

<論 説>

# 平成不況論序説

木 村 一 朗

## 目 次

はじめに

I 実体経済の分析

II “シンボル経済”について

III “経済のストック化”について

IV “政府の政策”について

1) 金融自由化の推進

2) プラザ合意（対米協調）

3) 金融政策をめぐる諸問題

① 超金融緩和政策＝バブルの元凶か？

a) 資産価格の上昇はすでに始まっていた

b) 資産市場の特異性と右上がり神話

c) 金融機関行動

d) 企業、個人の投機マインド

e) 政府の関与

f) 大型景気の長期持続

② 超低金利政策＝対米協調の落とし子

## はじめに

1980年代後半、一時は日本経済を震撼させた「円高不況」を当初の危惧にも拘わらず驚くほど早期に乗り切った後、円高、原油安などを背景とする物価の安定、政府の内需拡大政策、低金利政策、製造業を中心とする生産性向上努力と国際競争力上昇などによって、企業の投資マインド、家計の消費マインドは著しく向上し、日本経済は、旺盛な設備投資、活発な個人消費に支えられた稀にみる全員参加型の典型的な大型好況を現出した。

昭和の終わりから平成の初頭にかけての、戦後最大の「いざなぎ景気」とも比肩されるこの大型好況は「平成景気」と呼ばれることが多いが、こ

の「平成景気」は、長期繁栄の下一人当たり国民所得でアメリカを抜くに到った国民生活の量的、質的水準を著しく高め、対外的には製造業の国際競争力、潤沢なジャパンマネーと相俟って日本経済を世界の第一線に押し上げた。「平成景気」は、しかし、長期繁栄の中で次第に確固たるものになっていった企業や家計の自信、安堵感を背景に、政府の低金利政策と全般的な「カネ余り」が続くなか、金融機関のリスクを無視した放漫な貸し出し行動、楽観的な市場予測にもとづく企業の過大投資、雇用や所得についての安易な期待にもとづく家計の元漫な消費行動を生み出し、景気は91年第I四半期のピークに向けて次第に加熱の様相を深めていった。こうした事態を象徴的に示すのが資産市場における株価、地価等資産価格の暴騰を背景とした投機的狂躁、俗にいう「バブル」である。多くの企業が設備、人員等の過剰ストックを積み上げていく傍ら、資産価格の急騰や所得の増大を当て込んで、企業や家計は単にキャピタルゲインを求めるだけの安易なマネーゲームに狂奔した。

1991年第I四半期以降、激しいフィードバックが始まった。収益の悪化とともに企業は深刻なストック調整を迫られ、地価や株価の暴落によって投機的狂躁は崩壊した。投機的マネーゲームに加担した企業（金融機関を含む）や家計はあるいは膨大な不良債権を抱え、あるいは巨額の負債を抱えて深刻なバランスシート調整を迫られることになった。企業の設備投資は激減し、雇用、所得の伸び悩みからさらには雇用不安（リストラ）が生ずるに及んで狂躁から我に返った家計の消費マインドは萎縮した。日本経済は「平成景気」の長期繁栄から、一転、深刻な不況へと転落していった。

「平成不況」の始まりである。

「平成不況」は経済企画庁景気基準日付でみると第二次オイルショック後不況（36 カ月）に次ぐ戦後第 2 の長さ（32 カ月）ということになるが、実質的にその落ち込みの深さからみると、後者はおろか第一次オイルショック後不況をも凌ぐ、戦後最大の不況であるといつてよい。「平成景気」（51 カ月）を含む景気循環の一周期としても勿論戦後最大（83 カ月）である。93 年 10 月がボトムという経済企画庁景気基準日付にも拘わらず、97 年末に到ってもなお地価の下落は止まらず、株価も再び 92 年夏と同じく 89 年末のピークから 60%以上も下落した水準で低迷し、金融機関の不良債権は相変わらず景気浮揚の足枷となっており、企業のリストラもなかなか進捗しない現状をみると、日本経済は未だ広い意味での「平成不況」から脱却してはいないというべきかもしれない。

戦後最大の景気循環である「平成景気」から「平成不況」へのプロセスでいったい日本経済に何が起こったのか、この循環、大型不況は日本経済発展の流れのなかでどのように捉えられ、位置づけられるのかが具体的過程の分析を通して明らかにされなければならないが、平成景気循環のより正確な解明、把握のための分析視角から探ろうというのが本小論のねらいである。

「平成不況」をとりあげた研究は種々あげられるが、平成景気循環の分析視角を検討する手掛かりとしては、さしあたり宮崎 [1992a]、野口 [1992b]、武富 [1992] があげられる。

宮崎 [1992a] は通常「複合不況論」と呼ばれているが、その特徴は、金融自由化のなかで生じたバブルが崩壊し、それによって金融不況（銀行不況）が生じ、それが実体経済の不況を誘発したという点にある。しかし、バブルの定義は曖昧で、バブルがどこでどのようにして生じたのかという具体的分析は全くなく、金融不況がどのようにして実体経済の不況を生ぜしめたのかという現実過程の分析も欠落しており、基本的には宮崎 [1992a] は「金融不況論」である。

野口 [1992b] は、「バブル」を正面からとりあ

げ、それとの関わりで平成不況論を展開しようとする。その議論は非常にオーソドックスで、丁寧であり、教えられるところも多いが、しかしここでとりあげられた「バブル」とは「資産バブル」のことであり、資産バブルがどのようにして設備投資や在庫投資の循環を規定したのか、いわゆるオーソドックスな不況論でとりあげられるストック調整とバブルの関わりが実質的にはほとんど述べられていない。

具体的表現としては「資産価格上昇と大型景気」という項目があるが、「資産価格の上昇」は「資産価格」の上昇であって、バブルとは関係ない。「バブル崩壊と実体経済」も説かれているが、ここでの「バブル崩壊」とは「資産価格下落」のことである。資産価格上昇とバブルは論理的に全く異なるものであるのに十分には区別されていない。

武富 [1992] は、オーソドックスなストック調整説の立場からの実体過程に即した分析であり、平成景気を大型景気の反動としての大型ストック調整ととらえており、平成景気から平成不況への転化のプロセスもわかりやすく説いてある。ただ、バブルについては、その概念規定をきちんと呈示しないまま、既定の事実として、基本的には通説と同様にファンダメンタルズ理論に拠っているが、「バブル」を「資産バブル」としてとらえながら、時々「バブル経済」、「バブル時代」などと経済全体の動向の表現にあてている点は興味深い。

平成不況を論ずる諸説から学びとれることは、まず「バブル」という、規定が曖昧な用語は、経済分析においてはあまり使わないほうがよいということである。現在の経済学では「バブル」を規定するのに「ファンダメンタルズ価格」しかもたないが、ファンダメンタルズ価格は資産市場や資産価格分析のツールを持たない現在の経済学が、とりあえず作り上げた抽象的規定にすぎない。

収益の利子率による還元といっても、現実には、収益のみならず、利子についても、税についても、キャピタルゲインについても、リスクプレミアムについても、すべて期待の要素がはいって

くる。ファンダメンタルズ価格という枠組みのもとでは、それら期待変化率の変化によって、極端な場合にはゼロから無限大まで資産価格は変化するのである。バブルの検証にあたっても、「バブルが存在したものと思われる」としかいえない。それも実際には「現在の理論では説明できないものが存在している」といっているにすぎないことになる。

「バブル」という曖昧な表現は誤った印象を与えかねない。実体に即して「資産価格の上昇（下落）」という表現ではほとんどの場合十分であり、具体的数値をあげて論じればいいことである。平成景気循環の分析において「バブル」という曖昧で emotional な表現を避ければ実態の分析とその印象も従来とは少し異なったものになるだろう。

平成景気循環を解明するための分析視角を論ずるにあたってさしあたり3つの説にふれたが、それはもちろん、それぞれの議論を一々論うのが目的ではないし、それらを単に論評しようというわけでもない。経済学的な議論や分析にはそれぞれ固有の分析対象 (target) があり、多かれ少なかれ政策論的意図を含むものであるから、ある視点からそれらを見た場合、それなりに長短が論ぜられるのは当然のことであり、ここでの一長一短の評価がそれら自体の経済学的価値を貶めるものでないことは改めていうまでもない。ただここで取り上げた、平成景気から平成不況へという平成初頭の景気循環分析に関する代表的分析は、現在のところ日本の経済学および経済分析の“水準”を表すものであるから、それらの検討を避けて通るわけにはいかないのである。

その merit, demerit を含めて、それらの分析から得られる示唆は多い。そこから得られる重要な示唆を、平成景気や平成不況の具体的プロセスにおいてわれわれ自身が直接知り得たあるいは仄聞する多くの事実と突き合わせてみると、取るべき分析視角、議論の枠組みが浮かび上がってくる。

平成大型景気から平成大不況へという戦後最大の激変を解明する基本的分析視角は大略以下の通りである。

1. 平成不況がなぜあのようなかたちで生じたかについては、それに先立つ平成景気の分析が不可欠である。資産価格高騰の問題も含めて、平成不況をもたらした基本的要因は、平成景気が拡大していくなかで形成されていった。
2. 80年代以降の日本の国際化、(金融等の)自由化が進み、またストック化、シンボル化が進むなかで、経済がどう変わり、その中で企業や個人がどのように行動していったか、とくに80年代後半の大型景気のなかでの政府、企業、個人の行動を通して景気拡大過程を追っていくという現実的視点はとくに重要である。
3. 80年代末、平成景気の頂点近くで、なぜあのような大規模な過剰ストックが積み上げられていったのか、過剰人員を抱えるにいたったのか、なぜ人々はあれほど投機的狂躁にのめり込んでいったのか、それを解明する必要がある。
4. 政府も重要な役割を果たした。市場経済が高度な発展を遂げるにつれて、現実には政府の役割も益々大きくなっている。80年代についていえば、国内では金融自由化の推進、国際的にはプラザ合意による円高(ドル安)政策、対米協調政策のもとでの超低金利政策などである。プラザ合意にもとづく対米協調政策は、80年代後半の日本経済の流れを規定するものとなった。
5. 80年代の日本経済の展開は、90年代に入ってからよくみられるような「バブルの発生と崩壊」という視点から振り返られるべきではない。資産価格の高騰と暴落、それらをもたらした要因とともに、それが実体経済に与えたインパクトの分析も当然行われなければならない。そうした表面的な分析や評価だけでなく、80年代後半の長期繁栄はいったい何だったのか、その光と影、プラス面とマイナス面、といったバランスのとれた分析視角が必要だろう。平成不況は日本経済の発展の流れのなかで如何なる意味を持つのか、という幅の広い、歴史的視野を持つことも重要である。現在のように日本経済が重大な転換期にさしかかっていると考えられるような時期にはとくにそうである。

## I. 実体経済の分析

それが自らもたらした変化であろうと、何らかの他の要因によってもたらされた結果であろうと、経済の変動は、所得や雇用、投資、生産、消費といった実体経済においてあらわれるものであるから、あらゆる経済分析はまず実体過程の分析を基礎とし、その上で種々の変化をもたらした要因の分析をおこなうべきものであることはいうまでもない。ドラッカーのいわゆる「シンボル経済」についても、「貨幣そのもの」あるいは「貨幣の流通」が究極のバブルであるという点はここでは措いておくとして）実体経済のあり方、諸変化と無関係ではありえない。

昨今驚しい「バブル」論議にしても、仮に「バブル」が存在したとして、単にある種の環境や条件があったから「バブル」が生じ、さまざまな“結果”をもたらしたのではなく、ある種の環境や条件の下で、〈誰か〉が〈何か〉をしたからある“結果”が生じたのである。環境や条件からは“結果”は生じない。環境や条件の分析が極めて重要で欠かせないものであるというまでもないことであるが、そうした環境や条件の下で、誰が (who), いつ (when), どのような場で (where), いかなる意図で (why), 何を (what), どのように行ったのか (how) という行為の主体 (企業, 個人, 政府など) の分析を欠かすことはできない。そうしてはじめて、それがもたらした結果の解明が可能となるのである。

株価、地価によって代表される資産価格急騰の中に「バブル」と呼ばれるようなものが含まれていたとして、そのような途方もない高値で、いったい誰が、なぜ買ったのか。また、高値で買って損をした人がある反面では必ず、高値で売って巨額の利益を得た人達がいるはずである。そのような人達はどうなったのだろうか。いってみれば、経済行動の主体の分析、つまりは実体経済の分析が、「バブル」や平成不況に関する最近の議論にもっとも欠けているものであるように思われる。

実体経済の解明を基礎にした武富 [92] はとも

かくとして、宮崎 [92a] では、主役は〈環境〉（金融自由化）であり、そこで踊ったのは銀行であった。野口 [92b] も、「1980 年の後半に個人や企業の行動原理が突然変わったのではなく、食欲さが無制限に解き放たれてしまう経済的な条件が生じた」として、企業や個人の行動の解明からはなれて「それらを取りまく経済環境や経済政策」(p. 3~4) の分析へと向かっている。いずれも環境や条件の方に比重がかかりすぎているといわざるをえない。舞台装置が整っても役者がいないことには芝居にならない。しかも現実経済におけるこの役者は、定められた台本どおりに動くのではなく、自らの目的、自らの判断にもとづき、自らの責任において行動する、市場の player なのである。

17 世紀オランダのチューリップ投機、18 世紀フランスのジョン・ローとロワイヤル銀行事件、同じく 18 世紀イギリスのサウスシー・バブルなど、歴史上有名な「バブル」に関する現在までの数多くの分析をみても、どういうわけか、それらにほとんど共通するのは、投機 (投資) を行った主体についての分析が希薄だということである。当時の社会状況や、ジョン・ロー、サウスシー会社といった仕掛人についての言及は多いが、それに投資して大儲けをしたり、大損をしたりした人々の分析は少ない。

J. K. ガルブレイスは『バブルの物語<sup>[1]</sup>』において、チャールズ・マッカイの『常軌を逸した大衆的幻想と群衆の狂気<sup>[2]</sup>』を紹介しているが、マッカイは其中でサウスシー・バブル崩壊後について次のように述べている。

「(1720 年の秋に) 国中の主だったあらゆる町で集会が開かれ、そこでは、その詐欺的なやり方によって国を破滅する寸前にまで追いやったサウスシー会社の取締役たちに対して立法府が復讐してくれるよう祈る請願書が採択された。国民自体がサウスシー会社と同様に過失があると思っている人は誰もいないようである。人民の軽信と食欲を非難した人は誰もいない<sup>[3]</sup>」

ガルブレイス自身も、「現代における投機の結末においても、こうした大衆的熱狂については言及されることがない<sup>[4]</sup>」と述べている。



チューリップ熱を煽った人々、ジョン・ロー、サウスシー会社の面々への糾弾は当然であるし、当時発達しはじめた株式会社制度なども大きな役割を果たしたことは間違いない。しかし、それらだけではあれほどの熱狂的投機は説明できない。「常軌を逸した大衆的幻想と大衆の狂気」とその効果についても正しく分析する必要がある。

こうした、いわば片手落ちの分析、評価を現代に敷衍すると、1980年代後半の「バブル」の元凶は、金融自由化という時代状況であり、そうした中で超金融緩和政策を採った政府の政策であり、資金を貸し付けた銀行であり、さらに「大衆」を直接煽った「株屋」と「不動産屋」だったということになる。それらがそれぞれ事態の一面を正しく衝いていることは間違いないが、それでは、悪いのは時代の流れであり、政府、銀行、「株屋」、「不動産屋」だったということになってしまう。これでは、犯罪が生じたのは、皆が無警戒で、警察の取締りも甘く、凶器になるようなものを安く売っている者がいて、側でけしかける者がいたからだ、というのと同じである（勿論この場合、それぞれにそれなりの責任があるのを否定するわけではない）。現実経済の分析視角としてはバランスを欠いているといわざるをえない。

金融自由化は、市場の発達、効率化の結果であり、またそのための手段でもある。低金利政策は、「バブル」との関わりだけでなく、国際化が進む1980年代の日本経済全体の具体的状況の中で（その政策判断が正しかったかどうかも含めて）評価されなければならない。銀行、証券会社、不動産業者等の活動も、実体経済においてそれぞれ固有の重要な機能を果たしており、そのmerit, demeritも含めて、単なる「バブル」論議に埋没させてしまうわけにはいかない。ましてや、「バブル」論議の核心に関わる資産価格の急騰、急落も、それ自体としては市場の具体的展開の中で起こりうべからざることはないし、80年代後半についても現実的根拠がないともいいきれない。

ところが、「バブル」に囚われるあまり、「バブル崩壊」後は諸悪の根源を「バブル」に帰し、その発生に関して犯人探しをするうち、「バブル」を

導いたものは（程度の差はあれ）すべて悪とされる。さらには、「資産価格の上昇」＝「バブル」とされ、望ましからざる現象であるかのようにとられかねない。

このような視野狭窄に陥らないためには、バランスのとれた分析視角を保持することが何よりも重要である。それを取り巻く諸状況の中で、実体経済がいかに展開していったかを現実的な広い視野から論じなければならないとする所以である。

## II. “シンボル経済”について

1980年代に際立った現象の1つに、資本移動、為替レート、金融といったようないわゆるシンボル経済の急拡大がある。ドラッカーのように実体経済とシンボル経済が分離し、後者が前者をリードするようになったといえるかどうかはともかくとして、少なくともこれまで経済の変動や成長の機動力としては（経済学においては特に）とかく軽視されがちであったシンボル経済（カネの流れ）が最近の経済過程において極めて重要な役割を果たしてきたことは否めない。

80年代後半、急速に進む円高、長期にわたる金融緩和政策、およびそれらを背景とした企業業績の回復の下で、かつてないほどのカネ余り現象が生じた。この巨大なマネーの奔流は、折から進行中の金融自由化による金融システムならびに金融機関行動の変化、および、ストック経済化進展の中で生じた資産価格上昇という状況の下で、株式市場、不動産市場などへ雪崩込み、資産市場を急膨張させた。

企業や個人は、本業の傍ら（あるいは本業をないがしろにして）“財テク”に狂奔した。こうして現出した投機的財テク・ブームがシンボル経済を一気に拡大させ、それが株価や地価の急上昇を通して実体経済にフィードバックし、大型景気やいわゆる「バブル経済」を生み出す一因ともなった。戦後最長の「いざなぎ景気」を超えるかといわれた平成の大型景気は、実体経済の力強い拡大と、その側面でのシンボル経済の急拡大の相乗作用によって生み出されたものといってもよからう。

平成景気が登りつめ、戦後最大の平成不況へと転落していく過程で、投機は崩壊し、資産価格は崩落した。財テクに狂奔した企業や個人は、いまや不況下での深刻なバランスシート調整に取り組まざるをえなくなった。シンボル経済を甘くみたツケを払わされているわけである。銀行は膨大な不良債権を抱えて立ち往生し、証券会社や不動産業者は資産価格の暴落に直撃され軒並み経営不振に陥った。シンボル経済の旗手である金融機関は、社会的な資金仲介やその効率化という本来の機能をいまや十全に果たしえない状況にある。金融機関の挫折は、その原因や責任の所在については措いておくとしても、明らかに景気回復の足枷に、というより不況をさらに深化させる一因となった。

シンボル経済が実体経済をリードしており、今回の平成不況は銀行部門に生じたクレジット・クラッチによる金融部門主導型の不況であるとする宮崎「複合不況」説の当否はともかく、平成景気の拡大過程、平成不況への転落過程および不況深化の過程においても、シンボル経済は無視しえぬ重要な役割を果たしていたといわざるをえない。

平成景気循環の具体的分析においては、シンボル経済の推移、なかんずく金融機関行動の分析を通して、実体経済とシンボル経済の相乗作用についても明らかにしていく必要があるだろう。

### Ⅲ. “経済のストック化” について

1980年代を特徴づける大きな変化の一つが「経済のストック化」である。

戦後日本の経済発展はGDPや国民所得といったフロー量でみた経済成長を通して語られるのが通例であったが、われわれの経済生活の土台であり実体をなす固定資産（生産設備、住宅など）、再生産不可能有形資産（土地など）および金融資産（預金、証券など）といったストック（国民資産）は、それをはるかに上回るペースで増大してきた。80年代をとってみても、前半（81～85年）の実質GDP年平均成長率3.7%に対し国民総資産の年平均伸び率は8.3%であり、潜在成長率をはるかに

上回る年平均4.5%の経済成長を遂げた後半（86～90年）にはその3倍近い年平均12.7%の伸びをみせた。

ところで、通常「経済のストック化」とは、実物資産と金融資産からなるストック（国民資産残高）がGDPなどフロー量に対して巨大化し、資産の保有や取引が経済活動全般にますます大きな影響を与えるようになってくる事態を指している。ストックの成長率だけをとれば、80年以前の時期のほうがかなり高かった。いざなぎ景気時（65～70年）には国民総資産（各年末残高）は年平均19.6%で伸びたし、列島改造ブーム時（71～73年）には29.6%のハイペースであった。第一次オイルショック後の70年代も年平均12.2%で伸びている。しかし70年代初頭、ストックがあれほど急速に増大したにもかかわらず、「ストック化」が語られることはなかった。というより、経済の高度成長に対する社会資本の立ち遅れ（「フローとストックのギャップ」）として、むしろ否定的に捉えられる場合が多かった。これは、もともと「フローの世界での均衡体系」である現代の経済学がストック分析の理論をもたず、資産価値、価格およびその変動の問題を無視ないしは回避してきたという宿弊が基本にあるものの、当時のストック量の規模がフロー量に対してそれほど大きくなかったことが影響している。急増したとはいえ、たとえば1960年の国民総資産は実質GDP（65兆円）のわずか1.7倍（108兆円）であったし、70年には実質GDP（171兆円）の3.5倍（591兆円）にすぎなかった。

ところが80年代に入ると、80年の国民総資産は実質GDP（267兆円）の9.9倍（2,643兆円）となり、90年にはGDP（399兆円）に対して国民総資産は17.9倍（7153兆円）の大きさに膨れ上がった。1984年以降純債務国に転落したアメリカに対して、日本は世界一の対外純債権国となり、90年末には国民資産はもちろん一人当たり国民資産でもアメリカを抜き世界一の「資産大国」といわれるようになった。東京都23区を売れば、日本の26倍の広さのアメリカ合衆国が買えるとか、日本の土地をすべて売ればアメリカが4つも買えるな

どという戯れ言がマスコミを賑わしたのも80年代後半の地価急騰期のことであった。国民総資産のこの増大のほとんどは、あわせて国民総資産の42%<sup>(5)</sup> (90年) 近くを占める土地と株式のキャピタルゲインによるものだった。

このように80年代初頭以降の日本経済の国際化の急進展と80年代後半に入ってから内需拡大を軸にした大型景気を背景にして、資産価格が急上昇し、資産市場が一挙に膨張した。首都圏に代表される地価上昇によるキャピタルゲインは85～90年間に、1,369兆円にのぼり、これはこの間の国民総資産の増加分の42.5%を占め、85年の実質GDP (320兆円) の4.3倍に相当した。株式はピークの89年末までに実質GDP (85年) の1.8倍のキャピタルゲインを生んだ。

しかし90年以後株式や土地の投機的取引が破綻し、株式 (90～92年)、土地 (91～93年) はそれぞれわずか3年間に、90年の実質GDPの1.23倍 (490兆円)、1.37倍 (546兆円) に相当するキャピタルロスを生じ、史上初めて国民総資産の減少という事態を惹起した<sup>(6)</sup>。

このような資産価格の急騰、暴落にともなう資産市場の激しい膨張、収縮はフローの経済活動の進展、拡大によって生じたものだが、逆にフローの経済全体にもフィードバックし、大型景気の拡大、平成不況の深化において、重要な役割を果たすことになった。こうして「経済のストック化」が無視しえぬ現実となってあらわれ、80年代後半から90年代初頭にかけて「ストック経済」、資産市場問題が経済分析の重要なtopicとして、経済学においても重大な関心が払われるようになり、優れた論究が出始めた<sup>(7)</sup>。経済企画庁『経済白書』も平成元年版において初めて、「日本経済のストック化」を正面からとりあげ、以後恒常的に資産価格急騰、下落の問題がとりあげられている。

80年代に急速に進んだ「日本経済のストック化」が、ほとんどもっぱら首都圏の地価急騰によるものであったこと、90年代に入るや株価、地価の暴落によって資産市場が萎縮してしまったこと、対外的には「資産大国」なるものが急激なドル安・円高によって実現された面が大きかったこ

と、などを勘案すると、「経済のストック化」を (少なくとも現状では) 安易に普遍化することはできない。しかし、80年代後半以降の資産市場の激しい変動が、平成景気→平成不況という戦後最大の景気循環において大きな役割を果たしたこともまた事実である。

「経済のストック化」や「資産大国化」は、経済の成長、発展の成果であり、また新たな発展の土台ともなる。「ストック化」の進展は国民経済を安定させ、国民生活の「豊かさ」を向上させる。また時には、1980年代後半のように、ストック化の進展、資産市場の活況が企業の投資活動や消費を刺激し、経済活動全般に活気をもたらす。「経済のストック化」とは本来そういうものである。しかし、日本で現実に進みつつある「ストック化」は、短期的現象であって普遍化できないのではないかという基本的問題以外にも、いくつかの問題を孕んでいる。

すでにみたように、80年代後半の「日本経済のストック化」はもっぱら地価や株価の急上昇によるものであり、とくに地価上昇が果たした役割は決定的であった。このような偏倚した見掛けだけのストック増大であったために、国民が「豊かさ」 (の向上) をなかなか実感しにくい「ストック化」となった。91年末の国民資産構成でみると、アメリカでは住宅が土地と同じく実物資産の4分の1を占めているのに対して、日本では住宅はわずか7%であり、土地が全体の3分の2も占めている<sup>(8)</sup>。住宅を含む社会資本の立ち遅れは否めず、「豊かさ」の質において、手放しで「資産大国」を謳歌できる現状ではない。

現実問題として極めて重要なのは、ストック市場が未発達で、欧米諸国に比べても大きく立ち遅れている点である。

不動産の流通市場は全くの未発達状態である。住宅市場、土地市場などは未分化、不動産業も旧態然たる原初的経営形態がほとんどで、80年代後半の地価高騰期には暴力団を使った原始的収奪まがいの「地上げ」がおこなわれ、その資金は都市銀行を筆頭とする金融機関が供給するというような「市場」であった。商品市場などと違って合理



的価格形成が難しく、需給の社会的調整が行われにくいという特殊性があるとはいえ、近代的ビジネスとしては最も遅れた分野であるといっていよい。

他方で、地価問題を含む土地政策、住宅問題を含む都市政策、税制、環境政策といった政府の抜本的対策の遅れも目立つ。こうして、国土のわずか4.3% (90年) に、しかも都市部に集中して、住宅、オフィス、工場が犇きあっている日本社会では、ひとたび土地に対する需要が高まると、たちまち土地投機ブームが尖鋭化しやすい。日本経済の国際化や内需拡大路線、超金融緩和政策などを追い風として生じた80年代後半の地価高騰、土地投機ブームがその表れであり、建設、不動産、ノンバンクのいわゆる3業態は、これを奇貨として荒稼ぎをしようとし、金融機関がこれを資金面から助長した。これが俗にいう「バブル」の実相の一面である。

株式市場も、土地市場同様、その近代化、自由化は非常に遅れている。銀行を中心とする間接金融システムによって高度成長を遂げてきた日本経済にあっては、もともと資本市場の発達（近代化、国際化、自由化）は立ち遅れていたが、80年代の国際化、自由化の流れの中でもなお、金融機関とそれらの箸の上げ下ろしまで規制する政府当局のいずれもが旧来の古い発想とその枠組みから脱皮できなかった。80年代にはいって始動し85年頃から本格化した金融自由化の流れの中で、金利自由化、銀行、証券の業務自由化がすすみ、大阪証券取引所における87年の株式先物取引（株先50）、88年の株価指数先物取引（日経225）に代表される先物取引の活発化、さらには店頭市場におけるスワップ取引、取引所および店頭における種々のオプション取引など金融派生商品（デリバティブ）と総称される新たな投資手法、投資機会が次々に生み出されていくかたわら、金融・資本市場の閉鎖性、金融機関に対する数多くの規制は依然として存在した。

証券会社にとっては、顧客に対する企業情報などの開示は極めて少なく（これは必ずしも証券会社だけの責任ではない）、「シナリオ相場」、「飛ばし」、

「損失補填」など経営のやり方は不明朗であり、株価下落時には個人投資家の犠牲によって利益を確保していくという旧態然たる前近代的な経営方式がまかり通っていた。投資家もまた、個人投資家であれ、機関投資家であれ、その多くは「株価右上がり神話」を盲信し、安定的な金融資産としてではなく、巨額のキャピタルゲインを手に入れることしか考えず株式投資（投機）に狂奔した。ハイリターンには必ずハイリスクが伴うものだという原則を無視した（リスクマネジメントが欠落した）安易な投資勧誘、投資家行動、これが、資本市場に内在する近代的投資手法と非近代的経営とのギャップを温床にして、株式投機ブームを暴発させたのである。

