

バブル経済の崩壊と日本経済の本質

桜井良治

I. はしがき ——経済政策のタイムラグ——

本論文では、1980年代後半の日本経済におけるいわゆる「バブル経済の形成」と1990年代におけるその「崩壊」という現象について論じたい。「バブル経済の形成と崩壊」という現象について、それらをもたらした原因を究明することに努めたい。

1980年代後半のバブル経済の形成とその後の崩壊がこれほどまでに先鋭化した背景には、行政側の経済の実態に対する認識の遅れと政策のタイムラグがあったことは、否定できない。バブル経済の形成期には、行政側の景気加熱に対する甘い判断があった。そのことが、引き締め政策の遅れをもたらしたものと考えられる。

バブルの崩壊期には、景気後退の深刻さにたいする認識の遅れが目立った。金融の総量規制による総需要抑制政策の遅れが、資産価格の野放しの上昇をまねいてしまった。とりわけ時期を逸した金融の総量規制によって、すでに崩壊しつつあるバブルに追い打ちをかけたことは、その後のバブル不況を先鋭化する結果をもたらした。不良債権を抱えた金融機関の経営が危機的状況に陥ってから、始めて金融の引き締めが行われる結果をもたらしている。バブルの崩壊期に急激な地価の下落が経済活動にもたらした混乱は、バブルの形成期の急激な地価上昇が国民生活にもたらした混乱に劣らず、経済上の大きな問題を引き起こすこととなった。行政当局がなぜかくも政策判断を誤ったのかという点については、独自の検討課題である。

バブルの崩壊期の行政資料をみると、多くの資料は、景気後退期にあっても以前として好景気の持続を主張している。ここに、バブル対策立法の立案から実施に至るまでの実施上のタイムラグが重複して作用している。立法院

と行政機構の連携のまずさが今回の極度のバブル経済の形成とそれに対応して先鋭化したバブル崩壊の影響を増幅したことも、否定できない。

そのことは、金融面のみならず、税制の立案と実施に至るまでのタイムラグが、明確に示している。80年代後半から審議・立案された土地投機防止と地価の沈静を目的とした土地対策のための税制の多くが、ようやく90年代初頭になってから、徐々に実施されるに至っている。

地価対策の税制の柱となるべき地価税は、その他の土地税制改革と共に、バブルの崩壊が最も先鋭化した1992年になってようやく施行されるに至っている。地価税は、地価対策税制として、それ自身が様々な問題を抱えている。少なくとも今回の地価高騰期においては、当初の政策効果を発揮することはできなかった。バブル崩壊の最も深刻な時期に実施されたことによって、大都市の中心部の企業の企業業績の悪化などによって、むしろ不況の深刻化をもたらす結果となっている。

『経済白書平成2年版』によれば、景気循環局面からみると、86年11月を谷として始まった80年代後半の景気上昇局面の特徴は以下の6点にまとめられている。第一に、その長さが1990年7月現在ですでに44カ月続き、57カ月続いた第6循環（「いざなぎ景気」）に次いで、戦後第二に長い上昇局面になっていた。第二に、良好な国際情勢が継続していた。世界経済は、7年を超える長期拡大を続けていた。国際的な協調の下で、財政金融政策が適切に運営されるとともに、為替相場の動向が世界経済の拡大に寄与した。第三に、国内民間需要の力強い拡大が続く一方、外需が減少していた。80年代後半までの実質GNP成長率平均年率5.7%増に対する内外需別の寄与度をみると、内需は6.4%増、外需は0.7%減となっている。内需の内訳をみると、回復初期には公共投資と住宅投資が牽引役となり、これに設備投資と個人消費が加わって力強い拡大を示している。景気上昇が軌道に乗ってからは、設備投資と個人消費を中心として、自律的に拡大している。第四に、雇用情勢の改善が顕著であった。第五に、物価と賃金が落ち着いていた。その背景には、安定成長期に成立した賃金と物価安定の好循環に加えて、「輸入の安全弁効果」が働いていた。第六に、経常収支の黒字幅が着実に縮小していた。黒字幅は、今回の景気上昇局面が始まった時点においては対名目GNP比で4.6%であったものが、2%以上縮小している。これは、内需主導型の経済成長が続いたため、大幅に円高化した為替レートの数量調整効果が現れてきたことによるものである^(註1)。

景気回復期を主導した住宅投資の増大は、地価の上昇と密接に関連して生じたものである。東京圏では、地価上昇が顕在化した87年頃に、貸家を中心に住宅着工の増加がみられた。これは、地価が高騰するなかで、金利の低下のみならず、土地の担保価値の増大という「資産効果」に加え、相続税・固定資産税の税負担の増加に対応して、貸家が建設されたためである。

地価上昇期には、持ち家の建設も促進された。土地・住宅価格の上昇は、長期的にとらえると、高値安定期には「あきらめ」効果を生じさせ、貯蓄率を低下させることになりかねない。しかし、少なくとも短期的な地価上昇局面では持家取得を促進し、この面からも住宅投資を促進し景気拡大効果を発揮するものと思われる。

家計貯蓄と住宅需要の動向について考慮すると、土地・住宅価格の上昇は、持家計画のある貸家世帯の貯蓄率を引き上げる一方で、その一部に計画を放棄させるという効果をもつ。一般にその結果貯蓄率を低めることになるとの分析がある。土地価格が2倍になると、元々20%の貯蓄率は18.6%まで低下することになる。土地価格の上昇は、マクロ的な貯蓄率にも影響を与えることが予想されている^(註2)。

景気上昇局面では、土地を中心とした資産価値の上昇そのものが、様々な「資産効果」によって、景気を促進・加熱したものと考えられる。今日のバブルの時代には、その反動によって、住宅投資の低迷をもたらしている。資産価値の急激な上昇には必ずその後の「逆資産効果」のマイナスを伴うことも考慮しなければならない。

II. 日本経済の現状 ——ストック調整の進行——

『平成5年版日本経済の現況』では、日本経済は1991年後半には低成長下での調整局面に入ったと分析している。上昇し過ぎた資産価値の経済実態に見合った水準への調整という視点から、現在の経済状態は「調整局面」と定義づけられている。そのメカニズムは、二つの面から説明されている。第一に、実体経済面におけるストック調整である。第二に、金融経済面において、株価や地価が経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）からみて整合的な水準を上回って高騰した部分が調整されている過程として位置づけている。

日本経済は、87年以降5%を上回る高い成長が続くなかで、89年からの金融引き締めもあって、住宅・耐久消費財・企業設備のストック調整が本格化

し、90年末から減速を始め、91年後半には調整過程に入った。金融政策は91年7月以降緩和され、公定歩合は5次にわたり3.25%まで引下げられた。この効果もあって住宅建設は回復が見られるもの、設備投資・個人消費は減少ないし鈍化が続いている。

実体経済のメカニズムにより景気は調整局面に入ったが、株価や地価を中心とした資産価格の下落によるバブルの崩壊がこの変動をより大きなものにした。バブル崩壊により土地や株式の含み益のかなりの部分が消えてしまい、企業家心理を圧迫している。さらに、金融機関の不良債権の増大や内部蓄積の減少を契機として、金融機関の融資対応力の低下や金融システムの安定性の問題、さらにその実体経済への影響が懸念されている^(註3)。

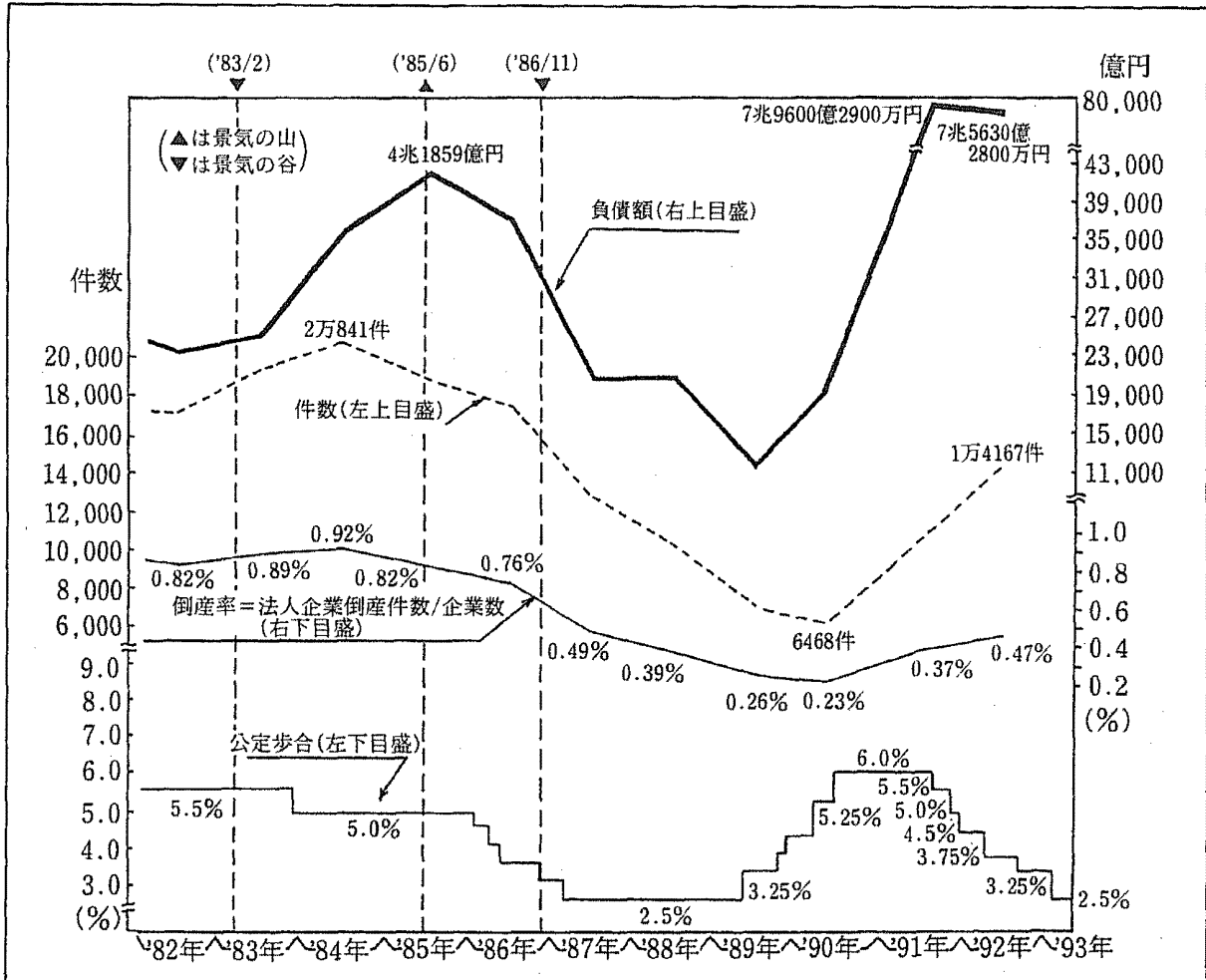
金融制度調査会『金融システムの安定性・信頼性の確保について』（平成4年1月29日）には、不良債権の増大や金融不祥事の頻発を背景とした今後の金融機関の経営についての指針が示されている。金融自由化の促進・行政の透明性の向上・自主性と自己責任意識の確立・競争の促進の必要性等の課題が、指摘されている。とりわけ、内部管理体制の充実やディスクロージャー（業務内容の公開）等の課題の実現が力説されている。今後の方向として、各金融機関は、不良資産の状況、審査体制の整備状況、金融機関の経営姿勢、社会的責任・貢献度をも含めたより広範なディスクロージャーを推進して行く必要があるとしている。また各金融機関が自らの責任において自己資本の充実に努めていく必要があると指摘している。さらに、ノンバンクに対する指導・監督のあり方についての今後の検討方針が示されている^(註4)。

