

《論 説》

バブルの崩壊

土 生 芳 人

はじめに

1920年代後半のアメリカで発展したバブルと、1980年代後半の日本で発展したバブルは、現代資本主義が経験したもっとも大きな二つのバブルであったといえよう。それは、発展の過程では所得と資産の不平等を著しく強め、崩壊の過程では長期にわたる深刻な不況を伴った。

小論はこの二つのバブルを分析対象とし、その崩壊の理由とその帰結について考察することを課題としている。バブルの崩壊は不況を伴ったが、しかし不況を導いたのはバブルの崩壊だけでなく、地価の場合にはむしろバブルの発展そのものが不況を導くという作用を持ったことが、留意されなければならない。小論はこの関連をもあわせて考察する。なお、バブルの発展とそれをもたらした条件については別稿で述べたので<sup>(1)</sup>、ここでは立ち入らない。

バブルが不況に帰結するといっても、その不況の程度はけっして一様ではない。不況がどの程度深刻なものにまで発展するかは多くの条件に依存するからである。そのなかでとくに注目を要するのは、マクロ経済政策と、社会保障制度、預金保険制度、通貨制度などの制度的条件である。前半で基礎的過程についての分析を行ったあと、後半の二つの節ではこの問題をとりあげ

---

(1) 「バブルの発展」『甲南経済学論集』第34巻第4号, 1994年3月。

て考察する。

## 1 バブル崩壊の原因

小論で検討の対象とするバブルの崩壊は、アメリカでは1929年秋に始まり、日本では1990年初めから始まった。

株価の推移をみると、アメリカの株価は29年9月にピークを記録したあと下降に転じ、とくに10月24日の「暗黒の木曜日」以後下げ足を早め、年末から翌30年春にかけて一時持ち直すものの、まもなく再下降に転じ、以後ほぼ一貫した下落を続け、32年6月の時点でようやく底入れして下げ止まる。この月の平均株価はピークの29年9月の15%という水準である<sup>(2)</sup>。

日本の株価は89年末にピークに達したあと下降に転じ、90年10月までにピークの2分の1に近い水準まで下落する。日経平均株価（東証225種）でいうと3万8,916円から2万円を割る寸前の水準への下落である。その後91年春には一時2万7,000円台を回復するまで持ち直すが、同年末からふたたび下落傾向を強め、92年8月18日には、86年3月以来の最安値である1万4,309円まで低下する<sup>(3)</sup>。89年末のピークと比べると、37%の水準への下落である。大恐慌期のアメリカの株価の下落率には遠く及ばないが、稀有の大暴落であった点は変わらない。

日本では、やや遅れて地価の下落傾向も顕著になった。日本不動産研究所の半年ごとの指数（1990年3月=100）によると、六大都市市街地価格の平均がピークに達したのは90年9月（105.1）、全国市街地価格の平均がピークに達したのは1年遅れて91年9月（110.5）であった<sup>(4)</sup>。そのあと下落が始まり、93年3月までに、六大都市市街地価格は71.4へと33.7ポイント低下し、

(2) U. S. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*, 1943, p. 481.

(3) 『証券統計年報』東京証券取引所、各年版。

(4) 日本不動産研究所『市街地価格指数 平成5年3月末現在』1993年、22、30頁。

全国市街地価格は102.4へと8.1ポイント低下している。大都市圏は上昇率も下落率も大きく、地方都市はそれに比べて両者とも小さいという差異はあるものの、いずれにしても長く続いてきた土地神話を崩すに足る変化であったことは間違いない。

バブルの崩壊をもたらした要因は、バブル抑制政策と、経済実体関係の悪化とに大別できる。経済実体関係の悪化は、バブル抑制政策が原因となって起こることもあれば、経済構造に内在する拡張制限的要因やバブルの発展自体が原因になって起こることもある。後述するように、土地のバブルはその発展自体が経済実体関係を強く悪化させる作用を伴った。

バブルの発展は、バブルを抑制するための政策の実施を不可避にする。バブルの発展につれて所得と資産の不平等が強まり、これについての不満が増大するからであり、また、バブルがやがて崩壊して深刻な反作用をもたらすことへの警戒感が強まってきて、それを未然に防ぐためにもバブル抑制が必要とされるようになるからである。バブル抑制のためにとられる代表的政策は、金融引締め政策である。

アメリカでは、1928年から29年にかけて、連邦準備銀行の再割引率が数度にわたって引き上げられた。ニューヨーク連邦準備銀行再割引率は、28年2月に3.5%から4%へ、5月には4.5%へ、7月には5%へと相次いで高められている。5%といえば、すでに22年以降、例のない高水準であった。翌29年8月にはさらに一段の引上げがあり、6%へと上昇している<sup>(5)</sup>。

日銀公定歩合は87年2月から2年3カ月にわたって2.5%という日銀史上最低の水準を維持したあと、89年5月末に3.25%へと高められた。同年10月にはさらに3.75%へ、12月には4.25%へと引き上げられた。翌90年3月には5.25%へ、8月には6%へと引き上げられた。89年12月の4.25%はすでに86年2月以来の高水準であった。90年8月の6%は81年12月以来の高水準であった<sup>(6)</sup>。

---

(5) *Banking and Monetary Statistics*, p. 441.

しかし、金融引締め政策はそれだけではかならずしもバブルの抑制に有効ではなかった。アメリカでは最初の金融引締め政策がとられたあと、そしてその後金融引締めの強化が続くなかで、なお1年半以上にわたって株価の上昇が持続している。当時のアメリカでは、製造業大企業を中心に産業自体の内部に大量の過剰資金が存在していた。そのうえ、株価の急騰が株式発行を手段とする低コストでの資金調達を可能にしていた。そのため金融引締めが行われても、ただちに投機資金が不足することにはならなかった。いわば銀行制度の枠外に、大量の余裕資金が存在していた。それが投機に使用されて、金融引締め下における株価上昇の持続をもたらすことになったのである<sup>(7)</sup>。

アメリカでは株式市場の瓦解に先立って、すでに経済実体関係の明白な悪化が進行していた。自動車生産は29年6月にピークを記録したあと、9月までの3カ月間で20.3%（年率60%）も減少し、鉄鋼生産は同年7月から9月までの2カ月間で8.7%（年率42.2%）も減少し、工業生産全体も6月から9月までの3カ月間で3.2%（年率12.2%）も減少していた（いずれも季節修正値）<sup>(8)</sup>。こうした生産の急減が株式市場の瓦解を先導した。アメリカの株価は、この経済実体関係の悪化をまって、そしてそれに金融引締めが重なることによって、ようやく下降に転じたのである。

日本の場合はかなり事情が異なっている。日本の株価は、金融政策が引締め転じてから7カ月後には下落を開始している。そのうえ、日本の株価の下落は、アメリカの場合のように、経済実体関係の悪化をまって始まったわけではなかった。日本経済は、株価の下落が始まった時点ではなお拡大を続けており、そればかりかその後もかなりの期間にわたって拡大を持続した。株価の下落への転換は、もっぱら金融引締めと金利水準上昇の結果として起

---

(6) 日本銀行『経済統計年報』1992年版、51頁。

(7) 土生芳人『大恐慌とニューディール財政』東京大学出版会、1989年、68-70頁。

(8) *Survey of Current Business*, Supplement 1932, p. 11.

