

<論 説>

平成不況論批判

木 村 一 朗

目 次

- I. 大型不況の到来
- II. 平成不況はどのように捉えられているか
 - 1. 「複合不況」説
 - a. 宮崎『複合不況』の分析視角
 - b. 「複合不況」論の問題点
 - 2. 「バブル崩壊歓迎」説
 - a. 「バブル性悪説」
 - b. 野口『バブルの経済学』の問題点
 - 3. 「ストック調整」説
 - a. オーソドックスな「ストック調整」説
 - b. 武富『大調整期』の問題点

I. 大型不況の到来

第二次オイルショックを契機とする世界不況で幕を開け、ソ連・東欧の社会主義システム崩壊と東西ドイツの平和的統一で幕を閉じた 1980 年代は、政治的にも経済的にも激動の時代であった。

経済的側面からみると、そこでは、たんに社会主義システムの解体にとどまらず、市場経済システムもまた、一方では生産性上昇を伴う社会的生産力の上昇によって富の増大が実現されるかたわら、国内におけるあるいは国際的な不均衡の拡大や環境問題、さらには経済問題と政治問題との尖鋭な緊張関係（経済問題の政治問題化）の高まりといった深刻な諸問題に直面することになった。旧来のシステムや行動規範が程度の差はあれ種々の面で行き詰まり、新しい時代に即応した新たなパラダイムが模索される時代が始まったといってもよからう。

70年代以降顕在化した資源制約や、世界経済の枠組みの解体、再編過程における国際的競争対立激化の下で先進諸国が低成長に呻吟するなか、日本経済はひとり良好なパフォーマンスを示し続けた。第一次オイルショック後の70年代(73~80年)も日本は実質3.6%(GDP, 年平均)、3年に亘る世界不況を含む80年代前半(80~85年)にも年平均3.7%の成長を遂げた。

そうした中で、85年9月、いわばそれまでの「日本の一人勝ち」的状況は正の意図を秘めた先進諸国間の、特に日米経済関係の政治的調整(プラザ合意)が行われ、日本経済は急激な円高に見舞われることになった。輸出の増大を通して日本経済の躍進を支えてきたリーディング・セクターが深刻な打撃を受けることが予想され、企業経営者、政治家、官僚、官民エコノミスト、評論家、経済学者などの大多数の人々が日本経済の先行きに対する危機感をもち、マス・メディアはそうした悲観的論調で溢れた。

しかし、大方の予想に反して、日本経済は「円高不況」を驚くほど短期間で克服し、ほとんど誰もが予想しえなかったような大型の景気拡大へと転じた。多くの人々に日本経済の没落や恐慌の到来を予感させた80年代後半は、実際は、歴史に残る「繁栄の時代」となった。いわゆる「平成景気」がそれである。

昭和末期に始まり平成初期にかけて進行したこの好景気を「平成景気」と呼ぶことについては多少の抵抗もあるかもしれないが、このいわゆる「平成景気」は、企業、金融機関、個人をも巻き込んだ投機的狂躁を伴いながら拡大し、かつての「いざなぎ景気」(65年10月~70年7月; 57ヵ月)を超えるかといわれた大型景気となった(86年11月~91年2月; 51ヵ月)。

「平成景気」は、91年2月をピークに、投機的狂躁の消滅、暴騰した株価や地価など資産価格の崩落と相前後して深刻な不況へと落ち込んでいった。

90年代初頭に勃発し2年半も続いたこの激しい下降局面(「平成不況」; 32ヵ月)は、第二次オイルショック後の戦後最長の景気後退(80年2月~83年2月; 36ヵ月)に次ぐものであり、落ち込みの激しさはそれをはるかに凌ぎ、列島改造ブームとそれに伴う狂乱物価の中で襲った戦後最大といわれる第一次オイルショック後不況(73年11月~75年3月; 16ヵ月)に比肩する大型不況となった。

80年代後半の活況期(87~90年)に年平均5%を上回った実質GDP成長率は、不況のボトムとなった93年度には、第一次オイルショック後不況時(74年度)のマイナス0.6%に次ぐ、年率マイナス0.2%(85年基準)へと激しく落ち込んだ。

企業業績も、大蔵省『法人企業統計季報』(平成6年4~6月)によれば、法人企業(資本金1,000万円以上、除金融、保険)の全産業ベースで、92年第2四半期から93年第4四半期まで(92Ⅱ~93Ⅳ)7期連続の減収(売上減)、90Ⅲ~94Ⅱまで16期連続の減益(経常利益減)、あわせて94年3月期まで4年連続の減益という55年に調査を開始して以来最悪の事態となった(第1図参照)。野村総合研究所NRⅠ(400社ベース)によると、第一次オイルショック後(73~75年度)のピークからボトムまでの経常利益(全産業)の落ち込みが40%であったのに対して、今回の平成不況時にはピークの89年度から92年度まで落ち込みはほぼ50%にも達している。

投資の状況を大蔵省『法人企業統計年報』⁽¹⁾でみると(第2図)、民間設備投資の対前年度増加率は、全産業ベースで90年度の22.1%から93年度のマイナス19.3%まで(製造業ではピークの88年度25.7%から93年度のマイナス21.9%)まで大きく落ち込んだ。

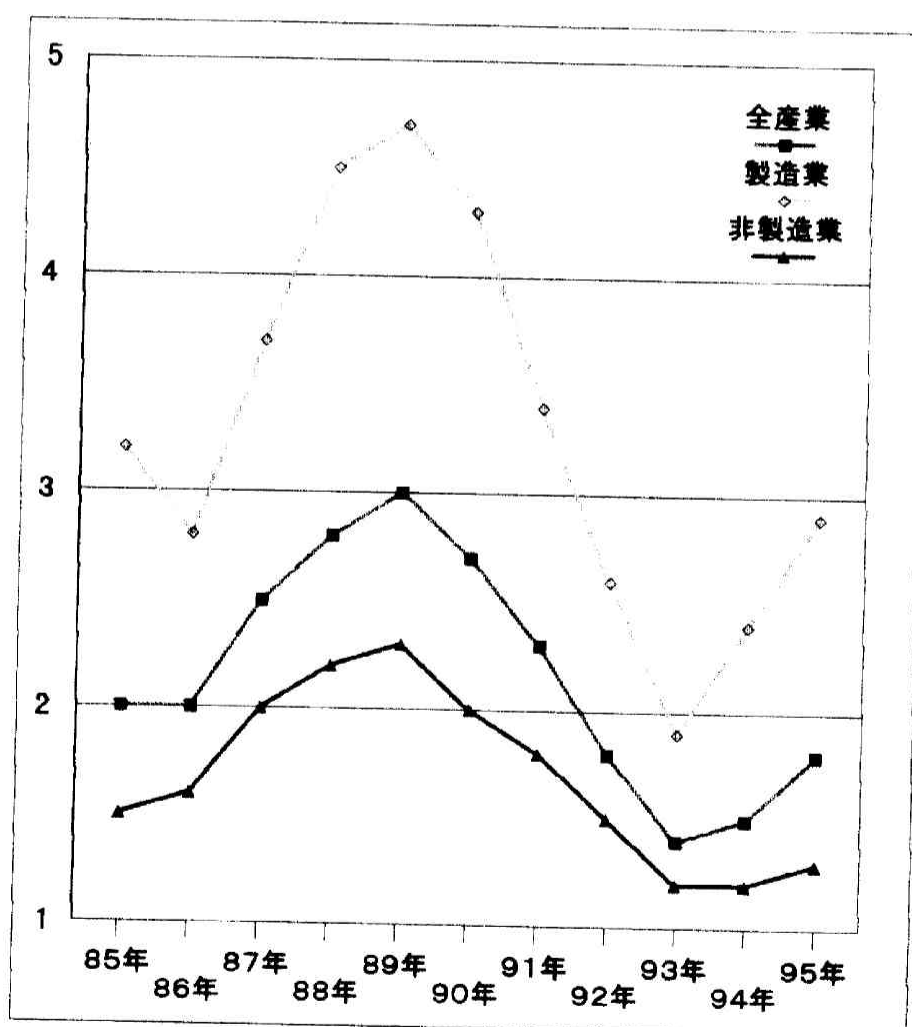
生産面で大型景気のリーディング・セクターであった自動車生産は、90年(1,350万台)をピークに、以後史上初の4年連続マイナスを記録し、93年には対前年比マイナス10.2%(1,123万台)と過去最大の落ち込みをみせた。94年にはついに15年振りにアメリカに逆転されることになった。消費を、全国百貨店売上高でみると、94年10月まで32カ月連続前年比マイナスという、65年に統計を開始して以来初めてという深刻な状況に陥った。94年11月にほんの僅かなプラス(0.2%)を記録したものの、ふたたび水面下に沈んでしまった。

金融面で、投機的狂躁の陰の主役であった銀行、証券会社をみると、投機的狂躁の崩壊とともに軒並み深刻な業績悪化に陥った。

銀行(都長銀、信託)が抱えた非公開分も含めた実質的な不良債権は、一説では80兆円とも100兆円ともいわれ、昭和初めの金融恐慌以来の困難な状況に

第1図 売上高経常利益率の推移 (%)

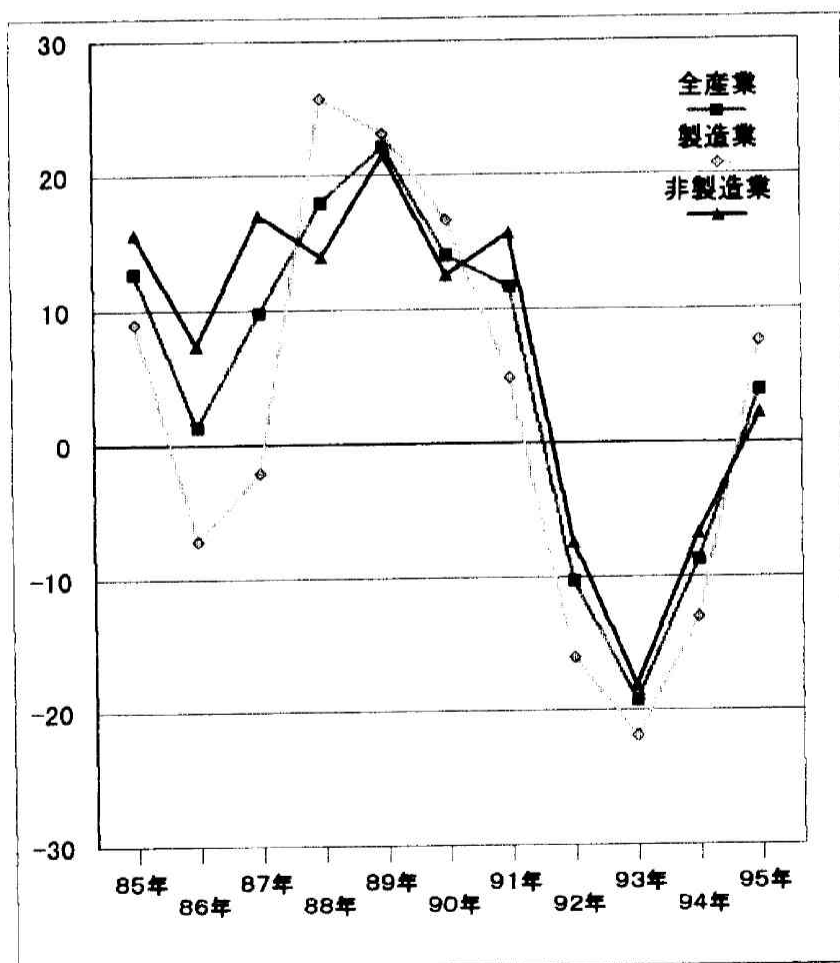
	全産業	製造業	非製造業
85年	2.0	3.2	1.5
86年	2.0	2.8	1.6
87年	2.5	3.7	2.0
88年	2.8	4.5	2.2
89年	3.0	4.7	2.3
90年	2.7	4.3	2.0
91年	2.3	3.4	1.8
92年	1.8	2.6	1.5
93年	1.4	1.9	1.2
94年	1.5	2.4	1.2
95年	1.8	2.9	1.3



(出所) 大蔵省『法人企業統計年報』各号(『財政金融統計月報』No. 474, p. 6, No. 532, p. 6)より作成

第2図 設備投資（対前年度比，％）

	全産業	製造業	非製造業
85年	12.8	9.0	15.7
86年	1.3	- 7.1	7.4
87年	9.8	- 2.1	17.1
88年	18.0	25.7	14.0
89年	22.1	23.1	21.5
90年	14.1	16.7	12.6
91年	11.7	4.9	15.7
92年	-10.3	-16.0	- 7.3
93年	-19.3	-21.9	-18.1
94年	- 8.7	-13.0	- 6.7
95年	3.9	7.6	2.2



（出所）大蔵省『法人企業統計年報』各号（『財政金融統計月報』
No. 474, p. 8, No. 532, p. 8）より作成

ある。全国銀行協会連合会『全国銀行 151 行 93 年 3 月期決算』をみると、経常利益は前年度比 23.1% も減少し、4 年連続の減益となった。預金金利低下（利鞘拡大）のおかげで業務純益が大幅に伸びたにもかかわらず、放漫経営のツケ（不良債権償却のための貸倒引当金繰入れ、貸出金償却）を払わねばならなかったからである。預金残高（93 年 3 月末）は、前年同月末比マイナス 5.0% と 48 年（昭和 23 年）に統計をとりはじめて以来最大の減少幅を記録し、貸出金残高（93 年 3 月末）も景気低迷に伴う企業の資金需要の伸び悩みから過去最低の伸び（0.9%）にとどまった。それ以後も不調はつづき、93 年度末の都市銀行の貸出金残高は、前年度比マイナス 0.6% と 54 年度（昭和 29）の統計開始以来初めてマイナスを記録した。

証券会社についても、株価がボトムに達した 92 年度の業績はさらに悪化した。93 年 3 月期の東京証券取引所一日平均売買代金は、低水準だった前期をさらに 3 割も下回り、15 年前の 77 年水準（約 2,500 億円）にまで落ち込んだ。そのため、最大の収入源である株式委託手数料（総合証券 47 社ベース）は 33% 減の 5,501 億円へ、全体としての営業利益も 25% 減の 1 兆 6,836 億円へと急減した。上場証券 25 社をとってみても、経常利益の黒字（それも形だけのほんの僅かな黒字）を計上しているのは野村、日興等 3 社のみで、経常利益から投資有価証券評価損を差し引いた修正経常利益は全社すべて赤字になっている⁽²⁾。依然として存在する巨額の含み損、海外不動産がらみのあるいは一連の不祥事による損失など、証券会社も放漫経営のツケに苦しんでいる。

一方、投機的狂躁の形成と崩壊の「主役」となった株価と地価についてみると、80 年代に入って急上昇した株価は、89 年 12 月 29 日に 38,915 円 87 銭という史上最高値をつけたが、90 年以後雪崩をうつように急落し、92 年 8 月 18 日（株価ボトム）の 14,309 円 41 銭へと 63.2% も下落した。全国証券取引所時価総額でみると、ピークであった 89 年末の 630 兆円から 92 年末の 299 兆円まで 52.5% も激減した。わずか 3 年の間に、89 年の名目 GDP（396 兆円）の 83.6% に当たる資産が消滅したことになる⁽³⁾。

投機的狂躁のもう一方の主役、地価を、国土庁『地価公示』（93 年 1 月 1 日）で

みると、東京都区部の商業地は前年比(－)22.5%、住宅地(－)22.2%と過去最大の下落をみせた。ピークであった88年1月1日と比べると、僅か5年の間に、東京都区部(民有地ベース)だけでおよそ1,180兆円(住宅地180兆円、商業地1,000兆円)、88年の名目GDP(371兆円)の3.2倍に相当する土地資産が土地投機ブームの崩壊とともに消えてしまった勘定になる。

