

期に政治改革にかなりの力を吸収されたことも、わが国経済にとっては不運であったように思われる」と書いている¹⁾。

第2章 バブル崩壊と景気後退

第1節 バブルの崩壊

(1) バブル崩壊の姿

1990年以降、資産価格は下落に転じ始め、バブルは崩壊過程に入っていく。ここではその姿を、株価の変動、地価の変動、両者を総合したものとしての国民経済計算上の調整勘定の変動という3つの角度から見てみよう。

(株価の推移)

株価(日経平均、以下同じ)のピークは、1989年12月29日の38,915円87銭であった。このピークはまさに歴史的なピークであり、その後2010年初めに至るまで、20年を経過してもなおこのピークを超えることはなかった。

そして、1990年1月4日の大発会以後、株価の大幅下落が始まったのだが、当時このような株価の下落を予想した人はほとんどいなかった。1990年1月3日の日本経済新聞「株価アンケート調査」は、主要企業20社の経営者に年間の株価の安値と高値を聞いているが、高値では最も高かったのが48,000円、安値で最も安かったのが36,000円となっている。当時の株価に対する認識がいかに楽観的であったかが分かる。年初の時点では「いつ4万円に乗るか」が期待されていたのである。

1990年初めからの株価の下落は、株式、債券、円が揃って値下がりしたことから「トリプル安」と呼ばれた。

まず、株価は、1月4日の大発会で202円の暴落を記録した後も、下がり続け、1990年4月2日には28,002円まで暴落した。たった4ヶ月の間に10,913円、28%もの下落である。その後株価は、7月には33,000円台まで戻したものの、8月2日のイラクのクウェート侵攻(湾岸戦争の始まり)をきっかけに再び下落し、10月1日には2万円の大台を割った。こうして株価が下落したことについて、後世のバブルの崩壊を知る人々は「要するにバブルが弾けたのだ」と一括しがちだが、それぞれの時点では、個々の事象を取り上げて、その背景についての解釈が行われている。1990年の株価下落についての当時の解釈としては、次のような点が指摘されている。

①日本の政局の不安…リクルート・ロッキード関係議員の選挙後の登用をめぐ

1) 西村吉正[2003], p. 23.

る混乱などがあつた。

- ②日米構造協議への不安…日米構造協議自体は6月に決着するのだが、交渉の過程で200項目以上にもわたる米側の構造改善要求が明らかになるといった出来事があつた。
- ③金利の上昇…後述するように、日本銀行は1989年5月以降、1989年中に3回にわたって公定歩合を引き上げたが、1990年に入ってから2回の引き上げを行った。
- ④湾岸戦争…8月以降のイラクのクウェート侵略に伴う中東情勢の緊迫で原油価格が上昇した。

トリプル安の2つ目の債券相場については、1990年の年初から、日本銀行の金利引き上げを先取りする形で、10月頃までほぼ一貫して下落し続けた（利回りは上昇）。国債の利回りは、1989年末の5%台半ばから、1990年末には8%台半ばまで上昇している。

トリプル安の3つ目の円相場については、年初1ドル145円台であつたものが、株価の下落と連動するように下落し続け、4月2日には160円台をつけるまでになった。ただし、円相場については、5月以降は一転して円高に転じ、10月14日には124円台となっている。

このトリプル安に対する当時の解釈は、それまで円高が進行して金利が下がるという期待が支配的であつたのが、日本の政局不安などから円安が進んだため、このシナリオが崩れ、金利が上昇して株価も低下したものとするものであつた。

1990年末から1991年初にかけて²⁾、株価は、一時回復したが、企業業績の悪化や証券不祥事の発覚もあつて、1991年末にかけては総じて軟調に推移した。1992年に入ると、景気が減速感を強めるなかで、一時金融システム面の懸念が生じたこともあつて、株価は下落傾向を強め、3月に2万円を割った後、8月18日には14,309円となった。この時が当面の最安値となっており、ピークからの下落率は63%であつた。

最安値を記録した後は、大蔵省による「金融行政の当面の運営方針」の発表や政府の「総合経済対策」の決定を受けて株価は急反発し、8月末には1万8,000円台を回復した。その後、1993年2月までおおむね横這いで推移した後、3月に入って景気底入れ期待感の高まり等から上昇し、4月には約1年振りに2万円台を回復した。

こうした株価の上下に歩調を合わせて、株式取引高も増減している。東証一部の日平均売買高をみると、バブル期の1988年には10億株を上回っていたが、株価下落とともに急速に減少し、1992年には2~3億株にまで落ち込んでおり、株式の取引そのものがきわめて低調に陥つたことを示している。

2) 以下の部分の記述は、経済企画庁[1994]第2章に基づく。

図表 2-1 土地・株式のキャピタル・ゲインとキャピタル・ロス

暦年	土地	株式	合計	名目 GDP	合計の名目 GDP 比(倍)
1985	78	34	112	324	0.35
1986	263	132	395	339	1.17
1987	404	77	481	353	1.36
1988	185	184	369	379	0.97
1989	316	155	471	409	1.15
1990	206	-339	-133	440	-0.3
1991	-184	-16	-200	468	-0.43
1992	-216	-140	-356	481	-0.74
1993	-95	27	-68	484	-0.14
1994	-63	73	10	490	0.02
1995	-88	-7	-95	497	-0.19
1996	-39	-43	-82	510	-0.16
1997	-44	-37	-81	521	-0.15

出所) 内閣府「国民経済計算確報」, 93 SNA, 1995年基準の系列による。

(地価の推移)

地価は、東京圏においては1988年、大阪圏では1990年に上昇が鎮静化していたが、1991年以降大都市圏から本格的に下落に転じた。1992年1月の公示地価(全国全用途平均)は、前年比4.6%の低下となっているから、地価は1991年から下がり始めたことが分かる。地価が下がるのは、1975年1月以来のことであった。1992年に入ると地価は下落テンポを速め、1993年1月の公示地価は前年比8.4%の下落となった。

なお、株価、地価の下落だけでなく、ゴルフの会員権、高級絵画等の資産価格も大幅に値下がりした。

(調整勘定の動き)

こうした土地、株の値上がり、値下がり具合を総合的に示すものとして、国民経済計算のストック勘定にある「調整勘定」を見るという方法がある。国民経済計算では、毎年度の確報公表時に、経済全体の資産と負債を時価表示した国民貸借対照表を公表している。この中の「調整勘定」は、投資活動によらないで実現した資産の変動を示すものだが、その実態は値上がり益(キャピタル・ゲイン)または値下がり損(キャピタル・ロス)である(図表2-1)。

図表2-1に示したように、1980年代後半のバブル期には、4年間にもわたって、毎年ほぼ名目GDPに匹敵するかそれを上回る規模のキャピタル・ゲインが発生していたことがわかる。1990年以降は、その逆転現象が起き、キャピタル・ロスが続くことになるが、その経年変化を見ると、①1990年以降、株式に先行的にキャピタル・ロスが発生していること、②株式のキャピタル・ロスは1992年までで一応収束しているが、土地は、本第4部の対象期間である1996年に至るまで継続的にロスを記録していること、③名目GDP比に見るように、キャピタル・ゲインは短期間に巨額のものが発生したが、ロスはより小規模で長期にわ

たって続いたこと、などが分かる。

(2) 資産価格下落の背景

1991年以降資産価格が下落し始めた経済的背景としてまず考えられるのは、金利の上昇である。

一般的に、金利の上昇は資産価格の低下をもたらすはずである。収益還元価格の考え方からみると、金利の上昇は預金・債券などの金融資産に比べて、株式・土地資産の相対的有利性を低める³⁾。また、金利の上昇は投資の抑制を通じて、間接的に株式、土地の需要を減らすだろう。さらに、政策金利の上昇は、政策当局の厳しい資産価格抑制姿勢を示すことによって、資産価格上昇期待を弱めることが考えられる。

具体的に株価と金利の関係をたどってみると次のようになる。まず、公定歩合は、1989年5月、景気過熱によるインフレ発生を未然に防止する観点から、9年ぶりに引き上げられたが、これを受けて、一時5月から8月にかけては株価に高値警戒感が台頭し、模様眺めの展開から売買高が減少する局面がみられた。しかし、その後年末にかけては再び売買高も増加し、株価は一段と上昇基調をたどった。1989年後半に至っても、転換社債やワラント債の発行額、株式投信の設定額が高水準だったことから、依然として強い株価上昇期待が残っていたことが分かる。

この時期、公定歩合の引き上げにもかかわらず、株価上昇期待が依然として根拠があった理由としては、①長期金利の上昇が緩やかなものに止まったこと、②企業の業績が引き続き好調だったことが指摘されている。また当時は景気過熱の兆しがかがわれていた時期であったため、ある程度の公定歩合引き上げはむしろ景気の持続に寄与するとして株式の買い材料として受け止める向きもあったとされている。

しかし、こうした状況は、1990年以後の本格的な金利上昇とともに大きく変化した。公定歩合は、1989年10月、12月及び1990年3月と3回続けて引き上げられ、5.25%とプラザ合意前の水準にまで戻った。こうした金融政策はインフレを未然に防止する措置として実施されたものだが、国民の間では、資産価格は是正を念頭においた「バブルつぶし」という受け止め方が広がっていた。また、1990年に入ると、海外の金利上昇を受けて、長期金利の先行低下期待は急速に薄れ、長期金利の上昇と同時に株価の下落が始まった。3月には、長期金利の上昇（債券安）が続くなかで、海外資金需要の高まりや日本の経常黒字の縮小から円安が進行し、株安と併せて「トリプル安」と呼ばれる状況が生じた。その後8月初に湾岸危機が発生し、インフレ期待から長期金利が上昇する中で、8月末に

3) 資産還元価格の決まり方としては、 $\text{資産価格} = \text{資産からの収益} / (\text{利子率} - \text{期待資産価格上昇率})$ という定式化が一般的である。この場合、他の条件が変わらないとすると、金利と資産価格は反比例することになる。

は公定歩合が0.75%引き上げられ、株価はさらに大幅に低下した。こうした1990年中の株価の動きを通じて、投資家の株価に対する過剰な値上がり期待は薄れていったのではないかと考えられる。

(3) 地価対策の実施

資産価格が下落した背景として、地価については、地価対策の効果が考えられる。地価抑制に対する国民的要請を受けて、1987年以降、繰り返し地価対策がとられてきたのだが、特に、実際の当事者からは、1990年4月の不動産向け貸出の総量規制が強力だったという評価がしばしば表明されている。

(土地基本法の制定)

1987年8月には⁴⁾、国土利用計画法に基づく土地取引に関する監視区域制度が導入され、地価が急激に上昇している区域等においては、小規模な土地取引についても届出の対象とすることができることになった。また、税制面では、1987年9月に短期の土地売買による所得に対して超短期重課税制度が導入された。金融面でも、後述するようにさまざまな手段が講じられてきた。

それでも地価の上昇が収まらなかったため、地価に対する総合的な政策の必要性が求められ、1989年12月14日には、土地についての基本理念を定めた土地基本法が成立した。

土地基本法は3章20条から成り、土地に関する基本理念として、次の4つを掲げている。

- ① 公共の福祉の優先…土地は、現在及び将来における国民のための限られた貴重な資源であること、国民の諸活動にとって不可欠の基盤であること、その利用が他の土地の利用と密接な関係を有するものであること、その価値が主として人口及び産業の動向、土地利用の動向、社会資本の整備状況その他の社会的経済的条件により変動するものであること等公共の利害に関係する特性を有していることにかんがみ、土地については、公共の福祉を優先させるものとする（2条）
- ② 適正かつ計画的な利用…土地はその所在する地域の自然的、社会的、経済的、文化的諸条件に応じて適正に利用されるものとする。土地は適正かつ合理的な土地利用を図るため策定された土地利用に関する計画に従って利用されるものとする（3条）
- ③ 投機的取引の抑制…土地は投機的取引の対象とされてはならない（4条）
- ④ 受益に応じた負担…土地の価値がその所在する地域における（略）社会的、経済的条件の変化により増加する場合には、その土地に関する権利を有する者に対し、その価値の増加に伴う利益に応じて適切な負担が求められるものとする（5条）