以上のように、そのほとんどが（とくに土地の場合）供給量の増大によってではなく、価格の上昇によって実現されたストック市場の膨張ではあったが、一面ではたしかに国民生活の「豊かさ」を向上させた。しかし反面では、“投機的狂躁”の場となり、ストック市場における戦後最大級の激しい変動（資産インフレ→資産デフレ）を生み出し、景気循環の振幅を拡大するとともに、平成不況を戦後最悪の状況へと陥れる一因ともなった。

戦後最長の、しかも最悪の結果（平成不況）をもたらした平成景気循環の分析において、ストック市場の分析、とくにフロー経済とストック経済との関わりの分析を欠かすことはできないとする所以である。

#### IV. “政府の政策” について

平成景気循環を通してみると、その特徴の一つは、これまでの多くの循環におけると同様に「政府の政策」の役割が非常に大きかったことであるように思われる。

市場経済システムは本来「自立性」を有しているといわれる。市場経済システムはたしかにある種の均衡回復機能をもつ安定的システムであり、また「営利」をテコにした「発展」のincentiveをも内包する発展的システムでもある。高度に発展した現代の経済システムはますます鞏固な自立性



を確立してきたかにみえる。

しかし経済の量的、質的拡大（高度化、複雑化、細密化など）が進むにつれて、自立性が増してくる傍ら、個人間、個人と企業、個人と国家、企業間、産業間、企業と国家、国家間などさまざまなステージで経済システムの内部のみでは解決しえない（少なくとも解決が極めて困難な）新たな多くの問題が生起し、Boulding [1970] のいわゆる脅迫システム（政治システム）、統合システムとの結合、統合がますます必要になってくる<sup>9)</sup>。産業の保護、育成、インフラストラクチャーなどの経済環境整備といった直接的なものだけでなく、近代的法体系の整備、教育システムの近代化、福祉政策など、社会システム全体の近代化、発展を抜きにしては、そのサブ・システムとしての経済システムの発展もありえない。社会システムの global 化が進む今日、経済システムの展開に大きな影響を与える対外政策の基本スタンス（たとえば国際協調政策など）も経済システムのみからは出てこない。

戦後のこれまでの景気循環あるいは経済発展の過程を振り返ってみても、「政府の役割」は非常に大きかった。終始一貫した対米（依存→協調）関係をベースにした政府のリーダーシップ、すなわち、傾斜生産方式に代表される昭和 20 年代の復興政策、間接金融方式を定着させた金融行政、輸出促進型の（重商主義的）貿易政策、高度経済成長をもたらした所得倍增政策、列島改造論等々、それぞれの成果については種々論じられているところであるが、いずれにしてもそれらを抜きにしては戦後日本経済の復興と高度成長は語れない。戦後の景気循環の流れをみても、「政府の政策」が、循環の原因とはいえないまでも、少なくとも循環の姿、形、発展のパターンを規定した重要な要因であったことだけは間違いない。

平成景気循環においても特筆すべき「政府の政策」がいくつかあげられる。①金融自由化の推進、②プラザ合意（円高政策）、③内需拡大政策、④超金融緩和政策、⑤「バブル」退治の急激な金融引き締め、⑥株価・地価対策等々である。それらはそれぞれ独立したものというより互いに密接に関

連しあっているが、それらの政策が現実経済の推移の中で如何なる役割を果たしたか、その merit, demerit が正當に評価されなければならない。平成景気循環の分析に際し、これら「政府の政策」について留意すべき点について簡単に整理しておこう。

### 1) 金融自由化の推進

政府の政策といい、政府のリーダーシップといっても、現実には、政府が独自にある特殊なアイディアをもって国民なり経済活動なりをリードしていくというのではなく、現実過程にそれを要請し、その遂行を可能にする条件が存在している場合がほとんどである。政府（政治家、官僚）が将来についての明確なヴィジョンをもってリードしていくということはもちろん重要なことであるが、そのヴィジョンもその国のあり方、国民生活、経済発展の状況など、いってみれば歴史の流れに裏付けられたものでなければならない。戦後日本の対外的な基本スタンス（対米協調）や復興政策、所得倍增論、列島改造論等々も単に政府（担当者）の頭の中で生まれたというものではない。

「政府の政策」の評価については、したがって、第 1 に方向性、すなわちその政策が歴史の流れを正しく捉えたものか、主体的条件に適合するものかということ、第 2 に政策実施のタイミング（適時性）、政策遂行の範囲や強さ、政策の効果（あるいは逆効果）等々が検証されなければならない。政府の具体的政策は現実過程における変化の追認、その制度的枠付け、種々の社会的調整に関わるものがほとんどだから、多くの場合「政策」の評価は第 2 の視点から行われることになる。金融自由化政策についても同様である。

「金融の自由化」そのものは、各国経済が高度な発展を遂げ、経済のグローバル化が進展した現状においては当然の成り行き、いわば市場経済システムの発展の流れに沿うもの、今後の発展のための基本的フレームワークの一つであり、いかなる国も遅かれ早かれ直面する事態である。問題は、日本経済においてなぜ 1980 年代初頭以降急激に「金融の自由化」が進められたかということであ

る。これは日本経済の内的要請と外圧による。

内的要請としては、①70年代に大量発行された赤字国債によってその流通市場が急膨張し、そこでの自由な金利設定が金融市場における長短金利の自由化を余儀なくさせたこと、②日本経済の国際化に伴い、新外国為替管理法（80年）にはじまり、為替先物取引の実需原則の撤廃、円転換規制の撤廃（84年）など資本自由化が進展し、内外資金移動が増加するにつれて、国内金利体系の自由化が必要になったこと、の2点があげられる。

外圧としては、いうまでもなく1984年の「日米円ドル委員会」に代表されるアメリカの強い金融自由化要求があげられる。金融自由化への内的要請が日本経済のうちで次第に大きくなりつつあったとはいえ、その促進についてのアメリカの強い要求は決定的であった。政治的決断によって必ずしも歴史の流れが造られるわけではないが、政治状況の変化や政治的決断によってその流れが早められたり、停滞させられたりして、具体的状況が大きく変化するということはよくあることである。戦後の日本についても、朝鮮戦争、冷戦体制、ニクソン・ショック、2次に亘るオイル・ショックなど、復興や経済成長の節目節目に大きな環境変化や「外圧」がはたらき、日本経済の具体的展開の姿、形を規定してきた。レーガン政権の対日金融自由化要求も、その後の「プラザ合意」と相俟って、80年代後半以降の大型景気から平成不況へとという激しい変動をある意味で規定した。少なくともその引き金（trigger）になったといっていよい。

1983年11月のレーガン大統領来日時に示されたアメリカの強い金融自由化要請、およびそれを受けた「日米円ドル委員会」設置以後、日本の金融自由化は一気に進みはじめる。前述した実需原則撤廃（84年4月）、円転規制撤廃（84年6月）など為替自由化措置がとられるかたわら、「日米円ドル委員会報告書」（84年5月）およびそれを受けた大蔵省の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」（84年5月）が発表された。さらに85年7月には「アクション・プログラム」、87年6月には「金融・資本市場の自由化、国際化に

関する当面の展望」が相次いで公表されるなど、わが国の基本方針が確定され、政府の積極的主導のもとに金融自由化・国際化が本格的に進められた。

このような金融自由化・国際化の流れの中で、平成大型景気や平成不況が生じたことを捉えて、宮崎〔1992a〕は、「バブル」も「複合不況」（平成不況）も「金融自由化の帰結」だと指摘する。たしかに金融の自由化・国際化、さらには無視できないエレクトロニクス化は、投資機会の多様化をもたらした。利益の巨大化、リスクの巨大化をもたらした。しかし、金融自由化をもって「バブル」や「複合不況」の元凶とするのは、“経済が発展し、金融システムが近代化、高度化すれば「バブル」や「複合不況」が生じる”というのに似て、あまりにも皮相に過ぎる。

宮崎〔1992a〕の主張が受け入れられるには少なくとも次の2点がクリアーされなければならない。

第1は、金融自由化が「バブル」や「複合不況」を必然化する論理は何か、金融自由化が進んでも「バブル」が生じないケースはないのか、という点である。円転規制撤廃などによる資金の大量移動、新しい投資手法（たとえば株価指数先物取引）、外国金融機関の参入増加などをいくつあげても説明にはならない。これらもまた金融システムの発展そのものであり、そうした発展が必ずしも「バブル」を惹起するとは限らないからである。このような金融自由化の進行という環境の下で、長期繁栄や大不況、資産価格の暴騰、急落がどのようにして生じたのか、その具体的条件やメカニズムの解明こそが重要なのである。

第2は、宮崎〔1992a〕がとりあげた金融自由化とは、本格的自由化が始まったばかりの、あるいは始まって間もない段階の金融自由化だという点である。金融自由化はふつう金利の自由化と業務の自由化に分けて考えられるが、金利の自由化についてみると、85年に導入された大口定期預金（10億円以上）の金利自由化が、同じく85年に導入された市場金利連動型預金（MMC）を事実上吸収して、1,000万円以上の大口定期預金すべて

の金利自由化として完成されたのが89年10月である。1,000万円以下の小口定期預金金利が小口MMCを事実上吸収して完全自由化されたのは、93年6月である。流動性預金（当座預金を除く）金利の自由化は、さらに遅れて94年10月のことであった。

業務の自由化についてみると、84年のディーリング開始以降、銀行等による国債等公共債に係る証券業務が拡大し、クレジットカード業務（84年）、コンピューターソフト販売業務（85年）、V A N業務（86年）、クレジットカードとの一枚化によるキャッシングサービスの拡大（88年）、プリペイドカード業務（90年）など金融機関の付随、周辺業務の拡大も急速に進んだ。しかし金融自由化の根幹が「業態間の垣根を取り払ってすべての金融機関が原則的にあらゆる金融活動を行うことができるようにすること」であるとすれば、この点についてはあまり進捗してはいない。

金融制度改革について80年代後半に実現しためばしいものは、89年以降の相互銀行の普通銀行転換ぐらいである。7年もかけて作成された金融自由化の基本法といわれるいわゆる「金融制度改革法」（正式には「金融制度および証券取引制度改革のための関係法律の整備等に関する法律」）が成立したのが92年6月、施行されたのが93年4月のことであり、銀行と証券の相互参入を柱とする金融機関業務の自由化は、95年でもなおまだ緒にいたばかりという状況であった。

金融市場の整備、拡充に関して比較的早期から進められていた先物市場についても、85年の債権先物市場発足を皮切りに、86年の株式先物取引開始（大証）、88年の株価指数先物取引（東証、大証）、89年の金融先物取引、株価指数オプション取引開始（東証、大証、名証）、さらに90年の国債先物オプション取引開始（東証）と矢継ぎ早に拡大されてきたが、通貨先物取引（91年）、金利先物取引（91年）、金利先払いのF R A、F X A取引（94年）など、いわゆるデリバティブとして総括されるような全容が形成されたのは、平成不況を経てからのことである。

85年頃から本格的に始まった金融自由化は、80

年代後半を通じて未だ自由化措置が部分的に実施されはじめた段階であり、それが全面的に展開しはじめるのは、90年代に入ってから、とくに「金融制度改革法」の施行（93年4月）以降のことである。最も早く進行した金利の自由化も、それが達成されたのは、すでにみたように、経済企画庁の景気基準日付（暫定）でいえば、平成不況の末期から次のサイクルに入ってからのことであった。90年代なかばを過ぎてなお、政府当局の規制、保護は根強く残り、金融・資本市場は著しく閉鎖的であり、微温湯に浸かり慣れた我が国の金融機関行動は未成熟で自由化された市場で伍していくにははなはだ心許ない。総じて、我が国の金融自由化は、制度的にも、主体たる金融機関のあり方からみても、その完成には未だ程遠い状況にあるといつてよい。

金融自由化の具体的流れを以上のようなものとするならば、「金融自由化」が「バブル」や「複合不況」の元凶とする宮崎〔1992a〕の説には短絡があるといわざるをえない。宮崎〔1992a〕が対象とした80年代後半の「金融自由化」はまだ部分的に始まったばかりの状態であり、「金融自由化」自体の問題としてその結果や効果を論じうる状況ではない。せいぜいのところ個々にとられた自由化措置が実体経済にどのような影響を与えたかが分析されうるのみである。宮崎〔1992a〕は84年の実需原則および円転規制の撤廃を強調しているが、日本の為替相場を世界の為替市場から隔離してきた閉鎖的な垣根を取り払い、内外の資金が自由に出入りするようになること自体は、外圧があったとはいえ内的要請も根強いものがあったのであり、日本経済の発展、国際化には避けて通ることのできないハードルであった。そのような発展の流れに沿った制度改革と、それをどう生かすか、あるいはそれをどう利用するかは別問題である。

宮崎〔1992a〕が同じく強調する外国金融機関の参入と新しい投資手法（とくに株価指数先物取引）についても同様のことがいえる。システムの発展と、その中で誰が何をやるかは別問題である。株価指数先物取引はもともとリスク・ヘッジ手法として登場したものであり、本来システムの



安定化作用をもっている。しかし、これを利用して巨大な利益を生み出すことができるため、それを求めて多くの投資家がそれに投資する（投機を行う）。運良く巨額の利益を手中にしたものがある反面で、巨額の損失を蒙ったものは騒ぎ出す、あるいは話題になる。“ハイリターンにはハイリスク”という原理が作用したということであって、株価指数先物取引という投資手法自体に責めが帰せられるような問題ではない。

金融自由化が徐々に進行するなかで「バブル」状況が生まれ、平成不況が生じたのは事実であり、外国金融機関の日本市場参入や新しい投資手法が「バブル」状況に一役買ったことも事実である。それぞれがそれなりに果たした役割は正確に解明されなければならないが、外国証券会社が活発に展開した株価指数先物取引が「バブル」を生ぜしめ、不況を惹起したわけではない。ましてや「金融自由化」が「バブル」や平成不況をもたらした元凶でもない。むしろ金融自由化が不十分にしか行われていない段階でそうした激しい変動が生じた点にも目を向ける必要がある。しかもそれを受け入れる我が国金融機関の行動は、規制と保護の微温湯にどっぷりと浸かったままの未成熟なものであり、国内の様々な投資家についても、リスク認識がまったく欠如した単線的で稚拙な投資行動にみられるように、近代的な投資家とよばれるような層が育っていなかったという点も無視できない。

平成景気循環の分析にあたっては、“金融自由化の制度的進展と金融機関や投資家（企業、個人）の意識、行動とのミスマッチ”という視点が、複雑な変動過程を解き明かすカギの一つとなるだろう。

## 2) プラザ合意（対米協調）

ドル安・円高政策を軸として国際間の経済的不均衡の政治的調整を図ろうとした1985年9月22日のいわゆる「プラザ合意」は、戦後、政府が展開してきたさまざまな主導的政策の中でも特筆すべきものであった。

80年代初頭、第2次オイルショックに続いて世

界不況が始まろうとしている中、「強いアメリカ」を標榜して第40代アメリカ合衆国大統領として登場したRonald W. Reaganは、就任間もない81年2月18日、「経済再建プログラム」を発表し、経済再建をテコにアメリカの威信回復に乗り出した。このいわゆる「レーガノミックス」は、財政支出の抑制、減税政策、規制緩和の推進、インフレ抑止を柱として民間経済を再活性化させ、地盤沈下しつつあるアメリカ経済を立て直そうとするものであった。

しかし、減税と相俟って、「強いアメリカ」のための軍拡政策は、第1図からもうかがわれるように、財政赤字をかつてない規模にまで膨れ上がらせ、また一方で減税政策は、貯蓄増→投資増という当初期待された経済活性化効果を生まず、過剰消費→輸入増→経常収支赤字拡大（資本流入）という結果を生じた。1980～85年の5年間にアメリカの民間総貯蓄及び総投資は、それぞれ年率8%、8.8%で増加したが、連邦政府の財政赤字はそれをはるかに上回る24.7%で増え続けた<sup>10)</sup>。

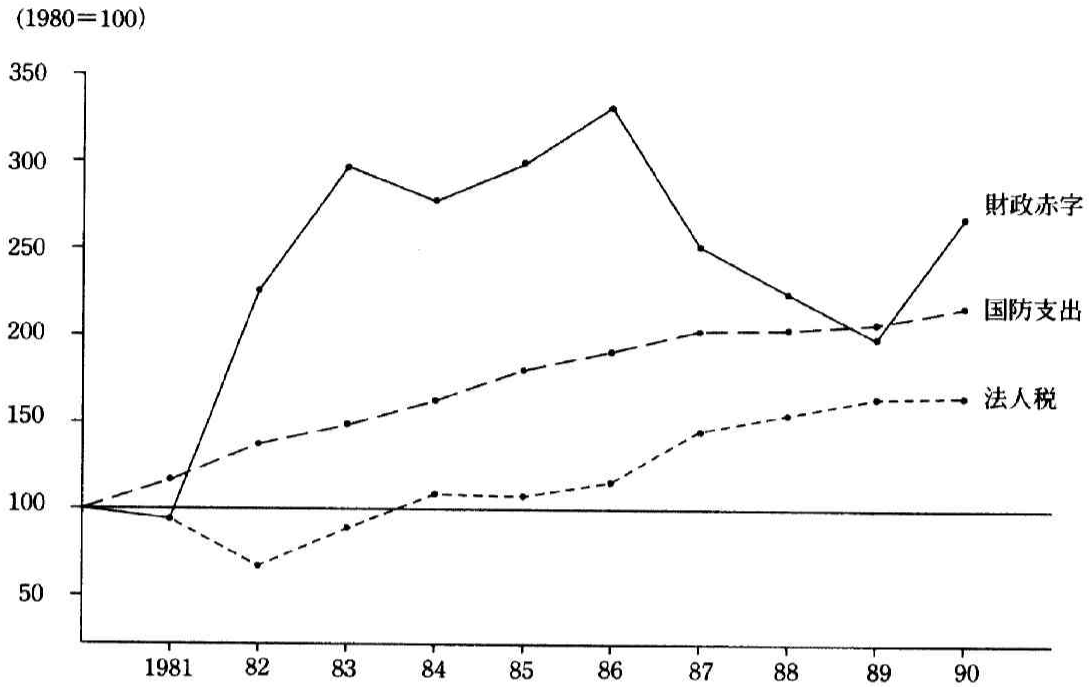
またインフレ抑止のための高金利政策は国内産業の成長力を殺ぐとともに、異常なドル高を現出した。81年1月に1ドル＝198.7円であったドルは、82年10月の278.5円にまで急上昇し、その後85年2月の263.65円まで高値圏を維持するという異常なドル高を続けた。こうして、第2図で示されているように、アメリカ産業の国際競争力は急速に低下し、アメリカの経常収支赤字は急拡大した。

高金利、ドル高の下での財政赤字、経常収支赤字の拡大は巨額の資本流入をもたらした。アメリカの債務国化の流れが始まった。それ以前にも一時的に資本の（純）輸入国になったことはあったが、83年以後、アメリカは恒常的な資本の（純）輸入国となった。80年には3,900億ドルを超えていた対外（純）資産も年々急減し、ついに87年にはマイナス（債務国）に転じ、以後アメリカは名実ともに世界最大の債務国になっていく<sup>11)</sup>。またアメリカの高金利、ドル高、及びアメリカへの大量の資本流入は、途上国における相次ぐ累積債務問題（82年：メキシコ、85年：中南米諸国等）を惹起し、



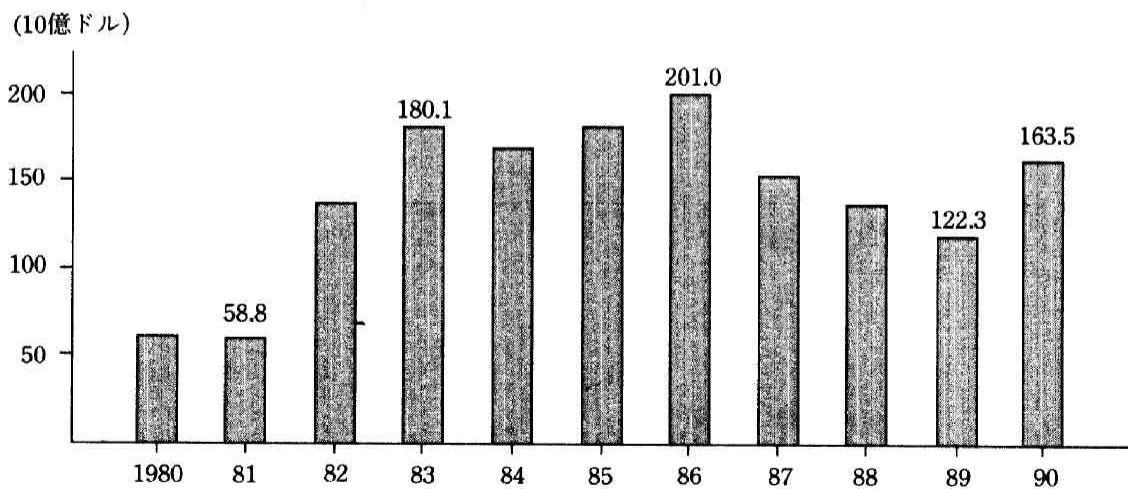
## 第1図 アメリカ：財政赤字の拡大

(a) 連邦政府：財政赤字の推移



(出所) *Economic Report of the President*, 1995, p. 371 より算出作成。

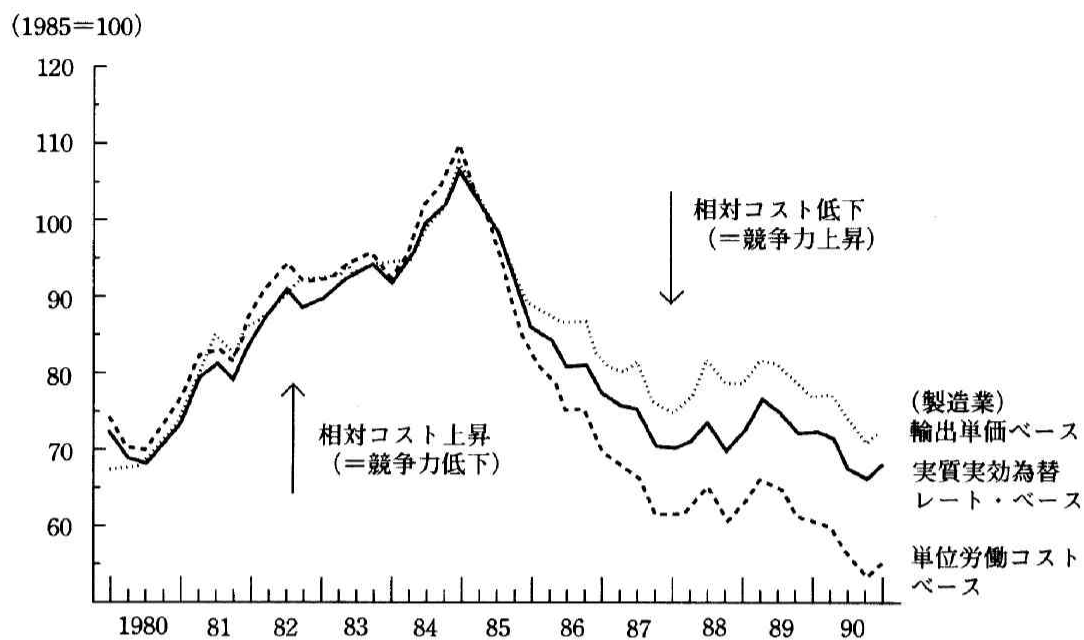
(b) 連邦政府：財政赤字の拡大



(出所) *Economic Report of the President*, 1995, p. 371 より作成。

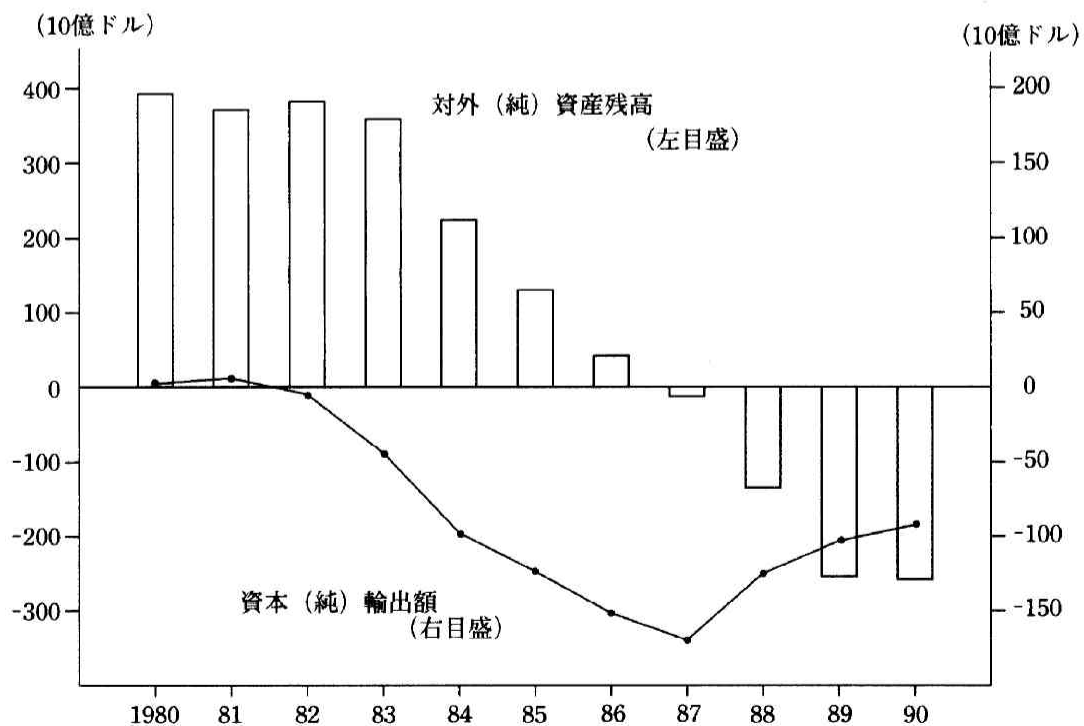
## 第2図 アメリカ：国際競争力の低下

### (a) 相対コストの変化でみた国際競争力



(出所) *Economic Report of the President*, 1992, p. 276.

