

「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」

- 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報告書 -

要 約

1. 資産価格の上昇とその要因

(1) 80年代後半に生じた資産価格の急激かつ大幅な上昇は、

85年9月のプラザ合意以降の急激な円高を契機として金利が歴史的な低水準となり、マネーサプライも高い伸びを示すなど金融が緩和し、しかもそれが長期にわたったこと、

金融緩和、大企業の銀行離れ等の金融環境の変化の下で、リスク管理、自己責任原則等の体制整備が不十分なまま、金融自由化が過渡期を迎え、そのなかで金融行動が著しく活発となったこと、

長期にわたる景気拡大や円高による国際的地位の上昇の過程で、わが国経済の先行きについて強気の期待が高まり、資金の借り手のみならず、貸手のリスク認識も低下したこと、

を背景に、企業の設備投資の増勢に加え、大量の資金が株式・土地の市場に流れ込んだために発生したものである。

(2) この間の経済政策については、以下の問題が指摘される。

円高の影響については、既に景気後退局面に入っていたため、悲観的な面が強調される傾向が強かった。

内需拡大による対外不均衡是正、急激な円高・ドル安抑制という政策目標を達成するため、金融政策にウェイトがかからざるを得なかった面があった。

経済情勢の認識から経済政策の効果が発現するまでのタイムラグの存在は、経済政策を判断する上で難しい問題であり、慎重な情勢判断が必要である。

(3) 今回の景気循環の過程では、わが国経済のストック化の進展を背景に、資産総額の変動がGNPに比肩しうるような規模に達するに至ったことから、資産価格の変動が実体経済の振幅を大きくした点が、通常景気拡大局面と異なっている。ただし、資産価格上昇の実体経済に与える影響の大きさについては見方が分かれている。

2. 資産価格の下落とその影響

(1) わが国経済は、91年以降かなり急速なテンポで資産価格の下落を含む景気の後退に見舞われている。しかしこれは、基本的には80年代後半における活況の反動であるとともに、また資産価格の急激な上昇に対する正常化への過程でもある。

(2) このような景気後退は主として実体経済面におけるストック調整による面が大きい。株価や地価など資産価格の下落が落ち込みを拡大していることが通常景気後退

局面と異なっている。ただし、その影響の程度については見方が分かれている。

また、株価や地価の下落や、これらに起因する金融機関のバランスシートの悪化が人々のマインドに悪影響を与えて、経済の先行きに対する不透明感を強めているのも今回の特徴である。

- (3) 金融面では、金融機関の株式含み益の減少と不動産関連融資を中心とした不良債権の大幅増加を招いているが、真剣な取り組みと相当な調整期間が必要であるものの、金融システムの安定性を維持しつつこれに対処することは可能である。

銀行貸出の伸びの低下は、これまでのところ実体経済を大きく制約しているとは言えないが、初めての経験でもあり、今後の動向には十分注意していく必要がある。

3. 資産価格変動の教訓

- (1) バブルの発生と崩壊は、資源配分、所得分配、金融システムの安定性等に悪影響を与えることから、その発生を避ける必要がある。バブルはいずれ崩壊するものであり、その過程で生ずる様々な悪影響を避ける基本は、バブルを発生させないことである。

- (2) 資産取引が行われる市場に対する規制は過度にわたるべきではない。今回の資産価格の急激かつ大幅な変動の過程で、市場メカニズムに対する人々の信頼が揺らいでいるように思われるが、近視眼的な規制は長期的な観点からは望ましくない結果をもたらす。

- (3) バブルの発生を防ぐためには、次のような観点からマクロ政策での適切な運営が必要である。

国内経済の持続的安定的成長が確保されることによって、初めて国際協調が可能となる。

金融政策の運営にあたっては、通貨供給量等の量的指標をも金利動向と併せて考慮する必要がある。

今日のようなストック化が進展した経済情勢の下では、資産価格の動向にも従来以上に注目していく必要がある。

- (4) 適正かつ合理的な土地利用を目標とする土地政策は、長期的・総合的な見地に立つて推進する必要がある。総量規制等の個別対策は、発動のルールを明確化した上で、緊急避難的に実施されるならば、止むを得ない。

- (5) 金融機関の不良資産の累増の原因を金融自由化に帰することは適当でない。金融自由化は、経済の国際化等により避けられないものであり、金融システムの効率化に資するものでもあるから、今後一層その定着及び推進を図っていくべきである。

その際重要なことは、自由化と不可分の関係にある自己責任原則に基づくリスク管理の徹底である。また、金融システムの安定は、金融自由化と両立する形で行なうべきである。

- (6) これまで日本経済を支えてきた高い技術力、高い教育水準、勤勉な労働者、高い貯蓄率と投資率などが今回のプロセスを経て大きく損なわれたわけではない。今後は、リストラクチャリングを進めることにより、日本経済を新たな安定的成長の軌道に乗せるべく努力してゆくことが必要である。

はじめに

1. 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急激かつ大幅な上昇・下落の過程は、一般に「バブルの発生・崩壊」と呼ばれている。その日本経済に及ぼした影響には少なからざるものがあり、戦後経験した経済変動の中でも、数少ない事例として特筆されるべきものである。

バブルといわれるような事例は、金融活動の活発化と関連して、80年代、世界の各地で見られた。その中でも今回のわが国の事例は、その規模と影響という点で注目に値するものであったといえるであろう。

2. わが国経済は、91年以降かなり急速なテンポで資産価格の下落を含む景気の後退に見舞われている。しかしこれは、基本的には80年代後半における活況の反動であるとともに、また資産価格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言わざるを得ない。

1971年のニクソンショックから73年の変動相場制移行に至る円高とその直後の原油価格暴騰が高度成長から安定成長への転換点であるとすれば、この80年代後半から始まる急激かつ大幅な円高とその後の展開は、後になって振り返ると、日本経済が様々な意味で一度は通過しなければならなかった重要な過程であったことになるかもしれない。我々は、今回の経験を単に「バブルの発生・崩壊」の処理に終わらせることなく、わが国経済の長期的発展の契機とすることが必要であるように思われる。

3. 以上のような問題意識を踏まえ、当研究会は「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」をテーマに、92年9月から精力的に検討

を進めてきた。今回の資産価格変動のプロセスはいまだ進行中であり、十分な検討をするためのデータも出揃っていないとは言えない。そのような意味では、このような研究はもう少し時をおいで慎重に世に問うことが適当とも考えられる。

しかしながら、最近の経済論議においては、当面する経済的課題が複雑なもので、不可解なものであるとの印象を国民に与えている面も少なくない。このような点に鑑み、この際、ここ数年間のわが国経済の推移について中間報告的に論点を整理してみた。論点が多岐にわたるため細部にまで意見の一致をみたわけではなく、見解を併記した点もあるが、この報告が今後の建設的な論議の展開の契機となれば幸いである。

平成5年4月

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

(座長) 館 龍一郎 東京大学名誉教授

(委員) 石 弘光 一橋大学教授

貝塚 啓明 東京大学教授

香西 泰 日本経済研究センター
理事長

鈴木 淑夫 野村総合研究所理事長

中谷 巖 一橋大学教授

野口悠紀雄 一橋大学教授

堀内 昭義 東京大学教授

蠟山 昌一 大阪大学教授

・ 80年代後半における資産価格の上昇

1. 株価の動向

わが国の株価は、1980年代後半に顕著な上昇を示した。85年末の日経平均株価は1万3,113円であったが、その後、史上最高の出来高を更新するような活況のなか、87年10月には、2年足らずで約2倍の2万6,000円台に達した。この月のブラックマンデーには世界的な株価の暴落が生じたが、諸外国の市場が時間をかけて地固めをする中で日本市場は再び急上昇に転じ、87年末には世界の株式市場時価総額に占める日本のシェアは41.7%になり、人口は米国の約2分の1、G N Pは約6割の日本の株式市場が初めて米国を抜き世界一になった。

その後も88年7月には1日の出来高が28億5,000万株と史上最高出来高を塗り変えるような活況が続き、88年末には株価は3万円台に到達、89年末には85年末比約3倍の3万8,915円までほぼ一本調子で上昇した。89年末の株式残高の時価総額は、630兆円と同年のG N Pの1.6倍にも達した。85年末の時価総額が196兆円、G N Pの60%であったことを考えると、わずか4年で434兆円、ほぼ1年分のG N Pに相当する金額が増加したことになる。株価の大きな変動は、戦後、今回を含め4回見られたが、それによる株式の時価総額の増減がG N Pに比肩するほど大きくなったのは初めてであった。

2. 地価の動向

わが国の地価（公示地価、以下同じ）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_大阪圏_名古屋圏_地方圏へと、また用途別には商業地_住宅地へと波状的に広がる高まりをみせた。

こうした大幅な地価の変動は、戦後の混乱期を除けば3度目である。大幅な地価上昇の結果、85年末に1,004兆円であった土地資産総額（国民経済計算による推計値、未実現のキャピタルゲインを含む）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G N Pの約3倍にも相当している。また90年末には、日本の土地資産総額は、米国の約4倍に相当する巨額のものとなった。

土地は株式と違って、地域別・用途別により価格の上昇幅や上昇のタイミングが異なる傾向がある。以下ではこの点に留意しつつ、80年代後半以降の地価の動きを概観する。

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年代後半は、特に86年・87年に前年比で4割を超える高い上昇を示した。その後比較的落ち着いた動きで推移したものの、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年頃より商業地にやや遅れる形で急騰し、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。一方地方圏の地価については、89年・90年に商業地・住宅地が共に前年比1割を超える上昇を示したが、大都市圏と比べて落ち着いた動きであった。

なおこの間の土地取引件数は全国的には低調であったが、東京都では、86年に15万件という7年ぶりの高水準の取引が行われ、株式と同様に価格高騰期とほぼ同時期に取引量の増加がみられた。

3. 「バブル」の発生

今回の資産価格変動は、変動の幅が初めてG N P規模になるなど急激かつ大幅なものであり、人々の注目を集めるものであった。この現象は、必ずしも経済の実体に則していなかったという意味で、特に大幅な下落が起きてからは、「バブル」と言われるようになった。

標準的な経済理論によれば、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金融的収益（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る。この定式化によれば、資産価格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、しばしば資産価格の「ファンダメンタルズ」と呼ばれる。

一方、「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。もともと資産価格は絶えず変動しており、常にファンダメンタルズに一致しているとは限らない。もしファンダメンタルズで説明できない資産価格変動をすべてバブルだとすれば、それはごく日常的な現象ということになる可能性がある。しかし、今日人々が広く使っている「バブル」という言葉には、資産価格の現実値と理論値が乖離しているという意味があるだけでなく、更に、早晚崩壊し、経済に大きな影響を与える可能性があるという意味が込められている。したがって以下では、「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」という意味で使うこととしたい。

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、現実の値との比較を行ってみた（補論1～3参照）。こうした計測には一定の制約があることに留意しな

くてはならないが、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年頃には理論値で説明がつかないような動きがみられた。また地価に関しては、東京圏の商業地については、90年頃には現実値が理論値をやや上回る動きがみられ、東京圏の住宅地については、87年頃から理論値で説明できない動きがみられた。また大阪圏商業地・住宅地については89年頃から、理論値では説明できない動きがみられた。また名古屋圏の商業地・住宅地についても、90年頃からやや理論値を上回る動きがみられた。

もとよりこうした計測は大胆な単純化を前提としており、計測結果は極めて大まかな推計に過ぎない点に留意する必要がある。しかし、このように資産価格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G N Pの規模にも比肩するものであったことを考えれば、80年代後半における資産価格の変動の過程で、上記の意味での「バブル」が発生していたと言えるであろう。

4. 海外の状況

80年代後半には、日本を含め、米国、英国、北欧、韓国、台湾等世界の各地において地価及び株価の上昇が見られた。こうした現象の共通の背景としては、プラザ合意後の各国の協調利下げ、石油価格の下落、マネーゲームの興隆といった事情があることは確かであろう。しかしその内容を具体的にみると、各国の事情の間にはかなりのばらつきが見られる。

株価については、各国とも上昇していた85年から89年までの年平均上昇率を見ると、韓国、台湾のN I E S諸国の株価がそれぞれ60%、84%と他の先進国を圧倒するスピードで上昇したのに対し、日本とスウェーデンは約30%、米、英、ノルウェーは、平均的に15%程度の上昇である。また87年10月のブラックマンデー後の株価の回復スピードを見ると、日本、韓国、台湾のアジア諸国に加え、スウェーデンが88年

にブラックマンデー以前の水準を回復したが、米国、英国、ノルウェーの回復は89年まで持ち越されている。回復が遅れた諸国ではノルウェーを除き、90年以降も上昇が続いているのに対し、回復が早かった諸国では、90年以降は株価の低迷が続いている。

確かに国際的な資金移動が活発になると、各国間の金利の相関が高まり、それに伴い、株価が金利に規定されている限りにおいては株価もある程度までは連動することになるだろうが、株価の動向には金利に加えて各国固有の要因も作用するのは明らかであろう。

地価についても、80年代後半の動きを見ると、日本（東京）、韓国、台湾、スウェーデンについては年率20%を超える上昇を示したが、米

国ではニューヨーク等で高騰したものの総じて緩やかな変動を示し、英国ではロンドンを中心に高騰したものの90年には反落するなど、各国の事情の相違が見られる。また、地価上昇のきっかけが米国ではレーガン政権下の税制改革、わが国については東京におけるオフィス・ビル需要の高まりとされていることからわかるように、地価については株式よりも各国個別の事情による相違が際立っているといえよう。

80年代後半における世界的な株価や地価の上昇について、どこまでが各国共通の要因によるものであり、どこからが各国固有の事情によるかといった問題を解明するには、さらに十分な検討が必要であろう。

．資産価格上昇の要因

80年代後半に生じた資産価格の急激かつ大幅な上昇は、

85年9月のプラザ合意以降の急激な円高を契機として金利が歴史的な低水準となり、マネーサプライも高い伸びを示すなど金融が緩和し、しかもそれが長期にわたったこと、

金融緩和、大企業の銀行離れ等の金融環境の変化の下で、リスク管理、自己責任原則等の体制整備が不十分なまま、金融自由化が過渡期を迎え、そのなかで金融行動が著しく活発となったこと、

長期にわたる景気拡大や円高による国際的地位の上昇の過程で、わが国経済の先行きについて強気の期待が高まり、資金の借り手のみならず、貸手のリスク認識も低下したこと、

を背景に、企業の設備投資の増勢に加え、大量の資金が株式・土地の市場に流れ込んだために生じたものである。

1. 円高への対応としての金融緩和とその継続

80年代後半、わが国の金融は大幅に緩和された。公定歩合は86年1月から87年2月までのほぼ1年間に、5%から2.5%という史上最低の水準へと引き下げられた。この水準は89年5月に3.25%へと引上げられるまで、2年3か月継続した。また、マネーサプライが87年度から90年度にかけて4年間連続して2桁増となるなど、量的にも大幅な緩和が行われた。

この期間はわが国の為替相場が急激な変動を見せた時期でもある。この間の為替相場の変動を大きく区切って見ると、初期における急激な円高期、ブラックマンデーを挟み、88年を通じての緩やかな円高期、89年初から90年4月までの円安期、の3つの局面に分けられる。

この間の金融政策の展開は、今述べた3つの局面に関連づけて区分することができる。即ち、第1の局面ではプラザ合意とその後の急激な円高に対応して円高に伴うデフレーションを和らげる観点から大幅な金融緩和政策が採ら

れ、第2局面ではブラックマンデーに対処するための国際的な協調とその後の緩やかな円高により、金融緩和が持続することとなった。なお、この間の経常収支の黒字、物価の安定も金融緩和を持続させた大きな要因であった。第3の局面では、為替が円安に向かったことや、インフレ圧力が高まったことが金融引締めへの環境を整えた。以下、このような諸点を踏まえてこの間の経済運営について具体的に見ていくこととする。

(1) プラザ合意の背景

第2次オイルショック後の世界的スタグフレーションの中で、81年にレーガン大統領が就任し、連邦支出の大幅抑制と大幅減税を骨子とする米国経済再建計画を打ち出した。しかし、減税により税収が伸び悩む一方、支出は増大を続け、米国の連邦財政は83年以降、毎年2,000億ドル前後の赤字を続けた。通貨供給量の制御でインフレは鎮静化したものの、金利は跳ね上がり、ドル為替は80年から85年までの間に主要通貨に対し、平均で28.2%（IMF基準）上昇した。

この結果、米国の経常収支は80年の12億ドルの黒字から、82年には赤字に転落、赤字幅は年を追って拡大し、85年には1,222億ドルと、GNPの3.0%にも上った。一方、日本やドイツなどの経常黒字は増大を続け、85年の経常黒字のGNP比率は日本で3.6%、ドイツで2.7%に達した。当時、先進各国の間では、このようなドル高や国際収支不均衡は長期的には維持可能ではないとの認識が広がった。

米国においても、経常収支の赤字幅の拡大が続く中で、85年に入り議会内部での保護主義圧力が高まり、政府は為替調整による対外不均衡の是正を企図した。こうした背景の下で85年9月、G5各国は、

対外不均衡を調整するためには各国通貨の対ドルレートの秩序ある上昇が望ましいこと、

この目的のため各国が協調した行動をと

ること、

について合意した。いわゆるプラザ合意である。また、ファンダメンタルズ改善のため、経常黒字国（日・独）には内需拡大が、一方米国には財政赤字の縮小が要請された。

プラザ合意後、各国は協調介入によりドル高の是正を図るとともに、米国は市場金利の低下を、わが国と西独は85年末に向け、市場金利の上昇を容認していった。このプラザ合意の時期から、以後90年に至るまでの大幅な円レートの変動の時期が始まることとなった。

(2) プラザ合意後のわが国の経済運営

85年9月半ばでは1ドル244円台であった円の対ドルレートは、プラザ合意を契機に、85年末には200円の水準に、更に86年8月の153円までほぼ一本調子に上昇した。1年足らずの短期間における約60%の円高（28か月で102%）は、過去における円高のスピードと幅（71～73年〔18か月〕35%、77～78年〔21か月〕67%）をはるかに上回るものであった。わが国のドル建て輸出比率が高いこともあって、輸出型産業への影響が大きく、国内景況感も急速に悪化した。なおわが国が、85年6月をピークとして自律的景気後退局面に入っていたことも、プラザ合意以後の急激な円高によるデフレの懸念を一層高めたものと思われる。

このいわゆる「円高不況」に対し金融は大幅に緩和され、公定歩合は86年中だけで4回（計2.0%）引き下げられた。これらの利下げは、国内における景気後退への懸念、国際的な内需拡大の要請に対処しつつ、プラザ合意に基づく為替レートの調整にも配慮し、米国の金利動向等をも踏まえて行われたものであった。一方、財政面でも86年9月には総額約3兆6,000億円の総合経済対策が決定された。

景気は86年11月に底を打っていたが、心理的には景況感は87年に入ってもなかなか回復しなかった。特に雇用指標は悪化を続け、求人数は87年3月まで減少し、失業率は87年5月には初めて3%を超えるに至った。87年1月には臨時

円高対策本部が設置されるなど「円高不況」への懸念は長く続き、87年5月には総額約6兆円の緊急経済対策が決定された。

一方、円高が150円/ドルまで進む中、87年2月にはG6で、

為替相場が各国のファンダメンタルズの水準にほぼ合致していること、

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、

が合意(ルーブル合意)され、それまでのドル安促進の姿勢が転換することになった。

(3) ブラックマンデーの衝撃

ルーブル合意後、為替が140円～150円を中心とした比較的狭いレンジ内での落ちついた動きを示すなか、米・独とも自国の経済状況を反映した金融引締め気味の政策運営を採る一方、わが国でも景気の回復が明確になり、市場金利は反転上昇し始めた。

しかし、87年10月の米国での株価暴落(ブラックマンデー)に端を発した世界的な株価とドルの暴落により、米国はじめ各国は、株の連鎖安とドルの下落を防止するため協調して金融を緩和した。このため、わが国は、金融政策転換の機会を逸することになったとみることができる。

また、わが国の金融引締めへの転換は、米・独よりかなり遅れることとなった。即ち、ブラックマンデー後、米国では、景気拡大によるインフレ懸念から88年3月にいち早くF/Fレートの高め誘導を行い、8月には公定歩合を引き上げた。またドイツにおいても、インフレ懸念に加え、為替がマルク安に転じたこともあり、88年7月及び8月に公定歩合を引き上げた。しかしながらわが国では以下の要因により、金融引締めが制約され、金融政策の転換は89年5月まで持ち越されたのである。

ドイツの相次ぐ公定歩合引上げに対し、日本では史上最低の金利水準が継続されたことは、わが国金融関係者の間に、今後日本では長期にわたり低金利が続くという期待を抱かせること

になった。

i) 円高の進捗

為替はブラックマンデー以降一層円高が進み、87年末には120円台前半まで買い進まれ、88年の1月と11月には120円割れ寸前になるなど、88年を通じて円高基調が続いた。このため、わが国の金利上げが一層の円高・ドル暴落を招き、世界同時恐慌の引き金を引くとの懸念も強く、公定歩合は史上最低の水準に据え置かれた。また当時、世界最大の債権国として「日本アンカー論」も出て、低金利を当然視する風潮もあった。

ii) 経常黒字と内需拡大要請

当時の経常収支の動向は、ドルベースの黒字幅が86～88年度までは85年度水準を上回っていた。従って、経常黒字縮小のための内需拡大の要請からも金融を引き締めることに制約があったと考えられる。

) 物価の安定

この時期、株や土地の高騰にもかかわらず、円高効果もあって物価は安定を続けていた。これは資産価格と物価の同時的上昇を経験した1972、73年とは対照的であった。この物価の安定が金融引締めを遅らせ、資産価格上昇を長引かせる一因となった。

景気の拡大局面において予防的引締めを行うタイミングを適切に判断することはいずれの国においても難しい。この点を考慮すると、資産価格の変動が経済に大きな影響を与えるようになった今日、今後の問題として資産価格の動向を金融政策上どのように位置づけるべきかは検討課題の一つと考えられる。

(4) 円安への転換と金融引締め

89年に入りドルが円に対し強含みに転じ、5月には140円を超え、金融政策に対する為替面からの制約が小さくなった。一方、国内では雇

用情勢の逼迫と輸入物価上昇による国内物価上昇が懸念されるに至った。こうしたこともあり、金融緩和策が転換され89年5月公定歩合は3.25%に引き上げられ、以後90年8月に至るまでの計5回の引上げにより、その水準は6%となった。

しかしながら、89年後半には、公定歩合引上げによる短期金利の上昇に対し長期金利の上昇が遅れ、長短金利の逆転が起こった。これは、長期間にわたる低金利政策や、米国においてやがて金利が低下しいずれ日本も引き下げざるを得ないのではないかといった予想から、金利先安感が根強かったためと考えられる。

なお、この間のマクロ経済政策について以下の問題が指摘される。

- i) 第1に、円高デフレ効果を過大視したのではないかという点である。円高は輸出企業にとってはダメージを与える面があるが、消費者サイドからみると実質所得の増加をもたらす、消費を全体として拡大する面がある。円高は、こうした2つの側面を持つものであるにもかかわらず、当時はわが国経済が既に景気後退局面に入っていたため、官民を問わず、円高の効果として悲観的な面が強調される傾向が強かったものと思われる。
- ii) 第2に、財政政策について、財政再建を優先しすぎたため、金融政策に過度の負担がかかったのではないかという点である。ただし、88年、89年には、景気が順調に拡大する中、むしろ財政はビルト・イン・スタビライザーとしての役割を果たしていたので、この議論が対象とするのは、急速な円高により景況感が悪化していた85年末から87年前半にかけての期間と解するのが適当であると思われる。
- イ) まず、財政政策と金融政策の位置づけを考えるに際しては、政策目標が何であったかが問題になる。当時、内需拡大による対外不均衡是正と同時に、あまりにも急激な円高・ドル安を抑制することが求められて

いた。この二つの政策目標を同時に達成するためには、金融政策にウェイトがかからざるを得なかったという側面があった。

- ロ) 次に財政再建との関係が問題になる。当時わが国の財政については、今後進行する人口の高齢化や国際化等の社会・経済の変化に適切に対応していくために、財政の対応力を回復すべく財政改革が強く要請されていた。その結果、83年から87年にかけて一般歳出を前年同額以下にするなど徹底した歳出の節減合理化が図られ、財政改革が強力に推進されていた。それは財政体質改善のためやむをえぬ過程ではあったが、このような要請がポリシーミックスを決定していく上で一つの制約になっていた面がある。また、財政の資源配分機能という面でも、制約を課せられた期間であった。

- ハ) こうした状況の中、85年以降の経済情勢の激変とそれに伴う内需を中心とした景気の着実な拡大、対外不均衡の是正といった要請に対して、86年9月に総合経済対策（総事業規模約3兆6,000億円）、87年5月に緊急経済対策（総事業規模約6兆円）が策定された。

この政策については、発動のタイミングが遅れたとの批判がある一方、現実には86年11月が円高不況の谷であったのに、景気がかなり回復してきた87年5月に相当規模の経済対策が行われ、金融緩和と相まって、バブル発生の一因となったとの指摘もある。経済情勢の認識から経済政策の効果が発現するまでのタイムラグの存在は、経済政策を判断する上で難しい問題であり、慎重な情勢認識が必要である。

2. 金融環境の変化の下での金融活動の積極化

(1) 銀行行動の積極化

i) 不動産に対する銀行融資の増大

80年代後半は、法人、個人を問わず活発な不

動産投資を行ったが、これについて、国民経済計算上のネットの部門別土地購入をみると、家計部門が一貫してネットの売越しである反面、非金融法人部門の土地購入額が80年代前半の8倍の水準に急増していることがわかる。こうした事実から、法人部門が特に活発な不動産投資を行っていたことが窺われる。

このうち不動産業の土地投資は、80年代前半の2.1兆円から後半には15.1兆円へ、同じく棚卸資産は2.6兆円から24.9兆円へ急増した。棚卸資産のうち、約5割は土地購入という推定もあり、80年代後半、不動産業ではかなりの規模の土地購入が行われたと考えられる。

この間の不動産業の所要資金81兆5,000億円のうち、約4分の3にあたる62兆3,000億円が銀行からの借入れによって賄われた。こうした多額の銀行貸出を通じ、大手企業のみならず、エクイティファイナンスなどによって資本市場から資金調達ができない中小企業に対しても、かなり大量の資金が流れた。このため、従来、仲介業務に専念していた中小業者が売買の当事者になる事例が増加し、その中には投機的な取引も多数含まれていたと言われている。