4) 経済企画庁[1993]第2章に基づく。

国民や事業者が土地の利用や取引に際してこれらの理念に従うよう求めるとともに、国、地方自治体はこれらの理念に沿って土地政策を推進する責務があるとしている。

この他、この法律では、国や自治体が推進すべき基本的な土地政策として、土地利用計画の策定、土地取引の規制、土地税制上の措置、公的土地評価の適正化などを挙げるとともに、土地政策を総合的に検討する土地政策審議会を首相の諮問機関として設置することなどを定めている。

この土地基本法の制定を受けて、政府は12月21日に土地対策関係閣僚会議を開催し、土地対策の重点実施方針を決定した。その主な項目は以下のようなものであった。

- ①大都市地域における住宅・宅地供給の促進…1990年度末までに、工場跡地など低・未利用地については、その有効・高度利用を促進するための制度を整備し、市街化区域内農地の計画的な保全と宅地化を推進するため、生産緑地制度の指定要件の見直しや転用制限の強化、地区計画制度の充実などを行う。
- ②土地税制の総合的見直し…土地基本法の基本理念にのっとり、土地の取得、保有、譲渡の各段階における適切な課税のあり方について総合的な見直しを行うこととし、税制調査会の検討を踏まえつつ、1990年度中に成案を得て所要の法律案の提出を図る。
- ③業務核都市及び臨海部の整備…東京圏における業務機能の配置との関連に配慮した住宅・宅地供給を推進するべく、1991年度を目途に首都圏整備計画を見直す。
- ④国公有地の活用…大都市地域の国有地の使用状況を1990年度末を目途に点検し、公共的住宅プロジェクトなどの用地として活用を図る。
- ⑤借地・借家法の見直し…借地・借家法の見直しを推進し、できるかぎり早急に改正要綱案が得られるよう努め、速やかに法律案を国会に提出する。
- ⑥投機的な土地取引の抑制…金融機関、ノンバンクに対し、投機的な土地取引を助長するような融資は厳に慎むよう、厳正な指導を徹底する。
- ⑦公的土地評価の適正化…固定資産税評価について、地価公示との関係に十分配慮しつつ、均衡化、適正化を推進する。

(不動産融資規制)

金融面では、大蔵省はかなり早くから銀行の不動産融資に関心を持っていたようである⁵⁾。

具体的には、1985年7～8月に不動産融資を自粛するよう金融機関に通達を出している。これは都心の地価高騰を抑制しようとしていた国土庁の要請に応えたもので、地価高騰地域での著しく適正を欠く価格による土地取引、投機的な土地

5) 岡崎・星[2002]p. 351.

取引を助長するような融資をしないよう求めている。対象となる金融機関は、都市銀行や地方銀行、生命保険、損害保険会社のほか、信託、相互銀行、信用金庫などで、業界団体を通じて文書で伝達された。こうした行政指導の先例としては、日本列島改造ブーム当時の1972年と、第1次石油危機後の1975年にも同様の土地取引関連融資の自粛通達が出されたことがある⁶⁾。

さらに、1986年4月には、大蔵省は、土地関連融資の状況を半年ごとに報告するよう業界団体を通じて通達している。報告の内容は、不動産、建設業者向け融資と、このうち土地購入費、造成費などにあてる土地関連融資の半年分の件数と金額であった。この報告制は融資の自粛をより強めたものだとされていた⁷⁾。この措置は、1986年12月にさらに延長されており、この時には各金融機関の土地関連融資額を公表することとしている⁸⁾。

1987年7月には、大蔵省は銀行首脳を呼んで不動産融資の実態を聴取し、投機につながる融資の自粛要請を強化する方針を示し、これに応じて、信託協会、全国銀行協会連合会、生命保険協会、全国相互銀行協会は、投機的な土地関連取引への融資自粛を申し合わせたことを発表している⁹⁾。

1987年10月政府は「緊急土地対策要綱」を決定し、これを受けて大蔵省は、投機的な土地取引への融資の自粛を求める通達を銀行、生命保険会社などすべての金融機関に出した。これは、①自治体の承認のない取引や事業計画のはっきりしない取引など投機的な土地取引への融資の排除に万全を期す、②本部による集中管理体制確立、審査機能強化を図り融資実行後のフォローアップに努める、③貸金業を行う関連会社にもこうした点を徹底させるといった内容であった¹⁰⁾。この通達を受けて、全国銀行協会連合会、信託協会、全国相互銀行協会、生命保険協会、日本損害保険協会は、土地関連融資を一層厳正に行うことを申し合わせた。この中で各業界団体は、①土地関連融資の事前協議制を採用し、本部での集中管理体制を確立する、②土地保有目的、利用計画、取引価格の妥当性など具体的なチェック項目を明示した審査表を作成する、③利用計画の進捗よく状況のチェックなど融資実行後のフォローアップ体制を確立する、④貸金業など関連会社への指導を強化するなどの具体的な内容を盛り込んでいる¹¹⁾。

そして最後に、1990年3月27日、大蔵省銀行局は金融機関向け通達を出し、「不動産業向け貸し出しについては、当面、その増勢を総貸し出しの増勢以下に抑制することをめどとする」という方針を示した。対象金融機関は全国銀行協会連合会の他、信用金庫、信用組合、生命保険会社、損害保険会社、外国銀行などほとんどの金融機関が含まれていた。規制は4月1日から実施され、四半期ごと

6) 『日本経済新聞』1985年8月3日。

7) 『日本経済新聞』1987年4月16日。

8) 岡崎・星[2002]p. 351。

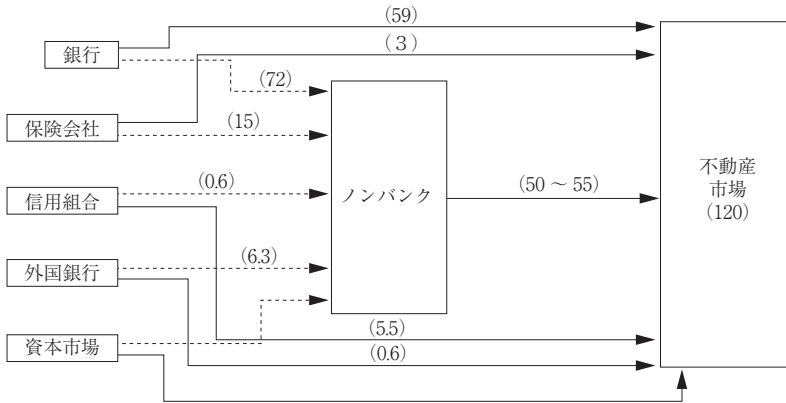
9) 『日本経済新聞』1987年7月21日。

10) 『日本経済新聞』1987年10月19日。

11) 『日本経済新聞』1987年10月28日。

図表 2-2 不動産市場への資金流入 (1991年6月)

(単位: 1兆円)



注) 点線は間接貸出を意味する。
出所) 大蔵省。
伊藤隆敏他[2002]図5-6.

に残高状況をチェックすることとした。規制されたのは、土地関連融資のうち建設業、ノンバンク業を除く不動産業向けで、不動産業のなかでも「公的な宅地開発機関等」に対する貸し出しについては除外された。これがいわゆる総量規制である。従来の自粛要請に比べると、具体的な数値目標が示されたことが大きな特徴であった。

以上のように、地価の抑制に関連して金融機関の融資が標的とされたのも、またその総量規制が効果があったとされるのも、当時、銀行から不動産業への貸し出しが高い伸びを示していたからである¹²⁾。バブル期の銀行貸し出しの推移を見ると、1985~89年の間に全国銀行の貸し出しは42.9%拡大しているが、不動産関係への貸し出しは95.0%、ノンバンク（後に問題となる住専などを含む）向けの貸し出しは101.4%増加している。シェアでは、1985年には不動産関係は8.9%。ノンバンクは11.9%であったのが、1989年にはそれぞれ12.1%、16.7%に高まっている。また、図表2-2に示すように、大蔵省の資料によると、1991年6月時点で不動産市場には120兆円の資金が貸し付けられているが、このうち59兆円が銀行から、50~55兆円がノンバンクからとなっている。

確かに、銀行の融資を抑えることは、不動産業の資金源を断つ上で有効だったと考えられるが、一方ではノンバンク向けが網の目から漏れるということにもなった。事実、この貸し出し規制が発動されて以降、農林系金融機関から住専への資金流入が増大し、それが1995年以降大きな問題になった住専処理問題の伏線となったことが指摘されている。

こうした措置をとることについて大蔵省は消極的だったようだ。土地取引とい

12) 伊藤他[2002]第5章による。

う個別の取引分野を選別的に規制することへのためらいがあったことと、効果そのものにも自信がなかったからである。しかし、この総量規制はオイルショックの1973年にも発動した経験があったため、周囲からはなぜ発動しないのかという催促の声が大きかったとされている（西村[1999]による）。

前述のように、地価は東京圏では1988年、大阪圏では1990年に上昇が鎮静化し、1991年以降大都市圏から本格的に下落に転じている。土地取引の状況も1990年半ば以降減少しており、この頃から土地の需給や投機の流れは変わりつつあったものと考えられる。これには、土地政策の推進や土地関連融資の総量規制の導入に加えて、金融政策の引き締めスタンスが明確化してきたことなどが寄与したものとみられる。

問題はこの強力な行政指導をいつ解除するかであった。西村[1999]はこの間の事情を次のように回顧している。

「1991年春頃には、不動産業界から規制の緩和を求める声が出るようになった。…9月には国土庁による地価動向の調査結果が出て、地価は横ばいまたは微減となった。上司からは『これを受けて規制を少し緩和しようか』との相談があった。

しかし当時の世間の雰囲気では、とてもそのようなことができる状況ではなかった。私は主要6紙の社説を見せた。『地価バブルを完全につぶそう』（朝日）、『居座り許せぬバブル地価』（毎日）、『地価対策の手綱を緩めるな』（読売）、『地価は落ち着いても楽観はできない』（日経）、『なにゆえあわてる金融緩和』（東京）、『地価抑制策の緩和はまだ早い』（日刊工業）。『これでは世論の袋叩きに遭って政治のプロセスを通らないでしょう。』と説得にかかった」¹³⁾。

その後、総量規制は1991年12月にトリガー条項を入れた上で解除された。トリガー（引き金）条項とは、不動産業向け融資の伸び率が、総貸し出しの伸び率を2ヵ月続けて3.0ポイント上回った時には、金融業界に警告を発する。それでも伸びが止まらず、さらに2ヵ月連続で5.0ポイント上回った場合、総量規制を自動的に再発動するという方式である。

この頃、「もっと地価が下がるのではないか」という懸念を示す考えはほとんどなく、むしろ「再び地価が上昇するのではないか」という懸念が圧倒的に強かったようだ。例えば、土地融資規制解除の決定を受けて、朝日新聞の社説は次のように述べている¹⁴⁾。

「これはまだ早すぎる。納得できない。バブル経済による暴騰で東京圏の地価は2.3倍、大阪圏では3.4倍に跳ね上がった。それがようやく、東京では平均して1割、大阪では2割くらい下がった。政府が目指す『平均年収の5倍程度でマイホームが買える』水準にはほど遠い。…ここで撤廃すれば、地価はバブル上昇の部分の解消しきらずに下げ止まる可能性が強い。厳格な土地利用規制など、地

13) 西村吉正[1999]p. 73.