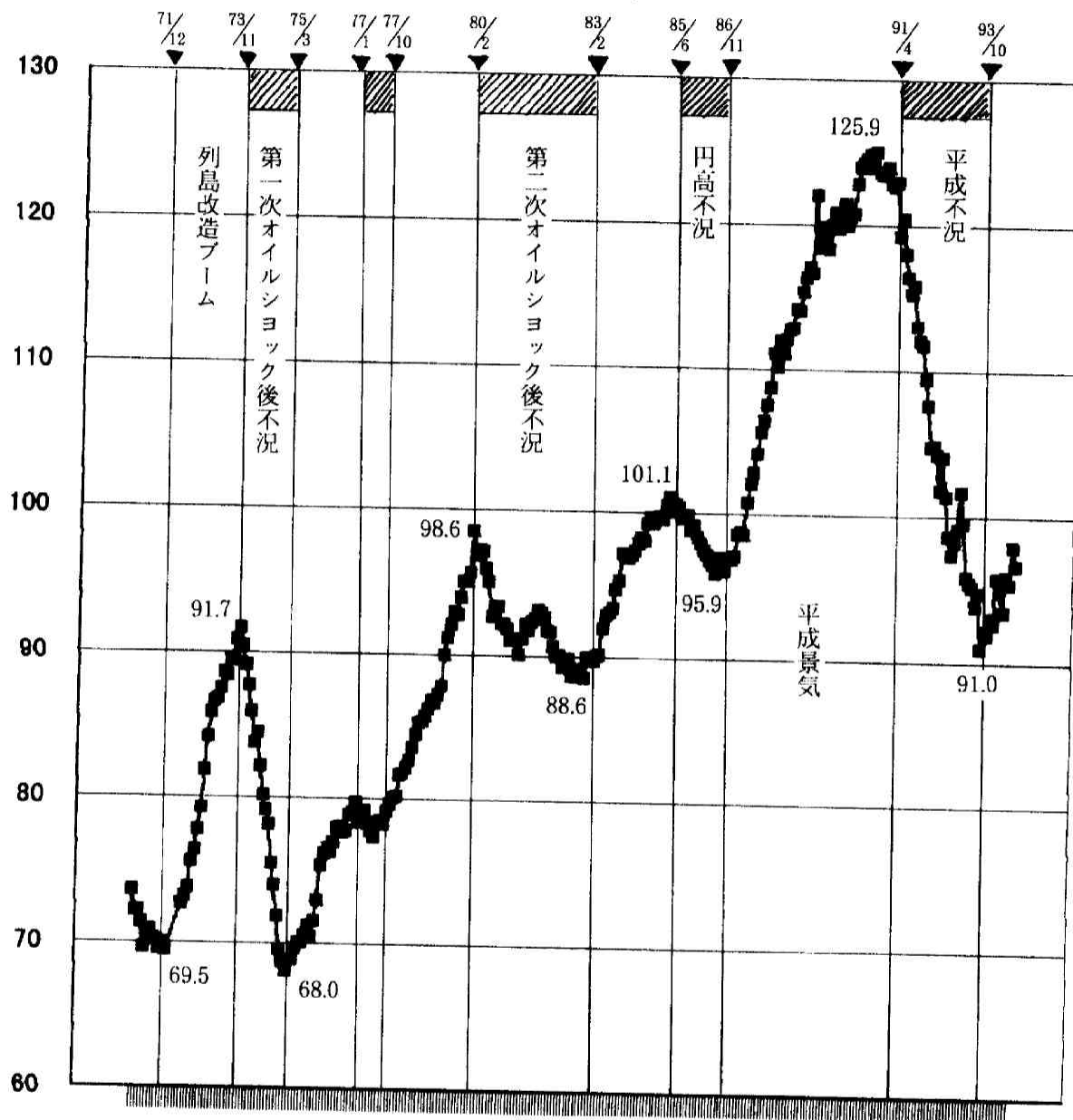
平成不況における景気の落ち込みを、景気の振幅やそのテンポをみるのに便利な経済企画庁「景気動向指数」のコンポジット・インデックス(CI)・一致指数でみると、ピークの90年10月からボトムの93年10月までの36カ月間に(－)27.7%という、第一次オイルショック後の(－)25.8%を凌ぐ激しいものであった(第3図)。景気後退の長さも、第一次オイルショック後不況の16カ月に対して32カ月という長期に亘ったこと、前者がどちらかといえば製造業に偏っていたのに対して平成不況は金融を含む非製造業にまで万遍なく及んだこと、かつてないほどの深刻な消費低迷を伴ったこと等を考えると、平成不況は戦後最大の不況であったといっても過言ではない。

93年1月の政府『月例経済報告』が「我が国経済は調整過程にあり、引き続き低迷している」と、昭和31年に『経済白書』が発表されるようになって以来初めて「低迷」という表現を公式に用いたのも、そのような感覚を表現しているといってよからう。

大きなパニックや不況が生じると、その原因や処方箋をめぐって種々の議論が噴出し、学界やジャーナリズムを賑わすのが常である。

1929年のアメリカに始まる大不況については、シュムペーター、ケインズからフリードマン、サミュエルソン、キンドルバーガーにいたるまで幾多の名だたる経済学者達が論陣を張った。その論点も、アメリカ金融政策原因説(M. Friedman)、金本位誤用説(L. Robbins)、デフレ失策説(J. M. Keynes)、長期停滞説(A. Hansen)、構造的不均衡説(I. Svernlund)、一連の偶発事件説(P. Samuelson)から中心国不在による国際経済システム不安定説(C. P. Kindleberger)にいたるまで多岐に亘り、しかもそれらは現在にいたるもはっきりとした決着はついていない。

第3図 景気変動の大きさ
～コンボジット・インデックス (CI)・一致指数～
(85年平均=100)



(出所) 経済企画庁『経済変動観測資料年報』平成4年版 p.225, 5年版 p.225, および経済企画庁『経済月報』94年2月号 p.88, 12月号 p.84より算出, 作成

※ 景気の山と谷は経済企画庁「景気基準日付」による。シャドウは景気後退期

平成不況が大型の景気後退であることが明らかになるにつれて、1929年のアメリカあるいは「昭和恐慌」を例に引いて、大不況（あるいは大恐慌）の到来を示唆ないし懸念するもの、これまでみられなかった全く新しい型の不況とするもの、(異例に大型ではあるが) 基本的には従来からみられた循環的なものとする

説など、様々な反応がみられた。これらの議論の背景には、多かれ少なかれ、世界や日本の市場構造や競争、競合関係の大きな変容、市場経済の現代的変貌についてのある種共通の現状認識があるように思われる。

まず第1にあげられるのは、現代経済はいまや資本移動、為替レート、金融といったシンボル経済が実物経済（財、サービス）をリードする新しい段階に入ったという認識である。この点については、ドラッカー [1986] が明快に論じている。⁽⁴⁾彼はさらに進めて、「世界経済に関する既存の理論は、いまだに新古典主義的であって、財とサービスの貿易が国際的な資本移動と為替レートを決定するとしている」。しかしながら「・・・世界経済は根本的に変化してしまった。財とサービスの実物経済と、資本と信用のシンボル経済は、もはや相互に密接に結びついてはいない」。「資本移動と為替レートは、貿易とはほとんど関係なく動いている。それどころか、1984年から85年にかけてのドル高に見られるように、むしろ逆に動いている」と指摘している。⁽⁵⁾

もう1つは、必ずしもすべての人が認めているというわけではないが、現代における景気循環の変貌についてである。設備投資循環、在庫循環といった旧来型の景気循環は次第にその姿を消しつつあり、景気循環パターンも現代的変容を遂げつつあるというのがそれである。

この点については、平成元年版『経済白書』の分析が非常に興味深い。「平成経済の門出と日本経済の新しい潮流」という副題を持つこの『白書』は、平成景気や投機的狂躁が真っ盛りの時期における報告であり、日本経済の長期拡大を謳いあげる（第1章）とともに、そのグローバル化を論じ（第3章）、さらに初めて「日本経済のストック化」（第4章）を大きくとりあげたものとして画期的なものといってよいが、われわれに格別興味深いのは、分析の締め括りである最終第5章で「成長と循環の新しい姿」として「景気循環の変貌」を説いている点である。

『白書』はまず、今回景気上昇局面の特徴として、①持続力、②力強さ、③内需主導型、④全員参加型、⑤物価の安定の5つをあげ、それらの背後に、従来にはみられなかった循環的変動要因の変化があると指摘する。

まず第1は、設備投資循環の安定化である。

製造業では、設備投資（フロー）の資本ストックに対する比率が年々低下しており、また独立投資や要素代替の動きによって資本係数⁽⁶⁾が長期的に上昇してきたため、資本ストックが上昇したとしてもそれがストレートに生産能力の増加に結びつかなくなっている。したがって、設備投資⇒資本ストックの増加⇒生産能力増加という関係が各レベルで弱まっている。非製造業では、元々資本装備率が高く、資本係数も高いため、その成長にはより多くの設備投資が必要となるが、現状では設備投資増と内需拡大の好循環が生じており、先行きについてもこのような好循環が持続すると思われる。したがって、製造業、非製造業を問わず、設備投資循環はより波長の長いかつ振幅の小さいものになってきているため、先行き設備ストック面で調整が生じる可能性は小さい、と指摘している。

第2は、在庫循環の安定化である『白書』は、昭和50年代以降、在庫投資（GNPベース）のフレは小幅化し、在庫投資水準および在庫率水準は一貫して低下トレンドをもっていることから、在庫投資循環は安定化していると指摘する。それらの背景としては、①情報技術革新による在庫管理技術の向上、②生産工程における技術革新の進展、③物価の安定、④在庫投資採算の安定化、⑤サービス取引の拡大、の5つをあげ、先行き在庫投資循環による景気の反転は可能性として低いと指摘する。

『白書』はこうして、設備投資、在庫投資のいずれにおいても循環は安定化しており、ストック調整メカニズムは弱まり、それらが起点となって景気が自律的に反転する可能性は低く、外的ショックへの抵抗力の強まり、内需の強さ、さらに物価面、対外面における事態の推移に応じた機動的な政策運営などと相俟って、日本の景気上昇の持続力は強い、と断じている。

このように、日本経済の成長力が強く、好景気の持続力が強いとすれば、景気の大きな反転をもたらすものは、常軌を逸した何らかの大きな原因（予期しえぬ大きなショック、あるいは異常な事態など）の勃発しかない。

日本経済が、急転、大型不況（いわゆる平成不況）へ落ち込むと、直ちに原因究

明が始まり、案に違わずさまざまな「原因」が提起された。外的要因（金融自由化、内需拡大圧力など）、政策の失敗（超金融緩和政策、マネー・コントロールの失敗、財政政策の遅れなど）、企業活動の失敗（行き過ぎた過大な投資、経営戦略、財務戦略の失敗など）、投機の暴発と崩壊に伴う資産デフレ等々、不況の原因とされるものは多岐に亘っている。

はたして平成不況の原因は何であったのか。平成不況が今までに例を見ないような広い範囲に及び、著しく深刻であり、かつ非常に長引いたのは何故か。外的要因か、市場構造の変化がもたらしたものか。政府の誤った政策か、通常の企業活動に根ざす循環的要因か、あるいはそれらの複合したものか。日本や世界の市場経済の今後のありよう、展望を探るうえからいっても、平成不況を正確に分析、解明することは極めて重要である。本小論は、平成不況の具体的並びに理論的分析に先立ち、そのための基本的分析視角を整理しておこうとするものである。

以下では、まず、平成不況が現実にはどのように捉えられているか、さまざまな説の中から若干の特徴的なものを取りあげ、それらの基本的視点を明らかにしながら、平成不況を解明するための分析視角を整理し、われわれ自身の正確な視座を捉える手掛かりを探ることにしたい。

注

- (1) 年4回調査、発表される前出の『季報』が金融、保険を除く資本金1,000万円以上の企業を対象にしているのに対して、『年報』は資本金の全階層を対象としており、従って統計数値も若干異なっている。
- (2) 「93年3月期証券決算」（東洋経済『金融ビジネス』93年7月号）
- (3) 日本証券業協会『証券会社の決算概況と証券市場の動向・1994』p. 14
- (4) P. F. Drucker, *The Frontiers of Management*, 1986（上田、佐々木訳『マネジメント・フロンティア』）の第1章「変貌した世界経済」（彼の論文“The Changed World Economy”, *Foreign Affairs*, Spring 1986を収録したもの）
- (5) Drucker, 前掲邦訳, p. 47
- (6) ここでは、資本係数＝資本ストック÷生産能力とする。資本係数をトレンド的に上昇させている要因は様々で、互いに複雑に絡み合っているが、①研究開発投資

や情報化投資といったいわゆる独立投資の活発化、②内販強化のための販売拠点拡充、③新規事業分野への進出など、直接生産能力の増加に繋がらない資本ストック形成の高まりに加え、④高付加価値製品へのシフト、⑤労働、エネルギー等の投入コストを節減するための要素代替型投資の活発化など直接生産に関わる分野でも資本係数を一貫して上昇させるような方向へ進んできた点などが指摘されている。(平成元年版『経済白書』p. 364-5)

Ⅱ. 平成不況はどのように捉えられているか

周知のように、80年代後半から90年代初頭にかけて、非常に息の長い大型景気が到来した。このいわゆる「平成景気」の進行中、長期繁栄を謳歌するかのように、今回の好景気は戦後最長といわれる「いざなぎ景気(57ヵ月)」を超えるか、この長期拡大はいったい何によってもたらされたのか、というような議論が盛行し、官民エコノミスト、学界の多数が景気の行方について積極的、あるいは楽観的な展望を示した。

多くの楽観論の中から非常にクリアーにその根拠を示した一例を挙げると、竹中一雄[1988]は、すでに88年の段階で、「日本経済は自律的な景気拡大メカニズム」に乗っており、「絶好調の一語につきる」と現状を評価し、次いで予想されうる景気攪乱要因(アメリカ経済の動向、為替レートの動向、国内の財政金融政策運営の動向)を個々に検討したうえで、これらの攪乱要因は「全く懸念には及ばない」、また、設備投資が増加したり、あるいは在庫がふえてくると、自律的な調整メカニズム(設備調整や在庫調整)が働き、景気は反転するという見方もあるが、いまの景気の強さから判断すれば、そのおそれはない。したがって、「いざなぎ景気を上回る長期的な拡大局面へすでに入⁽¹⁾った公算が強まっている」と指摘している。

政府の公式見解を『経済白書』等でみると、昭和63年版『経済白書』(1987年度の経済動向分析)以来一貫して「持続力ある長期拡大」を謳いあげてきたが、後からみてすでに景気は反転(91年4～6月期)し、景気後退に入っていた91年8月9日に発表された平成3年版『経済白書』(90年度の経済動向分析)は、依然として景気の腰の強さを強調し、「日本経済は50ヵ月有余の長期の拡大過程を

なお続けている。最近においては、一時の高い成長に比べると拡大のテンポは減速してきているとみられるが、現時点で得られる情報の範囲では拡大局面が終わっていると判断できる材料がそろったということはない。減速の過程が各種の景気関連指標に変調をもたらしているが、これも景気後退局面入りのしるしと読むべきではなかろう。とすれば、「いざなぎ景気」となる長さとなる時期が目前に迫っていることになる」と楽観的な見通しを立てている⁽²⁾。また、多くの人々が深刻な不況の到来を実感しはじめており、後述の宮崎『複合不況』[1992a] がほぼ書き上げられてもいた 92 年 2 月 25 日に発表された経済企画庁『平成 3 年経済の回顧と展望』は、冒頭で「日本経済は、・・・これまでの高い成長からインフレなき持続的拡大が可能な成長経路に移行する過程にある」としたうえで、「現在の移行過程が景気後退となるかどうかは、減速過程の期間、経済の拡大テンポが緩やかになる程度によるが、①91 年後半以降の金融緩和のプラス効果、②物価の安定基調、③世界景気の回復の見込みなどから、経済の減速がかなり深い落ち込みにつながる可能性は大きくない」と指摘している⁽³⁾。