これを銀行の側からみると、銀行の不動産業への貸出は、85年度から89年度にかけて総貸出の年平均伸び率9.2%を大幅に上回る年率19.9%で伸び、融資残高も約17兆円から約43兆円に倍増した。総貸出に占める不動産業向け融資シェアも84年度末の7.6%から、89年度末の12.1%に高まった。

また銀行は個人に対しても、住宅ローンのみでなくその所有する不動産に根抵当権を設定し、その評価額の一定割合までは用途を問わず当座貸越の形態で借入れのできる大型のローンなどの形で不動産関連融資を積極的に行った。

ii) ノンバンクを通ずる融資の拡大

この時期、ノンバンクは銀行以上に不動産融資に積極的であった。

ノンバンクはもともと金融機関の貸出を補充し、新しい資金需要に対応するものとして重要

な役割を果たしてきたが、金融機関が大口融資規制・店舗規制等の様々な営業上の規制を受けているのに対し、ノンバンクに対する規制が極めて緩やかであったこともあり、80年代後半には金融機関の貸出を補完するだけにとどまらず、ややもすれば安易に、かつ他者追隨的に融資を拡大する例が見られた。この時期、ノンバンクの融資業務は急激に拡大〔85年度末22兆円（全国銀行の貸出残高の8.2%）89年度末80兆円（同18.8%）〕している。貸付金の内容を見ると、事業者向けが全体の9割弱を占め、また、不動産業向けが約4割にのぼる。この際、銀行は、ノンバンクの資金の約8割を供給しており、ノンバンクの積極的融資活動を資金面から支えていたといえる。

85年度から89年度にかけての銀行のノンバンク向け貸出は総貸出の年平均伸び率9.2%を大幅に上回る年率20.7%で伸び、融資残高も約23兆円から約60兆円に2倍以上に増加した。総貸出に占めるノンバンク向け融資シェアも84年度末の10.2%から、89年度末の16.7%に高まった。

）銀行行動の変化とその背景

このような銀行の不動産やノンバンク向け貸出の増大は、金融が大幅に緩和するという状況に加え、大企業の銀行離れが進展したこと、金融自由化が過渡期にあったこと等から生じた銀行行動の変化という、より大きな背景の下で理解されるべきものである。

イ) 製造業の銀行離れ

わが国の企業は、オイルショック後の安定成長への移行に伴い、資産・負債の増加ペースを落とす減量経営を指向したが、その結果、例えば、製造業主要企業全体では内部資金化率が高まり、76年以降、全体としては設備投資資金を借り入れに依存する必要がない状態となった。

こうして製造業の金融機関借入金依存度は70年代半ばを転機に低下傾向へ転じ（75年度の38.4%から79年度の32.5%へと急速に低下、うち長期借入金依存度は21.4%から15.8%に低

下)、以後80年代に入っても下落傾向を続けた(89年度は25.2%、うち長期借入金依存度11.7%)。更に80年代には証券形態での資金調達自由化(起債条件の緩和、国内CP市場の創設、海外起債の自由化等)が進行したことも、銀行離れを促進したと考えられる。

これを銀行の側からみると、全国銀行の資産に占める貸出金のシェアは70年の80.5%から80年には71.1%と実に10%近く減少し、80年代に入っても、漸減傾向が続いた(89年65.7%)。

ロ) 金利自由化による資金調達コストの上昇

85年から始まった預金金利自由化が同年10月の大口定期預金金利の自由化を節目に大きく進展し、銀行の資金調達に占める自由金利比率は急速に上昇し(全国銀行の84年度末7.5%、89年度末53.0%)、資金調達コストの上昇を招いた。その結果、銀行はより収益重視の傾向を強め、それは次のような点に現れた。

貸出構造の流れの変化の中で銀行は新しい融資先として中小企業や個人マーケットを重視することとなった。中小企業・個人向け貸出残高シェアは52.9%(84年度末)から69.7%(89年度末)に拡大した(全国銀行ベース、以下同じ)。また80年代後半には、短期貸出に比べ、相対的に厚目の利鞘を確保しうる長期貸出を積極化させた。長期貸出残高シェアは39.9%(84年度末)から52.7%(89年度末)に拡大した。

更に不動産関連融資を著しく増大させたが、これは

1 案件当たりの貸付規模が大きく効率が良いこと、

長期貸出で利鞘が良いこと、

不動産売買代金、貸出資金の資金滞留や、不動産賃貸収入の継続的流入が見込めること、

こうした貸付は不動産担保で行われ、土地の担保の評価等審査手続きが比較的容易であったり、また、地価が上昇している局面でリスクが小さいものと考えられたこと、等の要因によるものである。不動産業・ノンバ

ンク向け融資残高シェアは17.8%(84年度末)から28.8%(89年度末)に拡大した。

ハ) リスク管理上の問題点

しかしながら、この間の銀行行動は、収益重視とは言いながら結局は従来の業容拡大の路線継承した面が強い。

業容拡大の内容こそ従来の預金獲得から貸出の増大へと転換したが、それにもかかわらずリスク管理の重要性が認識されていなかったこと、ほとんどの銀行が一斉に不動産貸出に走ったこと、相変わらず各行間でシェア争いが行われたことなどを見ると、金融緩和と預金金利自由化で資金が継続的に流入するなかで規制金利時代の発想から脱却できなかったことは否定できないであろう。

一般に好況期には、資金の貸手、借手の将来に対する期待が共に強まる傾向がみられるが、ハイリターンを追求するあまり、それに伴うハイリスクへの考慮がなおざりにされ、結果としてリスク管理がおろそかになりがちであったことは問題であった。

具体的には、銀行全体の資産内容の中で、ノンバンクへの貸出も含めた不動産関連融資の比率が高まったほか、個々の融資案件の決定に当たっても、審査機能と与信管理の軽視、担保価値の過度の重視といった傾向もあったと見られる。

(2) 機関化現象

株式の売買において生損保、信託銀行、投資信託、などの機関投資家の占めるシェアが高まることは「機関化現象」と言われる。こうした動きは金融資産の蓄積・金融の自由化が進展する中で米英などでも共通して見られた現象であり、わが国においても企業の財テク資金、金利選好を高めた個人の資金が機関投資家に集まり、機関化現象が進展した。機関投資家の資産運用については、ややもすれば機械的、画一的な運用が行われ、結果として株式市場のボラティリティーを高めた可能性がある。

i) 機関化の進展

80年代後半には、企業が活発な財テクを行った。その資金の一部は企業が直接運用したが、一部は特金・ファントラを使って証券会社、投資顧問会社、信託銀行によって運用された。また一部は株式投資信託の購入に向かった。

また、金融緩和による低金利の下で、マル優の原則廃止や多様な金融商品の出現などの影響もあって個人の金利選好意識が高まり、個人の資金が株式投資信託や生保の一時払い養老保険などの金融商品の購入を通じて機関投資家に集まった。このほか、企業や個人の資金と比較すると規模は小さいが、自主運用の認められた公的資金が機関投資家に運用を委託した。

機関投資家はこうして集まった巨額の資金を、株式投資の高い収益性への期待から、積極的に株式市場で運用した。その結果、株式市場の取引における機関投資家のシェアが上昇した。

ii) 機関投資家の行動

機関化現象の進展の結果、機関投資家の株価への影響力が増し、またその動向が市場参加者の間で非常な注目を集めるようになったが、そうした状況の中で機関投資家がともすれば機械的、画一的な運用を行い、結果として影響力の大きな投資家の集団が一つの方向に動き、他の投資家がこれに追随することによって株式市場のボラティリティが高まり、株価の上昇および下落の振幅が大きくなった可能性がある。

機関投資家がともすれば機械的、画一的な運用を行いがちになった要因としては、

イ) 急激に流入してきた資金に対して、ファンドマネージャーの人材育成の問題などにより、機関投資家内部の運用体制が追いつかなかったこと、

ロ) 日本の場合はファンドマネージャーや機関投資家の間に横並び意識があること、

ハ) 機関投資家の場合は一回の売買単位が非常に大きいため投資の対象となる銘柄が発行済株式数の多い大型株に向かいやすいこと、

ニ) 特に89年以降、インデックス連動型を中心としたシステム売買が活発に行われたこと、

などが挙げられている。

米国においてブラックマンデーに関する大統領特別委員会報告書では、ブラックマンデーの際に機関投資家がプログラム売買の売りシグナルに従って一斉に売り注文を出したことが相場下落の加速要因として挙げられるなど、機関化が進んだ市場で機関投資家が一斉に一方向的な行動をとった場合の影響の大きさは海外においても指摘されている。ただし、商品先物取引委員会の報告書等は、先物市場を利用したプログラム売買は下落の加速要因ではないとしており、必ずしも評価が一定しているわけではない。

制度的背景

機関化現象が進展した背景には、以下のようなことがあった。

イ) 80年の法人税基本通達の一部改正により特金・ファントラを使った株式投資について簿価分離が認められ、80年代後半に事業会社が特金・ファントラを使って積極的な財テクを行ったことから、投資顧問会社、信託銀行が裁量運用する資金が急速に拡大したこと。

ロ) 84年に特金による運用が生保にも認められたが、これによって株式投資で得たキャピタルゲインをインカムゲインとして配当に回すことが可能になったため、生保は短期的、かつ積極的な株式投資を特金を使って行ったこと。また、86年に変額保険が導入されたことも株式投資を拡大させることとなったこと。

ハ) 86年7月に投資信託の販売総額規制が廃止されて募集額を投資信託委託各社が自由に決定することが可能になり、株価の上昇に刺激されて投資家の投資意欲も高かったことから株式投資信託の設定が増加し、投資信託委託会社が裁量運用する資金が急速に拡大したこと。

二) 公的資金に関し、87年6月より簡易生命保険および郵便年金の積立金の一部、87年4月より国民年金および厚生年金の積立金の一部、89年7月より郵便貯金の資金が、運用を委託された機関投資家(主として信託銀行の指定単)を通じて株式市場に流入したこと。

(3) 企業の金融活動の積極化

80年代後半には、企業は設備投資に加え、収益重視の観点から積極的な金融資産の運用、いわゆる「財テク活動」を活発化させた。特に大企業は、CP発行やエクイティファイナンスを通じて資金不足額を大幅に上回る大量の資金を調達し積極的に金融資産を積み増す、いわゆる両建て取引を行った。こうした金融活動の活発化は、金融緩和、経済成長に伴う金融資産の蓄積の進展、新しい多種多様な金融取引の出現とともに、金融自由化の進展途上ゆえの各種商品間の金利設定の歪み等も一因となったと考えられる。

企業の財テク資金は、信託銀行の特金・金外信(主にファンドトラスト、以下では特金・ファントラ)を通じて大量に株式市場に投入された。企業の財テクは80年代後半に急に活発になったが、株価上昇が財テクを活発化させる要因であると同時に、財テクが株価高騰の要因になったと考えられる。

i) 金融資産・負債の両建て

日銀の資金循環勘定によると、法人企業は80年代後半に入って、資金不足額を大幅に上回る金額を調達してきた。両建て化が活発になったといわれる85年以降89年までの5年間の資金不足額が約62兆円であるのに対して、この間の調達額は約233兆円で、実に不足額の4倍近い金額が調達されており、その結果、企業の資金運用額も急増した。因みに80~84年の資金不足額は約40兆円であったのに対し、調達額は約110兆円で不足額の約2.8倍であり、80年代後半の企業の資金調達がいかに大幅であったかがわかる。また、両建て比率(資金運用金額/資金調

達金額)は80代前半の約57%に比べ80年代後半は平均74%にまで上昇している。

企業規模別にみると、両建て取引は概して大企業で活発であり、中小企業ではあまり活発でなかったようである。これは、大企業はCP発行やエクイティファイナンスを通じて証券市場から資金の調達が可能であったのに対し、中小企業は信用力等の問題から証券市場での調達が難しい上、運用面においても大企業ほどには有利な状況にはなかったためであろう。

ii) 資金調達面の特徴

85年から89年の間の企業の資金調達の内訳をみると、エクイティファイナンスを中心とする有価証券とCP発行が大幅に伸びたのが特徴的である。

イ) 資金循環勘定により、企業の調達総額におけるシェアをみると、借入金は85年の80%から89年には60%に低下する一方で、有価証券は17%から29%に急上昇した。金額ベースでは、有価証券による調達は85年には5兆円に過ぎないが、89年には21兆円にのぼり、約4倍に増加している。

ロ) この時期の有価証券による資金調達の内訳を上場企業についてみると、普通社債のシェアは85年には約33%であったが、89年には約6%まで低下している。他方、同じ期間に増資は約9%から23%へ増加し、ワラント債は11%から40%に急増している。なお、転換社債は47%から30%に減少しているものの依然水準は高かった。

ハ) また、この時期は海外からの調達も盛んで、上場企業の有価証券による調達額のうち、40%から50%は海外からの調達であった。特にワラント債はそのほとんどが海外起債であった。

二) 国内CP発行を資金循環勘定でみると、87年11月の解禁以来、発行と同時にその代わり金を大口定期預金で運用して利鞘を得ることが可能であったこともあり、87年は1.7兆円、88年は7.6兆円となったが、88年

末からは大口定期金利とCP発行レートの乖離が急速に縮小したことなどから、89年は3.8兆円に半減している。有価証券による資金調達と比較すると、CPによる調達は88年には有価証券による調達の約68%にも達したが、89年には約18%になっている。

）財テクが活発になった背景

この時期に財テクが活発になったことの背景として、次のような事実がある。

イ) 両建て運用の主な例としては、企業が株高を背景としてエクイティファイナンスで表面上低コストの資金を調達し、それを株式や特金・ファントラ、大口定期預金で運用するケースや、多様な資金調達手段を有する大企業が、金融機関に有利な金利でCPを引き受けてもらい、調達した資金を更に大口定期預金で運用するケース等がある。

エクイティファイナンスによる低コストでの資金調達は、基本的には、株価の上昇期待が株式投資の期待収益率を高め、その結果当面の利子率を低くすることが可能となったことによるものである。株価のいわゆる「右肩上がりの上昇」が期待できなくなったことにより、現在ではこうした両建て運用は見られなくなっている。

また、大企業がCPで調達した資金を大口定期で運用し、利鞘を稼いだ現象については、銀行が大企業との関係の維持や将来の証券業務への展開への配慮から発行者に有利な条件でCPの引受けを行ったことや、当時はまだ預金獲得の面での量の競争が残っており、銀行間で預金を取り合ったという事情が指摘されている。

いずれにせよ、このようにリスクなしに収益を挙げられるという現象は、制度変更に伴う過渡期には生じ得ても、持続し得ない性格のものであり、現在ではこうした両建て取引は鎮静化している。

ロ) 企業の財テクは、わが国の企業を取り巻く環境にも原因があると見られる。

製造業における総資産に占める手元流動性比率を日米で比較すると、日本では80年代後半にそれまでの15%程度から20%台に急増しているのに対して、金融の自由化が先行している米国では、60年代後半以降ほとんど変わらず6%前後で安定している。こうした事実は、米国では一般的にわが国のような財テクは行われていないことを示唆している。

日本では、一般的に経営に対する株主のチェックが弱く、企業の多額の余資保有や本業とは関係のない財テク活動に対する歯止めがかからない。これに対して、米国では、株主の経営に対するチェックが厳しく、特別な理由もなく多額の余資保有をすることは株主の利益の極大化に反するという考え方がある。

大量のエクイティファイナンスを行うとについては、日本では、持ち合い関係から被買収リスクが低く、配当利回りも著しく低いので、比較的容易である。これに対して米国では、経営者にとっては被買収リスクが高まるうえ、日本ほど配当利回りも低くない。また投資家にとっては、一株当たりの利益が低下し、株価下落要因になる可能性があるため、適正な実物投資の裏付けのない増資は受け入れられないという違いがある。

ハ) 企業の財テク活動について、経済界の一部は、これらの企業の財テクやマネーゲームと言われた行動を反省し、企業の金融活動はあくまでも企業の実態活動とのバランスにおいて進められるべきものであるというリアルエコノミー重視の姿勢を打ち出している。これは、バブル崩壊後の金融資産の評価損、資本市場からのファイナンスの困難等から、企業側にも財テク活動に行き過ぎがあったという反省があることの表れであろう。

iv) 企業の財テクが株式市場に与えた影響

東証の部門別株式売買代金シェアで見ると、85年から89年の間に個人のシェアが49%から31%へ、外人のシェアが17%から11%へ低下したのに対して、事業法人のシェアが10%から14%へ、銀行部門のシェアが11%から25%へ急上昇している。

特に銀行部門のシェアは80年代前半においては4～5%で安定していたが、これが85年に10.6%、86年に17.2%、その後更に急増している。もともと銀行自身はあまり株式の売買をしないことを考えると、銀行部門のシェア増加分のほとんどが、信託銀行の特金・ファントラ等の勘定であると推定される。また、一般的にはこの特金・ファントラの残高のうち、事業法人が相当部分（7～8割）を占めるといわれている。このことから、事業法人と銀行のシェア上昇分約19%のうち、かなりの部分が企業の財テク資金によるものであり、株価上昇の大きな要因になったと見ることができよう。

(4) 個人の株式投資等の積極化

80年代後半は、個人部門についても金融資産の蓄積が進む一方、新しい金融商品の出現やマル優の廃止等によって急速に金利選好が高まり、より高い収益を期待して、積極的に株式投資や不動産投資あるいはゴルフ会員権、絵画への投資が活発化した。

日銀の資金循環勘定によると、個人部門の調達は、年間調達額が85年の9兆円から89年には32兆円と3.5倍まで増加した。一方運用面では、運用資産の増加額は85年の41兆円から89年には約79兆円に急増した。規制金利預金から自由金利預金へのシフト、投資信託や一時払い養老保険を中心とする保険の急増が顕著であり、個人がより収益性に敏感になったことがわかる。

株式投資については、個人株主数（延べ数）が85年度末の1,600万人から89年度末には2,400万人に増加し、また、個人の年間株式売買高（売り付け買い付け合計）も80年代前半の年平均580億株から、80年代後半は同1,000億株を越える水準にまで増加した。

このように個人が積極的に株式投資を行うようになった一つの契機として、86年から87年にかけてのNTT株の売却、及び上場後の株価急騰があると言われている。

臨調の答申に基づき、行政改革の大きな柱として旧日本電信電話公社等の3公社の民営化が行われ、その後民営化の趣旨を踏まえ旧3公社のうち、まずNTT株式の売出しが86年に行われた。その株式の売出しについては、公正かつ公平な価格及び方法で行うとの方針により、一部株式につき一般競争入札を行い、その結果に基づき売出し価格を決め、広く国民に売出しを行う「入札・売出しの組合わせ方式」が採られた。電気通信事業の将来性と民営化旧3公社の株式売却の第1号となったこと等によりNTT株は個人投資家の間で人気を呼び、87年2月の上場後、2か月余りの間に売出し価格の約3倍まで急騰している。

当時、こうしたNTT株式に対する投資家の過熱傾向に対し、証券会社に過度な投資勧誘を自粛する通達が出されたり、入札説明会において投資家の自己責任を強調する等の措置が採られてはいたが、NTT株の売却が、結果として、株式投資に係る自己責任原則が十分に理解されないまま多くの個人の株式投資に対する関心を高めることにつながった可能性は否定できない。

(5) 金融自由化と金融機関経営

i) 金融自由化と資産価格上昇

80年代の金融自由化が資産価格の大幅上昇の原因であるという議論がある。しかし、戦後、株価は4回、地価は3回大幅上昇しており、80年代後半を除けば、金融自由化とは無関係に生じている。過去共通してみられるのは金融の緩和である。

企業の財テク活動、特にエクイティファイナンスでの調達と株式での運用は、基本的に株価の上昇が株式投資の期待収益率を高めるとともに、表面上低コストでの資金調達を可能にした

結果であり、金融緩和に伴う現象である。その傍証として、このような企業の両建て運用は、株価・地価の下落が始まってからは影をひそめており、また金融自由化の進んでいる米・英などにおいてはあまり見られないことが挙げられよう。

また、大企業がCPで調達した資金を大口定期預金で運用し、利鞘を稼いだ両建て取引については、制度変更の過程において、銀行が業容を拡大しようとした結果生じた過渡的な現象であり、現在、こうした取引は少なくなっている。

イ) 米国の経験

近年、米国ではS & L（貯蓄貸付組合）の倒産が年間200件近くに上るなど、金融機関の経営は著しく悪化しており、そのことが大きな問題とされている。このS & Lの経営危機の原因として、S & L救済法（89年8月）の付属文書である財務省レポートは、次のように分析している。

イ) 環境変化

70年代末以降の異常な高金利の下で、主業であった長期固定金利の住宅ローンが逆鞘化した。また、規制金利預金からMMF（証券投資信託）への資金流出が発生した。

ロ) 規制緩和への誤った対応

80年代初頭の金利・業務両面の自由化に対応し、一部のS & Lは、高利預金の安易な吸収、ジャンクボンド・商業用不動産向け融資等、ハイリスク新規分野への拙速、無秩序な拡大に奔走した。

ハ) 監督機能の低下

規制当局は、自己資本比率規制・会計基準の緩和等により、S & Lの無秩序な業容拡大を放任した。

二) 不正行為

一獲千金タイプの実業家によるS & Lの買収もあり、情実融資や横領・背任、インサイダー取引等が横行した。

ホ) 地域的特殊経済要因

エネルギー産業・不動産等、一部業種の深刻な不況に見舞われた南西部では、住宅・設備投資が激減した。貸倒れ比率も上昇した。

このように、米国におけるS & Lの経営危機は、金融機関及び行政の金融自由化への対応が必ずしも適切でなかったため発生したものであり、金融自由化そのものが原因であったと考えられているわけではない。

イ) 金融自由化の進め方

金利自由化の進展が金融機関行動に影響を与えたことは否定できない。しかし、金融自由化は金融の効率化、国際化のための必然的な過程であって、問題は自由化を進めるかどうかではなく、自由化に対し行政、金融機関、投資家の対応が適切であったか、特に自己責任原則の貫徹が十分なされていたかどうかである。

金融自由化が進んで競争が促進され経営の選択の自由が広がることは、同時に経営がリスクを負い、リスク選択の主体がその結果に責任をとることでもある。従って自由化の下では適切なリスク管理と自己資本の充実が要請されるが、実際には規制金利時代の発想の延長線上で業容・収益の拡大が追求され、結果としてリスク管理がおろそかになったのである。この点については、「護送船団方式」との指摘もある金融機関の業務運営に対する行政の指導が行われてきたために、金融機関の自主性と自己責任意識が十分に育たなかったという面がみられる。今回の金融機関の行動をみるとむしろ自由化が不徹底だった点に問題があるとみられる。

今回の出来事を理由として金融自由化そのものがためらわれたり、規制強化の方向に戻ることがあってはならない。必要なことは、ディスクロージャーの徹底、必要に応じ迅速な対応をなすうる監視体制の整備を行う一方、積極的な自己責任体制の確立を進めることである。

3. 日本経済への強気の期待

今回の資産価格上昇の過程においては、経済

の先行きが明るいことやこの間わが国経済の国際的地位が高まったようにみえたこと等から、広範な人々が株価・地価について楽観的な期待を抱き、強気が市場を支配した。また、一部の投資家は、資産価格の長期に亘る上昇はありえないとしながらも、短期的には継続するものと考え、短期的なタイムホライズンで利益を求めて、積極的に投資を行ったとみられる。

(1) 長期にわたる景気拡大

この間、人々を強気にし株価の上昇を大幅ならしめた要因として予想を上回る景気の拡大がある。景気は86年11月に底を打った後、着実な拡大を続けたが、そのペースは安定成長に移行してからの事例としては大方の予想を上回るかなり高いものであった。また、急激な円高に伴う深刻な不況感が急速に払拭されたことや、産業構造が非製造業のウェイトの高まり等によって急速に変化し、多数の収益機会が生じていったことなどの影響も無視し得ないであろう。

景気の底打ち以降、日本の実質GDPの成長率（実績）は87年度4.9%（政府見通し3.5%）、88年度6.0%（同3.8%）、89年度4.5%（同4.0%）、90年度5.1%（同4.0%）と連続して政府見通しを上回った。このように実質経済成長率が4期以上連続して見通しを上回ったのはいざなぎ景気以来のことであり、この間の経済成長の予想外の高さを物語っている。

企業収益は、全産業ベース（日銀短観）では86年度下期には早くも増益に転じ、以後89年度下期に至るまで実績がつねに企業の当初予測を上回り続けた。このことは、収益動向と密接な関連を持つ株価が、収益の増額修正に伴い上昇していく素地をつくとともに、増額修正が7半期にもわたり連続的に生じたことが、企業収益、ひいては株価上昇への期待を次第に確信めいたものにする背景にもなったのではないかと考えられる。

このような予想を上回る景気の好調は、経営者の判断を誤らせ過度の投資を招来することになったが、このような好調を背景に、株価につ

いても次第に強気の予想が支配的となっていった。例えば新聞社が90年初行った企業トップに対する株価予想アンケート調査によれば、4万8,000円を最高に、多くが年末4万円超えを予想し、安値が3万4,000円を割るとしたものは皆無であった。

(2) 「土地神話」の存在

地価の高騰については、「土地神話」の存在を挙げざるをえない。「土地神話」に明確な定義はないが、90年10月の政府税制調査会の「土地税制のあり方についての基本答申」の中では「土地ほど有利な資産はないという人々の意識、それが、土地神話である」とされている。

「土地神話」は戦前には存益しなかったが、戦後の混乱期に伴う超インフレ期に、土地が減価しない資産として注目されたこと、高度成長期にも地価が名目GDP以上に高騰したこと、更に、70年代以降においては個人申告所得ランキング（いわゆる長者番付け）の上位を土地長者が独占するに至ったことなどを通じて徐々に醸成されていったと考えられる。

広範な人々が、土地が他の資産に比べて有利な資産であると信じていたことは、以下の例から窺われる。

- i) 代表的な日刊紙のアンケート調査において、「長い目でみた場合、モノの値段は下がることがあっても、土地の値段は下がることはない」と約4分の3の74%の人が答えていること（『朝日新聞』87年1月30日）、
- ii) 総理府が88年6月に行った「土地に関する世論調査」の中で、「土地は貯金や株式などに比べて有利な資産である」という質問に約3分の2に当たる64.1%の人が「そう思う」と答えていること。

実際、昭和30年に300万円の預金を行った場合と、預金ではなく300万円で六大都市の住宅地に土地を買った場合を比較すると、30年後の昭和60年には、預金の場合は2,283万円に資産