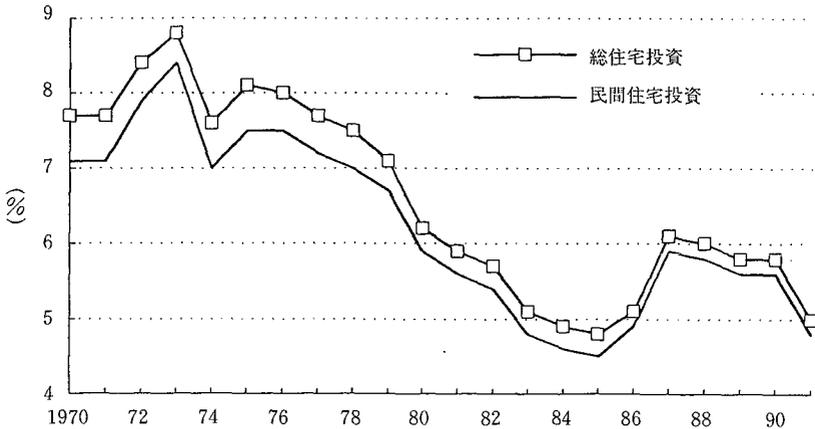
こったのである。金融引締めへの転換が遅すぎはしなかったか、その意味で手遅れではなかったかという問題はあるにせよ、金融引締め政策の効果自体は、日本のほうが20年代末期のアメリカに比べて大きかったとみて誤りではなかろう。

しかし、バブルが発展したのは株価だけではなかった。日本ではいま一つの大きなバブルがあった。いうまでもなく地価のバブルである。地価は、金融政策が引締めへ転じてからもなおかなりの期間にわたって上昇を続けた。地価がピークに達するのは、すでに述べたように、六大都市市街地価格平均では90年後半、全国市街地価格平均では91年後半のことである。地価抑制についていうかぎり、金融政策はあまり有効ではなかったということになる。その背後には、日本の住宅事情がいちじるしく劣悪で、宅地に対する旺盛な潜在需要が存在しており、それが背景になって地価の上昇が長期間にわたって持続してきていて、それが土地は絶対に値下がりすることはないという土地神話を生みだし、それが広く信じられてきていたという事実があった。その土地神話が容易に崩れなかったことが、金融引締めのなかでの地価上昇を支えていたのである。

とすれば、では90年後半ないし91年後半のころを境にして、この地価が急速な下落へと転じたのはなぜなのか、それが改めて説明されねばならない問題となるであろう。地価抑制のためにとられたさまざまな措置——土地基本法の制定（89年12月）、金融機関の不動産業向け貸出しについての総量規制の実施（90年4月）、地価税の創設と生産緑地法の改正など——が一定の役割を果たしたことも無視できない。金融引締めが一段と強められたことも軽視できない。しかし、いっそう決定的であったのは、地価の急騰そのものが地価の下落を不可避にするような状況を作りだしたことである。それを知るために、ここで住宅建設の推移を振り返ってみるとにしよう。

図1で住宅投資の対GNP比率の推移をみると、この比率は、75年の8.1%から85年の4.8%まで一貫して低下したあと、反転して87年の6.1%へ

図1 住宅投資の対 GNP 比率推移 (1970—90年度)



(注) 1) 1985年価格による比率。

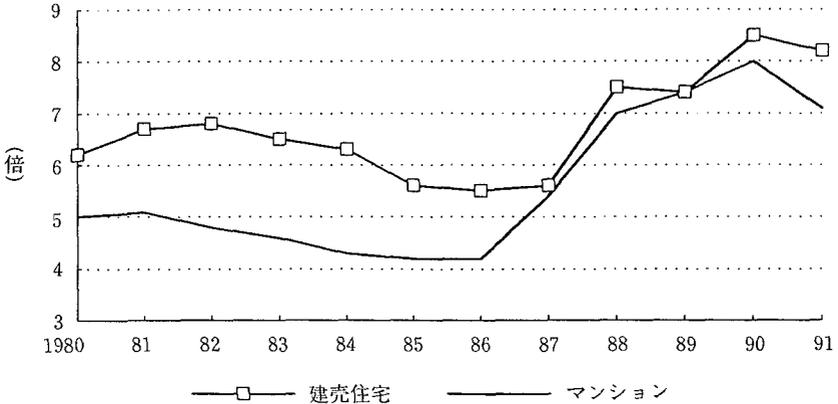
2) 総住宅投資は民間住宅投資プラス公的住宅投資。

(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』1993年版, 52—55頁。

と急上昇し、そのあとふたたび減退傾向に転じ、とくに91年には大幅に減少して5.0%まで急落している。この推移を規定した一つの要因は、金利であった。金利は、85年から87年にかけて円高不況に対処するために大幅に引き下げられ、89年以降はバブルを抑制するために大幅に引き上げられた。それが住宅投資に強く影響したのは当然である。

しかし、いっそう決定的な作用を及ぼしたのは住宅価格の推移であった。平均的所得者が取得可能な住宅価格の限度は年収の5倍程度だといわれるが、地価高騰の結果、大都市圏の住宅価格はこの水準を大幅に超えるものとなった。図2によって、首都圏における平均住宅価格の平均年収に対する倍率の推移をみると、80年代前半の下降によって85、86年には4.2倍（マンション）ないし5.5倍（建売り住宅）にまで低下するが、地価の高騰によってそのあと急上昇に転じ、90年には8.0倍（マンション）ないし8.5倍（建売り住宅）という著しい高水準にまで高まっている。80年代中期には、住宅価格は平均的所得者が何とか取得できる価格の範囲内にあった。これに対して、80

図2 首都圏住宅価格の平均年収倍率推移（1980—91年）



(注) 住宅価格は平均価格，年収は勤労者世帯平均年収。

(出所) 建設省住宅局『住宅経済データ集』1992年度版，住宅産業新聞社，1992年，96頁。

年代末期の住宅価格はその範囲を大幅に超えるものとなった。図1でみたように、80年代末期から90年代初めにかけて住宅投資の対GNP比率が減退ないし急落したのは、この事実の当然の、そしてまた不可避的な結果であった。