ところが、91 年以降景気が反転し、一転深刻な不況（いわゆる平成不況）へ突入しつつあることが明らかになりはじめると、こんどは、不況をもたらした犯人探しが始まった。

しかも、今回の循環、平成景気から平成不況への反転過程については、資産価格の急騰、暴落が同時進行した。したがって、（資産価格の暴落あるいはそれに伴う「資産デフレ」が不況の原因であったか否かという点はとりあえず措くとして）平成不況の分析、不況の行方や市場経済の今後の展望を探るにしても、あるいは最近の一連の変動状況を理論的、歴史的に位置付けるにしても、いずれにしても、資産価格を暴騰させたとされる 80 年代後半以後の景気の長期拡大過程、90 年代初頭の資産価格崩落とその後が始まった深刻な景気後退過程の正確な分析を欠かすことはできない。

したがって、本論はまず、「平成不況」をめぐる主要な論点、特に多様な分析視角を整理することから始める。

平成不況については、さまざまな立場、視点から数多くの論究がみられ、枚

挙にいとまがないが、宮崎義一 [1992a] は、(議論の内容そのものの当否はひとまず措いておくとして) その歴史的視点、論理的体系性、ことに綿密な実証力によって当初より「平成不況」をめぐる議論をリードしてきたといつてよい。したがって以下では、宮崎「複合不況」論を軸に、代表的な論点を対比させ、それぞれが描き出す「平成不況」像、それぞれのメリット、ディメリットなどを明らかにしつつ、問題の所在を探っていくことにする。

多くの議論はそれぞれ錯綜し、単純な整理や区分けは当然のことながら極めて困難だが、ここでは便宜上、俗にいう「バブル」の評価、意義付けという点から、宮崎「複合不況」論を中心に3つに分類し、さらに便宜的にそれぞれを代表する業績を一点ずつとりあげて論ずることにする。その他の研究、議論については、必要に応じてその過程でとりあげる。

3つの論点とは次の通りである。

①「複合不況」説

今回の不況は、資産デフレの結果生じた金融不況が実体経済のリセッションを誘発した、まったく新しい型の「ストック・フロー複合リセッション」であるとし、不況の行方については極めて悲観的である。

②「バブル崩壊歓迎」説

「資産デフレ」→「クレジット・クランチ」の関連を疑問とし、新型不況だとする宮崎説を否定する。特長はいわゆる「バブル性悪説」にあり、「バブル崩壊」こそ健全な成長を導くとしている。

③「ストック調整」説

景気分析論としてはもっともオーソドックスで、平成不況を基本的には景気拡大期に蓄積されたストック調整圧力が表面化したものとみる。日本型クレジット・クランチには否定的だが、「バブル」の発生→崩壊→資産デフレが景気の振幅を拡大したとみる。したがって、不況の行方についてはかなり悲観的である。

以下では、これらの分析視角を順次とりあげ、その主張内容、問題点などを探っていくことにする。

II-1. 「複合不況」⁽⁴⁾説

II-1-a. 宮崎「複合不況」説の分析視角

いわゆる「複合不況」論は、宮崎 [1992a] に代表されるが、後の議論との関わりもあり、ここではその説くところを少し詳しくみておこう。

宮崎 [1992a] は「まえがき」でその目的を「1980年代半ば以降、世界の先進国において同時多発的に起きているバブル現象の背景を明らかにし、とくに日本におけるバブル発生と崩壊のメカニズムについて実証的に分析すること」としている。そしてその結果明らかになったのは、「当面する先進諸国の景気後退に共通する特徴は、まず金融の自由化の帰結として金融資産（ストック）の調整過程が先行し、それによって実質 GNP（フロー）のマイナス成長が誘発されている」という事実であり、これは、「バブル＝不良資産（ストック）の長期的調整とフローの短期的在庫調整とが連動して進行する、いわばストック・フロー複合リセッション」であるという。これが宮崎「複合不況」説の骨子である。

宮崎 [1992a] の論述構成は、背景の分析、アメリカの事例分析を経て、日本の複合不況の具体的分析、その意義付け、という四部構成になっている。以下順を追って簡単にその議論を追ってみよう。

【「複合不況」の背景とアメリカの事例】

冒頭ではまず、「新しい経済現象」と題して、「複合不況」が生じた背景についてのべられている。（第 I 章）

そこでは、おカネの経済（シンボル経済）が世界経済のリーディング・ファクターになってきたとするいわゆるドラッカーの「第三命題」⁽⁵⁾や、「70年代以降現れた世界経済最大の変化は、為替レートを動かす力がモノの貿易からカネの流れに変わったことである」というロンドン『エコノミスト』誌の論説⁽⁶⁾を紹介し、80年代以降世界的規模で開始された金融の自由化以降、とりわけそれが顕著になったと指摘する。いまや世界の外国為替市場での取引高は、世界の実需取引高の 32 倍（89 年）にもものぼったといわれているが、これが複合不況の背景である。

「複合不況」の典型（モデル）として「アメリカの景気後退」がとりあげられる。（第Ⅱ章）

宮崎 [1992a] は、91年初から始まったアメリカの景気後退は「従来とは異なった」もので、「それに先立つ銀行不況によるところ大」（p. 21）であるという。「今回の景気悪化に先立ってボトルネックや生産能力不足は現れなかった」し、「在庫の巨大な積み増しも起こらなかった」という『ビジネス・ウィーク』誌の⁽⁷⁾記事や、「今回のリセセッションは金融部門が引き起こした」というある銀行家の⁽⁸⁾発言を紹介しながら、今回のアメリカの景気後退は、銀行の企業向け貸し渋り・信用逼迫（クレジット・クランチ）が実質 GNP のマイナス成長をもたらしたもので、従来とは異なる「銀行部門主導型の景気後退」という、「ニュー・フェースのリセセッション」であるとし、これを「複合不況」と名付ける。

次いで、貯蓄貸付組合（S & L）の倒産に始まり商業銀行の倒産にまで及んだ金融危機の中で巨額の不良債権が累積され、クレジット・クランチを招来するにいたった経過を細密に分析する。この書物の3分の1のスペースを割いた「アメリカのクレジット・クランチ」の分析は、日本の「複合不況」の雛形として捉えられているといっておく。

【日本の「複合不況」】

「複合不況」論の中心をなすこの部分（第Ⅲ章）では、それをもたらした直接的要因として金融自由化の流れの中で生じた「バブル」の膨張と崩壊を分析し、その結果としての「クレジット・クランチ」の発生を証明しようとする。

「バブル」の分析は、その形成、膨張、崩壊の3つの局面に分けておこなわれる。

〔第1局面〕

日本の金融自由化が本格的に開幕した1983年からアメリカ株式市場最大の株価暴落を記録したブラック・マンデー（87年10月19日）を経た87年末までが「バブルの形成期」とされる。

「バブル」形成において第1にあげられる要因は、金融の自由化である。83年

秋から本格化した金融自由化は、84年の為替管理制度における「実需原則」の撤廃と円転換規制の全面撤廃によって急進展をみせ、先物為替取引の開始や、海外の投機資金の国内流入（円転）あるいは国内資金の海外運用（円投）を増大させた。第2の要因は、「プラザ合意」とその後の金融緩和措置である。85年9月の「プラザ合意」にもとづく円高・ドル安の行き過ぎを懸念した日銀は86年春以降“ドル買い・円売り”に転じるとともに、相次いで公定歩合を引き下げる金融緩和政策をとった。こうして低金利政策とマネーサプライ急増によって生じた過剰流動性が土地投機や株式投機へと向かった。このような中で個人や企業は、豊富な資金および調達手段をもとに、キャピタル・ゲインを目的とする財テク・マネーゲームに狂奔していくことになる。

〔第2局面〕

円高やブラック・マンデーによって生じた巨額の為替差損や株式評価損に直面した1988年初から株式史上最高値を記録した89年末までの2年間を「バブルの膨張期」とする。

「バブル」を膨張させた要因の第1として、大蔵省の会計処理緩和措置をとりあげる。これは、「バブルに対する抜本的な対策というより、むしろ・・・バブルの崩壊をおそれ」（p. 151）たもので、「アメリカがS & Lに対して実施した規制緩和策と同様、政府の失敗」であり、これが「その後のバブル膨張への軌道を用意した」（p. 152）と断ずる。

第2は、企業金融の変化、とくに「異常な」資金調達である。1986年頃からエクイティ・ファイナンスを主流とする直接金融方式が急増しはじめ、株価上昇期待や株式持ち合いに支えられたワラント債、転換社債、株式等のエクイティ・ファイナンスによる巨額の低利資金調達と持続的な株価上昇のスパイラルが生じた。第3は、大企業の銀行離れに直面した銀行の主として中小企業向けの担保融資の拡大である。第4は、証券市場の効率化とアナリストの跳梁である。

第5の要因としては、新しい投資方法の登場、とくに株式先物取引の拡大を大きくとりあげている。88年9月にTOPIXと日経225を対象とした株価指数

先物取引が始まったが、宮崎 [1992a] は特に日経 225 先物指数取引をとりあげ、「裁定取引にともなって発生する現物買いが、異常に日経平均を押し上げるという一種のマジックのようなバブル膨張現象」(p. 193) が生じるとして、89 年末にかけての「異常な」株価上昇に大きな役割を果たしたと説明する。

〔第3局面〕

「バブル崩壊」過程として 1990 年以降をとりあげ、なぜ「バブル」は崩壊したか、「バブル崩壊」は何をもたらしたかを明らかにしようとする。

「バブル崩壊」はここでは株価の暴落と同義に扱われているが、時期的には 90 年 2 月 21 日に始まり「日本のブラックマンデー」といわれた 10 月 1 日までが分析の対象となっている。そこでは、株価暴落を生ぜしめたのは、高金利や円高といったものではなく、また日本の証券会社の「大量売り」によるものでもなく、「裁定取引に習熟していた外資系証券業者による大量の「現物売り」による裁定取引の解消であった」(p. 210) と分析している。さらにそれらの売却で得た資金は、円安、株式安、債券安という「トリプル安」の東京市場から「トリプル高」のフランクフルト市場へと向かったという。そして、このような私たちの株式暴落は、日本の株式市場が初めて経験した「アメリカ型急落」⁽⁹⁾ (p. 209) であり、これは「金融の自由化の帰結の一つにはほかならない」と指摘する。

「バブル崩壊の帰結」は、「度重なる株価低落」が「日本経済の戦後構造にどのような影響を与えたか」という視点から論じられる。まず第 1 にとりあげられるのは、国民総資産の伸びの鈍化である。株価下落によって 1990 年の国民総資産の伸びは、前年までの 2 桁の伸びに対して 3.4% と急落した。実質 GNP 成長率(フロー)が低下する以前に、国民総資産(ストック)の伸び率が低下したという点に目をつけ、これが「複合不況の最大の特徴」(p. 214) であるという。

帰結の第 2 は、「日本型クレジット・クラッシュ」の発生である。企業が株価低迷によるエクイティー・ファイナンスの困難や、未転換社債、未行使ワラント債の償還(93 年がピーク)の問題を抱えて資金調達難に陥っているかたわら、銀行は、「バブル崩壊」による巨額の不良債権を抱え、大幅減益に陥り、加えて、93 年 3 月までに総資産に占める自己資本比率を 8% 以上にするという BIS 規

制にしばられ、さらに、スタンダード・アンド・プアーズ (S & P) 社やムーディーズ社によるそれら銀行が発行する長期債の格付け引き下げに直面するなど、「アメリカの金融機関と同様、クレジット・クランチへの道を余儀なく」(p. 238) されてしまった。「株価の低迷によって有価証券含み益に不安を感じている日本の銀行にとっては、中央銀行の金融緩和措置にもかかわらず(たとえ公定歩合の引き下げが実施されても)積極的に貸出金の増大にふみきすることは困難」(p. 233) となり、「日本型クレジット・クランチ」が発生したという。

【「バブル崩壊」の実体経済への波及】

「バブル崩壊」が日本経済にどのような影響を及ぼしたかが、企業部門、銀行部門、家計部門に大別して要約される。

企業部門への影響としては、資金面からみた「バブル崩壊」の影響がとりあげられている。「バブル崩壊」によってエクイティ・ファイナンスが困難になり、未転換・未行使エクイティ債の償還を迫られることになる企業は、償還用資金調達のため、手元流動性を取り崩したり、借り換えのため比較的金利の高い普通債を発行したり、設備投資を抑制したりしなければならない。巨額の不良債権や BIS 規制という重荷を負った銀行は、資金調達も困難となり、「貸付金の圧縮が不可避となる」。こうして生じた「日本型クレジット・クランチ」が、企業の手元流動性取り崩しや設備投資の抑制を余儀なくする。個人部門にあっては、「バブル崩壊」が「個人所有の金融資産価格を大きく低下させた」(p. 245)。これが逆資産効果を通して、これまで景気の底堅い下支え要因とされてきた個人消費を低迷させることとなった。

以上が、実体経済への波及プロセスである。このようなプロセスを経て、「バブルの崩壊をスタートラインとして、明らかに日本の景気が下降局面に突入していった」。いいかえると、下降局面に入った日本の景気転換も、それを実現させた最も重要な要因がバブルの崩壊であり、その意味で、「金融部門がひきおこした」景気の転換であり、「複合不況」に導かれるプロセスのスタートであったと結論する (p. 259)。

「複合不況」そのものについて宮崎 [1992a] は、最後の部分で次のようにまとめている。

「バブルの崩壊」は「金融自由化・国際化という新しいフレーム・ワークへの移行によって不可避免的に生ずる調整過程あるいは再編成過程であり、金融自由化の帰結にほかならない」。「しかし・・・バブルの崩壊は実体経済の景気後退に波及していくので、しばしば金融上の再調整過程と実体経済のリセッションとが未分離のまま認識されがちである。しかし、現在アメリカと日本を襲っているマイナス成長は、いずれも金融自由化の帰結としての調整過程（金融再編成過程）と、バブル崩壊から実体経済へ波及していったリセッションの“複合不況”にほかならない」。

II-1-b. 「複合不況」論の問題点

1990年代初頭以降、日本経済は未曾有といってもよい大型不況に陥った。この不況（平成不況）を解明するには、80年代後半に現出した長期繁栄とそこで生じたとされるいわゆる「バブル」の膨張、崩壊についての分析を欠かすことはできない。長期繁栄から不況への転落、不況の拡大、深化において、それがどの程度に評価され、位置付けられるかはともかくとして、「バブル」と称せられる資産価格の急騰と暴落のプロセス、いわゆる「バブル崩壊」が重要な役割を果たしたことはまちがいない。

そのような「バブル」の膨張と崩壊に正面から取り組み、しかもそれを金融部門の、あるいは金融部門からみた分析を通して、「平成不況」の本質に迫ろうとした点に「複合不況」論のユニークさがある。80年代前半に本格化した「金融の自由化」が「バブル」の膨張と崩壊を必然化し、その結果生じた資産デフレが金融部門でのクレジット・クランチを惹起し、それが実体経済の不況を誘発した、というのが宮崎 [1992a] が描くスキーマ (schema) であるが、それを一貫して金融部門の分析を通して説き明かそうとしたところに最大の特徴がある。

日本経済が不況の深みに落ち込みはじめた時、このようなタイムリーな研究

が、極めて短時間のうちに、それも綿密な実証分析にもとづくクリアーな結論をともなって発表されたということは一驚に値する。本書が、洛陽の紙価を高からしめ、「バブル崩壊」と平成不況をめぐるその後の研究や議論を終始リードしてきた所以である。

しかし宮崎 [1992a] には、いわゆる「バブル」や平成不況を解明しようとするものにとって、質さないわけにはいかない重要な問題点、疑問点も散見される。以下、われわれ自身の以後の展開にも関わる分析視点、スキーマ、論理展開、実証面についていくつかの点を指摘しておくことにする。