が増加したに過ぎないのに対し、土地の場合は預金の17.6倍にも達する4億200万円に資産が増加したという試算がある。

更に、地価は戦後、74年の1回しか下がったことがないという事実がある。しかも、これは、オイル・ショック後の例外中の例外である。その上、土地はこれを利用しながら、同時に借入れの最も確実な担保となるというメリットがある。

(3) 規制緩和による経済の活性化

1980年代は、サッチャー首相やレーガン大統領によって主唱された保守主義の経済学と規制緩和が世界的に関心と呼んだ時期であった。わが国においても、行政改革、規制緩和、民営化は国民の支持のもとに最大の政治的課題として推進され、大きな成果をあげた。その成果の象徴は85年4月の日本電信電話公社、専売公社の民営化、及び87年4月の国鉄の分割・民営化である。土地・金融・通信などに関する規制緩和が現実に進められ、また今後もさらに進められていくという期待が盛り上がり、人々の行動に積極性を与えた。

わが国経済・社会の自由化・国際化はまさに時宜にかなった政策目標であった。また、規制緩和による「経済の活性化」は第2次石油危機後の沈滞した雰囲気をも明るくしたが、強気の期待の背景にもなった。

(4) 円高に伴う国際的地位の上昇

この時期、人々の自信を強め楽観的にした要因として、円高に伴ってわが国経済の国際的地位が急激に上昇したことの影響も挙げることができよう。米国とわが国の1人当たりG N Pを比較すると85年ではわが国1万1,000ドル、米国1万7,000ドルであったものが、90年にはわが国2万4,000ドル、米国2万2,000ドルとなった。この間、わが国1人当たりG N Pは、カナダを抜いて主要国中第1位となった。

同時に、わが国の金融業が国際金融市場で占める地位が急速に上昇し、銀行業等の海外進出

が盛んとなり、金融大国といわれるようになった。既に我が国の製造業の高い効率性は国際的な評価を確立していたが、金融部門についてもわが国の国際的地位が高まった。製造業についても、例えばフォーチュン誌のアメリカを除く大企業500社に入る日本企業の数も80年の121社から85年147社、88年159社と着実に増えた。

また、この時期には海外旅行者の数が急増し、多くの人々が海外でわが国の経済力の大きさを実感したし、それまではとかくわが国の前近代性と結び付けられていた終身雇用制、メインバンク制、株式の持ち合い、企業間の長期的取引関係等の慣行が、日本的経営の名の下に見直され、積極的に評価されるようになったりもした。

こうした様々な事態は「大国」という言葉に象徴されている。債権大国、資産大国、金融大国等、大国という言葉が流行していた。日本の地価総額は90年末に米国の地価総額の約4倍になり、株式の時価総額は85年末の196兆円から89年末に630兆円に増え、米国を抜いて世界一となった。人々がこうした事実を驚いたのは確かである。しかし、それが株式や土地の売りを誘うこともなく、受け入れられていったことの背景に、これまで述べた円高に伴うわが国経済の急激な「大国化」という事実があることは否定できないであろう。

わが国においては、61年頃は岩戸景気、72年頃は列島改造ブームを背景として、資産価格上昇がみられた。また、歴史上のバブルの事例も多数あり、人々を強気にした要因は一様ではない。これらの中で、経済的地位の急速な興隆を背景としたとみられる例を探すと、17世紀前半のチューリップ狂と1920年代米国の大恐慌に先立つブームがある。また、18世紀前半の英国の南海泡沫事件もこうした例に入る可能性がある。今回のわが国のバブルは、これらの実例とともに、急速な経済的興隆が人々の強気を生んだ例として分類されうるものでもあろう。

・資産価格上昇の影響とそれへの対応

1. 資産価格上昇の経済的影響

資産価格の上昇がもたらした経済的影響のうち、ここでは80年代後半の景気拡大に株価・地価の上昇がどの程度影響したかを中心に見て行くこととする。

86年11月に底を打った景気は、堅調な消費、低金利から急増した住宅投資及び公共投資に牽引されて回復に向かい、87年度後半から90年度までは、設備投資の高い伸びと消費の堅調に支えられて、内需主導で大幅な拡大を見た。この間の景気変動に対して大きく寄与したのは設備投資と消費であり、87年度から90年度の平均GNP成長率5.1%のうち、2.3%を設備投資が、2.5%を消費が押し上げた。

80年代後半からの設備投資の高い伸びは、円高と内需拡大への対応、需給ギャップの縮小、企業収益の好調、情報化・省力化投資などに支えられた面が大きい。この間の株価や地価の上昇が一部企業の資金調達コストを下げ、資金調達を容易にすることにより、資金面からこの間の設備投資増大を加速した面もあると考えられる。

一方消費については、可処分所得の増加などに、株価上昇などを通じた純金融資産の増大が加わり、伸びを高めたと見られる。このうち株価上昇等に起因するいわゆる資産効果は、87年から90年の消費支出の伸びにある程度の影響を与えたと考えられる。

以上のように、今回の景気循環の過程では、わが国経済のストック化の進展を背景に、資産総額の変動がGNPに比肩しうるような規模に達するに至ったことから、資産価格の変動が实体经济の振幅を大きくした点が、通常の景気拡大局面と異なっている。ただし、資産価格上昇

の实体经济に与える影響の大きさについては見方が分かれている。

(1) 景気上昇を牽引した設備投資

87年度後半以降、民間設備投資は個人消費とともに景気の拡大を大きく牽引した。

特に88年度からの3年間、実質民間設備投資は各々、16.8%、14.3%、11.2%増とオイルショック後、初めて3年連続2桁増となった。

この間、民間設備投資によって、実質GNPは各々2.9%、2.7%、2.3%押し上げられた。

このような設備投資拡大の過程をみると、非製造業の堅調な投資が下支えするなか、まず87年度から中小企業製造業の立ち直りが先行し、88年度からは、全規模、ほぼ全業種において投資が大幅に増大している。この間の高い設備投資の伸びをもたらした要因としては以下の諸点が指摘できる。

i) 円高と内需拡大への対応

プラザ合意以後の急速な円高により、輸出型産業（鉄鋼・機械産業）では内需への転換のため、新製品開発投資を行う一方、輸出競争力の確保や安価な輸入品に対抗するための高付加価値製品の開発・製造のための投資を積極的に行った。

ii) 需給ギャップの縮小

素材産業では、70年代前半の大規模投資により、第1次オイルショック後、能力過剰に陥り、長い調整を経て、80年代後半に漸く需給ギャップが埋まるに至り、設備投資意欲が一気に盛り上がることとなった。また、加工組立型産業も電機産業のシリコンサイクルなどの循環に当たっていた。

) 好調な企業収益

80年代後半、交易条件の改善や内需の拡大によって、企業収益は非製造業 内需型産業（素材型に多い） 外需型産業（加工組立型に多い）の順で改善していった。これが企業のキャッシュフローと投資採算を改善し、設備投資を加速したのである。またこの間の金利低下も設備投資増大に寄与したものである。

iv) 情報化・省力化投資や競争促進策の影響

以上のほか、この時期にはOA機器・通信機器などの情報化投資や、関連部品生産設備投資が増加した。実質投資額で見た情報機器投資の全民間機器投資に占める比率は80年から88年の間に約2倍に上昇した。

一方、この間の人件費の増加や人手不足に対応するため、コンピュータ制御の製造設備などの省力化投資や人材確保のための厚生施設への投資も増加した。

また、競争が促進された事に伴い、新しいビジネスチャンスを求めて、販売拡張投資や輸送通信投資などが活発化した。

(2) 資産価格上昇の設備投資への影響

i) 株価上昇の設備投資への影響

上記で見たような実物面からの設備投資増加要因に加え、80年代後半の株価上昇の過程で、主として大企業が、多額のエクイティファイナンスを行い、この資金が企業の資本コストを下げ、手元流動性を高め、設備投資を促進した面があったと考えられる。

しかしながら、株価上昇が設備投資を促進した程度については、それほど大きくないとの見方がある。その論拠として、企

業が設備投資に当たり考慮するのは機会費用である長期金利であり、企業は当初、エクイティファイナンスで調達した資金を、金融資産で運用していたこと、エクイティファイナンスによる調達の少なかった中小企業の設備投資も大きく伸びたこと、設備投資は株価の下落した90年以降も増加したことなどがある。

ii) 地価上昇の設備投資への影響

一方、地価の上昇は、担保価値の上昇を通じ、設備投資を資金面から容易にした面があったとみられる。

しかしこれに対し、地価の上昇は銀行借入に対し、土地を保有する企業の、保有しない企業に対する優位性を高めるだけであり、マクロの金融には影響せず、設備投資を押し上げた程度はそれほど大きくないという見方もある。また、土地を新たに購入して投資を行おうとする企業にとっては、地価の上昇は投資費用の増加を招き、投資を抑制したとする見方もある。

(3) 資産価格上昇の消費への影響

今回の景気拡大局面では、株価上昇を主因とする純金融資産の上昇が、87年から90年の個人消費（実質最終消費支出、以下同じ）を年平均1%押し上げる効果があったと推定される。この資産効果は、80年から86年においては、年平均0.6%程度であり、80年代後半以降の株価の大幅な上昇に伴い、急速に高まったことがわかる。

今回の景気循環では、選択的消費財とされる耐久消費財や高額商品の販売が急速に伸びたことが一つの特徴であった。耐久消費財は、マクロの個人消費に占めるウエイトが7.3%（87年）

(注) 資産効果の資産の範囲について

一般的には、資産効果の資産の範囲は、家計部門の保有する土地と金融資産の両者から負債額を控除した部分を指す。金融資産の主な中身は、定期性預金、現金、株式、長期債券等である。なお、土地については、その大部分が居住用資産であり、消費への影響が必ずしも明確ではないとみられるため、ここでは除外した。

と相対的に小さいが、消費支出の伸びに対する寄与度は、87年～90年には平均0.8%と、比較的高い水準となった。

耐久消費財は、非耐久消費財等に比し、金融資産の変動の影響を大きく受ける傾向がある。また、所得階層別にみると、高所得者層ほど金融資産に占める株式のウエイトが高いことから、これらの階層において、株価上昇による資産効果が大きかったのではないかと考えられる。

なお、自動車や大型小売店販売が特に高い伸びを示した背景としては、以下の要因もあったと考えられる。

例えば、自動車販売がこの間急増したのは、元来免許取得者の累増により潜在的な需要圧力が増加していた時期に、低金利ローンの積極的活用、89年の物品税の廃止による販売価格の低下、新モデルの投入などが重なったものと考えられる。

また、大型小売店では、貴金属・絵画等の雑貨や高額品の販売が高い伸びを示したが、これには、高収益を背景に法人需要が増大したことも寄与したと言われている。

今回の景気拡大局面における個人消費の伸び率は、年平均4.0%であり、過去の景気拡大局面との比較においては、突出した伸びではなかった。従って、80年代後半の株価の大幅な上昇は消費に有意な影響を与えたものの、この間の全体としてみた消費支出の拡大は、基本的には、物価が極めて安定的に推移する中で所得が堅調に伸びたことによるところが大きいと見られる。

(4) 資産価格上昇の住宅投資への影響

80年代後半の住宅投資は、景気にやや先行する形で回復し、新設住宅着工戸数は、86年度には前年度比12%増の140万戸となり、その後、87年度から90年度にかけて、連続で170万戸前後の高水準の着工が続く等、70年代前半以来の盛り上がりを見せた。この間の住宅投資の増大は貸家建設の著増によるところが大きい。

このように住宅投資が高水準となった背景と

しては、第1に金利の低下がある。一般的に、住宅を取得する個人は借入金に依存するケースが多く、金利の動向には敏感と考えられる。これまでの住宅着工と金利の動向を比較しても、金利が低下（上昇）すれば住宅着工が増加（減少）するといった関係がみられる。

第2に、当時、15～24歳の年齢層が増加傾向を辿る等、需要が増大していた面がある。こうした若年層の増加は、特に貸家着工の増加に繋がると考えられ、同じような傾向が70年代前半においてもみられた。

第3に、資産価格上昇が住宅投資に与えた影響としては、地価が上昇する過程で、余裕地を保有する家計が相続税対策（事業用の小規模宅地等は相続税が減額される特例がある）として貸家建設を増加させた面があったと考えられる。

以上のように、地価の上昇が住宅投資に影響した面はあったにせよ、基本的には金利の低下が住宅投資拡大と資産価格上昇の双方に影響した面が大きいと考えられる。

2. 急激な資産価格上昇に対する人々の見方

(1) 株価

株価については、証券会社が次々とリストラ関連、リゾート関連、ウォーターフロント関連等のテーマを持ち出し株価の上昇を宣伝し、また、いわゆる株の専門家もそのほとんどが強気の見通しを展開していた。P E R（株価収益率）でみると国際的に大幅に高くなっている日本の株価水準に対し、資産価値を重視したQレシオなる指標が提唱され、企業行動が大きく変化する可能性を持った過渡的状况では、P E RよりもQレシオが有効な株価尺度であり、Qレシオでみるならば日本の高株価は説明できるとの見解も現れた。

一般的な論調としても、株価上昇の要因として、業績の急上昇と経営マインドの積極化、カネ余り、含み益の増大、法人間の株式持合いというわが国独自の構造が挙げられ、株高について警戒的というより、国際的に通用す

るディスクロージャー制度の整備等が主張されていた。89年に入ると、識者の中には、当時の株高はバブルでありいつ崩壊してもおかしくない、とする者も現れたが、89年後半に至っても、なお市場関係者の間では、先行きに対し楽観的な見方が多かった。

一般の人々も、そうした右肩上がりの株価上昇を信じ、株式市場への参入を進めた。個人株主数（延べ人数）が、この時期大幅に増加し、85年度には16百万人余りであったものが、毎年10%前後増加し、89年度には24百万人余りになっている。また、今後貯蓄を増やしていく場合に最も重視する貯蓄の種類として株式を挙げる家計が、85年度には2.6%に過ぎなかったものが、90年度には11.2%にまで著増（貯蓄広報中央委員会「貯蓄に関する世論調査」）した。

(2) 地価

地価については、その高騰の原因は、東京等の大都市における機能集中や金融緩和、税制とされ、また、そうした直接的原因に加え、土地を持っていれば必ず儲かる、あるいは土地ほど有利な資産はないという「土地神話」も挙げられていた。また、地価上昇が企業のリストラクチャリングに役立っているとの議論もあった。東京と地方の所得格差から東京圏の地価は説明できる、あるいは地価上昇は、税制、金融といった面に加え規制緩和や、社会資本整備が今後進むことを人々が期待しているためであるとの主張もでてきた。一般的な論調としては、地価上昇の要因は、東京一極集中、金融緩和、税制等の歪みによるものであるとして、政府の積極的な土地対策を主張するものはあっても、バブルとして自然に崩壊することを警告するものはまだほとんどなかった。

一方、87年6月、自由時間の増大、創造的余暇活動へのニーズの高まり、新たな地域振興策の必要性、民間活力の活用に重点をおいた内需拡大、国際協調の観点から、総合保養地域整備法（通称リゾート法）が制定されると、地方公共団体は競って同法に基づく総合保養地

域への指定を求めたが、計画見通しの甘さ等のため、現在に至ってもほとんどの開発計画が進展していない状況にある。

これに対し、一部の論者には、地価上昇は、理論地価を大きく上回るバブルであるとする者もあり、また、88年度経済白書も同様の見解を述べていたが、土地神話は根強く、地価の下落を予想する者は少なかった。

ただし、株価の上昇については必ずしも強い批判が生じなかったのに対し、地価の上昇については、放置すれば資産格差が増大する、サラリーマンの住宅取得が困難になるといった批判と不満が強く、地価を引き下げるべきであるとの議論が盛んになされた。その結果、政府も地価対策に力を入れることになった。しかし、東京都心で生じた地価高騰が東京圏一体に広がり、さらに大阪、名古屋といった大都市圏地方の中核都市、リゾート地へと広がる中で、不動産業に対する業績予想は強気が続き、不動産融資にかかる総量規制が実施された後の90年6月に至っても「投機的需要はなくなるが、企業の集中化傾向が続く大都市、特に首都圏を中心にオフィスビル需要が旺盛なこと、個人向け平均価格のマンション、一戸建て需要が堅調である」として、91年末まで業績は好調であるとの予想も発表されていた。また、主要研究機関の91年度の住宅着工戸数の見通しでは、前年度を下回るものの、いずれも150万戸弱（実績134万戸）とかなり高い水準が予想されていた。

3. モラルへの影響

バブル期には、従来、人々が持っていた価値観とは別の価値観が台頭し、個人、法人を問わず、拝金主義的な風潮が社会に蔓延していたきらいがある。株式、不動産、ゴルフ会員権、絵画などに対する積極的な投機が金儲けのために行われ、一方では金の価値に対する意識が薄れて、高額な飲食や高額な消費が盛んに行われるといった状況が存在した。

個人に関しては、85年には5,600億円であっ

た消費者信用による借入金が、89年には5兆4,900億円まで拡大するなど借金に対する抵抗感が薄れる傾向が見られた。こうした中で自己破産の件数が86年の1万1,058件から91年には2万4,653件に拡大するなど返済に対する責任意識が希薄化するモラルの低下とも言える現象が見られた。

地価の上昇に伴う資産格差の増大や、住宅の取得が困難になったサラリーマン層の不公平感の高まりが、勤労意欲の低下に結びつく可能性について多くの指摘がなされた。より一般的には、社会の投機的風潮が労働軽視に結びつくのではないかと心配する向きが増えた。土地等の相続権争いから訴訟になるケースも増加し、家族関係にも少なからず影響を与えたと考えられる。

法人に関しては、株式や不動産投機のために大量の銀行借入を行った結果、バブルの崩壊により返済不能に陥り、倒産等に至った企業が数多く存在する。91年度中には9,575件、負債総額で8兆1,380億円の企業倒産があったが、負債総額の61.5%は不動産業および財テク倒産が占めている。中には上場企業が不動産投融資や高級絵画投資等の失敗で吸収合併に追い込まれたケースも存在した。こうした風潮について今日では、本来は物を作るべき企業がいわゆる財テクや土地投機といったマネーエコノミー偏重志向に陥り、金融と実物経済のバランスが崩れたとの批判がなされているが、当時の風潮としてはむしろ、財テクは最新の技術を駆使して効率的な資金の運用と調達を行う前向きな企業行動であると考えられる傾向が強かった。

また一方で資金の貸手である金融機関の行動にも変化が見られた。例えば担保（特に土地）さえあれば返済能力以上の貸付でも行った事実が存在している。更に従来からの基準からすると信じられないような巨額の融資が極めて安易に行われた結果、巨額の焦げつきが発生するなどし、金融機関内部の管理体制面の緩みや、こうした融資に関連した役職員のモラルの低下やルールの乱れが指摘されるようになった。また

証券会社においても、後に公正な価格形成を損なう恐れの高い行為として問題になった行き過ぎた大量推奨販売が行われるなどの行動が見られた。

また、情報の非対称を利用して利益を得ようとする行為など、市場への人々の信頼を結果的に損なうような行為もみられた。

こうした社会の投機的風潮の中では、一般的に言って、安易に金を儲けようとする風潮から、犯罪や、詐欺や脅迫まがいの行為が増加するが、今回のバブル期についてもゴルフ会員権をめぐる実際のゴルフ場の規模をはるかに超えた会員の募集が行われるなど詐欺まがいの行為が見られたほか、暴力団の絡んだ地上げや株式市場での取引など社会のルールにそぐわない行為が行われた事実が存在している。

4. 批判の高まりと対応

(1) 地価高騰への批判

株については、その価格が高騰しても、さほど批判は出なかったが、これは、株が土地とは異なり人々の生活に不可欠の財貨ではなかったためであろう。ところが、土地は、住居や経済活動のため不可欠であることから、特に住宅価格の高騰に伴って人々の不満が高まり、批判が相次いだ。

まず、地価高騰は、土地を保有する者と保有しない者との間の資産格差を極めて大きなものとした。東京のような大都市圏では、住宅価格は平均的なサラリーマンの年収の約10倍にも達し、勤労者が一生かかっても住宅を取得することは、不可能になった。

また、企業活動の面においても、土地を保有しているかどうかにより、事業経営上大きな企業間格差がもたらされた。土地を有していない新興の企業やわが国で事業展開を望む外国企業にとっては、地価の上昇は、企業立地上大きな制約条件になった。中小企業においても、土地持ち企業は、土地の担保評価額増大に従い、より巨額の資金を銀行から借り入れすることがで

きたが、土地を持たない企業は、地価上昇でそのような恩恵に預かることはできなかった。

地域間の資産格差も大きくなった。83年には、東京圏の約8割だった大阪圏の平均住宅地価は、88年には約4割になった。県庁所在地レベルの30万都市では、83年に東京の約37%であった地価は、88年には、14%になった。

更に、公共事業費の大半が用地の取得のために費やされ、社会資本充実の妨げになった。例えば、東京における道路事業費と用地費の関係をみると、83年には48.3%に過ぎなかった用地費の割合が、89年には79.7%に達し、道路整備事業費の大半は用地取得のために費やされることになった。

(2) 土地対策の実施

こうした問題を背景に、政府が土地対策に乗りだした。地価高騰がその初期において、東京都心部での急騰であり、後に、大阪・地方圏などより広い範囲で上昇した2つの局面に分けられるように、地価対策も、当初の緊急対策と後半の総合的、抜本的な対策の2つに分けてみることができる。

東京都心部に端を発した急激な地価高騰が東京圏全体に広がろうとしていた状況に対応して、緊急的な対策として、87年10月に「緊急土地対策要綱」が策定された。これに基づき、国土利用計画法による監視区域の機動的運用（87年11月実施）、銀行等に対する特別ヒアリングの強化（87年10月）、旧国鉄用地の処分の当面の見合わせ、税制上の問題について必要な見直しを行うことが決定された（この時期の税制上の措置としては、87年9月の超短期重課税制度導入、事業用資産買換え特例について課税強化、88年3月の居住用資産の買換え特例の適用制限が挙げられる）。

しかし、緊急対策が打ち出されたにもかかわらず、88年から89年にかけて地価高騰が全国に波及するのを防ぐことができなかった。そのため、総合的な理念に即した、思い切った土地対策を求める声が高まった。まず、89年12月に土

地についての公共の福祉優先、適正な利用及び計画に従った利用、投機的取引の抑制、価値の増加に伴う利益に応じた適切な負担という土地についての4つの基本理念を定めた「土地基本法」が成立した。金融面からは、90年4月から銀行の不動産向け融資の総量規制が導入された。

更に、91年1月には、二度と地価高騰を招来しないように、土地が最も有利な資産であるという土地神話の打破、適正な地価水準の実現、計画に従った適正かつ合理的な土地利用の確保を目指す「総合土地政策推進要綱」が閣議決定された。金融面においては、91年5月、「貸金業の規制等に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、ノンバンクからの土地関連融資への規制が強化された。

税制については、土地基本法の基本理念を踏まえ、土地に関する適正、公平な負担を確保しつつ、土地の資産としての有利性の縮減、投機的な土地取引の抑制、土地の有効利用を図る観点から、土地の保有・譲渡・取得の各段階にわたり、総合的な見直しを図るべき旨の「土地税制のあり方についての基本答申」が90年10月に政府税制調査会においてとりまとめられた。この答申を受け具体的には、地価税の創設、土地譲渡益課税の適正化、土地の相続税評価額の適正化・均衡化及びそれに伴う相続税等の負担調整措置、市街化区域内農地に係る相続税及び固定資産税の特例の見直し、固定資産税に係る土地評価の適正化、均衡化などの措置が講じられた。

また、土地のより適正な利用及び優良な賃貸住宅の供給をも考慮して、借地借家法の見直しが行われた（91年9月、新借地借家法成立）。

．資産価格下落とその要因

大規模な資産価格の上昇について、歴史上の実例をみると、ファンダメンタルズが悪化したり市場参加者がリスクを警戒するようになっていずれ崩壊している。また、資産価格の上昇が長期にわたれば、いずれその高騰の影響が経済全体に波及してインフレが発生し、どこかで政策が介入せざるを得ず、早晚崩壊せざるを得ないと考えられる。

今回のバブルの過程では、株式については、資産価格が上昇する中で、徐々に物価騰勢の兆しが現れ、金融が引締めめに転じ価格下落をもたらした。また、土地については、住宅取得が困難になった都市部のサラリーマン層を中心に地価高騰への批判が高まり、不動産融資規制などの措置が講じられ、それを契機として、90年以降、価格が急激に低下することになった。

そのプロセスにおいて、証券・金融不祥事の発生等が見られたため、バブルの発生・崩壊に対する国民の批判は一層激しくなり、証券取引法の改正や不動産融資規制の継続など、政策の対応も厳しさを求められることとなった。

1．株価の動向

株価については、日経平均株価が89年末に3万8,915円の史上最高値を記録した後、90年初めより弱含みに転じ、2月21日に当時としては史上第3位の暴落が起こった。

株価下落の直接のきっかけとなったのは、市場における金利先高感の急速な台頭である。即ち、89年5月の公定歩合の引上げ以降も、市場では長期にわたる低金利の継続や、米国においてやがて金利が低下しわが国もこれに追随せざるを得ないとの予想から金利先安感が根強かったが、90年に入り、米国の長期金利が上昇し、市場には急速に金利先高予想が広まった。

以後、株価は幾つかの局面を経ながら下落を続け、現在では日経平均株価は1万8,000円前後で推移している。この過程ではそれまで株価を押し上げてきた要因が逆向きに作用した。具体的には、

エクイティファイナンスの低迷による企業の財テク資金調達難、

投資信託の解約、特金・ファントラの解約などによる機関投資家の資金減少、

含み益の減少を通じて、機関投資家の投資姿勢が慎重になったこと、

等が起こった。また、この間には、

湾岸戦争の発生による原油価格の高騰、損失補填問題等による個人投資家の株離れ、

景気後退の進展、

銀行の不良債権急増、

といった事態が起こり、株価の下落に大きな影響を与えた。

以下では株価崩壊をその直前の89年とそれ以後の3つの下落局面に区切って説明する。

(1) 89年の動向

89年に入って3回(0.75% - 5/31, 0.5% - 10/11, 0.5% - 12/25)にわたり公定歩合が引き上げられたが市場では金利再低下期待が強く、株価はなお上昇を続けた。しかしながら、88年の1日平均出来高が10億2,000万株、89年1月から5月までの1日平均出来高が約11億株であり、10億株を割ったのは5月だけであったのに対して、公定歩合の引上げの後には、89年6月以降9月までの出来高は平均6億株に、投信の大量設定の続いた10月から12月の間でも8億8,000万株にとどまり、10億株台に戻ることはなく、出来高の減少がみられたほか、取引の中心が従来大型株から中小型株に移るなど、市