住宅着工戸数と着工床面積の推移を、大都市圏（首都圏，愛知県および京阪神圏）とそれ以外の地域に区別して示した表1と2も、同様の関係を明らかにしている。大都市圏では着工戸数，着工床面積とも86年と87年に2年続けて急増したあと，88年から明白な，かつ一貫した下降に転じているのに対して，その他地域では，86年と87年に同じく2年続けて急増したあと，88年にわずかに減少しただけで増勢を回復し，90年まで増加を続けている。その他地域ではなお増加が続くなかで，大都市圏の着工戸数と着工床面積を明白な下降へと転換させたものは，大都市圏における地価の高騰とそれによる住宅価格の急上昇であった。91年になると，その他地域の住宅建設も急速な減少へと変わり，同時に大都市圏の住宅建設の減少率も高まり，こうして顕著

表1 住宅着工（新設）戸数の推移 (1,000戸)

	全 国	首都圏	愛知県	京阪神圏	大都市圏	その他地域
1983	1134.9	347.4	56.1	142.7	546.5	588.3
84	1207.1	376.6	59.6	152.2	588.4	618.8
85	1251.0	414.5	65.6	160.0	640.1	610.9
86	1499.8	509.9	75.4	177.5	762.8	637.2
87	1728.5	617.3	96.9	216.1	930.3	798.7
88	1662.6	554.3	91.1	223.6	869.0	794.0
89	1672.8	543.3	89.0	204.3	836.6	836.4
90	1665.4	552.8	86.1	180.1	819.0	846.0
91	1343.0	453.2	79.0	131.1	663.3	679.7

(注) 首都圏：東京都，神奈川県，埼玉県，千葉県の合計。

京阪神圏：京都府，大阪府，兵庫県の合計。

大都市圏：首都圏，愛知県，京阪神圏の合計。

その他地域：全国マイナス大都市圏。

(出所) 建設省建設経済局『建設統計要覧』1988年版，40頁；1993年版，47頁。

表2 住宅着工（新設）床面積の推移 (1,000㎡)

	全 国	首都圏	愛知県	京阪神圏	大都市圏	その他地域
1983	98,249	26,124	5,463	11,713	43,300	54,949
84	101,567	27,592	5,671	11,842	45,105	54,462
85	104,016	29,433	5,989	12,641	48,063	55,953
86	113,214	33,592	6,606	13,826	54,024	59,190
87	137,037	40,390	8,025	16,205	64,620	72,417
88	133,114	38,115	7,520	16,834	62,469	70,645
89	135,404	37,576	7,386	16,181	61,143	74,261
90	134,487	36,975	7,332	14,915	59,222	75,265
91	116,227	31,639	6,882	11,557	50,078	66,149

(注) 表1に同じ。

(出所) 『建設統計要覧』1988年版，41頁；1993年版，48頁。

な減少が全国的となる。地価高騰が地方都市にまで波及していくにつれて、大都市圏以外でも住宅取得の困難が増大したことを示すものであろう。

ここで、住宅建設の全国値がピークに達した87年を基準にとり、これと91年の数値とを比較してみると、大都市圏では着工戸数が19.7%、着工床面積が22.5%も減少したのに対して、その他地域における減少率は前者が

14.9%，後者が8.3%にとどまっていた、戸数でも床面積でも、大都市圏での減少率はその他地域での減少率を大きく上回っていたことがわかる。さらに、両者の差は戸数よりも床面積においていっそう顕著であって、大都市圏では建設戸数が急減しただけでなく、同時に一戸当たり床面積も減少するという変化が進行していたことがわかる。大都市圏とその他地域における地価上昇率の相違とそれに基づく住宅価格水準の違いが、こうした差異を生じさせる原因になったと考えられる。これらの事実を顧みれば、地価高騰が住宅建設を強く抑圧したことは明白であろう。

こうして住宅建設が急減するにいたれば、それが宅地に対する最終需要を急減させることになるのは当然である。借金して投機目的で買った土地を持ち続けることも、金融が引き締められ、金利負担が高まると困難になってきた。このようにして土地の需給関係は大きく変化した。買手は急減し、土地は売れなくなった。当然の結果として地価は下落し、土地のバブルは崩壊した。土地バブル崩壊の一因は金融引締めにあったが、決定的要因になったのは、バブルが平均的所得者の取得不可能なレベルまで地価を高騰させたという事実であった。バブルを崩壊させたのはバブルであった。

## 2 バブルの発展・崩壊と景気の悪化

広く知られているように、バブルの崩壊は景気の悪化を導く大きな要因になる。バブルの崩壊が逆所得・資産効果をとめない、それをつうじて消費需要を減少させるからである。バブルの崩壊はまた、金融機関の資産内容を悪化させ、それによって金融システムの不安定化をもたらすことがしばしばある。そうになると、それもまた景気を悪化させる要因になる。

しかしバブルは、その崩壊だけが景気悪化の要因になるわけではない。地価のバブルについては、バブルの発展そのものが景気抑圧要因になる傾向が強い。地価の高騰が住宅需要を減退させ、総需要を減少させる作用を持つか

らである。最近の日本における地価の高騰が住宅建設を強く抑圧したことはすでに述べた。それが景気の推移にどのように作用したかについては後ほど考察する。

したがって、バブルと景気悪化とのあいだには二種類の関連が存在する。第一は、バブルの発展そのものが景気抑圧要因になるという関連であり、第二は、バブルの崩壊が景気の悪化を導くという関連である。議論の便宜上、まず第二の点から述べることにする。

主要企業がほとんどすべて株式会社化している現代資本主義においては、株式の資産額はきわめて大きい。バブルが発展すると当然、その資産額はいっそう巨大なものとなる。1922年のアメリカでは株式資産額は761億ドルと推計され、すでにその年のGNPを3%ほど上回る規模であった(表3)。29年には株式資産額は1,867億ドルに急増し、GNPの1.8倍にまで膨張している。日本では、1981年の株式資産額は133兆円、GNPの52%ほどであった(表4)。85年には242兆円、GNPの75%に増加し、さらに89年には890兆円、GNPの2.2倍へと飛躍的な増大をとげている。この80年代後半の急増が、20年代後半のアメリカの場合と同様、主として株価急騰によるものであることは改めて述べるまでもない。

日本の地価は、他国に比べて著しく高い。アメリカと比較すると、日本の国土面積はアメリカの25分の1にすぎないが、地価総額は、たとえば89年末をとってその時点の為替レートで換算してみると、アメリカの約4倍という額になる<sup>(9)</sup>。日本の平均的地価はアメリカの約100倍である。地価が高く、土地資産額が大きいことが、日本の資産価格と資産構造にみられる重要な特徴である。

1981年の日本の土地資産額は799兆円であって、すでにGNPの3.1倍という規模であった。85年には土地資産額は1,000兆円を超えるが、GNPに対す

---

(9) 岩田規久男『ストック経済の構造』岩波書店、1992年、29頁。

る比率は81年と同程度の水準にとどまっている。80年代後半に飛躍的増大が起きる。地価急騰の結果、90年には土地資産額は2,400兆円に近づき、GNPの5.6倍にまで増大する。

株式や土地の資産額が絶

表3 アメリカの株式・土地資産額の推移 (億ドル)

	1922	1929	1933
株式(a)	761	1,867	1,017
土地(b)	415	349	228
GNP(c)	741	1,031	556
a/c(%)	102.7	181.1	182.9
b/c(%)	56.0	33.9	41.0

(出所) U. S. Department of Commerce, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970, 1975*, pp. 224, 253-55.