【問題点・その1】

宮崎 [1992a] は“まえがき”において、今回の不況は「単に在来型の有効需要不足によるフローのリセションと把握するにとどまらず、その背景に金融の自由化による不良債権の調整過程 (credit crunch) が先行し、やがて重なり合い連動する複合不況 (combined recession) である」と規定している。まさにそのような「複合不況」の分析が本書の主題であったのだが、本書ではもっぱら“金融不況”と呼んでもよい金融部門の調整過程の分析のみが行われており、いわゆる設備、在庫等のストック調整を含む、実体経済の不況転落の分析はほとんどみられない。クレジット・クランチと「重なり合い連動する」べきもう一方の実体経済の分析が欠けているため、実質的には“日米における「金融不況」論”になってしまっているという点が第1に問題とされるところだろう。

【問題点・その2】

第2に気付くのは、「バブル崩壊」＝株価暴落とされ、地価の急騰、暴落の分析が欠落している点である。全体の分析を通じて株価暴落が「バブル崩壊」と同義に扱われているが、地価の上昇、下落に伴うキャピタル・ゲインあるいはキャピタル・ロスと株価のそれをはるかに上回るし、金融部門との関わりも含めて、景気の拡大過程、不況深化の過程において果たした役割は無視できない。株価とともに地価の分析が行われてはじめて、資産インフレ、資産デフレを語

ることができるのではなかろうか。

【問題点・その3】

第3は、「金融部門の不況」→「実体経済の不況」、いいかえると、「資産デフレ」→「クレジット・クランチ」→「実体経済の不況」という宮崎 [1992a] の schema がはたして証明されえているかという問題である。

【その1】で取り上げたように「実体経済の不況」そのものの分析が欠落しているため、因果関係の分析は難しいが、少なくとも「資産デフレ」にもとづく「クレジット・クランチ」が「実体経済の不況」を「誘発」したという点は証明されなければならない。

時間的前後関係、すなわち株価暴落が景気後退に先立ったからといって前者が後者の原因であったとは必ずしもいえない。90年初頭から株価が暴落し始め、91年第2四半期あたりから景気が後退し始めたわけだが、地価の下落は91年に始まり、その後97年まで下落し続けていることなどを考えると、時間的推移という点では、「株価暴落」→「景気後退の開始」→「地価急落」の順になっている。しかも、「地価急落」→「膨大な不良債権発生」→「金融機関行動の萎縮」という連鎖も見落とせない。【その2】とも関わるが、「資産デフレ」についてのより立ち入った具体的分析が必要となろう。

【問題点・その4】

第4は、「複合不況」論の key word となっている“クレジット・クランチ”の存在を日本において証明できるかという問題である。

クレジット・クランチについては、92年版『アメリカ大統領経済報告』において「現行の市場利子率や投資計画の収益性からみて通常なら当然受けられる範囲以下に資金供給が制限されている時、クレジット・クランチが生じている⁽¹¹⁾」と簡潔に定義されているが、このようなクレジット・クランチは、日本では具体的にどのようなかたちで、いつ発生したのだろうか。宮崎 [1992a] が、「アメリカのクレジット・クランチ」においてとり上げた貸出金利と調達金利

のギャップ、とくに銀行の貸し渋りによって金融緩和局面でも貸出金利が高いところで下げ止まるという事態はいつ生じたのか。そしてそのようなクレジット・クラッチが実体経済の景気後退の「原因」になったというのは、どのようにして検証されるのか。その期限が93年3月であったBIS規制によるバランス・シート再編圧力をとってみても、クレジット・クラッチを惹起し、「景気後退の原因になった」とは考えにくい。

「バブル期」に放漫貸出しを続け、「バブル崩壊」によって巨額の不良債権を抱えた銀行が貸出行動を慎重化させたということが、不況下で大きな役割を果たしたとはいえ、不況そのものの「原因」であったというためには、いまひとつ突っ込んだ分析、証明が必要であろう。銀行の貸出金増加率（対前年比）の低下にしても、いちがいにクレジット・クラッチによるものとはいえず、さまざまな要因によるものとみるべきである。⁽¹²⁾

【問題点・その5】

第5は、宮崎[1992a]の議論が土台となる“すべては「金融の自由化」がもたらした”というschema、とくに“金融自由化がバブルの発生、崩壊をもたらした”という点をどのようなかたちで証明するかという問題である。

「バブル」の発生、崩壊の背景として金融自由化の進展があるということは誰しも認めるところであるが、後者が前者の原因であり、「バブル」の発生、崩壊が金融自由化の必然的な帰結であるかどうかについては議論が分れる。外資取引が自由化され、国内金利の自由化が進んで金融機関の調達コストの上昇と競争激化が進み、企業や家計の新しい財テク手段や投資手法が開発されたとしても、必ず「バブル」が生じるわけではない。さらに、そうした状況の中で金融緩和政策がとられたとしても、必ずしも今回のような「バブル」が生じるとは限らない。「バブル」の原因については、金融自由化といったような背景、環境の中で実体経済において醸成された具体的な諸要因の分析が必要だろう。

「バブルの崩壊」について宮崎[1992a]は、「なぜバブルが崩壊したかの分析」(p. 197)が重要としているが、事実上の分析は、「バブルがなぜかくももろくも

崩壊したのか」の分析に視点が移っている (p.198)。フランクフルト市場への資金流出や日本の証券業界の経営体質の古さなどがあげられているが、それらは「原因」となりうるものとはいえない。また、「バブル」の膨張から崩壊にかけての分析では、株価指数先物取引（とくに日経 225）が重視され、その分析に相当のスペースが割かれており、株価暴落（「アメリカ型急落」）については裁定取引（先物売り・現物買い）の解消による大量の現物売りを大きくとり上げている。読みようによっては「バブル」の膨張と崩壊（宮崎 [1992a] にあっては株価急騰と暴落）の元凶は、株価指数先物取引、ことに日経 225 指数先物取引において巧妙に立ち回った外資系証券業者であると受けとられかねない。

「バブル崩壊」についても「背景」、「きっかけ」と「原因」とは区別されなければならない。金融自由化の進行、制度的変化などを縷々述べたとしても、「金融自由化が原因」だという言い方は、“自由競争市場だから不況や倒産が生じる”というのに似たところがあって、一般的には正しいが、それ以上のものではない。やはり、実体過程と金融部門両者の具体的分析をふまえた「原因」の解明が必要であらう。⁽¹³⁾

以上、今後の議論展開に関わる重要ないくつかの点について問題点、疑問点を指摘したが、宮崎 [1992a] が、通常の景気循環論的分析では欠落しがちな金融部門の分析を、しかも今回はとくに無視しえぬ役割を果たしたと思われる「バブル」の分析とからめて展開したことは、「平成不況」を分析しようとするものにとって一つの重要な道を示しているといっていよい。「複合不況」という言葉が、またたくまに広く人口に膾炙したのも、人々が 80 年代後半の投機的狂躁やその後の深刻な不況に対して強い関心、危機感を持っていたこととともに、宮崎 [1992a] が実体過程のある側面を鋭く衝いていたからにほかならない。

II-2. 「バブル崩壊⁽¹⁴⁾歓迎」説

II-2-a. 「バブル性悪説」

野口 [1992b] は、いわゆる「バブル」を正面からとり上げ、それとの関わりで「平成不況」を論じようとするものであり、一見宮崎「複合不況」説と分析

視点が似通っているようにも見える。しかし、平成不況に関しては、宮崎 [1992 a] が金融自由化という構造的要因を伴う新型の「複合不況」だとしたのに対して、野口 [1992b] は設備投資、在庫投資などの循環的要因を重視する。その限りでは、野口説は宮崎説の対極に立つものであり、次節で述べる「ストック調整説」に含まれるが、野口説のユニークさは“バブルの評価”にある。野口 [92 b] は冒頭で、みずから「偏見といってよいほどの大きな予断」(p.1)をもって本書を執筆したと述べている。その予断とは「バブル性悪説」である。

「バブル」を“悪”とする理由は2つあげられている。第1は、「バブル」が人々の価値観を狂わせたことである。「多くの企業が財テクに熱中し、また本業から離れて不動産投資に乗り出した。古くから土地や株をもっているものの資産は、労せずして数億円という規模に膨れ上がった。他方で特別な資産を持たない一般の勤労者にとっては、一生働いても住むための家が手に入らない状態が生じかけていた」(p.2)。こうした見方の背後には、「勤勉な労働が正当に報われない社会は間違った社会だ」(p.2)という野口氏の強い倫理観がある。第2は、「バブル」によって資源配分が歪められ、日本経済が目に見えない大きな損害を蒙ったということである。「バブル」なかりせば、われわれは増大した経済力を使ってもっと多くのことを達成しえたはずだ、すなわち社会資本を整備したり、より豊かな生活を手にいれることが出来たはずだという。

野口説にあっては、したがって、「バブルの崩壊」は望ましいことであり、正しい道への回帰ということになる。その最大の特徴は、「バブル性悪説」にもとづく「バブル崩壊歓迎」説にある。この点が野口 [1992b] の議論の清新さと説得力を支えているものである。以下、具体的にみていこう。

【バブルの定義】

野口 [92b] では、「バブル」という言葉は一般に使われているような曖昧な概念ではなく、「少なくとも形式的には、明確な定義のあるもの」であり、「バブルの意味を正確に理解することは、資産価格の動向を的確に把握したり、政策を考えるうえで重要である」(p.49)という。そこでまず資産価格がいかにし

て決定されるかが説明される。ここでは通常のオーソドックスな資産価格決定理論が紹介されている。途中の計算式を省略して要点だけ述べると次のようになる。

資産価格はそれがもたらす経済的利益（収益＋期待キャピタルゲイン）によって規定される。いま P_t を t 期の資産価格、 P^*_{t+1} を $(t+1)$ 期の資産価格の期待値、 r_t を収益、 i_t を収益率（利子率）とすれば、次の解が得られる。

$$P_t = \frac{r_t + P^*_{t+1}}{1 + i_t} \dots\dots\dots(1)$$

これが資産価格の決定式であるが、資産の収益率と利子率が每期同一の値をとるとしてこれを簡略化していけば、

$$P_t = \frac{r}{i} \dots\dots\dots(2)$$

の式が得られる。資産価格は経済の基本的構造（ファンダメンタルズ）を表す収益と利子率の変化によって規定されているということを表しており、これがいわゆる「ファンダメンタルズ価格」と呼ばれるものである。したがって、「バブルの定義」は、現実の資産価格のうち「ファンダメンタルズで説明できない部分」ということになる。

次いで、「バブル」を含んだ資産価格のモデルをとり上げる。

資産価格が「バブル」を含んでいるが、その「バブル」の絶対値が時を追って大きくなる（投資家が事前に期待した通りの価格上昇が実現する）場合、いわゆる「合理的バブル」が存在する場合の決定式は次のようになる。（ a は任意の定数）

$$P_t = \frac{r}{i} + a (1+i)^t \dots\dots\dots(3)$$

(3)式の第2項 $a (1+i)^t$ がバブル部分である。この場合、すなわち「合理的バブル」によって資産価格が上昇している場合、資産価格が経済の実体から乖離しているにもかかわらず、投資は利益を生む。この場合重要なのは価格がどう動くかであり、経済の実体ではない。このような「合理的バブルが発生する可能性は、アプリオリには否定できない」(p.61)。しかし「合理的バブル」は、

負のバブル ($a < 0$) はもちろん無限に続きえないし、正のバブル ($a > 0$) も「資源が有限な現実の世界では、どこかで何らかの制約条件にぶつかる」ことになり「どこかで崩壊する」(p. 61)。

ところで、「バブル」が実際に問題になるのは、次期の価格が不確実な場合である。そこで、一定の確率 q で崩壊の危険にさらされている「バブル崩壊の確率的モデル」(p. 62) が示される。

$$P_t = \frac{r}{i} + \frac{a(1+i)^t}{1-q} \dots\dots\dots(4)$$

この場合は、「バブル」が膨張して価格が上昇する可能性があるとともに、確率 q で r/i となり、「バブル」が崩壊して価格が下落する危険も常にあることになる。

ここで注目されるのは、以上のような資産価格のさまざまなモデル分析にあたって、野口氏が、理論的にも適切な、そして「バブル」の発生、崩壊の実証分析においても極めて重要な留保条件を指摘し、バブルの経済理論、なにかんずく資産価格の決定式が限定的なものであることを衝いている点である。

その第1は、「ファンダメンタルズ価格」の曖昧さである。もともと(1)式は期待キャピタルゲインを含んだものであるのに、便宜的な仮定をして(抽象化をやりすぎて)しまった結果、たとえば(配当や利子率に変化がなくとも)資産が将来上昇すると人々が考えた場合に当然上昇する資産の現在価格(野口氏の「合理的バブル」)の説明が捨象されてしまい、(2)式の「ファンダメンタルズ価格」が導き出されたという点である。さらに、現実の資産価格形成においては、収益の(期待)成長率やリスクプレミアムが問題になる。これらを含めて考えると(2)式「ファンダメンタルズ価格」がいかに曖昧で欠陥の多い「一般論」であるかがわかる。

第2は、現実のデータによる「バブル」の検証が困難だということである。「ファンダメンタルズで説明できない部分」というのが「バブルの定義」であるが、上記のような難点をひとまず措くとしても、まずファンダメンタルズ価格の計算をしようとしても、現実のデータの中から「収益」として何をとるか、

「利子率」には何をとるか、また収益の成長やリスクプレミアムをどのように評価するかという問題が生じる。さらにそれらを計算可能な状態にするために便宜的な仮定を積み重ねなければならない。そのような「仮定いかんによって、結果も大きく異なりうる」(p.57)。したがって「ファンダメンタルズ価格を実際に計算するのは難しい」(p.65)。だとすれば、「ファンダメンタルズ価格を超える部分」がどれでけであったかの計算、すなわち「バブル」の検出は極めて困難なことになる。

かくして野口 [92b] は重要な結論に辿り着く。「現在の理論では、残念なことにバブルの発生と崩壊のメカニズムを適切に説明することができない」(p.64)。「バブルを含む資産価格に関して」も、「さまざまなモデル分析が可能である。しかし、どのモデルにおいても、バブル崩壊は確率的な現象としてしか記述できない」(p.63)。

【バブルの原因と実態】

「バブル」の経済理論や「ファンダメンタルズ価格」が曖昧さを残しており、また、そもそも「バブル」が実際に存在したかどうかという点についても議論の余地は残されているが、野口 [92b] は、株価、地価の動向、ファンダメンタルズ要因の分析から、「1980年代後半の資産価格の上昇のほとんどは、バブルとしてしか解釈のしようがない」(p.96)、「91年以降、金融緩和が進むなかで資産価格が低下したのが、一つの証拠である」(p.111)と主張する⁽¹⁵⁾。現実の資産価格に「バブル」が含まれているか否かの判定も、たとえば地価については「地代や賃貸料のデータから地価のファンダメンタルズ価格を計算するのは、必ずしも不可能とはいいきれない」(p.65)として、問題を含む方法ながらもそれを用いて、「バブル」の検証をすすめる。

「バブル」膨張の原因としては、融資対象について厳格な審査を怠り、高収益をめざした融資競争に走った金融機関のモラル、土地投機を行った不動産業、財テクに奔走した企業の責任などをあげているが、野口 [92b] の主たる関心は、「バブル」を引き起こしたマクロ経済の条件と経済メカニズムを解明するこ

とにある。「バブル」を支えたのは株価や地価の高騰を背景にした「財テク」と土地投機であった。そしてそれらを引き起こした環境が、金融自由化に伴う企業の金融収益率の向上であり、超金融緩和政策であり、金融機関にとっての適切な運用対象を減少せしめた「財政再建（国債残高圧縮，税収増）」であった。こうした背景の中で、次のような経路で「バブル」は拡大していった。