場にある種の変化がみられた。

(2) トリプル安 (第1局面: 90年1月～同年4月初)

90年に入り、米国やドイツの市場金利上昇につれて日本の市場金利も徐々に上昇し、株価はもみ合いを続けた。2月20日に米国のグリーンズパンFRB議長がインフレ抑制重視の発言を行ったため金融緩和期待が遠のき、一段と長期金利が上昇した。わが国においても、1月のマネーサプライの伸びが高かったことから、金融引締めに対する警戒感が生じ、金利先安感が払拭された。翌21日、日経平均株価は1,161ポイント下落した。これが今日まで続く株価低迷の始まりとなった。

その後も、円安が急速に進展し、長期金利も上昇する中で、決算期(3月)が近かったことによる見切り売り、3月20日の公定歩合の1%(4.25% - 5.25%)引上げ、という要因から、株価は大幅な下落を繰り返した。4月2日、生損保が長期保有株を大量売却するという報道をきっかけに、日経平均株価は1,978円安という史上第2位の下落を記録し、2万8,002円をつけた。この間は、株安、債券安、円安のいわゆる「トリプル安」の状態となった。特に株安は急激で、この1か月半の間に株価は約25%の下落幅を記録し、1日の下げ幅でも史上10位に入る下落が4回もあった。なお、实体经济は消費支出が順調に推移する一方、設備投資・住宅投資も好調であった。

(3) 一時的反発と湾岸危機による暴落 (第2局面: 90年4月～同年10月初)

4月以降は、原油価格の低下とそれに伴う長期金利の低下もあって、株価は一時的に反発し5月末には3万3,000円台まで回復し、その後7月まで、3万1,000円台から3万3,000円台のレベルでもみ合った。しかし、8月初めの湾岸危機勃発により、原油価格が高騰しインフレ懸念から長期金利が急上昇すると、株価は再び下落に転じ、中東情勢により乱高下を繰り返した

がらも、急速に下落した。

この時期、国内景気が堅調で労働市場が逼迫していたこともあり、8月30日に予防的な公定歩合の引き上げ(0.75%)が行われたが、以降、長期金利がさらに上昇するのに伴い、株価はほぼ一方的に下落し、長期金利がプラザ合意以降最高の水準(8.5%台)になった10月1日に2万221円をつけた。

この間、1日の下落幅でみると、史上10位に入る下落を3回記録している。一方、实体经济は物価上昇懸念はあったが、依然として消費支出と設備投資を中心に拡大を続けていた。

(4) 金利低下時の株価下落 (第3局面: 90年10月～)

10月1日に平均株価が2万221円をつけた以降、長期金利が低下に転じたことを背景に株価は一時反発し、91年3月に2万7,000円台まで回復した。しかしそれは長続きせず、91年には景気に陰りが見え始めたこと、及び91年6月に損失補填等の一連の問題が発覚し投資家の株式市場に対する信用を失墜させたことから、長期金利の低下や3回にわたる公定歩合の引下げ(0.5% - 7/1, 0.5% - 11/14, 0.5% - 12/30)にもかかわらず下落を続けた。92年に入っても、景気の減速が確実に became ことや企業収益の低下が明らかになり、3月に株価は90年10月につけた2万円前後の水準までジリジリ低下した。

更に92年4月に入ると、地価下落により金融機関が多額の不良債権を保有していることが明らかになり、銀行株が大幅に下落し、この間2回にわたって公定歩合が引き下げられた(0.75% - 4/1, 0.5% - 7/27)が、平均株価は2万円を大きく割り込み、92年8月中旬には1万4,309円まで下げた。

2. 地価の動向

地価上昇の出発点となった東京の地価については、87年には83年比約3倍まで上昇しピーク

をつけた。東京の地価がピークをつけるに至ったのは、これ以上の上昇を見込むことが難しくなったことや、監視区域設定等取引規制が厳しくなったことが考えられる。

88年からは地価は頭打ちになり、土地取引件数もピーク時の6割程度まで低下した。このように、株価はピーク後直ちに急落したのに対し、東京の地価はピークをつけたにもかかわらず、横ばい状態を続けたのが、地価と株価の最大の相違点である。

このような違いが生じたのは、根強い土地神話に加え、87年2月から史上最低の2.5%の公定歩合の下、依然として金融緩和が続いており、銀行やノンバンクの不動産融資が大幅に伸び投資家の流動性が潤沢であったこと、景気拡大で実需に基づく土地の購入が続いたこと等によるものであろう。さらに、株式市場は整備された市場であり、刻一刻価格情報が把握でき、また大量売買が可能であるため、値下がりよりも更に値下がりを生むことがあるのに対して、地価は個別性が強いという点、価格情報もつかみにくいことが挙げられよう。また、土地市場は、制度的に、信用取引ができないため、空売りができないということがある。

以上のように、88年には、東京では地価が沈静化の兆候をみせていたのに対し、87年より上昇を始めていた大阪・名古屋圏の地価は、88年以降も依然前年比2桁の上昇を続け、89年には地方圏の地価も前年比10%を超える上昇を始め、地価高騰は全国的な様相を示し始めた。

しかし、89年5月以降、3度にわたり公定歩合が2.5%から4.25%へ引き上げられ、市場の環境は徐々に悪化していった。また、90年4月には、不動産向け融資の総量規制が導入された。

いわゆる総量規制は、市場経済の下においては異例な政策手段であるだけに、その評価についてはいろいろな見方がある。

(1) 政策の手法としての可否

市場経済においては、経済政策は個々の需給

動向に対して、できるだけ中立的であることが望ましく、このような観点からは一般的には個別対策よりもマクロ政策によることが適当であると考えられる。いわゆる総量規制は不動産向け融資という特定の部門を対象としたものであるもので、市場における資源配分に歪みをもたらす恐れはないか、との問題がある。

しかしながら、この政策はいわば一時的に市場メカニズムの軌道を外れてしまった異常な地価の上昇に歯止めをかけるため、緊急避難的に講じられた措置である。また、その発動のルールは明確に示され、政策適用に恣意が入り込む恐れは少ない。従って、異例な事態に適用を限定するよう運用が十分慎重になされることを条件として、その発動が止むを得ない場合があると考えられる。

(2) 政策の有効性

この政策が発動された90年4月には、既に4回にわたり公定歩合が引き上げられ、マクロ政策が講じられていた。総量規制は単にこれに追随しただけであるのか、独自の効果を及ぼしたのか。数量的にこれを把握することは困難であるが、関係者の実感としては、総量規制は極めて効果があったと受けとられている。もとより、その背景には数次にわたる公定歩合引上げなど金融が引締められていたこともある。

(3) 発動、解除のタイミング

発動は既に首都圏の地価が上昇し、関西圏へ波及しはじめた後であり、遅すぎたとの見方がある。しかし、通常的手法による効果が期待できないと見極めた後に発動したため多少の遅れが生じたとしても、この手段が緊急避難的措置であるだけに、やむをえないものと思われる。

また、その解除は91年末、既に地価の下降が明確になった後であり、遅すぎたのではないかと批判がある。しかし、地価の動向把握には若干のタイムラグを伴うこと、当時の地価上昇に対する国民の懸念等の状況から、必ずしも遅きに失したとはいえないものと思われる。

もとよりこのような手段は、他の政策手段の効果が期待しえないような状況の下における異例の措置であって、濫用されることのないよう十分に留意されるべきである。

総量規制導入後の地価の動きをみると以下のようになる。

- (1) 不動産業による新規の土地購入が抑制され、市場では買い手がつかないまま取引量が細り、実勢価格は下落した。さらに、総量規制開始以前に積み上げられた不動産在庫率が1年分を上回り、在庫の圧迫感が高まる一方で、資金繰りが悪化した不動産会社が手持ち不動産を売りに出したことも下落の要因となった。

また、90年8月の湾岸危機発生直後の8月30日に公定歩合を5.25%から6.0%へ引き上げたことが市場心理をさらに弱体化し、不動産の買い控え姿勢が強まった。90年の全国の地価は、通年では前年比11.3%の上昇となったが、年後半以降は取引が細るなか、大都市圏中心に実勢価格は下落に転じていたものと思われる。

- (2) 91年に入ると、通年でも全国の地価は前年比4.6%とはっきりと下落を示した。大都市圏の下落幅は2桁を超えた。このような地価の下落が生じたのは、74年以来、17年ぶりの

ことであった。これは、前述した要因に加え、従前から着工されていたビルやマンションが次々に完成していたこと、実体経済に陰りが見え始め不動産需要が減退してきたことなどが実勢価格下落に一層拍車をかけたためである。

また、地価下落によって担保価値が下落したことが、不動産取引に係る借入れの制約要因となり、地価の下落を一層加速させた面もある。

- (3) 地価は上昇局面においては、地域的には、まず、東京都心部で上昇が始まり、東京圏全体へ、次に、大阪・名古屋圏、さらには、地方圏へと波及した。また、用途別には、商業地から住宅地へと地価上昇は波及していった。地域的には、大阪圏、東京圏、名古屋圏、地方圏の順に上昇率が高く、用途別では、商業地の方が住宅地より上昇率が高かった。

ところが、地価下落の局面では、三大都市圏でほぼ一斉に下落が生じた。現在までの累積の下落率では大阪圏がもっとも大きい。これは、東京圏では当初の地価高騰が実需を背景としていたのに対し、大阪圏の地価高騰はバブルの要素が強かったことを示唆している。用途別にみると、概ね、商業地より、住宅地の方が下落率が大きいのも同様に解釈できよう。

・資産価格下落の影響

わが国経済は、91年には住宅投資や耐久消費財販売の不振などにはじまる景気の調整過程に入り、92年には設備投資が減少し消費全体も低い伸びとなっている。

92年10 - 12月期の実質G N P伸び率は前期比年率0.5%となり、また政府経済見通しにおける92年度の実質G N Pの実績見込みは1.6%と、

円高不況下の86年度の2.9%を大きく下回り、第1次オイルショック後の74年度以来の低い伸びとなることが見込まれている。

このような景気後退は主として実体経済面におけるストック調整による面が大きいとみられるが、株価や地価など資産価格の下落が落ち込みを拡大していることが通常の景気後退局面と

異なっている。ただし、その影響の程度については見方が分かれている。さらに、従来景気後退からの回復を牽引してきた産業に代わりうる先導産業が見当たらないとの強い指摘がある。

また、株価や地価の下落そのものや、これらに起因する金融機関のバランスシートの悪化が人々のマインドに悪影響を与えて、先行きに対する不透明感を強めているのも今回の特徴である。

1. 資産価格の下落と景気循環

(1) 減少に転じた設備投資

民間設備投資は91年末から低迷が顕著になり、92年第1四半期より、伸び率はマイナスに転じた。このような設備投資の落ち込みは、主として景気の拡大が長期に及んだため、設備資本ストックが積み上がり、その後の需要落ち込みから、需給ギャップが発生し、いわゆるストック調整の局面に入ったとする見方が一般的である。また、より構造的には、従来景気後退からの回復を牽引してきた自動車や電気機械などに代わりうる先導産業が見当たらないことも、設備投資の回復に時間がかかる一つの要因となっているという強い指摘がある。

(2) ストック調整と収益の低迷が設備投資に与える影響

製造業の設備投資の減少は、最終需要の低迷と資本ストックの積み上がりの反動でかなりの程度説明することができる。景気拡大が長期にわたる中、企業が先行きに強気の見通しを持ち、多額の設備投資を行ったことから、ストックの積み上がりも大きくなり、その調整も深いものになっていると考えられる。

また、全産業の設備投資とキャッシュフロー（ここでは経常利益と減価償却費の和）の関係を見ても、キャッシュフローが期待収益と手元流動性の両面からラグを伴いつつ影響を与えていると見られ、収益の低迷が、今後しばらくは企業の設備投資抑制要因になる可能性もある。

ちなみに、経済企画庁の「平成3年度企業行動に関するアンケート調査」を見ても、企業が設備投資（能力増強）を決定する要因として、需要動向や収益水準を最も重視していることが窺われる。

(3) 資産価格下落の設備投資への影響

上記のような通常の景気後退期の調整に加え、資産価格の下落が資金面から設備投資の低迷を増幅している面があると考えられる。以下、株価、地価に分けてその影響を考えてみる。

i) 株価下落の影響

90年初からの株価の下落により、企業はエクイティファイナンスによる新規の資金調達に困難になる一方、既発エクイティ債（転換社債・ワラント債）を償還する必要が高まり、金融機関借入への回帰や普通社債による調達への依存を高めた。この結果、資本コストが上昇し、設備投資が抑制されている可能性がある。

しかし、その影響の大きさを過大視すべきでないとの見方もある。確かに、現状の資金調達コストは、エクイティファイナンスが活発化した88・89年頃に比べると、割高になっていることは否定できない。しかしながら、こうした調達コストの動きは、いわば通常の水準への回帰であり、このことが設備投資に著しい悪影響を及ぼしているとは考えられない。現実には、企業の借入コストは、公定歩合の引き下げ等を背景とする銀行の貸出金利の低下により、歴史的にみてもかなりの低水準となってきたという意見である。

ii) 地価下落の影響

一方、地価の下落により、担保価値の減少や銀行の担保評価の厳正化から、特に中小企業の借入が困難になり、資金のアベイラビリティの面から設備投資が制約されている恐れもある。

しかし、これに対しては、土地担保価値

の下落は資金調達コストの上昇を意味しないこと、担保評価の厳正化を含めた銀行の姿勢もややもすれば安易に流れた80年代後半からの正常化の過程であることから、これまでのところ設備投資が大きく制約されていることはないとの見方もある。

但し、このところ企業の手元流動性が急速に縮小してきているといった事情もあり、今後において、資金のアベイラビリティの制約が深刻化しないよう留意してゆく必要があるとの点では認識は一致している。

(4) 資産価格の下落と消費の動向

人消費は、92年度に入って前年比1%を下回る低い伸びとなっている。この低迷については、いわゆる逆資産効果があるとみられる。個人消費の伸び率を純金融資産や所得要因等で回帰分析をしてみても、株価下落を主因とする純金融資産減少は、91年には個人消費を1%弱引き下げる効果があったとの計測結果が得られ、92年に至ってもある程度マイナスに寄与しているとみられる。

資産価格下落の消費への影響については、資産価格上昇時のプラス効果に比し、下落のマイナス効果がより大きく（資産効果の非対称性）、回帰分析以上に逆資産効果が大きいとの意見もある。

資産効果に加え、景気拡大局面で急速に普及した耐久消費財等で、ストック調整圧力が著しく増大したことも指摘できる。特に自動車は、それまでのトレンド線を大きく上回って推移したことから、その調整にはある程度の期間を要するものと思われる。

2. 資産価格下落と将来への不透明感

バブル崩壊は人々のマインドに強い影響を与え、いろいろな側面で先行きの不透明感を強めている。このことは、単に「心理的影響」という一言で片づけることのできない、大きなイン

パクトをわが国経済に与えているようにみえる。

(1) 資産価格上昇を前提としたビヘイビア変更の影響

今回のバブル崩壊が生じるまでの人々の各種の経済行動は株価や地価が経済活動の水準と合わせて上昇していくということを暗黙の前提としていたように思われる。

例えば不動産担保融資が円滑に行われる前提として、不動産価格が上昇すること、少なくとも不動産価格の下落はないということがあった。株式発行の際の安定株主工作や一般投資家の株式購入を促したのは、配当利回りが低くても、中長期的にはキャピタルゲインが得られるという見込みがあったからである。個人の持家指向や子孫のために資産を残そうとする住宅の取得も、土地が有利な資産であったからであろう。土地や株式の含み益が、各種の経済的条件の変動に企業が対応することを可能にさせる役割を果たしていたことも否定できない。

ところが、株価の現状をみると、89年末の史上最高値3万8,915円から92年8月の1万4,309円まで史上最大の63%の下落を見せ、その後1万4,000円台から回復したものの、1万8,000円前後で推移している。地価についても、74年の下落はあるものの、今回のような大幅な下落が生じたのは戦後初めてである。しかも、現状では取引量が細って底値感がつかめない状態にある。

このため、人々は従来のような経済活動が今後とも続いていくのかどうかという点について暗黙のうちに不確かさを感じ、それが、将来についての強い不透明感となって現れているのではないだろうか。

このように、経済の先行きに対する不透明感が強い現状は、消費、設備投資の足元の落ち込みについての解釈が容易に一致しなかったり、その将来の回復について従来通りの見方がそのままでは納得を得にくいような状況でもある。例えば、バブル崩壊を機に人々の消費構造は基本的に変化し、今後大きな回復は見られないのではないかという主張もみられるように現状に

ついでの人々の見解はまちまちである。

(2) 金融システムについての不安感

今回の景気循環の過程では、不動産価格が大幅に変動し、銀行が積極的に不動産関連融資を拡大させたことから、不動産業と金融機関のバランスシートが著しく悪化する結果となった。この様に金融機関のバランスシートがかなりの程度悪化するという経験は、戦後の経済成長の過程では初めてのものであり、わが国の金融システムの安定性に問題が生じているのではないが、あるいは金融機関の貸出態度が慎重になり、景気の回復を妨げているのではないかといった懸念を引き起こしている。後述するように、前者の問題は経済の他の部分の動向と切り離して処理すべき問題であり、相応の時間をかけ、計画的、段階的に処理してゆくことは可能とみられ、また、景気の後退に伴う「貸手のリスク」増大から、貸出態度が慎重になっている面があり、一部では貸渋りが生じているとの見方もあるものの、少なくともこれまでのところ、金融機関の貸出態度が景気回復を大きく阻害していたとは見られない。むしろ問題は、人々が従来わが国経済の中枢に位置してきた銀行が苦境に陥っているのではないかと懸念を持っていることが、前述した経済の先行きに対する不透明さを強めていることにあると思われる。また、この問題は株式市場の悪材料となり、株価の先行きの見通しを困難にして、その点からも人々のマインドに影響を与えている。

(3) 経済の現状認識と先行きについての不透明感

資産価格の下落局面におけるわが国経済の現状認識と当面の経済運営についても、十分な共通認識が得られているとはいえないようにみえる。一方では、わが国はバブル経済からの脱却過程にあり、当分の間厳しい経済運営を覚悟することが長期的発展の礎を築くことになるとの考え方があふ。他方、わが国経済の現状を一層厳しくとらえ、このまま推移すると経済は悪循

環を起こして失速する恐れがあるとの見方がある。

これは、短期的な当面の見通しに止まらず、中期的な経済運営の方針にかかわる問題でもあるが、この点に関する先行き不透明感が国民のコンフィデンスに影響を与えている面もある。

3. 資産価格下落の金融機関への影響

(1) 不良資産と金融機関経営

i) 不良資産の増大と株式含み益の減少

今回の局面において、金融機関やノンバンクが膨大な不動産関連融資を行い、総貸出残高に占めるその比率が急速に高まっていたことから、地価の急激な下落は、銀行の不良資産を著しく増大させることとなった。大蔵省のヒアリング調査によれば、都銀、長信銀、信託の3業態における6か月以上延滞債権の元本残高額は、92年9月末現在で、総貸出残高396兆円のうち12.3兆円程度であり、そのうち担保・保証でカバーされていない残高が4兆円程度となっている。

また、株価の下落は、株式等の資産の評価損を発生させ、銀行の収益を悪化させた。株価の下落は同時に金融機関の株式含み益の減少をもたらした。89年3月末には55.4兆円に達していた上記3業態の株式含み益は、92年9月末時点で14.6兆円に減少している。このことは、従来、株式含み益に依存してきたわが国の銀行の基盤を脆弱にしたものと受け止められている。

このように、現状では、金融機関の資産内容が、従来に比べ著しく悪化していることは否定できない。このため、わが国の金融システムの安定性に問題が生じているのではないかと、懸念とその実体経済への影響が論議の対象となっている。

ii) 不良資産の処理

不良資産の処理にあたっては、自己責任原則を貫くことが基本である。金融機関

は、競争が促進され経営の選択の自由が広がるということは、その結果に対して責任が伴うということでもあることを十分認識すべきである。民間金融機関は自助努力を基本としつつ、不良債権の処理方針を早期に確定し、これを計画的、段階的に処理していかなければならない。

上記3業態については、株式等含み益（14.6兆円程度）、貸倒引当金残高（3.1兆円程度）、業務純益（半期で1.7兆円程度）等を考慮すれば、その克服には厳しく真剣な取り組み努力と相当な調整期間が必要であるが、不良債権を計画的、段階的に処理していくことは可能であるとみられる。従って、現在の金融機関のバランスシートの悪化は我が国の金融システムの安定性を損なう性格のものではないと言えよう。

なお、政府も昨年8月に実施された総合経済対策において、公共投資の追加といった10兆7,000億円に及び実需面の対策と並んで、金融システムへの信認の確保のための努力を続けている。政府や金融当局は、不必要な介入を避け民間金融機関の自助努力を基本としつつ、状況の変化に迅速・適切に対応して、わが国の金融システムが円滑に機能し、その安定性が確保されるよう最善の手段を講じていく必要がある。事後的な対策は、迅速・適切であることが結局、国民の負担を軽くすることを忘れてはならない。

金融機関の経営の健全性と一層の透明性を確保するためには、不良債権のディスクロージャーを推進することも必要である。金融制度調査会の金融機関のディスクロージャーに関する作業部会は、92年12月の中間報告において、不良債権の範囲をより明確化した上で、銀行個別の不良債権額を93年3月期から開示するよう提言した。この提言を踏まえた個々の金融機関の対応に期待するとともに、今後とも金融機関のディスクロージャーが整備・拡張されることに

より、わが国金融機関の経営内容についての透明性が一層高まることが望まれる。

）金融システムの安定性確保のあり方

金融システムの安定は一国の経済の運営上不可欠のものであり、また、一旦安定を失い始めるとその收拾は極めて困難であるため、慎重に対処する必要がある。しかしながら、金融資本市場における自由化が進められる中で、わが国のシステムの安定性を維持するための従来手法が、今後、有効かつ適切であるかは、検討を要する課題であるとの指摘もあった。

金融自由化を進めるなかで個々の金融機関の経営の不安定を金融システムの信頼性に波及させないため、1971年、預金保険制度が創設され、その後、その改善が重ねられてきている。しかし、最近における米国の経験では、むしろ預金保険に過度に依存することの問題点が指摘されている。現在世界の各国において、モラルハザードを生ずることなく金融システムの安定性を確保していく方策が模索されている。

なお、金融自由化の進行過程においては、従来以上に、個々の金融機関経営の合理化のみならず、金融システム全体のリスクチャリングに取り組む必要がある。金融制度改革は、その契機として進められるべきである。

(2) 銀行貸出の伸びの低下と実体経済への影響

i) 銀行貸出、及びマネーサプライの伸びの低下

上記のような金融機関の資産内容の悪化は、銀行の貸し渋りを通じて、マクロ経済の動向に影響を与えているのではないかとの議論を引き起こしている。

銀行貸出の伸び率は、85～89年度では平均9.2%であったものが、今回の景気後退期において急速に減少し、足元（93年1月）では対前年同月比2.2%増にとどまっている。貸出の低い伸びを反映して、マ

ネーサプライの伸びも90年後半から急速に低下し、92年9月以降マイナスとなり93年2月に微増に転じるまで5ヵ月連続マイナスであった。

この点について、

全般的な経済環境の悪化により、貸出先が返済不能に陥る可能性が高まるとともに、資産価値の下落が貸出先の担保価値を低下させる、

銀行のバランスシートの悪化により銀行のリスク許容力が低下する、等の経路により、銀行の貸出姿勢が過度に慎重化し、金融の現状が実体経済活動の制約となり、景気の回復を妨げるのではないかと、との主張がある。

ii) 銀行の融資態度

銀行貸出の伸びの減少の要因としては、景気後退に伴う経済活動の停滞、従来積み上げた手元流動性の取り崩し、資産取引の減少等により借入需要が減退していることをまず挙げる必要がある。

しかしながら、銀行の融資態度がこれまでのバブルの期間に比べ慎重になっていることは事実である。従来、ややもすれば資金使途や収支計画、返済計画の厳密な審査を欠き、担保に傾斜した融資が行われていたとすれば、現在そうした融資の姿勢は姿を消しているとみられる。また、銀行がプライムレートの適用先を絞ろうとする動きも見られる。これは80年代後半の行き過ぎた貸出姿勢の是正、信用度に応じた貸出金利の設定という原則への回帰が行われているとみることでもできよう。

この間の銀行の貸出金利の状況を見ると、短期金利のピークである91年3月から93年1月にかけて、公定歩合の2.75%低下、有担コールの4.4%低下に対し、貸出約定金利は3.4%低下しており、過去の金融緩和期（80年7月から82年1月の公定歩合3.5%低下、有担コール6.1%低下に対し貸出約定金利の2.7%低下）以上に低下し

ている。

また、企業の手元流動性の水準は現在1.6ヵ月弱であり、89年末の2ヵ月程度に比し、低下しているものの、なお86年半ばの水準にある。これは、中小企業についてのみ見ても、ほぼ同様である。

他方、普通社債の発行は商法改正による発行限度拡大に加え、エクイティ債の償還もあって近年活況を呈しており、新規発行額は、91年6兆4,000億円、92年7兆1,000億円と、85年～90年の年平均発行額2兆3,000億円と比し、大幅増となっている。

) 実体経済に与える影響

以上の諸点を勘案すると現在の銀行貸出の伸びの低下は、経済活動の停滞、資産取引の減少等に伴う借入需要の沈静化を基本的な要因としており、少なくともこれまでのところ、金融機関の貸出態度の慎重化が景気動向を大きく制約したということはないと言えるであろう。

ちなみに、設備投資の減額修正の理由に関する通産省の設備投資調査（92年10月時点）をみると、設備投資計画を92年3月時点比減額修正した企業の減額理由（複数回答可）として、需要見通しの下方修正（67.3%）や利益の減少（65.5%）を挙げるものが多く、かつ前回調査（92年3月）に比べても大幅に増加（それぞれ55.1%、52.1%）している。また、資金調達コストの上昇等資金調達面の制約を理由として挙げるものは少数に留まり（資金調達コストの上昇2.7%、資金調達の量的制約9.4%を併せて12.1%）、かつ前回調査に比べ減少（13.0%）している。こうした事実も、金融の現状が実体経済活動の制約とはなっていないことの裏付けとなるであろう。