表4 日本の株式・土地資産額の推移

(兆円)

	1981	1983	1985	1987	1989	1990	1991
株式(a)	133.4	160.8	241.9	472.9	889.9	594.3	586.5
家計	42.4	47.4	65.9	123.7	237.3	162.7	161.8
非金融法人	49.2	58.6	88.3	181.3	339.7	236.0	230.9
金融機関	41.8	54.7	87.0	167.2	312.1	194.9	193.1
土地(b)	798.8	889.3	1,004.1	1,672.7	2,153.0	2,388.7	2,190.8
家計	532.7	591.3	664.7	1,085.9	1,376.7	1,495.0	1,375.7
非金融法人	200.8	223.6	252.9	433.0	582.1	663.7	601.4
金融機関	11.9	13.9	17.3	47.4	56.7	71.7	65.9
GNP(c)	254.7	282.1	321.6	350.5	399.0	427.5	454.0
a/c(%)	52.4	57.0	75.2	134.9	223.0	139.0	129.2
b/c(%)	313.6	315.2	312.2	477.2	539.6	558.8	482.6

(注) 株式・土地資産額は各年末。家計は個人企業を含む。

(出所) 『国民経済計算年報』1993年版, 80-81, 328-51頁から算出。

対額だけでなく、国民経済規模との相対的關係においても増大していく傾向は、ストック経済化と呼ばれている。以上の事実は、1920年代後半のアメリカでも、1980年代後半の日本でも、このストック経済化が顕著に進行したことを示している。こうしたストック経済化の進行が、バブル崩壊の経済的影響を重大なものにするのは当然である。

セルツァーの研究によれば、1928年のアメリカの純キャピタル・ゲインは46億ドルであった。これが31年には27億ドルの純キャピタル・ロスへと変

わっている<sup>(10)</sup>。差引き73億ドルの変化が生じたことになる。28年の GNP, 970億ドルの7.5%に相当する額である。ただしこれは、実現されたキャピタル・ロスだけの額であって、発生してはいるが実現されていないキャピタル・ロスは含まれていない。経済的影響を考える場合には実現されていないキャピタル・ロスも含めて考える必要があるが、それを加えればキャピタル・ロスの額がさらにはるかに膨大なものとなるのはいうまでもない。

日本におけるキャピタル・ゲインとキャピタル・ロスの発生額については経済企画庁の推計がある。『国民経済年報』の「調整勘定」という項目にその数値が示されている。表5はそれに依拠して作成したものである。株式については、88年と89年に2年続けて GNP の5割近い額のキャピタル・ゲインが発生している。土地については、86年から90年まで毎年、GNP の4.5割か

表5 日本の株式と土地についてのキャピタル・ゲインとキャピタル・ロスの推移  
(兆円)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
株式(a)	33.8	121.4	76.0	177.5	193.6	- 306.7	- 4.8
家計	9.8	31.8	23.0	51.3	65.2	- 76.8	2.0
非金融法人	12.6	52.5	36.7	66.5	85.7	- 106.9	- 3.9
金融機関	10.8	36.9	9.3	57.0	42.8	- 123.1	- 2.9
土地(b)	75.5	253.2	415.5	166.7	313.6	235.7	- 197.9
家計	52.0	168.3	267.5	109.9	208.0	135.8	- 105.0
非金融法人	18.8	63.0	109.3	46.5	84.7	69.2	- 70.5
金融機関	2.6	10.2	19.4	3.9	4.5	14.5	- 6.3
GNP(c)	321.6	335.8	350.5	373.7	399.0	427.5	454.0
a/c(%)	10.5	36.2	21.7	47.5	48.5	- 71.7	- 1.1
b/c(%)	23.5	75.4	118.5	44.6	78.6	55.1	- 43.6

(注) マイナスはキャピタル・ロス。キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスは当年における発生額。家計は個人企業を含む。

(出所) 『国民経済計算年報』1993年版, 80-81, 328-51頁。

(10) Lawrence H. Seltzer, *The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, NBER, 1951, p. 367.

ら12割近い規模のキャピタル・ゲインが発生している。そのあとバブルの崩壊によって、90年には株式について GNP の7割を超える額のキャピタル・ロスが発生し、91年には土地について GNP の44%という規模のキャピタル・ロスが発生している。

多額のキャピタル・ゲインの発生は、その所得・資産効果によって消費の増大を加速し、経済の拡大を強める作用を持つ。それとちょうど逆に、多額のキャピタル・ロスの発生は、その負の所得・資産効果によって消費を減退させ、経済の拡大を抑制する作用を持つ。それが、バブルの崩壊が景気の悪化を導いた第一の経路である。第二の経路は、バブルの崩壊が金融システムを不安定化させたことである。

1920年代のアメリカでは、製造業大企業で内部資金過剰化傾向が顕著になってきており、それに対応して銀行資産構造に大きな変化が起きていた。商業貸付けの割合が減少し、不動産貸付けや民間証券投資の割合が増大したのである<sup>(11)</sup>。その事実が、バブルの崩壊と景気の悪化による銀行の被害を強めた。投資証券の価格暴落から銀行は多額の損失を被った。不動産価格の低落によって不動産担保貸付けも多くが回収困難となり、銀行は資産流動性の著しい低下に見舞われた。

同様のことは、最近の日本のバブル崩壊過程でも起きた。製造業大企業の銀行離れが進行するなかで、日本の銀行も、1980年代をつうじて、不動産への貸出しや金融保険業への貸出しの割合を大きく増大させてきていた。同時に、株式投資の割合を高めてきてもいた<sup>(12)</sup>。それと株価の急騰とがあいまって、金融機関所有の株式資産額は80年代後半急増し、89年末には300兆円を超えるまでに増大していた（前掲、表4）。しかし、90年初頭から始まった株価の急落は、この株式資産の価値を一挙に減少させた。それによって金融機