まず（80年代半）「生産性向上によって円高がもたらされた」。しかし「円高差益は消費者には還元されず，生産者と流通業者に吸収されてしまった」。企業は増加した利潤を「財テク」に投じた。他方，企業利潤の増大は株価を上昇させ，エクイティ・ファイナンスを活発化させた。この結果，「証券市場を通じてさらに多くの財テク資金が調達され…これが金融機関を経由した土地投機に回された。他方，円高を阻止するために金融緩和が行われ，これが株価と地価をさらに引き上げた」（p.40）。これが，野口 [92b] の説く「バブルのメカニズム」である。

【「バブル」の崩壊】

1989年12月末に史上最高値（日経平均38,915円）を記録した株価は90年春から急落しはじめ，東京証券取引所一部時価総額は一年間で590兆円から365兆円へと225兆円（38%）も縮小した。91年はやや小康を保ったが，92年に入って再び急落し，8月には14,309円のボトムを記録，10月末の東証一部時価総額は280兆円（89年末の47%）にまで落ち込んだ。地価について見ると，90年後半から下落が始まり，91年には顕著な下落を示した。

90年春からの株価暴落に始まる資産価格の下落は，しかし，「バブル崩壊」の始まりではないと野口 [92b] はいう。90年に株価が暴落した時期は，金融引き締め期であった点に注意を喚起する。90年をとってみると，「この間に株式平均利回りは0.4%から0.66%に上昇したが，金利は0.3%を大幅に上回って上昇した。したがって，90年の株価下落は，バブル崩壊ではなく金利上昇によるものだったと解釈できる」⁽¹⁶⁾（p.166）「株価の下落を引き起こしたのは一般的な金融引き締めであり，地価下落の引き金になったのは不動産関連融資の総量規制

だった」(p. 6)。これが「バブル崩壊」に先立つ事態である。

株価が暴落して資金コストが高まったため、エクイティ・ファイナンスは急激に縮小し、特定金銭信託(特金)やファンド・トラスト(ファントラ)は解約される。また、「地価が頭打ちになると、投機目的の土地は回転しなくなり、両建ての財テクで不動産と株にのめりこんだ企業は行き詰まる。こうしてバブル崩壊が始まったのである」(p. 166)。

こうしてみると、企業倒産が、1992年に入って、それまでの「バブル型倒産」(株式や不動産投資など財テク失敗がからんだ倒産)から、通常の「不況型倒産」(販売や輸出の不振などが原因の倒産)へと内容が変化した(帝国データバンク調べ)ことをあわせ考えると、野口説では、「バブル崩壊」が始まったのは1991年からということになる。

また一方で、株価暴落→地価下落→「バブル崩壊」の流れは、「バブル膨張過程での土地投機に金融機関が深く関与していたため…金融機関に膨大な不良債権を発生させ…日本経済にとっての大きな問題を発生させることになった」(p. 165)。

【資産価格変動と実体経済】

最後に、「バブル」論議において経済学的にもっとも重要な点、すなわち「バブル」を含む資産価格の変動が実体経済にどのような影響を及ぼすかを分析する。

まず第1は、1980年代後半のほぼ4年間に亘る大型景気拡大の過程で、資産価格高騰がどのような役割を果たしたかである。

消費に対する資産効果については、株式の場合の例証として、平成元年版『経済白書』の実証分析⁽¹⁷⁾(株式を含む金融資産の場合)をもとに、「85～90年度の実質民間最終消費の実際の年平均伸び率は4.1%だったが、このうち1割以上は資産効果によるものであったと考えることができる。これはかなり大きな効果と評価できよう」(p. 201)とその有意性を認めている。しかし、土地の資産効果については、『白書』と同じく否定的である。

設備投資に対する影響としては、従来、株価上昇がエクイティ・ファイナンスを有利にし、設備投資を増加させる（「トービンのq」のメカニズム）といわれてきたが、野口 [92b] は、企業がエクイティ・ファイナンスによって大量の資金を調達した時期（86～87年）と、設備投資が盛り上がった時期（88年以降）とでは時期がずれていることを指摘し、それらの資金のほとんどは金融資産の運用利回りの上昇によって財テクに向けられたとし、設備投資を増加させた面は限定的であったとみる。また、土地の担保価値の高まりが借り入れを容易にさせ、設備投資を増加させたとする通説についても、「地価上昇は、土地保有企業に資源をシフトさせ、投資の主体を振り替える効果しかもたらさなかった」（p. 204）し、「銀行が融資先を探して躍起になっていた」この時期には、そのシフト効果も「さほど大きなものではなかった」（同）と、否定的である。

「資産価格上昇は景気にプラスの影響を与えたものの、今回の景気拡大の唯一の要因だったとはいえない。少なくとも、今回の大型景気は、資産価格の上昇がなければ実現しなかったというものではない」（p. 206）というのが、資産効果に関する結論である。

第2は、「バブル」崩壊が実体経済にどのような影響を与えたかである。

宮崎「複合不況説」によれば、「バブル」の崩壊は、銀行部門にクレジット・クラッシュを生ぜしめ、それが設備投資などを抑制するというルートを通して実体経済を不況に陥れるとされている。次節でみる「ストック調整説」も、不況の原因については宮崎説と対極に立っているものの、「バブル」崩壊の影響については、それを深刻なものと考え、平成不況の行方についてもかなり悲観的である点では宮崎説と相通ずる面をもっている。しかし、野口 [92b] は、前記二者とははっきりと異なり、「資産価格の下落が実体経済に与えるマイナスの効果が、日本経済の現状で強く働いているとは考えられない。バブル崩壊は金融面では深刻な問題だが、実体経済に与える直接の効果は、限定的と考えられる」との認識を示している。（p. 43）

資産価格の下落が個人消費を縮小させるという、いわゆる逆資産効果については、株価下落の影響はみとめられるものの、「株価が半分になるほどの大変動

をした割には、さほどではない」(p. 213) とし、地価下落によるマイナスの資産効果は否定されている。資産価格の下落によってエクイティ・ファイナンスや土地担保借入が困難となり、設備投資が停滞するという点については、株価の大幅下落で株式市場からの資金調達がほとんどなくなったにもかかわらず設備投資は実質で対前年比 12.1% という極めて高い伸びを示した 1990 年の例をあげて、設備投資の規定要因は資金コストだけではない、「1991 年以降設備投資の伸びが低下したのは、将来の収益期待が低下し、また企業が設備過剰を認識したことによる面が強い」(p. 215) と指摘する。資金コストそのものについても、「1987~89 年度頃の低コストが異常だったのであり、現在のコストが格別高いわけではない」(同) という。

宮崎 [92a] が平成不況の主要な要因としたクレジット・クランチについては、金融機関の貸出し動向をみても、貸付金利は以前の景気後退期（たとえば第 2 次オイルショック後、80~81 年）に比べて、はるかに順調に低下しており、貸出しの伸び悩みは「主として需要要因によるものである」(p. 217)。融資審査など貸出態度が厳しくなった点についても、「過去数年間の審査が放漫だった」(p. 220) と、クレジット・クランチの発生を真っ向から否定する

総じて、野口 [92b] によれば、資産価格の変動が実体経済に及ぼした影響はさして大きなものではなかった。「バブル崩壊」が金融機関に膨大な不良債権を発生させ、日本経済にとっても大きな問題を残しはしたが、「これは、経済全般の問題というよりは、主として金融部門に限定された問題である」(p. 235) という。いわゆる「平成不況」は主として循環的要因、すなわち、80 年代末の設備投資ブームの中で積み上がった過大な水準の資本ストックの調整、さらには在庫、住宅、耐久消費財などのストックの過大な水準からの調整が強く作用したということになる。高すぎた水準からの調整、「ストック調整説」である。

【「バブル崩壊歓迎」説】

平成不況に関する野口 [92b] の基本的認識は、80 年代末の高すぎた水準からの調整のため不可避免的に生じたもので、「ただ、今回は調整の規模が大きい

め、その完了までに時間がかかる。…しかし、調整過程が終了すれば経済は再び成長を開始する」(p. 235) というものである。すでにみたような構造的要因を重視し、不況の行方に極めて悲観的な「複合不況」説とは著しい対照をみせている。

野口 [92b] は、実体経済の分析にとりくむバランスのとれた視点からクリアな議論が展開されているが、その最大の特徴は、「バブル崩壊」に対する極めて楽観的な評価だろう。「ギャンブル経済」を蔓延させ、その崩壊とともに投機を破綻させるなど大混乱を引き起こし、他方では、社会的な資源配分を歪めてしまうなど、実体経済に対する「バブルの害悪」を糾弾する野口 [92b] は、「バブルの崩壊」が経済成長に及ぼすプラスの効果を再三に亘って強調する。たとえば、「企業が財テクから本業に戻れば、長期的な成長を維持するための基本的な条件が整う。また、人的資源の配分も適正にできる。…したがって、バブルを消滅させてはじめて、健全な経済成長が可能になる」(p. 222) という。

野口説は、次のように集約される。

「日本経済はいま苦難の時期にあると一般に考えられているが、もっと後になって振り返れば、バブルによってこそ日本経済は崩壊していたのであり、それが途中で終わったのがむしろ喜ぶべきことだとみなされるだろう。バブルが崩壊すると日本経済も崩壊するのではなく、逆にバブルが崩壊してはじめて新しい経済発展への展望が開けるのである。日本経済は、いま正常な姿へ復帰する路を歩んでいる」(p. 2～3)。

「バブル崩壊歓迎」説と呼ぶ所以である。

II-2-b. 「バブル崩壊歓迎」説の問題点

もとより野口 [92b] は、ただ単に「バブル」の分析をしただけではなく、1980年代から90年代にかけての日本経済のダイナミックスを捉え、さらには今後の展望をも見据えるという幅広い視野から書かれたものである。ここでは、われわれ自身のこれからの分析視角を確定するうえでの1つのよすが(縁)として、野口 [92b] が「バブル」をどのようなものとして捉え、「バブル」と実体

経済との関わりをどのように明らかにしているかに、焦点を絞ってみてきた。ここではしたがって、その限りにおいて、今後の議論展開にとって重要な関わりのあるいくつかの問題点を指摘しておく。

【問題点・その1】

第1は、「バブルの定義」についてである。

「バブル」とは、現実の資産価格のうちファンダメンタルズで説明できない部分と定義されている。それでは「バブル」検出の物差しとなるファンダメンタルズ価格とはどういうものか。ファンダメンタルズ価格とは、「収益」を「利子率」で還元したもの（本節(2)式, p. 26）である。それではファンダメンタルズ価格を規定する「収益」や「利子率」とはどういうものか。現実には資産の売買を行う両当事者にとって資産価格とは、実現された（されうる）価格のことであり、それを規定する「収益」とは、現在の収益とその今後の成長率、さらに資産価格変動に伴う期待キャピタル・ゲイン（ロス）を含み、「利子率」とは、当該資産と裁定関係にある他の資産の利子率にリスク・プレミアムを加え税を差し引いたものでなければならない。そうした要件をふまえたうえで、さらに現実の需給のバランスの中で資産価格は決まるのである。

ところが、理論価格（ファンダメンタルズ価格）では、収益の成長率、期待キャピタルゲイン、リスクプレミアムなど、極めて重要な要因でありながら理論的に（定量的に）確定しえないものは実際にはほとんど無視されてしまう。さらに残った「収益」も、たとえば土地の場合には、地代とするかビル賃貸料（あるいは家賃）とするかによっても大きく変わるし、「利子率」もいかなる種類の利子率をとるかによって変わってくる。

ファンダメンタルズ価格が、仮定に仮定を重ねたものであり、現実には計測することが困難であることは野口 [92b] も指摘しているが、それでも「バブル」は、「経済理論上は正確な規定がなされている概念」(p. 57) であり、株価や為替レート of ファンダメンタルズ価格の計算は不可能かもしれないが、「地代や賃貸料のデータから地価ファンダメンタルズ価格を計算するのは、必ずしも不可

能とはいいいきれない」(p. 65)として、「バブル」の具体的分析に進む。しかし、野口 [92b] も指摘するように、「ファンダメンタルズ価格」そのものが、曖昧で不十分な、定量的分析に堪えない性格のものであり、このような曖昧な物差しで測られた「バブル」は、やはり抽象的概念の域を出ていないといわざるをえない。

【問題点・その2】

第2は、「バブル」存在の証明の問題である。

野口 [92b] は、「バブル」存在の検証にあたって、その存在を否定する諸説⁽¹⁸⁾をも紹介しながら、フェアな議論を展開している。

すでにみたように「バブル」の理論的規定は曖昧なものだが、野口 [92b] は、(少なくとも地価に関しては)「バブル」の検証が可能だとし、以下のような検証を試み、「バブル」の存在を証明しようとする。

いま、株、土地のそれぞれについて、その収益(配当、土地の利用収益)の総額(資産価値×利子率)の国内総生産(GDP)に対する比率が一定だと仮定し、その係数を e とすると、

$$e = \frac{\text{資産価値} \times \text{利子率}}{\text{GDP}}$$

となる。野口 [92b] は土地と株のそれぞれについて e の値を算出している(p. 112)。

これによると(本来 e の値は一定か、あるいは変化があっても傾向的に緩やかなものであるはずであるのに)80年代後半にはいずれも傾向値から大きく乖離して上昇し、90年代になってから従来の傾向値の近くまで低下した。これをもって80年代後半(とくに1989~90年頃)には株価についても地価についても「バブル」が発生した証拠だとする。(p. 113 および p. 172)

しかし、野口 [92b] も認めているように、80年代後半の企業収益やオフィス賃貸料はGDPの成長率よりかなり高い伸びを示した。したがって、(e が一定という)仮定そのものに無理がある。また、 e の値の上昇について、「収益の期待成

長率の高まり」や「リスクプレミアムの低下」という説明が可能であるとしたら、 e の値の低下についても「収益の期待成長率の低下」、「リスクプレミアムの上昇」という説明が成り立つはずである。

また野口[92b]は、「バブル」が存在した証拠として、91年7月以降金融が緩和されるなかで資産価格が下落した点をあげている(p. 111およびp. 171~2)。「バブル崩壊の過程では、利子率が低下しても現実の資産価格は下落する」というのである。しかし論理的には、ファンダメンタルズ価格を表す前記(2)式において、仮に利子率が下がったとしても、収益およびその成長率(期待)が低下し、キャピタルゲインが縮小したり、キャピタルロスが見込まれ、リスクプレミアムが増大したりすれば、資産価格の下落は生じうる。91年以降の事態もそれで説明できないわけではない。

経済理論の現状においては、「バブル」の定義が(ということはファンダメンタルズの定義が)非常に曖昧で、仮定や基準のとり方に恣意的判断が混入しており、現実分析でそれを検証するのは困難だから、狭く限定された規定の中で「バブル」があったとか無かったとか議論してもあまり生産的ではない、といってしまうと身も蓋もないが、現在の理論では「バブルの定義」を抽象的にしか行えないところに問題の根があるということだけはいえる。

【問題点・その3】

第3は、「資産価格高騰」と「バブル」が論理的に截然と区別されていないという点である。

80年代後半の分析にあたって、「バブル」という概念を用いない場合には、地価や株価の急上昇は単なる「資産価格の急騰」であって、この場合は、その原因の解明、実体経済へのプラス、マイナスの影響といった点がダイレクトに論じられる。さらには、ストック経済化の進展という新たな問題を浮かび上がらせ、それらをも含めた経済分析の新たな地平を拓かせることにもなるかもしれない。

しかし、「バブル」概念を用いる分析手法をとる論者にとっては、資産価格に

は「あるべき水準」と「あるべからざる水準」があることになる。ところが、資産価格は実際にはいわゆる取引実例価格としてしか存在しないが、ピンポイントの分析を総合することは不可能であるし、さまざまな条件の下で行われる多くの現実の取引価格を「あるべき水準」であるか「あるべからざる水準」であるかを具体的に判定する客観的基準を提示するということも非常に難しい。