しかしながら、景気の後退時に今回のような資産価格の大規模な下落を経験したのは、高度成長期以来初めての経験であり、中小企業の中には、銀行の融資態度が厳し

くなっているという声もあることから金融情勢の先行きについては充分注意を払っていく必要がある。また、このような状況下では借手の事業リスクの高まりに加え、借手の担保価値の下落等を通じ、貸手のリスクも高まり、これに銀行の資産内容の悪化による貸出しリスク許容力が低下して貸出しに慎重になる傾向がある。従って、中小企業等への貸し付けが、極度に抑制されることのない様充分注意していくことが必要である。

iv) B I S 規制の影響

B I S 規制により貸し渋りが生じているのではないかと、との意見がある。

現時点においては、劣後ローンの取り入れや円高による外貨建て資産の目減りの結果、対象となる国内銀行90行の自己資本比率は8.7%（92年9月末）に達し、93年3月末に達成すべき8%をクリアしている。さらに、金融機関の自己資本の充実策として、期限付き劣後ローンに加え、永久劣後債や強制転換権付劣後転換社債、永久劣後ローンが可能となるなど新たな手段の拡充

が図られている。また、債権の流動化について、新しく信託方式によるものが認められるなど、一層の多様化が図られている。今後の株価動向、為替レートの水準にもよるが、当面、B I S 規制が貸出の大きな制約とはなっていないとみられる。

しかしながら、

劣後ローン取り入れにより、銀行の調達コストが上昇している、

不良債権処理のため銀行は利鞘の拡大を図ろうとしている、

B I S 規制により、量的拡大が困難になっている、

などの指摘もあり、今後の動向に留意する必要がある。

B I S 規制は、基本的には銀行経営の健全化のために必要な施策の一つであるが、わが国の金融機関の自己資本が株式含み益に依存している現状は、資金の需要、供給関係にかえって混乱をもたらすことになる（ビルト・イン・デスタビライザー機能）との指摘もある。資産価格の変動を契機に提起された大きな課題と言えよう。

終わりに

1. 80年代後半の株式・土地を中心とした資産価格の急上昇は、長期にわたる大幅な金融の緩和とわが国経済の先行きについての強気の期待を背景に、金融行動が過度に活発化し、大量の資金が株式・土地の市場に流れ込んだために発生した。その過程で、ファンダメンタルズから離れた価格の上昇、即ち「バブル」が発生していたと見られる。

バブルはファンダメンタルズが悪化したり、人々がリスクを警戒するなどして、自然に崩壊するか、あるいは政策面での対応によって、いずれ崩壊するものであり、一旦崩壊が起こるとそれは実体経済面や金融面に多

大な影響を及ぼすおそれがある。従って、バブルの過程で生ずる様々な悪影響を避ける基本は、バブルを発生させないことである。

2. バブルの発生と崩壊は以下のような悪影響を及ぼす。

(1) 第一に資源配分面の歪みを生ずる。バブルの過程で、結果として継続しがたい資産価格が形成され、これをもとに人々が誤った行動をとることとなる。例えば、保有資産価格の評価益により人々の間に、豊かになったとの錯覚が生まれ、通常では行われ

ない様な高額品の購入や浪費が行われることになる。企業間では保有資産の担保価値の変化に伴い資金の流れに歪みを生ずることにもなりやすい。

(2) 第二に分配面の歪みを生ずる。資産価格の上昇期には資産格差が拡大し、人々の間の不公平感が強まる。特に地価が上昇すると、大部分の勤労者は生涯働いても家を手にいれられないこととなる。このような資産価格の上昇はバブルが崩壊し、資産価格自体が仮に元に戻ったとしても、所得や資産の分配に攪乱的な影響を残すことになると考えられる。

(3) 第三に資産価格の極端な変動は一国の経済運営上不可欠な金融システムの安定性を損なうおそれがある。

これは、銀行については、その保有債権の担保価値は資産価格変動に伴って変動する一方、負債は預金や金融債という形でその金額が確定していることから、資産価格下落の影響により、その経営が不安定化するおそれがあるためである。

3. このような悪影響を避けるため、バブルの発生を避ける手だてを講ずる必要があるが、このことは、市場メカニズムに従った資産価格の変動そのものが望ましくないと言うことを意味するのではない。ここで資産価格形成に対する我々の基本的な考え方を整理して述べれば次の様になる。

(1) 資産価格のファンダメンタルズを反映した変動は最適な資源配分のためには望ましいことである。例えば、株価が企業の収益を反映し、地価が土地の生産性を反映して変動することは資源配分の観点から望ましい。

(2) 今回の資産価格の急激かつ大幅な変動の

過程で、分配面での不公平が拡大したり、各種の不正行為が発覚したことなどから市場メカニズムに対する人々の信頼が揺らいでいるように思われる。このような場合わが国ではともすれば、市場に対する規制や介入の強化を求める声が強まる傾向にあるが、近視眼的な規制は長期的な観点からは望ましくない結果をもたらす。

(3) 他方、資産価格は期待に依存して動くため、人々の期待がファンダメンタルズから大幅に乖離し、投機のための投機が行われる場合には、バブルが発生する可能性があり、これは避けなければならない。そのためには、マクロレベルで適切な政策運営を行うとともに、市場の特性に応じ、適正な資産価格の形成を容易にするために必要な制度的枠組みを整えておく必要がある。

4. 今回のバブルの発生の経緯に鑑みれば、マクロ政策の観点からは、今後は以下の諸点に留意する必要がある。

(1) 今回のバブルの過程では、景気の拡大局面においても低金利が続いたことが、資産価格上昇を長く続けさせる一因となった。更に、その背景を遡ると、ブラックマンデー後、国際協調の要請から金融政策に大きな制約が課せられたという面がある。自由で開放された国際経済体制に大きく依存する日本としては、今後とも世界経済の安定的成長のための国際協調を積極的に進めていく立場にある。しかし、国内経済の持続的安定的成長が確保されることによって、初めて国際協調が可能となることに留意する必要がある。

(2) 今回の資産価格上昇の過程では、為替等への配慮から金利を低く抑える中、結果的に通貨供給量が増大し、それが資産取引に向かった経験に鑑み、今後の金融政策の運

営にあたっては、通貨供給量等の量的指標をも金利動向とあわせて考慮する必要がある。ただし、経済の安定のため、金利をより重視すべきか、通貨供給量の伸びを重視すべきかは、経済情勢によっても異なりうることや、近年、金融商品間の資金シフトや資産取引に伴う貨幣需要関数の不安定化等によりマネーサプライの動きが攪乱されていると見られることから、あくまで金利、貸出条件等を併せて総合的に判断する必要がある。

- (3) 今日のようにストック化の進んだ経済清勢のもとでは、バブルが発生すると、大きな問題が発生し、最終的には政策対応が必要になること、今回のように物価が比較的安定したなかで資産価格が大幅上昇する場合もあることから、経済運営にあたっては物価の動向のみならず資産価格の動向にも従来以上に注目していく必要がある。特に金融の大幅緩和期における資産価格動向には十分注意する必要がある。

しかしながら資産取引についても基本的には市場メカニズムを信頼すべきであるし、また資産価格の変動に逐次政策で対応すると、実体経済に必要以上の攪乱をもたらすおそれがある点に留意しなければならない。

5. 土地や金融市場については、それぞれの市場の特性に配慮しつつ、以下の様に対応して行くことが望ましい。

- (1) 土地は、経済活動に欠かせない資産であり、その利用は長期的な観点から行われる。また、通常土地の取引に要する金額は一般の人々の所得に比べ極めて大きいことから、土地の取引は人々の行動に長期的影響を与える。加えて土地取引は、公共的な土地利用計画、税制、金融情勢等、種々の要因の作用を受ける。従って、適正かつ合理的な土地利用を目標とする土地政策は長期的かつ総合的な見地に立って、これを推進する必要がある。

税制については、土地に対する適正・公平な税負担を確保しつつ、地価高騰の再発を防止する観点から平成3年度に地価税の創設を含む総合的な見直しが行われた。また、土地のより適正な利用及び優良な賃貸住宅の供給をも考慮して借地借家法の見直しが行われた。さらに土地利用計画の整備・充実や土地に関する情報の整備・充実、住宅・宅地の供給促進等の枠組み作りに努める必要がある。

以上のような制度的枠組みの整備の他に、緊急時の対策として、総量規制等のいわゆる個別対策を考慮すべきかが問題となる。地価の急上昇が広範な人々の生活に大きな影響を与えることを考えると、こうした個別対策は、発動のルールを明確にした上で、緊急避難的に実施されるならば止むを得ないかもしれない。ただし、その際も直接価格に介入するような対応は避けるべきである。

- (2) 1970年代半ば以降積極的に推進されてきた金融自由化政策は、経済の国際化、国債の大量発行、情報処理における急速な技術革新などの変化に伴って、従来の諸規制が時代に合わなくなってきたという要因から避けられないものであった。自由化は金融システムの効率化や利用者利便の向上に資するものであり、今後一層その定着および推進を図って行くべきである。今回の資産価格の大変動は、結局不良資産の累増という形で、その影響が金融機関に最も顕著に現れることとなったが、その原因を金融自由化に求める議論もある。しかし、問題は金融自由化を進めたことにあるのではなく、その趣旨が金融機関において不徹底で規制金利時代の量的拡大競争の行動原理が残っていたことにある。今後、金融自由化

に当たっては自由化と不可分の関係にある自己責任の原則に基づくリスク管理の徹底が必要である。

また、金融システムの安定は、これまで進められてきた金融自由化と両立する形で行うべきである。具体的には、市場での価格形成に対する信頼感を維持する、金融機関が含み益に依存することなく健全な融資活動に必要な自己資本を確保する、不良資産等に関するディスクロージャーを推進する、判断を誤った金融機関の経営責任を明確にすることとし、これらが着実に実施されることを前提に、行政の側も、金融システムの安定に対する国民の信頼に応えるべく、緊急の事態への必要な措置を迅速にとれる体制を整えておくべきである。

6. わが国の経済は、設備投資が減少し、消費も低い伸びを示すなど、景気の調整過程にある。

80年代後半の景気拡大が長期に及んだことから、企業部門では大幅な設備投資の伸びが見られ、また家計部門でも耐久財消費等が大きく伸びたことから、ストックの積み上がりも大きく、現在、その調整も深いものとなっている。

資産価格の下落によって、実物面では、消費がいわゆる逆資産効果を通じ抑制されていると見られる。設備投資について株価下落に伴う資本コストの上昇や、地価下落による担保力の低下を通じ、資金面から抑制されているとの議論もある。

加えて、資産価格の下落は、金融面では、金融機関の株式含み益の減少と不動産関連融資を中心とした不良債権の大幅増加を招いた。

このように景気の落ち込みが深いことや、金融機関の資産内容の悪化という、初めての経験に加えて、バブルの崩壊により、人々がこれまで経済行動の暗黙の前提としてきた資産価格の右上がり期待が崩れることとなったこともあって、景気の現状や先行きについて

強い不透明感が広がっている。

7. 欧米には、わが国のバブル崩壊と景気後退を見て、それまでの日本経済は虚構の上に成り立っていたものであり、その崩壊と同時に日本の繁栄も終わったとの見方がある。

確かに日本経済は、バブルの後遺症を克服する中で厳しい状況に直面しているが、これまで日本経済を支えてきた高い技術力、高い教育水準、勤勉な労働者、高い貯蓄率と投資率などが今回のプロセスを経て大きく損なわれたわけではない。今後は、リストラクチャリングを進めることにより、今回の資産価格変動のプロセスを通じて提起された根本的な問題を逐次解決しつつ、日本経済を新たな安定的成長の軌道に乗せるべく努力してゆくことが必要であろう。

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報告書

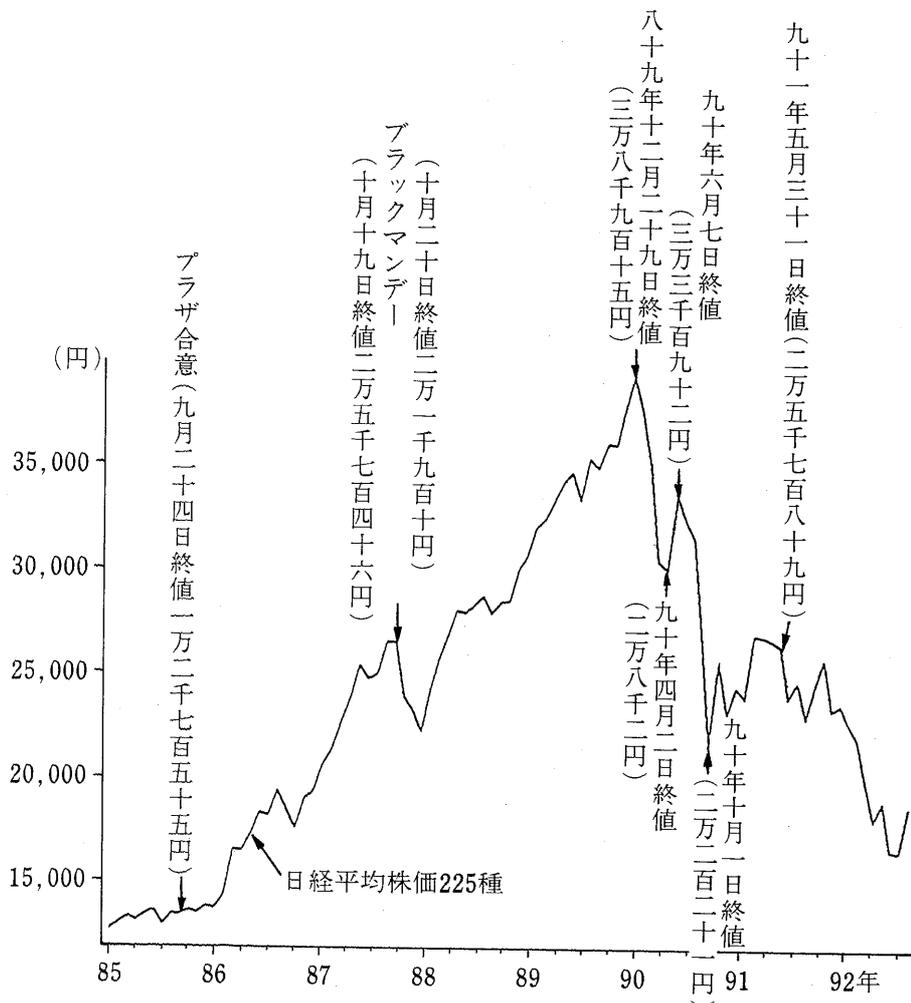
付属図表目次

I. 80年代後半における資産価格の上昇	
付属図表 I-1 株価の推移	40
付属図表 I-2 わが国の株価および地価総額の推移	40
付属図表 I-3 地価上昇率の推移	41
付属図表 I-4 80年代における世界の株価の推移	42
付属図表 I-5 80年代における世界の地価上昇率の推移	43
II. 資産価格上昇の要因	
付属図表 II-1 85年以降の為替・金融情勢	43
付属図表 II-2 米国の主要経済指標	44
付属図表 II-3 主要国の経常収支の動向	44
付属図表 II-4 プラザ合意後の円高局面の過去との比較	44
付属図表 II-5 わが国の国際収支の推移	45
付属図表 II-6 72・73年と今回の資産価格・物価の比較	45
付属図表 II-7 80年代の不動産業の資金運用・調達額	46
付属図表 II-8 銀行の不動産関連融資残高の動向	46
付属図表 II-9 ノンバンクの融資状況	46
付属図表 II-10 製造業の金融機関借入金依存度の動向	47
付属図表 II-11 預金残高に占める自由金利預金の比率	47
付属図表 II-12 法人企業の資金不足額・調達額、および両建て比率	47
付属図表 II-13 企業規模別資金調達・運用額の推移	48
付属図表 II-14 企業部門の資金調達・運用額の推移	49
付属図表 II-15 上場企業の内外証券市場を通ずる資金調達	50
付属図表 II-16 日米製造業の手元流動性の総資産に対する比率	51
付属図表 II-17 個人部門の資金調達・運用額の推移	52
付属図表 II-18 個人株主数の推移	52
付属図表 II-19 政府経済見通しと実績	52
付属図表 II-20 企業収益の予想と実績	53
付属図表 II-21 一人当たりGNP主要5カ国比較	53
III. 資産価格上昇の影響とそれへの対応	
付属図表 III-1 実質GNP伸び率に対する個人消費と設備投資の寄与度	53
付属図表 III-2 企業規模別設備投資伸び率	54

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表Ⅲ－3	需給ギャップの縮小	55
付属図表Ⅲ－4	設備投資と収益及び金利の動向	55
付属図表Ⅲ－5	実質最終消費支出の要因分解	56
付属図表Ⅲ－6	実質国内家計消費支出の伸び率と耐久消費財の寄与度	56
付属図表Ⅲ－7	自動車新規登録届け出台数の推移	57
付属図表Ⅲ－8	大型小売店販売額伸び率の推移	57
付属図表Ⅲ－9	新設住宅着工と長期金利の動向	57
付属図表Ⅲ－10	貸家着工と若年層の動向	58
付属図表Ⅲ－11	新規自己破産受理件数の推移	58
付属図表Ⅲ－12	銀行取引停止処分件数と倒産負債額の推移	58
Ⅳ．資産価格下落とその要因		
付属図表Ⅳ－1	株価と金利の動き	59
付属図表Ⅳ－2	投資信託の解約の増加	59
付属図表Ⅳ－3	地価下落に関する主要経済指標	60
Ⅴ．資産価格下落の影響		
付属図表Ⅴ－1	設備投資の決定要因についてのアンケート調査	60
付属図表Ⅴ－2	法人企業の借入金利子率の推移	61
付属図表Ⅴ－3	乗用車の購入と消費者信用の推移	61
付属図表Ⅴ－4	銀行貸出及びマネーサプライの動向	62
付属図表Ⅴ－5	貸出金利の低下動向（前回の低下局面との比較）	63
付属図表Ⅴ－6	手元流動性（対売上高比率）の推移	64
付属図表Ⅴ－7	設備投資計画の減額修正理由	64

付属図表 - 1 株価の推移



(資料) 東京証券取引所「東証月報」

付属図表 - 2 わが国の株価および地価総額の推移

(兆円, 倍)

年		80	85	86	87	88	89	90	91
株	時価総額 (年末)	80	196	293	346	488	630	394	392
	時価総額/名目GNP	0.3	0.6	0.9	1.0	1.3	1.6	0.9	0.9
	(日/米)時価総額比	0.3	0.5	0.8	1.3	1.5	1.4	1.0	0.8
地	時価総額 (年末)	700	1004	1257	1673	1839	2153	2389	2191
	時価総額/名目GNP	2.9	3.1	3.7	4.8	4.9	5.4	5.6	4.8
	(日/米)時価総額比	1.1	1.2	1.8	2.9	2.8	2.7	3.5	3.6

(注) FRBは92年の統計において1960年まで遡って改定を行った。改定前の統計を用いると、米国の地価総額に対する我が国の地価総額の比率は87年以降概ね4倍を上回っていた。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

Morgan Stanley, "Capital International Perspective"

FRB, "Balance Sheets for U. S. Economy"

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 3 地価上昇率の推移

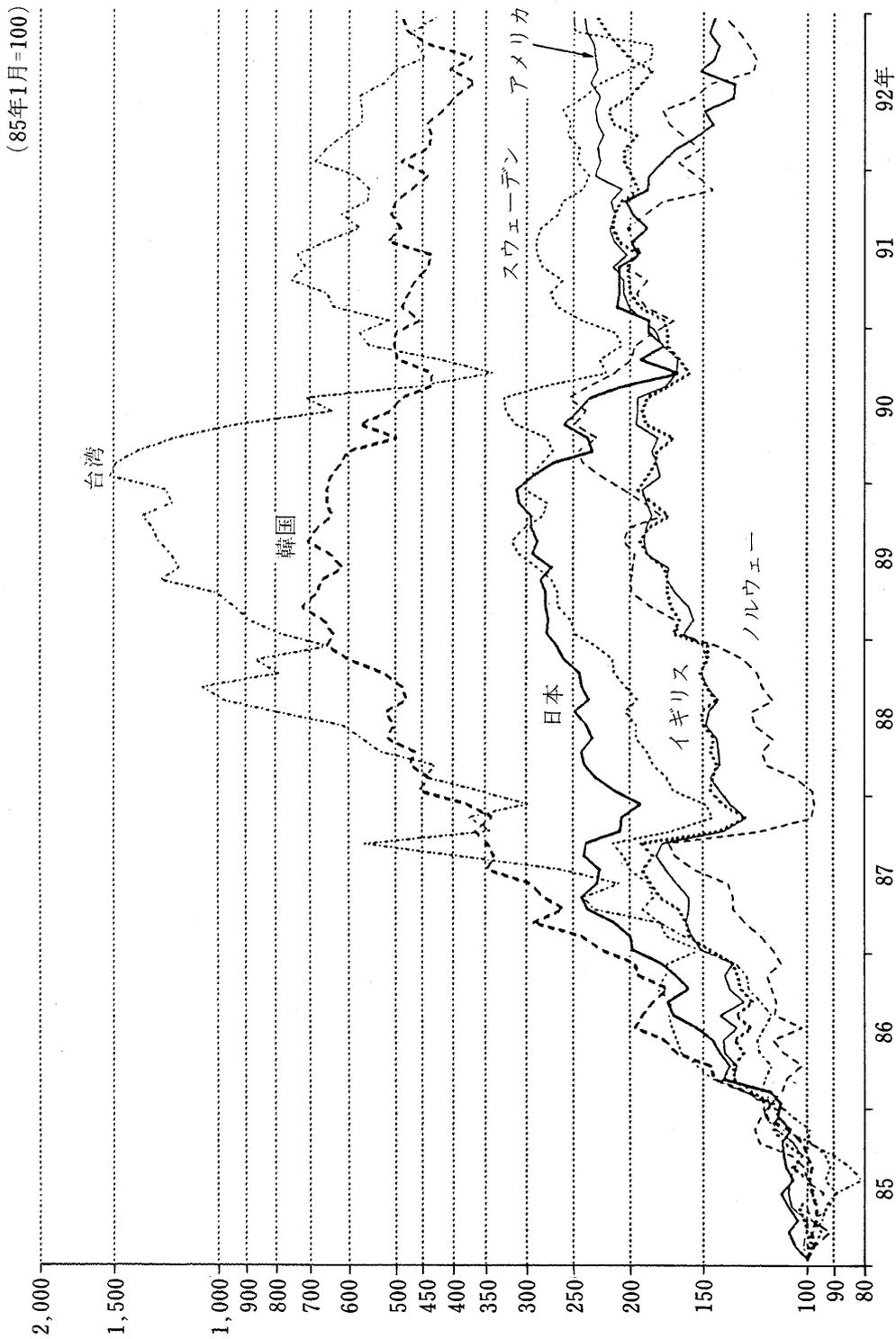
(%)

年		85	86	87	88	89	90	91
商業地	東京圏	12.5	48.2	61.1	3.0	4.8	4.1	▲ 6.9
	大阪圏	7.0	13.2	37.2	35.6	46.3	8.1	▲ 19.5
	名古屋圏	3.3	6.4	16.8	21.0	22.4	19.1	▲ 7.6
	地方平均	2.5	2.9	5.4	7.6	15.4	16.3	0.4
	全国平均	5.1	13.4	21.9	10.3	16.7	12.9	▲ 4.0
住宅地	東京圏	3.0	21.5	68.6	0.4	6.6	6.6	▲ 9.1
	大阪圏	2.6	3.4	18.6	32.7	56.1	6.5	▲ 22.9
	名古屋圏	1.4	1.6	7.3	16.4	20.2	18.8	▲ 5.2
	地方平均	1.7	1.2	1.9	4.4	11.4	13.6	2.3
	全国平均	2.2	7.6	25.0	7.9	17.0	10.7	▲ 5.6

(注) 翌年1月1日までの変動率。

(資料) 国土庁「公示地価」

付属図表 - 4 80年代における世界の株価の推移



(出所) Morgan Stanley, "Capital International Perspective"

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 5 80年代における世界の地価上昇率の推移

(%)

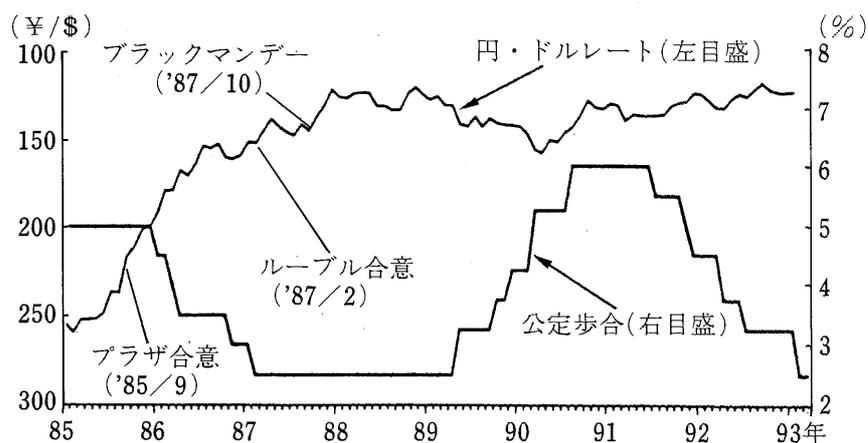
年	80~85 平均	85~90 平均	85	86	87	88	89	90
日本	7	22	13	48	61	3	5	4
米国	8	1	5	4	5	2	0	7
英国	2	5	▲ 1	6	16	35	1	▲ 24
スウェーデン	6	21	12	27	▲ 8	49	▲ 2	51
韓国	10	(注2) 20	7	7	15	27	32	—
台湾	0	(注2) 48	14	56	20	50	—	—

(注) 1. 日本は東京圏。韓国、台湾を除き商業用不動産価格。韓国は全用途平均、台湾は台北市内湖区の低価格住宅。

2. 韓国は89年までの数値、台湾は88年までの数値で計算。

(資料) 「B I S 国際金融レポート'92」等より作成。

付属図表 - 1 85年以降の為替・金融情勢



(%)

年 度	85	86	87	88	89	90	91
M ₂ +CD (A)	8.7	8.6	11.2	10.8	10.3	10.2	2.6
名目GNP (B)	6.4	4.4	4.9	6.4	7.0	7.3	5.4
(A)-(B)	2.3	4.2	6.3	4.4	3.3	2.9	-2.8

(注) M₂+CD, 名目GNPは前年比伸び率。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」, 経済企画庁「国民経済計算」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 2 米国の主要経済指標