帝国データバンク資料には、本年8月現在における企業の景気の実体が示されている。冷夏や長雨、それに1ドル=100円台への急速な円高が、日本経済の不況脱出を遅らせていると分析されている。消費不況は深刻化し、設備投資意欲は沈滞したままであり、不況の深刻化は金融機関の中小企業向け融資姿勢を慎重にさせ、銀行の貸出残高が低迷し、マネーサプライが伸び悩んでいることが指摘されている。

1993年8月の企業倒産（負債100万円以上）は1,192件、負債総額は4,275億円であった。件数は前月に比べて5.6%（63件）増加し、前年同月比でも3.3%（38件）増加している。負債総額は前月比28.9%（1,738億円）減と大幅減少したものの、前年同月比では12.5%（473億円）の増加となっている。倒産件数は、7か月連続1,000件を超え、今年2番目の水準となっている。不況型倒産は717件にものぼっている。不況型倒産の構成比は60.2%であ

り、3か月ぶりに60%台となっている。これに、連鎖倒産127件、円高倒産5件、財テク失敗型倒産10件などが加わっている^(#5)。

第1図 全国企業倒産件数・負債・倒産率の推移（暦年別）



(注) 帝国データバンク『全国企業倒産集計（1993年8月報）』による。

帝国データバンクの別の資料には、ノンバンク業界上位100社の借入金ランキングが示されている。92年度の上位100社の借入金総額は76兆円となっている。91年度の79兆円に比べて3兆円（4.3%）の減少をみせ、前回調査の1.5%減少を上回り、ノンバンクの借入金の減少幅がさらに拡大していることが判明している。これは、わずかではあるが不良債権などの回収が進んでいることや、銀行主導で不良債権を別会社に移譲するなどの処理を進めたためとみられている^(#6)。

このことは、銀行・ノンバンク間等の企業間でのバブルのつけの調整が進んでいることを物語っている。連鎖倒産を避けるためにはやむをえない面も

あるが、金融機関の自己責任の拡大という面からは納得しがたい面もある。膨大な負債を抱える個人に対しては何らの救済策もなく、問題を残す結果となっている。

日本銀行調査統計局『企業短期経済観測調査』（平成5年9月10日）には、715社の主要企業短期経済観測調査（第145回）及び7,376社の全国企業短期経済観測調査（第78回）が示されている。主要企業の平成5年度の事業計画をみると、大方の業種で売上・収益が前回調査に比べ下方修正され、売上は前年度比減少の計画となっている。また収益も減益幅を拡大し、3年連続でほぼ2桁減益が予想されている。なお、半期別には、売上・収益とも上期低迷のあと、下期は幾分持ち直しが期待されている。

5年度の設備投資計画をみると、設備の過剰感や売上・収益の低下を背景に、主要企業で小幅下方修正されている。例年調査のつど上方修正される傾向がある中小企業でも前回調査比ほぼ横ばいの計画にとどまっている。このため、全体では前年度に引き続き減少する計画となっている。

主要企業・製造業の業況判断は、為替円高の進行による輸出採算の悪化、長雨・冷夏による個人消費の低調等を背景に、悪化している。先行き年末にかけては持ち直しが予想されているが、期待薄と判断されている。中小企業については、前回5月調査で約3年ぶりの改善をみた製造業の業況判断は再び後退しているとの判断が示されている⁽⁵¹⁾。

実態経済の数値を見るかぎり、景気の後退は依然として続いている。現時点の日本経済は疑う余地なくバブル不況の真っ只中にある。大規模で有効な経済政策を実施しないかぎり、かなり長期的な視野に立った景気後退は避けられない見通しである。膨大な財政赤字を抱え、すでに長年にわたって実施されている超低金利政策の下では、即効性のある財政・金融政策を実施することは容易ではない。資産価格と経済の安定が達成されるまでには、まだ相当の日時を要するものと考えられる。

III. バブル発生メカニズム

一般に、「バブル」という言葉は、「経済のファンダメンタルズでは説明できない資産価格の変動」と定義されている。「バブル」という言葉は、「広範な人々を巻き込み、通常の経済運営に混乱をもたらすような規模の、資産価格の現実値と理論値の乖離」という意味で用いられている。

バブル経済の発生と日本の金融政策あり方とは密接に関連していた。1985年秋のプラザ合意後、国際的な政策協調の必要性から日本銀行が金融緩和を大胆に進めたことが、バブルの発生原因として指摘されている。また、財政再建途上にあった大蔵省は、国債増発による景気刺激を嫌い、金融緩和による景気刺激を優先的に考えた点は、低金利政策をもたらした要因として、重視されている。日本の公定歩合は、1985年当時5%であったが、プラザ合意直後から急激に低下し、1987年2月には記録的低水準の2.5%まで引下げられた。

さらに、1987年10月19日のブラックマンデーの発生に際して、ドル暴落が起こらないように低金利政策を維持する必要に迫られたことにより、低金利政策が続行された。その結果として、超低金利政策が、1989年5月まで2年3ヶ月もの長期間にわたって継続されることになってしまった。

大蔵省財政金融研究所『資産価格変動のメカニズムとその経済効果』（平成5年4月）には、一般に「バブルの発生・崩壊」と呼ばれる1980年代後半から現在に至る株式・不動産などの資産価格の変動のメカニズムとそのことが及ぼした経済効果について分析されている。

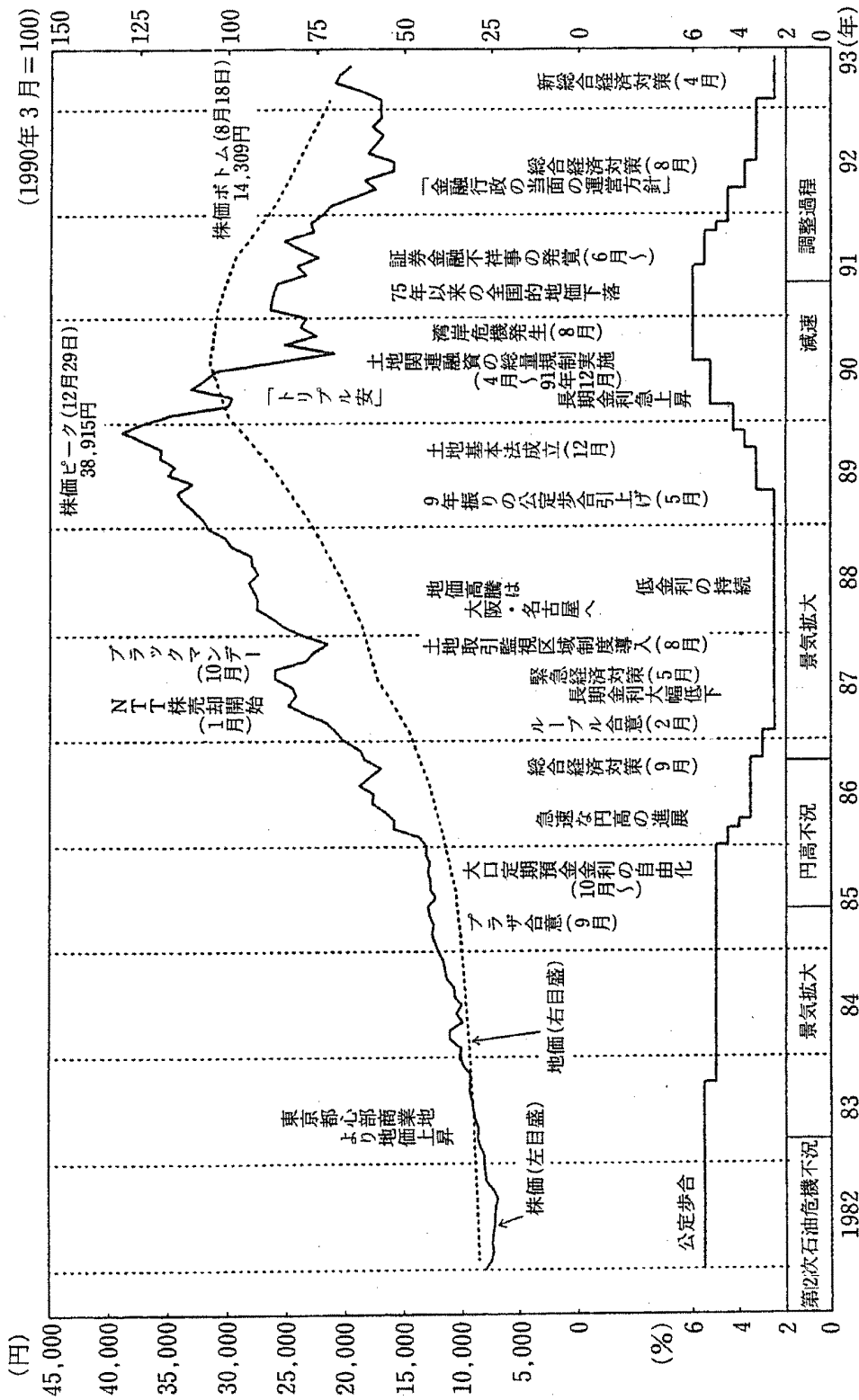
わが国の地価（公示価格）は83年頃より東京都心部を中心に上昇し始め、80年代後半には東京圏から大阪圏、名古屋圏、地方圏へと、また用途別にみると、商業圏から住宅地へと波及した。大幅な地価上昇の結果、85年末に1,044兆円であった土地資産総額は、90年末には2.4倍にあたる2,389兆円となり、この間の増加額1,385兆円は、名目GNPの約3倍にも相当するに至っている。90年末には、日本の土地資産総額は、米国の約4倍にという巨額にのぼっている^(#8)。