バブル論者（「バブル」はなかったとする人も含めて）にとって、現実の資産価格 $[P]$ はファンダメンタルズ部分 $[F]$ とバブル部分 $[B]$ の和ということになり、

$$P = [F] + [B]$$

であらわされる。 $[F]$ が reasonable な部分で、 $[B]$ が unreasonable な部分である。そうすると、資産価格変動が実体経済に及ぼす影響も、理論的には $[F]$ が及ぼす部分と $[B]$ が及ぼす部分とに分解し、それぞれについてプラス、マイナスの効果を分析しなければならない。

ところで、バブル論者にとっては、さらにいろいろと厄介な問題が生じてくる。

＊ 80年代後半以前の資産価格には（程度の差はともかくとして） $[B]$ は含まれていなかったか？ それはどのようにして証明されるか？

＊ バブルの発生は、 $[B] = 0$ の状態から $[B] > 0$ になるということだから、バブル崩壊は $[B] > 0$ から $[B] = 0$ になり、

$$P = [F] = \text{理論値}$$

となることだが、 $P = [F]$ ($[B] = 0$) となり、「あるべき水準」に落ち着いたとどこで判断するのか？

＊ 現実にはたびたび存在している、

$$[F] < \text{理論値}$$

という事実をどう説明するか？

というような問題である。

これらを解く鍵が、現在の理論においては、すべて「ファンダメンタルズ」という非常に曖昧で、不十分な、かつ実測困難な規定に委ねられているのである。

【問題点・その4】

第4は、「バブル」が存在したとして、その主役は誰であったのかという、「バブルの主体」の問題である。

「バブル」と呼ばれるような経済活動、すなわち株式、不動産、美術品、ゴルフ会員権などの高額取引を行ったのは誰か。急騰を続けるそれらの資産を買い続けたのは誰か。野口[92b]は、企業や個人の際限のない貪欲な行動、金融機関のモラルなどに若干言及してはいるが、主たる関心は、それらを取り巻く「経済環境や経済政策」、企業や個人の貪欲さが「無制限に解き放たれてしまう経済的な条件」に向けられている。もちろん金融自由化の進展や超金融緩和政策などが「貪欲さを解き放った」のであり、それらなくして「バブル」と呼ばれる事態が生起したとは考えられない。しかし、そのような意味での条件や環境が存在すれば、必ず「バブル」が発生するとは限らない。

そのような環境や背景の分析とともに、「バブル」を演じた主役の分析も必要だろう。「バブル」を誰がどのようにやったかという視点をもつことによって、「バブル」の別の面が見えてくるかもしれない。企業や個人が「バブル」に走ったについては、経済の成長、内外市場の拡大、企業自身の成長、収益率の上昇、さらには個人所得の増大、良好な雇用環境、物価情勢、生活意識や生活パターンの変化など、さまざまな実体的要因に裏付けられているのである。そしてそれらを基礎にした企業家マインド、消費者マインドの分析もまた欠かすことのできない重要な要因である。そうした実体的要因を過小評価し、条件や環境のみを重視していると、90年代に入って、金融自由化がさらに進んで金融機関の競争はさらに激しさを増し、不動産融資総量規制が撤廃され、俗にPKOと呼ばれる株価維持政策がとられ、93年2月(2.5%)→9月(1.75%)→95年4月(1.0%)→95年9月(0.5%……2年以上継続中)と相次いで公定歩合が80年代後半をはるかに上回る(下回る?)史上最低水準にまで引き下げられ、超々金融緩和政策がとられる中で、「バブル」の再現を心配しなければならないことになる。

II-3. 「ストック調整」説

II-3-a. オーソドックスなストック調整説⁽¹⁹⁾

実体経済の分析を基盤にすえたもっともオーソドックスな分析視角が「ストック調整」説である。

「ストック調整」説といっても数多くあり、いわゆる循環論者とそうでない人々との違いなど様々であるが、ここでは武富 [1992] をとり上げ、そこで「バブル」や「平成不況」がどのように捉えられているかをみてみよう。

武富 [1992] は、日本興業銀行調査部のスタッフそれぞれが専門分野を担当した共同研究で、テーマ毎の論述になっているため、各章間の論理的つながりをとくに重視しているわけではなく、各章間に若干ながら重複や視点の相違がみうけられはするものの、逆に、それぞれの専門家たちによる綿密な事実の掘り下げは、独自の仮説や schema に依らず、実体過程そのものの分析の中から結論を引き出そうとする実証研究の代表的なものとして、前述「複合不況」説や「バブル崩壊歓迎」説とはまた違った意味で、優れた分析になっている。

武富 [1992] の結論は、今回の平成不況の基本原因は平成の大型景気時代に積み上がった膨大なストックの調整に依ってもたらされたものであるが、そこへ「バブル崩壊」によってもたらされた「資産デフレ」が折り重なって増幅された、「従来とはひと味違う複雑な性格」(p. 15) の不況だというものである。分析はおおむね、平成景気の評価→バブル崩壊→平成不況の実態分析という順序で進められている。

【平成景気の光と影】

日本経済は 1985 年 9 月の「プラザ合意」以後急激な円高に見舞われた。当初、輸出産業へのダメージなど円高のディメリットが危惧されたが、時が経つにつれて円高メリットが顕在化してきた。「円高の「所得拡大効果」は、内需を強く刺激し、個人消費や住宅投資が目に見えて拡大」するとともに、「円高防衛のための超低金利が、こうした企業の設備投資を支えることになった」。また、「内需の拡大は輸入の増加を通じて貿易黒字を着実に減少させる方向に働いた」

(p. 22)。こうして、「プラザ合意」に基づく強烈な円高を契機として、「個人消費と設備投資を主役とした平成の大型景気」が現出したのである。これが「光」の部分といってよからう。

平成景気の「影」の部分については必ずしも明示的ではないが、「バブル」を生み出したということになるのであろう。「バブルが日本で生じた原因を解明するためには世界経済という大きな枠組みの中でみる必要がある」(p. 24)として、「バブル発生の遠因」を「プラザ合意」(ドル安協調政策)にもとめ、「円高不況を脱すべく、また、ドル暴落を阻止すべく超金融緩和政策を続けたことが日本経済にバブルを発生させた一因」であるとしている。「バブル」はまた、大幅な税収増をもたらしたが、「バブル」を「奇貨」とする財政再建であったがために、「バブル崩壊」とともに日本の財政基盤の脆弱さも露呈されることとなった。これも「影」の部分であろう。

【バブル崩壊】

「バブル崩壊」は、株式市場、不動産市場それぞれについて明らかにされる。
[株式市場]

武富[1992]は、1980年代後半の株式市場は本来のあるべき姿から逸脱していた。急激な株価上昇は、従来からのファンダメンタルズを用いた株式投資尺度では説明できない右肩上がりの「神話」を生み出した。90年以後の株価暴落については、一般に、「バブル」の破裂や先物との裁定取引など「市場」の責任や、89年5月以降の金融引き締めなどの「金融環境」の責任などが指摘されているが、「より本質的には「企業」そのものに問題」(p. 32)があったと主張する。

企業はエクイティ・ファイナンスによって、投資家から低コストで大量の資金を調達してきたが、それは体質強化に向かわず、投資採算の低い設備投資までも積極的に行い、そのため利益率は低下し、「贅肉、脂肪の大量についた糖尿病患者となってしまった」(p. 34)。90年初頭の暴落は金利上昇や裁定取引解消(現物売り)をきっかけとし、またその後は、外部環境(湾岸危機)や需要要因(特金・ファントラ解約、機関投資家のリスク回避行動)などが原因とされたが、まだそ

の時点までは、「現状の株価はファンダメンタルズと比較して下げ過ぎ」(p. 33)との見方が多かった。しかし、92年6月以後は、「日本経済あるいは企業部門のファンダメンタルズに対する信認が徐々に薄れて」きた。「日本の企業部門の強さに対する信認が崩れてきた」⁽²⁰⁾のが基本的原因だという。

[不動産市場]

数年から10年の周期で地価の上昇と安定を繰り返してきた不動産市場では、1991年が深刻な不動産不況の幕開けとなった。

80年代後半のいわゆる「不動産バブル」は、①東京都心から地方へと波及した実需、②72年に生じた「投機」の再燃、の2つによって引き起こされ、金融緩和がこの投機的な地価上昇を増幅した。地価を押し上げた要因としては、そのほかに、土地の保有に有利な税制、国公有地の競争入札による高値売却、生保等の大口機関投資家の不動産投資拡大などがあげられている。

不動産価格の下落をもたらした要因としては、①実需の冷え込み、②金利の急速な上昇、③資金面の制約（不動産向け融資総量規制）、④不動産価格の低下期待、の4つが指摘されている。

【平成不況の実態】

平成景気から平成不況への転換については、「4年以上にわたる過熱的な景気拡大を通じて、耐久財消費や住宅、設備投資等経済の諸面に循環的な調整圧力が高まってきていたが、これがいわゆる「バブル」経済のもとで無理に押さえ込まれた状態にあった。そして金融引き締めが発動され、これを契機に一挙にこうした圧力が吹き出すこととなった」(P. 19)というのが基本認識である。

平成不況の実態は、企業金融環境の変化、企業収益構造の弱体化、の二面から分析されている。

[企業金融環境の変化]

90年代前半の企業金融環境は、基本的には「80年代後半に発生したバブルが崩壊し、それが調整される過程」(p. 53)と位置付けられる。

80年代後半は超金融緩和時代で、好調な企業業績と相俟って、株式市場は空

前の活況を呈した。増資や転換社債、ワラント債といったエクイティ・ファイナンスが急増し、企業は「まるで魔法のような低コストで資金を大量に調達することが可能になった」(p. 54)。日本の企業が86～89年度の4年間にエクイティ・ファイナンスで調達した資金は、それに先立つ4年間の調達額の4.5倍、62兆円にものぼった。特にその中心となった大企業は、この間に、自己資本の充実、借入金の返済を進め、急速に財務体質を改善し、銀行離れが進行した。中堅中小企業もまた、金融機関の貸出競争、金利低下の恩恵に浴し、借入依存度を高めていった。

このような極めて良好な企業金融環境の下で、企業は3年連続2ケタ増という高水準の設備投資を達成し、余った資金は株がらみの運用や投機目的の不動産投資、いわゆる「財テク」に向かい、それがまた一層の株価・地価の上昇につながるといふ輪廻を繰り返していた」(p. 56)。

ところが、90年以降の資産価格下落とともに、「バブル時代の資金調達構造を支えた神話は根底から覆され」(p. 56)、企業金融環境は一気に暗転した。金利上昇と企業業績悪化を背景とする株価の暴落は、たんにエクイティ・ファイナンスのコストを上昇させただけでなく、資金のavailabilityへの不安、すなわち企業が必要とする資金を確保することができるかという不安迄引き起こした。株価下落が企業の資金調達を量的に制限するルートとして、ここでは、①エクイティ・ファイナンスの低迷、②既発行エクイティ債の償還需要の発生、③BIS規制に伴う貸出抑制、の3つがあげられている。

90年から91年にかけて、このような「資金不足問題」への関心が高まり、「銀行の貸し渋り」論が登場し、日本版クレジット・クラッチ」が概念されるようになった。しかし、91年央以後は景気の減速が明らかになり、企業の資金需要も減退しはじめるに及んで、「企業の借り控え」論が登場し、それぞれ異なる立場からの議論が展開された。武富[92]は、日銀の「金融機関の融資態度慎重化が企業活動を大きく制約しているのではないかと懸念はこれまでのところ当を得たものではない」という見解を援用しつつ、「クレジット・クラッチは生じていない」(p.86)と断定する。資金需要がさらに大幅に落ち込んだ92、93

年度においても、「クレジット・クランチが起きる可能性は小さい」(p.92)と述べている。

〔企業収益体質の弱体化〕

平成の大型景気を支えたのは、最大の牽引役であった設備投資および旺盛な個人消費、住宅投資であった。このような「平成特需」(p.100)による企業収益の急拡大に加えて、社会的に金余り、超金融緩和政策という良好な投資環境のもと、企業は投資採算性を度外視した設備投資を急拡大させていった。そして、「これが弱含みに転じたことが景気後退の最大の理由」(p.126)であり、今回の製造業の設備投資の落ち込みは、「典型的かつ重症の資本ストック調整」(p.139)であると規定する。

企業収益も急速に落ち込んだ。武富[92]は、「しかしながら、今回の企業収益の大幅な落ち込みは単純に循環的な動きだけでは説明できない部分もある」(p.112)として、日本企業の収益力の「構造的な弱体化」(p.113)を指摘する。企業収益力の弱体化については、固定費や変動費の増大によって損益分岐点がかなり上昇したことをあげている。企業は、「設備稼働率の上昇トレンド」と「営業利益率の低下トレンド」に対して、損益分岐点が増大するという、「利益なき繁忙」(p.115)に陥った。損益分岐点が増大するとともに営業レバレッジ⁽²²⁾が増大したため、「日本企業は売上高の変動によって営業利益が大きく振れやすい体質になってしまった」(p.121)。こうして、「企業の収益体質および不況への抵抗力はむしろ80年代を通して弱まった」(p.115)。深刻な在庫調整も、「企業が高稼働率でなければ儲からない体質になっていたため、減産に入るのが遅れた」(p.118)のである。

いまや企業は、①需要と売上の急速な悪化、②コスト膨張等による企業収益基盤の弱体化、③バブル崩壊に伴う金融環境の悪化、などによる投資環境の悪化、投資採算性の低下という厳しい状況下にある、というのが基本認識である。

なお、景気の転換において、「バブル崩壊」や「金融引き締め」が如何なる役割を果たしたかについては、「ストック循環による景気変動をバブル崩壊や金融引き締めが加速」したものであり、「バブルの崩壊や金融引き締めは、こうし

たストック調整による需要の下降のきっかけとなったり加速する要因にはなかったが、それだけで大きな景気循環を生み出すものではない」と、景気変動の増幅要因あるいは深刻化要因と位置付けている。(p. 104)。

Ⅱ-3-b. 武富『大調整期』の問題点

武富[1992]は、80年代末のいわゆる平成景気は日本経済の潜在成長率をはるかに上回る高成長であり、早晚人手不足などの供給サイドの制約から行き詰まるのは必至であったとし、金融引き締めの効果もあって、「景気が調整過程に転じたのはむしろ望ましいことであった」(p. 9)とみている。しかし、その調整は潜在成長率水準をはるかにオーバーシュートし、個人部門の基本需要にまで及ぶ深刻な「パラボラアンテナ型不況」(p. 9)を引き起こした。

平成不況がかくも深刻な、広範に及ぶものとなったについては、基本的には大型景気の反動としての大型ストック調整としてとらえているが、超金融緩和政策という良好な金融環境の下で進んだ長期景気拡大過程で、安易な設備投資や「財テク」に奔った企業自身の(投資)行動とそこから生じた企業収益構造の弱体化にまで切り込み、そこへさらに「バブル崩壊」、金融引き締めが加わって大型不況を現出したものとみている。実体経済の拡大、後退過程を事実上忠実にフォローしたものとして評価される。

しかし、そうした反面で、若干の問題点もまた残されている。

以下の議論や分析に関わってどうしてもふれておかねばならないのは、「バブル」の捉えかたについてである。武富[92]は、いまみたように、平成の大型景気から平成不況への転落を基本的にはストック調整で説いており、「バブル」とその崩壊は副次的な、増幅要因として捉えているが、平成不況がかくも深刻化したについては、「バブル崩壊」が大きな役割を果たしたとみている。すなわち「魔法のような低コストで資金を大量に調達」できた「バブル時代の資金調達マジック」(p. 53)が、金融引き締めや「バブル崩壊」によって消滅し、株価下落や金融機関経営の不安定化とともに企業を取り巻く金融環境は一転厳しいものとなり、企業は資金不足に直面することになった。平成不況を深刻化

させた2つの要因、企業自身の収益体質の弱体化と企業金融環境の悪化のうち、後者をもたらした重要な要因の1つとして「バブル崩壊」が位置付けられているのである。そうすると、そのような「バブル」とは何だったのかが問題にされなければならない。その点に焦点を絞ってみてみよう。