年	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92
①実質GDP成長率 (%)	▲ 0.5	1.8	▲ 2.2	3.9	6.2	3.2	2.9	3.1	3.9	2.5	0.8	▲ 1.2	2.1
②CPI前年比 (%)	13.5	10.3	6.2	3.2	4.3	3.6	1.9	3.6	4.1	4.8	5.4	4.2	3.0
③財政収支 (10億ドル)	▲ 738	▲ 790	▲1,280	▲2,078	▲1,853	▲2,123	▲2,212	▲1,497	▲1,551	▲1,534	▲2,205	▲2,695	▲2,902
④F/Fレート (%)	13.36	16.38	12.26	9.09	10.23	8.10	6.81	6.66	7.57	9.21	8.10	5.69	3.52
⑤経常収支 (億ドル)	12	72	▲ 58	▲ 401	▲ 989	▲1,222	▲1,454	▲1,602	▲1,263	▲1,012	▲ 905	▲ 37	N.A.
⑥ 対日本円 (¥)	226.6	220.5	249.0	237.3	237.7	238.5	168.5	144.6	128.1	138.0	144.8	134.5	126.8
為替 対マルク (DM)	1.818	2.261	2.428	2.555	2.848	2.944	2.171	1.798	1.756	1.879	1.616	1.659	1.562

- (資料) ① 商務省経済分析局
 ② 労働省労働統計局
 ③ 財務省, 行政管理予算局
 ④ FRB, 日々レートの平均
 ⑤ IMF "International Financial Statistics"
 ⑥ FRB

付属図表 - 3 主要国の経常収支の動向

(単位: 億ドル, %)

年	80	81	82	83	84	85
米 国	12 (0.0)	72 (0.2)	▲ 58 (▲ 0.2)	▲ 401 (▲ 1.2)	▲ 989 (▲ 2.6)	▲ 1,222 (▲ 3.0)
日 本	▲ 107 (▲ 1.0)	47 (0.4)	68 (0.6)	208 (1.8)	350 (2.8)	491 (3.6)
ド イ ツ	▲ 142 (▲ 1.7)	▲ 34 (▲ 0.5)	49 (0.8)	53 (0.8)	95 (1.5)	169 (2.7)

(注) 下段の () 内の数字は, 経常収支の対名目GNP比。

(資料) IMF "International Financial Statistics"

付属図表 - 4 プラザ合意後の円高局面の過去との比較

期 間	円為替上昇率	為替レートの変動状況
〔ニクソンショック後〕 71年8月→73年2月	35.2% (18か月)	357円/ドル→264円/ドル
〔米国貿易赤字拡大期〕 77年1月→78年10月	66.5% (21か月)	293円/ドル→176円/ドル
〔プラザ合意後1年〕 85年9月→86年8月	59.5% (11か月)	244円/ドル→153円/ドル
〔プラザ合意後2年半〕 85年9月→88年1月	101.7% (28か月)	244円/ドル→121円/ドル

(注) レートは, インターバンク直物中心の月中最高値または安値。

(資料) 日本銀行

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 5 わが国の国際収支の推移

(億ドル)

年 度	85	86	87	88	89	90	91
貿易収支	616	1,016	940	953	700	699	1,137
経常収支	550	941	845	773	534	337	902

(資料) 大蔵省

付属図表 - 6 72・73年と今回の資産価格・物価の比較

80年代後半、株価・地価の上昇にもかかわらず物価が安定していた要因としては次のようなものが考えられる。

- ① 円高や原油価格低下により輸入物価が下落し、卸売物価を低下させたこと、
- ② 賃金の上昇率が緩やかなものに留まったこと、
- ③ 比較的生産余力があったこと、
- ④ 輸入品が物価の上昇を抑える役割を果たしたこと、
- ⑤ インフレマインドが鎮静化していたこと。

(%)

年	72・73	86～89
株 価 上 昇 率	37	32
地 価 上 昇 率	32	23
消 費 者 物 価 上 昇 率	18	1
国 内 卸 売 物 価 上 昇 率	17	△ 1
輸 入 物 価 上 昇 率	13	△ 8
名 目 賃 金 上 昇 率	19	3
製 造 業 実 稼 働 率	87	80

- (注) 1. 株価(日経平均)・地価(全国・全用途)は年間上昇率の平均。
 2. 物価・賃金は年度平均値の年間上昇率の平均。
 3. 稼働率は年度平均稼働率の平均。

(資料) 国土庁「地価公示」、東京証券取引所「東証月報」、総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、労働省「毎月勤労統計調査」、通産省「鉱工業指数」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 7 80年代の不動産業の資金運用と調達額

〈運用〉			〈調達〉		
(兆円)			(兆円)		
年 度	81~85	86~90	年 度	81~85	86~90
棚卸資産	2.6	24.9	短期借入金	7.2	29.4
土地	2.1	15.1	長期借入金	3.7	32.9
その他有形固定資産	4.2	11.3	(借入金計)	(10.9)	(62.3)
投融資	1.3	8.2	社債	0.1	1.4
現預金	2.8	4.8	買入債務	▲1.5	2.2
有価証券	0.9	4.9	その他負債	0.6	9.8
売上債権	▲0.1	1.3	増価	0.8	2.3
その他資産	0.8	11.1	内部留保	1.6	0.3
			減価償却	2.1	3.1
資金運用合計	14.6	81.5	資金調達合計	14.6	81.5

注) 1. 対象は、資本金1千万円以上の全不動産業。

2. 数値は、各期間の合計額。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

付属図表 - 8 銀行の不動産関連融資残高の動向

(兆円, %)

	各年度末の融資残高						85~89年度の 平均伸び率
	84	85	86	87	88	89	
総融資残高	229.3 (100)	249.6 (100)	273.3 (100)	297.6 (100)	322.3 (100)	356.8 (100)	9.2
不動産業	17.4 (7.6)	22.2 (8.9)	30.2 (11.1)	33.5 (11.3)	37.3 (11.7)	43.3 (12.1)	19.9
ノンバンク	23.2 (10.2)	29.6 (11.9)	36.9 (13.5)	45.1 (15.2)	50.9 (15.8)	59.6 (16.7)	20.7

注) 1. 数字は、全国銀行(信託勘定含む、当座貸越、第2地銀除きベース)にて算出。

2. ()内の数値は、総融資残高に対する構成比。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

付属図表 - 9 ノンバンクの融資状況

(兆円, %)

年度末	85	89
ノンバンクの融資総額	22.4	79.9
住宅金融専門会社	5.3	10.5
全国銀行の総融資残高に 対する割合	8.2	18.8

(資料) 大蔵省

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 10 製造業の金融機関借入金依存度の動向

(%)

年度末	75	76	77	78	79
借入金依存度	38.4	37.8	37.4	36.1	32.5
長期借入金依存度	21.4	21.4	20.6	19.2	15.8

(注) 借入金依存度 = (長期借入金 + 短期借入金) 純増額 / 総調達額
 (資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

付属図表 - 11 預金残高に占める自由金利預金の比率

(%)

年度末	84	85	86	87	88	89
自由金利預金比率	7.5	11.5	17.7	27.7	36.7	53.0

(注) 1. 自由金利預金比率は、総預金残高に占める大口定期、MMC、小口MMC、非居住者預金、外貨預金合計額の比率。

2. 対象は、全国銀行・銀行勘定ベース（第2地銀の週及系列を含む）。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

付属図表 - 12 法人企業の資金不足額・調達額、および両建て比率

(兆円, %)

年	80~84 合計	85~89 合計	85	86	87	88	89	90	91
資金不足額 a	40.0	61.7	5.9	4.3	7.7	16.9	26.9	38.7	31.1
資金調達額 b	110.7	233.1	29.8	33.4	42.7	54.2	73.0	66.7	38.3
資金運用額 c	62.7	171.3	26.8	33.4	34.7	36.8	39.6	20.9	1.8
資金余剰 b - a	70.7	171.4	23.9	29.1	35.0	37.3	46.1	28.0	7.2
両建て比率 c / b	56.6	73.5	89.9	100.0	81.3	67.9	54.2	31.3	4.7

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 13 企業規模別資金調達・運用額の推移(フローベース)
(金融・保険業を除く)

〈調 達〉

(兆円, 倍)

	全 企 業			大 企 業			中 小 企 業			
	年	80~84	85~90	倍 率	80~84	85~90	倍 率	80~84	85~90	倍 率
内 部 留 保		22.5	38.0	1.7	10.1	18.5	1.8	12.3	19.5	1.6
増 資		2.3	5.8	2.5	2.1	5.6	2.6	0.2	0.2	0.9
社 債		1.2	4.4	3.7	1.1	4.2	3.7	0.0	0.1	4.8
長 期 借 入 金		7.3	22.6	3.1	1.3	3.8	2.8	5.9	18.8	3.2
短 期 借 入 金		10.7	15.1	1.4	2.5	3.2	1.3	8.2	12.0	1.5
そ の 他		4.5	12.9	2.9	1.9	4.9	2.5	2.6	8.1	3.1
合 計		48.5	98.8	2.0	19.2	40.1	2.1	29.3	58.6	2.0

〈運 用〉

	全 企 業			大 企 業			中 小 企 業			
	年	80~84	85~90	倍 率	80~84	85~90	倍 率	80~84	85~90	倍 率
実 物 投 資		32.2	59.8	1.9	13.5	23.8	1.8	18.8	36.1	1.9
うち設備投資		25.4	41.2	1.6	11.4	19.3	1.7	14.0	21.9	1.6
土地		3.1	8.7	2.8	0.7	2.0	2.9	2.4	6.8	2.8
投 融 資 等		4.0	12.1	3.0	2.1	5.9	2.9	2.0	6.1	3.1
短 期 金 融 資 産		6.3	15.1	2.4	1.9	6.1	3.2	4.4	9.0	2.1
与 信 超		3.5	4.0	1.1	1.2	1.7	1.5	2.3	2.2	1.0
そ の 他		2.4	7.9	3.2	0.6	2.7	4.4	1.8	5.2	2.8
合 計		48.5	98.8	2.0	19.2	40.1	2.1	29.2	58.6	2.0

② 大企業は資本金10億円以上, 中小企業は同10億円未満。
(資料) 大蔵省「法人企業統計」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 14 企業部門の資金調達・運用額の推移（フローベース）

〈調 達〉

	年	調 達 額 (兆円)							構 成 比 (%)						
		85	86	87	88	89	90	91	85	86	87	88	89	90	91
借 入 金		24.0	26.8	27.7	34.0	44.3	45.8	30.3	80.6	80.3	65.0	62.7	60.7	68.6	79.1
有 価 証 券		5.1	6.4	10.3	11.1	21.1	11.3	11.5	17.0	19.1	24.0	20.5	28.9	17.0	29.9
事 業 債		0.7	1.6	2.4	1.6	1.5	3.1	3.6	2.3	4.7	5.5	3.0	2.0	4.7	9.5
株 式 債		2.0	2.2	4.1	5.2	10.1	4.4	1.3	6.8	6.6	9.7	9.6	13.9	6.6	3.3
外 債		2.4	2.6	3.8	4.3	9.5	3.8	6.6	7.9	7.8	8.8	7.9	13.0	5.6	17.1
C P		—	—	1.7	7.6	3.8	2.7	▲ 3.4	—	—	4.0	14.0	5.2	4.0	▲ 8.8
対 外 借 入 金		0.7	0.2	3.0	1.5	3.8	6.9	▲ 0.1	2.5	0.6	7.0	2.8	5.2	10.4	▲ 0.2
計 A		29.8	33.4	42.7	54.2	73.0	66.7	38.3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

〈運 用〉

	年	運 用 額 (兆円)							構 成 比 (%)						
		85	86	87	88	89	90	91	85	86	87	88	89	90	91
通 貨		1.2	4.8	▲ 1.4	3.5	▲ 6.0	3.1	9.1	4.6	14.4	▲ 4.1	8.8	▲ 15.1	14.1	▲ 675.9
規制金利定期預金		▲ 0.2	▲ 2.7	▲ 8.2	▲ 10.2	▲ 20.2	▲ 12.6	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 8.0	▲ 23.6	▲ 25.3	▲ 51.2	▲ 57.1	46.2
自由金利預金		11.7	13.8	26.1	29.8	43.5	11.2	▲ 13.7	43.6	41.4	75.2	74.5	110.0	50.6	1015.4
信 託		2.5	6.7	10.8	5.0	7.5	1.5	2.0	9.2	20.1	31.0	12.4	18.9	6.6	▲ 146.2
投 資 信 託		0.1	2.5	0.6	0.8	0.1	▲ 0.7	▲ 0.1	0.2	7.5	1.6	2.0	0.1	▲ 3.2	6.6
有 価 証 券		1.9	▲ 0.2	▲ 1.3	1.4	3.4	6.2	▲ 0.4	7.2	▲ 0.6	▲ 3.7	3.4	8.5	27.9	27.0
債 券		1.7	▲ 0.5	▲ 5.3	▲ 1.5	▲ 0.0	3.1	0.8	6.3	▲ 1.5	▲ 15.3	▲ 3.8	▲ 0.1	13.8	▲ 59.1
株 式		0.2	0.3	4.0	2.9	3.4	3.1	▲ 1.2	0.9	0.9	11.6	7.3	8.5	14.1	86.0
C P		—	—	0.1	1.7	1.0	2.3	▲ 0.9	—	—	0.3	4.2	2.5	10.6	68.7
対 外 信 用		9.7	8.4	8.1	8.0	10.4	11.2	3.3	36.0	25.3	23.3	20.0	26.2	50.6	▲ 241.7
計 B		26.9	33.4	34.8	40.1	39.6	22.1	▲ 1.4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

- (注) 1. 自由金利預金には大口定期, MMC, 外貨預金, CDを含む。
 2. 株式による調達には, 増資のほか転換社債の転換分を含む。
 3. 日本銀行によれば信託は特金・ファントラが主体。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 15 上場企業の内外証券市場を通ずる資金調達

(兆円)

年	85	86	87	88	89	90	91
国内・海外合計	6.2	7.7	11.5	12.2	22.9	12.3	12.4
普通社債	2.1	2.2	1.9	1.5	1.4	3.1	6.0
転換社債	2.9	2.8	5.0	4.8	7.0	3.1	1.3
ワラント債	0.7	2.0	3.1	3.5	9.3	3.7	4.3
増資	0.5	0.7	1.5	2.4	5.2	2.4	0.8
うち国内市場	2.9	3.9	6.9	7.4	12.2	7.4	4.5
普通社債	0.6	0.6	0.8	0.9	0.6	1.8	2.3
転換社債	1.8	2.6	4.6	4.1	6.0	2.4	1.1
ワラント債	0.0	0.1	0.0	0.0	0.4	0.8	0.4
増資	0.5	0.7	1.5	2.4	5.2	2.3	0.8
うち海外市場	3.3	3.7	4.6	4.8	10.7	5.0	7.8
普通社債	1.5	1.6	1.1	0.6	0.8	1.3	3.7
転換社債	1.1	0.3	0.4	0.7	1.0	0.7	0.2
ワラント債	0.7	1.9	3.1	3.5	8.9	2.9	3.9
増資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0

(注) 1. 金融・保険業による社債発行および増資は含まない。

2. 増資にはワラント債の権利行使による増資を含む。

(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 16 日米製造業の手元流動性の総資産に対する比率

日本 (兆円, %)				アメリカ (10億ドル, %)			
	手元流動性 a	総資産 b	a/b		手元流動性 a	総資産 b	a/b
70	3.9	31.1	12.7	70	2.9	57.8	5.0
71	5.3	35.8	14.7	71	3.6	61.1	5.9
72	6.1	38.7	15.7	72	3.9	66.3	5.8
73	6.4	46.7	13.7	73	4.5	74.2	6.0
74	6.6	54.3	12.2	74	4.7	76.9	6.2
75	8.5	59.3	14.3	75	5.9	81.2	7.2
76	9.2	64.1	14.4	76	6.9	88.4	7.9
77	9.7	65.4	14.9	77	6.8	96.3	7.1
78	10.3	65.8	15.6	78	7.1	1,086	6.5
79	11.0	73.1	15.0	79	7.1	1,243	5.7
80	11.6	78.9	14.7	80	7.3	1,385	5.3
81	12.6	84.0	15.0	81	7.9	1,560	5.0
82	13.3	89.2	14.9	82	8.7	1,614	5.4
83	14.9	93.1	16.0	83	10.6	1,705	6.2
84	15.8	98.6	16.0	84	10.8	1,854	5.8
85	16.2	100.3	16.2	85	11.4	1,933	5.9
86	18.9	101.3	18.7	86	12.7	1,994	6.4
87	22.5	109.3	20.6	87	12.9	2,135	6.0
88	24.7	120.3	20.5	88	12.6	2,336	5.4
89	28.0	135.7	20.6	89	12.1	2,501	4.8
90	26.1	146.8	17.8	90	11.5	2,630	4.4

(注) 1. 手元流動性は当座資産から売掛債権を控除して算出。主な内容は、現預金と短期保有の有価証券。

2. 日本は年度ベース、アメリカは暦年ベース。

(資料) 日本銀行「国際比較統計」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 17 個人部門の資金調達・運用額の推移（フローベース）

〈調 達〉

	調 達 額 (兆円)								構 成 比 (%)						
	年	85	86	87	88	89	90	91	85	86	87	88	89	90	91
住 宅 資 金		3.0	4.0	8.2	8.9	12.3	12.3	7.1	33.0	32.2	32.3	40.2	38.3	47.5	51.6
消 費 者 信 用		0.6	1.0	2.2	4.5	5.5	5.6	2.4	6.2	8.2	8.7	20.4	17.1	21.6	17.6
そ の 他 借 入 金		5.5	7.3	15.0	8.7	14.3	8.0	4.2	60.8	59.6	59.0	39.4	44.6	30.9	30.8
計		9.0	12.3	25.5	22.1	32.0	25.8	13.7	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

〈運 用〉

	運 用 額 (兆円)								構 成 比 (%)						
	年	85	86	87	88	89	90	91	85	86	87	88	89	90	91
規制金利定期預金		11.5	9.5	4.9	▲ 6.9	▲24.4	▲55.2	28.6	27.8	20.3	8.1	▲11.8	▲31.1	▲73.9	50.3
自由金利預金		1.2	1.9	9.3	19.2	50.2	90.2	▲10.3	2.9	4.1	15.1	32.7	63.9	120.8	▲18.1
投 資 信 託		1.6	6.2	11.0	5.8	2.1	▲ 1.8	▲ 4.4	3.8	13.2	17.9	10.0	2.7	▲ 2.4	▲ 7.7
保 險		11.4	15.8	18.1	23.5	25.3	22.4	19.1	27.7	33.7	29.6	40.2	32.2	30.0	33.6
そ の 他		15.6	13.4	17.9	17.0	25.5	19.1	23.8	37.8	28.6	29.3	29.0	32.4	25.5	41.9
計		41.3	46.7	61.2	58.6	78.6	74.7	56.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

- (注) 1. その他借入金には、個人事業主の借入金のほか、株式信用取引における証券会社からの借入金を含む。
 2. 自由金利預金には大口定期預金、MMC、外貨預金、CDを含む。
 3. その他は現金通貨、郵便貯金、有価証券。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

付属図表 - 18 個人株主数の推移

(万人)

年 度	85	86	87	88	89	90	91
株 主 数	1,629	1,767	2,004	2,164	2,409	2,560	2,601

(資料) 全国証券取引所協議会「株主分布状況調査」

付属図表 - 19 政府経済見通しと実績

(%)

年 度		85	86	87	88	89	90	91	92
実 質 G N P	見 通 し	4.6	4.0	3.5	3.8	4.0	4.0	3.8	1.6
	実 績	4.8	2.9	4.9	6.0	4.5	5.1	3.4	—

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」等

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 20 企業収益の予想と実績

(%)

年 度	84		85		86		87		88	
	上 期	下 期	上 期	下 期	上 期	下 期	上 期	下 期	上 期	下 期
当 初 予 測	▲ 4.3	14.1	1.6	11.8	▲ 5.6	4.2	▲ 5.2	11.6	1.0	10.3
実 績	▲ 3.0	10.7	▲ 9.7	1.5	▲ 20.8	23.3	▲ 4.3	25.1	4.8	17.1

89		90		91		92
上 期	下 期	上 期	下 期	上 期	下 期	上 期
▲ 5.2	6.0	0.3	8.7	▲ 0.3	3.1	▲ 8.1
▲ 2.9	10.8	▲ 5.4	3.7	▲ 14.7	▲ 7.4	▲ 23.8

(注) 1. 数値は、主要企業（全産業）経常損益の前期比増減率の予想と実績。

2. 〰️は、実績が当初予測を上回った半期。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

付属図表 - 21 1人当たりGNP主要5か国比較

(ドル)

年	80	85	90
日 本	9,137	11,322	24,125
米 国	12,013	16,751	21,643
ド イ ツ	13,269	10,211	22,631
イ ギ リ ス	9,509	8,075	16,945
フ ラ ン ス	12,389	9,430	21,052

(資料) 経済企画庁「国民経済計算参考図表」

付属図表 - 1 実質GNP伸び率に対する個人消費と設備投資の寄与度

(%)

年 度	86	87	88	89	90	91
実 質 G N P	2.9	4.9	6.0	4.5	5.1	3.4
うち個人消費	2.2	2.4	3.2	2.2	2.1	1.5
設備投資	0.5	1.4	2.9	2.7	2.3	0.6

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 2 企業規模別設備投資伸び率

(%)

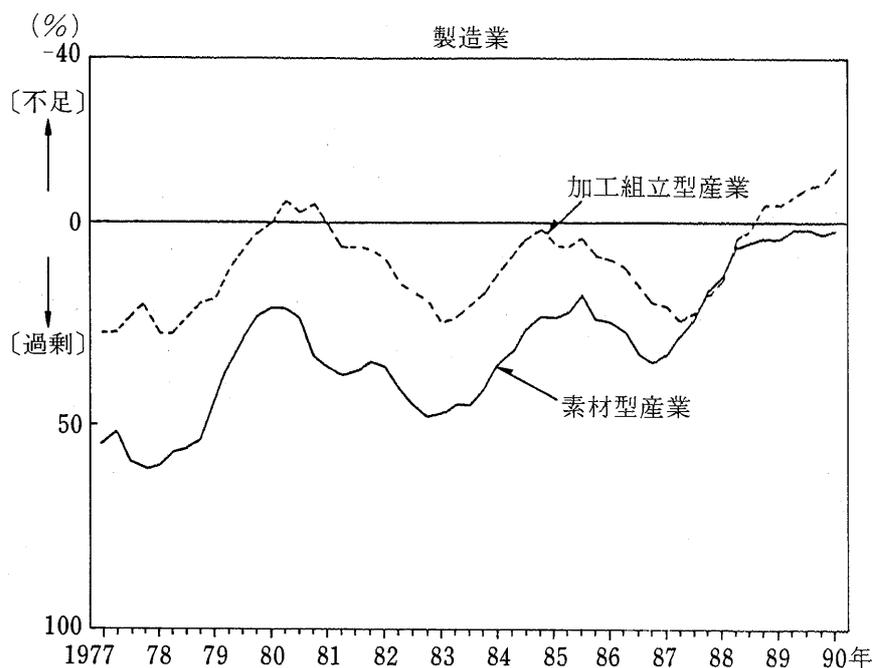
		86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度
全 規 模	全 産 業	1.6	7.7	25.4	19.3	14.3	3.0
	製 造 業	-10.4	4.4	29.6	17.4	20.0	4.5
	非 製 造 業	10.4	9.7	23.0	20.5	11.0	2.0
大 企 業	全 産 業	0.0	2.7	25.3	18.2	17.5	7.7
	製 造 業	-10.1	-1.8	29.6	19.5	21.2	6.5
	非 製 造 業	8.9	6.0	22.4	17.3	14.8	8.5
中 堅 企 業	全 産 業	2.9	-3.3	31.5	13.1	16.5	-1.9
	製 造 業	-19.1	13.1	39.0	11.6	14.6	-4.4
	非 製 造 業	16.2	-10.3	27.5	14.0	17.6	-0.5
中 小 企 業	全 産 業	4.3	26.6	22.4	24.9	7.4	-3.6
	製 造 業	-5.1	17.7	23.9	15.9	20.4	4.6
	非 製 造 業	9.2	30.7	21.9	28.7	2.5	-7.3

(注) 1. 数値は名目設備投資の伸び率。

2. 大企業は資本金10億円以上, 中堅企業は資本金1億円以上10億円未満, 中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。

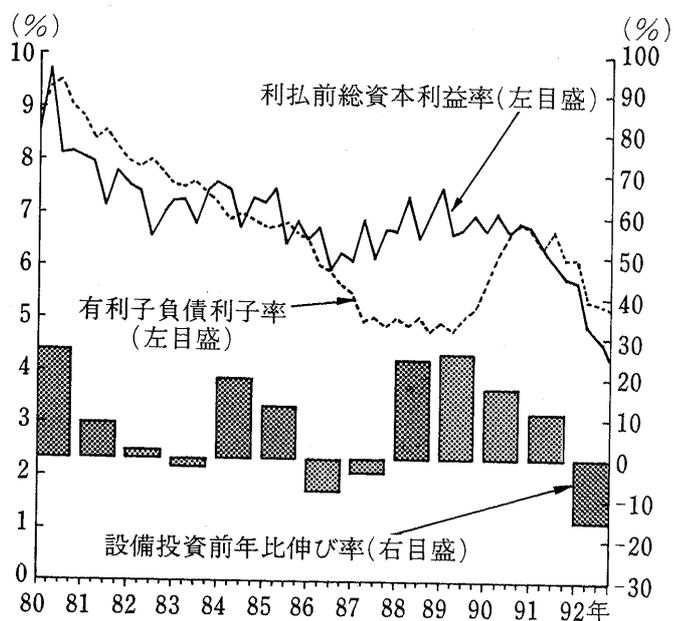
(資料) 大蔵省「法人企業統計」

付属図表 - 3 需給ギャップの縮小



(注) 需給ギャップは、製造設備判断D I (「過剰」 - 「不足」) を逆目盛りで表示 (出所) 日本開発銀行「調査」(140号)