(11) 土生，前掲書，93頁，表33。

(12) 日本銀行『経済統計年報』1992年版65，69，184-85頁。

関が被ったキャピタル・ロス、90年だけで100兆円を大きく超えたと推定されている（前掲、表5）。銀行が不動産業者に対して直接、あるいはノンバンクを経由して間接に行っていた貸付けの多くも、地価バブルの崩壊によって焦げつき、回収困難な不良債権へと変わった。それにともない、銀行資産の流動性は著しく低下した。

このように、アメリカの銀行も日本の銀行も、バブルの崩壊によって重大な損失を被り、保有資産の流動性の著しい低下に直面した。それによって金融システムは不安定化した。そこまではアメリカも日本も同様であった。

しかし、それがもたらした結果は両国で異なっている。アメリカではこの金融システムの不安定化が銀行恐慌の勃発を招いた。それによってアメリカの景気はさらに大きく悪化した。これに対して、日本では銀行恐慌は起こっていないし、今後も起こる可能性は小さい。したがって金融システムの不安定化が現実に景気を悪化させる作用は、日本ではアメリカの場合に比べてずっと小さなものにとどまると考えられる。両者を分けたのは、預金保険制度の有無であった。これについては後で改めて述べる。

バブルの崩壊が景気の悪化を導き、強める要因になっただけでなく、地価のバブルについてはバブルの発展そのものが、景気を強く抑圧する要因になったことが注目されなければならない。そうなったのは、地価の高騰が住宅需要を減退させ、それをつうじて総需要を減少させる作用を持ったからである。地価の高騰が住宅需要を減退させた事実についてはすでに述べた。それが総需要にいかなる影響を及ぼしたかが、ここで検討されなければならない。それを理解するためには、まず次の3点に留意しておかねばならない。

第一は、住宅投資の規模が巨大であったことである。たとえば1990年度には住宅投資は26.5兆円であったが、これは当年度のGNP 435.3兆円の6.1%、個人貯蓄額38.1兆円の70%、中央政府一般会計公債金収入7.3兆円の3.6倍に相当する<sup>(13)</sup>。

第二は、住宅投資が関連需要誘発効果の大きい支出であったことである。

住宅の新築や改築が行われると、それにともなって維持・修繕費、インテリア購入費、光熱費等の居住関連支出が増大する。1990年度についてみると、住宅投資と居住関連支出を併せた住宅関連支出は約46兆円に上ったと推計されている<sup>(14)</sup>。これはその年のGNPの1割を上回る額である。

第三は、住宅購入資金はほぼ全額貯蓄で賄われるという点である。当人の貯蓄の取崩しによるか、社会的貯蓄の利用によるかの違いはあるにせよ、いずれにしても貯蓄で賄われることに変わりはない。その点が、ほぼ経常収支の範囲内で賄われる通常の消費支出と異なるところである。したがって、住宅購入の増大は総需要水準を高め、住宅購入の減少は総需要水準を低下させる作用を強く持つことになる<sup>(15)</sup>。こうした幾つかの理由によって、住宅投資はその動向が景気の推移に対してきわめて大きな影響を及ぼすことになる。

景気は91年4-6月期にピークに達し、同年7-9月期から下降に転じるが<sup>(16)</sup>、この転換の大きな要因になったのは住宅投資の減退であった。表6にあるように、実質民間住宅投資は91年に、それまでの増加から減少に変わり、対前年比8.6%という大幅な縮小をみせる。この年マイナスを示した主要項目はこれだけである。住宅投資は92年にも引き続き縮小し、対前年比で実質5.4%減少している。図3は、91年における民間住宅投資の減少が、国民総支出を構成する他の主要項目の変化額との比較においても注目すべきウェイトを持つ変化であったことを示している。さらに、四半期別データをとって追ってみると、実質民間住宅投資は91年4-6月期に対前年同期比でマイ

(13) 『国民経済計算年報』1993年版，17，35頁；日本銀行『経済統計年報』1992年版，264頁。

(14) 建設省『住宅経済データ集』81頁。

(15) 一般均衡理論の理論的枠組みのなかでは貯蓄はつねに投資されるので、住宅投資に使われる貯蓄が増えれば他の投資に使われる貯蓄が減り、前者が減れば後者が増えるものと想定される。この想定は非現実的である。これでは住宅投資のもつマクロ経済的意義は理解できない。

(16) 『経済白書』1993年版，2頁。

表6 実質国民総支出主要項目の推移(1985年基準, 兆円)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
国民総支出	321.5 ( 5.2)	330.0 ( 2.6)	344.3 ( 4.3)	365.8 ( 6.2)	383.4 ( 4.8)	401.8 ( 4.8)	418.1 ( 4.1)	424.4 ( 1.5)
民間消費支出	188.7 ( 3.4)	195.1 ( 3.4)	203.3 ( 4.2)	214.0 ( 5.2)	223.2 ( 4.3)	231.9 ( 3.9)	237.1 ( 2.2)	241.1 ( 1.7)
民間住宅	14.6 ( 2.6)	15.8 ( 7.8)	19.3 (22.6)	21.6 (11.9)	21.7 ( 0.5)	22.8 ( 4.7)	20.8 (- 8.6)	19.7 (- 5.4)
民間企業設備	51.8 (12.1)	54.0 ( 4.4)	57.7 ( 6.7)	66.2 (14.8)	77.1 (16.6)	85.9 (11.4)	90.8 ( 5.7)	87.2 (- 4.0)
政府消費支出	30.6 ( 1.7)	32.0 ( 4.5)	32.1 ( 0.4)	32.8 ( 2.2)	33.5 ( 2.0)	34.1 ( 1.9)	34.7 ( 1.7)	35.5 ( 2.4)
公的資本形成	21.7 (- 6.6)	22.4 ( 3.6)	24.1 ( 7.3)	25.3 ( 5.2)	24.8 (- 2.2)	25.9 ( 4.5)	27.0 ( 4.4)	30.3 (12.2)
在庫品増加	2.2 (121.9)	1.8 (-17.6)	0.9 (-50.8)	3.0 (240.1)	3.7 ( 23.9)	2.6 (-28.8)	3.6 ( 38.5)	2.7 (-25.3)
経常海外余剰	12.0 ( 41.7)	8.9 (-25.6)	6.9 (-22.5)	2.9 (-58.0)	- 0.5 (-118.8)	- 1.5 (-168.0)	4.1 (379.6)	7.9 ( 92.4)