東京圏の商業地の地価は、83年頃から都心部を中心に高い上昇を始めたが、80年代後半、とりわけ86年・87年に前年比で4割を超える高い上昇を示している。ピークの90年には85年水準の2.7倍となった。住宅地の地価も86年頃から急騰し、ピークの90年には85年比で2.3倍となった。

また大阪圏の商業地は、87年以降高い上昇率を示し、ピークの90年には85年比で3.3倍となった。住宅地も88年から急速に上昇し、90年には85年水準の2.7倍となった。地方圏の地価は、89年・90年に、商業地・住宅地共に前年比1割を超える上昇を示したが、大都市圏ほど急激な上昇はなかった^(#9)。

同資料には、91年以降の資産価値の下落について、「80年代後半における

第2図 株価・地価の動きとその背景



(注) 1. 株価は日経平均株価、地価は市街地価格指数の六大都市全用途平均

2. 『平成5年版経済白書』による。

活況の反動であるとともに、資産価値の急激な上昇に対する正常化への過程であり、避けて通ることのできない現象」と位置づけている^(註10)。

財政金融政策を梃子として景気の舵取りを行うべき大蔵省の責任を回避している感は否定できない。今回の「バブルの発生と崩壊」から教訓をくみ取り、わが国経済の長期的発展の契機とすることは、現在の日本経済分析にとっての最重要課題であることは、疑う余地がない。

一般に、資産価格の理論値は、その資産の保有に伴い将来にわたって予想される収益（株式の場合は配当、土地の場合は地代）を長期金利とリスクプレミアム（危険資産を保有するために投資家が求める安全資産の収益率を上回る収益率）の和で割り引いた値と考えられている。この定式化によれば、資産価値は予想される金融的収益の流列、長期金利、および投資家が求めるリスクプレミアムによって規定される。これらの規定要因は、資産価値の「ファンダメンタルズ」と呼ばれている。

この間の株価・地価について、企業収益や地代・金利を用いて理論値を計測し、現実の値との比較がなされている。計測結果によれば、まず株価（東証第一部上場企業の単純平均株価）に関しては、89年頃には理論値では説明がつかないような動きがみられたとしている。地価に関しては、東京圏の商業地については87年頃から、大阪圏の商業地・住宅地については89年頃から、名古屋圏の商業地・住宅地については90年頃から、理論値を上回る動きがみられたとしている。このように、資産価値が理論値から乖離していることに加えて、資産価格の変動がGNPの規模にも比肩するものであったことを考えれば、80年代後半の資産価格の変動の過程で「バブル」が発生していたと指摘することができる^(註11)。

鈴木淑夫『日本経済の再生——バブルを超えて——』には、バブルの発生メカニズムについて説明されている。1986年から87年にかけての地価や株価の上昇は、通常の金融緩和と景気回復の時期にみられる資産価格の上昇であり格別目新しい現象ではないとしている。しかし、1988年から89年（地価はさらに90年）にかけての地価と株価の上昇は、「バブルの発生」を抜きにしては説明がつかないとしている。この時期には、「日銀短観」の主要企業産業ベースでみると、売上高経常利益率は1988年下期の3.6%がピークで、その後は緩やかに下がり始めていることが、指摘されている。日本が利上げをすればドルが崩れるから日本の金利は永久に利上げをしないという「永久低金利の神話」が誕生した1988年から89年にかけてがバブル発生の時期であ

るとしている。1989年に入ってからはずでに公定歩合が上昇していたことも重視されている^(#12)。

1990年の始めに米国金利の先高感が生じると、「永久低金利の神話」を支えていた根拠の一つが崩れた。これに対して、債権相場と株式相場のみならず円相場も急落した。これによって、1990年2～4月の「トリプル安」が発生した。そこに、1990年8月に始まった「湾岸危機」による「輸入インフレ」の危機が重なった。インフレの発生を未然に予防するために、日本銀行は、「湾岸危機」の勃発した1990年8月に、公定歩合を0.75%引き上げて6.0%とし、「予防的引き締め」に踏み切った。9月には、長期市場金利は国債市場利回りのみで8%台となり、株式相場は日経平均株価の終値のみで9月末から10月始めに2万円台の大台を割りそうになった。前年12月のピークに比べて半値に近い暴落となり、株価のバブルはここで弾けた。地価のバブルもこの時から崩れ始めた。東京・大阪等の大都市の地価から順に反落に転じ、翌1991年から下げ続けることとなった^(#13)。

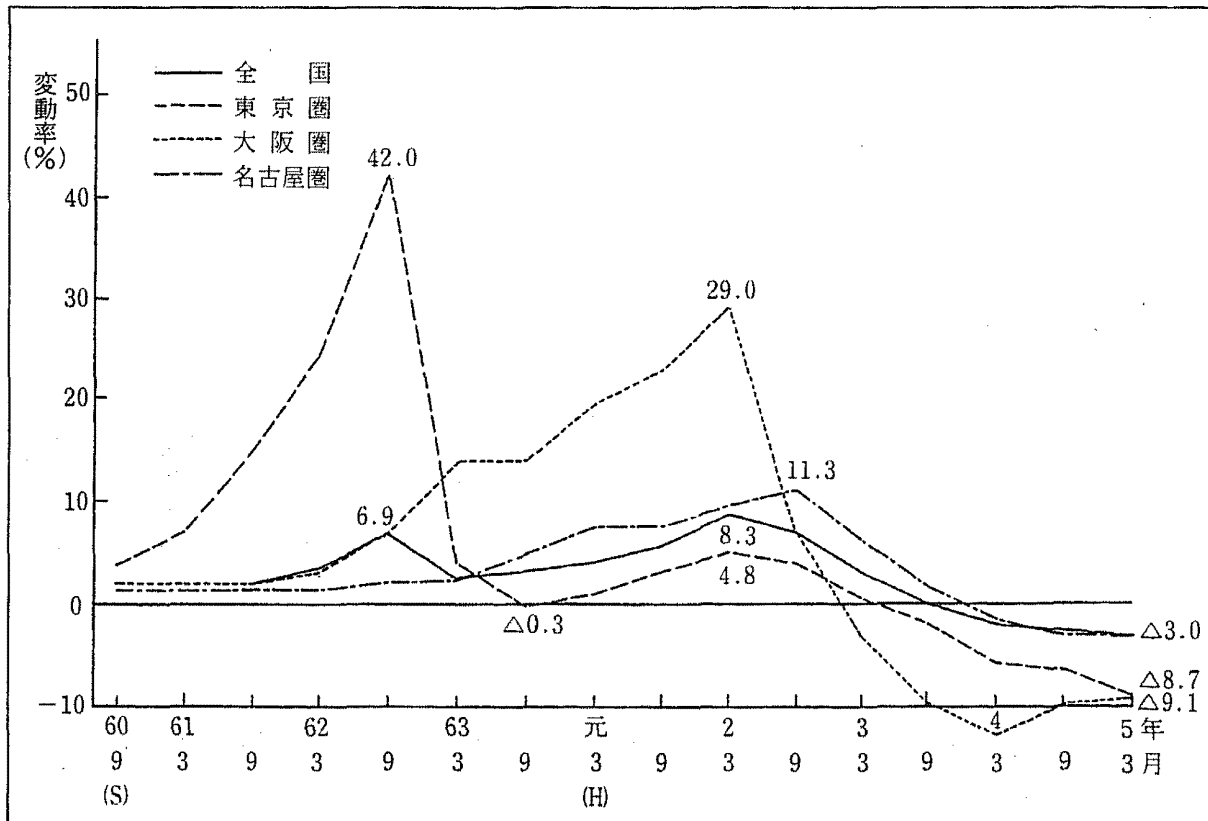
IV. 大都市圏における理論地価と現実の地価

第3図には、全国及び六大都市の市街地価格指数の対前年同期（1年間）変動率と名目国民総支出の成長率の推移が示されている。これによれば、地価変動の谷は34年・40年・46年・50年・60年及び今回であり、景気の後退期にほぼ対応していることになる。