14) 朝日新聞社説「総量規制の解除はまだ早い」1991年12月17日。

価バブルを再発させない仕組みをきちんとつくるまで続けるべきだと考える。…たしかに規制を続けければ、業界で倒産が増え、銀行も巨額の損失をこうむる可能性はある。しかし、地価暴騰のもたらした社会悪やマイナスをなくすには、そのくらいの犠牲は覚悟しなければなるまい。…地価引き下げこそ、やや回り道になるが効果の大きい『景気対策』であることを忘れないでほしい。地価が下がれば、住宅着工が復活する。公共事業もはかどるのである。」日本経済新聞社説は「土地の値段が下がったといっても、依然として高水準であることに変わりはない。都市開発協会の調べでも、東京圏の今年上半期の新築マンション価格はサラリーマンの平均年収の9.6倍だった。現在では、さらに下がっているものの、平均的なサラリーマンが購入できる年収の5倍の水準にはほど遠いのである。地価が下落したからといって楽観できないことは明らかだ。土地、住宅対策は、融資のたがはずれるこれからが正念場である」と書いている¹⁵⁾。

(土地税制の改革)

1989年に成立した土地基本法は、「国及び地方公共団体は、土地についての基本理念にのっとり、土地に関する施策を踏まえ、税負担の公平の確保を図りつつ、土地に関し、適正な税制上の措置を講ずるものとする（第15条）」と定めている。

これを受けて、1990年には、土地税制の改革が行われた。まず、1990年10月に政府税制調査会が「土地税制のあり方についての基本答申」をまとめ、ついで自由民主党税制調査会が12月に土地税制大綱を決定した。

この大綱では、土地税制改革の必要性について、次のように述べている。

「地価高騰は個人・企業の経済力格差を拡大させ、社会・経済の健全さ・活力を損なう恐れがある。まじめに働きマイホームを持ちたいとのサラリーマンの夢をかなえ、健全な勤労意欲に支えられた活力ある日本社会を維持していくため、内政の最重要課題として土地問題・住宅問題の解決に取り組む必要がある。」土地税制改革は、そのための1つの手段として位置づけられている。

この文章からも、

- ①地価の上昇が、「持てるものと持たざるもの」の格差を拡大させていることへの不満が大きかったこと
- ②地価の上昇が、平均的なサラリーマンのマイホームの夢を奪ったという国民的意識が強かったこと
- ③土地・住宅問題が内政上の優先順位としてかなり上位にあったことなどがうかがわれる。

なお、1992年6月に閣議決定された「生活大国5か年計画」では、「大都市圏でも年収の5倍で住宅を取得できるようにする」ことが政策目標として大きく掲げられたのも、こうした問題意識に基づいたものである。

この時の土地税制改革の最大の柱は、地価税の創出であった。これは、1992

15) 日本経済新聞社説「土地・住宅対策はこれからが正念場」1991年12月21日。

年1月から実際に導入されたもので、具体的には、国の税として、法人、企業がその年の1月1日で保有する土地（借地も含む）に課税される。税額は土地の相続税評価額から基礎控除額を差し引いた残りの金額に0.2%の税率をかけて算出される。税率は1993年度からは0.3%に引き上げられることとされた。

ただし、実際に地価税の対象となる土地はそれほど多くなかった。まず、基礎控除額が10億円（資本金1億円以下の中小法人と個人は15億円）または、合計面積に1平方メートル当たり3万円をかけた金額のどちらか大きい方となっている。非課税の範囲も広い。一戸建て個人住宅や賃貸住宅など1千平方メートル（約330坪）以下の住宅地は原則として非課税である。農地・森林、学校・病院・社会福祉施設などの用地も課税されない。そのためよほどの大邸宅でない限り、個人が住居のために地価税を支払うケースはない。要するに、地価の高い都心部で大規模な施設を保有している企業や大邸宅を保有している個人だけが地価税を支払うということである。

この地価税は、土地の保有コストを高めることによって、過大な値上がり期待を抑制し、地価を下げることを狙ったものである。また、合わせて中長期的には、土地の流動性が高まることにより、土地の有効利用、経済活動の地方への分散が促進され、東京の一極集中の是正にも効果があるとされていた。

この地価税に対しては、当初から地価の高い都心に広い土地を持つ産業に負担が偏るという批判があり、不動産業、百貨店業界等から強い反対の声が上がっていた。

これ以外にも、土地税制改革大綱には土地税制の改革措置が盛り込まれた。その主なものは次のようなものであった。

- ①固定資産税について、適切な負担調整措置を講じつつ評価の均衡化、適正化を進める。このため、基準地等にかかわる路線価の公開の計画的推進を図る。（要するに、固定資産税の評価額を引き上げ、課税を強化するということがある）
- ②土地選好を弱め勤労所得との均衡を考慮して、一般的な土地譲渡益に対する負担の適正化を図る。（これによって個人の長期譲渡課税の税率が20~25%から一律30%に引き上げられた）
- ③不動産所得の損失は給与所得との損益通算を認めない。（これはワンルーム・マンションへの投資等による節税対策を封じるためである）
- ④相続税については、土地評価の適正化を図る。（土地を相続した場合の負担を引き上げる）

なお、この地価税は、地価の下落が顕著になってきたことなどの環境変化を受けて、租税特別措置法により、1998年度より「当分の間」課されないこととされ、今日に至っている。

図表 2-3 主な土地対策の推移

年月	主な対策
1986年4月	国土庁長官及び東京都知事「東京都心の地価高騰対策」を決定
12月	地価対策閣僚会議設置
1987年8月	監視区域制度創設（国土利用計画法改正）
9月	超短期重課制度の導入
	金融機関に対する特別ヒアリングの強化
10月	「当面の地価等土地対策に関する答申」臨時行政改革推進審議会
	「緊急土地対策要綱」閣議決定
11月	土地対策閣僚会議設置
1988年4月	居住用財産の買換特例の原則廃止
6月	「地価等土地対策に関する答申」臨時行政改革推進審議会
	「総合土地対策要綱」閣議決定
12月	法人の土地取得に負債利子の損金算入制限
1989年10月	金融機関に対する一層の指導・貸金業者に対する自主的措置要請
12月	土地基本法成立
	国土利用計画法改正（投機的取引の抑制・遊休土地の利用促進）
1990年3月	監視区域制度の緊急総点検
4月	不動産業向け融資の総量規制実施
	政府税制調査会に土地税制小委員会設置
6月	監視区域制度の厳正・的確な運用を要請
10月	土地政策審議会答申
	政府税制調査会答申
1991年1月	「総合土地政策推進要綱」閣議決定
4月	地価税の創設・土地譲渡益課税の適正化・特別土地保有税の全般的見直し・生産緑地法改正
6月	貸金業者規制法改正
8月	借地・借家法の見直し
12月	不動産業向け融資総量規制の解除（いわゆるトリガー方式の採用）

注）経済企画庁[1993]を元に作成。

（土地の有効利用の促進策）

1992年以降、景気が低迷する中で相次いで策定された経済対策の中で、1994年2月に決定された総合経済対策に「土地の有効利用の促進」という項目が入り込んでいる。これは、土地の有効利用を通じ、公共事業、住宅建設、都市開発などの推進を図ることが内需の振興になるという問題意識である。

この時の対策においては、次のような措置が決定されている。

- ①民間都市開発事業による土地の有効利用の推進…民間土地開発推進機構による土地の先行取得制度の創設、同機構による低利融資等の支援措置の対象となる地域の拡大など
- ②土地の有効利用等のための税制上の措置…優良建築物を建設する事業への土地譲渡の際の譲渡所得に対する軽減税率の適用、設備投資を促進するための買い替え資産の圧縮記帳の容認など
- ③土地の有効利用を円滑に進めるための措置…土地取引関連情報の充実、監視区域制度の弾力的運用など

(4) バブルへの基本認識

ここで、1990年以降、バブル（株価、地価などの資産価格の上昇）に対する認識が一般的にどのように変遷していったのかを概観してみよう。大まかに整理すると、バブルに対する認識は、「バブルに強い反感を抱いていた段階」⇒「バブル崩壊の影響を懸念する段階」⇒「バブルそのものを否定し、過去の対応を反省する段階」と変化していったように見える。

(バブルへの反感)

バブルは発生した以上はつぶれる運命にある。日本のバブルも崩壊するのだが、この時議論になるのは、いずれ崩壊するものに対して厳しく対処し過ぎたのではないかという指摘がある。バブルに無警戒な政策運営がバブルを助長し、今度はバブルへの過度な警戒がバブルの崩壊を行き過ぎさせたという指摘である。

この点を理解するには、バブルの真っ最中にあった時、バブル現象への国民的反感は大きかったという点を理解しておく必要がある。

その背景としては次のようなことがあったと考えられる。

第1は、「自分の家が持てなくなる」という不満である。地価の高騰はマイホームの夢を遠くし「このままでは一生自分の家を持ってないのではないか」という不満が強まった。宮澤総理は、1992年6月経済計画である「生活大国5か年計画」を策定したが、その目玉は「年収の5倍以内で住宅が持てる」という政策であった。

第2は、不平等感から来る反感である。土地・株式の値上がり益は、いわば資産を持っているだけで転がり込んでくる不労所得である。何もしないで資産保有者がもうけるのはおかしいという議論である。さらに、土地・株式を保有しているのは相対的に高所得層が多いから、資産価格の上昇から受ける利益は、もっぱら相対的に高い所得層が受けることになる。

小峰[1989]は、所得階層別の株式保有状況から、1986年の株価上昇のキャピタル・ゲインの63%は最も所得水準の高い第V分位層で実現していると推計している。

こうして資産価格上昇、特に地価の上昇への国民的反感は憎しみともいうべきレベルにまで達していた。

第3に、特に土地の値上がりをめぐっては、暴力団が絡んだ地上げなど種々の不祥事や忌まわしい事件が新聞の社会面を飾り、これが株価・地価上昇のイメージを大いに損なったことだ。年間所得番付で土地の値上がり益を得た人々が上位に並んだりしたことも、世間の反感を呼んだであろう。

(バブル崩壊への認識と反省)

1990年の株価の下落以降、少なくとも株価については行き過ぎた価格が正常化したという認識はすぐに出た。例えば、1990年3月23日付の日本経済新聞社説は「どんなバブルもいつかは破裂する」というタイトルの社説を掲げ、その中で「それに株式、土地などのストックの値下がり消費や投資の足を引っ張るこ

とも予想される。いずれにせよ、トリプルメリットをおう歌していた、だれもが株でもうかった時代ではない。

過去数年のわが国株式相場は買うから上がる、上がるから買うの連続だった。高すぎる株価収益率に示されるように、企業の実態から遊離した株価になって、バブル（泡）がどんどん膨らんだ。しかし、バブルはいつかは破裂する。そのときがきたにすぎない」と述べている。

さらに1992～93年頃からは、バブルそのものを否定的に評価する議論が一般的となった。それとともに、バブルを生み出したことへの政策的な対応も問題視されるようになった。

経済企画庁[1993]は、バブル現象を総合的に取り上げ、バブルの評価と反省を行った白書である。この白書は、バブルの総合評価として次のように述べている¹⁶⁾。

「バブルはひとたび発生してしまうと、資産分配を不平等化し、資源分配をゆがめるなど、経済的に大きなコストをもたらす。バブルの発生は、一方では、国民各層、企業が保有する資産価値を高めることによって、一部の経済主体を富裕にし、内需を拡大させ、成長率を高める効果はあるが、これは一時的なもので、必ず反動的なデフレ効果を伴わざるを得ないものである。バブルの生成と崩壊の過程を通してみれば、バブルに経済的メリットはなく、あるのはデメリットだけというのが今回の経験の教えるところである。」

バブルそのものを徹底的に否定した議論である。

また、この白書の結びは、次のようなバブルへの総括で締めくくられている¹⁷⁾。

「この生産性の上昇が重要だという点は、バブルの発生と崩壊のなかで我々が得た最後の教訓でもある。結局のところ、経済の発展、所得水準の向上には生産性の上昇、交易条件の改善、バブルによる資産価格の上昇という三つの道がある。この三つの道を、『サステイナブル（持続可能）であるか』『プラスサム（他人の所得を減らしていない）であるか』という尺度で評価してみると、交易条件の改善は、サステイナブルではあるが、プラスサムではない（一国の交易条件が改善すれば、他国の交易条件は悪化する）。バブルによる資産価格の上昇は、プラスサムではあるが（株価が上昇しても誰も損はしない、ただし地価はプラスサムではないともいえる）、サステイナブルではない（永遠にバブルが続くことはありえない）。結局、サステイナブルでかつプラスサムでもある所得上昇の道は、生産性の上昇しかないのである。

このことはまた、『ただの昼飯はない（対価を払うことなしに効用を得ることはできない）』『この世に桃源郷はない（無から有を生み出すことは出来ない）』という経済の大原則が再確認されたということである。

マクロの生産性上昇力とミクロのリストラクチャリングへの歩みを生かしな

16) 経済企画庁[1993].

17) 経済企画庁[1993].

