブルの崩壊とともに恐慌に陥ったのである。

#### 4 おわりに：現代アメリカ経済の特質



本章で明らかになったことの意味を第1～6章までの検討とも結びつけながら敷衍して、現代アメリカ経済の特質についてまとめたい。

〔製造業の資本蓄積〕 製造業の資本蓄積の動態を振り返るなら1990～2000年代には次のような特徴が見いだせる。

第1。製造業では、1980年代の経営難の時期に過剰生産能力が削減されたのを受けて、1990年代前後に資本投資を再開したが、1995年には過剰生産資本が発生し、設備投資の成長率は鈍化を始め、多くの製造業部門では1997年頃からマイナス成長が始まった。他方、通信業・ビジネスサービス業の膨大な設備投資によって一人勝ち的に成長を続けたコンピュータ・電子製品（機械類と電子電気機器）は2000～2001年に大きく設備投資を伸ばした。2001年の景気後退に際して製造業は1980年代を超える大幅な生産能力削減を行ったが、それでも過剰生産能力状態は解消されず、2000年代の製造業の設備の成長率も生産能力の成長率も戦後史上最低レベルとなった。また雇用も1990年代の相対的縮小（シェア低下）とは異なり2000年代には絶対数の縮小が起きている。

こうした流れが示しているのは、まず第1に、過剰資本の形成・堆積・削減に20年を超える中期的サイクルが存在するという事。具体的には、1960年代の大型設備投資によって形成された過剰資本1970年代を通して堆積し、1980年代後半にようやく削減される、そして1990年代の大型設備投資によって再び形成され、2000年代を通して削減に向かっているが、今なお過剰状態を抜け出せていないという流れである。しかし第2に、そのようなサイクルを描きながら全体のトレンドとしては1966年以来設備稼働率は一貫して低下傾向にあり、1980年代の過剰資本削減もそのトレンドの中では部分的な回復に過ぎず、トレンドそのものを修正するには至っていないということ。設備稼働率の極小値は1991年の78.5%から2002年の73.0%、そして2009年の65.%へと低下している。

第2。製造業の大企業は、このような過剰生産能力の堆積がもたらす利潤率低下の圧力のもとで利潤率を回復すべく、設備生産性と利潤分配率とを回復できるような資本蓄積様式を探求してきた。それは1980年代以降のリストラクチャリング、リエンジニアリング、アウトソーシング、オフショアリングなどの経営戦略の中に次のような特徴として現れている。その第1は戦後アメリカ型の雇用関係を崩して労働市場の柔軟化を図り、また労働力を公務員・製造業という相対的高給部門からサービス業の相対的低給部門へと移動させたことで労働分配率を低めた（利潤分配率を高めた）。第2にリストラクチャリングとアウトソーシングはそこにM&A&Dを含んでおり、その結果、製造業大企業の資本蓄積は「集積にもとづく蓄積」から「集中にもとづく蓄積」へと主軸を移した。これは個別企業としても、マクロ経済的にも過剰な資本を増やさずに新しい生産技術・製品技術を獲得して競争力を回復・強化することが可能となり、従って設備生産性の上昇に寄与するものであった。またオフショアリングはアウトソーシング先を国内から海外に移転させることでコスト削減を推進し、それにより更に付加価値・利潤が増大する分、設備生産性を引き上げている。第3にリエンジニアリングとアウトソーシング（国内・海外）はIT産業とビジネスサービス業を成長させたが、こちらの部門が積極的に設備投資を行って生産効率を高めたことはそのまま製造業の生産性上昇にも寄与している。

第3。このような製造業大企業の動向は、アメリカ経済全体の雇用と消費生活に大きなインパクトを与えるものであった。それはまず社会の総労働力の各部門への配置に対する影響である。

公務員を別にすれば製造業からサービス業への雇用の移動が労働力配置における最大の変化であり、そのサービス業で雇用を伸ばしているのは、大きく分けて①ビジネスサービス業・IT産業、②医療サービス、③宿泊・飲食サービスであった（表7-4参照）。この内、①はすでに見てきたように製造業のリストラクチャリングやアウトソーシングと表裏一体のものである。②の医療サービスは本稿で見てきたものとはまた別の文脈で製造業と関わりを持っている。簡潔に言えばアメリカには公的医療保険制度がないために医療サービスの価格が高騰しており、ここで支払われる医療費が医薬品産業や医療機器製造業の競争力強化に寄与しており、アメリカの中で数少ない国際競争力優位部門を支えているということである。これは本稿が焦点を当ててきた領域とはまた対照的なアメリカ資本主義のもうひとつの側面である。そして③は製造業を含む多くの部門からこぼれ落ちた労働者が吹き溜まる、いわば産業予備軍の貯水池であり、部門単位で見た時に平均賃金が最も低い部門である。製造業から排出された労働力は、一部・一時的にIT産業の高給専門職に向かうものもあったが、多くはより低賃金の部門に向かっており、この③はその最後の受け皿である。