### (b) アメリカの債務国化



(出所) US. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1995, p. 60, p. 85 より作成。

深刻な国際金融危機（アメリカ金融機関の危機）をもたらした。

所期の目的にもかかわらず、レーガン・プログラムは、こうしてそのことごとくが齟齬をきたしたのである。

アメリカ金融機関を巻き込んだ国際金融危機に直面し、また国内産業界からの強い要求もあって、アメリカ政府は、高金利政策から金融緩和政策への転換を余儀なくされた。しかし、金融緩和による景気刺激は、消費過多経済においては輸入を増加させ、対外不均衡（経常赤字）はますます拡大する。また他方で金利低下は大量の資本流出を誘発し、ドルは急落する。こうしてアメリカは再び金融引き締めへと転じざるを得ない。つまりアメリカは、レーガノミックスによる高金利政策がもたらしたアメリカ産業の国際競争力低下や国際金融危機に対処するため金利を下げたいが、それはすぐさま金融引き締めを必要とする事態を惹き起こすというジレンマに陥ったのである。

しかも国内ではアメリカ経済の地盤沈下を背景に、経済ナショナリズムがかつてないほど昂揚していた。身動きがとれなくなったアメリカがこの袋小路から抜け出す道は限られていた。財政赤字を徹底的に削減し、国内産業には苛酷な restructuring（リストラ）を強いるか、日・独など主要諸国に政策的協力を仰ぐか、あるいはその両者の組み合わせかのいずれかである。アメリカが選択したのは国際協調による危機回避であった。

ここで当時の世界経済の状況を振り返ってみると、1980年代初頭以降、従来からみられた日本やドイツの目覚ましい経済発展、アメリカの地位の相対的低下にともない、世界経済における米、日、ECの三極化が進み、競争、対立が激化するかわら、相互依存関係（interdependence）もまた益々深化していった。

世界の金融市場をみても、かつてのニューヨーク、ロンドンの二極に対して、急速に拡大、成長してきた東京市場が加わり、三極構造を形成するようになった。日本の金融市場の規模を株式市場でみると、80～85年の5年間に2.2倍、債券市場は同期間に17.2倍、短期金融市場も2.2倍とア

メリカ、イギリスをはるかに上回る急成長を遂げた。85年には先進7カ国主要市場における株式取引高合計の93%を三大市場で占めていたが、なかでも東京市場の成長は著しく、株式市場の規模が先進7カ国合計の25.5%と4分の1を超え、債券市場、短期金融市場においてもイギリスを抜いて世界第2の地位を占めるまでになった<sup>13</sup>（第3図）。

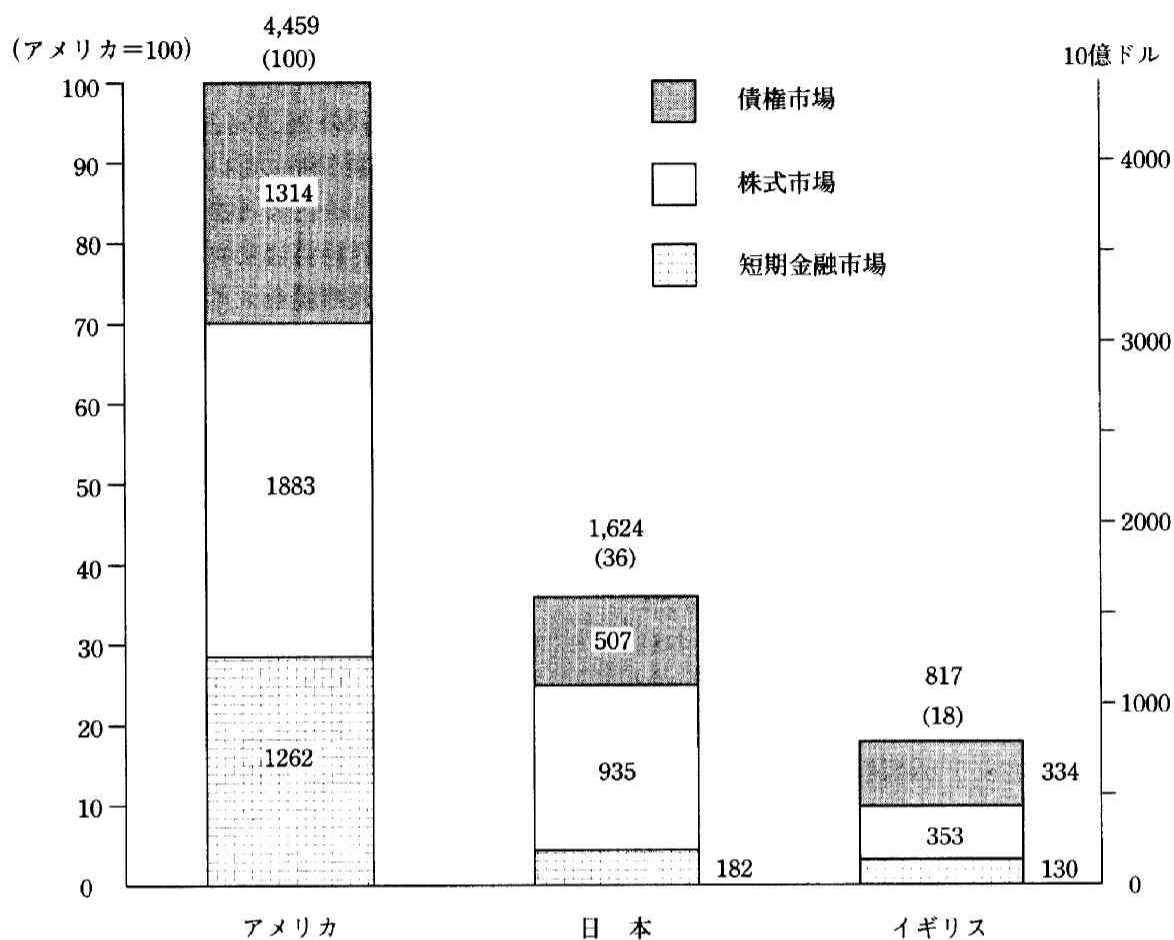
こうして世界経済はますます相互依存を強め、金融市場も三大市場をメインステージとして1日24時間世界のどこかで市場が開かれており、巨大なマネーが世界を駆け巡るという状態になった。

アメリカはこのような金融市場で財政赤字をファイナンスしていた。政府資金調達のためアメリカで新たに発行される政府証券のほとんどは外国資金に負っており、なかでもその過半はジャンマネーに負っている状況であった。高金利・ドル高によって外国資金を引きつけ、膨大な財政赤字をファイナンスすることができるが、他方でそれは累積債務問題を激化させるだけでなく国内産業にも打撃を与え、結果的には対外不均衡を拡大し、統合化が進む世界の金融市場では、ドル安、外国資金の流出をもたらしかねない。ましてや国内経済刺激のための金利引下げはたちまち内外金利差を縮小させ、資金流出、財政運営の破綻を招来する。すでにみたようにアメリカは深刻なジレンマに陥ったのである。

Davidson & Rees-Mogg [1987] は別の視点から次のようにのべている。

「かつての覇権国家の優勢な地位が崩れるにしたがって、対外資産の劣悪化と対外債務の増大が等しく進行する。かつての大国の進んだ資本市場には、磁石に引き寄せられるように世界各地から資本が流れ込んでくる。とくに最大の競争相手から資金が流入するもので、第一次世界大戦のときにはアメリカからイギリスへ、そして今日では日本からアメリカへと資本が動いている。なぜだろうか？ 日の出の勢いの国家には投資すべき巨額の収益がたまっている。これらの国が世界の貿易にますます大きなシェアを獲得していくからである。こうした収益を吸収して投資機会を与えることができるほど大規模で安全な資本市場は、かつて

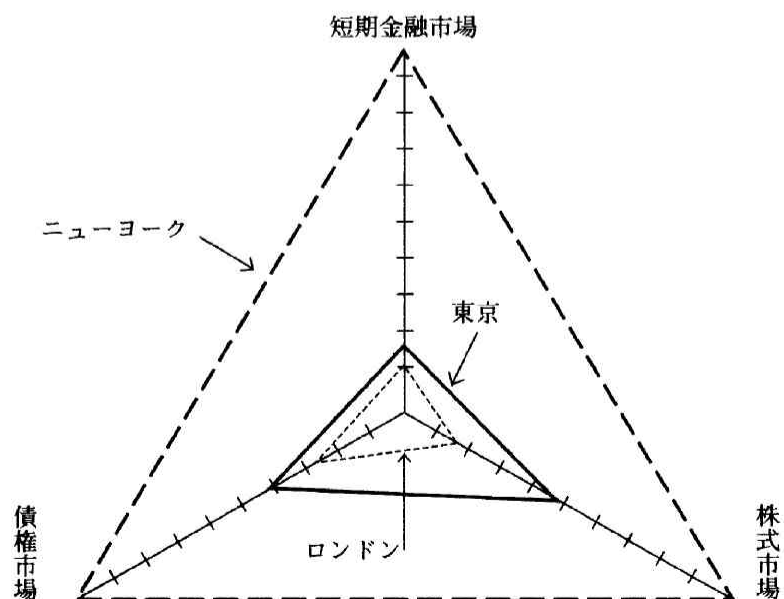
第3図 金融市場の規模（1985年）



(注) 1. 数字は右目盛, ( ) 内はアメリカ=100 でみた規模 (左目盛)

2. 株式市場, 債券市場についてはニューヨーク, 東京, ロンドン各市場の計数

(出所) 日本銀行『国際比較統計』1994, pp. 9, 73, 77 より算出作成。





ての覇権国家にあるだけだ。さらに新興大国（あるいは大国群）の黒字は、衰退する旧大国の犠牲によって稼ぎだされたものである（一方の損失が増えなければ、もう一方の利益は増えない）から、旧大国の対外資産ポジションが悪化し、危機的な事態にいたるのは時間の問題ということになる。貿易相手国は旧大国の国内市場や銀行に所有する投資資産を増やすが、衰えかけている大国のポジションは貧しく、対外資産を確保するのもおぼつかない<sup>13)</sup>」

三極の経済力が拮抗し、金融市場の世界化が進む中で、アメリカはそれ自身の問題解決のためですら単独で動きにくくなった。行き過ぎたドル高を是正し、金利を下げて国内産業に競争力回復のチャンスを与え、82年11月以来の景気拡大を持続させていくためには、主要諸国のマクロ政策上、および産業、貿易政策上の協調が必要であった。立ち入っていえば、金融を緩和し、ドル高を是正（ドル安政策）しても、アメリカの経常収支赤字が増えたり、外国資金が流出したりしないよう、他の主要国、主として日本とドイツには低金利政策をとって対米金利格差を維持し、なおかつ自国通貨高（ドル安）を進めて対米輸出を抑制してもらわなければならない。

景気拡大の維持と財政赤字のファイナンスという、アメリカにとって相矛盾する2つの政策を同時に実現することは、主要国の協力なしには不可能であった。これまで国内経済政策であれ、通貨政策であれ、他の主要国の意向を顧慮することなく、ほとんど独自に決定し、世界経済における主導的地位に君臨してきたアメリカが、いまや自国の問題解決のため、ドイツや日本など他の主要国の協力を仰がねばならなくなった。それを象徴するのが「プラザ合意」後常態化する国際協調であった。

他方、日本やドイツにもアメリカとの協調を余儀なくさせる事情があった。

米日独3国は、合わせて世界GNPの優に40%を超え、世界輸出の30.8%、世界輸入の33.6%（いずれも85年）を占めており、世界経済における3国のウェイトは極めて大きく、それぞれがまた

密接な相互関係を深めていた。国際的不均衡が拡大するなかで、アメリカが保護主義へ傾斜していけば、世界的な貿易秩序の混乱、深刻な国際通貨危機が生じるなど、世界経済は混乱し、当然日本もドイツも巻き込まれることになる。

わけでも、アメリカと合わせて自由世界（market economy）GDPのほぼ50%を占め（85年）、アメリカ市場を輸出の37.2%、輸入の19.8%を占める重要な生存基盤とする日本は大きな打撃を被ることになる。世界経済の三極といっても、85年の相手国貿易収支黒字でみると、ドイツの貿易収支黒字額（406.6億ドル）のうち対米黒字は24.6%、アメリカを除く先進工業国が54.7%を占めているのに対し、日本の貿易収支黒字（461億ドル）の85.7%はアメリカから得られていた。これをアメリカの側からみると、85年のアメリカの貿易収支赤字額（1,264.6億ドル）のうち、対ドイツ赤字は8.8%でしかないのに対し、対日赤字は38.9%をも占めていた。安全保障を含む政治的關係を除いても、対米（相互）依存の度合いは格段に違っていたのである。

ここで当時の日米経済関係を概観してみよう。

石崎[1990]が詳細に明らかにしているように、70年代、IMF・GATT体制という戦後世界経済のフレームワークが崩壊し、変動相場制という新たなシステムが動き出すなか、第一次石油危機からいち早く立ち直った日本は、73～79年間全産業平均2.9%、製造業5.0%という高い生産性の伸びを記録し（アメリカはこの間全産業の生産性の伸びはゼロ、製造業はわずかに0.9%）、主要産業部門におけるアメリカの優位を次第に脅かすようになってきた<sup>14)</sup>。

70年代初頭の繊維摩擦をはじめとして、日米の経済的軋轢は強まってきたが、その後の推移と比べてみると、70年代までは、日本にとっても、アメリカにとっても経済摩擦はそれほど深刻なものではなかった。71年、72年を例外として、80年代初頭まで日本の経常収支黒字はGNPの2%以下におさまっていたし、70年代の10年間に経常収支黒字の年は5年、赤字の年が5年、73～80年の8年間では黒字が3年、赤字が5年となっており、

5～10年の長いスパンでみる限りでは、赤字、黒字はかなり相殺されていた<sup>15)</sup>。

しかし70年代末から80年代初頭にかけて、電気機器、自動車、鉄鋼など主要産業におけるアメリカの退潮と日本の優位が次第に明らかになってくるとともに、アメリカ国内では、日本製品の集中豪雨の輸出に対して保護主義的反発が高まった。しかも70年代末からのアメリカの高金利政策、レーガノミックス登場にともなう財政赤字の増大などによる80年代前半の高金利、ドル高に追い討ちされたアメリカ産業は深刻な打撃を受け、輸出はおろか国内市場までも日本を筆頭とする諸外国製品にシェアを奪われることになった。日本からの対米輸出が、連邦政府赤字、ドル高を追い風としてさらに目覚ましい伸びをみせたことはいうまでもない。

こうして80年代に入ると日本の経常収支黒字基調、アメリカの赤字基調が定着し、それぞれ年々すさまじい勢いで拡大していった。この点を貯蓄・投資バランス・アプローチの視点からあつづけたのが第4図である。

このようなアメリカの対外不均衡、とくに対日不均衡がアメリカ経済低迷の重大な原因であるとのプロパガンダが産業界から政界へと広がり、日米経済摩擦は尖鋭な政治問題となっていっていった。摩擦のかたちも、個別品目をめぐるものから日本市場の解放を求める市場間競争の様相を呈してきた。摩擦解消に向けても、アメリカは、従来からの常套手段である多国間交渉よりも二国間交渉という、より直接的な厳しい手段をとるようになってきた。

長びく高金利、ドル高状況がピークに達した85年春、アメリカの産業的衰退、空洞化に危機感を募らせた産業界と、それを支持基盤とする議会の保護主義者達、リヴィジョニストらが、それまでもまして一斉に反日保護主義政策を要求しはじめた。3月には上院本会議で「反日報復決議」案が全会一致で採択され、さらに日本製品をターゲットにした数多くの保護主義法案が提出された。また、第二次レーガン政権に対して批判を強める民主党は、86年の中間選挙に向けて、日本の輸出と

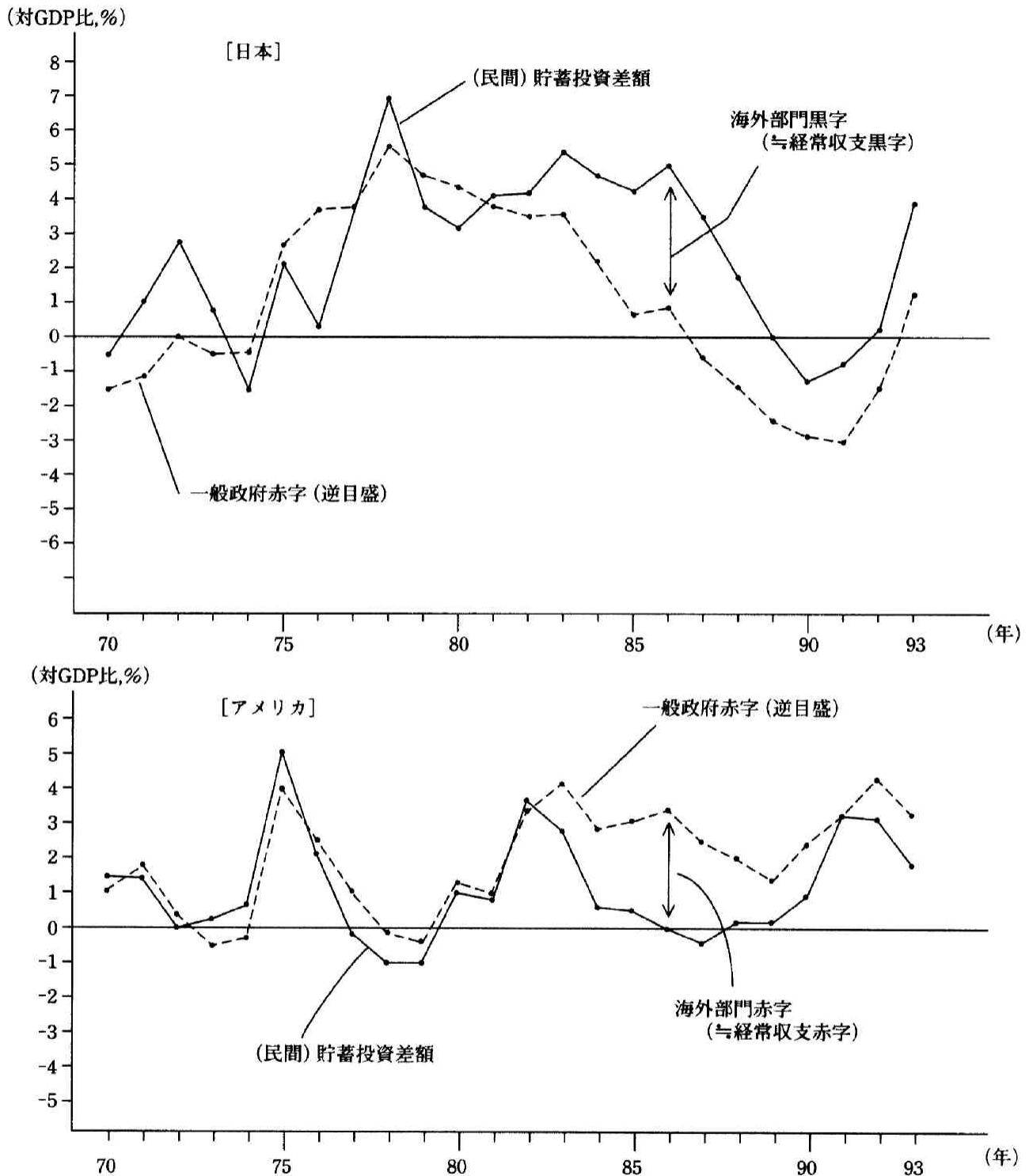
アメリカ国内の雇用問題（失業増大）とを強引に結びつけ、保護主義をかざしてレーガンの自由貿易主義を攻撃するかつてない激しいキャンペーンを繰り広げた。

次第に蔓延する国内の保護主義思潮の中で、政策主導権を奪われかねないレーガンは、議会对策もあって、貿易赤字削減に本腰を入れざるをえなくなった。これ以後レーガン政権は、政府による市場介入の姿勢をあらわにし、戦後アメリカが維持してきた対外経済政策の基本スタンスを大きく変えていく。

第1は、「不公正な貿易慣行」排除（あるいはそれに対する報復）をかかげる相互主義にもとづく二国間交渉、特に対日強硬政策の展開である。85年初には、従来アメリカに比較優位があると考えられているのに日本への輸出が伸びない4部門、通信機器、エレクトロニクス、医薬品、木材（86以降、輸送機器、自動車部品が追加された）に関してMOSS（市場志向型部門別）協議〔Market-Oriented Sector-Specific〕が開始された。MOSS外でも、半導体、スーパーコンピューターに関する協議が始まった。さらにレーガン大統領は、85年9月、貿易赤字削減および議会の保護主義者達への対応を兼ねて、新通商政策を発表し、これまでほとんど適用されることのなかった通商法301条（不公正貿易への対抗措置）を積極的に活用することを表明し、アメリカ国内で与えられているのと同等の市場アクセスを相手国に求める姿勢を明らかにした<sup>16)</sup>。

88年8月には、包括通商競争力法が上下両院を通過し、発効した。これは外国の不公正慣行の調査開始を、アメリカ通商代表部（USTR）に義務づける、いわゆるスーパー301条を含んでおり、日本は不公正貿易の最優先交渉国に指定され、スーパーコンピューター、政府調達の人工衛星、林産物輸入などについて調査が開始された<sup>17)</sup>。さらに89年8月には、日本市場へのアクセスをさらに踏み込んで追求しようとするアメリカの求めで、2年間に亘る日米構造問題協議〔Structural Impediments Initiative; SII〕が開始され、日本はマクロ政策、流通システム、排他的取引慣行な

第4図 貯蓄・投資バランスと経常収支



(注) 1) 日本の(民間)貯蓄投資差額は、SNA「制度部門別資本調達勘定」における非金融法人企業、金融機関、対家計民間非営利団体、家計(個人企業を含む)の合計。

2) アメリカの(民間)貯蓄投資差額=民間総貯蓄-国内民間総投資

3) (民間)貯蓄投資差額 - (-) 一般政府赤字 ≒ 経常収支黒字 (赤字)

(資料) 経済企画庁「昭和60年基準改訂・国民経済計算報告」, 「国民経済計算年報(平成7年版)」(フロー編制度部門別資本調達勘定)

および US. Dept. of Commerce, Survey of Current Business. 各号の 'National Income & Product Accounts' より算出, 作成。

どの面で譲歩を余儀なくされた。

これら一連の協議はアメリカの強い意気込みにもかかわらず、日本側の抵抗も強く、必ずしもアメリカが満足するようなかたちで終わったわけではない。しかし、80年代を通して、ことに80年代後半においては、拡大する国際的不均衡の元凶と目された日本への風当たりは、アメリカのみならずヨーロッパからも強まる一方で、日本の対外経済政策の舵取りは、かつてないほど深刻で厳しいものとなった。いまや経済摩擦に対して“輸出自主規制”といったような小手先の対応では済まされないほど、相手国に対する“日本の輸出”のインパクト、世界経済における日本経済の規模、影響力は大きくなった。

戦後、アメリカをはじめとする先進諸国へのキャッチアップ途上において日本経済の急成長をリードしてきた輸出主導型経済システムは、いまや国際的不均衡を拡大させる最大の不安定要因と、少なくとも日本以外の多くの国々からはみられるようになってきた。名実共に世界経済の三極を構成し、少なくとも経済的にはアメリカと拮抗するにいたった日本は、世界経済の均衡、安定のための責任を免れえず、そのためにも内にあっては輸出主導型から内需主導型システムへという、戦後初めての経済構造の大転換に直面せざるをえないことになってきた。

第二次レーガン政権がとった第2の、そしてより根本的で重要な政策は国際協調政策である。

すでに述べたように、ジレンマに陥ったアメリカは、レーガノミックスを事実上捨て、政府による市場介入へと180度転換する。さらに国内金利引き下げによって景気後退を防ぎ、ドル高を是正し、アメリカ産業を再生させ、対外不均衡（経常収支赤字）を解消するため、対外関係における従来の独擅を改め、先進諸国、とくに日本、ドイツの対米協調行動、具体的には為替市場への協調介入や各国マクロ政策の連携を求めるようになった。「米国はそれまでのドルおよび為替市場操作に関する態度を急にくつがえした<sup>18)</sup>」のである。

国際的協調行動を象徴するのが85年9月22日のプラザ合意であった。

G5・プラザ会議で各国が合意した声明文（公式の日本語訳）は、「為替レートは基本的経済条件をこれまで以上によりよく反映しなければならない」としてこれまでのドル異常高を認め、「合意された政府行動が、ファンダメンタルズを一層改善するよう実施され強化されるべきであり、……主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましい」と、持って回った晦渋な表現ながら、事実上ドル切下げの必要を説き、「これを促進するよう、より密接に協力する用意がある」と、協調介入の決意を表明している。

こうして史上初めて、「ドル切下げのための共同作戦<sup>19)</sup>」が始まったのである。このような各国の対米協調に対してアメリカも、財政赤字を毎年360億ドルずつ削減し、91年度までに赤字脱却を目指す、グラム・ラドマン・ホリングス法（財政収支均衡法）を制定し、自らも問題解決に努力することで応じた。

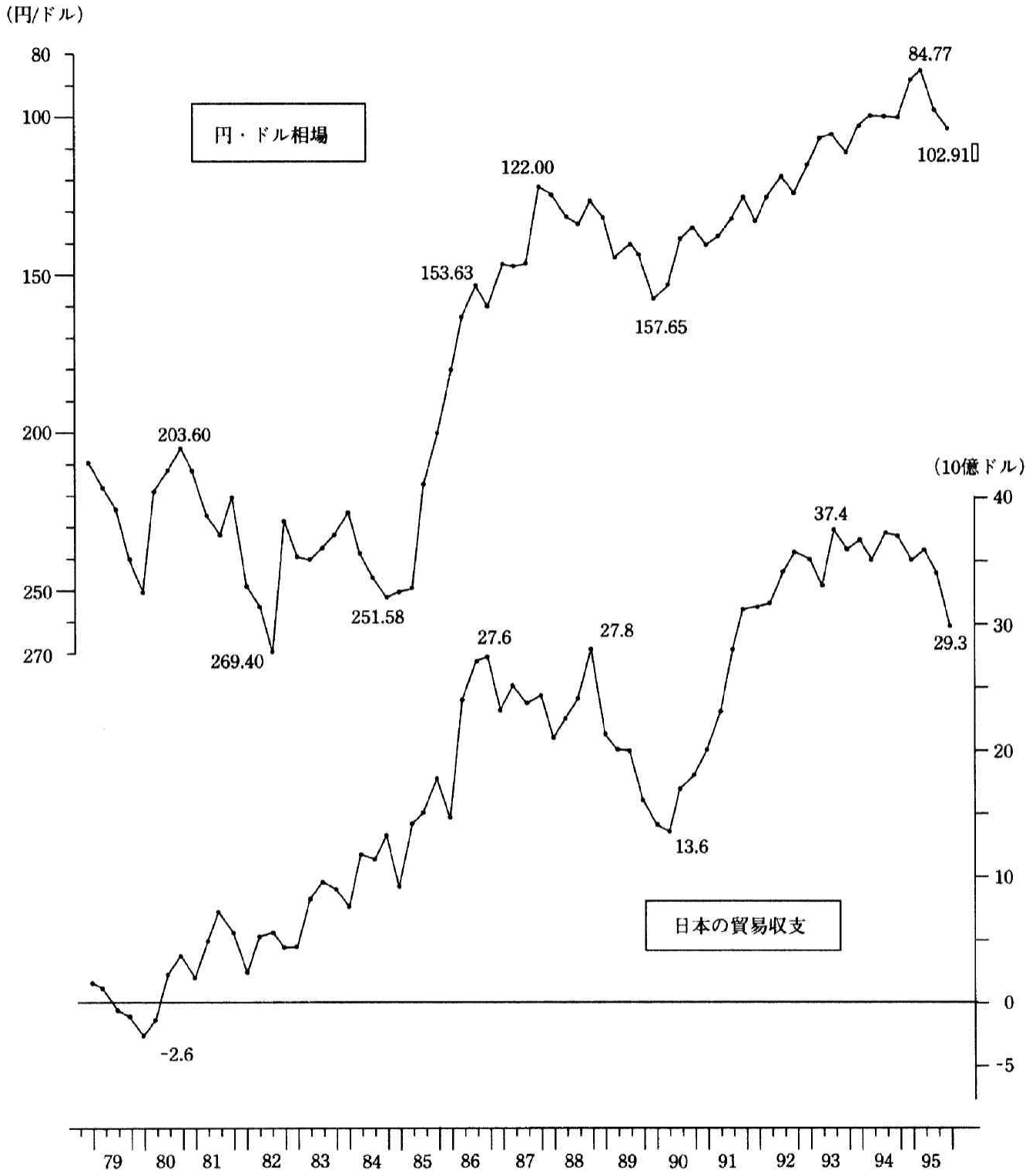
プラザ会議の翌日、9月23日から（日本は秋分の日をはさんだ24日から）各国市場において一斉にドル売り介入が開始された。これまでいかなる場合も円高に対しては頑なに抵抗してきた日本も、今回初めて基本姿勢を本格的な円高・ドル安に転換させ、大規模なドル売り介入をはじめた。しかも、プラザ合意による通貨調整の目標（10～12%程度の切上げ）を早々と2～3週間で達成し、協調介入を停止したドイツに対し、官民挙げてアメリカの保護主義の激化を危惧し、プラザ会議直前の1ドル＝242円から1ドル＝200円前後までの円切上げをなかば国際的に公約した日本政府は、輸出産業を中心とする抵抗や怨嗟の声、商社、石油会社といった輸入関連企業の旺盛なドル買い需要などという阻害要因に抗しつつ、孤独なドル売り市場介入を続けざるをえなかった。

当初ははかばかしく進まなかった円高・ドル安も、86年に入ると急速に進んだ。しかも日本にとって事態は急変した。円高が日本政府の思惑を超えて激しい勢いで進行したのである。（第5図）

プラザ合意4カ月後の86年1月、円はついに1ドル＝200円を突破し、当初目標とも考えられた



第5図 円ドル相場と日本の貿易収支



(注) 円ドル相場はインターバンク米ドル直物終値(期末)

(出所) 日本銀行『経済統計年報』(平成7年版) p. 28 および『国際収支統計月報』(平成7年12月号)「総括表(四半期別)」より作成。

20%切上げを達成したが、日米不均衡は解消へ向かうどころか、Jカーブ効果も働いて、(後掲第7図および第10図においてもみられるように)むしろ拡大した。予想以上のハイペースで進行する円高と、それによる企業の景況観が次第に悪化<sup>99</sup>しつつあるのを懸念する日本政府を尻目に、円高はついに1ドル=175円40銭(3月17日)という戦後の最高値を記録するにいたった。プラザ会議直前の242円からすれば38%近い切上げである。ここでついに日本政府の円高(誘導)政策は逆転する。

86年3月19日、日本政府はプラザ合意後初めて、円売り・ドル買いの逆介入をニューヨーク市場で行った。それ以後円高の行き過ぎを阻止するためたびたびドル買い介入を繰り返すが効果がなく、86年末には1ドル=160円10銭まで進んでしまう。プラザ会議直前からは51%の円切上げである。87年に入るとさらに円高は進み、日銀はかつてない大規模のドル買い介入を行う。こうした日本政府による必死のドル買い介入は、アメリカのブラック・マンデー(87年10月19日)をはさんで、88年秋まで続けられることになる。

そのような経過を窺わせるのが第6図である。政府による市場介入額は正確には公表されていないが、外貨準備の動き(増・減)によってある程度の流れはつかむことができる。もちろん外貨準備の増減が外国為替市場への介入額をストレートに表わすわけではないが、大きな変化の大部分は市場介入によるものと考えてよいからである。ドル買い介入が行われなかったとされる86年10~12月期の日本の経常収支黒字は前期比12億5,000万ドル増加し、同時期の外貨準備は7億8,000万ドル増加したのに対し、88年1~3月期の経常収支黒字は前期比47億ドルの減少であったにもかかわらず、外貨準備は161億5,000万ドルという史上最大の増加をみせた。大規模なドル買い介入が行われたことが窺われる<sup>100</sup>。

86年末から87年春にかけてのドルの一層の下落は、アメリカにも懸念を生ぜしめ、87年1月28日にはプラザ合意後初めてドル買いの協調介入を行うなど、円高(ドル安)放置、トークダウンの姿勢もやや変化してくる。ドル急落に伴うドル不安