がら、持続的な内需中心の成長と質の高い国民生活の実現に向けて着実な歩みを進めていくことが必要である」

要するに、楽をしてもうけることはできないのだから、生活水準を上げるためには額に汗して働けということである。

この経済白書は、政府の文書としては珍しく、自らの政策の過ちを認め、反省しているということでも話題になった。該当部分の記述は以下の通りである¹⁸⁾。

「1985年9月のプラザ合意以降、我が国の経済政策は、物価の安定を確保しつつ、我が国経済を内需主導型に転換させ、その過程を通じて対外不均衡の是正を進めていくという大きな流れのなかで運営されてきた。(中略)こうした政策運営が、息の長い景気拡大をもたらしたほか、対外黒字縮小に大きな役割を果たしたわけであるが、その反面で、バブル発生の一つの素地となったことは否定できない。」

今となってはそれほど画期的な指摘だとは思われないが、当時はこれがかなり大きく取り上げられたのである。例えば、この白書についての各紙の社説を見ると、日本経済新聞は「政界でも産業界でも物事のけじめをつけることはむずかしいものだが、今年の経済白書はこれまでの日本経済の見方の誤りを認め、ひとつのけじめをつけた」と評しているし¹⁹⁾、毎日新聞も「今年の白書が、景気の先行きをやや深刻に展望し、また、バブル期の経済政策運営への反省を打ち出した努力は認めてよい」としている²⁰⁾。

第2節 景気の変動とその実態認識

本章が対象としている1990～96年にかけての時期の景気は、事後的に見ると山(1991年2月)と谷(1993年10月)を1つずつ含んでいる。つまり、この期間は、バブルが終わって景気が後退しはじめ、その後、その景気が一時的に回復した時期である。その後には、1997年以降の金融破綻を伴う深刻な不況が訪れることになる。

山と谷が1つずつあるということは、景気の「転換点」が2回あったということである。そしてこの2回の景気転換点に際して、政府の景気認識がそれぞれ批判を浴びた。すなわち、1991年の山については、政府の認識が遅れたのではないかという批判があり、1993年の谷については、政府の認識が早すぎたのではないかという批判がある。

景気という視点でこの時期を見ると、「実態としての景気がどう推移したか」ということと、「政府がこれをどう認識したか」という2つの大きな問題があったということになる。

18) 経済企画庁[1993]。

19) 『日本経済新聞』1993年7月28日社説。

20) 『毎日新聞』1993年7月28日社説。

(1) この時期の景気変動の姿

1991年以降バブルが崩壊する中で、日本経済はいわゆる「失われた10年」とも呼ばれる長期経済低迷の時期に入っていく。

この時期の経済変動は、在庫変動、輸出需要等に伴う短期的な変動とバブル崩壊に伴う中期的な変動に分けて考えることができよう。景気の変動を伴いながらも経済が低迷を続けたのは、中期的に大きな下方圧力が作用する中で、景気の循環があったからであろう。

そこで以下では、まず事後的に判明している景気の時期区分に沿って、①1991年初までの景気拡大の持続期、②1991年2月以降の景気後退期、③1993年10月以降の景気上昇期のそれぞれの姿を述べ、その後、やや中期的な観点から、この時期を通してバブル崩壊の経済的諸影響がどのように表われていたかを整理する。

(1991年初までの景気拡大期)

1991年初までの日本経済は、2つの逆風の中で依然として景気が拡大を続けるという状況にあった。

第1の逆風は、日本銀行の金融引き締めと株価の下落である。日本銀行は1989年12月25日に公定歩合を引き上げ、1990年に入ってから2度にわたって公定歩合を引き上げた。また、1990年初来株価は下落を続け、企業心理的には不安材料となっていた。

第2の、逆風は1990年8月に発生した湾岸危機（戦争）である。8月2日、イラク軍が突然クウェートに侵入、たちまち全土を制圧、ジャビル・クウェート首長はサウジアラビアに脱出して亡命政権を樹立した。各国はこのイラクの行動を一斉に非難し、国連安全保障理事会はイラクへの経済制裁を決議し、クウェートからの即時撤退を求めた。1991年1月にはアメリカ軍を主力とする多国籍軍がイラクへの空爆を開始、2月末にはクウェートを解放、3月にはイラクの停戦受け入れが確認された。

こうした中東の緊張の高まりを受けて、原油価格が大幅に上昇、危機前にはバレル16ドル程度であったものが、9月末頃には28ドルまで上昇した²¹⁾。このため石油製品価格が上昇し、これも国民・企業の心理状態を悪化させた。しかし、イラク、クウェート以外の石油輸出国機構（OPEC）が増産に動いたこともあって、石油価格は落ち着きを取り戻していった。

こうした、バブルつぶしの動き、株価の下落、湾岸危機は、全体としての景気に影響するまでには至らず、景気は拡大を続けた。むしろ、当時は、経済は過熱気味であったため、ある程度成長が減速するくらいが望ましいと考えられていた。

例えば、12月5日に7～9月期の国民総生産が発表された際、星野進保経済企画事務次官は「景気は望ましい巡航速度に減速している」とコメントしている²²⁾。

21) 石油価格はドバイ産スポット価格（『朝日新聞社』[1992]による）。

また、日本銀行の三重野康総裁も、12月26日の定例記者会見で、政府経済見通しの1991年度実質経済成長率が年3.8%増と、1990年度実績見込みの5.2%成長より低くなったことについて「この数字が直ちに景気の悪化を意味するものではない。これまでの速すぎたスピードが安定的な巡航速度に移行する過程だと思う」と述べている²³⁾。

(1991年2月以降の景気後退)

1991年2月以降、1993年10月まで、日本は景気後退期に入る。まず、この間のマクロ指標の動きを確認しておこう。

経済成長率は²⁴⁾、バブル期の1987~90年度までは、毎年5~6%もの高成長を記録していたが、1991年度以降は大幅に鈍化し、1991年度は2.2%、1992年度1.1%、1993年度マイナス1.0%となった。鉱工業生産指数はより激しい落ち込みを示しており、1991年度は0.7%減、1992年度6.3%減、1993年度4.0%減である²⁵⁾。企業収益（法人企業統計季報による全産業経常利益）の落ち込みもまた大きく、1991年度12.1%減、1992年度26.5%減、1993年度9.7%減となっている。

こうした景気後退の背景としては、次のような点が指摘されている。

第1は、短期的な在庫循環である。在庫循環の動きを分かりやすく示したものとして、横軸に在庫の伸び、縦軸に出荷の伸びをとって両者の動きをプロットする在庫循環図がある。図表2-4は、経済白書に示された循環図である。在庫循環は、図を時計回りに「在庫積み増し（意図した在庫増）」→「出荷の落ち込みによる在庫増（意図せざる在庫増）」→「在庫調整局面（意図した在庫減）」→「出荷増による在庫減（意図せざる在庫減）」という順番で推移し、45度線を上から下に切った時（第1象限）が景気の山、下から上に切ったとき（第3象限）が景気の谷に当たることが経験的に知られているというものである。

ここに示した図表2-4に基づいて考えると、在庫をめぐる状況は、景気がピークアウトした1991年第1四半期頃から「出荷が減って在庫が増える」という段階に入り、その後1991年第4四半期頃から在庫を減らす在庫調整局面に入り、これが景気が底を打つ1993年末頃まで続いていたことが分かる。つまり、1991年以降の景気後退期は、ぴったり在庫循環の下降局面にあったということである。

第2は、設備投資の循環的な動きである。設備投資は、1991年度から1993年度にかけて減少局面に入り、経済全体にとってのかなり大きな需要減少要因となった。国民経済計算の民間企業設備は、1991年度1.1%減、1992年度5.6%減、1993年度14.0%減となっている。設備投資は、①フローの設備投資は、需要の速度ではなく、加速度に合わせて増減する傾向があること（いわゆる設備投

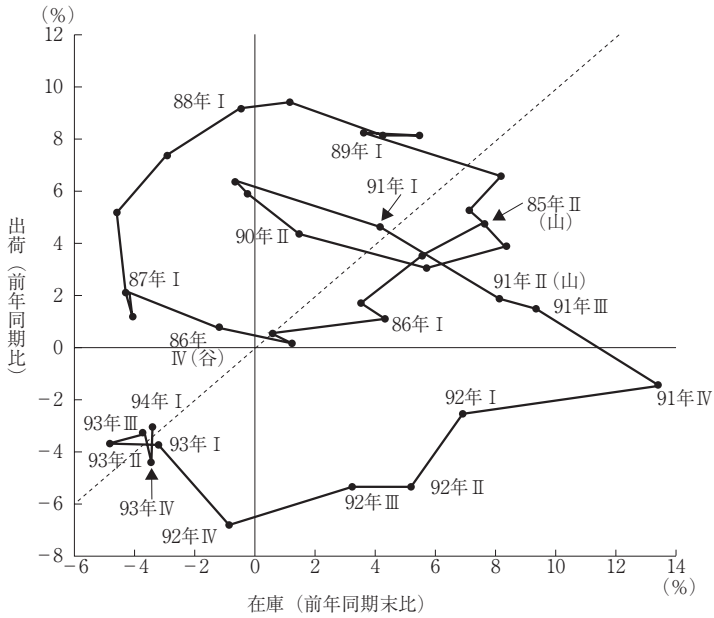
22) 『日本経済新聞』1990年12月5日。

23) 『朝日新聞』1990年12月27日。

24) 以下、本章では、国民経済計算の数字としては、93SNA、2000年基準を使う。

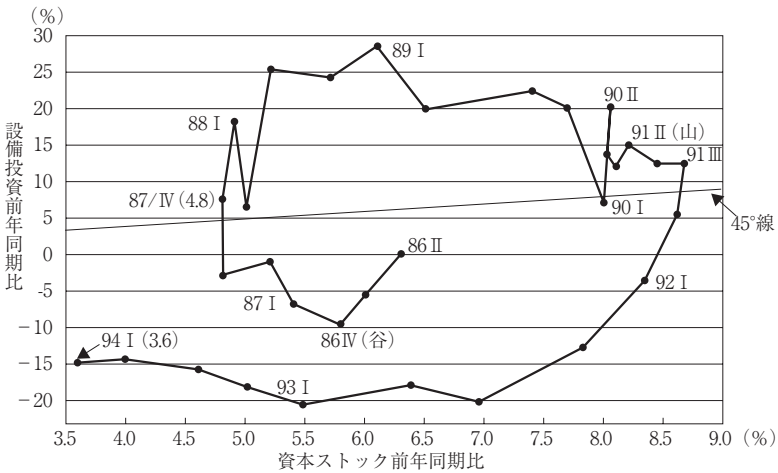
25) 以下、本章では、鉱工業生産指数については、1990年=100のものを使っている。

図表 2-4 製品在庫の循環図



注) 通商産業省「通産統計」により作成。
 出所) 経済企画庁[1993]第1-6-2図「製品在庫の循環図」。

図表 2-5 設備投資と資本ストックの循環 (製造業)



注) 1. 経済企画庁「民間企業資本ストック」により作成。
 2. 資本ストック、設備投資は民間進捗ベース。
 3. 資本ストック、設備投資の94年第 I 四半期は大蔵省「法人企業統計季报」等をもとに経済企画庁内国調査第一課推計。
 出所) 経済企画庁[1994]第1-4-2図。

資の加速度原理)、②一旦積みあがった設備ストックが過剰になってしまうと、これが適正レベルに戻るまで設備投資は行われにくいこと(いわゆるストック調整)のため、景気の変動に応じて特に大きく変動する傾向がある。1991年度以降の設備投資をめぐる状況を見ると、需要が大きく落ち込む中で、企業の能力が余剰となっていた(後述3つの過剰を参照)から、まさにこのメカニズムが作用して設備投資が大きく落ち込んだものと考えられる。

なお、こうした設備投資循環についても、横軸に資本ストックの伸び、縦軸に設備投資の伸びを取ることで時計回りの循環図を描くことができる。図表2-5は、1994年版経済白書に示されたものだが、1991年から1993年にかけて、設備投資が循環上の後退局面にあったことが分かる。