以上の3点を総合すると、アメリカ製造業は過剰資本と堆積させながら、労働分配率の引き下げと設備生産性の引き上げによって利潤率の回復をはかり、その結果、アメリカの雇用条件を（高給職へと低給職への分裂を含みながら）全体として貧困化の方向に押し下げた。これらの特徴が現代アメリカ経済の「基盤」「基層」を成しており、当然ながらこれらは経済成長と景気拡大を抑制する方向に作用している。

〔金融化とバブル〕 製造業ではなぜ過剰生産資本の堆積という長期的なトレンドが強力に貫かれているのであろうか。その理由は、外生的な需要によって成長率を維持するという体制が、ケインズ主義が終焉した後も継続されているからに他ならない。そこには財政出動として機能した1980年代のレーガン軍拡、1991年の湾岸戦争、2000年代前半のアフガニスタン・イラク戦争などもあるが、それ以上に大きな効果を持ったのが1990年代末のITバブルと2000年代半ばの住宅バブルである。これらによって景気浮揚がなされる限り、それは確かに企業にとっても家計にとっても過ごしやすい環境となるが、それによって過剰資本の削減が回避され、さらに堆積されていく結果をもたらす。このようなバブル現象はなぜ起きたのであろうか。実体経済を対象とする本稿ではこの問いに十分な解答を与えることは出来ないが、実体経済と接点を持つ範囲でいくつかの特徴を指摘しておく。

第1。1970年代半ば以降、金融業界では証券取引が活発化して間接金融よりも直接金融が主流となり、さらに高配当政策や自社株買戻しなど非金融企業による株主優遇政策が強まっている。こうした傾向と非金融企業の側のリストラクチャリングは相互に促進しあう関係にある。証券市場で企業の資産が商品として売買されている状況は自らの事業構成を再編したい企業にとってそれをドラスティックに進めやすい環境であった。他方、そのようにM&A&Dが活発になっている下では株主に高く評価される経営方針を打ち出さなければ株価が下落して敵対的買収をかけられやすくなる。株価を維持するためにより迅速に事業構成の再編を進める必要が強まり、それはさらにM&A&Dを軸とした資本蓄積に企業を向かわせた。

第2。バブルを引き起こすほどの大量の投機マネーはどこから発生したのであろうか。直接には家計の金融資産が銀行預金から投機性の高い商品に移行していること海外投資家の資金がアメリカに呼び寄せられていることがあげられるが、さらにその背後にあるのはFRBによる金融緩和

と預金機関による信用創造である。この内、後者は実体経済要因であれバブル要因であれ、景気が拡大し、貸し付けた資金がなんらかの形で利子を生み出しながら返済される見込みが高まれば信用創造がなされるし、そうでなければなされないという関係にあるが、前者はより強く政策判断の影響を受けている。今日では低金利と量的緩和とは当たり前の事象となったが、もともと反ケインズ主義として始まった新自由主義は景気下支えのために金融緩和するという判断に反対であった。そのような考え方を原理主義的に実行したのが1980年前後のボルカーFRB議長である。これに対し、グリーンSPANは1990年前後に景気後退が近づくと政府や議会からの圧力に屈して金融緩和を行い、それは2001年、2008年になるとさらにその度を増した。景気後退のたびに強められてきた金融緩和策は、まず直接には景気後退期における大企業の倒産回避として、次にはそれが投機マネーの増加の原因のひとつとなり、バブルを生み出すことによって、二重に非金融企業の過剰資本を温存・堆積させる原因となっている。

第3。投資銀行などの金融機関は様々な金融商品を開発して投資家の投機を誘うが、その際、一方に安全性の高い金融商品が大量に存在していることが、他方でよりハイリスク・ハイリターンの商品への投機を受け入れやすくする条件になる。財務省証券はそうした安全商品の代表格であり、財政赤字の拡大はこうした面から金融投機を支えている。財政赤字が拡大した要因の多くは軍需支出の増大であるが、これらは政府需要の増大として直接に景気下支えの効果を持った上で、さらに大量発行された国債が複雑な投機を支え証券活況を生み出す条件にもなっている。

以上のように、証券活況とバブルは、金融業界内部の要因に加えて非金融大企業や政府の金融政策・財政政策からの影響を受けながら発達してきた。そしてこれが翻って設備投資、雇用拡大、そして資産効果による消費支出の増大を通じて景気浮揚の効果を発揮してきた。こちらは上記の「基層」に対してより浮動的である点で現代アメリカ経済の「上層」をなしている。今日のアメリカ経済は景気を抑制する傾向のある基層と景気浮揚作用のある上層の2層構造をなしており、上層が弱まると常に基層がその姿を表す。