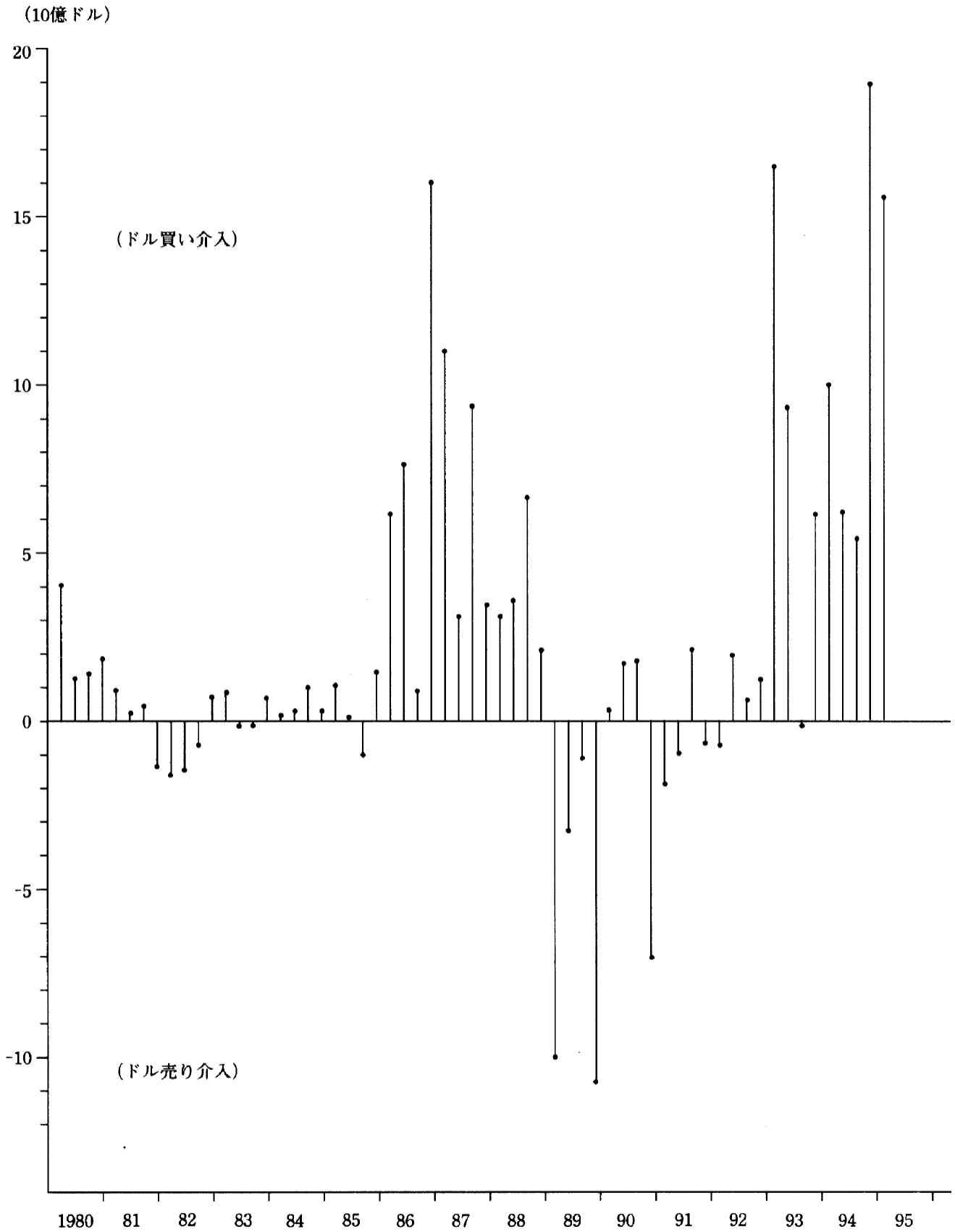
の高まりは、為替差損を恐れる外国投資家のアメリカ株式・債券の投売りを惹起しかねない。そうになるとアメリカの膨大な財政赤字のファイナンスは困難になる。87年2月22日のG6・ループル合意も基本的には急落を続けるドル価値を安定させようとするものであったが、各国の利害が錯綜して目立った成果はあがらなかった。

87年中もドルは下がり続けた。そうした中でアメリカとドイツの協調関係が崩れかねない状況に陥り、ドル暴落の不安をさらに高めたこともあって、ついに10月19日、ニューヨーク証券取引所で史上最大の暴落が生じた。このブラック・マンデーをはさんでドルは下がり続け(円高は進行し)、87年末には1ドル=122円を記録するにいたった。ドルはプラザ会議直前の半分の価値まで下がった。すなわち円は2年3カ月の間に100%切り上ったのである。

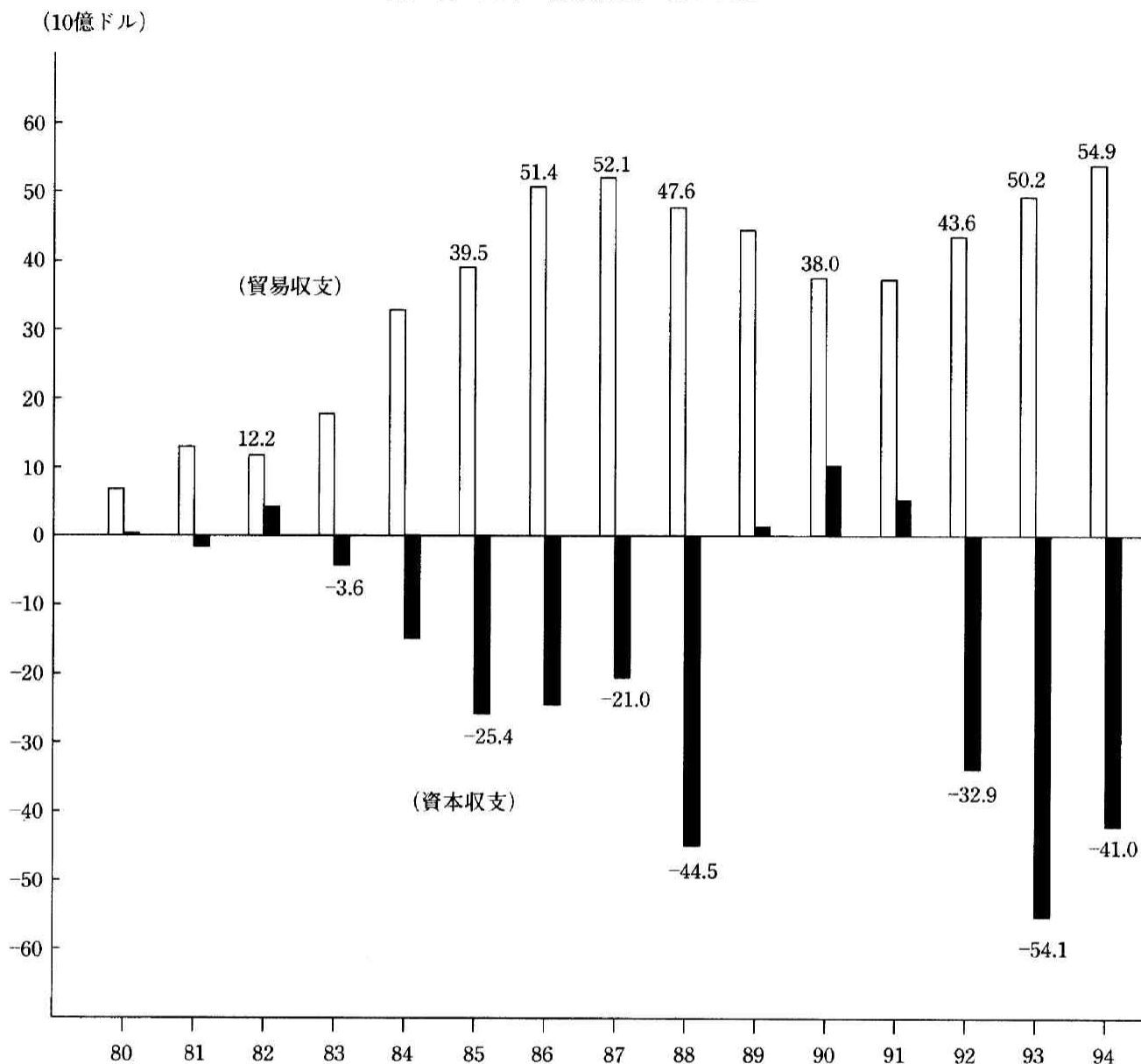
経常収支の古典的決定理論であり今なお有力な「弾力性アプローチ」においても、国際間資本移動が可能なオープンエコノミーにおける所得(GNP)・利子率・為替レートの決定理論である「マンデル・フレミング・モデル」においても、本来ならば、これだけ長期に亘って急激な赤字国(アメリカ)の通貨安、黒字国(日本)の通貨高が続けば、少なくとも「Jカーブ効果」の期間が過ぎれば、経常収支の不均衡は解消の方向へと向かうはずである。しかし、第7図からも窺われるように、円高・ドル安がピークに達した時、日米間の不均衡もピークに達してしまった。

日米間の不均衡が解消へと向かうはずが、むしろ拡大してしまった点についての説明として、(アメリカ側の日本市場への適応努力、輸出拡大努力の不足などについては措くとして)日本については、種々の規制、保護、閉鎖的な流通システム、企業系列の問題など輸入拡大を阻害する諸要因の存在、生産性上昇による輸出関連産業、企業の競争力アップ、輸出戦略、理論的に想定される円高差益の市場還元が十分になされず企業が取り込んでしまったことなど、いくつか挙げられるが、プラザ合意後の為替レート調整のあり方も1つの要因ではあったろうと考えられる。

第6図 外貨準備の増減



第7図 対米：貿易収支と資本収支



(出所) 日本銀行『国際収支統計月報』各年12月号「貿易収支」、US. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*, 各年6月号「資本収支」より作成。

前掲第5図(p. 21)は、円ドル相場の動きと、外国為替市場において実需を生み出す貿易収支の動きを並べてみたものである。70年代末から80年代初頭、80年代後半についてはかなりラフではあるが貿易収支の動きと円ドル相場の動きにはある程度の相関が看取される。しかしレーガン登場以後の80年代前半は、実体関係からはかなり乖離した異常な円安(ドル高)になっている。レーガンの高金利、ドル高政策にはかならないが、プラザ会議でも認められたように、これはいわゆる均衡

水準から大きく乖離した異常ドル高であった。

したがって、プラザ合意の下で進められた通貨調整、とくに激しく進行した円高は、吉川他[1993](吉川[1996])も指摘しているように、均衡水準への回帰の動きであったともいえる。80年代前半の円安水準がもともと異常だったのである。80年代後半の円高は、実体関係とのバランスを回復し、均衡領域での円ドル・レートが形成されていくプロセスであったといっていよい。

新聞をはじめとするマス・メディアは、プラザ



合意以後、「諸悪の根源は円高」とばかりに、80年代前半のアメリカの異常ドル高、財政赤字拡大を奇貨として望外の利益をあげた大企業から零細輸出業者にいたるまでの輸出関連企業が円高調整が進む中で発した泣き言を、仰々しく取り上げ、「円高危機」を煽った。多くの経済学者、エコノミストまでが「日本経済が直面しつつある未曾有の危機」と書き立てた。このような記事、論調は枚挙に遑がない状況であり、円高のメリットを説き、今後の日本経済の発展にとってむしろ重要な転機であると positiveにとらえる論調は極めて少数であった。

大方の円高危機論を尻目に、「円高不況」は落ち込みの深さにおいても、期間の長さにおいても当初危惧されたような深刻なものとはならず、86年11月をボトムとして、以後日本経済は力強い回復、拡大を遂げ、「いざなぎ景気」に匹敵する大型好況（「平成景気」）を現出するにいたる。このような「円高不況」からのいち早い脱出は、プラザ合意による為替調整が日本に対して均衡レートから逸脱した激しい円高を押しつけたのではなく、むしろ、アメリカが作り出した「異常な」円安を均衡レートの方向へ引き戻したにすぎないということによって、より正確に理解することができる。

日本経済は80年代後半、前半に比べて円が100%近く切上げられた状態でも、比較的高い成長を続けることができた（第8図）。しかもこの間、前掲第5図（p.21）および第7図（p.24）からも読み取れるように、87年あたりをピークとして、88年以降、日本の貿易収支黒字、対米貿易収支黒字は急速に減少していく。流れとしてみた日米間の貿易は、80年代前半と後半とでは様変わりした。

第9図では、80年代前半の輸出倍増、輸入停滞、貿易収支黒字激増、80年代後半の輸出伸び悩み、輸入倍増、貿易収支黒字減少といった明らかな変化が読み取れる。まさに、弾力性アプローチの世界である。また経常収支黒字も87年をピークに減少に転じており、為替レート調整に関するかぎり、5年ほどの長いスパンでみると、マンデル・フレミング・モデルの説くところと一致し

ているともいえる。

こうした結果、国際間の不均衡も87年をピークにその後は急速に縮小していった（第10図）。プラザ合意にもとづく通貨調整、均衡為替レートへの回帰は、80年代後半全体を通してみると、国際的不均衡の解消に向かわしめるうえで、極めて重要な役割を果たしたといっていよう。

ともあれ、プラザ合意後の推移の中で、日本経済は国際協調、とくに対米協調というタガをはめられ、通貨調整によって定着するにいたった「円高」状況の下で、経済の国際化、自由化、それに適応しうる経済構造、産業構造への転換を迫られることになったのである。

### 3) 金融政策をめぐる諸問題

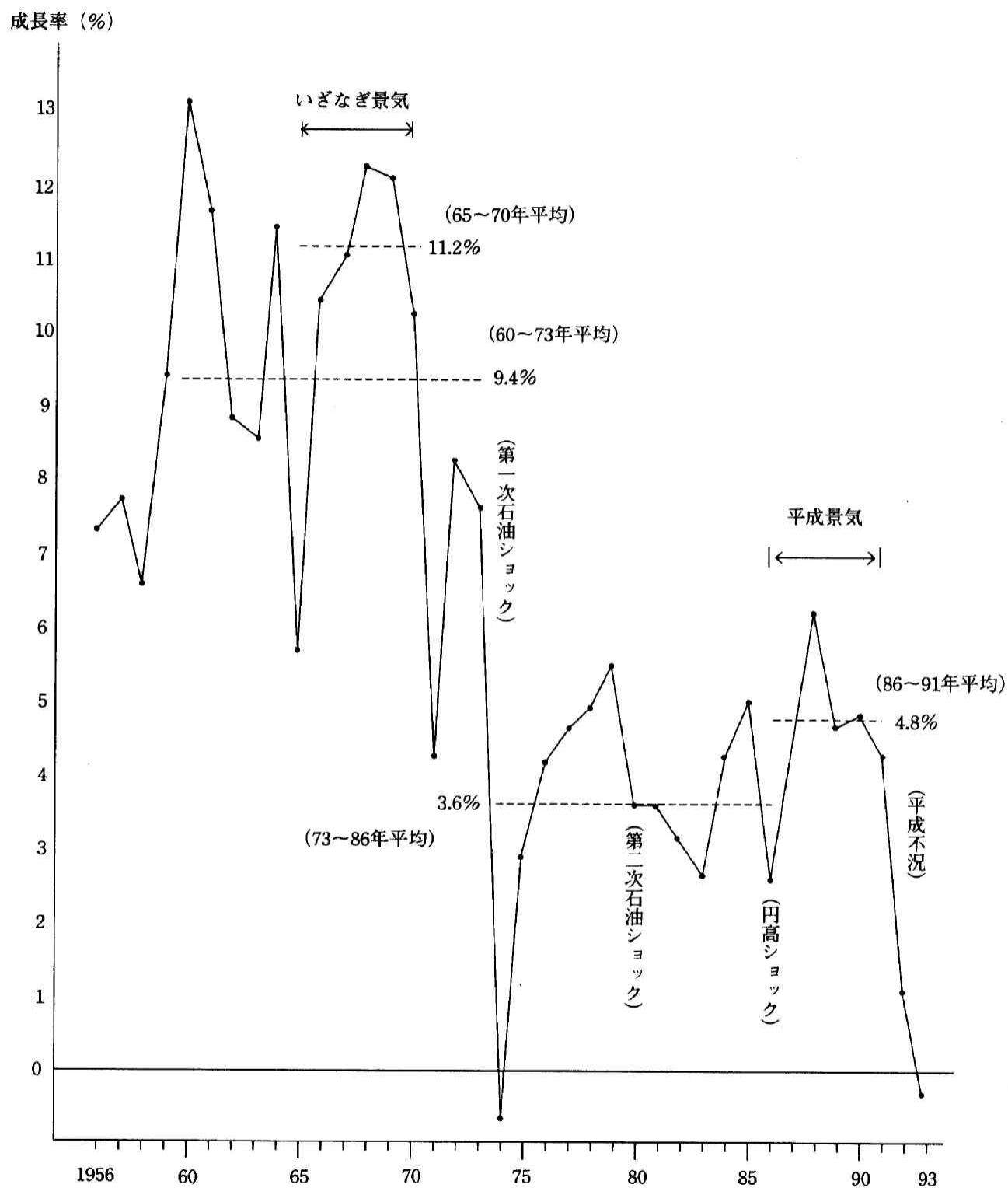
#### ①超金融緩和政策＝バブルの元凶か？

1980年代は金利低下の時代であったといっていよう。公定歩合の推移でみると、後掲第15図（p.37）でもみられるように、第二次石油ショック不況に直面した80年8月20日、それまでの9%から8.5%に切下げられて以来、平成大型景気が過熱しはじめた89年5月31日の80年代に入って初めての引き上げ（2.5%→3.25%）まで、8年9カ月に亘って金利低下局面が続いたのである。80年代のほとんどが含まれている。

しかし、この長期に亘る金利低下局面も、プラザ合意がなった85年を境にして、その前と後とでは様相が大きく異なる。マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の視点からみると、第11図、第12図および第15図で示されているように、70年代中葉から80年代前半、プラザ合意あたりまでは、マネーサプライは比較的安定していたが、80年代後半になると、（70年代初頭の乱高下ほどではないが）増減の変動が激しくなる。

金融環境を〔（マネーサプライ）－（名目GDP成長率）〕でみると、75～85年の11年間平均でマネーサプライは名目GDP成長率を2.1%上回る水準であったのに対して、86～90年の5年間平均は4.6%と2倍以上も上回っている。またマネーサプライの流通速度の逆数であるマーシャルのk〔マネーサプライ÷名目GDP〕も、75～85年間

第8図 GDP 成長率と平均成長率



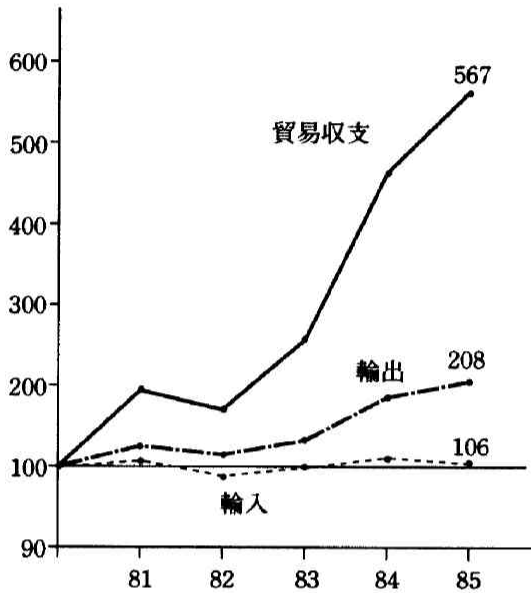
(出所) 経済企画庁「長期週及主要系列・国民経済計算報告」,『国民経済計算年報』,平成7年版,「(暦年)主要系列表」より算出,作成。

## 第9図 対米貿易の推移

## [A] 対米輸出入の推移

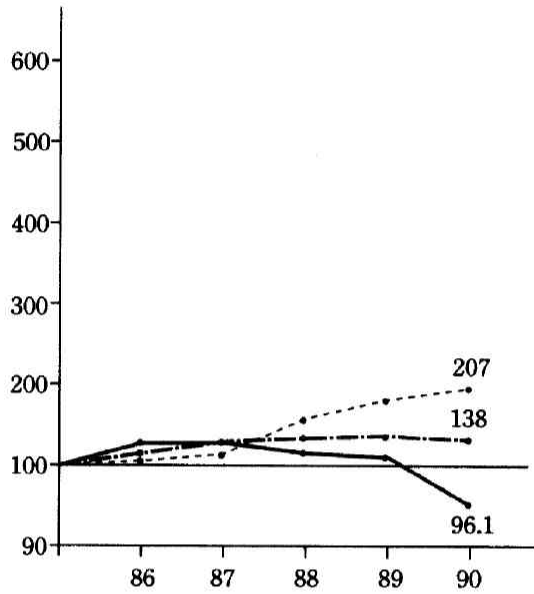
i) 1980～85年

(1980年=100)



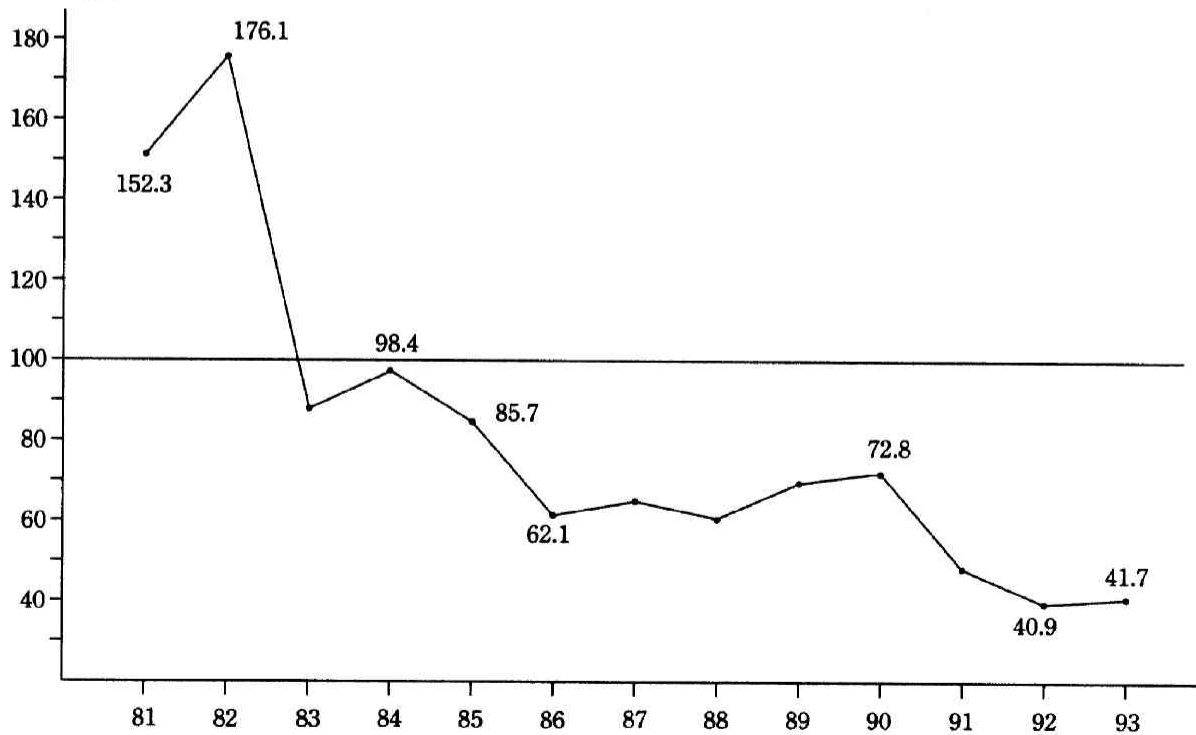
ii) 1985～90年

(1985年=100)



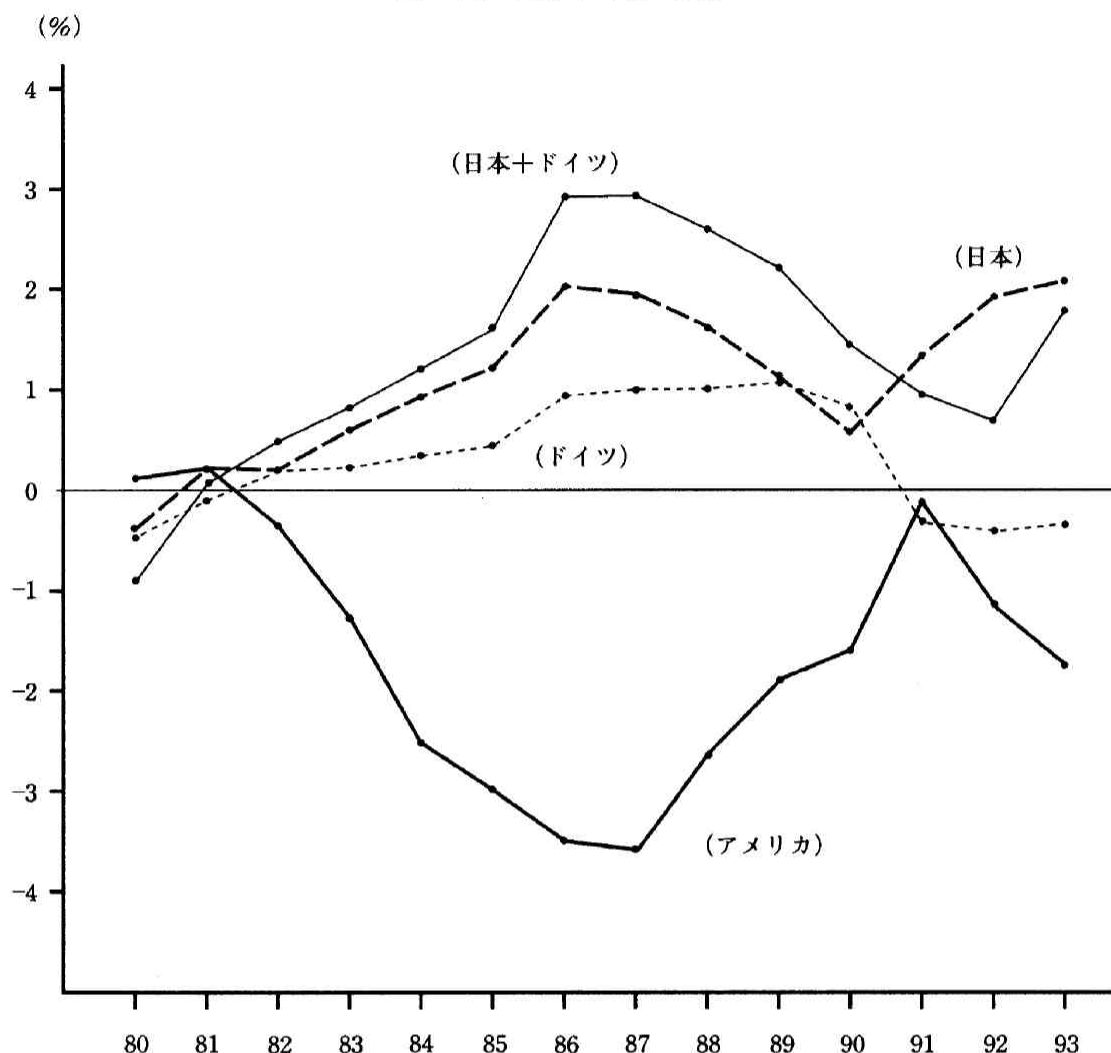
## [B] 日本の貿易収支黒字に占める対米黒字のシェア

(%)



(出所) 日本銀行『国際収支統計月報』(94年12月号までの毎年12月号「総括表」)より作成。

第10図 国際不均衡の推移



(注) 数値(%)は、[各国経常収支÷アメリカのGDP]

(出所) IMF, *International Financial Statistics, Yearbook 1994*, pp. 130, 743. より算出, 作成。

には平均2.7%と安定した上昇率であったのに対し、86～90年間平均では4.3%と極めて高い上昇をみせている(第11図)。

80年代後半には、こうしたマネーサプライの目覚ましい増大がみられたが、公定歩合が史上最低水準であった87年中葉から89年末までは、物価の安定もあって、実質金利も低下し、「名目GDP成長率－長期金利」でみた投資環境は極めて良好で、平成景気の拡大を支えた(第12図)。

この長期に亘る超低金利政策は、もちろんプラザ合意後急速に進んだ円高に対する国内産業保護、円高不況対策のためのものであった。しかし、その結果生じたカネ余りが資産価格(株価、地価)

を暴騰させ、いわゆる巨大な「バブル」を生ぜしめるとともに、その崩壊によって戦後最大ともいえる「平成不況」をもたらしたとして、この超低金利政策こそが「バブルの元凶」であると多くの論者によって指摘され、[超金融緩和政策＝バブルの元凶]はいまや定説であるかのようにみられる。