1993年に入ってから経済は、やや複雑な動きを示し、それが経済企画庁の早まった景気回復宣言とその撤回という動きにつながっていくことになる²⁶⁾。

まず、1993年初から春先にかけて、経済の一部に明るい動きが現れた。需要面では、公共投資と住宅建設が堅調に推移するなかで、一部の家電製品の出荷に下げ止まりの動きが現れるなど個人消費に明るい動きが現れてきた。供給面では、1991年以降減少傾向を続けてきた鉱工業生産が2月、3月に連続して増加し、在庫調整にもかなりの進展がみられた。1~3月の実質GDPは、前期比0.9%の増加となり、景気動向指数(DI:ディフュージョンインデックス)の一致指数も、2~4月にかけて3ヵ月連続して50を上回った。こうした景気回復期待感の高まりを受けて、3~4月には株価が急速に回復し、5月にかけては長期金利の上昇がみられた。こうした状況を受けて、経済企画庁が景気回復宣言を行ったのだが、この点については後述する。

しかし、夏場以降経済は再び低迷状態に戻ってしまう。8月にかけて円高の動きが急テンポで進行し(8月17日に1ドル100.40円の当時としての最高値を付けた)、これが企業マインドを悪化させた。鉱工業生産は停滞傾向を続け、それまで進展してきた在庫調整も、足踏みすることとなった。さらに、9月中旬以降は中間決算における企業業績の悪化などを背景として、株価が下落した。

(1993年10月以降の景気上昇)

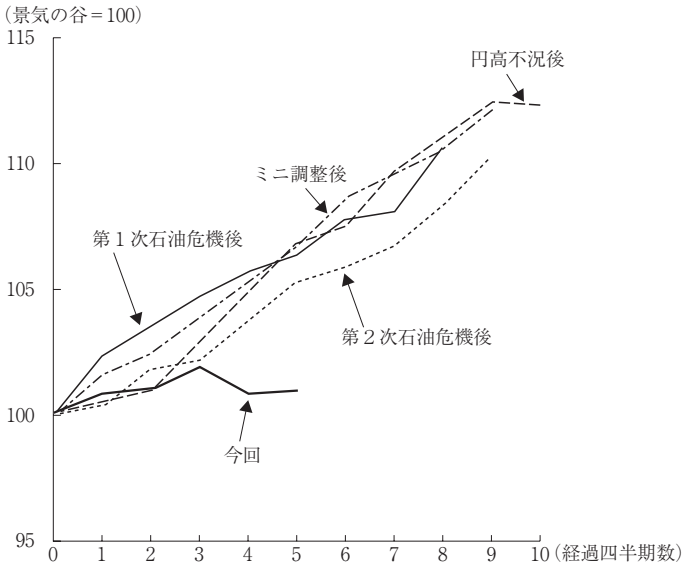
1993年10月から日本の景気は上昇過程に入った。まず、マクロの指標を確認しておこう。

経済成長率は、1994年度2.3%、1995年度2.4%、1996年度3.7%となった。比較的順調な歩みであったと言える。

この景気回復は、①減少傾向を続けていた輸出が、アメリカを中心とした世界経済の回復を受けてやや持ち直したこと、②在庫調整が進展して、鉱工業生産が増加し始めたこと、③公共投資や住宅投資が下支えの役割を果たしたことなどによってもたらされた。こうした最終需要の緩やかな下げ止まりを反映して、低迷

26) 以下の概観は、経済企画庁[1994]に基づく。

図表 2-6 景気回復局面における実質 GDP の比較



注) 1. 経済企画庁「民間経済計算」により作成。
 2. 期間は、景気の谷から山まで。なお、高不況後（景気の高まで18四半期）のみ10四半期までとした。

出所) 経済企画庁[1995]第1-4-6図より。

を続けてきた設備投資も1994年第3四半期に3年ぶりにプラス成長に転じた。

景気の基準日付からすると、この時の景気は1993年10月に谷を付けているのだが、政府の月例経済報告は、1994年9月になって初めて景気判断を低迷基調から「緩やかながら回復の方向に向かっている」と変更した。

なお政府が正式に景気の谷を判定したのは、1994年11月17日の景気基準日付検討委員会（委員長 篠原三代平東京国際大学教授）においてであった。

ただし、この時の景気上昇はその上昇テンポがきわめて緩やかだったという特徴を持っていた。経済企画庁[1995]は、図表2-6に示したように、実質GDPを過去の回復局面と比較し、このときの回復がきわめて緩やかであったことを示している。それだけにマインドとしても回復感に乏しい状況となっていた。

この時の景気回復が緩やかであった理由としては、かなり後の時点から見れば「いわゆる失われた10年の中では、景気回復もそれほど本格的なものとはならなかった」ということであり、後述するようなバブル崩壊の中期的な影響が残っていたことが挙げられるが、当時の考え方としては、次のようなことが影響していたと考えられていた。

第1は、需要面からは、公共投資などの一時的な性格のものに支えられていたことである。1992年以降盛んに講じられた景気対策の効果で、公共投資が拡大し、これが需要をリードしても、それが民間需要につながらなければ、景気回復

図表 2-7 1990年代以降の円高局面比較

円高局面	円レートの変化 (1ドル=円)	変化率 (月平均)
85年9月～86年4月 (プラザ合意以降)	236.95円 ⇒175.62円	34.90% -4.37%
93年1月～93年8月	125.01円 ⇒103.71円	20.50% -2.70%
94年1月～94年7月	111.51円 ⇒98.50円	13.20% -2.09%
95年1月～95年5月	99.75円 ⇒85.10円	17.20% -4.05%

出所) 経済企画庁[1995]第1-9-1表を元に作成。

は本格的なものにはならない。この点について、経済企画庁[1995]は、次のように記述している²⁷⁾。「ただし、これまでの最終需要の下げ止まりが限界的には公共投資や住宅建設によってもたらされており、今後についてはこれらの景気浮揚効果がこれまでに比べて小さくなることが予想される。さらに、設備投資が持ち直しから前年比でプラスに増加していくまでには、バブルの後遺症やデフインフレによる売上の鈍化等もあってしばらく時間がかかるとみられることから、自律回復への足取りは緩慢なものとなることが予想される。」

第2は、1995年1月17日に発生した阪神・淡路大震災の影響である²⁸⁾。この阪神・淡路大震災においては5千人を越える尊い人命が失われたほか、建築物、交通基盤等への被害額は約9.6兆円に上った。この国富の毀損は全国ストック(国富から土地、対外資産等を控除)の約0.8%に相当する。これによってケミカルシューズ等の生産基盤が一瞬にして失われた。

当初は、この震災が被災地域における生産・支出の減少等によって経済活動にマイナスの影響を及ぼすことが懸念された。事実、1月後半には被災地以外でも消費の自粛ムードがあり、全国的なマクロ指標にも落ち込みが見られた。

しかし、結果的には震災の影響は一時的なものにとどまった。マクロの経済指標も、2月以降はほぼ震災前の水準にまで戻っている。これは、被災地においては、引き続き生産や消費が落ち込んでいるものの、被災地以外での生産代替が迅速に行われたほか、輸出入についても神戸港以外での振替が進んだことや、1月後半にみられた被災地以外での消費の自粛ムードが2月には弱まったこと、等による。

第3は、円高の進展である。1993年以降、日本経済は何回かの厳しい円高局面を迎えることになる。そのうちの主な3回をプラザ合意後の円高局面も交えて比較したのが図表2-7である。

円レートは、1985年のプラザ合意以降大幅に円高となった後は、概ね円安方

27) 経済企画庁[1995]。

28) 以下の記述は、経済企画庁[1995]による。

向で落ち着いた動きを示していた。その円レートが、1993年に入ってから円高方向に進展し、1月に125円であった対米ドルレートは、8月に一時100円40銭となるまで上昇した。こうして久しぶりに訪れた円高は、経済が停滞していたこともあって、大きな不安材料となった。こうした円高そのものの姿、それに伴う空洞化などについては第6章で扱うこととし、ここではその景気への影響について述べておこう。

1993年の円高をプラザ合意後の円高と比較すると、円高の程度そのものはプラザ合意後のほうが大きかったが、①プラザ合意後の円高は、ドル安としての意味合いが強かったが、1993年の場合は円の独歩高であったこと、②1993年の場合は、長期化する景気後退に追い討ちをかけるような形となったことなどにより、かなり大きな経済的不安要因となった。

その後も円レートは1994年に一時100円を切るまでになったが、この時は短期的なもので収まった。1995年3月以降には再び大幅な円高の進展があった。この時の円高は、スピードという点ではかなり急激なもので、単月での円の増価率(対ドルレート)は4.1%(1~5月)と1993年の円高期を上回りプラザ合意以降に匹敵するものとなった²⁹⁾。

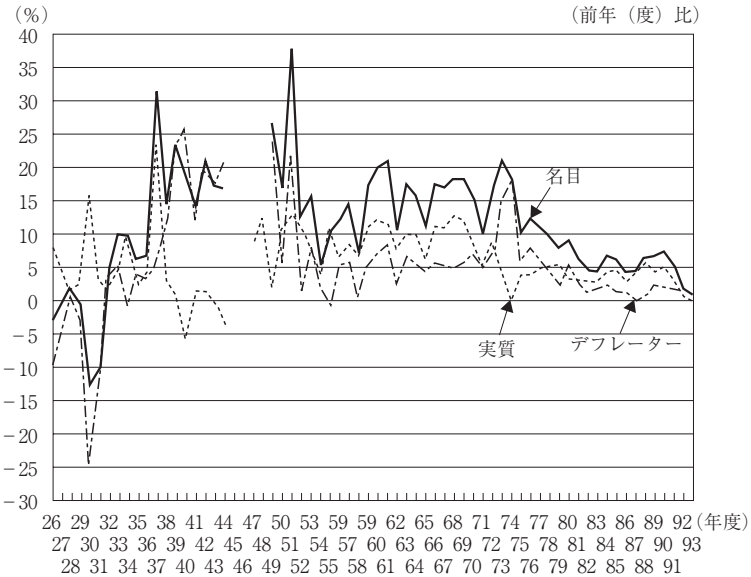
1995年の円高も大きな不安材料となった。この点は、政府、日本銀行の対応にも現れている。すなわち、政府は3月27日に「当面の財政金融運営について」を公表し、ファンダメンタルズを反映しない円高の動きに強い懸念を示すとともに、適切かつ機動的な財政金融運営をとる考えを示した(詳しくは第3章で記述する)。日本銀行が3月31日に短期市場金利の低下を促すことを公表したのも同じ問題意識によるものだったと考えられる。さらに政府は、4月14日に規制緩和の前倒し、公共事業の積極的施行等を織り込んだ「緊急円高・経済対策」を発表し、同日日本銀行は、公定歩合を0.75%引き下げて1%としている。こうした施策を具体化するため、5月19日に成立した平成7年度補正予算においては、円高関連対策費用として約4,500億円が盛り込まれている。

実際にも、1995年第2四半期には、円高やアメリカ経済の減速等を背景に鉱工業生産の足踏み、業況感の回復テンポの鈍化など回復基調に足踏みがみられた。このため、政府は6月27日「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」をまとめ、①公共事業等の施行の促進を図るとともに、今年度下期においても必要かつ効果的な予算措置を講ずること、②経済フロンティアの拡大や規制緩和の推進等を図ること、③雇用の安定の確保、中小企業対策等を図ること、④健全で活力のある金融システム証券市場の活性化のための施策を講ずること、等を決めている(対策の詳細については第3章を参照)。

第4は、物価が上昇しなかったことである。物価が下落傾向を続け、これが「デフレ」として大きな問題だと認識されるようになるのは、ずっと後の2000年前後になってからのことであるが、物価が上がらないことが、实体经济にとって

29) 経済企画庁[1995]による。

図表 2-8 名目 GDP の推移



注) 1. 1945年までは暦年。
 2. 1930年までは生産国民所得、1931年から1955年度までは国民総生産、1956年度以降国内総生産。
 3. 日本銀行「本邦主要経済統計」より作成。

出所) 経済企画庁[1994]より。

もマイナス要因になっているのではないかという考え方は、1993年頃から現れ始めていた。

例えば、経済企画庁[1994]は、「ディスインフレーションの進行」という項目を設けて、物価上昇率の低下、名目成長率の低下に注目している。その指摘は次のようなものである。まず、物価上昇率が低下していく現象を「ディスインフレーション」ととらえた上で、消費者物価が「景気上昇・後退の局面を通じて基調としては安定した状態が続くなかで、…1993年度は安定基調が一層強まった」とし、名目GDPについても、図表2-8を示した上で、「名目成長率は、戦前の昭和恐慌(1929~31年)のときにマイナスになったことはあるが、戦後もっとも低かったのが、円高不況期の1986年度の4.4%であったことをみても、今回の名目成長率の低下がいかにか大きいか分かる」と指摘している。