【問題点・その1】

まず第1にあげられるのは、「バブル」の概念規定が不明確だという点である。

基本的に武富[92]は、「バブル」の存在は自明のことであり、「バブル崩壊」も既定の事実であるということで議論が進められており、「バブルとは何か」が正面から明らかにされている箇所はない。しかし「バブル」が資産価格のうちファンダメンタルズを超える部分」という通常理解に立っていることは、80年代後半の「ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）から乖離した株価上昇」(p.30) という表現からも窺われる。しかしその反面で、全体の分析を通してみると、「バブル」の定義がかなり拡散しているようにも見受けられる。

たとえば、80年代後半の地価上昇について「実需要因」と「投機的要因」の2つの要因をあげた箇所で、「株価同様に「上がるから買う、買うから上がる」という形で土地の投機的取引が拡大し、いわゆる「不動産バブル」が急速に膨張していった」(p.40)と、投機＝バブルと受けとられかねない表現がある。また、「バブルが日本で生じた原因を解明するためには世界経済という大きな枠組みのなかで見る必要がある」とか、「円高不況を脱すべく、また、ドル暴落を阻止すべく超金融緩和政策を続けたことが日本経済にバブルを発生させた一因となっている」(p.24)という表現からは、「バブル」概念が、「地価や株価のファンダメンタルズ（金利の変化を含む）を超えた部分」という通常定義からやや広がりをもったものとして使われているような印象を受ける。

これはたびたび登場する「バブル経済」という表現にも共通する。前にも引用した「4年以上にわたる過熱的な景気拡大を通じて、耐久消費財や住宅、設備投資等経済の諸面に循環的な調整圧力が高まっていたが、これがいわゆる

「バブル経済」のもとで無理に抑え込まれた状態にあった」(p. 19) とか、財政再建に関する「いかにバブル経済による税収増が大きかったか」(p. 23) さらに今後の企業体質について「大型景気やバブル経済でついた贅肉を削ぎ落として、再び骨太で筋肉質の収益体質を取り戻すための努力」(p. 124) というような場合がそうである。

また、平成景気における「需要の三層構造」を論じた箇所では、第一層の生活必需的需要、第二層のメーカーやサービス業によって意識的に掘り起こされた前倒し需要と並んで、第三層として、美術品、宝飾品、高級外車などをあげ、これを「俗にいうバブル需要」(p. 11) と呼んでいる。「俗にいう…」という前置きがあるにしても、上にあげたいいくつかの例とあわせて、「バブル」という概念がいろいろと広がりをもったものとして使われているといわざるをえない。

【問題点・その2】

第2は、「バブル」の概念規定がはっきりしていないことから当然出てくることであるが、「バブル」と資産価格上昇、あるいは、「バブル崩壊」と資産価格下落とが論理的に截然と区別されていないことである。武富[92]における実際の分析においては、「バブル」は「株価・地価の上昇」によって、また「バブル崩壊」は「株価、地価の下落」によって代位されている。

しかし、「バブル」は資産価格のうちファンダメンタルズを超える部分という定義に立つ限り、株価や地価（の上昇）の中に「バブル」が存在したかどうかを検証されなければならない。「バブル崩壊」についても、株価、地価の中で「バブル」部分の消滅、すなわち「ファンダメンタルズで説明できない」部分が消滅したことが明らかにされなければならない。資産価格の上昇、下落は、それ自体として「バブル」や「バブル崩壊」を示すものではないからである。

また、「バブル時代」という表現が頻繁に使用されるが、仮に「バブル」が存在したとして、それでは「バブル時代」とはいつからいつまでをいうのか明らかにされなければならない。資産価格の（急）上昇期というのでは通常の「バブル」の定義に反する。さらに、90年以後、株価は急落したが、どの時点で「バ

ブル」が消滅し、株価がファンダメンタルズ価格に回帰したのか。地価は、91年以後急落しはじめ、97年にいたってもなお下落中だが、どこで地価の「バブル」は消滅したのか、あるいはまだ消滅していないのか、というようなことが当然問題になってくる。それらの時期をある程度確定しえなければ、「バブル」の発生と崩壊を実証的に捉えたことにはならないのではないか。

武富 [92] は「バブル」消長の分析を主たるテーマにしているものではないが、その分析において「バブル」や「バブル崩壊」が実体経済に大きな影響を及ぼしたことを論じているのだから、その点での立ち入った検証も必要だろう。厳密に言えば、「バブル」の影響とは、「資産価格のファンダメンタルズを超える部分」の影響であり、「バブル崩壊」の影響とは、「ファンダメンタルズを超える部分の消滅」の影響だからである。

注

- (1) 竹中一雄「円高乗り越え大型景気が到来」(『東洋経済』1988年12月16日号)

このような楽観論の多数派に対して、少数ながら景気長命説に疑問を投げかける人もいた。田原昭四 [1988a] は、早い時期から景気長命説を否定し、「いざなぎ景気」を上回る大型景気というのは「根拠なき幻想」としていた。そして景気循環論的立場から、景気のピークは88年末で、89年度は鋭角的不況に落ち込むと予想した。また、田原 [1988b] は、景気長命説を、景気の現状を構造的な好況とみなしたり「いざなぎ景気」(57カ月)や「岩戸景気」(42カ月)の経験則を借用しただけの歴史健忘症的発想だとして退け、景気指数的予想方法によって89年反転を主張した。ここには景気循環論的な見方およびその方法の当否の問題と、予測の内容そのものの当否の問題が混在しているが、前者については措くとしても、後者については、「平成景気」が、「いざなぎ景気」にほぼ匹敵する大型景気となったこともあわせて、いまは誤りであったというほかないだろう。

- (2) 経済企画庁『経済白書』(平成3年版), p. 29

- (3) “『平成3年経済の回顧と展望』(平成4年版) p. 1~2

- (4) 宮崎義一 [1992a], 『複合不況～ポスト・バブルの処方箋を求めて～』(1992年6月)

宮崎「複合不況」説については、この他に、

- ・宮崎 [1992b], 「「複合不況」の病理をさぐる～金融自由化の帰結としての調整過程」(『エコノミスト』, 92年5月5, 12日合併号)

- ・宮崎 [1992c], 「『複合不況』の病根を診る～総合経済対策では不況を抜け出せない～」(『エコノミスト』, 92年9月26日号)
 - ・宮崎 [1993], 「続編『複合不況』」(『中央公論』, 93年1月臨時増刊号)
 - ・宮崎 [1994a], 「バブルはこうして発生しそして崩壊した～国民経済計算が語る“複合不況”の実相」(『エコノミスト』94年6月14日号)
 - ・宮崎 [1994b], 「『複合不況』その後」(『世界』, 94年11月号)などを参照。
- (5) P. F. Drucker, 前掲邦訳, 第1章参照。
- (6) “Get ready for the phoenix”, *The Economist*, Jan. 9, 1988, p. 11
- (7) “The New Face of Recession”, *Business Week*, Dec. 24, 1990, p. 58
- (8) *op. cit.*, p. 58. マニュファクチャラーズ・ハノーバー・トラスト銀行のケルナー氏の発言。
- (9) 宮崎 [1992a] は以下のような『日本経済新聞』の記事を引用している。「日経平均の下げ幅をこれほどまでに大きくしたのは株価指数先物と現物市場との間の裁定取引だった。昨年(1989年)12月はこの裁定取引が日経平均を39,000円近い水準まで押し上げたが、今回は逆に下げを加速した。米国では87年のブラック・マンデーの時、裁定取引がかなり下げに関与したと見られており、今回の株安は“アメリカ型急落”といえる」(『日本経済新聞』90年2月22日)
- 仮に『日本経済新聞』や宮崎 [1992d] の分析が正しいとしても、これは株価上昇、下落の増幅要因であったということではかない。たしかに、10月1日の場合も裁定取引の解消すなわち“先物売り・現物買い”の解消による大量の現物売りが株価下落幅を大きくしたかもしれないが、そもそも、株価の上昇が何故に下落に転じたかという説明、つまり「バブルは何故崩壊したか」という問いへの答にはなりえていない。
- (10) 『日本不動産研究所』の調査によって、6大都市の市街地価格指数が16年振りに下落したと報告されたのが91年5月30日であった。どんなに早く見積もっても地価の急落が景気の後退とほぼ同時期に始まったとはいっても、地価の急落が景気後退をリードしたとはいえない。
- (11) *Economic Report of the President*, February 1992, p. 46. なお、同報告は同じところで、90年代初頭のアメリカのクレジット・クランチについて、「(一部は市場によって駆り立てられ、一部は国際的資本基準(BIS規制)遵守のためにおこなわれた) バランス・シートの再編、および、銀行やS & Lによる以前の行き過ぎた行為(earlier excesses)に対する銀行監査官の過剰反応が過去2年にわたる credit crunch を惹き起こした」と説明している。
- (12) Christopher Wood [1992] も、「1991年に日本の銀行融資が横這いになり、これまでにないアメリカ型クレジット・クランチ=信用逼迫の症状が出てきた」p. 22(邦訳p. 43)とし、その要因として、株価の暴落とBIS規制をあげている。

ただし、80年代後半に「日本に融資があふれた時期、都市銀行の資産は80%増加した。警戒を促す要素がたくさんあったにもかかわらず、この奇妙にふくれあがった融資ピラミッドの解体に対して、銀行は全く準備ができていなかった」と、投機ブームの崩壊を示唆している（p. 43）。

- (13) 宮崎 [1992c] は、「日本経済に6つの失敗があったと考えている。個人投資家の失敗、金融機関の失敗、事業法人の失敗、証券会社の失敗、日本銀行の失敗、政府当局の失敗、この6つの失敗が現在の複合不況をもたらした」と述べて、[1992a] よりやや進んだ視点を示し、次いで個人投資家の失敗、金融機関の失敗、事業法人の失敗の3つをとり上げ、少しく立ち入って説明している。ここで注目すべきは、事業法人の失敗について、「バブル経済」の中で、「事業法人は超低金利で資金を調達できるならば借りた方が得だと、過剰な資金の調達を行い」、「財テクにうつつをぬかした」、「そのツケがいま出てきている」と、一步踏み込んだ説明がなされている点である。その結論である「過剰設備恐慌」云々は措くとしても、そこには実体経済の分析をも必要とする視点があらわれている。

- (14) 野口悠紀雄 [1992b] 『バブルの経済学～日本経済に何が起こったのか～』（1992年11月）

野口氏は以下の著書、論文においてほぼ一貫した議論を展開している。

- ・ [1987] 「バブルで膨らんだ地価」（『東洋経済』87年11月26日号）
- ・ [1989] 『土地の経済学』（1989年）
- ・ [1990] 「バブルの崩壊をめざして」（『東洋経済』90年12月8日号）
- ・ [1991] 『ストック経済を考える』（1991年）
- ・ [1992a] 「資産バブルの終息と日本経済の当面する諸問題」（『証券経済時報』第32巻3号、92年3月）
- ・ [1993a] 「見逃されたバブル崩壊のプラス面」（『東洋経済』93年8月7日号）
- ・ [1993b] 「バブル消滅は新規の需要を喚起する」（『エコノミスト』93年8月25日号）

以下では、野口氏の見解が集大成された観がある。[1992b] を中心にみていくことにする。本文中の頁は [1992b] のそれである。

- (15) 野口氏は、事後的にバブルの存在を指摘しただけではない。すでに87年に、賃貸料を基とした理論地価を算出し、「現在の都内の地価の半分は投機的バブルである」と指摘している。（野口 [1987]）

ただし、そこでの賃貸料は将来の値上げを考えないとし、そのかわり割引料としては安全資産のそれを用い、キャピタルゲインの期待は含まれていない。

- (16) たしかにこの時期は急激に金融が引き締められつつある時期だった。史上最低の公定歩合（2.5%）が2年以上も続いたあと、金融政策は引き締めに転じ、公定歩合は、89年5月（3.25%）→10月（3.75%）→12月（4.25%）→90年3月（5.25%）

→8月(6%)と、相次いで引き上げられ、金融緩和が始まったのは91年7月のことであった。

(17) 「白書」の推計によると、金融資産残高はいずれも消費額を増加させる方向に作用している。株式を除く金融資産の場合、この残高が10%増加すると消費が2.2%増加する(弾性値0.22)。株式を含む金融資産の場合には同じ10%の増加が消費額を1.6%増加させ(弾性値0.16)、金融資産に土地を加えた場合には、同じく1.1%増加させている(弾性値0.11)。資産に株式、土地を含めるにつれて消費額の増加率は小さくなっていることがわかる。またこの推計では、調査期間を80年代末に近付ければ近付ける程、資産残高の増加が消費の増加に結び付く程度が高まっていると指摘している。(p. 298~299)

(18) とり上げられた、「バブル」の存在に関する諸説は以下の通りである。

『地価バブルの存在を否定するもの』

- ・昭和63年版『国土利用白書』
- ・原田泰「東京の高地価対策、恩恵の公平分配を目標に」(『日本経済新聞』、「経済教室」1988年11月15日号)
- ・宮尾尊弘『「ストック経済」の時代』, 1989年
- ・「『都市と経済のニュートレンド』1989年
- ・政策構想フォーラム報告『ストック経済における豊かさの実現のために』1990年
- ・野口悠紀雄・宮尾尊弘「誌上論争・地価バブル説の是非を論ずる」(『東洋経済』1991年5月18日号)
- ・金森久雄「土地価格バブル説を疑う」(『東洋経済』1990年9月15日号)
- ・原田泰, 井上裕行『土地・住宅の経済学』1991年

以上は、地価高騰は概ねバブルというよりファンダメンタルズの変化によって説明できる、とするものである。

『株価のバブルについて肯定的なもの』

- ・植田和男「わが国の株価水準について」(『日本経済研究』第18号, 日本経済研究センター, 1989年)
- ・平成3年版『経済白書』
- ・日本開発銀行「80年代のマネーフローと今後の企業金融」(『調査』162号, 1992年2月)

『株高をバブルでなくいわゆる「含み資産」によって説明しようとするもの』

- ・若杉敬明, 紺谷典子, 丸淳子, 米沢康博他「日本の株価水準研究グループ報告書」(日本証券経済研究所, 1988年)
- ・舟岡史雄「日本の株価水準と投資尺度」(西村清彦, 三輪芳朗『日本の株価・地価』1990年)

なお、野口[92b]は株価バブルの検証を積極的には行っていないが、「株価につい

でも地価についても、1980年代後半の異常な上昇分にかかなりのバブルが含まれていたことはほぼ疑問の余地がない。…91年以降、金融緩和が進むなかで資産価格が低下したのが、一つの証拠である」(p. 111)と述べている。

(19) この説については濃淡の差はあれ数多くの議論がみられるが、ここでは代表的なものとして、

武富将・日本興業銀行調査部編『大調整期～日本経済の試練～』92年12月をとりあげることにする(以下、武富[1992]。本書は、第Ⅰ部(「バブル経済の後遺症」)、第Ⅱ部(「ポスト・バブル時代の課題」)という二部構成になっているが、本論の趣旨からみて、第Ⅰ部のみについて論及する。頁は同書のそれである。

ところで、「バブル」や「平成不況」については、さまざまな立場から数多くの論究が発表されているが、ここではそれらの内容紹介や論評は省略し、既述の宮崎、野口両氏以外の人々による論究のうち、主なものを発表時期順にあげておく。

- ・篠原三代平「投資循環の回顧と展望」(『東洋経済』92. 2. 7)
- ・並木信義「バブル経済は新しい変動パターン」(『東洋経済』92. 3. 21)
- ・斉藤精一郎「「複合不況」論は間違っている」(『エコノミスト』92. 10. 13)
- ・浜田宏一「昭和恐慌と平成不況」上、下(『東洋経済』93. 1. 2～9. 1. 26)
- ・篠原三代平「“バブル不況”は新型不況はでない」(『東洋経済』93. 2. 2)
- ・赤羽隆夫「金融経済学を嗤う・バブル論議は欠陥だらけ」(『東洋経済』93. 5. 1)
- ・岡本 登「近年における地価上昇とバブル現象について～東京圏住宅地のマイクロデータによる実証分析～」(『フィナンシャル・レビュー』第28号, 93年6月)
- ・原田 泰『狂騒と萎縮の経済学』93年7月
- ・吉川 洋「平成の景気循環と「バブル」の関係を糺す」(『エコノミスト』93. 7. 27)
- ・嶋中雄二「景気循環とバブルの關係に疑問」(『エコノミスト』93. 8. 23)
- ・吉富 勝「経済白書批評の非論理性を衝く・バブル発生メカニズムの無理解」(『東洋経済』93. 9. 18)