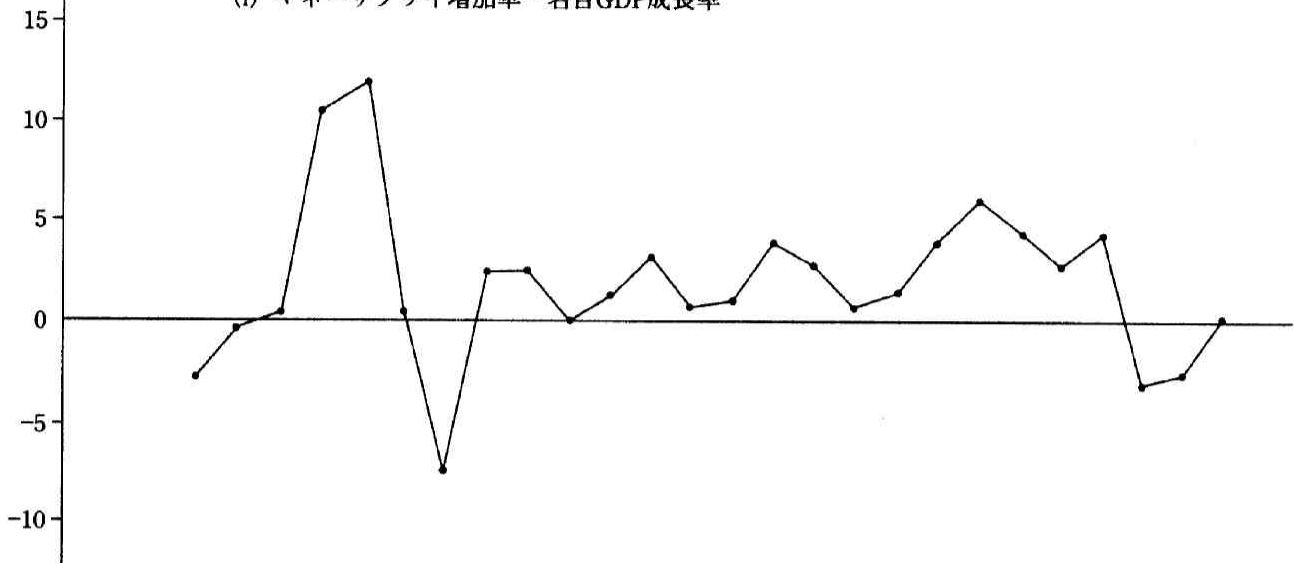
しかし、こうした低金利政策をバブルと直接結び付ける議論には救い難い短絡がある。低金利政策の功罪については、それが「超」低金利であったとしても、多くの現実的条件や国際的関わりの中で議論すべきものであって、結果としてのいわゆる「バブル」の原因としても簡単に「超低金



第11図 マネーサプライの推移

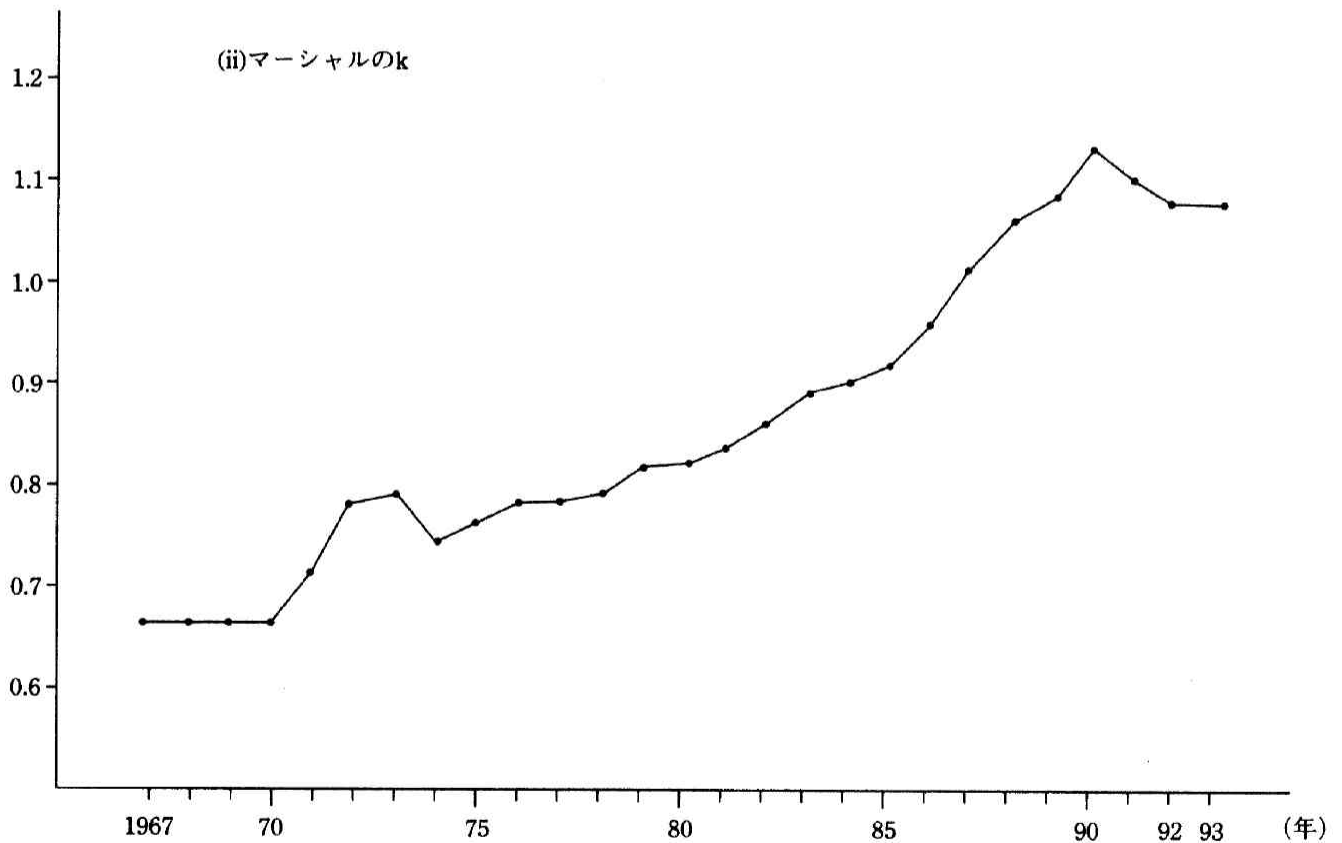
(％ポイント)

(i) マネーサプライ増加率—名目GDP成長率



(倍)

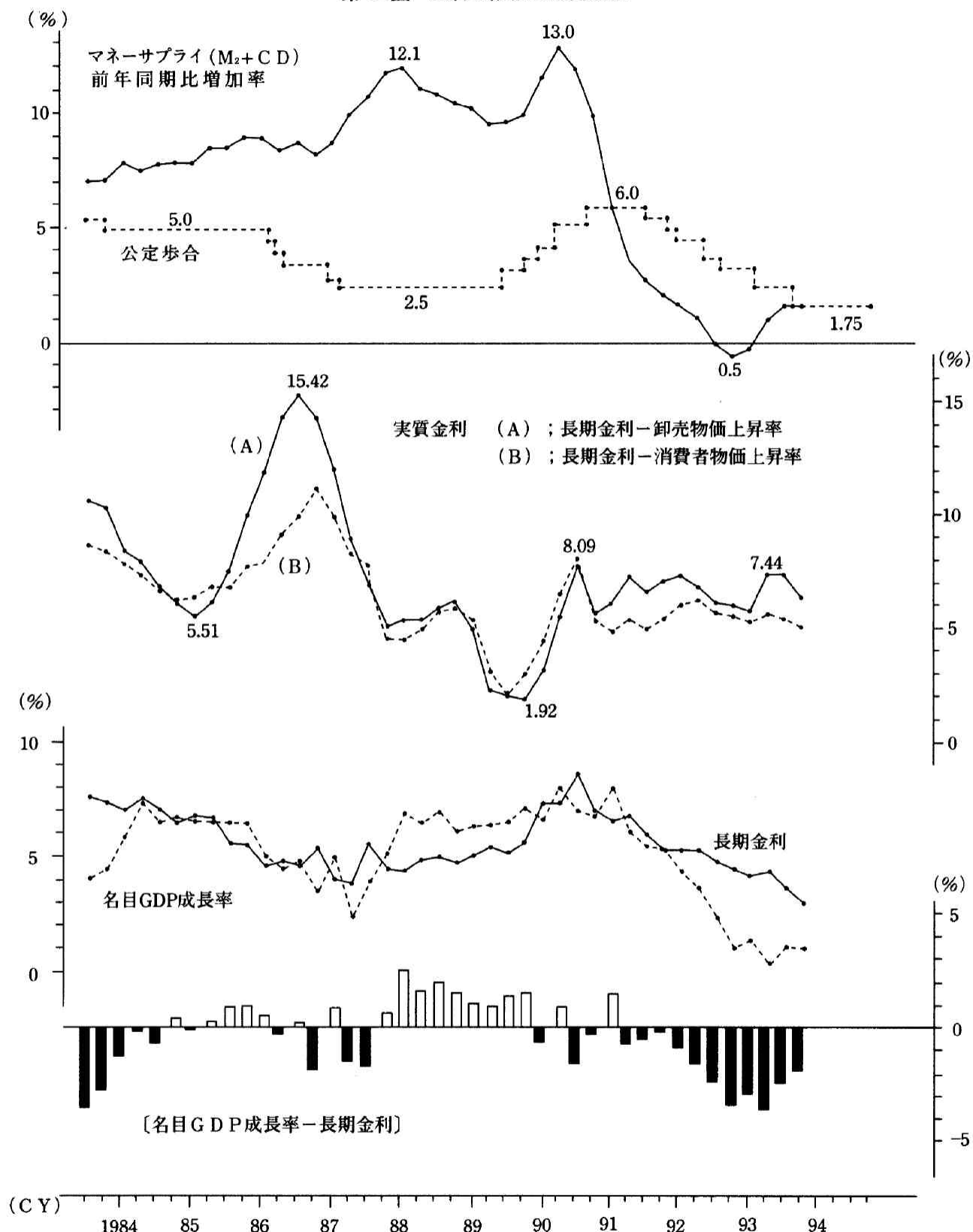
(ii) マーシャルのk



(注) マネーサプライは  $M_2 + CD$  (平残).  
 マーシャルの  $k = (M_2 + CD) / \text{名目GDP}$

(資料) 日本銀行『経済統計年報』平成7年版, 「主要経済指標」, 経済企画庁『国民経済計算年報』平成7年版 (フロー編暦年主要系列表) より作成。

第12図 金利の推移と投資環境



(注) 長期金利 = 東証上場国債 (10 年物指標銘柄) 利回 (期末), 年%

(出所) 日本銀行『経済統計年報』(平成 7 年版, 「主要経済指標」, 経済企画庁『国民経済計算年報』平成 7 年版, 「フロー編暦年主要系列表」より作成。

利が原因」と、単一の原因に帰せしめうるような割切りかたをしてしまうわけにはいかない。超低金利といわれる「バブル」の関わりは、現実に存在した諸状況、諸条件の中で、いかなる現実的な関わりがあったかが、多面的な広い視野から、具体的かつ論理的に説明されなければならないのである。

議論を進める前に、平成景気のみならず、平成不況をも「生ぜしめた」ものとして、平成の景気循環全体を通して、その分析、解明のための key word とされている観がある、「バブル」についての基本的視点を確かめておこう。

まず、「バブル」の定義、「バブル」とは何ぞや、ということである。

第1にとりあげるべきは、「バブル」という定義そのものである。「バブル」とは資産価格のうちファンダメンタルズを超える部分だという定義が一般的である。野口 [1992b] も「「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を指す」(p.57) と、基本的にはこの定義に拠っている。「バブルとはファンダメンタルズに基づかない資産価格の上昇のことをいうが、……80年代半ば以後の資産価格の高騰の全てがこの意味でのバブルだとは考えていない。そこで……この時期の資産価格の高騰を「バブル」とカッコ付きで呼ぶことにする」(p.235) と、バブルという用語を慎重にカッコ付きで使う岩田 [1993] も、「バブル」を資産価格の問題、ファンダメンタルズの問題としてとらえている点では変わりがない。「バブル」を論じるほとんどの論者も基本的には同じである。

平成景気から平成不況へという日本経済の巨大な転換期における main stress が資産価格の「バブル」的高騰とその崩壊であったのかどうかという点は次項にゆずるとして、ここではまず、「バブル」という概念で何を明らかにしようとしているかを検討する必要がある。ここでの key word は「ファンダメンタルズ」である。野口 [1992b] の説明を借りていえば、ファンダメンタルズ価格は、

$$\text{資産価格} = \text{収益} \div \text{利子率}$$

$$(P) \quad (r) \quad (i)$$

で表わされる。

しかしこれは、あくまでも抽象的な定義であって、現実の資産価格の説明にはなりえない。現実には、右辺分子の収益も期待の要素(インカムゲインあるいはロス)が入るし、分母の利子率も現実には将来の期待利子率が読み込まれるだろうし、本来、分母には固定資産税などの税負担(およびその期待変化率)や期待地価上昇率いわゆるキャピタルゲイン(ロス)、あるいはリスクプレミアムが含まれるのが通常である。

株価の場合には、その企業の現状および種々の情報の有無のみならず社会状況等をもとにした将来の発展の予測、展望等が重要な意味をもつし、土地については、その地目、面積、開発計画の有無、その予測、周囲の環境、その他その土地に関する様々な情報の有無、買手の思惑などで、価格は様々に変わりうる。それがまた一般商品と資産価格の違いでもある。ここではケインズの美人投票の議論は成り立つが、「ファンダメンタルズ・アプローチ」や「合理的期待形成」は成り立たない。

したがって、ファンダメンタルズ価格といっても期待の要素を組み込まない現実の価格はありえないのだから、買手と売手の間で決定される現実の価格は、場合によっては、期待利子率の変化、予想税率の変化、期待キャピタルゲイン(ロス)の変化などによって、極端な場合には、ゼロから無限大にまで変化しうる<sup>24</sup>。

「バブル」を、reasonableな望ましい価格(ファンダメンタルズ価格)を超える部分と規定しても、ファンダメンタルズ価格は抽象的には説明できても、個々のケースにおける現実の価格において具体的に指定することはできない。現実の価格のうち、この部分はファンダメンタルズ価格であり、残りのこれだけの部分はバブルであると具体的に明らかにすることはできない。定量的にバブルを論証することはできないのである。

資産価格の急騰はそれ自身「バブル」であるわけではない。それがあるいは暴騰と呼ばれるのが

相応しい急激な上昇であっても「バブル」であるか否か定量的に確定する手立てを（対象自身の性質や状況によるところもあるが）現代の経済学はもたない。せいぜいが、限られた前提条件のもとで作上げた抽象的な「理論価格」や、過去のデータを敷衍しただけの「トレンド」からの乖離をもって、「バブルが生じたものと思われる」といえるだけのことである。

市場経済においては、それが如何なる原因によるものであっても、あるいは、景気局面の如何にもかかわらず、何らかの価格が上昇する場合、そこでのハイリターンの機会は大きくなり、程度の差はあれ、投機が生じるのが常である。特に景気拡大が続く、企業の投資マインド、個人の投資マインド、消費マインドが著しく向上している段階では、投資はますます投機の性格を強めていく。信用のテコが働く場合はそれが加速される。同時にリスクもますます大きくなっていくのだが、蔓延する wishful thinking によって、多くの企業、個人はそれを顧みない。

賢明な人々は投機の崩壊を予測し、価格暴騰のある段階で早々と利益を実現し、確定し、撤退する。あるいはそれ以上の投機的行動を控える。この人達にとっては、投機が崩壊し、大混乱が生じたとしても、それまでのことは「バブル」でも何でもない。「バブルだ!」、「政策が悪い!」とまづ騒ぎ出すのは、ハイリスクを顧みず wishful thinking のみでいつまでも投機的行動を続け、投機の崩壊によって大損をした企業や個人である。

射幸心は、企業、個人の営利活動の原動力であり、市場経済の拡大、発展の原動力であるから、ハイリターンを求める衝動は、いついかなる場合も存在する。投資 (invest) は基本的に投機の性格を有するから、いつの時代のどのような経済場面においてもこの種の投機的活動は存在する。それが市場経済のダイナミズムを生み出してもいるのである。

そういう意味では、大なり小なりの「バブル」はいつも発生し、消滅している。80年代後半から90年代初頭にかけては、それが大規模に発生したのである。

賢明な判断によって、投機的行動を避け、あるいは適切な時期に撤退した企業や個人は産を成し、資産（土地、株式等）に対する投機に参加しなかった（資金、機会の面で参加できなかった）企業、個人はほとんど失ったものはない。ハイリスクを顧みず投機にのめり込んでしまった企業、個人は大きな打撃を受け、あるいは破滅する。基本的には、市場のメカニズムが働いた、ただそれだけのことである。

このような状況が社会的に進むなか、政府がどのような対応をとったか、結果的にどのような責めを負わなければならないかについては別途厳しく糾明されなければならないが、事柄の本質が変わるわけではない。

現実過程の客観的、具体的解明をおこなう経済学においては、80年代後半の資産価格の急騰、90年代に入ってからその急落についても、定義の曖昧な「バブル」という漠然とした emotional な表現の使用については出来得る限り抑制的であるべきだろう。事実にして「資産価格の急騰、急落」と表現し、その具体的数値をあげて論じれば済むことである。

いずれ資産市場、資産価格およびその変動が経済学の理論体系のうちに組み入れられ、資産価格の乱高下も理論の枠組みの中で説明され、現実過程の分析がそれによって行われることになるだろうが、少なくとも経済学の現段階（あるいは現在の水準）においては、「バブル」存在の指摘は、ある意味では「現在の経済学では説明出来ない」問題の存在、発生を指摘しているにすぎない。冴しい「バブル」論議は、現代の経済学に生じた“バブル”現象といえなくもない。本小論において、文脈や説明の都合上やむなく“バブル”という表現を使う場合もできるだけ「いわゆる」という連体詞をつけたり、カッコ付きの「バブル」という表現にこだわってきたのもそういう意味からであった。

第2は、「バブル」がどこで生じたかという点についてである。

資産価格に生じた「バブル」と経済全体に生じた「バブル」とを理論的に区別せず混同した議論、



あるいは資産「バブル」の問題をそのまま経済全体の問題へと拡張、敷衍しただけの議論が多い。

80年代後半の大型景気についても、株価や地価の急騰が各種産業、企業の活動を刺激し、景気拡大を支える資産効果などを通して企業、個人の金融行動、消費行動を活発化させたこと、資産価格の暴落が経済活動を収縮させ、平成不況をかくも深刻な、長期に亘るものにさせたことなど、資産価格の急騰、暴落が実体経済に大きな影響を与えたのは事実であり、それはそれとして正確に解明、評価されるべきである。

しかし、このような日本経済の激動をすべて資産価格の急騰、暴落の責めに帰してしまうわけにはいかない。ましてや、その存在を定量的分析によって具体的に証明することのできない資産価格の「バブル部分」のせいだというわけにはいかない。

資産価格が急騰し、暴落していった80年代後半から90年代初頭にかけて、日本経済において起こった事態はおおよそ以下の如くであった。

円高不況を脱した企業は、活発な設備投資を再開し景気拡大をリードしたが、景気拡大が“いざなぎ景気”を超えるかと思われるほど力強く、長期間持続していくなかで、企業の経済成長予測、需要予測は次第に過大なものとなり、投資もますます過大化し、巨大な過剰ストックを抱え、ついには深刻なストック調整に入らざるをえなくなった。

また企業は一方で、プラザ合意後の低金利、カネ余り状況の下で、資産価値の急騰に直面し、資産・負債の両建取引を拡大させつつ積極的な財テク戦略を展開し、リスク管理を忘れた投機的行動にのめり込んでいった。投機が崩壊し、資産価値の暴落に直面し、巨額の負債を抱えてバランスシートが極度に悪化した企業は、深刻なバランスシート調整を迫られた。こうした全般的なストック調整が、バランスシート調整と相伴って91年頃から始まり、それが雇用不安、所得の伸び悩みを生み出し、日本経済は本格的かつ大型の不況（平成不況）へと落ち込んでいった。

個人においても、80年代後半の低金利、所得増

大、地価上昇（売却代金）のもとでの資産価格（特に株価）上昇によるキャピタルゲインを当て込んだ財テク、マネーゲームに奔走する人達が増え、投機の崩壊とともに深刻な自らのバランスシート調整（借金地獄）を余儀なくされる人も生じた。

これらすべてのことを、資産価格に生じた「バブル」とその消滅によって説明することはできない。

景気循環は、全体としてみた経済活動の均衡水準（域）からの乖離とフィードバックが繰り返されるプロセスといってよい。景気の拡大過程ではビジネス・コンフィデンスが上昇していくにつれて、さまざまな分野で、需要の伸び、市場の拡大等について過大な予測（wishful thinking）がおこなわれるようになり、結果的にみて過剰な投資（投機）がおこなわれ、需要の裏付けのない過剰な生産物が生み出される。それと同時に過大な生産計画に沿って雇用が増大し、結果的に大量の過剰人員を抱え込むことになる。こうして生産物市場、労働市場において、事後的にみてreasonableな均衡水準から著しく乖離した、社会的で大規模ないわゆる「バブル」が発生し、調整過程に入っていくのが常である。

このような意味での「バブル」は、規模の大小はあれ、経済の成長、発展過程において景気循環が繰り返されるたびに発生し、消滅してきた。そしてこれこそ経済が成長、発展していく現実の姿である。80年代後半から90年代初頭にかけて日本経済に生じたのは、まさにこのような「バブル」であった。

上にみたような（敢えていえば）「バブル経済」を、資産価格に生じた「バブル」によって説明しようとする従来の多くの「バブル論議」は、あまりにも短絡にすぎる。資産市場を含めた経済全体に亘る。「バブル現象」こそが解明されなければならない。「バブル」という、規定が曖昧で、emotionalな用語の使用は、少なくとも経済学的研究においては、できるだけ避けたほうがよい。事柄の本質や基本的特徴をあらわすうえで抽象的表現が必要だというのなら、「バブル」を資産市場に限定し矮小化するのではなく、せめて「バブル経済」

といったような抽象的表現にとどめるべきであろう。

80年代後半の超低金利政策が、「バブル（資産価格の暴騰）」の元凶であったかどうかという点の検討に戻ろう。

本来は、低金利政策と上に述べた意味での「バブル経済」との関わりとして論ぜられるほうが事実の解明により近いと考えられるが、大方の議論が、「低金利」→「バブル（資産価格高騰）」→「バブルの崩壊」→「平成不況への転落」というコンテキストで捉えており、「バブル（資産価格暴騰）」がその際の key factor とされているので、ここではとりあえず「低金利」→「バブル（資産価格暴騰）」という議論を、事実に照らしながら検討してみることにする。

円高不況下で始まった低金利、カネ余り現象は、不況脱出後も超低金利が続けられることによって増幅され、折から進行しつつあった資産価格の上昇を加速し、「バブル」と呼ばれるほどに激しく高騰させた。低金利→資産価格暴騰という関連が現実存在したこと、しかも極めて重要な関連であったことは論を俟たない。Galbraith のいわゆる「信用のテコ」が働いたのである。

しかし、資産価格暴騰という事態は、低金利という一本のベクトルによって説明されうるものではない。資産価格の暴騰は他のいくつかの現実的条件が重なり合ってはじめて生じたものである。多数のベクトルが作用しあってはじめて資産価格の暴騰が現実のものとなったのであって、低金利というベクトルが最大かつ最重要のベクトルであったかどうかは検討の余地がある。確かにあれほどの低金利政策が長期に亘ってとられなければ、あのようなかたちでの資産価格の暴騰は生じなかったろう。その意味では極めて重要な要因であった。

しかし、低金利であれば必ず「バブル」が生じるというわけでもない。90年代に入って、平成不況が深刻化していくなか、公定歩合は93年2月4日にそれまでの3.25%から、80年代後半の超低金利の時期と同じ2.5%に引下げられ、同年9月21日には1.75%という史上最低水準にまで引下

げられ、さらに95年4月14日には1.0%へ、同年9月8日には0.5%にまで引下げられた。平成不況を脱した後も、このほとんどゼロに等しい0.5%という超々低金利状態が2年以上も続いている。このような80年代後半の超低金利とは比べものにならないほどの超々低金利状態が続いても、「バブル」の気配すらない。低金利は、いわゆる、「バブル」を発生させる必要条件ではあっても、十分条件ではない。

90年代には現実的な条件が異なっているから「バブル」は発生しないのだと誰しも考えるが、その「現実的な諸条件の違い」こそが重要なのである。80年代後半には、低金利政策とは別に、「バブル」を発生させる現実的諸条件が存在した。80年代後半に資産価格を暴騰させた諸条件を、基本的条件、増幅要因とりまぜてあげれば、大略以下の通りである。

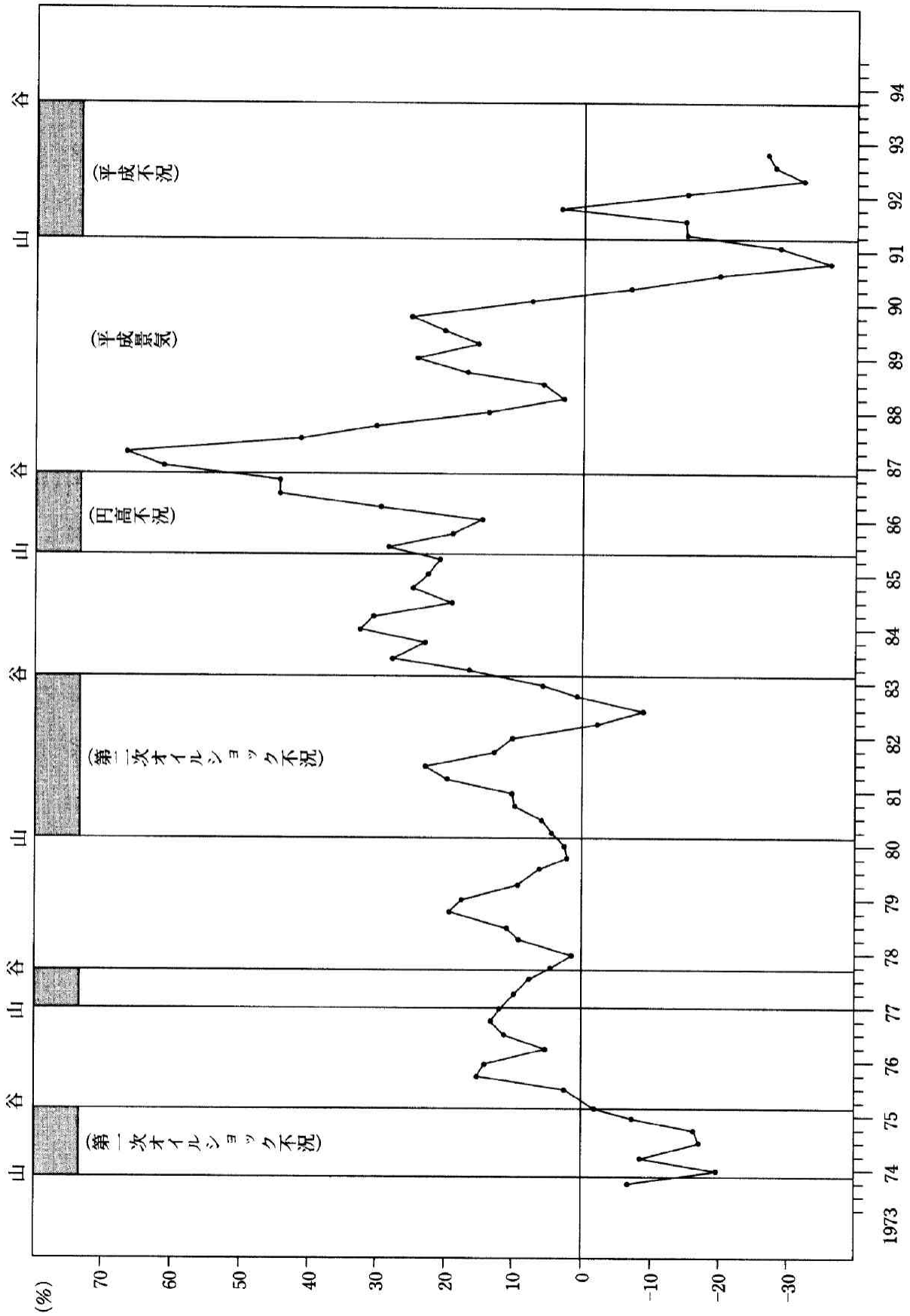
#### a) 資産価格の上昇はすでに始まっていた

第13図、第14図は、株価、地価の動きと景気循環、経済成長との関連をみたものである。ここでも示されているように、80年代までの資産価格の動きには、景気循環や経済成長との間にある程度の相関が存在した。株価の動きは景気の変化に数カ月先行し、地価も極めてラフながら景況や経済成長との関連をみせてきた。

金利やマネーサプライの変化との関連でいえば、金利が引上げられ、マネーサプライ増加率が低下する時株価は下落し、金利が引下げられ、マネーサプライ増加率が上昇する局面では騰貴する。地価は金利が引上げられ、マネーサプライ増加率が低下する局面に入っても上昇を続け、金利引上げの効果が遅れてあらわれる傾向がある（第15図）。