また同書は、こうしたディスインフレと实体经济の関係についても検討を行い、次のようなルートで、物価の安定化傾向が实体经济にマイナスに作用する可能性を示唆している。

- ①物価の下落が実質金利を上昇させることによるマイナス効果…「ディスインフレが続くと、次第に人々の期待物価上昇率も低下してくるが、これに名目金利の低下が追いつかない場合には、実質金利が上昇し、これが投資を抑制する」と指摘している。ただし、現実にそうした効果が現れたかという点については、

「少なくとも実証的にはむしろ名目金利と実体経済との関係が強い」という分析結果を示して、実質金利の影響を否定している。

- ②実質負債残高の増加を通じた影響…デフレーションが進行すると、実質負債残高、実質資産額が増加するが、企業部門全体としては負債超過となっていることにより実質負債残高の影響が強くと現れる可能性があるとし、「特に、借入れを行った時点に期待していた状態よりもデフレーションが進むと、債務者にとっては、将来の返済負担がより大きなものとして意識されるようになるので、既存の債務残高を圧縮しようとする。こうした動きは、投資意欲にマイナスの影響を及ぼす可能性がある」として、いわゆる「フィッシャー効果」の現れを示唆している。

こうした議論はいわば、その後のデフレ・スパイラル論のはしりだといえるだろう。

(バブル崩壊の経済的影響)

バブルの崩壊による資産価格の下落は、経済全体に大きな下方圧力として作用した。この問題がいつごろから認識されるようになったのかを特定するのは難しいが、経済白書をベースとして判断すると、1992年まではそれほど認識されていなかったが、1993年からはかなり強く認識されるようになったと言える。

例えば、経済企画庁[1992]では、キャピタル・ロスに関して、「値上がり益や値下がり損（キャピタル・ゲイン／ロス）は、資産を各時点で時価評価した場合に計算上発生するものである。しかし、現実のキャピタル・ゲイン／ロスは、保有主体が資産を売却（あるいは評価換え）した時点で取得価額との差として発生する。すなわち保有主体が資産を保有し続ける限り、また評価換えを行わない限りキャピタル・ゲイン／ロスは実現せず、また、取得時点が古く、取得時点との比較で資産価格が上昇していれば、直近時点で資産価格が下落してもキャピタル・ゲインの実現が可能である」「資産価格の下落によっても異常に膨らんだ含み益の一部が失われただけで、資産内容に大きな問題は生じていないということも可能である」としている³⁰⁾。

これに対して、経済企画庁[1993]は、当時の景気の調整局面の大きな特徴として、バブル崩壊が実体経済に影響したことを指摘し、「株価、地価が経済の実勢からかい離して高騰し、その後下落するというバブルの発生と崩壊が起こり、それが経済に大きな影響を及ぼしたというのは、戦後初めての経験であった」としている³¹⁾。

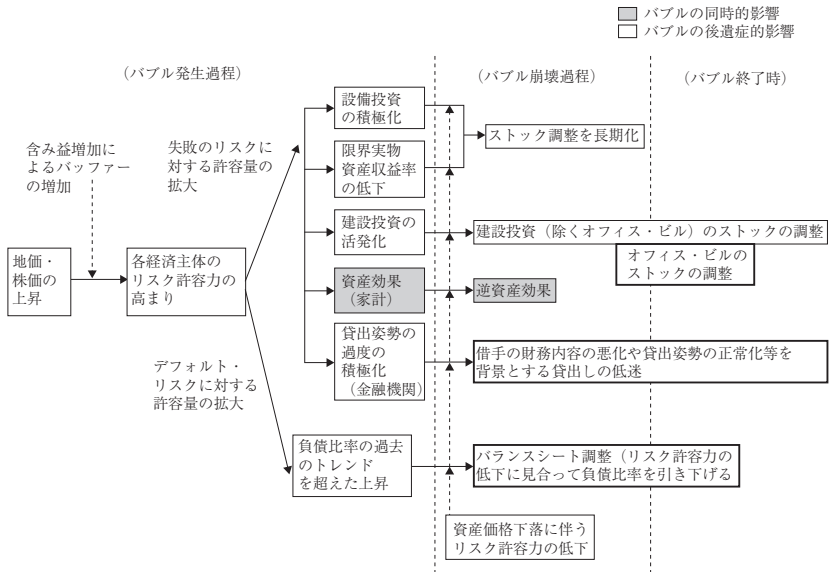
バブル崩壊の経済的影響をどう整理するかという点については、経済企画庁[1994]はこれを「同時的影響」と「後遺症的影響」に分けて整理している³²⁾。

30) 経済企画庁[1992]第1章 第6節「資産価格下落の影響」より。

31) 経済企画庁[1993]第1章 第6節「今回の景気調整過程の特色」より。

32) 経済企画庁[1994]第2章 第3節「バブル崩壊の諸影響」より。

図表 2-9 バブルと実体経済の関係についてのフローチャート



出所) 経済企画庁[1994]第2-3-8図。

同時的影響は、資産価格が下落しているときに、ほぼ同時に生ずる影響で、逆資産効果はその代表的なものである。一方、後遺症的影響は、資産価格の下落が終わった後も経済に影響を与え続けるもので、不良債権によって企業や金融機関のバランスシートが毀損されることがその代表である。この後遺症的影響の中の企業にとっての不良債権問題こそが、バブル後の経済にマイナスの影響を及ぼし続けた大きな要因となるのだが、この点については後述(第4章第3節 不良債権の経済的影響)する。ここでは、それ以外のバブル崩壊の諸影響について述べることにしよう。

(逆資産効果)

まず、同時的影響の代表である逆資産効果について考えよう。典型的な逆資産効果は消費に現れる。家計が保有する資産が減少すると、同じ所得水準であっても消費を手控えるというのが消費への逆資産効果である。経済企画庁[1993]は、資産保有を考慮した平均消費性向関数を推計するという手法で、「実質消費支出の前年比が1981~85年平均の3.1%から1986~89年平均の4.3%に高まったうち(1.2%上昇)の0.2%程度は株価上昇による資産効果で説明することができる。同様に、1990~92年の消費の増加率が平均の2.6%へと鈍化した(1986~89年平均から1.7%低下)、このうち逆資産効果による分が0.7%程度を占めるという結果が得られる」としている³³⁾。さらに経済企画庁[1993]は具体的に、逆資産効果は高額商品に現れるものと考えられるとして、百貨店の品目別売上高の

うちの、美術工芸品、貴金属、高級雑貨等を含む「その他商品」が1991年後半から特に大きく減少している（1991年1.9%減、1992年7.4%減）という事実を指摘している。

経済主体のマインドに与えた影響も指摘されている。逆資産効果と同じように、これもバブル期とちょうど逆の現象が起きたと言える。つまり、バブル期には企業部門では、各企業が他社との横並びを強く意識して、自分だけがバブルのバンド・ワゴンに乗り遅れることを恐れ、全員参加型で設備投資、資産取引・財テク、雇用を積極化させた。家計部門においても、消費行動において同様の横並び効果（デモンストレーション効果）が働き、消費の「高級化・ブランド化」が進んだ。バブル崩壊後にはこれが全く逆に作用し、企業も家計も今度は横並びで経済活動を縮小させていったのである。

（バランスシート調整問題）

次に後遺症の影響である。経済企画庁[1994]は、2つの後遺症の影響を指摘している。1つは、バランスシート調整である。バブル期の資産価格の上昇は、企業の保有資産の増加を通じて企業のリスク許容力を高めた。つまり、保有資産の増加は担保価値の増加を通じて、企業の借り入れ能力を増やした。このため企業は、そうでなければやらなかった高リスクの事業分野に手を伸ばした。その結果、企業のバランスシートは資産（バブルによる増加）と負債（借り入れの増加）が両建てで膨張していった。ところが、バブルが崩壊し資産価格が下落すると、バランスシートの資産は瞬時に減少するが、負債はそのまま残る。企業のバランスシートは悪化し、金融機関にとっての不良債権が残ることになる。その後、不良債権問題が長く日本経済の足を引っ張り続けたことから分かるように、結局のところ、このバランスシート調整問題は、2004年頃まで日本経済にとってのマイナス圧力として作用し続けたのである。

このバランスシート調整は、企業、家計、金融機関それぞれについて発生する。金融機関のバランスシート調整問題は後述することとして、ここでは、企業、家計部門のバランスシートの悪化について述べる。

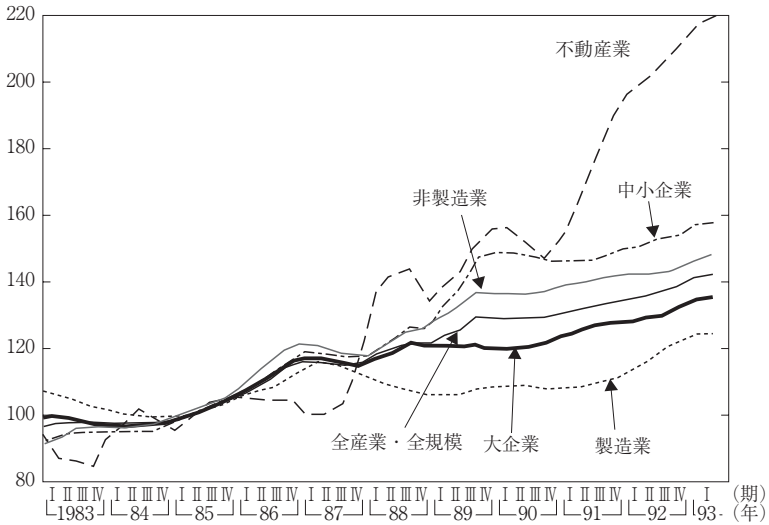
企業のバランスシート悪化については、経済企画庁[1993]が、これを、①有利子負債の増加、②資産効率の低下、③要償却資産（不良資産）の増加、という3つの側面から考察しているので、これを紹介しよう。

①の有利子負債の増加については、企業の有利子負債（短期借入金、長期借入金、社債の合計）の売上高に対する比率が1980年代後半以降、一貫して増加してきたという事実を紹介している（図表2-10参照）。業種別には、不動産業の上昇が特に目立っている。こうした有利子負債の増加は、支払利息負担を通じて企業収益のマイナス要因となった。

②の資産効率の低下については、実物資産と金融資産に分けて考察されている。

33) 経済企画庁[1993]も、同様の手法で逆資産効果が消費に及ぼした影響を試算している。

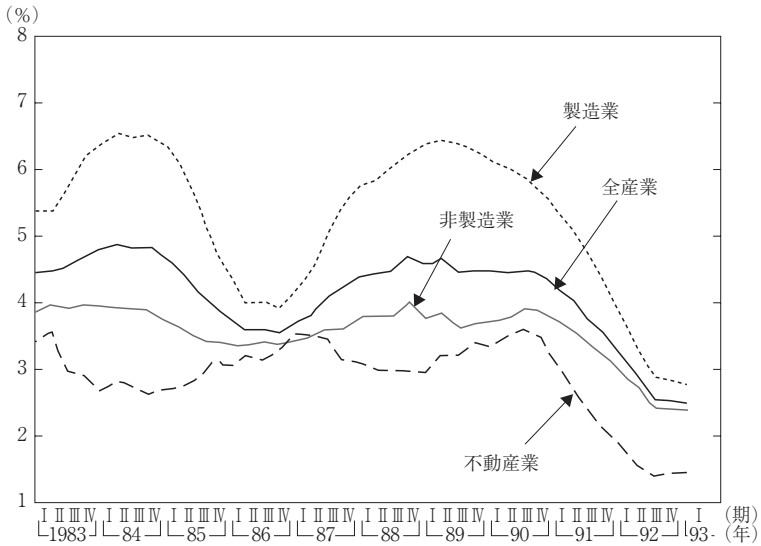
図表 2-10 企業の有利子負債の対売上高比率の推移



- 注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 季節調整済. 三期移動平均。
 3. ①は1985年平均を100として指数化したもの。

出所) 経済企画庁[1993]第2-4-1図。

図表 2-11 実物資産の資産効率の推移 (有形固定資産1単位当たりの営業利益)