(注) 括弧内は対前年変化率(%)。

(出所) 『国民経済計算年報』1993年版, 121, 125頁; 『季刊国民経済計算』  
No.97, 1993年, 219頁。

ナス値に転じたのち, 92年10-12月期まで每期マイナス値を持続しており<sup>(17)</sup>, 景気の下降に1四半期先行して住宅投資の減少が始まっていたことがわかる。これらの事実, は, 住宅投資の減少が間違いなく景気の悪化を導きわめて重要な要因となったことを示すものとみてよいであろう。

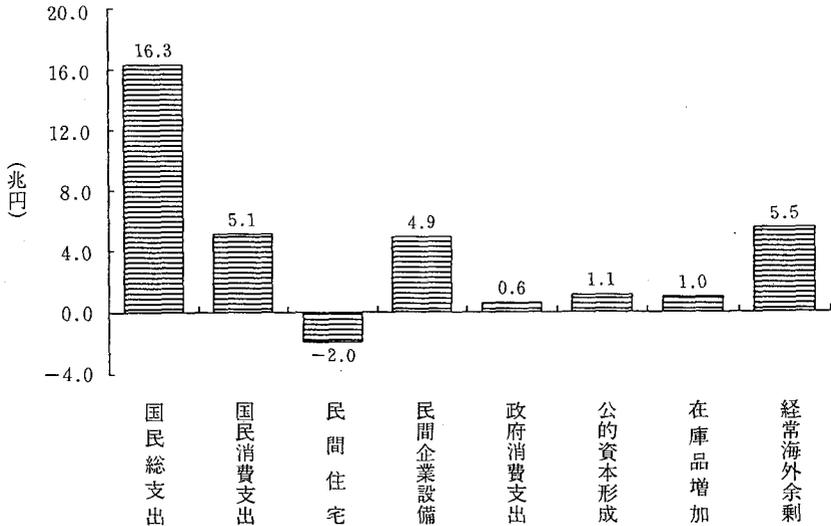
景気の悪化は, いったん始まると, スパイラル的に進行していく傾向を持つ。景気の悪化によって消費の伸びが抑えられ, 在庫調整が行われ, 設備投資も差し控えられ, それらがそれぞれに需要の新たな停滞・減少要因にな

(17) 各四半期の実質民間住宅投資の対前年同期比は, 次のように推移した(%)。

90Ⅱ	90Ⅲ	90Ⅳ	91Ⅰ	91Ⅱ	91Ⅲ	91Ⅳ	92Ⅰ	92Ⅱ	92Ⅲ	92Ⅳ
3.2	8.1	6.1	1.7	-6.2	-12.3	-16.1	-14.5	-5.4	-1.5	-0.3

(『季刊国民経済計算』No.97, 212頁)

図3 実質国民総支出主要項目の増減（1991年，対前年比）



(注) 1985年基準。

(出所) 『季刊国民経済計算』 No.97, 1993年6月, 219頁。

り、それによって景気がいっそう悪化するという悪循環の過程が進むことになるからである。これに関連して、景気下降の初期には消費率低下の傾向が出現し、それが景気の悪化を強める作用を持つことにも留意しておかねばならない。そうした傾向は大恐慌期のアメリカでもみられ、今回の不況期の日本でもみられた<sup>(18)</sup>。

とはいっても、景気の悪化がどこまで進むかは多くの条件に依存する。ここではとくにマクロ経済政策と制度的諸条件をとりあげ、それと景気の推移との関連を考察しよう。

### 3 マクロ経済政策

景気の悪化に対する最初の政策的対応は、アメリカでも日本でも金利の引

下げであった。

ニューヨーク連邦準備銀行再割引率は、29年11月に、それまでの6%から5%へ、そしてさらに4.5%へと二度にわたって引き下げられた。翌30年にも2月、3月、5月および6月と相次いで引下げが行われ、6月以降は2.5%まで低下した。2.5%といえはすでに連邦準備制度史上、前例のない低さであったが、同年12月にはさらに一段の引下げによって2%へと低下し、翌31年5月にはもう一段の引下げによって1.5%まで低下した<sup>(19)</sup>。金融政策の面では、素早い、そして精力的な対応が行われてきたとみてよいであろう。

しかし金利の引下げは、景気の悪化を阻止するのに十分有効ではなかった。アメリカ商務省の指標によれば、アメリカの景気が底入れするのは33年3月である<sup>(20)</sup>。金利の大幅な引下げが実施されたのちにも、そして大幅な引下げが続くなかで、景気は悪化を続け、前例のない大恐慌へと発展したのであった。

日本の場合、株価の下落は90年初頭から始まったが、地価の上昇はなお続いており、景気も拡大基調を維持していたので、金融政策はすぐには緩められなかった。そればかりか、公定歩合は90年3月と8月の追加的引上げに

---

(18) 『平成5年版 経済白書』は91年度に平均消費性向が低下した事実(90年度=86.5%→91年度=85.4%)に注目し、景気の悪化にともなう所得の不確実性の増大(所得リスクの増大)に主としてよるものと説明している(13-17頁)。そうした要因が作用したであろうことは否定できないが、同時に、奢侈的消費や耐久消費財支出のような縮減の比較的容易な消費部分がかなりあって、それが消費性向の低下を可能にしたという面があることも見落としてはならない。景気の悪化がさらに進み、実質所得も大きく減少するようになると、消費の削減は次第に困難になり、消費性向は上昇に転じることになる。消費性向のこうした下降から上昇への転換は、大恐慌期のアメリカでも景気の悪化の進行にともなって明瞭に看取され(土生、前掲書、90頁、表30)、それが景気の反転を可能にする基礎条件の一つになった。

(19) *Banking and Monetary Statistics*, p. 441.

(20) Anthony S. Campagna, *U. S. National Economic Policy 1971-1985*, Praeger, 1987, p. 7.

よって6%という81年以来の高水準にまで高められた。金融政策が緩和に転じたのは、景気停滞の気配が濃厚になり、地価の頭打ちないし下落の傾向も明白になってきた91年半ば以降のことである。

日銀公定歩合は、91年7月に、それまでの6%から5.5%へと引き下げられ、続いて4回の引下げが行われて92年7月には3.25%にまで低下した。93年2月にはさらに一段の引下げがあり、2.5%にまで低下した。これはすでに、バブル発展期の日銀史上最低のあの公定歩合と同じ水準であった。93年9月にはいま一度大幅な引下げがあり、公定歩合は1.75%という驚くべき低水準にまで低下した。1%台の公定歩合は、外国でもニューディール期のアメリカなど、ごくわずかな例があるだけである。

しかし、金融緩和政策の精力的な推進にもかかわらず、景気の転機は容易には訪れなかった。景気は91年4-6月期頃をピークに下降に転じたあと、91年の後半と92年をつうじて悪化の傾向をたどった。93年に入っていったんは底入れするかみえたが、その後ふたたび悪化の様相を強め、足踏み状況が続いている。金融緩和政策が景気の悪化を阻止し、その好転を導くうえで十分な効果をもたなかった点は、大恐慌期のアメリカの場合と同様である。