なお、経済企画庁『昭和62年経済の回顧と課題・分析研究編』(87年12月)および『平成元年経済の回顧と課題・分析研究編』(90年1月)において地価高騰問題がとりあげられているが、「バブル」の認識はまったくない。『平成2年経済の回顧と課題』(90年12月)でも、90年春以降の株価暴落について「バブル崩壊」という認識はない。『平成3年経済の回顧と課題』(91年12月)において突然「バブル崩壊」という表現が文中に登場し、『平成4年経済の回顧と課題』(92年12月)において初めて「バブル崩壊の実体経済への影響」についてふれているが、「バブル」についての分析はほとんどない。

同じく、経済企画庁『経済白書』をみると、平成2年版(91年8月)までは、「バブル」あるいは「バブル崩壊」という表現が文中にわずかにあっても、それは可能性として語られるか、あるいは極めて控え目なものであった。平成4年版(92年7月)

においては、地価、株価の下落とその実体経済への影響という問題が本格的に語られるが、それも「バブル」としてではなく、「資産価格下落」の問題としてであった。

平成5年版『経済白書』(93年7月)は、「バブルの教訓と新たな発展への課題」という副題が示すとおり、「バブル」および「バブル崩壊」を正面から捉え、その分析を基盤にすえた、まさに「バブル論」あるいは「バブル懺悔」といってもよい、従来とは様変わりのものであった。

(20) また、「企業(経営)論」的視点から次のように指摘している。

「日本の経営者は、右肩上がりの神話のなか、「資本コスト」と「資金コスト」の二つのコストを混同し、より低い「資金コスト」を基準に考えて、投資を行ってきた。その結果が、低いROEであり、株価水準の大幅下落にもかかわらず割高感を払拭できないP/E Rである」(p. 35)

(21) 引用箇所は明示されていないが、これは、日本銀行「最近のマネーサプライの動向～その分析と評価～(『日本銀行月報～92年9月号, p.33)から引用されたものである。

しかし、これは直接「クレジット・クランチ」を論じたものではなく、当該箇所のコンテキストでは、当時マネーサプライ($M_2 + CD$)の伸び率が低下したことに関して噴出した日銀のマネーサプライ管理政策に対する批判への事実上の反論の中で述べられている。前段は、「近年におけるマネーサプライ($M_2 + CD$)の大幅な変動は、基本的には景気循環、資産価格変動、金利自由化の進展の下での金融機関行動の変化、郵貯等へのシフト、といった諸要因で一応説明可能である。とくに最近の $M_2 + CD$ の低い伸びは資産価格下落に伴うマイナスの富効果や取引額の減少が原因であり、その意味でそれ以前の高い伸びの反動ないし巻き戻しという色彩が濃く、その残高水準に対する判断からしても、フローの実体経済活動を制約するものとはなっていない」となっており、「見方を変えれば」としてのべられたものである。

(22) 売上高の変化が営業利益をどれだけ変化させるかを表すもので、

営業レバレッジ = 限界利益 / (限界利益 - 固定費)

で表される。たとえば、損益分岐点が上昇して、現実の売上高との差が縮小して営業レバレッジが上昇すると、売上がわずかに変化しても、営業利益を大きく変化させ、利益の安定性は低下する、というように、これによって収益の安定性が計られる。

付 記

経済企画庁「国民経済計算統計」の“基準年次”改訂について

経済企画庁『国民経済計算年報』の基準年次が96年版から90年に改訂された。従来の基準年次である85年以後におこなわれた国勢調査や90年に作成された新しい「産業連関表」に基づき、この間の産業構造の変化等を勘案して改訂されたものである。具体的にはサービス業（特に情報産業）の比重が高まったこと等によって、85年以降のGDP数値が全体的に若干上方修正された。最も目をひくのは、戦後2度目のマイナス成長と騒がれた93年の実質GDP成長率（－）0.2%が（＋）0.1%に上方修正されたことだろう。

しかし、本小論ではGDP関連数値はすべて85年基準値を採用した。

遡及性の問題（以前の数値はそれぞれの時代の産業構造をベースにしていた）、それぞれの時期の政策はその時々に表示された数値をもとに立案、実施されていた（93年のマイナス成長にしても、後になってプラスに訂正されたからといって、当時の衝撃や政府の対応、投資マインド、消費マインドに与えた影響が消えるわけではない）、などの理由による。

【参考資料】

《公式統計等》

大蔵省『財政金融統計月報』、各号

——『法人企業統計季報』、各号

——『法人企業統計年報』、各年版

日本銀行『経済統計年報』、各年版

——『経済統計月報』、各号

——『日本銀行月報』、『調査月報』、各号

——『物価指数年報』、各年版

——『企業短期経済観測調査（短観）』、各号

——『主要企業短期経済観測時系列集（昭和48年2月～平成6年5月調査）』、1994年

——『主要企業経営分析』、各年版

経済企画庁『国民経済計算年報』、各年版

——『（昭和60年基準改訂）国民経済計算報告（上、下）』1990年

——『（昭和60年基準）長期遡及主要系列・国民経済計算報告（昭和30年～平成元年）』1991年

——『経済白書』、各年版

——『日本経済の現況』、各年版

——『経済月報』、各号

- 経済企画庁『経済変動観測資料年報』, 各年版
 ———『物価レポート』, 各年版
 ———『法人企業動向調査報告』, 各号
 ———『企業行動に関するアンケート調査』, 各年版
 通商産業省『通商白書』, 各年版
 ———『主要産業の設備投資計画』, 各年版
 通商産業大臣官房調査統計部編『(平成2年基準) 鉱工業指数総覧』1993年
 国土庁『土地白書』, 各年版
 ———『国土利用白書』, 昭和63年版
 東京証券取引所『証券統計年報』, 各年版
 日本証券業協会『証券会社の決算概況と証券市場の動向』, 各年版
 日本開発銀行『設備投資計画調査報告』, 各年度版

《参考文献》

- Allen, F. L. [1931], *Only Yesterday, An Informal History the Nineteen Twenties*, (藤久ミネ改訳『オンリー・イエスタデイ～1920年代・アメリカ～』1986年, 筑摩書房)
 — [1952], *The Big Change, America Transforms Itself, 1900-1950*, (河村厚訳『ザ・ビッグ・チェンジ～アメリカ社会の変貌, 1900-1950年～』1979年, 光和堂)
 Burstein, Daniel [1988], *YEN !*, (鈴木主税訳『YEN !～円がドルを支配する日～』1989年, 草思社)
 Emmott, Bill [1989], *THE SUN ALSO SETS*, (鈴木主税訳『日はまた沈む』90年, 草思社)
 — [1992], *TOMORROW'S JAPAN*, (鈴木主税訳『来るべき黄金時代』92年, 草思社)
 Drucker, P. F. [1986], *The Frontiers of Management*, (上田惇生, 佐々木実智男訳『マネジメント・フロンティア』1986年, ダイヤモンド社)
 Kindleberger, Charles P. [1973], *The World in Depression 1929-1939*, (石崎昭彦, 木村一朗訳『大不況下の世界 1929-1939』, 1982年, 東京大学出版会)
 Murphy, R. Taggart [1995], *The Weight of the yen*, (畑水敏行訳『日本経済の本当の話 (上, 下)』1996年, 毎日新聞社)
 Volker, Paul & Gyoten, Toyoo [1992], *Changing Fortunes*, (江澤雄一訳『富の興亡～円とドルの歴史～』92年, 東洋経済新報社)
 Wood, Christopher [1992], *The Bubble Economy*, (植山周一郎訳『バブル・エコノミー～日本経済・衰退か再生か～』1992年, 共同通信社)
 — [1994], *The New Japan: The End of Consensus*, (三上義一訳『合意の崩壊～日本株式会社の誤算～』1994年, ダイヤモンド社)
 浅子和美, 加納悟, 佐野尚史 [1990] 「株価とバブル」(西村清彦, 三輪芳朗編『日本の株

価・地価～価格形成のメカニズム～』1990年、東京大学出版会)

赤羽隆夫 [1993] 「金融経済学を喰う・バブル論議は欠陥だらけ」(『東洋経済』93年5月1日号)

岡本登 [1993] 「近年における地価上昇とバブル現象について～東京圏住宅地のマイクロデータによる実証分析」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 28)

金森久雄 [1990] 「土地価格バブル説を疑う」(『東洋経済』90年9月15日号)

岸宣仁 [1994] 『賢人たちの誤算～検証・バブル経済～』日本経済新聞社

小林孝雄 [1990] 「株式のファンダメンタル・バリュウ」(西村清彦, 三輪芳朗編『日本の株価・地価～価格形成のメカニズム～』東京大学出版会)

斉藤精一郎 [1992] 「複合不況」論は間違っている」(『エコノミスト』92年10月13日号)
資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会 [1993] 「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 30)

篠原三代平 [1992] 「投資循環の回顧と展望」(『東洋経済』92年2月7日号)

———— [1993] 「“バブル不況”は新型不況ではない」(『東洋経済』93年2月2日号)

嶋中雄二 [1993] 「景気循環とバブルの係に疑問」(『エコノミスト』93年8月23日号)

———— [1994] 『繁栄は繰り返す』PHP研究所

———— [1995] 『複合循環』東洋経済新報社

杉原弘恭, 池田正雄, 津本肇, 三田村忠芳 [1993] 「「プラザ合意」後の財政・金融政策について」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 26)

鈴木淑夫 [1990] 『日本経済・日はまだ高い』東洋経済新報社

———— [1993] 『日本の金融政策』岩波書店

高尾義一 [1994] 『平成金融不況～国際金融危機の中間報告～』中央公論社

竹内靖雄 [1992] 『正義と嫉妬の経済学』講談社

竹中一雄 [1988] 「円高乗り越え大型景気が到来」(『東洋経済』88年12月16日号)

武富将/日本興業銀行調査部編 [1992] 『大調整期～日本経済の試練～』日本経済新聞社

田邊孝則 [1995] 『日本経済の大逆流～円安を金融破綻が襲う～』日本経済新聞社

田原昭四 [1988] 「'89年の日米同時不況は不可避」(『東洋経済』88年12月16日号)

東京銀行調査部 [1993a] 「バランスシート調整を経験する日本経済」(『東銀週報』93年3月11日号)

———— [1993b] 「「バブル崩壊」で変化した日本の対外資金還流」(『東京銀行月報』93年5月号)

———— [1994a] 「バランスシート悪化とわが国の企業行動」(『東京銀行月報』94年2月号)

———— [1994b] 「景気回復下でのマネーサプライの低迷」(『東銀週報』94年10

月27日号)

東京銀行調査部 [1994c] 「バブルの調整を終えつつあるわが国の株価・地価」(『東銀週報』94年11月10日号)

———— [1995] 「低金利が継続する日本経済」(『東銀週報』95年9月14日号)

中谷巖 [1987] 「インフレやむなし～世界恐慌を救う日・独の政策選択」(『東洋経済』臨時増刊, 87年11月26日号)

並木信義 [1992] 「バブル経済は新しい変動パターン」(『東洋経済』92年3月21日号)

西村清彦, 三輪芳朗編 [1990] 『日本の株価・地価～価格形成のメカニズム～』東京大学出版会

西村清彦 [1990] 「日本の地価決定メカニズム」(西村清彦, 三輪芳朗編『日本の株価・地価～価格形成のメカニズム～』東京大学出版会)

日本銀行 [1985] 「近年の景気変動の特徴と今後の課題」(『調査月報』85年11月号)

———— [1990] 「在庫投資の構造変化を巡って～生産・在庫管理技術の発達とその影響」(『調査月報』90年6月号)

———— [1992] 「最近のマネーサプライの動向～その分析と評価～」(『日本銀行月報』92年9月号)

日本開発銀行 [1992a] 「設備投資と景気変動からみた近年の日本経済」(『調査』160号)

———— [1992b] 「80年代のマネーフローと今後の企業金融」(『調査』162号)

———— [1993] 「近年の在庫投資と景気変動」(『調査』176号)

———— [1994a] 「法人企業統計からみた我が国企業の金融行動」(『調査』181号)

野口悠紀雄 [1997] 「バブルで膨らんだ地価」(『東洋経済』87年11月26日号)

———— [1989] 『土地の経済学』日本経済新聞社

———— [1990] 「バブルの崩壊をめざして」(『東洋経済』90年12月8日号)

———— [1991] 『ストック経済を考える』中央公論社

———— [1992a] 「資産バブルの終息と日本経済の当面する課題」(『証券経済時報』第32巻3号)

———— [1992b] 『バブルの経済学～日本経済に何が起こったのか～』日本経済新聞社

———— [1993a] 「見逃されたバブル崩壊のプラス面」(『東洋経済』93年8月7日号)

———— [1993b] 「バブル消滅は新規の需要を喚起する」(『エコノミスト』93年8月25日号)

————, 宮尾尊弘 [1991] 「誌上論争: 地価バブル説の是非を論ずる」(『東洋経済』91年5月18日号)

原田泰 [1988] 「東京の高地価対策, 恩恵の公平配分を目標に」(日本経済新聞『経済教室』88年11月15日号)

———— [1993] 『狂騒と萎縮の経済学』東洋経済新報社

浜田宏一 [1993] 「昭和恐慌と平成不況(上, 下)」(『東洋経済』93年1月2日, 26日号)

- [1994]『平成不況の政治経済学』中央公論社
- 舟岡史雄 [1990]「日本の株価水準と投資尺度」(西村清彦, 三輪芳朗編『日本の株価・地価～価格形成のメカニズム～』東京大学出版会)
- 三重野康 [1995]『日本経済と中央銀行～前日銀総裁講演録～』東洋経済新報社
- 宮崎義一 [1992a]『複合不況～ポスト・バブルの処方箋を求めて～』中央公論社
- [1992b]「「複合不況」の病理をさぐる～金融自由化の帰結としての調整過程～」(『エコノミスト』92年5月5, 12日合併号)
- [1992c]「「複合不況」の病根を診る～総合経済対策では不況を抜け出せない～」(『エコノミスト』92年9月26日号)
- [1993]「続編『複合不況』」(『中央公論』93年1月臨時増刊号)
- [1994a]「バブルはこうして発生しそして崩壊した～国民経済計算が語る“複合不況”の実相～」(『エコノミスト』94年6月14日号)
- [1994b]「「複合不況」その後」(『世界』94年11月号)
- [1995]『国民経済の黄昏～「複合不況」その後～』朝日新聞社
- 三輪芳朗 [1990]「株価“モデル”と日本の株価」(西村清彦, 三輪芳朗編『日本の株価・地価～価格形成のメカニズム～』東京大学出版会)
- 吉川洋 [1992]『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社
- [1993]「平成の景気循環と「バブル」の関係を糺す」(『エコノミスト』93年7月27日号)
- 古川洋編著 [1996]『金融政策と日本経済』日本経済新聞社
- 吉野直行, 小巻泰之, 坂山奇右, 尾崎哲, 南部一雄 [1993]「企業・家計及び銀行行動, 金融政策の変化とそのマクロ経済効果」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 25)
- 吉富勝 [1993]「経済白書批評の非論理性を衝く・バブル発生メカニズムの無理解」(『東洋経済』93年9月18日号)
- 若杉敬明, 紺屋典子, 丸淳子, 米沢康弘他 [1988]「日本の株価水準研究グループ報告書」日本証券経済研究所