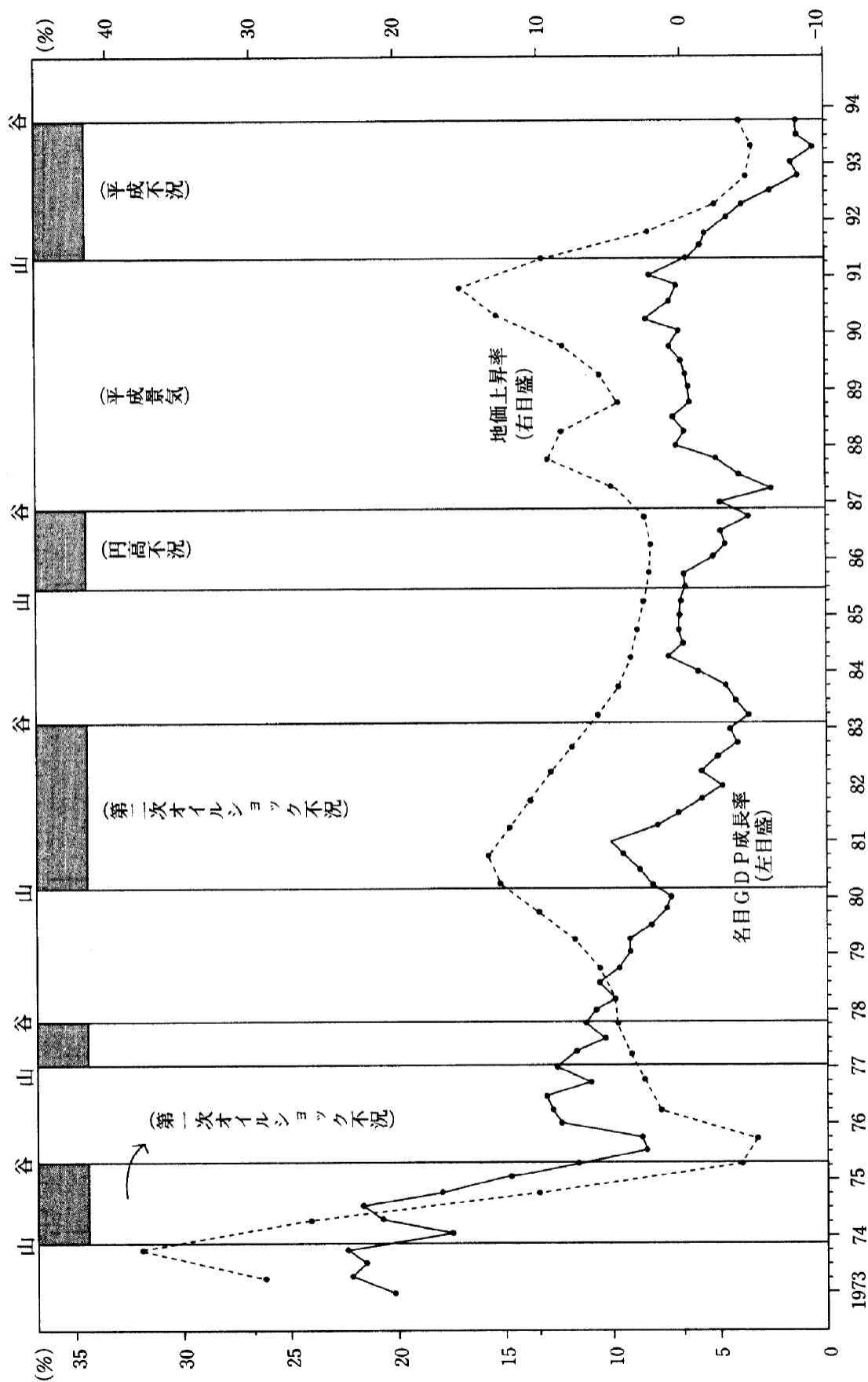
これまでの株価の動きをみると、70年代前半に激しい乱高下をみせたあと70年代中葉から80年代初頭までは比較的安定していたが、それ以後目覚ましい上昇をみせ、80年代後半まで持続的に上昇していく。日経平均株価（東証225種）の動きをみると、82年初の8,000円近い水準から9月に7,000円を割るところまで下落したあと、景気回

第13図 景気循環と株価の推移



(注) シャドローは景気後退期。株価は東証株価指数(TOPIX)の前年同期比。  
(出所) 東京証券取引所「証券統計年報」各年版より算出、作成。

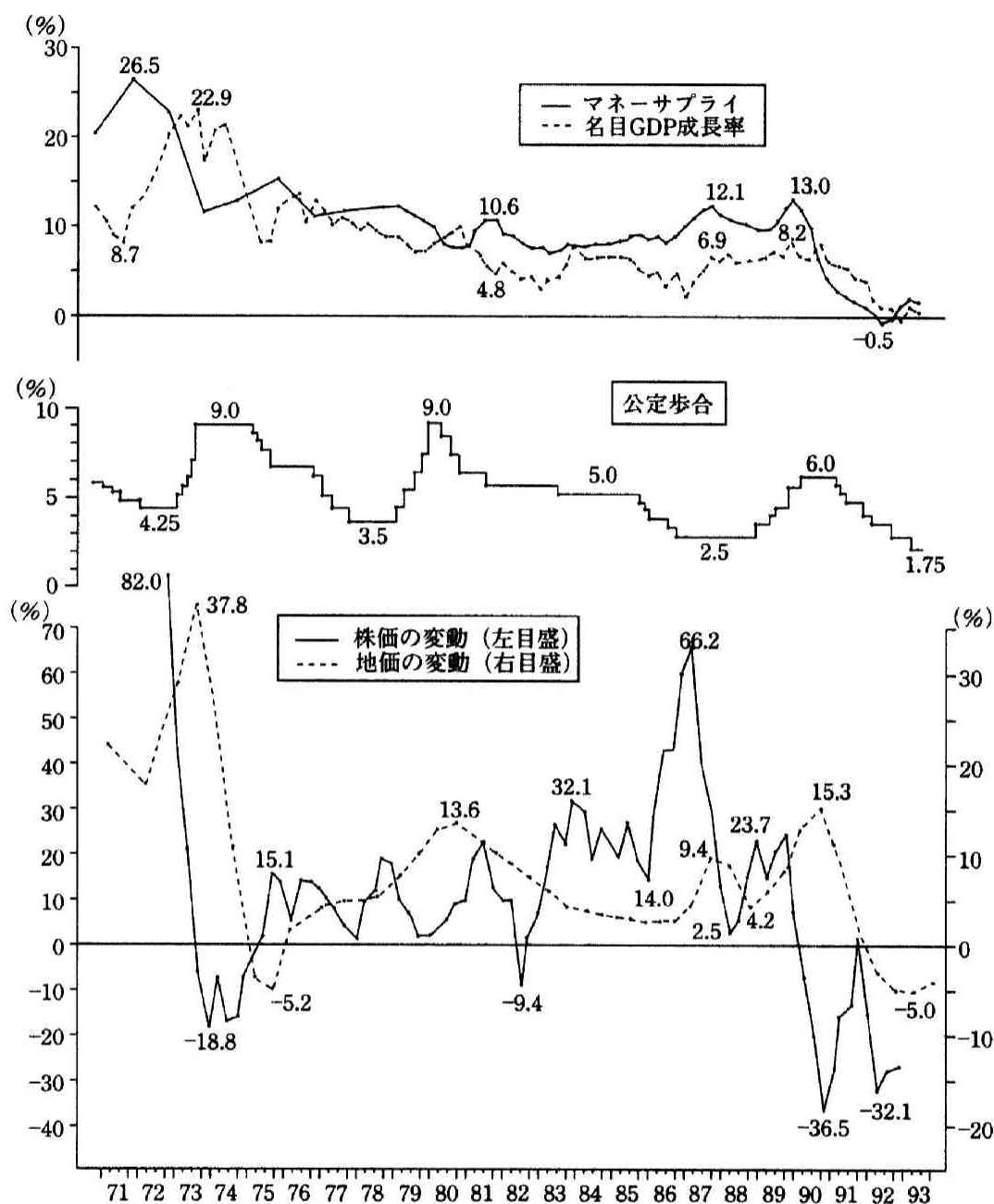
第14図 経済成長と地価の変動



(注) シェードローは景気後退期。地価は全国住宅地価格指数 (前年同期比)。経済成長率は名目GDP (四半期毎, 前年同期比)。  
 (出所) 経済企画庁「長期通及系列・国民経済計算年報」(平成7年版, 「フロー」編暦年主要系列表), 日本不動産研究所「市街地価格指数」(日銀『経済統計年報』平成7年版, p. 19) より作成。



第15図 金融政策と資産価格の変動



(注) マネーサプライ：  $M_2 + CD$  平均残高の前年比（71～78年），前年同期比（79～93年）。  
 名目GDP成長率： 名目GDP（1985年基準）の前年同期比  
 株価の変動： 東証株価指数の四半期平均値の前年同期比  
 地価の変動： 「市街地価格指数」（全国・住宅地）の前年比（71～72年），前年同期比（73～93年）。

(出所) 日本銀行『経済統計年報』（平成7年版，「主要経済指標」），経済企画庁『国民経済計算年報』平成7年版（フロー編暦年主要系列表・四半期），東京証券取引所『証券統計年報』各年版，日本不動産研究所「市街地価格指数」より作成。

復（第二次オイルショック不況からの脱出）に一步先んじて急速な上昇を開始し、84年初頭には10,000円を突破、85年末には13,000円を超えていた。プラザ合意後の超金融緩和政策のもとで、あるいは地価上昇による含み資産などに後押しされて上昇スピードはさらに加速し、周知のように、89年末には38,915円87銭まで暴騰する。80年代における株価上昇傾向はすでに83年頃から始まっていたのである。

折しもこの時期は、80年代初頭以来の輸出の好調と相俟って、第二次オイルショック後の世界的不況をいち早く乗り切った日本経済の良好なパフォーマンスが世界的にも注目されるようになってきた時期であり、ハイテク産業など新しい産業が勃興し、新時代に向けての産業構造の転換も語られはじめた時期でもあった。こうした良好なビジネス・コンフィデンスが80年代前半の株価上昇のベースにあった。そしてそれは80年代後半にも基本的にはそのまま引き継がれ、さらに低金利、地価上昇、そして戦後最大級の大型景気の進行などによって増幅されていったのである。

日本の地価上昇には3つの大きな山がある。1960年代の地価急上昇は、旺盛な設備投資に支えられた高度経済成長を反映して、工業用地の開発、取得にリードされたものであった。70年代初頭の第2の山は、列島改造論や都市化の波の中での住宅地開発、取得を中心としたものであった。そして80年代の大きな山は、金融の国際化に伴ってマネーセンター化する東京におけるオフィス需要の高まりによって火をつけられ、東京圏の商業地から次第に大阪圏、名古屋圏、さらに地方の商業地、住宅地へと波及していった地価急騰の大きなうねりであった。

東京のマネーセンター化を予測して、次々に進出してくる外国資本や、国内企業の機能中枢の東京一極集中などによってオフィス需要が急増し、供給不足状況の中でオフィスビル建設ラッシュが始まり、まず東京都心の商業地に火がつき、地価上昇が首都圏へと広がりを見せはじめたのは80年代の前半、83～84年頃からのことであった。これが、80年代後半の低金利、カネ余り状況の中で

全国的な地価上昇へと広がっていったのである。

因みに、東京都区部（商業地）の地価上昇率は、超低金利時代に入った87年にはすでにピークアウトし、89年には早くも下落が始まっている。地価上昇率のピークは年を追って神奈川、千葉、埼玉などの東京圏（88年）、大阪圏（90年）、名古屋圏（90年）そして地方圏（91年）へと移っていった。地価上昇の中からいわゆる「バブル」を検証しようとしても、具体的分析においては、いつの時期のどこの地域の地価の問題として捉えればよいかは極めて難しい。もちろんもっとも重要な地域である東京圏あるいは都区部の地価を検証すべきということになるが、その地価はすでに87年にピークアウトしている。しばしば「地価バブル」の例証として、80年代末の地価高騰が取り上げられるが、この時期の地価高騰は主として都市周辺や地方における上昇が中心であるから、全国平均あるいは全用途平均といったかたちで括られて出てくる地価を分析して「バブル」の有無を論ずることで何が明らかにされるか、疑わしい点も残る。

ともあれ、株価、地価いずれをとっても、80年代の基本的な右上り傾向は80年代前半にすでに始まっており、低金利政策はそれを加速し、投機的狂躁の中で資産価格を異常な高みにまで押し上げるのに重要な役割を果たした“要因の1つ”であると捉えるべきだろう。

#### b) 資産市場の特異性と右上り神話

80年代の日本経済ではいわゆる「ストック化」が進み、資産取引が増え、次第に大きな役割を果たすようになってきたが、資産市場の発達は著しく遅れていた。

不動産市場をみると、小規模の木造住宅が主流である日本では、資産選択において住宅を資産として意識し、重視する度合いが極度に低く、新築を除けば欧米のような独立した住宅市場はほとんど無きに等しい。当然不動産といえば日本では土地を指すことが多い。

もともと土地はその基本的性格からして客観的な価格形成が行われにくいいうえに、前にもふれた

ように、日本は国土のわずか4.3%に、しかも都市部に集中して住宅、オフィス、工場が犇めきあっているうえに、土地の供給面では従来の土地政策、税制（たとえば割安で抜け穴の多い土地保有税）などによって円滑な土地供給、流通が妨げられており、ひとたび土地に対する需要が高まると地価が一気に急騰し、土地ブームを惹き起こしやすい状況にあった。

そのように土地供給が遅れ、需給の基本的バランスが崩れがちなところへ、80年代に入って、東京のマネーセンター化に伴う内外企業の東京への集中が生じ、オフィスビル需要を急増させ、内需拡大政策を受けての土地開発ラッシュと相俟って都心部地価を急騰させた。それが80年代中葉以降、金利低下や住宅取得能力の向上に支えられた住宅建設ブーム、「買い換え特例」などによって、周辺地域、地方へと波及していった。

景気拡大の持続および低金利、カネ余りのもとで、土地神話が定着し、ファンダメンタルズ価格からみた土地の採算性とは関係のないところで、地価上昇期待が地価上昇を呼び、企業を中心とした土地取引の投機的狂躁が進行したのである。低金利は地価を暴騰させた極めて重要な要因ではあったが、唯一の要因ではなかった。前掲第15図(p.37)は、金利が引上げられ、マネーサプライが収縮する局面でも、他の条件があれば、地価は高騰するというを示している。状況次第では、低金利は必要条件ですらない場合もありうるのである。

株式市場にも（土地市場ほどではないが）日本の特性、発達の遅れがみられる。親方日の丸が伝統的ベースで、欧米流の厳しい自由競争の風土が稀薄な日本経済にあって、企業間競争もコップの中での競争になりがちで、横並び意識、業容拡大、シェア争い指向が強い。そのためもあって株主は軽視され、経営者のリーダーシップは強力で、系列をベースにした「株式の持ち合い」、株式や土地による「含み益経営」が代表的経営パターンとなった。収益よりシェアを重視し、配当より株価（上昇）を重視するという経営者主権型の経営がそれである。

株価上昇は、資金調達面のみならず、株式持ち合いを通じた含み益経営の面からも望ましいことであり、多くの企業は、低収益体質をカバーするため低金利、カネ余りのもとで、両建て取引を拡大しつつ「財テク戦略」を展開し、株式を巡る投機的狂躁に積極的に参画していった。

証券会社も近代的ビジネスとは名ばかり、一般投資家を無視した、企業、機関投資家との馴れ合い、癒着が顕著であり、投資家に対する企業情報の開示も不徹底であり（これは証券会社だけの責任ではない）、自己責任原則の提示も不十分なまま株式投資を煽るだけ煽って、投機的狂躁の主役となった。

東京証券取引所を代表とする日本の資本市場も未発達で、投機への抵抗力が弱い現状であった。たとえば機関投資家におけるポートフォリオ・マネージャーとトレーダーがまったく未分離であることもあって、市場におけるザラ場取引は不活発で、寄り付き依存度が極めて高く、さらに寄り付き情報の事前開示の慣行などもあって、機関投資家の大口注文などのマーケット・インパクトが非常に強く、株価上昇時にはすぐさま投機的行動を呼び起こしやすい状況であった。

こうして日本の資本市場は、ひとたび株価上昇、地価上昇が始まると、それを加速させ、投機的狂躁にまで駆り立てやすい構造になっていたのである。

### c) 金融機関行動

日本の銀行ほど近代ビジネスとしてself-discipline（自己規律）に欠けるものは珍しい。政府の手厚い保護、規制（これも保護の一種）、行政指導などに支えられた「不倒神話」のもとで、コップの中での競争を繰り返してきた。横並び意識、業容拡大、シェア争い指向がそれである。

80年代に入って金融自由化が進むにつれ、銀行の競争環境は厳しくなっていた。銀行業務も従来は規制金利による調達、運用というものであったが、金利の自由化による資金調達コストの上昇、貸出競争にともなう運用益の縮小に直面することになった。加えて、70年代中葉から始まっ

た、企業の金融機関を通じた資金調達（間接金融）から金融市場からの直接調達（直接金融）への企業金融の転換が80年代に入って本格化し、大企業を中心とした企業の銀行離れが次第に明らかとなった。

こうしたなかで銀行の貸出構造も大きく変化する。大企業製造業中心であった貸出構造から中小企業、個人向けの増加、不動産関連融資の拡大と変化し、同時に長期貸出比率の高まりもあって、短期的には高い貸出金利息収入が得られても信用リスクが高くなるという、不安定な収益構造へと変化してきた。

全国銀行の不動産向け貸出は、すでに80年度以降増加しはじめており、80年代後半に入って急増する。特に円高不況下での資金需要低迷、大企業の銀行離れなどで生じたカネ余りと、地価の急上昇を受けて、85年末から87年初頭にかけて、全国銀行総貸出が平均11～12%で伸びていた時、不動産向け貸出は30%を超える驚くべき突出した伸びをみせている<sup>23</sup>。超低金利政策がとられる前のことである。

これ以後、銀行は一気に土地、株式という資産関連部門への資金運用になだれ込んでいく。全国銀行総貸出残高のうち、85年3月期には23.3%であった不動産関連3業種（不動産、ノンバンク、建設業）向け融資残高のシェアは、90年3月期の33.6%まで、5年間に10%以上も拡大している。また85～90年間に全銀総貸出高は年率で9.2%（3業種を除けば6.1%）しか伸びていないのに、3業種向けは17.5%（不動産業19.9%、ノンバンク20.7%）も伸びている。同期間に全銀総貸出に占めるシェアを52.9%から69.7%へ伸ばした中小企業、個人向け貸出残高のうち土地担保によるものがかなりの部分を占めていたことを合わせ考えると、銀行が如何に異常なペースで土地関連融資にのめり込んでいったかがわかる<sup>24</sup>。土地担保融資においては、従来60～70%がreasonableな掛目とされてきたが土地の右上り神話をもとに、次第に掛目は上昇し、投機的狂躁の中で120%を超えるabnormalなケースもあちこちでみられたといわれている。「土地を持っていなければ銀行

員はハナをひっかけてもくれない」といわれたのはこの頃のことである。都銀の支店長代理クラスが未利用の土地を物色して、北海道や九州まで歩き回っていたのもこの頃である。

これはと思う土地を見つけると、土地を担保に多額の資金を貸付け（借りさせ）、ノンバンクと組んで、財テク、マネーゲームに巻き込んでしまう。90年代中葉頃になって表面化してきた「変額保険」騒ぎも基本的には同じ手口である。顧客の側も安易にカネ儲けしようという姑息さ、自己責任原則についての意識の欠如という救い難い甘さがあって、それなりの責めを負わざるをえないが、情報や条件の十分な開示を怠ったまま、市場のルールやビジネス慣行にほとんど無知な人々を結果的に犠牲にした銀行の罪は重い。80年代初頭、消費者金融の新たな草創期に暴力団を使った「取り立て」で悪名を馳せた当時の「サラ金」もその資金の供給者、スポンサーは銀行だった。80年代後半、悪質不動産業者などが暴力団を使って土地の強奪をおこなったいわゆる「地上げ」の資金もまた銀行、ノンバンクから出ていたのである。

他方、銀行は80年代後半、エクティファイナンスが盛行するなか、株式持ち合いを通して株式保有を増やしていった。銀行は70年代の国債大量発行以来、有価証券への投資を増やしてきたが、有価証券投資全体に占めるシェアは、社債が一貫して低下傾向にあり、国債は80年以後低下しはじめた。かわって80年代後半にシェアを伸ばしてきたのが株式とその他証券（外貨建証券、受益証券など）である。特に株式は80年代末になって急速に増加し、有価証券に占めるシェアは85年の17.9%から90年の27.5%とおおよそ10%もシェアを高め、有価証券の中で最大の投資対象となった<sup>25</sup>。都市銀行の総資産に占める株式のシェアも85年の3.4%から90年の5.3%へと急増している<sup>26</sup>。

都市銀行や長期信用銀行などの有力銀行が架空の預金証書を偽造し、あるいは不正融資を教唆して財テク、マネーゲームを煽ったり、得体の知れない料亭経営者のマネーゲームに肩入れして巨額の損失を生じたりと、この時期の銀行を巡るいか



がわしい話は数多い。

こうして、政府の保護、規制、指導という safety net に安住した銀行は moral hazard に陥り、リスク管理、自己責任原則の意識が欠如したまま、資産市場の投機的狂躁にのめり込み、そうした狂躁を危険な高みにまで押上げたばかりか、投機の崩壊後は、自ら巨額の不良債権を抱えて不況を深刻化させ、景気回復を妨げる最大の足枷となっていたのである。

金融機関行動については銀行のみでなく、証券会社、生命保険会社をはじめとする機関投資家についてもふれる必要があるが、ここでは、もっとも重要な役割を果たした銀行行動についてふれるにとどめておく。

#### d) 企業、個人の投機マインド

80年代後半の円高不況は早々と克服され、その後も続けられた低金利政策、内需拡大政策などによって、企業をとりまく環境は急速に改善していった。

こうしたなかで企業は比較的豊富な内部資金に加えて、87年以後急増する国内外における株式発行を伴う資金調達（エクィティファイナンス<sup>20</sup>）、市中借入、および、87年以後行われたコマーシャル・ペーパー（CP）発行など、外部資金調達を活発に行った。この潤沢な資金で活発な設備投資を行い、力強い景気拡大を実現させただけでなく、土地や株式などの資産への投資も活発化させた。

この時期は、中小企業でも活発な土地投機がみられた。大蔵省『法人企業統計季報』でみると、中小企業の87年3月末の固定資産のうち土地資産残高は前期比5,350億円の増加であったが、平成景気頂点の91年3月末のそれは同じく前期比で1兆9,720億円増加している。この期間に大企業の土地資産残高増は約1.1倍であったのに対して、中小企業は約4倍近くも膨れ上がっている<sup>21</sup>。

資産価格の上昇が「含み資産」を増大させ、それがまた資金調達力を高め、いわゆる「両建て取引」を拡大させ、それがまた投資の拡大や資産価格の上昇をもたらすというスパイラルが生じ、資産価格は、土地レントや企業収益だけから類推さ

れるファンダメンタルズ価格の天井をはるかに超えて上昇していった。現実には、それがまたますます魅力的な投資対象となり、投機的狂躁が昂進していったのである。景気拡大が長期間持続し、企業業績も右上がりの改善を続けるなかで、企業経営者の市場についての読み、需要予測も次第に強気の、あるいは楽観的なものになっていき、好景気のさらなる持続を前提とした設備投資計画、雇用計画が建てられ、急速に資本ストックが積み上っていった<sup>22</sup>。事後的にみれば、需要の伸びが頭打ちになるとともに、積み上った資本ストックの少なからぬ部分が過剰ストックとして本格的な調整が行われることになるのだが、その時々状況では wishful thinking が支配し、場合によっては投資（投機）マインドがますます高められることもあって、feedback のタイミングを失いがちになるのが通常である。

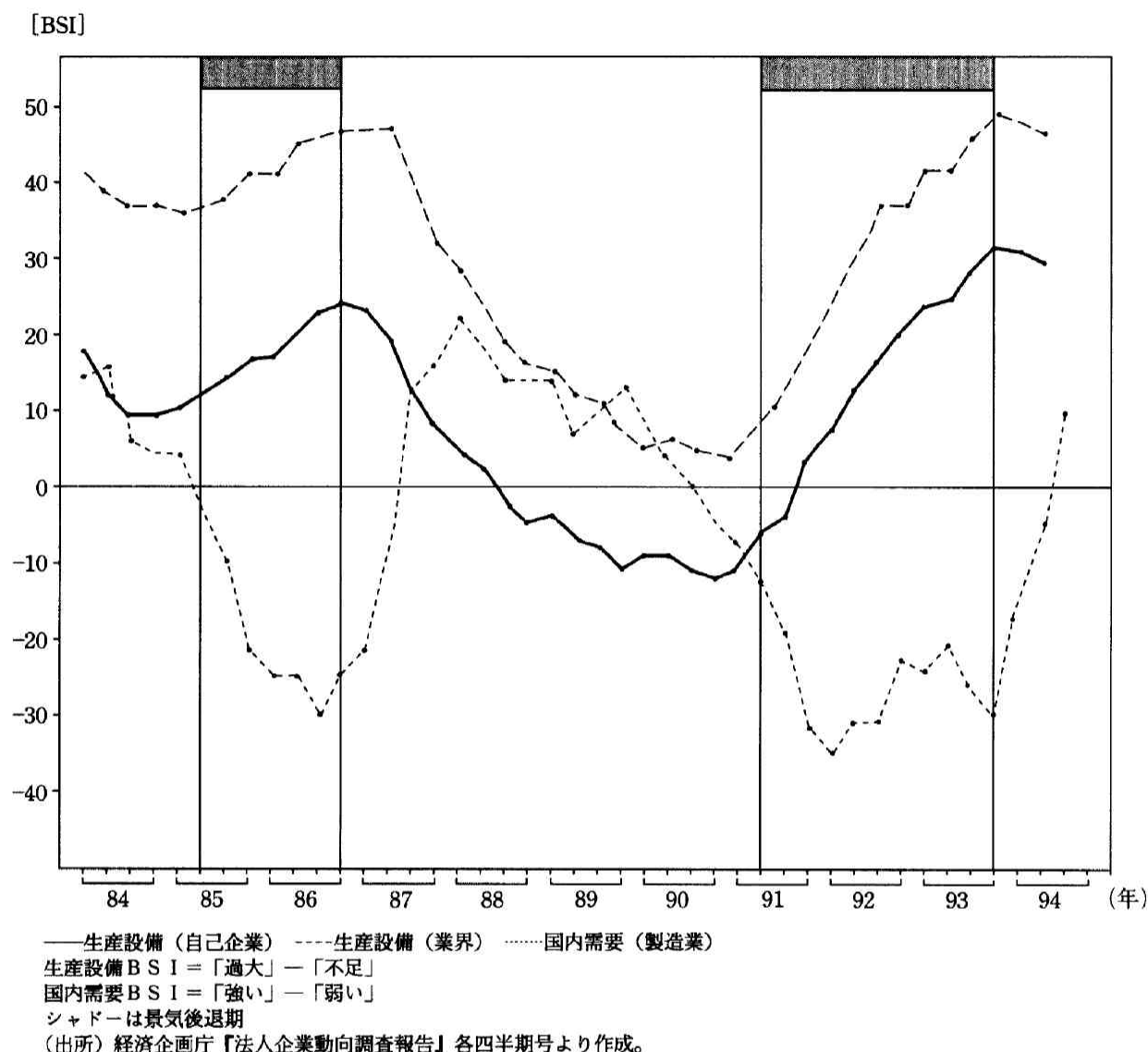
第16図で企業経営者の見通し[B S I]をみると、国内需要はすでに89年末から明らかな減退が始まっているとみているのに、業界全体の生産設備は91年に入るまで過大感はなく、自己企業の生産設備にいたっては、明らかな不足超が続き、平成不況に入ってからかなり経った91年の第IV四半期、国内需要が最低のところに落ち込んでいるとみる時期になってやっと、不足超から過大超に（しかも控え目に）転じている。製造業の設備投資が平成不況に突入した91年度でもまだ対前年比4.7%という伸びを示し、不況に入ってもまだ資本ストックが積み上げられていったことが頷ける。

家計にとっても、80年代後半は極めて良好な環境が続いた。景気回復とともに求人倍率は「いざなぎ景気」時の水準まで急上昇し、完全失業率も急降下して労働市場は人手不足に陥り、女子労働力の急増やパート、中途労働者が増加するなど、雇用環境は著しく改善した。雇用吸収力の強い内需主導型の景気拡大であったためである。

景気拡大の持続によって家計所得も安定的に伸び、一人当たり国民所得も世界の最高水準に達した。それらを背景に個人消費も着実に増大し、活発な設備投資とともに景気拡大を力強く支えた。



第16図 製造業・企業経営者の見通し  
[BSI] (季節調整系列)



こうした中で、部分的ながら急激な株価上昇を前にして、主としてキャピタルゲインを求める目的での市場参加がふえていった。証券会社のフロアーは一日中模様眺めの一般投資家で混雑した。

「たいていの場合、株を買うことは、どの馬も奇妙なことに大半は勝ってしまう競馬の馬券を買うのに似ていた。株価はうなぎ昇りの高騰を続けるばかりだった」

「株価が高騰した時、当時の一部の学者や識者は、景気は恒久的な高原状態に達したのであり、これ

こそ新時代の到来だと述べた。」

これは80年代の日本について書かれたものではない。F. L. Allen [1952]が1920年代の株式投機ブームについて書いたものである。日本でも同じようなことが起こったのである。