- 注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 営業利益の有形固定資産比(季節調整済)の三期移動平均。

出所) 経済企画庁[1993]第2-4-3図。

実物資産の資産効率については、有形固定資産1単位当たりの営業利益が1990年末以降低下を続けており、1993年初の時点でそれまでにないほどの水準にまで低下している。これは、バブル期における設備投資に、結果的には収益性のかなり低い投資がかなり含まれていたことによる。

金融資産の収益率については、財務諸表ベースでも、国民経済計算ベースでも1990年以降大幅に落ち込んでいることが示されている。これは、資産価格下落によってキャピタル・ロスが発生していること、1980年代後半に積極化した関連会社向けの投融資の収益性がバブル後の経済不振により低下していることによる。

③の要償却資産（不良資産）については、企業が保有する資産のうち、特に資産効率が悪く、今後とも収益性を期待できないような不良資産を処分する動きが広まってはいるものの、その清算は、これまでのところ必ずしも十分に進展しているとはいえないとしている。

なお、こうした不良資産の増加が、倒産に結び付くケースも多発した。東京商工リサーチの調査によれば、不動産市況下落の影響をまともに受けたとみられる不動産業の倒産に、一般企業のうち財テクの失敗が直接の原因となった倒産を加えた「バブル関連倒産」の件数は、1990年末から1991年にかけて増加しており、1991～92年中の全体に占めるバブル関連倒産の割合は、件数ベースでは1割程度に止まっているが、負債総額ベースでは実に6～7割に達している。

家計または個人部門のバランスシートも悪化した。経済企画庁[1993]の分析を使って、この点を見ると、以下のようなになる³⁴⁾。

まず、バブル期には家計部門全体として、1986年から1989年にかけて金融資産・負債が両建てで増加している。

フローベースの金融資産投資額は、1986年から増加傾向を示し、1989年にピークを記録した。金融資産の内訳を残高ベースで見ると、株式や投資信託、生命保険（一時払い養老）等その価値が株価に大きく左右されるようなタイプの商品のウェイトが高まっている。また、ワンルーム・マンションやリゾートマンションなど、個人による資産運用を目的とした不動産投資も大幅に増加した。

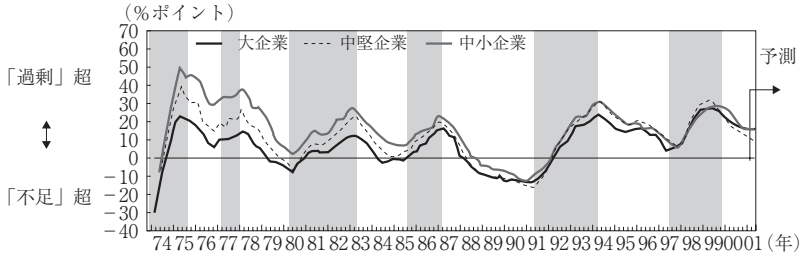
資産の増加に歩調を合わせて、借入金も増加した。フローの借入金増加額の動きをみると、1986年から1989年にかけて急速に増加した。借入の目的は、住宅や耐久消費財の購入等多岐にわたっている。この結果、家計部門の借入金残高の可処分所得に対する比率は、1980年代後半に急速に上昇した。1986年から1989年にかけては、借入の増加テンポが速まったにもかかわらず、借入金の残高の金融資産残高に対する比率は低下した。これは、多額のキャピタル・ゲインを背景に金融資産残高の時価評価額が大幅に増加したためである。

しかし、1990年以降はキャピタル・ロスの発生によって金融資産の伸びが頭打ちとなったため、借入金の対金融資産比率は上昇に転じており、借入金の返済

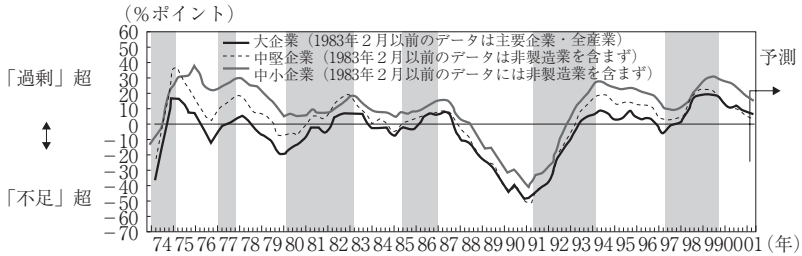
34) 経済企画庁[1993]p. 186.

図表 2-12

▽生産設備判断（製造業）の推移



▽雇用人員判断（全産業）の推移



出所) 日本銀行「短期企業経済観測調査」(2000年12月)による。

負担は高まっている。こうした中で、借入を行った後の所得が、借入時点での見込みを下回ることにより、返済が困難化する例もみられた。なかには、事前の返済計画が不十分なまま安易に借入を増加させるようなケースがかなりみられ、クレジットカードの多重債務者問題にみられるように、自分の返済能力を忘れて過度の信用を受けるといった行動が、若年層を中心にみられた。

これがバブル崩壊後の家計部門のバランスシート悪化の姿である。

もう1つは、オフィスビルの需給バランス悪化である。バブル期には、リスク許容力が高まる中で、積極的なオフィスビル建設が行われた。ところが、オフィスビルは着工から完成までの懐妊期間が長い。このため、バブルが崩壊し、オフィス需要が減少してから新たな供給が現れることとなった。こうして悪化したオフィスビルの需給バランスは、後遺症として長く留まり、その後の建設投資を大きく抑制することになった。

(3つの過剰の始まり)

1990年代初頭の時期は、その後の日本経済を長く苦しめた「3つの過剰」が始まった時期でもある。3つの過剰というのは「債務」「設備」「雇用」の3つである。

債務については、後述(第4章)するとして、設備、雇用については、それぞれについての企業の過剰感を見るのがいいだろう。図表 2-12は、「日本銀行短期

企業経済観測」によって、設備と雇用についての不足感、過剰感の推移を見たものである。ともに、バブル期の1980年代後半にはかなり不足感が強かったのが、1990年以降急激に逆転し、急速に過剰感が高まっていたことが分かる。

設備の過剰感が強ければ、需要が多少増えても設備投資需要は起こりにくいし、雇用の過剰感が強ければ、多少企業活動のレベルが高まっても新規の雇用を増やすことはない。こうした状態が続いたことは、景気の波及効果を低下させたものと考えられる。

この3つの過剰解消は、その後の景気上昇期に一時的には解消に向かったが、完全に解消するには、結局のところ2002年以降の景気上昇期まで待たなければならなかった。これが解消して初めて「もはやバブル後ではない」ということができた。

(2) 景気の山と谷についての政府の判断

次に、以上のような景気の動きを政府がどのように判断していたのかをみよう。特に、景気の山（1991年2月）と谷（1993年10月）の前後についての景気認識を検討する。

(1991年2月の景気の山についての議論)

事後的にみると、1986年11月に始まったバブル期の景気拡大が終わりを告げ、景気が山を打ったのは1991年の4月（その後の景気基準日付の改定により、景気の山は1991年2月に修正されている）であった。しかし、政府の景気判断が景気の後退期入りを認めたのは1992年の初めになってからであった³⁵⁾。

この点については、次のような論点がある。

第1は、そもそも政府の景気後退についての認識は遅れる傾向があるという指摘である。その理由としては、政府は経済運営に責任を有しているので、景気の後退を認めることは、自らの責任を認めたこととなるので、景気後退を認めるのをためらう傾向があると言われている。

政府の景気認識についての公式判断は、毎月の月例経済報告によって示される。その月例経済報告の総括判断の推移をみると、表に示すように、1991年8月までは一貫して「引き続き拡大傾向にある」という認識を続けていた。この表現が変化するのは同年9月からであり、しかもその表現は12月までは「緩やかに減速しながらも、引き続き拡大している」「拡大テンポが緩やかに減速しつつある」となっており、「拡大」という表現が残っている。こうした表現からみる限り、政府の景気認識はかなり遅れ、しかもその後退速度に関する認識も甘かったと言わざるを得ない。

第2は、当時はちょうどいざなぎ景気を超えるかどうかの微妙な時期だったことが判断をゆがめたのでないかとする指摘がある。すなわち、当時は、景気上昇

35) この時期の政府の景気判断についてのビビッドなドキュメントとしては、岸宣人[1994]がある。

が1991年8月まで続くと、それまでの戦後最長だったいざなぎ景気（1965年～1970年）に並ぶという時期であった。岸[1994]は、当時の「戦後最長という記録を作りたい」という政治的判断が、政府の景気判断を鈍らせたのではないかと指摘している³⁶⁾。経済企画庁の事務次官を勤めた塩谷隆英氏も、「経済企画庁長官自らも、事務方の楽観論に乗って高度経済成長時代の再来とばかりに、いわゆる『いざなぎ景気』の上昇期間を超えたら、自分で『いざなぎ超え宣言を出す』と張り切る始末であった」と述べている³⁷⁾。

第3は、景気を「水準」でみるか「方向」で見るかという議論があったことだ。

これは、景気判断をめぐる宿命的に現れる議論である。すなわち、公式の景気山谷の基準日付判断は、基本的には経済指標の変化方向に基づいている。すると、景気の山を過ぎた直後には、「方向は下向きだが、水準は高い」という状態が現れる。1991年当時は、バブルの末期であっただけに、水準はきわめて高かったため、この宿命的な矛盾がより鮮明に現れることになった。端的な例は雇用である。バブル期の日本は強度の労働力不足状態となっていたため、1991年以降景気が後退局面に入ってからしばらくの間は、労働需給は緩和しなかった。例えば、有効求人倍率は、1991年3月の1.47倍をピークに低下し始めたものの、1992年5月の段階でもなお1.14倍であったし、完全失業率は、1992年度においても2.1%というかなり低い水準を保っていた。

こうした方向と水準の乖離は、「水準が高いのだから、多少方向が下がっても景気後退だとは言えない」という景気判断と結びついていた。1991年8月に公表された1991年版経済白書では、当時、景気動向指数（DI：ディフージョン・インデックス）の先行指標が50を下回る動きを示していたことについて次のように述べている。

「先行指数は、当然ながら景気の動向にとりわけ敏感な指標から成り立っている。先行指数は、全部で13の統計を加工して作るが、金利に敏感な金融関連の指標（マネーサプライ）、建設関連の指標（建築着工床面積〔商工業・サービス〕、新設住宅着工床面積、建設工事手持月数）を多く含んでいるだけに、現に金融が引き締められており、金利に敏感な需要項目が不振になるという形で、以前の高めの成長（5～6%の成長）から、巡航速度に向かって減速してくると、本物の景気後退と同じような動きを示すことになってしまう。

…このように一時景気があまりにも盛り上がったため、その時点から減速してくると、先行指数があたかも景気後退の直前のような動きをするという問題もあるであろう。経済活動の水準は高くとも経済の拡大テンポが減速するという状況の下では、先行指標をみる際に、これらの点に注意する必要がある。」

36) 日本経済新聞1993年11月13日は、「当時、経済界や国民の関心は政府の経済運営よりも、景気拡大期間が戦後最長だったいざなぎ景気の57ヵ月を抜けるかどうか集中していた。このため『後退局面入りした可能性がある』という企画庁幹部の進言を当時の同庁長官が退けたという逸話もある。」としている。

37) 塩谷隆英[2007]p.115.