地価の変動率の推移は、名目国民総支出の成長率の推移に比べ振幅が大きい。30年代は地価の変動率が名目国民総支出の成長率より相対的に高く、40年代はほぼ類似している。50年代前半から半ばにかけては名目国民総支出の成長率が高く、半ばから後半にかけて両者はほぼ類似し、60年代以降は六大都市の変動率が名目国民総支出の成長率を大きく上回っていた。しかし地価の変動率は、全国が平成4年3月から、六大都市が平成3年9月から、下落に転じている。特に後者の下落率は際立って大きいことが指摘されている^(#14)。

東京圏は、昭和62年9月に42.0%とピークに達した後、一時下落した後、再び上昇した。その後鈍化し、平成3年9月から再び下落に転じ、4回（2年間）連続マイナスとなっている。今回の調査ではさらに下落が拡大し、マイナス8.7%と大阪圏の下落に接近している。

第3図 全国及び三大都市圏別地価変動率の推移（市街地価格指数）



(注) 財・日本不動産協会「市街地価格指数（平成5年3月末現在）」による。

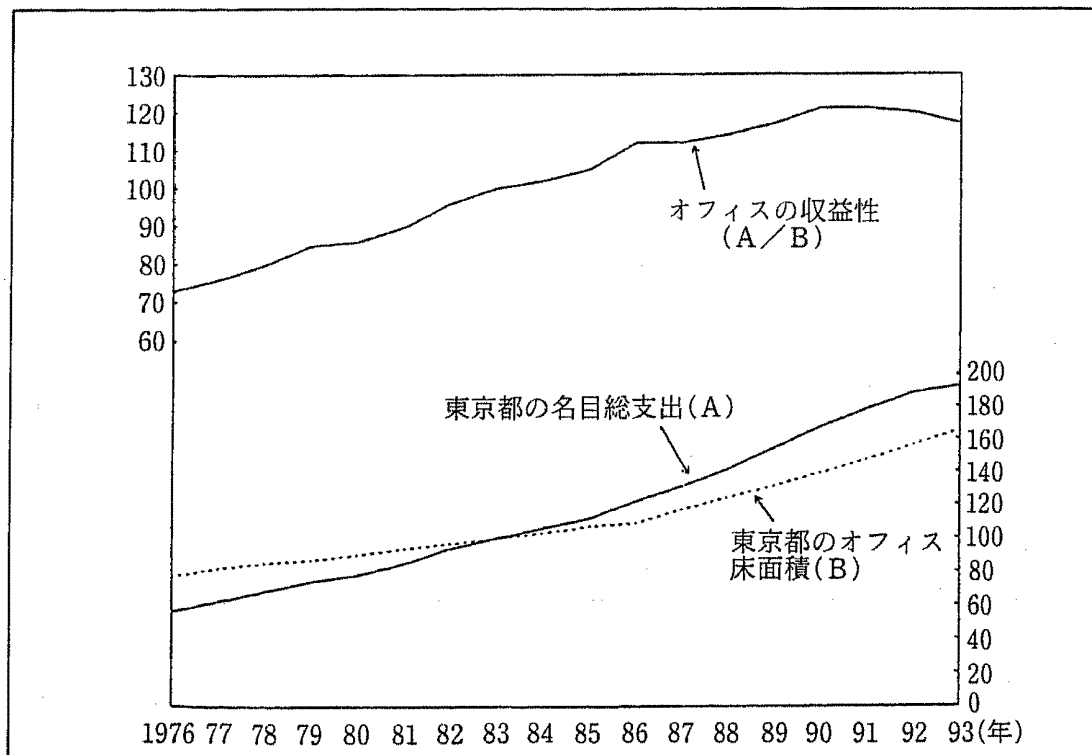
大阪圏は、平成2年3月に29.0%とピークに達した（当時三大都市圏の中で最大）後、急激に鈍化し、5回（2年半）連続マイナスとなっている。今回の調査では、9.1%の下落にとどまっている。

名古屋圏は、東京・大阪両圏より遅れて平成2年9月に11.3%とピークに達した（当時三大都市圏で最大）。その後鈍化し、平成4年3月から下落に転じ、今回調査では前回調査と同じマイナス3.0%と、三大都市圏では最小の下落率にとどまっている。

『経済白書平成5年版』によれば、今回の資産価格上昇期には、資産価格に影響するファンダメンタルズが総じて資産価格を上昇させる方向に作用した。今回の資産価格上昇のすべてがバブルであったわけではなく、経済的条件からみて当然の結果という面もあったと指摘している。ファンダメンタルズの上昇については、以下のように説明されている。

その第一は、企業収益（株価にとってのファンダメンタルズ）が大幅な増益基調をたどったことである。政府が86年9月の総合経済対策に続き、87年

第4図 東京都における収益性の推計（商業地）



(注) 『経済白書平成5年版』による。

5月には緊急経済対策を策定するなど景気浮揚対策を実施したこともあって、景気が回復し始め、企業収益も89年度まで大幅な増益を続けた。

第二に、東京都心部におけるオフィス需要の増加が指摘されている。地価が上昇し始める83年頃から、東京の商業地では全国に先がけてオフィスの空室率が低下し、土地に対する需要が高まっていった。これは、①経済の国際化・情報化の進展により情報拠点としての東京の地位が高まり経済活動の東京一極集中が進んだこと、②金融の自由化・国際化の進展に伴い外国金融機関の東京進出が活発化したこと、③経済のサービス化を反映してオフィスワーカーの比率が上昇したことなどによるものであると説明されている。

第三に、金利の低下が指摘されている。公定歩合は89年5月にいたるまで2.5%の史上最低水準に据え置かれていた。一般物価が円高・原油安等を受けて落ち着いていたことが、その背景にあった。また、プラザ合意以降、金融政策の運営に当たって、国際協調が強く意識されるようになっていた。海外からは、対外収支不均衡是正に向けて一層の内需拡大を図ること及び世界最大の債権国として低利の資金供給を行うことが、期待されていた。また、急

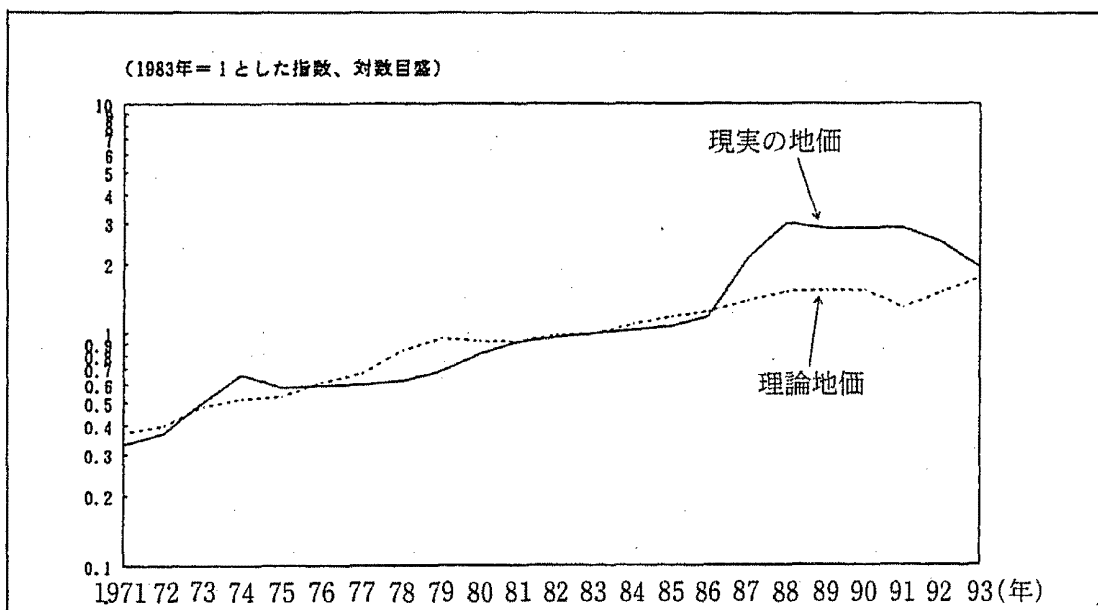
速な円高が進行したため、政策運営上、為替相場の安定にも配慮がなされた。この間、87年2月の公定歩合引下げの直後には、G6において「ルーブル合意」（「為替相場を当面の水準周辺に安定させるべく各国が協調すること」）が成立した。さらに、87年10月のアメリカのブラックマンデーに端を発した世界的な株価急落・ドル安の再燃の際には、為替相場の安定に努めることとなった。

このように、国際協調を重視したために国内経済の自律的運営ができなかったことによって、バブル形成期の極端な金利の低下が長期間にわたって継続された。上述の白書では、当時の長期金利の水準が87年春頃を中心にファンダメンタルズから乖離して大幅に低下していた可能性が強いことが、指摘されている。「資産価格に影響を与える重要なファンダメンタルズである長期金利自体がバブル的な低下を示していた可能性がある」との指摘がなされている^(註15)。

同白書では、土地の理論価格についても検討されている。住宅地の理論地価としては、家賃を住宅ローン金利で割り引いたものが考えられている。

第5図では、東京区部の住宅地について、現実の地価と理論地価との関係が示されている。これによれば、東京では87年頃から（大阪では89年頃から、名古屋でも90年頃から）現実の地価と理論地価との乖離が目立つように