付属図表 - 4 設備投資と収益及び金利の動向

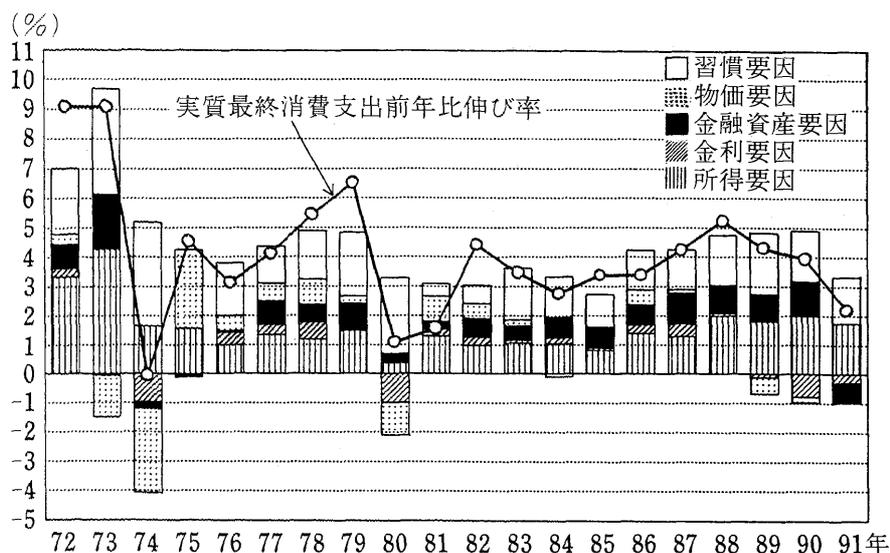


$$\text{(注) 利払前総資本利益率} = \frac{(\text{経常利益} + \text{支払利息} \cdot \text{割引料}) \times 4}{\text{負債及び資本合計}}$$

$$\text{有利子負債利率} = \frac{\text{支払利息} \cdot \text{割引料} \times 4}{(\text{長期} \cdot \text{短期借入金} + \text{社債} + \text{受取手形割引残高}) \text{期首} \cdot \text{期末平均}}$$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

付属図表 - 5 実質最終消費支出の要因分解



(注)

1. (推計式)

$$\log \text{実質民間最終消費支出} = 2.154 + 0.344 \cdot \log \text{所得要因} - 0.005 \cdot \log \text{金利要因} \\ + 0.074 \cdot \log \text{金融資産要因} - 0.003 \cdot \log \text{物価要因} + 0.408 \cdot \log \text{習慣要因}$$

$R^2 = 0.999$ $D.W. = 1.709$ () 内は t 値 (推計期間 71~91年)

2. 所得要因 = 実質総雇用者所得 金利要因 = 全銀貸出約定平均金利
 金融資産要因 = 前期末実質家計純金融資産 物価要因 = 民間最終消費支出デフレーター伸び率
 習慣要因 = 前期実質民間最終消費支出

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」

付属図表 - 6 実質国内家計消費支出の伸び率と耐久消費財の寄与度 (%)

年	消費支出前年比伸び率	耐久消費財寄与度
85	3.4	0.4
86	3.1	0.8
87	4.0	0.8
88	4.5	1.2
89	4.2	0.7
90	4.1	0.5

(注) 数字は実質ベース。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 7 自動車新規登録届け出数推移

(万台, %)

年 度	81~85 平 均	86	87	88	89	90	91	92/4~ 93/2
乗 用 車 計	307.8 (1.9)	315.6 (2.1)	340.3 (7.8)	366.5 (7.7)	479.0 (30.7)	509.3 (6.3)	480.1 (▲ 5.7)	380.7 (▲ 9.4)
うち普通車	7.7 (6.4)	7.9 (6.4)	13.9 (76.9)	15.3 (10.0)	34.0 (121.3)	51.0 (50.2)	72.4 (42.1)	61.8 (▲ 3.2)
うち小 型 四 輪 車	282.2 (2.1)	294.4 (2.8)	313.6 (6.5)	335.0 (6.8)	394.8 (17.8)	370.9 (▲ 6.1)	324.1 (▲12.6)	253.2 (▲10.7)

(注) () 内は前年比伸び率。ただし、81~85年は前年比伸び率の期間平均。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車統計月報」

付属図表 - 8 大型小売店販売額伸び率の推移

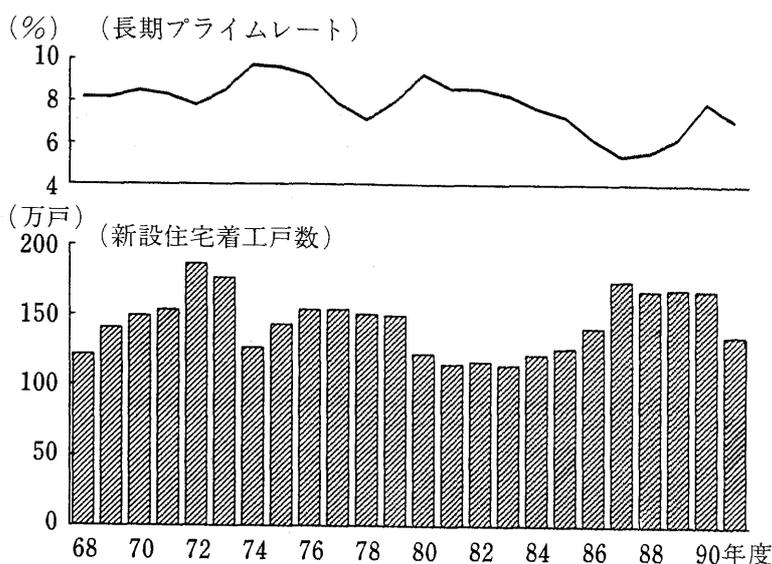
(%)

年 度	85	86	87	88	89	90	91	92/4~ 93/1
販 売 額 合 計	4.0	4.1	5.6	8.1	6.8	8.3	5.1	▲0.9
うち 雑 貨	4.7	5.4	7.8	12.7	9.6	8.2	1.3	▲2.7

(注) 雑貨には貴金属、絵画等を含み、統計上は「その他の商品」となっている。

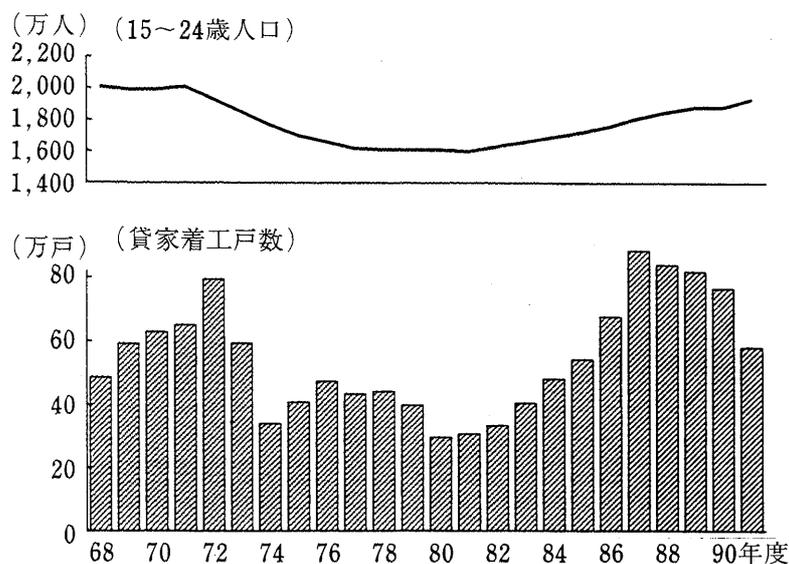
(資料) 通産省「商業動態統計月報」

付属図表 - 9 新設住宅着工と長期金利の動向



(資料) 建設省「建設統計月報」

付属図表 - 10 貸家着工と若年層の動向



(注) 推計人口は、毎年10月1日時点の数字。
 (資料) 建設省「住宅着工統計」、総務庁「推計人口」

付属図表 - 11 新規自己破産受理件数の推移

年 度	86	87	88	89	91
自 己 破 産 数	11,058	10,443	9,852	12,032	24,653
うち貸金業関係	6,344	6,235	6,351	8,430	18,214

(注) 1. 自己破産件数は、全国地方裁判所における新規受理分。
 2. 貸金業関係とは、貸金業者からの借入を主原因とする破産事件をいう。
 (資料) 最高裁判所事務総局「司法統計年報」

付属図表 - 12 銀行取引停止処分者件数と倒産負債額の推移

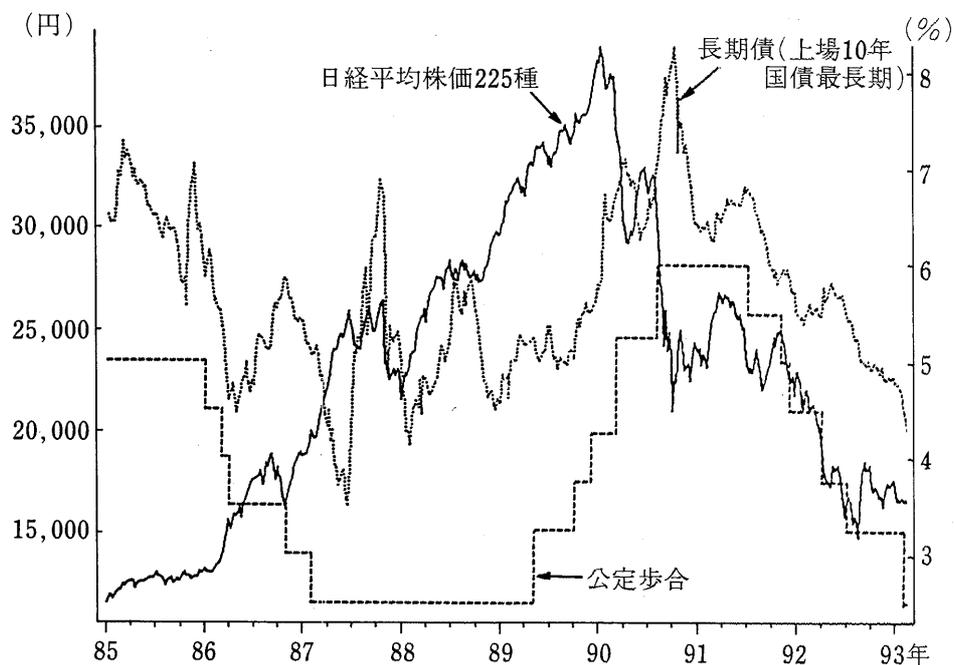
(億円, %)

年 度	取引停止処分者件数	負 債 総 額… a	うち不動産業負債総額… b	割 合… b/a
87	8 4 8 9	1 9 1 1 0	1 0 2 0	5. 3
88	7 4 1 3	1 8 4 8 2	3 8 2 6	20. 7
89	5 1 6 3	1 1 8 6 6	1 5 6 5	13. 2
90	5 9 9 0	3 2 7 5 3	1 5 2 6 7	46. 6
91	9 5 7 5	8 1 3 8 0	2 6 1 3 9	32. 1

(注) 1991年度の負債総額のうち23890億円 (29.4%) は、財テク倒産。
 なお、財テク倒産とは、不動産業を除く企業の不動産および株式投資を主因とする倒産 (倒産時の東京商工リサーチの取材ベース) で、91年度のみその総額が公表されている。
 (資料) 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者件数 (資本金100万円以上の法人) の負債状況」
 東京商工リサーチ調べ

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 1 株価と金利の動き



(資料) 東京証券取引所「東証月報」

付属図表 - 2 投資信託の解約の増加

(兆円, %)

年	85	86	87	88	89	90	91
解約額 a	3.5	6.3	9.3	11.2	21.8	14.7	13.1
新規設定額 b	5.9	13.7	22.3	17.1	24.5	15.8	8.6
解約率 a/b	58.6	46.3	41.8	65.4	89.1	93.3	151.6

(資料) 証券投資信託協会「証券投資信託月報」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 3 地価下落に関する主要経済指標

	88 年	89	90				91				92				93
			1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
地価・全用途平均															
全国(前年比伸び率, %)	8.3	16.6	11.3				▲ 4.6				▲ 3.8				-
三大都市圏	12.2	22.1	8.5				▲ 11.6				▲ 14.2				-
東京圏	1.8	7.2	7.0				▲ 8.4				▲ 12.1				-
大阪圏	32.1	53.9	6.8				▲ 21.3				▲ 21.7				-
名古屋圏	16.4	19.9	18.4				▲ 5.1				▲ 8.1				-
地方平均	4.8	11.7	13.8				1.9				0.1				-
景気															
実質GNP伸び率(%)	6.2	4.8	4.8				4.1				1.0	0.0	▲0.6	0.1	-
うち民間住宅投資	11.9	0.5	4.7				▲ 8.6				▲1.1	4.9	0.0	▲ 3.9	-
民間設備投資	14.8	16.6	11.4				5.7				▲0.2	▲2.1	▲1.7	▲ 3.1	-
金															
公定歩合(期末, %)	2.5	4.25	5.25	5.25	6.0	6.0	6.0	6.0	5.5	4.5	4.5	3.75	3.25	3.25	2.5
利															
新規貸出約定金利(%)	4.19	5.34	6.35	7.61	7.44	8.09	8.13	7.96	7.72	7.11	6.31	5.78	5.40	5.14	-
不動産業の資金繰り判断D.I.	17	23	22	14	12	2	▲ 17	▲ 14	▲ 16	▲ 20	▲ 17	▲ 14	▲ 19	▲ 20	▲ 15

(注) 1. 地価は、91年まで公示地価の当年1月1日から翌年1月1日までの伸び率、92年は基準地価の前年7月1日から当年7月1日までの伸び率。
 2. 実質GNP伸び率は前年比〔四半期は季調値前期比〕伸び率。
 3. 新規貸出約定金利は期中平均。
 4. 不動産業の資金繰り判断D.I.（「楽である」－「苦しい」）は全国企業・単純集計ベース。
 (資料) 国土庁「公示地価」、日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民経済計算年報」

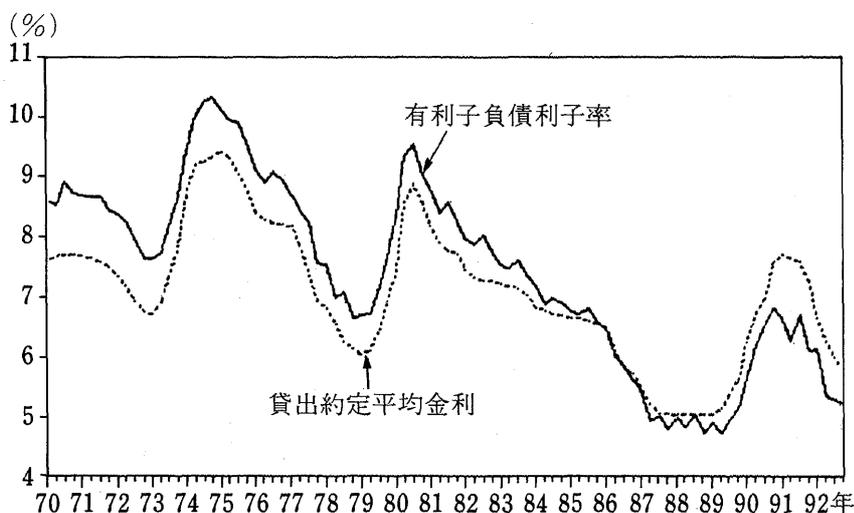
付属図表 - 1 設備投資の決定要因についてのアンケート調査

(%)

	決定要因	回答企業比率
1	内外の需要動向	75.0
2	収益水準	60.7
3	金利水準	24.4
4	人手不足	20.5
5	他社の動向	17.3
6	手元流動性	11.7
7	株式市場の動向	4.6
8	地価の動向	4.6
9	その他	3.2
10	特になし	2.5

(注) 対象は能力増強投資（複数回答可）の結果。
 (資料) 経済企画庁「平成3年度企業行動に関するアンケート調査」

付属図表 - 2 法人企業の借入金利率の推移



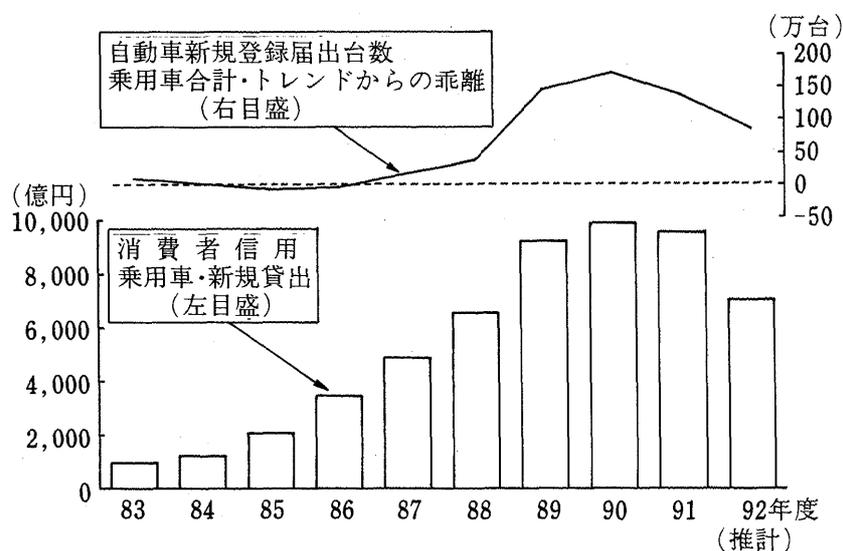
(注)

1. 貸出約定平均金利は、全国・総合ベース。

2. 有利子負債利率 = $\frac{\text{支払利息} \cdot \text{割引料} \times 4}{(\text{長期} \cdot \text{短期借入金} + \text{社債} + \text{受取手形割引残高}) \text{期首} \cdot \text{期末平均}}$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「経済統計月報」

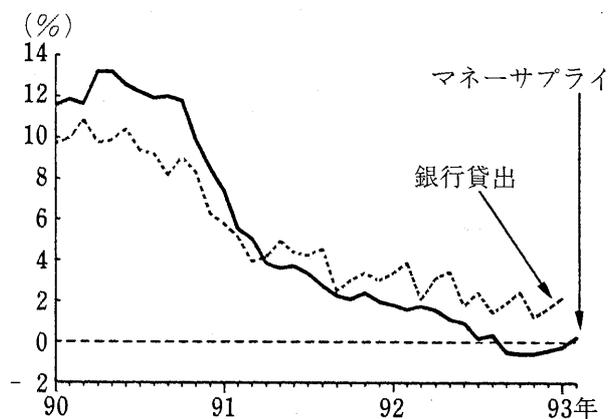
付属図表 - 3 乗用車の購入と消費者信用の推移



- (注)
1. 乗用車新規登録台数は70～86年度について当てはめた時間トレンドからの乖離。
 2. 消費者信用は全国銀行銀行勘定ベース。
 3. 乗用車新規登録台数の92年度計数は、92年4月～93年2月までの前年同期比伸び率を用いて、91年度実績より推計。
 4. 乗用車向け新規貸出の92年度計数は、92年4～12月期の前年同期比伸び率を用いて、91年度実績より推計。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車統計月報」
日本銀行「経済統計月報」「経済統計年報」より作成。

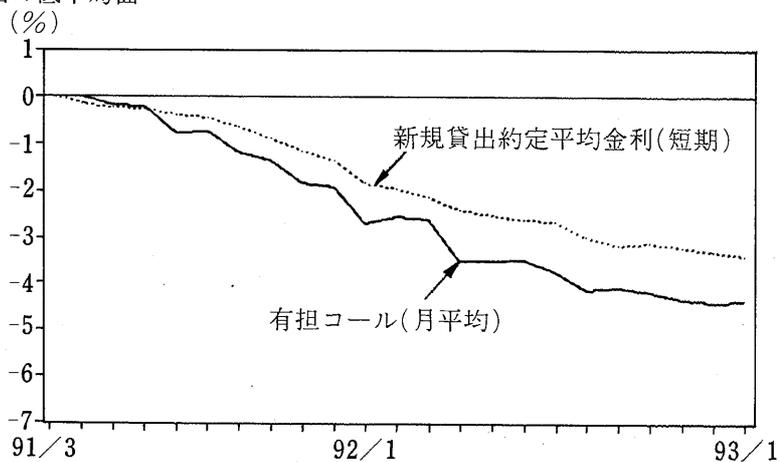
付属図表 - 4 銀行貸出及びマネーサプライの動向



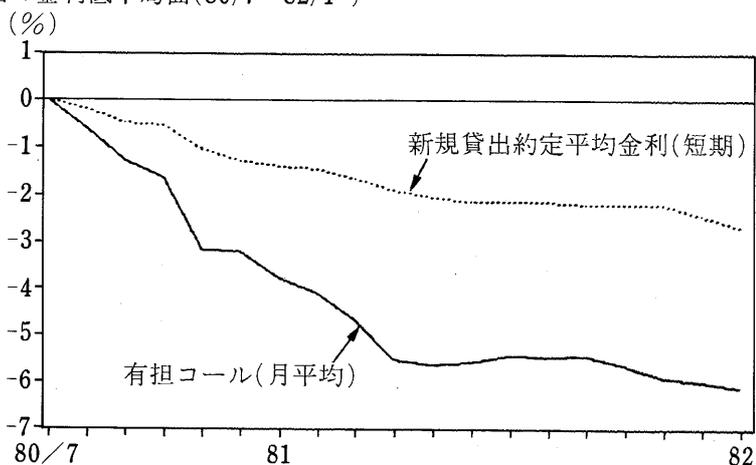
- (注) 1. 銀行貸出は、全国銀行（〈当座貸越除く〉銀行勘定+信託勘定）月末残高の前年同月比伸び率。
 2. マネーサプライは、 $M_2 + CD$ 月中平均残高の前年同月比伸び率。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

付属図表 - 5 貸出金利の低下動向（前回の低下局面との比較）

○今回の低下局面



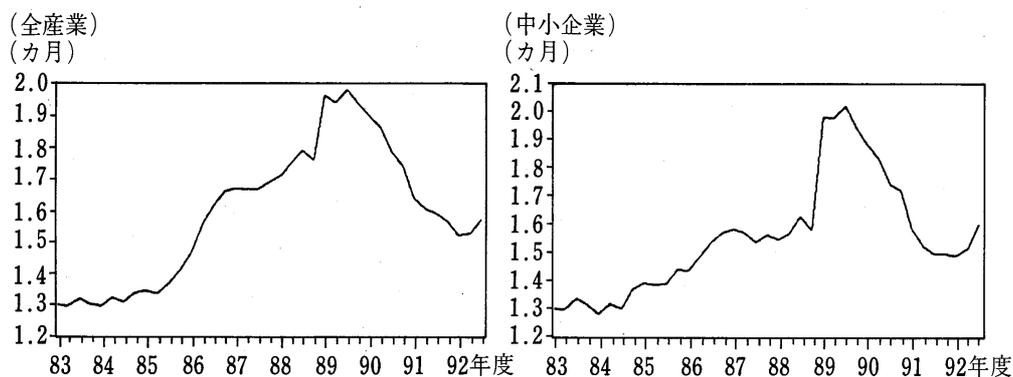
○前回の金利低下局面(80/7~82/1)



- (注) 1. グラフは、市中金利（有担コール）のピーク時点の金利水準を
 起点として低下幅を算定したもの。
 2. 前回緩和局面の貸出約定平均金利には、第2地銀を含まない。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

資産価格変動のメカニズムとその経済効果

付属図表 - 6 手元流動性（対売上高比率）の推移



- (注) 1. 数値は、季節調整値ベース。
 2. 中小企業は、資本金1億円未満の企業。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

付属図表 - 7 設備投資計画の減額修正理由

修正理由	調査時	
	92年3月末	92年10月末
需要見込みの減額修正	55.1%	67.3%
利益の減少（見込み）	52.1%	65.5%
資金調達コストの上昇 及び量的制約	13.0%	※ 12.1%

- (注) ※の内訳は、資金調達コストの上昇2.7%，資金調達の量的制約約9.4%。
 (資料) 通産省「主要産業の設備投資動向」

(補 論 1) 株価についての考え方

1. 株価の決定については、必ずしも確立された議論があるわけではないが、企業の配当支払いの割引現在価値でこれを説明しようとする考え方が一般的である。これは、株式保有に伴う期待収益率が他の市場性を有する資産と同程度になることに加えて、いわゆる横断性条件を仮定して、株価の理論式を導く考え方である。

株式と債券の間で裁定条件を考えると、両者の期待収益率が等しいという条件から、次の式が導かれる。

$$1+r = \frac{E_t(p_{t+1} + d_t)}{p_t} \quad ①$$

これを变形して整理すると、次のとおりである。

$$p_t = \frac{E_t(p_{t+1})}{(1+r)} + E_t \left[\sum_{j=1}^T \frac{d_{t+j-1}}{(1+r)^j} \right] \quad ②$$

すなわち株価は、将来の任意の時点 (t + T) をとったとき、その期の株価の期待値の割引現在価値 (第 1 項) と、その期間までの配当の割引現在価値 (第 2 項) の和として表される。期間 (T) を無限大としたとき、式の第 1 項がゼロ、つまり横断性条件が成立すると仮定すれば、式が得られる。

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \frac{E_t(p_{t+T})}{(1+r)^T} = 0 \quad ③$$

$$p_t = p_t^* = E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} \frac{d_{t+j-1}}{(1+r)^j} \right] \quad ④$$

即ち、現在から無限大の将来における配当の現在割引価値の期待値が株価 p_t^* である。

ここで配当 (d) の成長率を n、即ち $d_{t+j} = dt(1+n)^j$ を仮定して、これを式に代入すると、

$$p_t^* = E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} \frac{d_{t+j-1}}{(1+r)^j} \right] \\ = \frac{d_t / (1+r)}{1 - (1+n) / (1+r)} = \frac{d_t}{r-n}$$

が導かれる。

ここまでは、危険中立的な経済主体を考えてきたが、危険回避的な行動を前提とすれば、リスクプレミアム分が債券利率に上乗せされ、式が導かれる。

$$p_t^* = \frac{d}{r + \sigma - n} \quad ⑤$$

(注) p_t : t 期初の株価

E_t : t 期初における期待を示すオペレータ

d_t : t 期末に支払われる配当

r : 債券利率

P_t^* : 株価

σ : リスクプレミアム

n : 配当の期待成長率

実際の株価水準が、近似的にもせよこうした考え方で説明されるためには、以下の条件が必要である。

- (1) 経済情勢が安定しており、株式市場参加者が将来について安定的な予想を抱いていること
- (2) 株式と他の資産の間で代替性が高く、また他の資産との間に裁定取引が十分働くこと
- (3) 市場参加者が将来の株価について予想する場合、例えば株価が急激に無限に発散するような期待は持たず、その意味で合理的な予想が形成されていること

こうした条件が常に成立するとは限らないが、経済情勢に大きな変化がない状況においては、こうした条件が一応満たされると考えて良いだろう。

2. 前記の式には、株式価格の決定要因として、将来の配当のみが用いられている。現実には企業は、金融資産及び稼働資産の含み益を保有しており、これが株価に影響を与えることとなる。この点について、割引配当モデルの考え方によって整理すると次のとおりである。