金融政策は紐みたいなものだ、という比喩がある。それでもって景気を引き留めることはできるが、押し上げることはできないというのである。景気が悪いと、資金を借りて使用しても、利益をうることは期待できない。したがって金利を引き下げても、資金需要は発生しないし、景気が好転することにもならない、というわけである。1930年代のアメリカではそういうことが盛んにいわれた<sup>(21)</sup>。また、そういう現実もあった<sup>(22)</sup>。今回の不況期の日本でも事情は同様である。

マクロ経済政策のもう一つの重要な柱は財政政策である。大恐慌期のアメ

---

(21) John Kenneth Galbraith, *Money: Whence It Came, Where It Went*, Houghton Mifflin, 1975, p. 213, 都留重人監訳『マネー』ティビーエス・ブリタニカ, 1976年, 308頁。

リカの財政政策は、景気政策としてはきわめて不適切であった。当時、財政政策の規範とされていたのは硬直的な均衡財政主義であった。景気の悪化は租税収入を減少させるので、均衡財政を維持しようとするれば増税を避けることができない。こうして、フーヴァー大統領は1932年、大恐慌のさなかの時点で、「平時では史上最大の増税」<sup>(23)</sup>を断行することになる。今日では考えられないことであろう。それをフーヴァーに強いたのが、均衡財政主義の鉄則であった。

今回の不況にさいして日本でとられてきた財政政策は、これと比較するとかなり弾力的である。とはいっても、それが十分な規模であったか、また十分機動的な対応であったかについては疑問が残る。これまでにとられてきた主要な措置は、次の三つである<sup>(24)</sup>。

第一は、92年3月の「緊急経済対策」の策定であった。対策は7項目からなっていたが、中心は公共事業等の施行促進であった。これを受けて、同年4月、公共事業等の施行促進が閣議決定され、上半期末契約済額の割合が75%を上回ることが目途とされた。実際の契約済率は77.4%で、目標はよく達成された。

第二は、92年8月の「総合経済対策」の策定・実施と、そのための財政措置等を講じた92年度補正予算の編成・実施である。この対策の事業規模は10

(22) アメリカについての実証研究としては、J. Franklin Ebersole, "The Influence of Interest Rates upon Entrepreneurial Decision in Business—a Case Study," *Harvard Business Review*, Vol. 17, 1938 があり、イギリスについての実証研究としては、T. Wilson and P. W. S. Andrews, eds., *Oxford Studies in the Price Mechanism*, Oxford U. P., 1951, chap. 1 がある。

(23) Paul Studenski and Herman E. Krooss, *Financial History of the United States*, 2nd ed., McGraw-Hill, 1963, p. 364.

(24) 『経済白書』1992年版, 97-98頁; 1993年版, 62-64頁; 『図説日本の財政』1993年版, 東洋経済新報社, 276-80頁。

なお、93年9月、新たに6兆2000億円の緊急経済対策が発表された。これを含めれば主要な経済対策は四回になる。

兆7,000億円、GNPの2.3%にあたり、絶対額でも対GNP比率においても過去最大規模の不況対策であった。対策の概要は表7のとおりで、公共投資等が全体の8割という主要部分を占める。対策の実施を図るため、補正予算が策定され、12月に成立した。それによって、公共事業等を中心とする2兆4,438億円の追加支出と、2兆2,560億円の公債金収入の増額が決まった。

この対策の重要な特徴の一つは、株価・地価への積極的テコ入れ策が含まれていたことである。3月の「緊急経済対策」の策定・実施にもかかわらず、また、それ以後の2回にわたる公定歩合の引下げ（92年4月および7月）にもかかわらず、株価の下落は止まず、日経平均株価は8月18日には1万4,309円という86年3月以来の最安値にまで低落した。それに地価の下落が加わることによって金融システムが不安定化し、その動揺による景気の底割れが懸念された。そうした状況のもとで郵便貯金・簡易生命保険などの公的資金による株式運用の追加や、公共用地の先行取得などによる株価・地価

表7 経済対策の規模 (億円)

	1992年8月	1993年4月
公共投資等	86,000	106,200
①公共事業等	44,500	41,700
②教育、研究、医療、 社会福祉施設等	5,500	11,500
③地方単独事業等	28,000	35,000
④住宅金融公庫等	8,000	18,000
政府関係金融機関等	21,000	24,300
①中小企業対策	12,000	19,100
②民間設備投資の促進	9,000	5,200
小計	107,000	130,500
雇用対策	50	280
減税措置	80	約1,500
	(平年度約 280)	(平年度約1,700)
合計		約132,000

(出所) 『図説日本の財政』1993年版、276頁。

のテコ入れ策が講じられることになったのである。これを好感して株価は急反発し、早くも8月末には1万8,000円台を回復するまでに上昇する。

第三は、93年4月の新総合経済対策の決定である。その事業規模は13兆2,000億円で、過去最大であった前回の規模をも上回っている。中心が公共投資等である点は変わらないが、そのなかで公共事業の占める割合が低下し、教育、研究、医療、社会福祉の占める割合が高まるなど、生活重視の方向への変化が生じているのがみてとれる。予算措置は6月成立の補正予算をもって講じられ、新たに2兆2,000億円の追加支出と2兆2,400億円の公債金収入が認められた<sup>(25)</sup>。

留意を要するのは、その規模が13兆2,000億といっても、そのなかには需要創出効果をあまり期待できないものがかなり含まれていることである。公共事業用地費、公共用地先行取得費、住宅金融公庫貸付け枠拡大などがそうである<sup>(26)</sup>。それらを差し引いた残額が直接に需要創出効果をもつ支出、いわゆる真水額である。公共事業用地費は事前には不明なので、真水額を正確に算出することはできないが、ある試算では、その額は5兆4,000億円程度と見積もられている<sup>(27)</sup>。

景気対策としてその程度で足りるのかどうかは今後の判断にまつほかない。さらに積極的な対策が必要とされるということも十分ありうるであろう。しかし、いずれにしても、今回の不況にさいして日本でとられてきた財政政策が、均衡財政主義を鉄則とした大恐慌期のアメリカにおけるそれと大きく異なっていることは明らかである。限界はあったにせよ、日本の財政政策が、マクロ経済政策的観点からは大恐慌期のアメリカにおけるそれと比べてより適切といえるものであったことは間違いない。