第5図 住宅地における理論地価と現実の地価の推移（東京都区部）



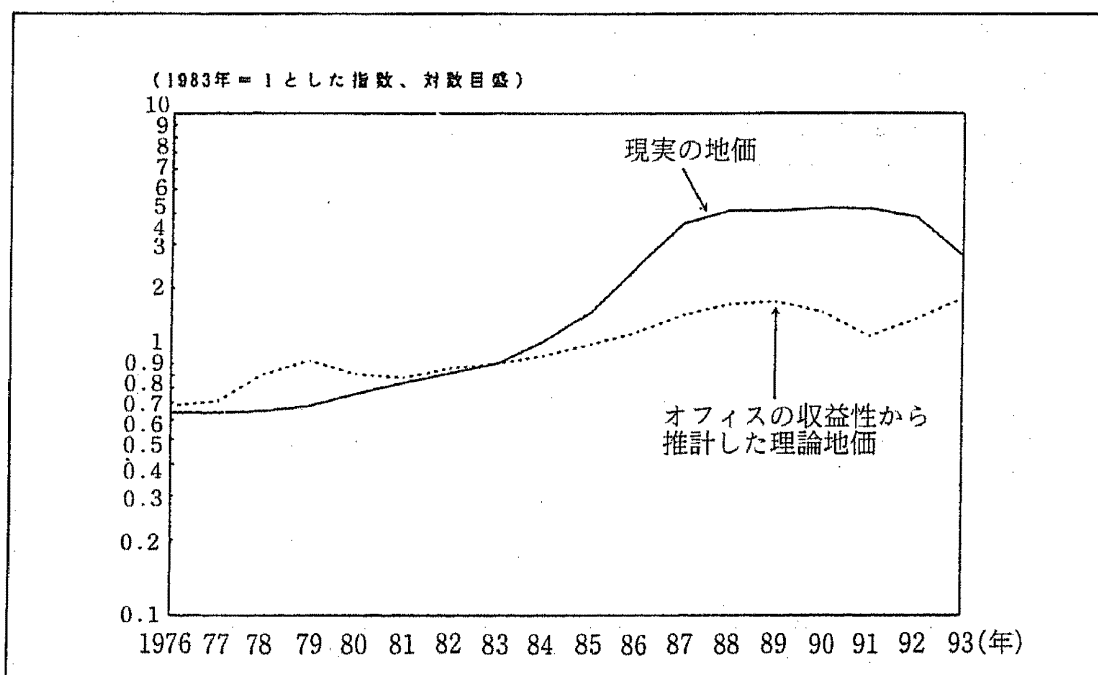
(注) 『経済白書平成5年版』による。

なった。その後は、現実の地価が91年から93年にかけて3割程度下落したのに対し、理論地価は金利低下を受けて上昇している。そのため、現時点においては両者の乖離は縮小してきていると分析されている。

商業地については、理論地価としてオフィス賃料を長期金利で割り引いたものを考え、住宅地と同様83年で基準化している。オフィスの収益性の観点から、床面積当たりのGNPに比例して賃料が決まるとして推計されている。これは、付加価値額に対するオフィス面積の投入係数を一定とすれば、オフィスの賃料は基本的には単位床面積当たりの付加価値額に対応するとの考え方による。ただし、この仮定では、一般に今回の商業地地価上昇の一因となったとされているOA化に伴う床面積需要の増加等は捨象されている。83年以降の賃料及び地価の上昇局面で、このオフィス賃料の推計が過少となっている可能性が高い^(註16)。

第6図は、東京の商業地地価について、現実の地価と理論地価を比較したものである。これによると、理論地価は、80年代半ば頃から上昇傾向にあり、現実の商業地地価上昇の一部はファンダメンタルズの好転によるということになる。したがって、今回の資産価格上昇のすべてがバブルであったわけではなく、経済的条件からみて当然の結果であったという見方もできる。

第6図 商業地における理論地価と現実の地価の推移（東京都区部）

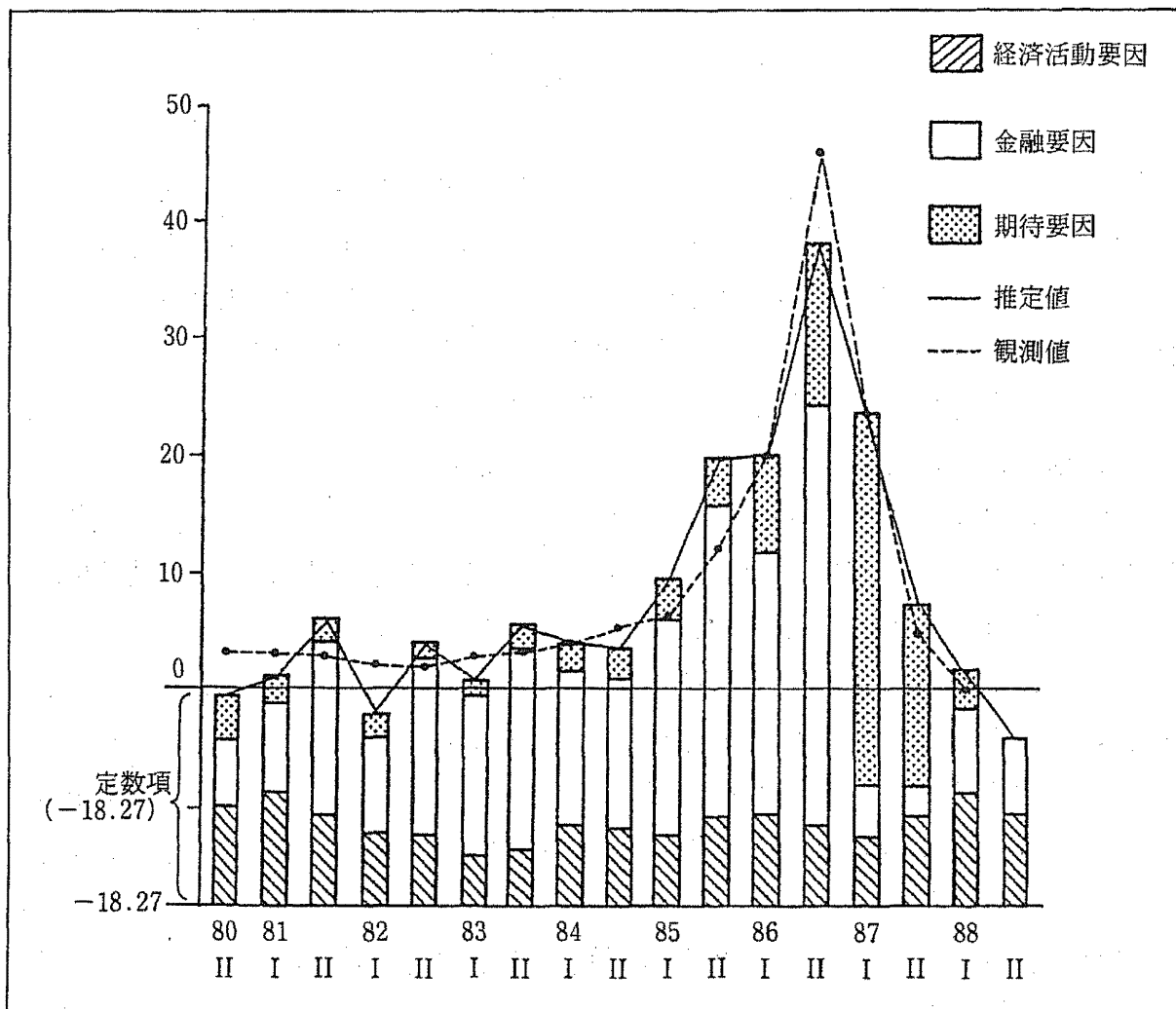


(注) 『経済白書平成5年版』による。

しかし、東京では、特に86年頃からは、現実の地価と理論地価との乖離が目立っている。その後91年以降は、現実の地価が下落する一方、金利低下を反映して理論地価は上昇していることから、最近の現実の地価と理論地価との乖離は縮小していることになる。

東京都企画審議室『土地利用及び地価形成要因に関する調査』（平成2年6月）には、東京都区部の商業地の地価形成要因についての分析がなされている。1985年以降の地価高騰は、経済活動の活発化も寄与しているが、当初は金融要因が主となっている。地価高騰が始まると、地価上昇への期待が膨らみ、一層地価を上昇させる。1988年は、経済活動は活発化するものの地価上昇の期待が消えることにより、地価上昇率はマイナスに転じている。地価上昇率がマイナスに転じたその他の要因として、居住用住宅の買換え特例の廃

第7図 東京都の地価上昇の要因分析（商業地）



(注) 東京都企画審議室『土地利用及び地価形成要因に関する調査』による。

止、超短期譲渡の重課等の土地税制の変更、監視区域制度の導入による土地取引規制等があげられている⁽⁴¹⁾。

以上の説明から、80年代後半の東京都の商業地の地価が金融要因を主として上昇したことは、明らかである。オフィス需要の需給のアンバランスは、潜在的に存在した問題であり、この時期のみに特有の現象であるとは思えない。東京都の商業地からしだいにオフィスが不足して地価高騰が全国に波及したとする説は、単に地価高騰の波及の順序を示しているに過ぎない。地価高騰につれて、土地に対する需要が、高度利用地から低利用地へ、高額地価地域からそれ以外の地域へと移行することは、自然なことである。問題は、そのような波及過程を継続させ続けた要因は何かということである。

オフィスビル需要の急増が急激な地価上昇をもたらしたとする説明には、限界がある。また、世界の金融の拠点としての東京の商業地のみに固有の土地利用が地方都市の隅々にまで地価高騰を波及させたとする考え方には、無理がある。今回の地価高騰を引き起こしかつ終焉させた主要因が金融の緩和と引き締めであったことは、以上に示された様々なデータから明らかである。