(1) 内部留保の増加は、それがいずれ株主に還元されると予想される限りにおいて、実物投資に用いられても金融市場で運用されても、株価を上昇させる要因になる。内部留保を実物投資に回した場合、期待収益率が市場金利を上回るならば、株価はその投資額を上回って上昇する。

(2) 保有金融資産については、基本的な考え方は内部留保と同じである。

(3) いわゆる企業の実物の含み資産については、遊休資産である限り、基本的な考え方は内部留保と同じである。

他方、既に企業活動に投入されて転用できない実物資産については、企業解散を前提としない限り、含み益の増加は株価を押し上げる要因とならない。ただし実物資産についての含み益の増大が、リストラクチャリングに伴う収益機会の増大と捉えられ、従来の用途から新たな用途へと転換が行われて企業収益が増大すると予想されれば、株価は上昇する。

3. 以上1. 2. が株価に関する代表的な理解であるが、既述のとおり株価がこうした方式で決定されるには、厳格な条件が必要である。したがって、株価が理論値から乖離するバブル現象が起きる可能性を否定することはできない。

株価のバブルについては、十分な研究が進んでいないのが実情である。ひとつの考え方として、割引配当モデルの中で、横断性条件をはずして考える合理的バブルの考え方がある。

バブルについてはその他にも、株式市場で合理的投資家とそれに追従する投資家がいるというように、投資家の間に保有する情報の差異を設ける考え方や、投資家が、自分より遅れて市場に参加する人がいると見越して、他の投資家に参加してくる前に利益を得ようと市場に参加するプロセスが、自己実現的に株価を上昇させるといった考え方もある。

4. 株価の評価に際して、P E R（株価収益率）に基づいて株価の水準を判断する考え方があるが、その基準となるP E Rの理論値は、配当割引モデルの考え方に基づいて算出されている。従って、P E Rによる株価水準の判断は、配当割引モデルによるものと同じこととなる。

5. なお、上記の考え方と異なり、企業の資産価値（解散価値）に着目して株価水準を判断する、いわゆるQレシオという考え方が、1980年代後半に主張された。これは、株式を企業の資産に対する持分権としてとらえ、株式の時価総額は少なくとも企業の資産価値に等しくなると主張するものである。具体的にはQレシオを、「株式時価総額 / (資産総額 - 負債総額)」と定義し、Qは長期的には1に近づくので、Qが1を下回れば株価は割安と判断されるという考え方である。

しかし、このQレシオには以下のような問題点がある。第一に、我が国のように企業解散やM & Aに多大なコストがかかったり、現実にはそれらが不可能なケースが多い場合には、資産価値（解散価値）自体がほとんど意味を持たない。第二に、Qレシオが1に近づくことを、企業の解散価値とは別の観点から、いわゆるトービンのqと関連づけて理解

しようとする立場もあり得るが、その場合トービンの q の水準がどうなるか不明なため、必ずしも Q が1に近づくとはいえない。

ただし、遊休資産としての土地や、資産として保有している株式の含み益が株価に影響を与えて、株高を実現することはあり得るか

ら、そういう意味で Q レシオもひとつの株価説明要因になりうることは否定できないであろう。

仮に Q レシオを株価の尺度として用いるにしても、それはあくまで補助的に用いられるべきものと考えられる。

(補 論 2) 理論株価の計測結果

1. 計測手段

補論1で示したとおり、理論的には、株価は期待配当流列の割引現在価値として求められる。しかし、実際の計測にあたって配当実績額を用いると、これまでの様に、配当額が硬直的で、利益の増加に対しても大きくは増えない傾向がある場合、株価を過小評価するおそれがある。この場合税引後利益を用いると、現時点の配当と将来の配当をともに考慮に入れることとなり、少なくともこうした歪みの影響を避けることができる。従って本計測では、配当割引モデルにおける配当を、税引後利益で置き換えることとしている。

このように本計測は、一種の代理変数を用いた近似となっている。さらに後述のように種々の仮定を置いていることもあるので、計測結果は極めて大まかな推計に過ぎない点に留意する必要がある。

2. 計測方法

具体的な理論株価の計測は、次の基本式に基づき、以下の条件の下で行った。

$$P = \frac{e}{r + \sigma - n}$$

(注) P = 理論株価, e = 税引後利益,
 r = 長期金利, σ = リスクプレミアム,
 n = 利益の中長期期待成長率

計測にあたって諸条件は次のとおりとした。

- (1) 株価は、東証一部上場企業の一株当たりの単純平均株価(期末)とした。

- (2) 長期金利については、上場国債の最終利回り(全銘柄平均・期末)とした。

- (3) 利益の期待成長率については、名目GNP成長率の移動平均(過去2年, 当年, 将来2年の5年移動平均)に従って予想されるものとした。なおその時点における将来の名目GNP成長率については、将来の実現値が予め正確に予想されているものとしている。

- (4) リスクプレミアムについては、入手可能な客観的データがないため、現実に入手できるデータから逆算を行い、その平均値を使用した。具体的には、77年から86年の間の10年間の株価の平均が理論株価の平均に一致するとの前提で、逆算して得た同期間のリスクプレミアムの平均値とした。

- (5) 月次の理論株価については、次のように計測した。すなわち税引後利益及び長期金利については、月次の統計をそのままあてはめ、また利益の期待成長率については移動平均(過去30か月, 当月, 将来29か月)に従って予想されるものとした。

3. 計測結果

年末時の株価の推移をみると、1980年から88年頃までは、株価の上昇はファンダメンタルズである程度説明できそうである。しかし、1989年頃には株価にバブルが発生した可能性がある(補論図表2-1)。

この論拠は次の三点である。

第一に、89年末時点において、現実の株価

の水準は理論株価の水準の倍以上となっており、両者の乖離が極めて大きくなっている。

第二に、89年においては、現実の株価は理論株価とは全く逆方向の動きをしている。

第三に、89年拡大した現実の株価と理論株価の乖離は、その後現実の株価が急速な下落をすることで、縮小している。すなわち、現実の株価のなかに過大な部分が生じ、事後的にみてその誤りが修正されたとの見方ができる。

現実の株価と理論株価の間の乖離は、他の時期にもみられないわけではないが、これら三つの特徴が揃っている時期は、少なくとも本計測期間内においては、89年頃以外にはみられない。

89年頃に現実の株価が理論株価から大幅に乖離した理由については、次のような解釈が可能であろう。即ち89年においては、利益、また計測上の期待成長率がやや高まったものの、金利上昇が明確なものになったため、理論株価が下落に転じたが、投資家は、それまでの数年間企業収益が予想を上回る拡大を続けてきたことから将来の企業収益に過大な期待を抱いたか、あるいは将来において金利上昇が長続きしないとの期待を持ったため、株価のさらなる上昇を予想した、との解釈である。

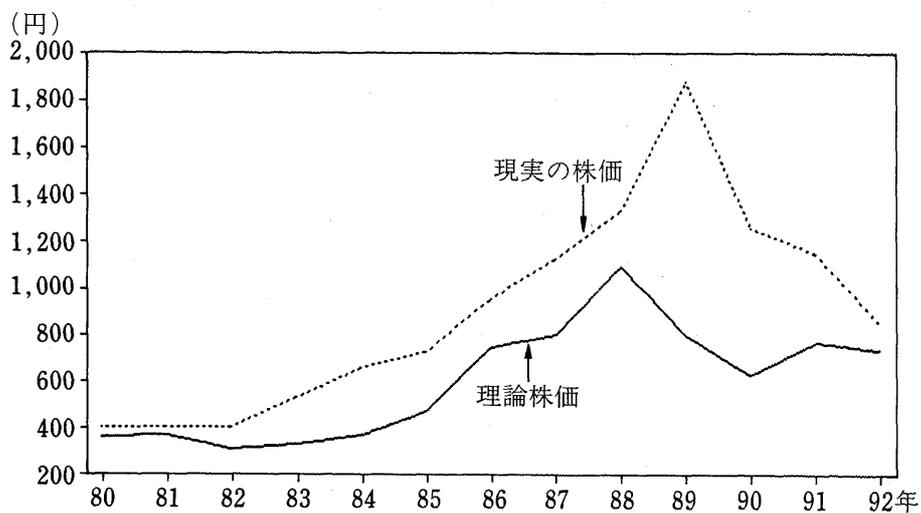
なお月次の株価の推移をみると、ブラックマンデー直前と88年央以降、理論値との乖離が大きいが、いずれもその後の理論株価の上昇でその乖離は縮小している。これらのケースにおいては、投資家が将来のファンダメンタルズの改善をある程度予測して、それが結果としてはそれほど間違っていなかったという可能性も考えられ、現実の株価と理論株価が乖離した時点でバブルが発生していたかどうかについては、必ずしも明らかではないと考えられる（補論図表2 - 2）。

なお名目GNP成長率の移動平均年数、平均リスクプレミアム対象期間に若干の変更を加えた場合でも、やや説明力は落ちるが、概

ね同様の結果となっている。

この計測結果は、89年頃の株価についてバブルが発生した可能性を示唆したものといえる。

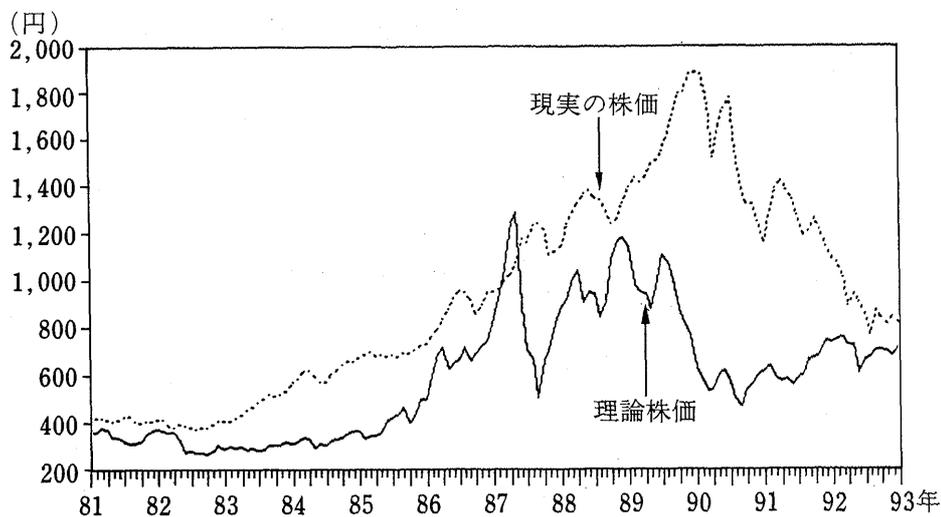
補論図表 2 - 1 利益割引モデルによる理論株価及び現実の株価（年末値）



(注) 株価は東証一部上場企業の一株あたりの単純平均株価。

(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

補論図表 2 - 2 利益割引モデルによる理論株価及び現実の株価（月末値）



(注) 補論図表 2 - 1 に同じ。

(資料) 東京証券取引所「証券統計月報」

(補 論 3) 理論地価の計測と基本的な考え方について

1. 収益還元モデルの考え方

地価の収益還元モデルは、基本的には株価の決定メカニズムを検証する上で使用される割引配当モデルと同様の考え方に基づいており、地価は将来にわたって予想される地代の割引現在価値に収束するというものである。地価については、合理的な投資家が参加する市場の下では、土地保有による収益率は裁定取引を通じて長期的には金融資産収益率と均等化するとの前提に成り立っている。実際の地価は、保有コストとしての税金や経済環境等の変化に伴う地代等のリスクプレミアムが複合的に合わさって決定されると考えられる。

$$P = \frac{R}{r + \tau + \sigma - n}$$

(注) P = 地価, R = 地代, r = 金利, τ = 税金, σ = リスクプレミアム, n = 地代の期待成長率

2. 計測手段

理論地価の計測に当たっては、現実の地価のトレンドとの比較を容易にするため、ここでは指数化して算出した（具体的には、76年から85年までの10年間平均を100とした地代、長期金利を使用した）。

また、計測の前提としては、賃料・金利は将来的に不変とし、データの制約からリスクプレミアム・税金をゼロと仮定した単純なモデルを採用した。使用するデータには、地代は、実勢価格を反映した統計が存在しないため、商業地については日本ビルディング協会公表の実質賃料、住宅地については総務庁公表の消費者物価指数の中の「持家の帰属家賃を除く家賃」を使用した。但し、日本ビル

ディング協会公表の実質賃料は、大手のビルを対象としているため、立地条件に恵まれた高グレードなビル以外のビル用地における価格上昇を正当化するものではない。また、総務庁公表の家賃についても、継続分を含むため、実勢価格を反映しにくい性質がある。従って、以下での計測結果については、やや幅を持って見る必要がある。ここでの金利は、年平均の利付き電々債流通利回りを使用した。

なお、理論地価については、既に日本銀行「90年4月調査月報」、経済企画庁「平成3年版経済白書等」等においても本研究会と同様の考え方、使用データにより分析がなされており、結論は概ね一致している。

3. 計測結果

東京圏の商業地については、本文で指摘したように、86年頃から急速に上昇しピークの90年には85年基準の2.7倍に達した。また、オフィスビル賃料は90年には85年基準の2倍と概ね地価上昇に見合う形で高騰した一方、金利は80年代半ば以降水準で推移していたが89・90年には上昇した。この結果、理論地価が89・90年には低下したため、現実の地価は、90年には僅かながら理論地価を上回ることとなった（補論図表3-1）。

また、東京圏の住宅地や大阪圏の商業地・住宅地については、この間のファンダメンタルズだけでは正当化のできない動きがみられた。東京圏住宅地では、住宅家賃が85年から90年の間で1.2倍に止まったことから、現実の地価は87年頃から理論地価を上回って乖離した。また、大阪圏の商業地や住宅地についても、オフィスビル賃料や住宅家賃が同期間には低水準の伸びに止まったことや89・90年

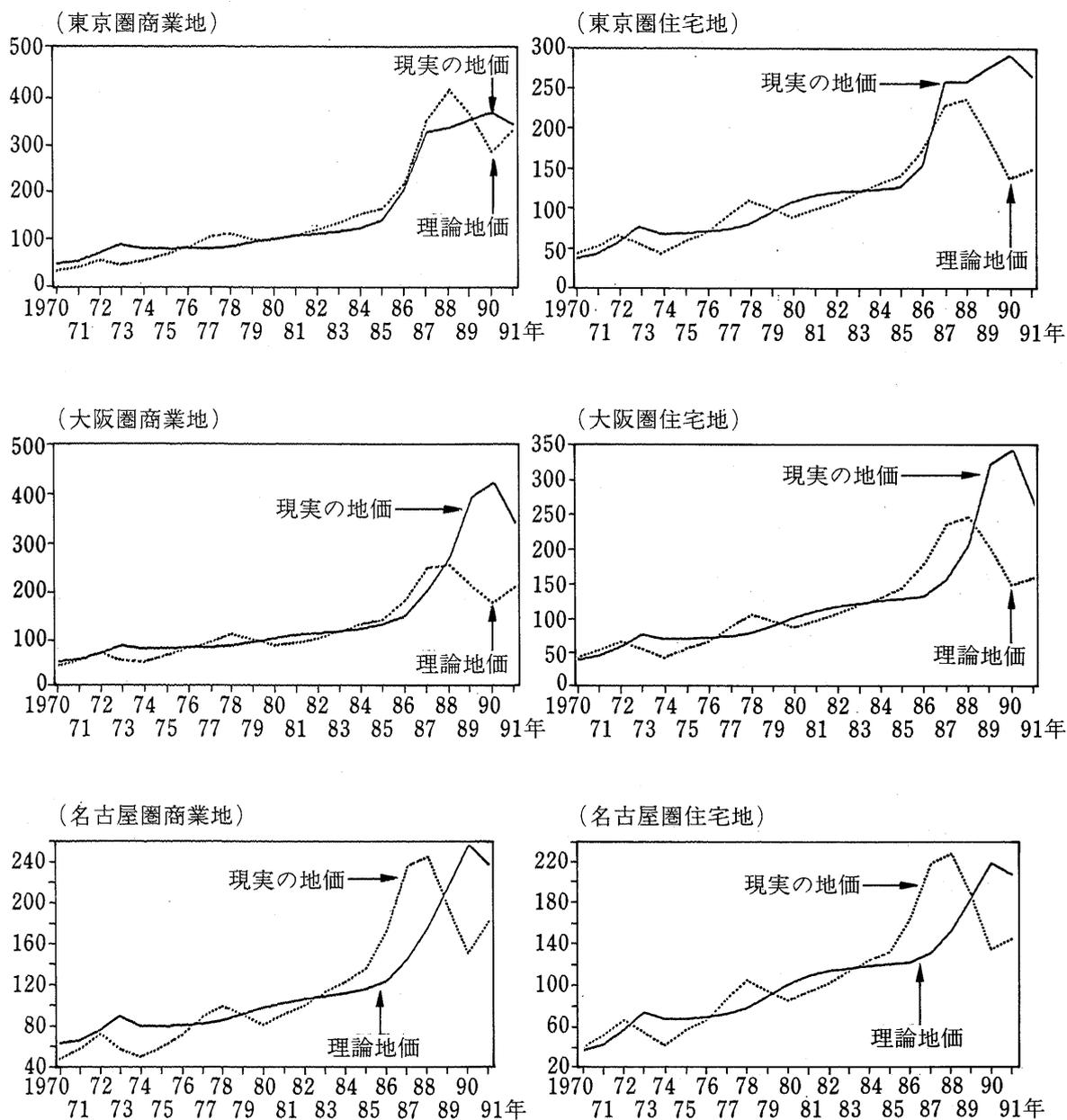
には高金利となったことから、現実の地価は89年以降理論地価と大幅な乖離が生じた。更に、名古屋圏の商業地・住宅地についても、90年に至って家賃・金利だけでは説明のつかない動きがみられたが、その乖離は小幅に止まった。

4. その他の計測について

わが国の理論地価について、野口(89年)は、全国主要都市における個別地点でのオフィスやマンション賃料に諸費用を考慮した採算地価を計測した。これを地価公示と比較すると、商業地については東京大手町を除いて現実の地価が理論地価を都内では2倍程度、地方都市で3倍程度に達していること(87年)を指摘し、土地利用収益では正当化できない「バブル」が生じたと結論した。住宅地についても、同様の結論が得られている。

また、地域別名目GDPと長期金利を説明変数とする地価の回帰分析を行った(計測期間70年 - 86年)。その上で、87年以降の地価の予測値を外挿すると、東京圏の全用途地域については87年以降、また大阪圏については89年以降に現実の地価が予測値に対し大きく上方に乖離しており、この間の地価の動きに「バブル」があったのではないかとする本文での結論と一致する(補論図表3 - 2)。

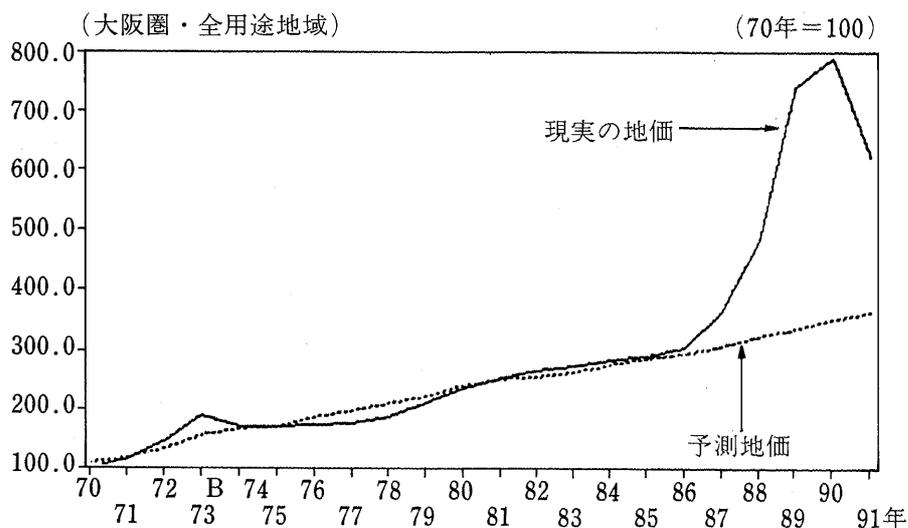
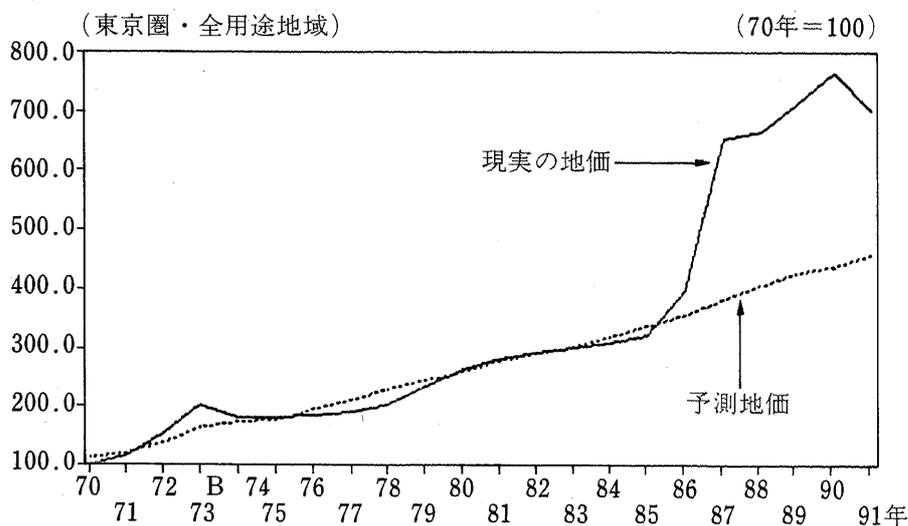
補論図表3 - 1 収益還元モデルによる理論地価と現実の地価



(注) 理論地価と現実の地価は、各々の76-85年平均を100とした指数。

(資料) 国土庁「地価公示」、日本ビルディング協会「ビル実態調査のまとめ」、総務庁「消費者物価指数」

補論図表3-2 回帰式による予測地価と現実の地価



(注)

東京圏・全用途地域の推計式

$$\text{LOG(地価指数)} = 1.4372 + 0.7368 * \text{LOG(東京圏GDP)} - 0.06067 * \text{LOG(長期金利)}$$

(2.799) (13.596) (-0.404)

$R^2 = 0.9425$ D.W. = 1.017 ()内はt値 推計期間 70年~86年

大阪圏・全用途地域の推計式

$$\text{LOG(地価指数)} = 1.4566 + 0.71428 * \text{LOG(大阪圏GDP)} - 0.03106 * \text{LOG(長期金利)}$$

(3.1648) (13.855) (-0.2385)

$R^2 = 0.9427$ D.W. = 0.7289 ()内はt値 推計期間 70年~86年

(資料) pp国土庁「地価公示」, 経済企画庁「県民経済計算年報」等

(補 論 4) ストック調整型設備投資関数による推計

1. ストック調整型設備投資関数の基本的考え方

(1) ある生産量に対し、望ましい資本ストックがある(技術条件)。

$$K^* = vY \dots\dots\dots(1)$$

(2) 設備投資は、前期の資本ストックと今期の望ましい資本ストックのギャップをある調整速度でうめる様に行われる。

$$I_t = \alpha (K^* - K_{t-1}) \dots\dots\dots(2)$$

(3) この関係から、設備投資と生産量と資本ストックとの間に以下の関係がある。

$$I_t = \alpha (vY - K_{t-1}) \dots\dots\dots(3)$$

2. この関数を用いて設備投資関数を推計すると、以下の結果が得られる。

(1) 被説明変数 製造業実質純投資

(2) 説明変数

製造業実質総生産額の当期と過去3四半期

の4期移動平均

製造業実質資本ストック

民営化ダミー(85年第2四半期以降を1とする)

(3) 推計期間 83年第1四半期~92年第3四半期
製造業実質総生産額の四半期分割および、91年以降の延長については、鉱工業生産指数を使用。

(4) 推計結果

$$I_t = -3,881 + 0.608Y - 0.040K_{t-1} - 89(\text{ダミー})$$

$$(-7.58) (7.04) (-4.01) (-0.37)$$

() 内はt値。

$$R^2 = 0.87$$

$$DW = 1.75$$

(5) データ出所

経企庁「民間企業資本ストック統計」, 「国民

経済計算年報」, 通産省「鉱工業生産統計」

(補 論5) キャッシュフロー型設備投資関数による推計

1. キャッシュフロー型設備投資関数の基本的考え方

設備投資は、資金・期待収益の両面から、キャッシュフローに影響をうける。

ただし、キャッシュフローが実際の設備投資に影響するには若干のラグがある。

$$\text{名目設備投資額} = \text{定数項} + \sum_{j=0}^{-6} a_j * (\text{キャッシュフロー}) + \text{消費税ダミー}$$

(注) キャッシュフロー = 経常利益 + 減価償却費

2. この関数を用いて設備投資関数を推計すると、以下の結果が得られる。

(1) 被説明変数

法人全産業名目設備投資額

(季節調整済四半期値)

(2) 説明変数

キャッシュフロー(季節調整済値), 6期のアーモンラグ。

消費税駆け込みダミー

$$(89/1-3=1, 89/4-6=-1, \text{その他}=0)$$

消費税導入前の駆け込み需要と、導入直後の反動減の影響を除去

(3) 推計期間 84年第1四半期~92年第4四半期

(4) 推計結果

$$\text{名目設備投資額} = -1,851 + 1,0818 *$$

$$(-2.05) (14.9)$$

(キャッシュフロー) + 432*(ダミー)
(2.55)

()内はt値。

$R^2 = 0.99$

DW = 1.93

(5)データ出所 大蔵省「法人企業統計」

(財政金融研究所事務局)

荒井 信幸 財政金融研究所研究部主任研究官
鈴木 建 財政金融研究所研究部主任研究官
武内 誠 財政金融研究所研究部主任研究官
前田 実 財政金融研究所研究部研究官
永井 敏彦 財政金融研究所研究部上席研究員
河口 晶彦 財政金融研究所研究部研究員
小濱 公哉 財政金融研究所研究部研究員
小巻 泰之 財政金融研究所研究部研究員
米谷 信行 財政金融研究所研究部研究員
上西 晃 財政金融研究所研究部研究員
嶋倉 牧一 財政金融研究所研究部研究員
津本 肇 財政金融研究所研究部研究員
中村 正博 財政金融研究所研究部研究員
竝川 伸一 財政金融研究所研究部研究員
南部 一雄 財政金融研究所研究部研究員
坡山 奇右 財政金融研究所研究部研究員
宮原 広文 財政金融研究所研究部研究員