また、長期に亘る繁栄と国際化が進むなかで、人々の消費も次第に華美を競うようになってきた。海外旅行者の急増とも相俟って、高級品、ブランド指向が広がり、グルメ・ブームが始まった。Burstein [1988]があきれたように、世界中のルイ・ヴィトン製品の半数が日本で売られてお

り、ダンヒルの総売上の3分の1は日本で売られていた。自動車市場では「シーマ現象」という3ナンバーの大型高級車ブームが始まった。

また一方で個人の投機マインドも高まった。80年代末のマンションブームにおいても、6~7割は値上がり期待による投資（投機）であったといわれている。また総理府『土地問題に関する世論調査』（88年6月調査）によれば、「土地は貯金や株式等比べて有利な資産であるか」との問いに対して3分の2がはっきりyesと答えている。また総理府『暮らしと貯蓄に関する世論調査』（89年2月調査）では、「株式を持っている理由は何か」との問いに半数近くの人が「株式売買によって利益を得るため」と答えている。

投資対象としてゴルフ会員権をはじめとする各種会員権に投資する企業や個人も増えた。「億カン」と呼ばれる1億円以上するゴルフ会員権が多数登場し、数億円の会員権を買った人がいるというのが話題になったりもした。このようなアブノーマルなケースは別としても、この時期、多くの人が好景気の持続に浮かれ、濡れ手に粟をもくろむ投資（投機）に手を出したり、Bursteinのいわゆる「衝動的消費」を増やしていった。

このように企業や（より控え目ではあったが）個人が投機的狂躁や横柄な衝動的消費にのめり込んでしまった背景には、これまで第一次石油ショック、第二次石油ショックという日本経済を震撼させた2度に亘る危機を乗り越え、いままた日本経済に深刻なパラダイム転換を余儀なくさせる戦後最大の試練とも考えられた円高不況を意外に短期間で克服してきたという安心感と自信、世界一の純資産国になり一人当たり所得でも世界でもっとも豊かな経済大国になったという自負、それに80年代末の社会主義崩壊によって増した市場システムへの信頼感と、冷戦終結によって漂ってきた政治的安堵感、そういう種々の状況が縋いまぜになったものがあったものと思われる。

このような状況の下で、企業も、個人も、Galbraithのいわゆる financial euphoria に陥ったのである。

#### e) 政府の関与

80年代前半、東京のマネーセンター化、内外企業の東京一極集中が進み、東京都心部のオフィス不足が深刻になり、地価が急騰しはじめた。80年代後半には全国に波及し、爆発的な地価高騰と土地投機の大きなうねりが生じた。これは日本における特有の土地事情（土地の絶対量の不足および土地政策の立ち遅れ、税制の不備等）がある反面で、急速な経済成長が進めば、当然予測される事態であり、ある意味では土地という希少な生産要素にかかわる激しいボトルネック・インフレでもあった。

しかも80年代以後の日本経済の基本的流れは「市場開放」と「内需拡大」であり、とくに80年代前半から政府が次々に打ち出した内需拡大策は、プラザ合意後加速され、日本経済の外需主導型〔輸出・設備投資型〕から内需主導型〔消費・設備投資型〕への大転換が進行した。80年代の地価上昇はこのような内需拡大政策によって根底から支えられていたのである。

そうした中で、政府も地価高騰に重要な役割を果たした。

中曽根内閣の民活、民営化路線にもとづく、国公有地払下げ政策や、東京の国際金融センター構想の下で、オフィスビルが不足するという予測、宣伝を受けて、国土庁『首都改造計画』（85年5月）は、東京のマネーセンター化、巨大な都市づくりを謳い、西暦2000年までの15年間に床面積5000ヘクタール、霞ヶ関ビル（約14.3ha）に換算して350棟分のオフィスビルが必要と指摘した。経済企画庁総合計画局の推計では東京23区の85年のオフィス面積3924haが2000年には6079haになると予測した。これは霞ヶ関ビルに換算すると150棟、都心5区だけでは約100棟に相当する。

これが「前川レポート」、「（新）前川レポート」等の内需拡大政策とともに土地需要をさらに刺激し、地価急騰の流れを決定づけた。因みに、都心ではオフィスビル開発が急速化し、早くも92年には、2000年に予測されていたオフィス面積をす

でにクリアーしてしまった。驚くべきスピードでの建設ラッシュを、景気拡大の持続と低金利、企業の投機マインドが支えたわけだが、これが「平成不況」下で巨大な過剰ストックとなったのは周知の事実である。

激しい地価騰貴に対して、政府も土地の供給を増やそうとするが、「買い換え特例」が地価のさらなる上昇と都市部から周辺、地方への波及を早めたり、割安な「土地保有税」が土地の売り渋り、投機買いを助長するなど、土地政策の立ち遅れはむしろ、地価高騰、土地投機マインドを煽る結果となった。

政府も、86年4月というかなり早い時期から、「大蔵省・通達」等によってたびたび、地価急騰や過度な投機的行動を抑えるため信用面からの抑制を計った。

しかし、平成不況以後、都銀からノンバンク、種々の機関投資家にいたるまで、リスク管理を無視した限度のない放漫な投機的行動が実際に繰り返され、巨大な不良債権が生み出されてしまったことが明らかにされたように、当時の政府（大蔵省）による指導、規制はほとんど効果がなかった。むしろ、大蔵省の「管理」、「監督」が実際には如何に杜撰なものであったかが次々と明るみに出されたほどである。

加えて政府（大蔵省、日銀）は、限界まで登りつめた投機的狂躁が崩壊しかけた時期に至って初めて、急激な金利引き上げ、不動産関連融資総量規制などという荒療治で、激しくそれを潰し、不況深刻化の一因をつくった。

株価急騰についても政府は一役買った。

80年代後半、企業業績の向上持続、良好な金融環境（低金利、カネ余り）、地価上昇（含み資産）などを背景にして株価は急騰したが、政府はこれを奇貨として、80年代前半以来懸案であった財政再建に利用しようとした。それを代表するのがNTT株の放出である。

大蔵省は、86年10月、NTT株の一般売出し価格を119万7,000円と決定、11月に購入受付を開始、翌87年1月5日、政府保有NTT株の売出しを開始した。この1月末、東証平均株価は

20,000円を突破し、史上最高値を更新した。

いよいよ2月9日にNTT株は東京、大阪、名古屋の3証券取引所に上場されたが、買い人気が集まって初値がつかず、2日目になってやっとストップ高の160万円がつくという有様だった。同年10月のブラックマンデーによる市場の混乱がおさまってきた11月10日、大蔵省はNTT株（195万株）の第2次売出しをおこなった。売出し価格は1株255万円に跳ね上がっていた。

財政再建に役立ったとはいえ、株価高騰中の2次に亘る大量のNTT株市場放出は、一般家庭にまでキャピタルゲイン目当ての株式投機を浸透させた。政府自身が株価騰貴に悪乗りし、投機マインドを刺激する結果となった。以後、株式ブームは事実上放置され、それが限界に達したところで金利が急激に引き上げられ、崩壊のショックが倍加され、止めどない暴落が続くことになる。

#### f) 大型景気の長期持続

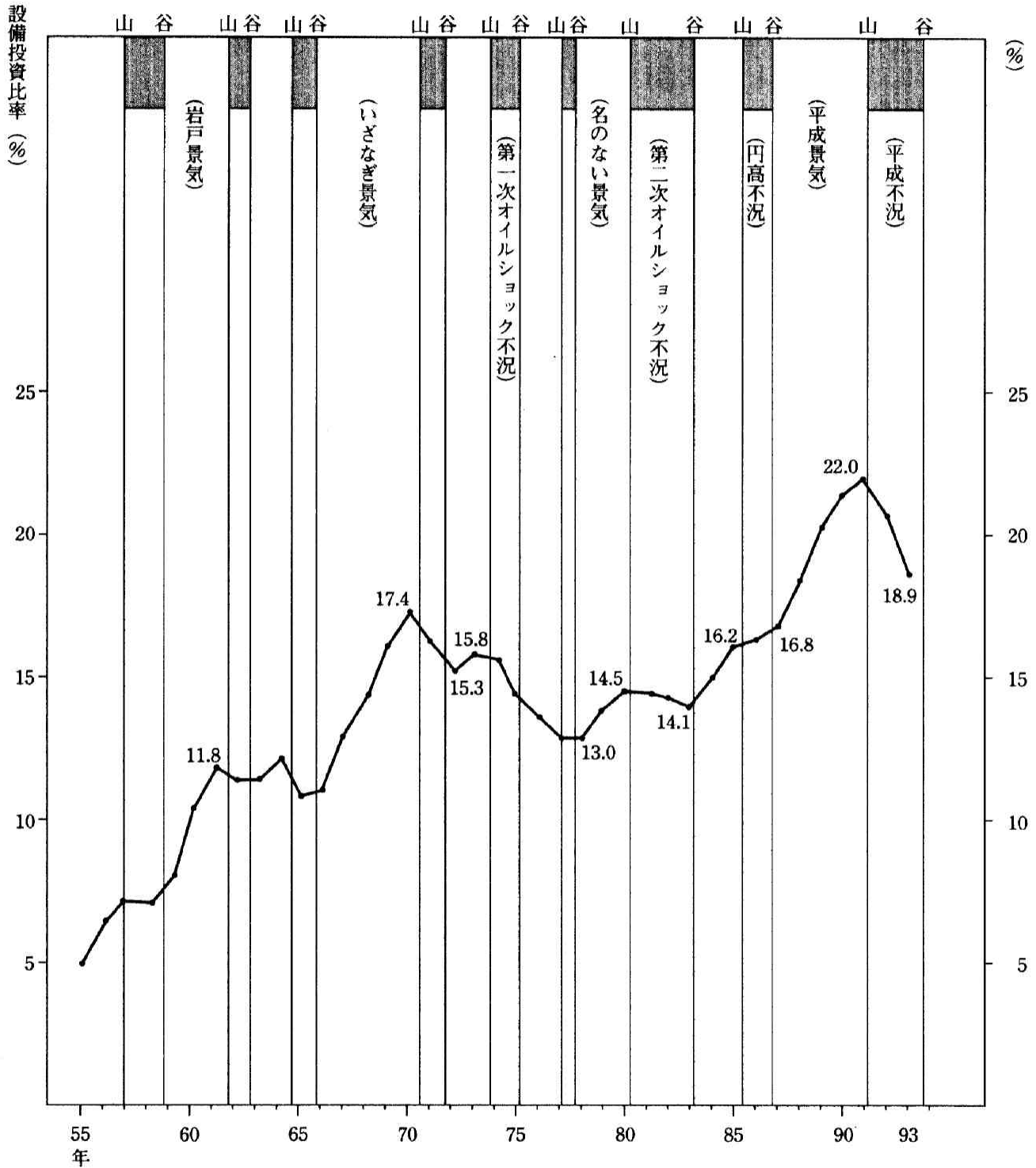
これまでの議論と多少重複するが、最後に指摘しておかなければならないのは、大型景気の長期持続という点である。

円高不況下でも落込むことのなかった企業の設備投資、住宅建設、個人消費に下支えされ、また政府による円高、不況対策に支えられた日本経済は、大方の危惧に反して不況を早々と（6四半期）脱出し（86年11月が谷）、87年以後は、製造業を中心とする活発な設備投資（第17図）と着実に増大する個人消費という2大要因に牽引された力強い景気拡大が続き、91年2月（山）まで51ヵ月、いざなぎ景気（57ヵ月）にほぼ匹敵する大型景気（「平成景気」）となった。

設備投資や個人消費に主導された点は他の景気拡大期と同じであるが、「平成景気」が他の循環と異なる特徴の1つは、輸入の伸びが高いのに対して、輸出が伸び悩んだことである。輸入は87年第Ⅱ四半期から90年第Ⅲ四半期まで、つまり平成景気のほとんどの期間中、GDP支出項目の中で最も高い伸びを続けた。それに対して輸出は、当初は逆に86年第Ⅳ四半期以下に減少し、その水準を回復するのに3四半期を要した。その後増加

第17図 設備投資循環

$$\text{設備投資比率 (\%)} = \frac{\text{民間企業設備(実質)}}{\text{GDP(実質)}} \times 100$$



(出所) 経済企画庁『長期選及主要系列・国民経済計算報告』、『国民経済計算年報』平成7年版(フロー編暦年主要系列表)より作成。シャドーは景気後退期。景気の山と谷は経済企画庁「景気基準日付」による。

しはじめたが、他の拡大局面と比べると増加テンポは極めて遅い。日本経済の内需主導型への転換が徐々に始まったのが窺われる。

主要産業の収益構造も内需依存型に転換しはじめた。主要企業の輸出比率(単独決算ベース)は85年度から91年度の間に変化している。(『日本経済新聞』調べ)

#### 【主要企業の輸出比率(85～90年度)】

—日本経済新聞, 93年4月5日号—

トヨタ自動車	48.0% → 35.2%
日産自動車	59.8% → 40.8%
日立製作所	33.2% → 23.5%
NEC	32.2% → 17.8%
シャープ	60.4% → 45.1%

製造業のみならず、いつも景気後退期の下支え役である非製造業、中小企業の投資も活発であり、企業業績も急速に改善していった。内需主導型の成長は雇用吸収力も高く、労働市場も活況を呈した。こうして80年代後半には、内需主導による、しかも全員参加型の、教科書的な、典型的な好況が出現したのである。

平成景気下で、「円」の価値は2倍以上に上昇し、従来からあった円の対内価値と対外価値のギャップは解消に向かい、現実の生活感との多少のギャップはあるものの、一人当たり所得は世界一の水準になり、またアメリカに代わって世界一の純資産大国になった。景気拡大による税収増などによって財政再建も順調に進み、79年度には公債依存度が34.7%、公債金収入でみた財政赤字がGNPの6%もあったのに、90年度には、それぞれ10.6%、1.7%まで健全化し、90年度当初予算では、15年ぶりに赤字国債から脱却した。財政再建は、経済成長によってもたらされた国民への重要な見返りである。景気拡大中に積み上げられた各種インフラストラクチャー、社会資本ストックは多くが実質的資産として残っていく。

「平成不況」に入ってから以後、投機的狂躁崩壊のショックがあまりにも激しく、生々しく、長く尾を引いたために、80年代後半を「資産バブル」によって特徴づけ、「バブル時代」などと捉える論調

が多い。たしかにそうしたマイナス面があったことも事実であり、それもまた重要な特徴ではあった。

しかし、より重要なのはより長いスパンからみた、日本経済の発展の流れからみた80年代の評価である。

80年代は日本経済の国際化、自由化が進み、世界経済の枠組みにおいても重要なパートナーとしてアメリカとともに責任を分かち合うべき立場にあり、それに応じたパラダイム転換を迫られていた。それを代表するのが輸出依存型から内需依存型への転換である。

戦後初めての大転換は徐々にであるとはいえ、現実には進行し始め、そこで生じた長期繁栄のもとで(意識とのギャップはあるにしても)国民の豊かさは確実に嵩上げされ、日々の生活および生活様式から環境、衛生、教育、文化などほとんどあらゆる面で(それぞれ程度の差はあれ)国民の充足感が高まっていった。80年代後半、マスメディアによって煽られたブランド指向、グルメブーム、3ナンバー(高級自動車)ブーム、海外旅行など、その一部がBurststein [1988] に conspicuous consumption (カネを持っていることを見せびらかす消費)として顰蹙を買った国民の行動も、それはそれで自らを中産階級の上の部類と意識するに至った大多数の日本人の「富裕化」を表わすものでもあった。

平成景気が拡大するプロセスで、企業は、第一次、第二次石油ショックを切り抜けたように、円高ショックからも立ち直り、活発な投資によって生産性を高め、世界市場でも十分に伍していく自信を得た。個人も、景気拡大の中で雇用は安定し、所得も着実に伸びていき、(豊かになる程不満も多くなるという点を差し引いて)以前よりははるかに快適で文化的な生活、社会生活を送れるようになったと実感しはじめた。

好景気が登りつめた、いわゆる景気の山近傍になると、何らかのボトルネックが生じたり、価格変動(上昇)の激しい分野が生じたりすると、激しい投機的行動が生じることはよくある。そして人々の間に wishful thinking が蔓延する。



「あらゆる人は、最も幸福な時に最もだまされやすい」(ウォルター・バジョット)

そしてひとたび狂躁が始まると、  
「個人としては結構まともで気のきいた人であっても、群衆の一員となると、とたんに馬鹿者になってしまう<sup>91</sup>」(フリードリッヒ・シラー)

企業は過去の実績を過信し、過大な需要予測に基づいて過大な設備投資計画、生産計画を建て、雇用を増やし、後になって身に沁みてわかる巨大な過剰資本ストックを積み上げていく。

金融機関は地価や株価の高騰を利用し、その右上り神話をひたすら信じて業容拡大、シェア拡大につとめる。収益率が低下傾向に転じて、それを収益量で補おうと、ますます投機的狂躁にのめり込んでいく。巨額の不良債権の誕生である。

家計では、ある人々は株式投機で一攫千金を夢み、さらに少数の人々は土地その他の不動産(ホテル、マンション etc.)で「濡れ手で粟」を目論む。そうした機会を持たない大多数の人々でも、ローンを組んで(しかも10~20年先まで所得の右上り増大を見込んで)住宅、マンション、別荘を購入する。いわゆる両建て取引の拡大である。ブームの崩壊と不況への転落後、投機をやりすぎた人のバランスシートは一挙に悪化し、借金地獄に苦しむことになる。

さらにほとんどの家計では、生活様式の高度化、消費の多様化、高級化を反映して、耐久消費財ストックが積み上っていく。これもまたブーム崩壊後は、家計のバランスシート調整を必至にするとともに、不況下の消費低迷のベースとなっていく。

こうして、いわゆる「バブル経済」が勃発したのである。繰り返し述べたように、この種の「バブル経済」は経済発展の過程で、景気循環が繰り返されるたびに、大なり小なり生じてきた。80年代後半に「バブル」としておそらく後世に語り継がれるであろうような topic となったのは、以上述べたような諸要因が、政府の超低金利政策、カネ余りと相俟って、いわば諸要因の「不運な一致」によって、これまで20~50年の不規則な周期で

現れてきた「投機の循環」を呼び起こしたのである。

## ②超低金利政策=対米協調の落とし子

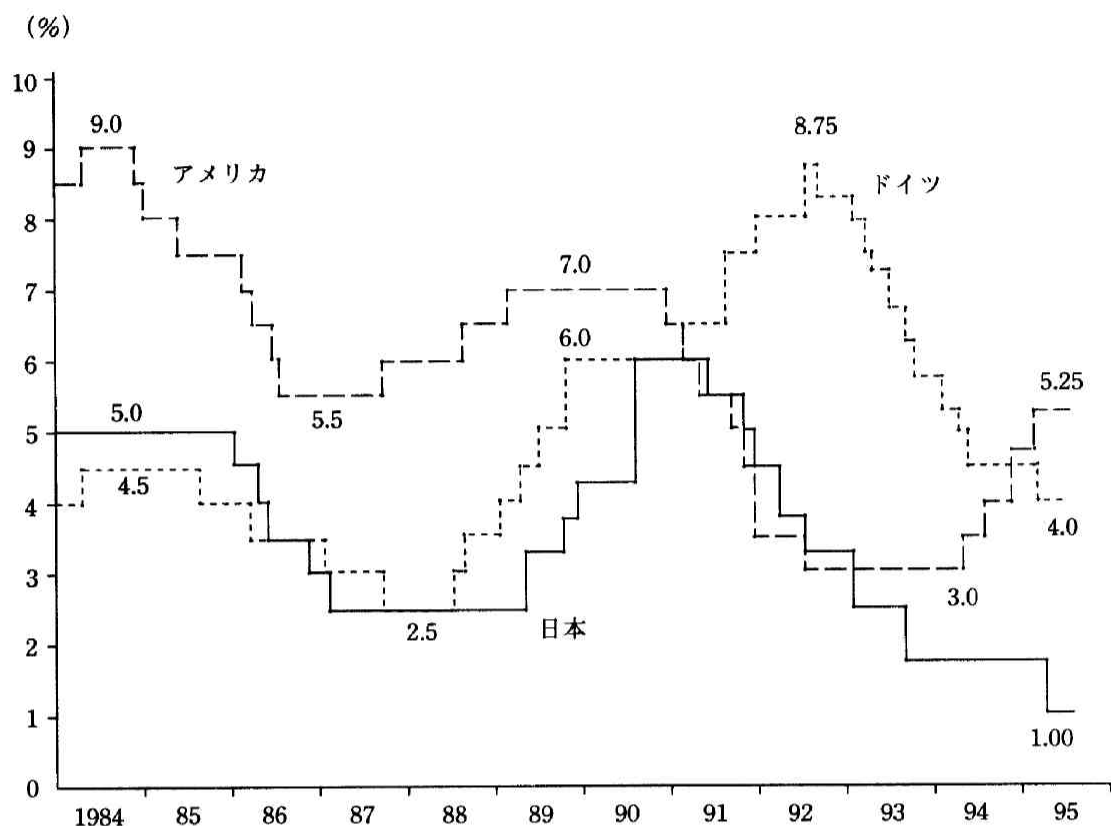
1985年9月のプラザ合意は、たんに主要各国の通貨調整だけを目指したものではなかった。もう一つの柱は、国際的不均衡を是正するための各国のマクロ政策の協調であった。

通貨調整が各国政府による為替市場への介入を通して異常ドル高を是正し、貿易通商面から不均衡を解消しようとするのに対して、マクロ政策協調は各国経済のパフォーマンスそのものに立ち入って、各国政府の政策の連携、整合を計り、国際不均衡を生み出す構造的格差を縮小させていくとするものであった。

政策協調は、各国政府の autonomy を侵害しかねないものであり、実現はなかなか困難なものであるが、アメリカ自身も、従来のビナインネグレクト政策を改め、諸悪の根源ともいべき財政赤字の削減を対外的に公約し、グラム・ラドマン・ホリングス法などで具体的に努力を開始した。アメリカの財政赤字とならんで国際的不均衡をもたらした二大要因の一つと目された巨大な経常黒字を抱えた日本も、貿易戦争の勃発、アメリカの保護主義高揚を回避するためにも、政策協調に積極的に取り組まざるをえなかった。80年代に拡大した国際的不均衡の中心は日米間の不均衡であり、最大の政策課題は、アメリカの財政赤字削減と日本の経常黒字削減であったからである。

プラザ合意は、通貨調整の面でも政策協調においても、ヨーロッパ主要諸国に対してよりもはるかに厳しい調整を日本に強いるものではあったが、日米協調を軸にして、85年以降、先進諸国間の協調関係が深まった。すでに述べたように、アメリカは世界経済秩序の要として世界をいわば支配し、リードしてきた圧倒的な優位を失い、国際不均衡の解消はおろか、国内不均衡(財政赤字、産業の衰退化、空洞化等)解消のためですら、主要諸国の協力を仰がなければならない状態に追い込まれた。こうして、プラザ会議以後、世界経済はア

第18図 主要国の公定歩合



(出所) 日本銀行『国際比較統計』各年号より作成。

アメリカを中心としながらも、従来のアメリカ一国支配のシステムから共同管理システムへと移行しはじめた。日本やドイツはいまやアメリカの重要なパートナーとして、世界経済の発展や諸問題の解決に大きな責任を負う立場に立たされたのである。

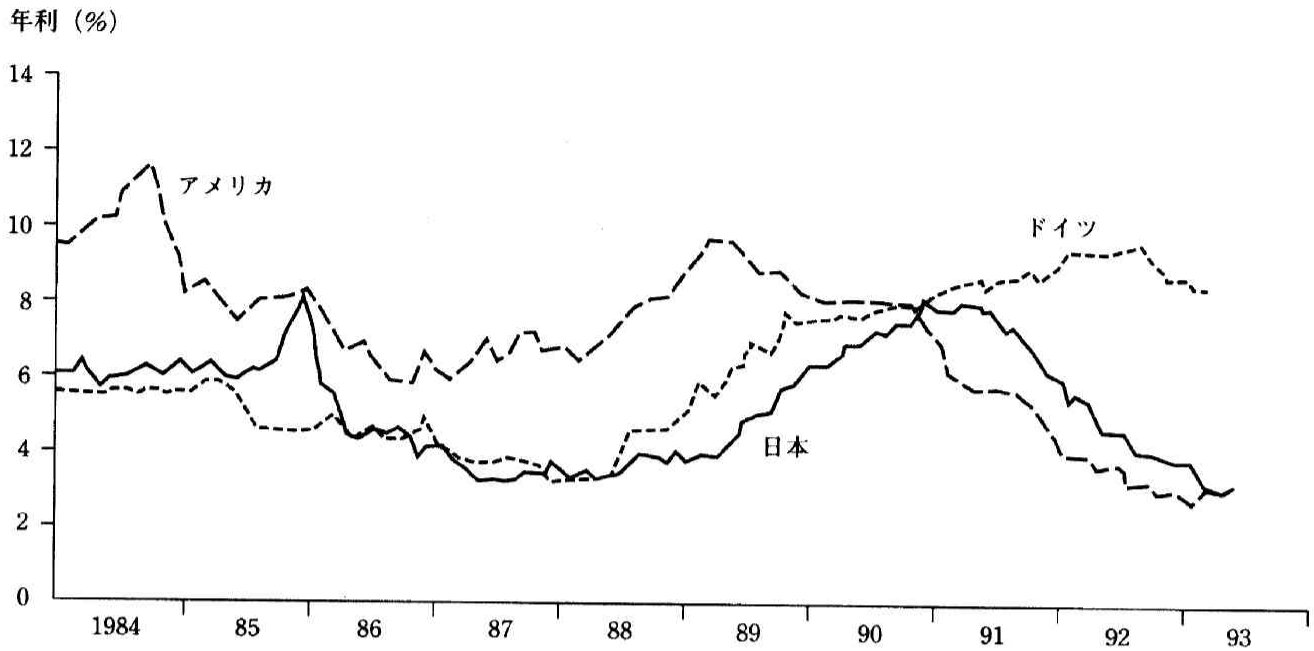
第18図は、米、日、独三国の公定歩合の推移をみたものだが、85年から90年にかけては、(金利の動きは、もちろん、たんに対米協調ということだけでなく、各国固有の状況、事情があるが)かなり明瞭な協調的動きが読み取れる。

日本に求められた政策協調は、経常収支不均衡解消(黒字削減)のための内需拡大政策と日米金利差維持のための低金利政策であった。しかし、財政政策の拡大(内需拡大策)は財政再建至上主義を墨守する大蔵省の抵抗が強かったため、マクロ政策面での対米協調は金融政策に偏重したかたちでおこなわれることになった。

アメリカはレーガン政権登場以来、前掲第1図

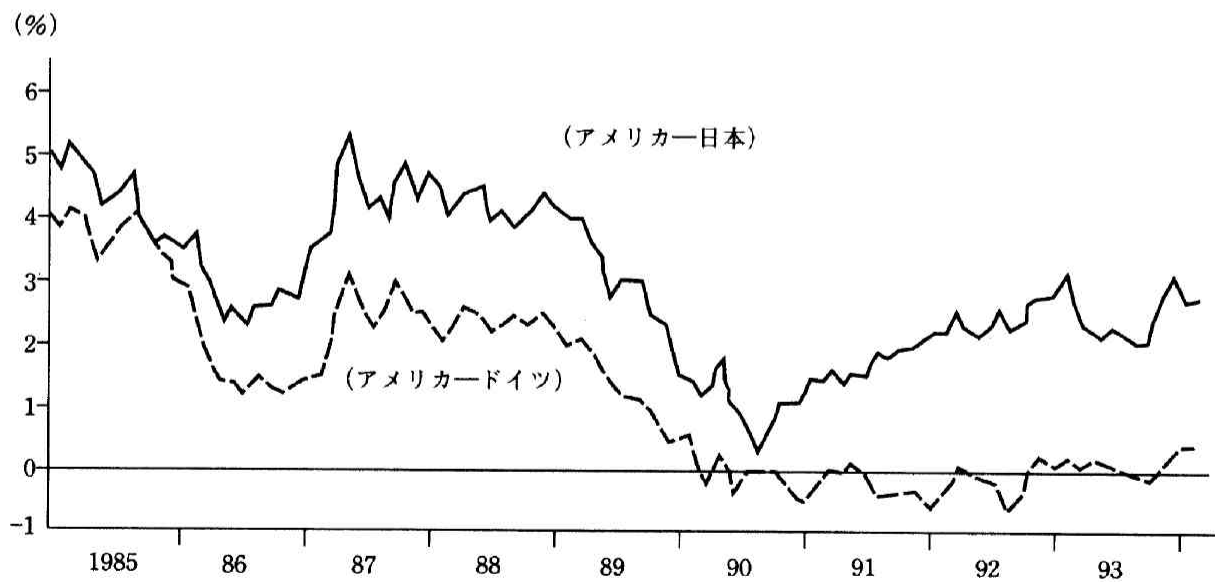
(p. 13) でみたように、財政赤字が急増し、そのファイナンスのため年々巨額の外国資金の流入を必要としてきた。財政赤字を国債残高でみると、「外国投資家・国際機関保有残高」は、金額も財政赤字全体に占めるシェアも増大した。85～89年の5年間に1,833億ドル、年平均367億ドルのスピードで増えた<sup>91)</sup>。前掲第7図(p. 24)からも窺われるように、日本の対米資本輸出は急増した。日本からアメリカへの資本輸出だけをとってみると、5年間で合計2,316億ドル、年平均463.2億ドルの増加である<sup>92)</sup>。資本輸出のすべてが政府証券に向かったわけではないが、かなりの部分が財務省証券などに向かったわけだから、アメリカ財政赤字の外国資本によるファイナンスの主役は「ジャパンマネー」であったといえることができる。したがって、ラフな表現でいえば、アメリカの財政赤字が経常赤字をもたらし、それが日本の歴大な経常黒字につながり、日本の経常黒字によってアメリカの財政赤字がファイナンスされるとい