急激な土地資産価値の上昇を引き起こした副次的な要因は、税制の不備であった。今回の地価高騰に対する対策としての税制改革の主要な課題の実施は、90年代に入ってからなされたものである。都心部の高騰地価の郊外への波及の原因となった買換え特例の原則廃止は、比較的早い時期になされた。しかし、不動産所得の損益通算における土地部分の借入金利子の損金不算入等の改革は、1992年になってからようやく実施されるに至ったものである。

これらの実施された税制改革の一部が、その後の土地投機の抑制に効果を発揮したことは、否定できない。このことは、80年代後半までの土地税制の不備が地価高騰に及ぼした役割がかなり大きかったことを示している。しかし、今回の土地税制改革が全般的に整備される時期には、すでにバブルの崩壊が発生していた。地価税に典型的にみられるように、土地税制の政策立案から法制化までには、かなりのタイムラグを伴っている。今回の地価高騰期には、多くの税制改革は、その効果を十分には発揮できなかったものと思われる。

財政・金融両面における制度上の不備とその改正の実施上のタイムラグが今回の資産価値の急騰をもたらしたことは、疑いないところである。バブルの再発を防止するための財政・金融両面における制度改革は、最近の改革で

かなり整備された。しかし、未だ制度上・運用上の様々な課題を抱えている。税制面では、実施上のタイムラグによって、実施時期がバブルの崩壊期に重なったため、既にその政策意義が失われているだけでなく、むしろバブル経済による企業や個人の打撃を大きくしたり、バブルからの立ち直りを困難にしている制度も多く見うけられる。

V. 効率的市場仮説と合理的期待形成

バブル経済の形成に関する理論的側面について、80年代後半のバブルの形成期から90年代初頭の崩壊期にかけて出版されたいくつもの主要な著書を踏まえて、論じておくこととしたい。

中谷巖『入門マクロ経済学(第3版)』には、バブルの理論的側面について説明されている。効率的市場仮説(The Efficient Market Theory)によれば、資産価格はその資産がもつファンダメンタルズを反映して決まる。資産価格はマーケットメカニズムを通じて正しい価格に落ち着くというのが、効率的市場仮説の考え方である。効率的市場仮説では、期待はその市場で利用できる情報をすべて利用して合理的に形成されることになる。

効率的市場仮説では、将来の配当やキャピタルゲインに関しては、合理的期待形成により、最善の予測に基づく唯一の予測値が得られるため、株価はファンダメンタルズを反映して決まることになる。株価は、(1)配当、(2)安全資産である債権の利回り、(3)リスクプレミアム、(4)期待されるキャピタルゲイン率の大きさによって決まることになる。

効率的市場仮説の下でも株価の乱高下はファンダメンタルズの変化を反映して起こりうる。しかし、ファンダメンタルズではどうしても説明できない株価の大きな変動があるとき、バブルが発生したことになる。たとえば、1987年10月19日のブラックマンデーの際には、経済的諸条件の悪化が全く見られないのに株価が暴落した。これを見ると、効率的市場仮説だけで株価形成をすべて説明することはできない。

一般にバブルには、「合理的バブル」と「非合理的バブル」の二通りがある。株価がファンダメンタルズを超えていることが分かっているにもかかわらず、株価の上昇期に市場に参加することは合理的である。重要なのは、値上がり値上りを呼ぶような状態を合理的に予測できるかどうかである。合理的バブルが成立する必要条件は、バブルの規模が経済の規模よりもゆっくと成長してバ

ブルの崩壊が起きないことである。これに反して、非合理的バブルは、投資家がファンダメンタルズを合理的に計算していないときに発生するバブルである。株の上昇の後の下落を予測できずに投資し続け、バブルに巻き込まれる場合である^(#18)。

岩田規久男『ストック経済の構造』では、株価とバブルについての検討がなされている。他のすべての投資家がファンダメンタルバリューを上回る株価を期待して行動する場合、個々の投資家も同じように行動することによって利益をあげることができる。岩田氏は、この場合の合理的バブルの存在を認めている。87年から91年の株価がバブルとその崩壊の一例であったかどうかは経済学的には実証されていないとしている。87～89年までの株価上昇がファンダメンタルズからみて高すぎるのかどうかについては、実際に高すぎたかどうかを実証されたとは言いがたいとしている。「経済学的には、将来のファンダメンタルズに関する予想が変化したために生じた株価の大幅な上昇はバブルではなく、……金融緩和期待と企業の投資収益率の上昇期待といったそれ以外の要因で上昇した部分がバブルである」と大胆に定義している。ファンダメンタルズの予測の誤りをバブルに含めないとすれば、バブルの範囲は極めて限定されてしまうことになる^(#19)。

浅子和美他「地価とバブル」(西村清彦他編『日本の株価・地価』(1990年))には、バブルについての諸概念の厳密な理論的整理がなされている。経済主体(同質的な投資家)の合理的行動や市場の効率性を前提としたうえでも存在しうる「バブル」を「合理的なバブル」と名付け、それ以外を「非合理的バブル」と名付けている。合理的バブルであれば、それが投資家の合理的行動の結果としてサポートされているという意味では、社会的費用をもたらさない。バブルが社会的費用をもたらすのは、価格機構に攪乱をもたらすからであるとしている。バブルが株価を高めているとすれば、株価をシグナルとした設備投資は適正水準を上回ってしまうという点で、バブルには資源配分機能を歪める性格があるという点を問題としている。

バブルの好ましい面として、株価にバブルがあることが不況期に設備投資を下支え、長期停滞を回避したり景気循環の平準化に役立つといった面が指摘されている。株価や地価のバブル的要素が資産価値の上昇を通じて個人消費を高めるといった資産効果についても言及されている。資産効果については、分配面の不平等といった深刻な問題を引き起こしている点も指摘されている^(#20)。

ここで述べられたバブルの効果については、バブルの崩壊期になると必ず逆の面を引き起こすというマイナス面が指摘される。経済の長期トレンドの中でバブルを評価できる点がどれだけあるかということについては、容易には結論の出ない問題であろう。

鈴木淑夫『日本経済の再生——バブルを超えて——』には、バブル経済のもたらしたプラスの遺産とマイナスの遺産について、詳細に説明されている。バブルの遺産は、バブルの発生が大幅円高の生み出す不況圧力に日本経済が耐えることを可能にしたという事実から生まれていると述べられている。「円高下の高成長の秘密は、米ドルの二倍にも達した円高そのものが設備投資を刺激するメカニズムを持ち、内需主導型の大型景気を実現したからだ。しかもその設備投資ブームを中心とする内需拡大とバブル経済の発生が表裏の関係にあった」と分析されている^(註21)。

日本経済が大幅円高に耐え抜いたことによって得られた成果こそバブル経済のプラスの遺産に他ならないとしている。遺産の第一は、日本の一人当たりの所得と資産がアメリカのそれを追い抜いたことであると述べられている。第二は、日本がこの時期に世界最大の資産超過国に躍り出たことであるとしている。第三に、その対外資産の一部である東アジアへの直接投資と日本の内需主導型成長への転換に伴う輸入増加が東アジア諸国の産業と域内貿易の発展を加速したことであるとしている^(註22)。

これらの経済上の成果は、確かにバブル経済の形成期に達成されたことには違いない。バブル経済の形成が、これらの成果を短期間の内に達成する効果を発揮したことは、認められる。しかし、バブル経済がなければこれらの成果が達成されなかったと考えることはできない。この後の景気の反落を考慮に入れれば、これらの成果はむしろよりゆるやかに達成される方が望ましかったと考えられる。

総じて、バブルの形成は、景気の拡大とその持続にとっては評価される面があるとしても、その後の反動の大きさを考慮すると、景気の長期トレンドの中で評価することは困難である。

VI. 日本におけるバブル論争

(1) 地価のバブル

学会では、バブルの形成期にあたる 1980 年代後半から 90 年代初頭に向け

での急激な地価・株価の上昇がバブルであったという意見とファンダメンタルズの反映であったという説に分かれていた^(#23)。

野口悠紀夫『土地の経済学』（1989年）では、すでにバブルの崩壊以前に、当時の実際の地価にはバブルの要素が大きく含まれていることが、警告されている。野口氏は、土地の「収益還元価格」こそがファンダメンタルズを反映した価格であると主張し続けている。氏は、東京の住宅地やオフィス用地や地価はその二倍に達しているので、半分はバブルであると警告していた^(#24)。

すでにバブルが崩壊してしまった現時点に立ってみれば、地価高騰期の地価にバブルの要素がかなり多く含まれていたと主張することは、それほど困難なことではない。しかし、バブルの真っ只中であってそのことを主張することは、容易なことではない。

これに対して、原田泰・井上裕行『土地・住宅の経済学』（1991年）では、「収益還元価格」による地価の導出を踏まえながらも、バブルの存在について、否定的に捉えている。土地の保有は、現在の収益のみでなく長期的な収益によって決定されるという点が、その論拠となっている。この点は、税制調査会の『土地税制調査会のあり方に関する基本答申』（平成2年10月）でも、「無限の将来にわたる土地の収益」という表現で示されている。「東京の地価高騰現象は基本的には実需によるものであり、税制等の制度的な歪みによって増幅されたものと推定できる」と結論づけている^(#25)。

宮尾尊弘『現代都市経済学』では、日本の地価高騰と地価の高水準について、説明されている。日本の地価上昇は、市街地の土地の需要の増加率が供給の増加率をはるかに上回り、土地の需給バランスが崩れたために発生したものであるとしている。土地課税とりわけ土地保有税は、土地保有者の所得を課税額だけ減少させるので、土地の留保需要も減少し、土地の供給を増大させ、地価上昇率を低下させる方向に働くと結論づけている^(#26)。