(25) 『図説日本の財政』1993年版、279頁。

(26) 住宅金融公庫貸付け枠拡大がそうみなされるのは、民間金融機関からの借入れを予定していた人が住宅金融公庫へシフトすると考えられるからである。

(27) 『エコノミスト』1993年5月11日号、11頁。

#### 4 制度的条件

景気の推移に影響する制度的条件としては、社会保障制度の有無、預金保険制度の有無、および通貨制度のあり方の三つが重要である。

大恐慌期のアメリカには社会保障制度はまだ無いに等しかった。失業者は極度の窮乏と生活水準の著しい低下を強いられたので、失業の増大にとともに、消費需要が大きく減少することが避けられなかった。それが景気をさらに悪化させ、失業をいっそう増大させた。こうして、景気の悪化→失業の増大→需要の減少→景気の悪化、という景気のスパイラル的下降の過程が顕著に進行していくことになった。ちなみに、アメリカで社会保障制度が多少とも整備され、事態の改善が始まるのは1935年の社会保障法制定以後のことである。

今日の日本の状況がこれと大きく異なるのはいうまでもない。社会保障制度の発展のおかげで、失業しても、以前のような極度の窮乏と生活水準の低下を強いられることはない。したがって、失業の増大が消費需要を減少させ、消費需要の減少が失業をいっそう増大させるという関連をつうじて景気がスパイラル的に悪化していく程度も、かつてに比べてずっと小さくなっている。社会保障制度が消費需要を下支え、景気の悪化を緩める役割を果たしているのである。不況期における景気の推移をみるうえで、これはまず第一に注目しておかねばならない点である。

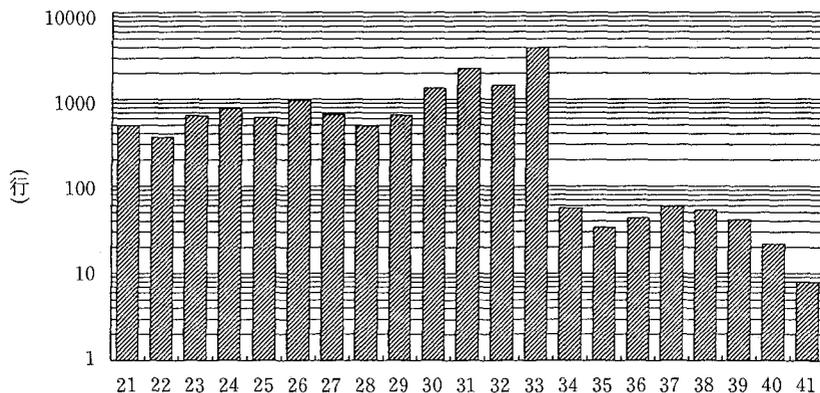
アメリカで預金保険制度が創設されたのは1933年のことである。大恐慌期にはそうした制度は存在しなかった。それが預金者の不安を強め、彼らを預金の引出しに殺到させ、銀行恐慌を招く条件になった。銀行恐慌は30年秋-31年初め、31年後半-32年初め、および33年3月の3回にわたって起きた。こうして、30年から33年までの4年間に合計9,096の銀行が閉鎖に追い込まれ、68.3億ドルの預金が喪失された。29年6月の銀行総数25,116行の36%に相当する数の銀行であり、預金総額579.1億ドルの12%に相当する額の預金であった<sup>(28)</sup>。預金を失った多数の世帯は支出の削減を強いられた。生き残った

銀行は、多数の銀行の倒産を目のあたりにして貸出しに対していっそう慎重になった。そのいずれもが景気の悪化をいっそう強める要因になったのはいうまでもない。

1933年銀行法による連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation）の設立は、銀行破産の劇的な減少を伴った。閉鎖商業銀行数は、大恐慌期の30-33年の年平均では2,274行、「繁栄」の21-29年でさえ635行であったが、34年以降は60行に達した年は一度もない（図4）。これほど預金保険制度の威力をまざまざとみせつけた事実はない。

日本では1971年、預金保険機構の設置によって預金保険制度が創設された。現在、これによって、一預金者あたり1,000万円までの保証が行われている。バブルの崩壊は日本でも銀行の資産内容を著しく悪化させ、資産の流動性を大きく低下させたが、にもかかわらずかつてのアメリカのように預金についての不安が広まらず、銀行が取付けに遭うこともないのは、この制度に負うところが少なくない。

図4 アメリカの閉鎖商業銀行数推移（1921—41年）



(出所) *Banking and Monetary Statistics*, p. 283.

(28) *Banking and Monetary Statistics*, pp. 16-17, 283.

通貨制度についても大きな相違が存在している。大恐慌勃発当時にはまだ金本位制度が一般的であった。金本位制度が停止されるのは、イギリスでは1931年9月、アメリカでは33年3月、そしてフランスでは36年6月である。金本位制度のもとでは経済政策は金・外貨準備によって強く制約される。国際収支に余力があり、豊富な金準備を有したアメリカは金本位制度のもとでもそれによってデフレ政策を強いられたわけではないが、他の多くの国はそうはいかなかった。国際収支が悪化し、金準備が減少した他の多くの国は、金本位制度を守るために、デフレ政策をとることを強いられた。それがその国の不況を強めた。それは当然、アメリカにも跳ね返ってその不況を強めた。アメリカは市場の対外依存度の小さな国であったが、それでも他国の不況の影響を免れるわけにはいかなかった。金本位制度のもとでは為替相場が固定的であることも、不況の国際的伝播を強める要因になった。こうして、自国の不況が他国の不況を強め、他国の不況が自国の不況をさらに強めるといふ関連による世界的規模での不況のスパイラル的深化の過程が進行していくことになったのである。

現在の管理通貨制度のもとでは、経済政策が金準備や外貨準備によって制約される程度は金本位制度の場合に比べてずっと小さい。換言すれば、政策当局が景気を考慮して裁量的政策をとりうる大きな余地が存在している。そのうえ国際通貨制度も固定為替相場制度ではなく、変動相場制度へと変わってきている。これも不況の深化の防止に役立っている。

変動相場制度には、経常収支黒字国通貨の為替レートを上昇させ、それによってその国の輸出を困難にし、景気を悪化させる作用があるのは事実である。しかしこれに対しては、内需の拡大という対処の道が残されている。また、それこそが世界的規模での景気の維持・上昇を可能にする道でもある。重要なのは、変動相場制度のもとでは為替レートの切下げによる経常収支の調整が可能であり、したがって経常収支赤字国が経常収支改善のためにデフレ政策を強いられることがなく、それによるその国の景気の悪化が国際的連

鎖をつうじて他国へ波及するという経路による不況の発生と深化の回避が可能になるという点である。それを可能にすることによって、変動相場制度は不況が世界的規模で悪化していくのを防ぐのに役立っている。その点も、大恐慌期と現在との重要な制度的条件の違いの一つとして注目しておかねばならない。