第19図 主要国の短期金利の動き



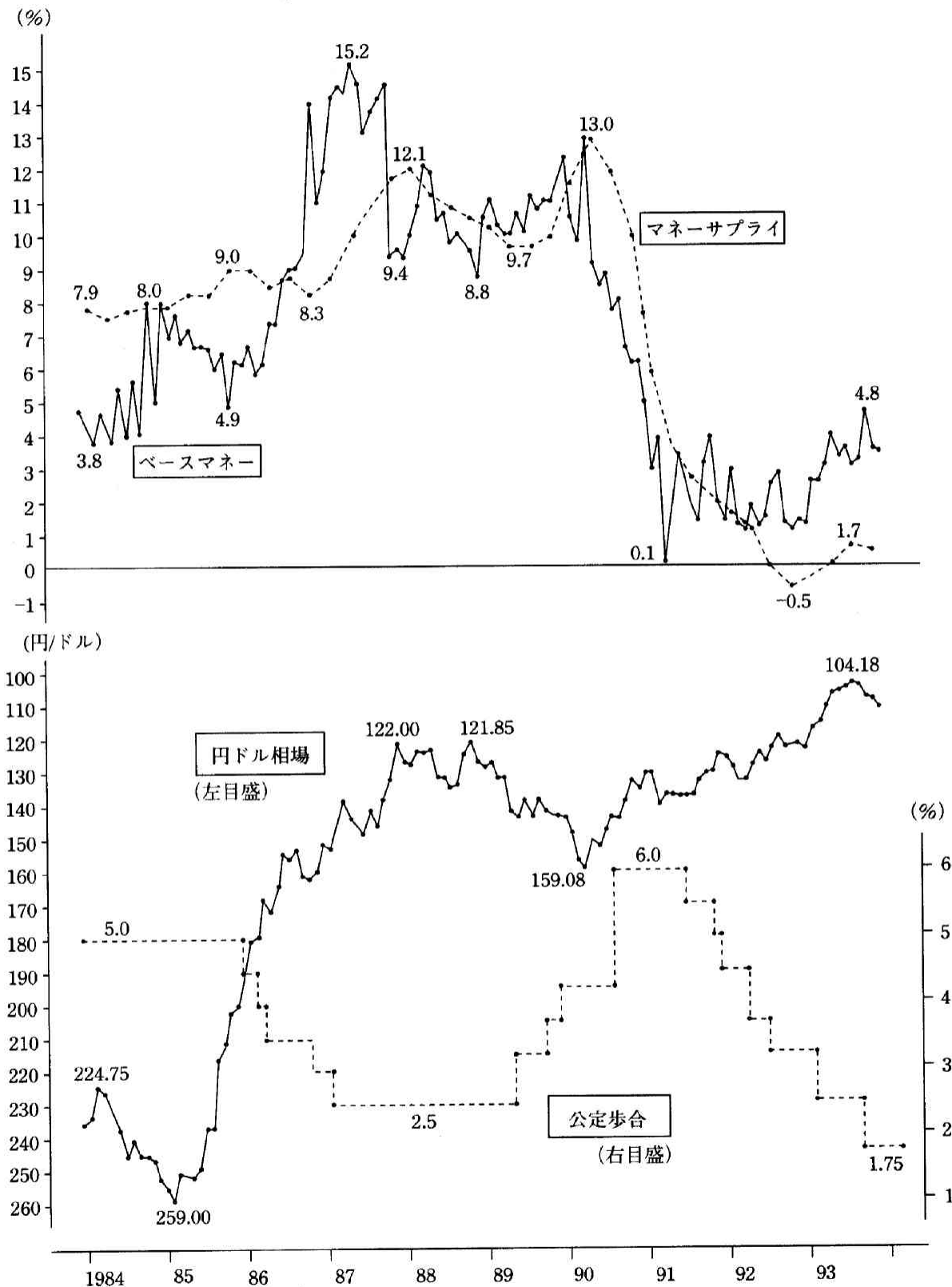
(注) 日本はコールレート (有担保翌日物)、アメリカはフェデラルファンドレート、ドイツはコールレート (翌日物)  
 (出所) 日本銀行『国際比較統計』1994, p. 6.

第20図 アメリカとの長期金利差



(注) 国債利回、アメリカは30年物、日本、ドイツは10年物  
 (出所) 日本銀行『国際比較統計』1994, p. 7.

第 21 図 ベースマネーとマネーサプライ



(注) ベースマネー＝流通現金＋日銀当座預金、数値は各月平均残高（準備率調整後）の前年同月比。

マネーサプライ＝ $M_2 + CD$  数値は四半期平均残高の前年同期比。

円ドル相場はインターバンク米ドル直物終値（月末）。

(出所) 日本銀行、『経済統計年報』平成 7 年版、「主要経済指標」より算出、作成。

う、いわば持ちつ持たれつの「依存の循環」が形成されたのである。

アメリカとしては、財政赤字ファイナンスのため巨額の外国資本を必要とし、そのためには金利を高めに維持したいが、国内経済の活性化、ドル高是正のためには金利を下げなければならない。そこで出てきたのが日本をはじめとする主要諸国の対米金利差維持の要請（要求）である。日本に対する要求は特に厳しかった。その結果が「超低金利政策」へとつながっていくのである。

第19図、第20図によって、少なくとも90年までは、各国によって対米金利差が維持されていたことがわかる。第18図と合わせ考えると、アメリカの金利引下げに合わせて、あるいはほとんど同時に、各国がたびたび協調利下げを行なったことがわかる<sup>99</sup>。

80年代後半の超低金利は、たんに円高、不況対策というだけでなく、プラザ合意にもとづく対米協調（金利差維持）によるものでもあったのである。

こうしてプラザ会議以後、日本は「低金利」と「円高」の同時達成を迫られた。

マンデル・フレミング・モデルでいえば、金融緩和政策をとり金利を引下げると、為替相場が下がり（日本の場合でいうと円安になり）、経常収支は改善する（黒字が増える）ということになるが、80年代後半の日本で起こったことは、第21図でもみられるように、金利が下がり、為替が上り（円高になり）、かつ経常黒字が減少する（87年以後）というものだった。日本は「低金利」と「円高」を同時に達成したのである。

「低金利」と「円高」の同時達成を可能にした要因はいくつかある。

まず第1は、円高（ドル安）はratchet（逆転防止の歯止め）をかませながらの徹底的なものにするという合意のもとで進められたが、日本はこれを、政府の円高不況対策、輸出型加工工業を中心とする企業の合理化、生産性向上努力などによって早期に克服し、適応していくことができた。これに加えて、前にも述べたように、急激な円高が、80年代前半の異常なドル高（円安）からの長期均

衡レートへの回帰という性格があったことも指摘しておかなければならないだろう。

第2は、物価の安定である。

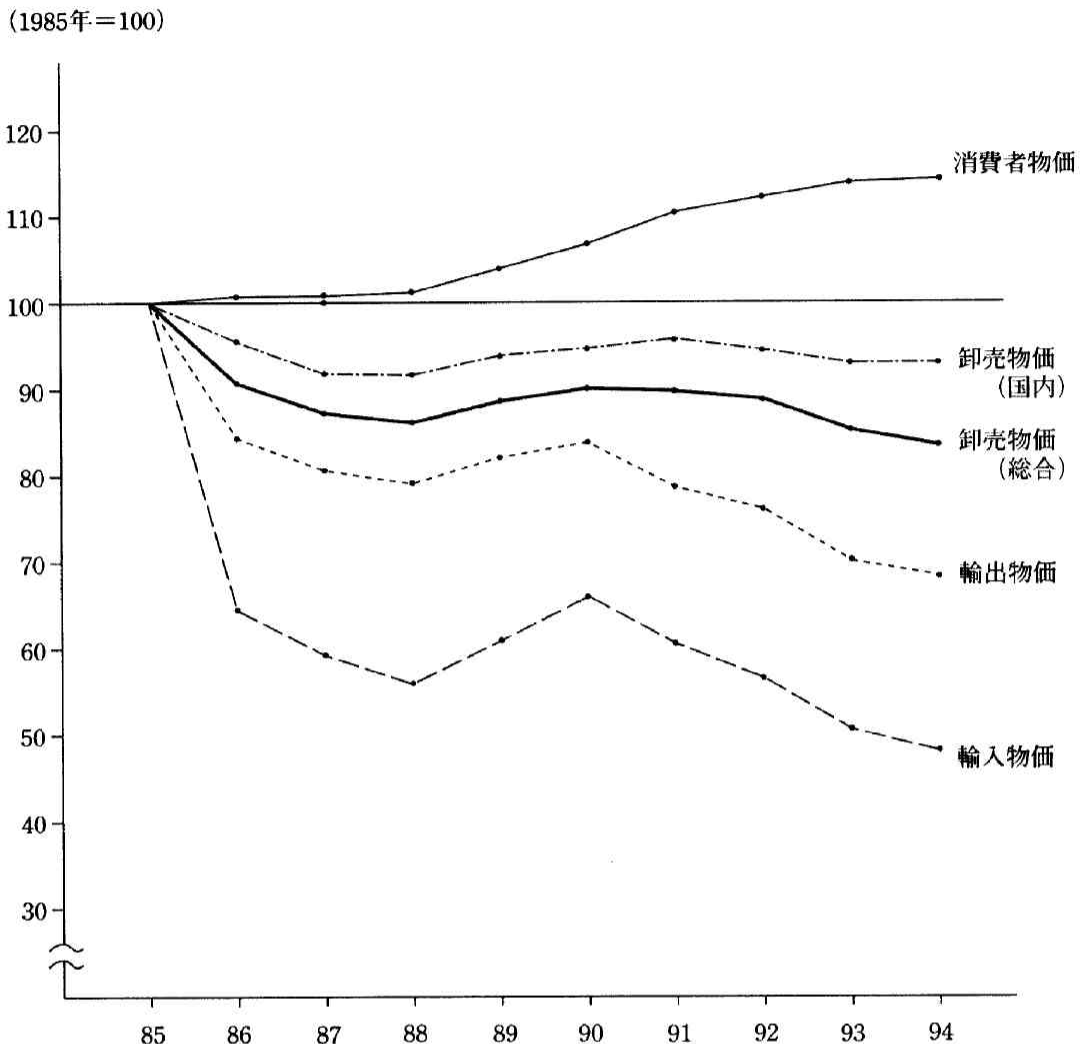
吉野他[1993]、浅子、加納[1989]でも明らかにされているように、80年代に入ってから日本の金融政策は、70年代までの物価、マネーサプライを重視した政策運営から、物価、為替レート重視に変化してくる。とくに80年代後半は、石油価格の急落をはじめとする円高局面での輸入物価の低落など、全般的に物価が安定していたため、対米協調の重しがかかった低金利政策を可能にしたのである。（第22図参照）

資産価格高騰についてふれておけば、本来なら、株価、地価など資産価格が上昇して取引が拡大してくると、資金需要が高まり、金利を押上げるものだが、第21図にもみられる通り、資産価格が急上昇した86～87年にかけて、おそらくは前掲第6図（p. 23）でみた巨額のドル買い介入を背景にして、異常とも思えるハイペースでベースマネーを同調的に供給している。こうしたことも金利の低目安定をもたらした一因である。そしてこれが、資産価格をさらに高騰させ、「資産バブル」と呼ばれた投機的狂躁を生み出した重要な要因の一つとなってしまったのも周知の通りである。

「通貨調整」と「マクロ政策協調」を2本の柱とするプラザ合意は、以上みたように、国際協調という大枠の下で、日本に「低金利」と「円高」の同時達成を要求し、日本はそれを現実に達成した。貿易戦争が勃発したら最も大きな打撃を受けるであろう日本は、新たに機能しはじめた世界経済の共同管理システムにおけるアメリカの重要なパートナーとして責任を果たしたことになるが、その反面で、資産価格の暴騰、投機的狂躁経済を生み出してしまった。低金利政策との関わりの範囲でいえば、「バブル経済」は、日本経済が長期に亘って享受した繁栄の落とし子であっただけでなく、国際（対米）協調の副産物、世界経済安定化のためのコストであったともいえる。



第22図 物価の推移 (1985~94)



(出所) 日銀『物価指数年報』平成3年版, p. 22-23, 平成8年版, p. 22-23, 総務庁『消費者物価指数年報』平成7年版, p. 398 ほかより算出, 作成。

## 注

- (1) J. K. Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria, Financial Genius is Before the Fall*, 1990. 鈴木哲太郎訳『バブルの物語～暴落の前に天才がいる～』(1991年5月)
- (2) Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, 1932.
- (3) Mackay, *op. cit.*, p. 72. (Galbraith, 前掲邦訳, p. 77)
- (4) Galbraith, 前掲邦訳, p. 78
- (5) 内訳は土地(森林等を除く)33.4%, 株式8.3%となっている。経済企画庁『長期週及主要系列・国民経済計算報告～昭和60年基準～』ストック編および『国民経済計算年報』(平成7年版)ストック編付表1参照。  
ただし、株式は90年にはすでに暴落し初めておりここには90年のキャピタルロスも含まれている。株価がピークをうった89年末時点で見ると、土地(森林等を除く)31.3%, 株式13.0%, 合計44.3%を占めている。
- (6) キャピタルゲイン(ロス)については、経済企画庁『国民経済計算年報』(平成7年版)フロー編主要系列表1およびストック編付表1の「調整額」より算出。
- (7) 主なものを発表順に掲げれば以下の通りである。

- ・野口悠紀雄『土地の経済学』1989年
- ・宮尾尊弘『「ストック経済」の時代』1989年
- ・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
- ・野口悠紀雄『ストック経済を考える』1991年
- ・原田泰, 井上裕行『土地・住宅の経済学』1991年
- ・岩田規久男『ストック経済の構造』1992年
- ・伊藤隆敏, 野口悠紀雄『分析・日本経済のストック化』(シリーズ現代研究・4)1992年
- ・野口悠紀雄『バブルの経済学～日本経済に何が起こったのか～』1992年
- ・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『資産価格変動のメカニズムとその経済効果』(『フィナンシャル・レビュー』第30号, 1993年)
- (8) 経済企画庁『国民経済計算年報』(平成7年版)ストック編付表1, 及び, FRB, *Balance Sheets for the U. S. Economy 1960~91*, March 1992. 参照
- (9) K. E. Boulding は, *Economics As A Science*, 1970 (とくにその第1章, *Economics as a social Science*)において, 社会システムは脅迫システム, 交換システム, 統合システム

の3つのサブ・システムからなっていると。簡単に説明すると、

脅迫システム (threat system) は主として政治に代表されるもので、かつての世界では奴隷制、中世の封建制、近世専制政治、さらには社会主義などの統制システムなどがこれにあたり、現代ではさしずめ、憲法にはじまり刑法、商法、税法、交通法規などから外交、防衛等々にいたる社会的に公認された強制的ルールの保持に関わるものである。それへの違背に対してはほとんどの場合何らかの penalty が伴う。交換システム (exchange system) は、対等な当事者間の交換を基礎とするもので、脅迫システムと比べてはるかに強い発展の動機を有する。市場経済システムがこれにあたる。しかし財であれ、サービスであれ、交換可能物 (exchangeables) を保有しない者はこのシステムにおいては直接の当事者たりえない。Boulding が integrative relationships と表現している統合システム (integrated system) は、いってみれば「私とあなたの仲ではないか」といういわゆる identity を基礎とするもので、狭くは親子、兄弟の家族関係から地域共同体、国民、さらには世界人類にいたるまでの相互関係を律するもので、脅迫システム、交換システムをも含んでの社会的調整、福祉、国際協力、援助等々がその実体である。

(10) *Economic Report of the president*. 1995. p. 308 参照

(11) U.S. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*. 1995 June. p. 60 参照

(12) 日銀『国際比較統計』1994. pp. 9, 73, 77 参照

(13) James Dale Davidson & Sir William Rees-Mogg. *The Blood in The Streets*. 1987. 鈴木主税訳『世界経済が破綻する時～破局の中での投資法～』1987 (草思社). p. 168

(14) 石崎昭彦『日米経済の逆転』東京大学出版会 (1990年), p. 23-4

(15) 73～80年間の黒字額合計は7兆4,053億円、赤字額合計は6兆1,094億円、ドル表示では黒字合計311億3,200万ドル、赤字額合計250億1,100万ドルである。(日本銀行『国際収支統計月報』参照、ただしドル表示額は95年12月までしか発表されていない。96年以後の貿易統計は主要先進国と同じく、自国通貨 (円) 表示のみに統一された)。

(16) 85年9月7日、アメリカ政府は日本、韓国、ブラジルに対して通商法301条を発効し、日本ではたばこ、皮革製品が対象品目とされた。

(17) スーパー301条は89,90年の2年間に限られたもので、これらの調査手続きは、90年3月までに日米間で合意が成立したため、終了した。

(18) Volker & Gyonten [1992], *CHANGING FORTUNES*, (江澤雄一監訳『富の興亡～円とドルの歴史～』p. 336)

当時の連邦準備制度理事会 (FRB) 議長 P. ボルカーはまた、「ブラザ合意は、為替相場の変動に対し、少なくとも何らかの公的コントロールを取り戻そうとする試みであった」(p. 339)、そして「ブラザ合意で特記すべきことは、過去何年にもわたって強力に抵抗してきた円価値の急激な上昇に日本が協力したことだった」(p. 335)と述べている。

(19) 前掲書, p. 335

P. ボルカーはまた、「ブラザ合意全体は、変動相場が10年以上前に始まって以来、大西洋をはさんで、また太平洋をはさんで、為替相場を誘導しようとする最も野心的で最も粘り強い努力」と評している。(p. 335)

(20) のちに確定された経済企画庁・景気基準日付によれば、85年6月がピークであり、翌7月から86年11月のボトムまではいわゆる「円高不況」期にあたっている。ブラザ合意とそ

の後の円高調整のための市場介入はいわゆる不況期に含まれていたことになるが、不況下にあるという認識は稀薄であったように思われる。当時の経済企画庁『月例経済報告』では、86年2月までは「景気は緩やかな拡大持続」とされており、86年3月にいって初めて「円高による企業の景況観への影響」についてふれ、「不況」の官庁的表現である「景気拡大の足取りは緩慢」が登場するのは86年5月以降のことである。したがって86年1月30日の5.0%から4.5%への(83年10月以来2年3カ月ぶりの) 公定歩合引下げ、3月10日の4.0%への第2回引下げも、本格的な不況対策というより、円高対策、さらには後に述べるアメリカとの協調利下げの色彩が濃い。1月30日の引下げは前年10月末の日銀独断のフライング (短期金利の突然の高め誘導) に対するアメリカの激しい反発、1月18日のG5・ロンドン会議における協調利下げ合意、3月10日の引下げもアメリカの公定歩合引下げ (7.5→7.0%) への協調利下げ、というコンテクストでとらえるのが妥当だろう。

(21) 日本銀行『国際収支統計月報』各号、『経済統計年報』参照 86～88年の3年間に日本の外貨準備は711億5,000万ドルも増加した。この時期経常収支黒字は87年をピークに減少に転じているから、外貨準備増のほとんどはドル買い介入によるものとみてよいだろう。これが国内ではベースマネー (ハイパワードマネー) の供給を増大させ、さらに貨幣乗数 (当時は11～12) を通してマネーサプライを急増させ、資産価格暴騰、投機的狂躁の温床になっていくのである。

(22) 伊藤元重氏も、西村、三輪編 [1990] におけるコメント「土地価格について」においてこの点を指摘している (p. 279)

(23) 経済企画庁『経済白書』平成5年版, p. 142 参照

(24) 大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 25 (吉野他 [1993]) p. 86 参照

(25) 前掲書, p. 93

(26) 東京証券取引所『証券統計年報』1994, p. 270 参照

(27) 87～90年の4年間に66.7兆円を調達した。(東京証券取引所『証券統計年報』1995, p. 134～5)

(28) 東洋経済『統計月報』95年4月号, p. 36 参照

(29) この点は、日本開発銀行『設備投資計画調査報告』、経済企画庁『企業行動に関するアンケート調査』、同『主要産業の設備投資計画』における需要予測や設備投資の目的などによって確かめられる。

(30) Galbraith [1990] 邦訳 p. 23, p. 17

(31) IMF, *International Financial Statistics*. 1994, p. 111

(32) U. S. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*, various issues, "U. S. International Transaction, by Ares"

(33) ただし、85年末に日本の短期金利が突如急上昇し、日米金利差がほとんどゼロにまで縮小したのは、金利政策という専管事項を日米の政治関係の中で侵害されたと考えた日本銀行 (とくにその中でも国際的均衡より国内的均衡を重視する人々) が独断で金利を高目誘導し、ブラザ合意とはまったく相反する事態を惹き起こしたためといわれているが、これはアメリカの激しい反発にもあい、早期に是正された。日銀の独立性は金融政策の中立性を担保するものであるが、縄張り意識に墮すると、平成景気末期の「バブル退治」を気取った急激な金利引上げ (マクロ政策をミクロに適用) や、逆に平成不況転落後の金融政策の出し渋り (金利引下げの遅れ) などによって、不況をより激しいものにし、必要以上に長引かせることにもなる。

## 付 記

## (1) 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、本小論では第8図をはじめとして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発表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。

## (2) “ドル表示”について

大蔵省は、96年4月の貿易統計（通関統計）から円表示、ドル表示の併記を中止し、円表示のみとした。自国通貨建てのみでの発表という主要諸国に足並みを揃えたこと、国際収支統計、貿易統計と各種国内統計との整合性、また為替相場の激しい変動により円表示とドル表示が乖離したり、逆の動きを示したりして、実態の動きを的確に表わさなくなったりすることがある、等の理由が挙げられている。

しかし、（円ドルの基準相場のとり方によっては必ずしも実態を性格に表わしているといえない場合もあるが）たとえば第7図や第10図のようにアメリカとの貿易、投資関係や国際的不均衡をみる場合はドル表示でなければならない。したがって、アメリカ商務省の統計はもちろんだドル建てである

が、日本銀行『貿易収支統計月報』、『経済統計年報』、『経済統計月報』等については、円表示に統一される以前のものを利用した。

## (3) 「全国銀行」について

本文中でとりあげられている「全国銀行」とは、都市銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ、信託銀行、長期信用銀行の合計を指す。地方銀行Ⅱは第二地方銀行協会加盟の地方銀行で、89年3月までは相互銀行の計数、92年4月からは相互銀行を含まない。

## (4) 「ドイツ」の表記について

本文中「ドイツ」は、1990年10月3日の“ドイツ統一”以前は「西ドイツ」、以後は「統一ドイツ」を指す。したがって、第10図などは1990年までは西ドイツ、以後は統一ドイツについてのものである。

## 【参考資料】

## 《公式統計等》

OECD, *National Accounts, volume I & II*, 1994

U. S. Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, various years.

IMF, *International Financial Statistics, Yearbook*, various years.

U. S. Dept. of commerce, *Survey of Current Business*, various issues.

FRB, *Balance Sheets for the U. S. Economy 1960-91*, March, 1992.

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』、各号版

日本銀行『経済統計年報』、各年版

——『経済統計月報』、各号

——『国際比較統計』、各号

——『日本銀行月報』、『調査月報』、各号

——『国際収支統計月報』、各号

——『外国経済統計年報』、各年版

——『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）長期勘及主要系列・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  
 ——『家計消費の動向』, 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  
 総務庁『消費者物価指数年報』, 各年版  
 ——『家計調査年報』, 各年版  
 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 of 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〜』1979年, 光和堂)  
 Boulding, K. E. [1970], *Economics as a Science*,  
 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)  
 Davidson, James. D. & Rees-Mogg, Lord W. [1987], *The Blood in Streets*, (鈴木主税訳『世界経済が破綻する時〜破局の中での投資法〜』1987年, 草思社)  
 —— [1991], *The Great Reckoning*, (牧野昇監訳『大いなる代償〜過去の“つけ”が生む国際経済の危機〜』1992年, 経済界)  
 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)  
 Galbraith, J. K. [1990], *A Short History of Financial Euphoria, Financial Genius is Before the Fall*, (鈴木哲太郎訳『バブルの物語〜暴落の前に天才がいる〜』1991年, ダイヤモンド社)  
 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)  
 Malabre, Jr., Alfred L. [1987], *Beyond Our Means*, (三原淳雄訳『限度を超えたアメリカ〜借金と浪費のはて〜』1987年, 東洋経済新報社)  
 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)  
 Niskanen, W. A. [1988], *Reaganomics*, (香西泰訳『レーガノミックス〜アメリカを変えた3000日〜』89年, 日本経済新聞社)  
 Strange, Susan [1986], *Casino Capitalism*, (小林襄治訳『カジノ資本主義〜国際金融恐慌の政治経済学〜』88年, 岩波書店)  
 Viner, Aron [1988], *The Emerging Power of Japanese Money* (斎藤精一郎訳『ジャパニマネーの脅威』89年, HBJ出版局)  
 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)  
 石崎昭彦 [1990]『日米経済の逆転』東京大学出版会  
 —— [1996]『日米の産業構造〜統計的比較分析〜』(神奈川大学経済貿易研究所『経済貿易研究』No. 22)  
 伊藤隆敏, 野口悠紀雄編 [1992]『分析・日本経済のストック化』(シリーズ現代研究・4) 日本経済新聞社  
 岩田規久男 [1992]『ストック経済の構造』岩波書店  
 —— [1993]『金融政策の経済学〜「日銀理論」の検証〜』日本経済新聞社  
 大龍雅之 [1994]『景気循環の理論〜現代日本経済の構造〜』東京大学出版会  
 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)  
 貝塚啓明, 植田和男編 [1994]『変革期の金融システム』東京大学出版会  
 金本良嗣 [1990]『土地税制の宅地供給阻害効果と地価』(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)  
 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)  
 小宮隆太郎 [1994]『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済新報社  
 斎藤精一郎 [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)  
 塩田潮 [1988]『1000日の譲歩〜円はドルに勝ったか〜』新潮社 (改題:『大蔵省 vs アメリカ〜仕組まれた円ドル戦争〜』1994年, 講談社文庫)  
 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關係に疑問」(『エコノミスト』93年8月23日号)  
 — [1994]『繁榮は繰り返す』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  
 大和総研 [1994a]「日本企業の様式保有と含み益経営」(『大和投資資料』94年3月号)  
 大和総研 [1994b]「企業を巡る資金循環」(『大和投資資料』93年10月号)  
 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)  
 竹中平蔵 [1991]『日米摩擦の経済学』日本経済新聞社  
 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 [1992a]「円の国際化の進展状況～景気後退下の円の国際化～」(『東銀週報』92年10月15日号)  
 — [1992b]「貯蓄投資バランスと国内資金循環からみた日本の経常収支黒字」(『東京銀行月報』92年12月号)  
 — [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12月27日号)  
 — [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)  
 — [1994b]「転換期を迎えるC I Mと今後のプロセス・イノベーションの動向～自動車・電気機械産業の生産性向上～」(『調査』184号)  
 — [1994C]「日本経済のストック化とその影響」(『調査』186号)  
 野口均 [1995]『日米通貨交渉2000日～大蔵財務官たちの闘い～』日本経済新聞社  
 野口悠紀雄 [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』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)  
 長谷川徳之輔 [1995]『土地本位経済大崩壊』総合法令出版  
 原田泰 [1988]「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』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)  
 船橋洋一 [1988]『通貨烈々』朝日新聞社  
 三原野康 [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  
 宮尾尊弘 [1989a]「「ストック経済」の時代～豊かさ獲得への処方箋～」日本経済新聞社  
 — [1989b]『都市と経済のニュートレンド』日本評論社  
 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]「読編『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)



- 宮崎義一 [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)
- 楊井克巳, 石崎昭彦編 [1984] 『現代国際経済』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』の関係を紐す」(『エコノミスト』93年7月27日号)
- 吉川洋, 堀雅博, 堀宣昭, 井村浩之, 竹田陽介 [1993] 「金融政策と日本経済」(経済企画庁経済研究所『経済分析』No. 128)
- 吉川洋編著 [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 [1984] 『レーガン政策下の日本経済』東洋経済新報社  
—— [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)
- リチャード・クー [1994] 『良い円高・悪い円高～日本経済を変える投資家の反乱～』東洋経済新報社  
—— [1996] 『投機の円安・実需の円高』東洋経済新報社
- 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
- 浅子和美, 加納悟 [1989] 「日本の財政金融政策の政策目標と制御可能性: 1968～1986」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』No. 11)