同氏の『「ストック経済」の時代』（1989年）では、当時の地価をバブルとだけとらえる見方について、批判的に論じられている。同書では、日本経済が急速にストック化しつつあることを中心として、論じられている。日本のストックの問題はストックの価格が高いのに毎期の収益が低すぎることでありと指摘している。日本の高いストック価格とそれに釣り合いな低い経常利益率が生まれる理由について、説明されている。現在の収益率が相対的に低いのは、現時点ではそのポテンシャルが抑制されているからに過ぎないと

している。その抑制要因は、政府による土地利用等の規制が大きいことや民間部門の収益率を高めるための社会的ストックが不足していることによるとしている。さらに、税制や金融等の制度上の歪みがそれを増幅しているとしている。これらの制度的要因を取り除けば、土地の収益率は資産価格の水準まで高まり、バブル要因は消滅するはずだと主張されている^(註27)。

土地収益を現時点で固定してそれを超える部分がバブルであるとする考え方に対して、土地収益獲得の長期性を指摘していることは、長期トレンドで捉えている点で、無視できない。どこまでの長期間で捉えるかによって、バブルの把握は全く異なるものになってしまうであろう。また、保有税を中心とした土地税制の歪みがキャピタルゲインの獲得を助長しているとする視点は、重要である。

もっともこの点は、平成4年度を中心とした土地税制改革の実施によって、かなり緩和されたものと考えられる。しかし、税制改革の実施までには通常審議・立案から二年又はそれ以上の期間を要する。従って、今回の税制改革のバブル抑制効果について、厳密に把握することはできない。土地資産のバブルの発生原因については、どこまでが土地の需給関係のアンバランス等の純粹に経済上の要因に基づくものなのか、またどこまでが金融制度や税制の不備等の制度上の要因によるものなのか、未だに十分に解明されているとはいえない状況である。

80年代後半に形成された絶頂期の地価のかなりの部分がバブルであったことは、もはや否定する余地がない。しかし、収益還元価格に基づく部分以外の全てをバブルと規定できるかどうかについては、大いに議論の余地がある。少なくとも70年代の地価高騰期までは、戦後一貫して、一度形成された地価の頂上は、その次の地価高騰期には次々に軽々と乗り越えられてきたのである。もちろん今回のバブルを経験した「学習効果」は絶大であり、四半世紀中に今回のような地価高騰が再発することは、考えられない。

しかしまた、これ以上バブル不況が継続した場合、様々な経済指標に照らして経済実態より地価の実勢値の方が低くなるといった「逆バブル」と呼ばれるような現象が発生することも考えられる。この部分が大きければ大きいほど、この次の地価上昇期には、またしてもバブルが再燃することになりかねない。「バブル」は、時系列上のある一時点を定点としてのみ捉えられるものである。ある時代に「バブル」と捉えられていた部分も、より高度な経済のファンダメンタルズを達成した次の時代からみれば、健全な地価形成の一

部分として捉えられるかもしれないのである。

土地保有動機については、日本の社会や経済のあり方など広い視野から捉えられなければならない。土地保有動機の基本が収益性にあることは疑う余地がない。しかし、全ての土地保有動機を収益の面からのみ捉えるやり方には、そもそも限界がある。わが国の土地や住宅の保有動機には、インフレに対する資産価値の維持、老後のための資産形成や社会的ステータスの維持等の経済的ないしそれ以外の様々な理由がある。今回のバブルの崩壊でこれらの動機の全てが崩壊したわけではない。収益性を超越した土地保有もありうるということは、バブルの発生を考える場合、忘れてはならない点であろう。

「土地神話」といっても、その背景には土地に対する以上のような「実需」がひかえているのである。平成バブル不況だけを見て、日本の「土地神話」が長期的な視野で完全に崩壊してしまったと断言することは、軽率のそしりを免れないように思われる。

(2) 株価のバブル——地価との連動性——

80年代後半の株価の上昇は、明らかに地価高騰によって引き起こされたものである。当時の地価高騰は、日本経済の順調な発展の見通し（ファンダメンタルズの向上）に沿って、将来の土地の収益性の上昇予測に基づいて上昇したものである。それと同様に、株価もまた、将来の日本企業の業績の向上予測によって上昇した面もあることは、否定できない。当時の株価の急騰は、日本経済の経常黒字の急激な拡大の下での順調な発展を背景として生じたものである。このことは、現時点での日本経済のファンダメンタルズからみればバブルであるが、ファンダメンタルズが向上した将来から見れば、必ずしもそうではなくなるかもしれない。

舟岡史雄「日本の株価水準と投資尺度」（西村清彦他編『日本の株価・地価』1990年）には、日本の株価水準についての説明がなされている。1970年までは、株価水準は妥当な水準を維持してきた。ところが、1970年代以降、企業の総資産に占める土地資産のウェイトが著しく増大した結果、これらの資産から期待される会計上未実現の利益が会計上の利益に対して著しく拡大したとしている。土地資産については、この数年間の上昇率が大幅であったので、帳簿評価額と時価評価額の乖離が著しくなっている。ここ数年の土地資産および株式資産の値上がり益は公表された利益を大幅に上回っていることが、指摘されている。土地の未実現のキャピタルゲインに相当する土地資産の評

価額の上昇に伴って、株式収益率は代替的な金融資産の収益率に近づくとしている。株価上昇について、地価上昇による誘発という面から説明している。このことは、地価と株価の連動という視点から注目される^(註28)。

バブル経済の真っ只中においては、資産価値の上昇がバブルによるものかどうかを判定することは、容易なことではない。(財)日本証券経済研究所『日本の株価水準研究グループ報告書』(1988年10月)には、当時の高株価の原因について分析したうえで、「近年の日本の高株価は、企業のリストラクチャリング、資本の有効利用を反映した合理的なものである」と結論づけている。日本の株価は、企業収益を基準にすると過大評価のようだが、企業資産の価値と比較すると反対に過少評価だとまで指摘している。収益価値が現在の営業活動を基準にした株価評価であるとする、資産価値は資産の有効利用を前提とした潜在的な収益価値を示すものであると指摘している。土地などの資産の価格は、それを利用して得られる将来の収益の大きさに依存して決まるとしている。潜在的収益価値を実現し株価を資産価値の水準まで上昇させるには、企業はリストラクチャリングを行う必要があるとしている。「このようなリストラクチャリングの可能性の増大が、資産価値の実現の可能性を高め、株価の上昇を結果した」と結論づけている^(註29)。

当時の株価を支えた地価高騰のかなりの部分が経済のファンダメンタルズとはかけ離れたバブルによるものだという事は、少なくともバブル経済が崩壊した現時点に立脚して見れば、明白である。80年代後半の株価が企業の土地資産の高騰を背景として生じたものだとすると、土地資産の上昇に多くのバブルが含まれていたことが判明した以上、当時の株価のかなりの部分がバブルによるものであったことは、明白である。

以上のような認識は、バブル経済の崩壊過程において始めて明確になるものである。バブルの形成期においては、個々の投資家がやがて襲来するバブルの崩壊を認識していたとしても、投資に参加することは、短期的なキャピタルゲインの獲得という面からみると、合理的である。このことがバブルの延命効果をもたらすことになる。日本社会が集団としてバブルの中にあるという認識を持ちえなかった理由は、経済成長神話に基づく企業業績への過信があったからである。これと関連して、戦後一貫して崩壊したことのなかった「土地神話」に対する過信が加わったためである。近年において株価の崩落を経験したことがなかったことが、バブルの形成を助長する結果をもたらした。日本経済に対する戦後一貫して持ち続けられた成長神話は見直しの時

期に入ったと言ってさしつかえないであろう。

戦後経験したことのない規模の円高の下で、貿易による経常黒字の増大と貯蓄率の高さを背景として、未曾有の「金余り」現象がもたらされた。90年代に入ってから、確かに資産価格は調整過程に入ったが、「金余り」現象が終焉したわけではない。勤労者の厚生水準の向上や良質な住宅取得を可能ならしめるような健全な資金循環が確立されなければ、問題の根本が解決したことにはならない。日本経済の内需拡大への要請は、国際的にも高まっている。内需拡大自体は、バブル経済の形成期から既に進展している。問題は、その中身である。外需に依存して設備投資を拡大し続けた時代から経済構造は変化しつつあり、それに見合った資金循環が必要とされている。

VII. まとめ——バブル経済崩壊の本質——

1980年代後半の株や土地を中心とした資産価格の急騰がもたらしたバブル経済の形成要因については、当時の金融緩和の問題を中心として、国の内外の経済を取り巻く様々な面から検討されなければならない。

1980年代後半の資産価格急騰については、金融の国際化を背景とした東京一極集中の進展にその原因が求められる傾向が強い。東京の都心を中心としたオフィス需要の急増が原因の発端であるとする説が通説となった感がある。地価が上昇し始める83年頃から、東京の商業地ではオフィスの空室率が低下し、土地に対する需要が高まっていたことは、本文で述べた通りである。確かに、資産価格高騰の「発端」となった点において、この要因を無視することはできない。しかし、実際の資産価格高騰の原因の本質は全く別のところにあるように思われる。

バブル経済形成期の資産価格急騰の主たる原因は、当時の日本経済の実勢や望ましい経済政策とかけ離れた超低金利政策にある。この超低金利には、「バブル」とでも呼ばれる部分があったことは、本文に指摘されている通りである。景気が異常に加熱しており既に景気の抑制が必要とされている時期に至っているにもかかわらず、超低金利政策が続行されたのである。それではいったい何がこのような低金利政策をもたらしたのであろうか。その主たる原因は、急激に進んだ経済とりわけ金融の国際化の下での、金融の「国際協調」の急激な進展にある。プラザ合意以降の金融政策の国際協調が、低金利政策の持続をもたらすことになった。海外から、対外収支不均衡是正に向

けて一層の内需拡大を図ること及び世界最大の債権国として低利の資金供給を行うことが、期待されていた。国際協調のために、国内経済の景気加熱抑制のための総需要抑制政策の導入を遅らせることになってしまった。このことによって、バブル形成期の極端な金利の低下がもたらされたものと考えられる。

「バブルのコスト」については、次の3点に要約される。(1)資源配分をゆがめる結果をもたらすことになる。株式市場の最も重要な役割の一つは、株価が社会全体の投資資金の配分を決める重要な指標になることによって、最適な資源配分を達成することにある。ところがバブルが企業業績とは無関係に株価をつけてしまうと、本来の株式市場の資金配分機能が阻害されてしまう。バブルによる地価高騰も同様の結果をもたらすことになる。転売・投機の対象となった土地はなかなか有効利用ができなくなり、社会にとって損失となる。(2)バブルの発生と崩壊にともなって、資産効果・逆資産効果が繰り返されることによって、マクロ経済が不安定化する。(3)不平等が拡大することになる。「持てる者」と「持たざるもの」との間の資産格差のみならず、同じ「持てるもの」であっても、遊休資産を持っている人と自分の家しか持っていない人とでは地価上昇の影響は違ってくる^(#30)。

これ以外にも、バブル経済の崩壊過程では、バブルの形成以前にローンなしで住宅を取得した人とバブルの時代にローンによって住宅を取得して売却・住み替えが困難になった人との間の資産格差が最も先鋭なものとなっている。この「資産格差」は、持ち家と賃貸の資産格差をはるかに凌駕する新しい検討課題である。

わが国におけるバブル経済の形成と崩壊がもたらした様々な混乱は、行政当局の政策判断の誤りと短期的な収益を追求する傾向の強い企業の体質によるところが大きい。わが国の当時の経済の実態にそぐわない超低金利政策も、経済政策の国際協調に過度に傾斜したために維持されたものと考えられる。ところがわが国では、バブルの形成と崩壊に関する行政や企業の社会的責任を指摘する傾向は少ない。バブル救済のための政府資金も金融機関等の企業に向けられている面が強い。ノンバンクと銀行間等の企業間の救済措置のみが進行している。平成4年度以来、緊急経済対策として、多額の政府資金が金融機関を中心とした企業の救済に費やされている。それに比して国民生活の救済のための支出は極めて小額である。

バブル経済に巻き込まれて多額の負債を抱えて破産宣告をしいられたり住

宅価格が暴落して住み替えすら困難になってしまった個人に対しては、全く救済措置がなされていない現状である。多額の負債をかかえた個人の側にはのみ責任が課され、貸した側の銀行・ノンバンクの側には、ほとんど社会的な制裁はなされていない。少なくとも、いわゆるオーバーローンによる不動産の担保価値以上の貸し付け部分に関しては、債権者側の担保価値に関する誤認に基づくものである。ローンの返済が不能となった場合、抵当不動産を放棄してもなおかつ破産宣告等の社会的制裁を受けなければならないとすれば、契約社会のあり方が問われることになる。抵当不動産を放棄しても債務を逃れられないとすれば、担保設定の意義について問われることになる。

また別の角度からみると、今日バブル経済が崩壊したにもかかわらず、わが国の地価の水準は、今だに国際的にみて著しい高水準にある。経済審議会の答申に示された「年収の5倍で取得しうる住宅」の実現には程遠い状態が続いている^(#31)。

日本経営者団体連盟『内外価格差問題解決への取り組み』（平成4年8月）には、円高の下での内外価格差の実態が解明されている。公的規制の排除などによる円高差益の国民への還元方策が、示されている。わが国の高物価の要因として、異常に高い地価・テナント料が指摘されている。地価の引下げは、住宅建設や実質的なインフラの整備を促進するだけでなく、内外価格差の大きな要因となっている土地に関する諸物価を引き下げる効果をもたらすと分析されている^(#32)。

地価は、資産価格の調整過程がこのまま続けば、より一層低下することは確実である。そのことは、住宅政策にとっては望ましいことである。一般的には、バブルによって上昇した地価を適正な水準まで引き下げることは、国民生活の安定みならず企業活動のコスト削減にとっても望ましいことである。地価水準の安定は、優先順位の高い政策目標である。地価がGNPや賃金・物価水準等の経済指標の大きさに比して突出することなく適正な水準を維持し安定していることが、経済政策上望ましいことである。

しかし、一度突出して上昇した地価を短期間のうちに暴落させれば、経済政策上のマイナス面が噴出することも事実である。不良債権をますます増大させ、資産の担保割れ等によって新規の融資による設備投資を滞らせることになる。国民生活にとっても、住宅の住み替えが困難になるなど様々な弊害が増幅される結果となる。また、不況を長期化させ、国民生活をますます圧迫することにつながることは、確実である。

バブル経済の形成と崩壊の背景には、国民の勤労の成果として生み出された「社会的な剰余資金」が、「金余り」と称して、土地投機や財テクによって浪費される過程があった。本来、国民の住宅取得や福祉水準の向上に役立てられるべき社会的な剰余資金が、誤った資金循環によって国民生活をかえって圧迫するに至った過程としてとらえられる。国民の厚生水準を向上させるような健全な資金循環が形成されないままに、経常収支の黒字を背景とした急激な経済成長のみが追い求められたために、剰余資金がかえって国民生活を圧迫するに至ったものと考えられる。

急激な土地投機や財テクによる地価高騰が国民生活を圧迫することとなった。地価が正常値にあれば本来開発の採算に合わない開発の限界地以下の地域での開発が進められた。バブル崩壊後の現在では、リゾート開発による自然破壊のみが残され、施設の放置がなされている。リゾートゴーストタウンの誕生、リゾート会員券やゴルフ会員券の乱売を通じての自然破壊など、資源の浪費と環境破壊は、枚挙にいとまがない。

勤労者の良質な住宅が確保されていない状態でのこのような土地や資金も含めた資源の浪費の背景には、わが国の勤労者の「労働分配率」の低さが指摘できる。賃金のみでなく良質な住宅の取得等も含めた「労働分配率」は、欧米先進国等に比べて低位にあることが、指摘される。本来国民の持ち家取得の増大等によって国民生活を豊かにすべき「社会的剰余資金」が、土地投機や財テク等によって国民生活を圧迫し、自己破産の増大や経済不況によって国民生活を混乱に陥れていることは、全く皮肉な結果である。

バブル経済の形成と崩壊は、日本経済にとって、資源配分の甚だしい非効率とおびただしい資源の浪費を生み出したことは、確実である。

<注>

- 1) 『経済白書平成2年版』 11～17 ページ。
- 2) 吉川洋『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社(1992年発行) 208～209 ページ。
- 3) 『平成5年版日本経済の現況』 1～16 ページ。
- 4) 金融制度調査会『金融システムの安定性・信頼性の確保について——金融制度改革と金融機関経営のあり方——』(平成4年1月29日)
- 5) 帝国データバンク『全国企業倒産集計』(1993年8月)

- 6) 帝国データバンク『第3回ノンバンク借入金上位100社ランキング』
(1993年9月14日)
- 7) 日本銀行調査統計局『企業短期経済観測調査』(平成5年9月10日)
- 8) 大蔵省財政金融研究所『資産価格変動のメカニズムとその経済効果』(平成5年4月) 1ページ。
- 9) 同上大蔵省財政金融研究所資料(平成5年4月) 2ページ。
- 10) 同上大蔵省財政金融研究所資料(平成5年4月)「はじめに」
- 11) 同上大蔵省財政金融研究所資料(平成5年4月) 3ページ。
- 12) 鈴木淑夫『日本経済の再生——バブルを超えて——』東洋経済新報社
(1992年発行) 24~31ページ。
- 13) 鈴木淑夫 前掲書 31~37ページ。
- 14) 財・日本不動産研究所「市街地価格指数」(平成5年3月末現在) 20ページ。
- 15) 『経済白書平成5年版』130~135ページ。
- 16) 『経済白書平成5年版』125~130ページ。
- 17) 東京都企画審議室『土地利用及び地価形成要因に関する調査』(平成2年6月) 238ページ
- 18) 中谷巖 前掲書 416~426ページ。
- 19) 岩田規久男『ストック経済の構造』岩波書店(1992年発行) 116~127ページ。
- 20) 浅子和美他「地価とバブル」(西村清彦他編『日本の株価・地価』東大出版会〔1990年発行〕 57~86ページ)
- 21) 鈴木淑夫 前掲書 58ページ。
- 22) 鈴木淑夫 前掲書 53ページ。
- 23) 中谷巖 前掲書 426~429ページ。
- 24) 野口悠紀夫『土地の経済学』日本経済新聞社(1989年発行) 80~84ページ。
- 25) 原田泰・井上裕行『土地・住宅の経済学』日本評論社(1991年) 137ページ。
- 26) 宮尾尊弘『現代都市経済学』日本評論社(1993年発行) 54~71ページ。
- 27) 宮尾尊弘『「ストック経済」の時代』日本経済新聞社(1989年発行) 130~138ページ。
- 28) 舟岡史雄「日本の株価水準と投資尺度」(西村清彦他編『日本の株価・地

価』東大出版会〔1990年発行〕 27～56 ページ)

- 29) (財)日本証券経済研究所『日本の株価水準研究グループ報告書』(1988年10月) 5～15 ページ。
- 30) 中谷巖 前掲書 436～437 ページ。
- 31) 経済審議会『生活大国五ヵ年計画』(平成4年6月25日)26～30 ページ。
- 32) 日本経営者団体連盟『内外価格差問題解決への取り組み——日経連内外価格差問題研究プロジェクト報告——』(平成5年8月) 14～20 ページ。