この点は、政策がからんでくるとさらに混乱してくる。一般に景気が山を打って下降したという認識を受けると、景気対策が必要ではないかという主張が現れるのは自然である。しかし、政策立案者から見ると、水準は高いのだから景気対策を必要とする段階ではないという認識になる³⁸⁾。月例経済報告の「これまでの拡大テンポがこのところ減速し、インフレなき持続可能な成長経路に移行する調整過程にある」という表現は、方向としては下向きだが、高すぎた水準が適正水準に戻っている段階であり、したがって景気対策を必要とするような状況ではないという意味だと解される。

なお、当時調整局長だった吉富勝氏は、日本経済新聞とのインタビューで、景気の落ち込みに対する認識が甘かったのではないかという質問に対して、次のように答えている³⁹⁾。

「1992年度の予測が結果的に間違っただけは大いに反省しています。なぜ間違っただか。私なりに整理すれば国民総生産（GNP）ギャップの広がるスピード、つまり民間部門のストック調整がこれほど大きくなるとは思わなかったことです。ストック調整は製造業設備、オフィス用ビル、家庭内耐久消費財の3分野で同時に起こりました。

山高ければ谷深し。バブル期に設備投資は異常に積み上がったが、その山の高さを見誤った。当時の企業調査の回答でも投資は省力化投資が中心で能力増強は少ないとなっていたが、実際は過剰設備を生んでいた。

しかも銀行のバランスシートが傷み貸し出し能力が低下した。この経験は理論的にも歴史的にも少ない。気が付き始めたのは残念ながら1992年の5月ごろ。もっと早く気付くべきだったのですが浅学のためです。」

（景気底入れ判断の間違い）

その後、景気は1993年10月を底として上昇局面に入るのだが、この時は、政府の景気判断は先走り気味であった。経済企画庁は、6月の月例経済報告の際に「景気の底入れ」を宣言したのである（図表2-14参照）。在庫調整が一巡したと見ての底入れ判断だったのだが、結果的にこれは「空振り」であった。生産は依然として低迷を続けたからである。

ただし、1993年6月の底入れ宣言は、政府の一致した判断ではなく、経済企画庁独自の判断として出されている。当時の船田元経済企画庁長官が記者会見で「景気は概ね底入れしたと判断される」と述べたのである。通産省も日本銀行も底入れ宣言は時期尚早とみており、意見が一意しなかったからである。その後、11月の月例経済報告では「回復」という言葉が消え、底入れ宣言は幻であったことが明らかとなった⁴⁰⁾。

38) 岸宣人[1994]は、当時調整局長だった吉富勝氏が、「有効求人倍率が1.4倍、失業率も高まらず、こんな完全雇用下で不況と呼ぶのはおかしい」「明日雨が降るからといって、今日傘をさす必要があるか」と強力に主張し、これが景気判断の誤りにつながったとしている。

39) 『日本経済新聞』1994年2月5日。

図表 2-13 1991年～1992年にかけての政府の月例経済報告総括判断一覧

総括判断	
91年1月	国内需要が堅調に推移し、拡大傾向にある。
2月	(同上)
3月	(同上)
4月	(同上)
5月	(同上)
6月	(同上)
7月	(同上)
8月	(同上)
9月	緩やかに減速しながらも、引き続き拡大している。
10月	(同上)
11月	拡大テンポが緩やかに減速しつつある。これは、インフレなき持続可能な成長経路に移行する過程にあることを示している。
12月	(同上)
92年1月	これまでの拡大テンポがこのところ減速し、インフレなき持続可能な成長経路に移行する調整過程にある。
2月	景気の減速感が広まっており、インフレなき持続可能な成長経路に移行する調整過程にある。
3月	調整過程にあり、景気の減速感が広がっている。
4月	(同上)
5月	調整過程にあり、引き続き景気の減速感がみられる。
6月	(同上)
7月	(同上)
8月	(同上)
9月	(同上)
10月	(同上)
11月	(同上)
12月	(同上)

注) 月例経済報告の景況判断の結論部分を抜粋したもの。

なぜこの時経済企画庁は、反対の声を押し切ってまで底入れ宣言をだしたのだろうか。1つの仮説としては、当時、政府と民間エコノミストでは景気認識に差があり、政府の見方が正しかったということを早く明らかにしたかったのではないかということが考えられる。というのは、当時は海外、特にアメリカから、日本の内需中心の実現を強く求められており、それもあって政府は1993年4月に事業規模13.2兆円の「総合経済対策」を決めたという経緯がある。この対策もあって、政府は1993年度3.3%成長という政府の見通しを達成できると対外的にも説明していた。これに対して、大半の民間調査機関は成長率は2%台半ばにとどまるとしていた。こうした見方に反論して、当時の経済企画庁首脳は、「政府が先に決めた総合経済対策に盛り込んだ公共投資の効果について、少なくとも今年度の国民総生産（GNP）を実質で1.1～1.2%押し上げるはずだ。これで

40) 1993年11月の月例経済報告の公表時の記者会見で、月例経済報告の責任者であった小峰は、底入れ宣言撤回の経緯について「景気回復へ向けた動きがいったん現れたのは確かだ。しかし円高や冷夏・長雨などの影響もあって、そうした動きが広がらず、仕切り直しになった」と説明している（『日本経済新聞』1993年11月9日）。

実質成長率が3%を超えないのはおかしい。今年度後半には、むしろ景気が過熱する可能性もないわけではない」と指摘したと報じられている⁴¹⁾。こうした対立に決着を付けたいということが、早く景気回復を宣言したいというインセンティブになったことも考えられる。

この判断の誤りは、逆にその後の判断を慎重化させた可能性がある。その現れとして2つの現象を指摘できる。1つは、景気回復を公式に認めるまでにかなり時間がかかっていることだ。政府は、1993年6月の底入れ宣言を取り消した後、もう一度景気回復を認識するプロセスに入っていく。その中で、政府が公式に景気が回復局面に入っていることを認めたのをいつとするかは、難しい問題だが、月例経済報告の基調判断部分に「回復」という言葉が入った時だとするのが一応の目安であろう。政府は1994年9月の月例経済報告で「調整過程にあるものの、このところ明るさが広がってきており、緩やかながら回復の方向に向かっている」としており、これが事実上、政府が景気回復を公式に判断した時だと言える。新聞報道等によっても、このときの月例が政府判断のターニングポイントであると認識されている。例えば、日本経済新聞は、この時の月例経済報告を報じた記事の中で「9月の月例報告は景気の後退局面が終わり、回復局面入りしたことを政府の文書として初めて確認したといえる」としている。実際の景気の山は事後的に1993年10月だったから、約1年もの認識ラグがあったことになる。

もう1つは、1994年の時にはいわゆる政府の宣言を出していないことだ。1994年9月に回復局面入りを認めたときも、むしろ政府が回復を宣言したとは受け取られないようにしたとさえ言える。問題となった9月の月例経済報告の際の記者会見で、当時の高村正彦経済企画庁長官はわざわざ「景気回復宣言だとは思っていない」と発言している⁴²⁾。

なお、ここでそもそも政府の「底入れ宣言」や「回復宣言」とは何かということを書いておこう。政府がいつ、どのような形で景気局面変化を「宣言する」のかということは微妙な問題である。公式には政府が「宣言する」ことはないのだが、景気判断の公式文章の上から、局面が変化すると一般にされそうな時には、当然マスコミから「これは底入れ宣言か」という質問が出る。これを肯定すればいうまでもなく、また否定しなければ、それで政府が宣言したと報道され、それが既成事実となるのである。一方、景気判断を公にする政府の側も、そうしたマスコミ側の動きがあることを承知しているから、宣言と受け取られそうな局面では、それなりの覚悟と準備をしてマスコミに接することになる。その準備には、当然、政府内部での調整も含まれる。こうしたプロセスを全体として達観すれば、事実上は政府が公式に宣言しているのと同じだとも言える。

別の角度から見ると、政府の宣言を期待するマスコミの動きが政府の判断自体に影響することも考えられる。事実、1993年の早まった回復宣言の際には、マ

41) 『日本経済新聞』1993年4月17日。

42) 『日本経済新聞』1994年9月9日夕刊。

図表 2-14 1993年～1994年にかけての政府の月例経済報告総括判断一覧

	総括判断
93年1月	調整過程にあり、引き続き低迷している
2月	(同上)
3月	(同上)
4月	調整過程にあり、引き続き低迷しているものの、一部に明るい動きがみられる
5月	調整過程にあり、なお低迷しているものの、一部に回復の兆しを示す動きが現れてきている
6月	調整過程にあり、総じて低迷しているものの、回復に向けた動きが現れてきている
7月	(同上)
8月	調整過程にあり、総じて低迷する中で、回復に向けた動きにやや足踏みがみられる
9月	調整過程にあり、総じて低迷する中で、回復に向けた動きに足踏みがみられる
10月	調整過程にあり、急激な円高や冷夏・長雨の影響もあって、回復に向けた動きに足踏みが続いており、総じて低迷している
11月	調整過程にあり、円高等の影響もあって、総じて低迷が続いている
12月	(同上)
94年1月	調整過程にあり、総じて低迷が続いている
2月	(同上)
3月	(同上)
4月	調整過程にあり、一部に明るい動きがみられるものの、総じて低迷が続いている
5月	(同上)
6月	調整過程にあり、総じて低迷が続いているものの、一部に明るい動きがみられる
7月	調整過程にあり、総じて低迷が続いているなか、このところ明るい動きが次第に広がってきている
8月	調整過程にあるものの、このところ明るさが広がってきており、緩やかながらこれまでの低迷を脱する動きがみられる
9月	調整過程にあるものの、このところ明るさが広がってきており、緩やかながら回復の方向に向かっている
10月	(同上)
11月	調整過程にあるものの、引き続き明るさが広がってきており、緩やかながら回復の方向に向かっている
12月	調整が続いているものの、緩やかながら回復基調をたどっている

注) 月例経済報告の景況判断の結論部分を抜粋したものを。

スコミから「底入れ宣言はまだ出さないのか」という質問を繰り返されたことが、「期待に応じて迅速に宣言を出したい」という行動に結びついた可能性がある。

当時の新聞報道からも、こうしたマスコミの「宣言期待」の動きがうかがえる。例えば、1994年に入って、再び回復宣言への期待が高まっていた時期である1994年8月の月例経済報告の報道では「回復宣言は持ち越し」となっている⁴³⁾。

こうした点を考えると、1994年の9月には放置しておくこととマスコミには「回復宣言だ」と受け取られることを避け、政府サイドが積極的に「宣言ではない」という念押しをしたのだと考えられる。つまり、「回復過程だとは言えないから回復宣言を出さない」ということではなく、「回復過程なのだが、あえて宣言は出さない」という選択をしたのである。

その後の、政府の景気判断の推移を見ると、1995年7月から「回復基調に足

43) 『日本経済新聞』1994年8月12日夕刊。

図表 2-15 1995年～1996年にかけての政府の月例経済報告総括判断一覧

	総括判断
95年1月	調整が続いているものの、緩やかながら回復基調をたどっている
2月	(同上)
3月	(同上)
4月	調整が進展する中で、緩やかながら回復基調をたどっている
5月	(同上)
6月	(同上)
7月	これまでの緩やかな回復基調に足踏みがみられる
8月	明暗を示す指標が混在しており、回復基調に引き続き足踏みがみられる
9月	足踏み状態が長引く中で、弱含みで推移している
10月	(同上)
11月	足踏み状態が長引く中で、引き続き弱含みで推移している
12月	依然として足踏み状態にある
96年1月	緩やかながらこのところ足踏み状態を脱する動きがみられる
2月	緩やかながら再び回復の動きがみられ始めている
3月	緩やかながら回復の動きがみられている
4月	緩やかながら回復の動きを続けている
5月	(同上)
6月	(同上)
7月	民需の動きに堅調さが増しており、回復の動きを続けている
8月	(同上)
9月	(同上)
10月	民需は引き続き堅調に推移しており、回復の動きを続けている
11月	回復の動きを続けている。そのテンポは緩やかであるものの、民間需要は堅調さを増している
12月	(同上)

注) 月例経済報告の景況判断の結論部分を抜粋したもの。

踏み」という判断が加わって判断が一時慎重化し、9月には「回復」という言葉が判断文から消えてしまった。この「足踏み」状態は1996年2月まで続き、3月から再び「回復」という表現が復活している(図表2-15参照)。

当時の足踏みの時期は、客観的に見ても、景気動向指数の一致指数が5月から5ヵ月連続で50%を下回るなど、景気後退期入りもありうる状況となっていた。景気動向指数をめぐる当時の新聞報道をチェックしてみると、1995年3月30日に公表された景気動向指数の先行指数が2ヵ月連続で50%を切ったことについて、「景気腰折れ懸念強まる」という見出しの下に「円高の影響が实体经济に広がり、景気の腰折れを心配する向きが増えている。30日に発表された4月の鉱工業生産指数や失業率、3月の景気動向指数はそうした懸念を裏付けた」としている⁴⁴⁾。9月26日に7月の景気動向指数が発表され、一致指数が3ヵ月連続で50%を下回ったことが明らかになった時には、「企画庁は、景気後退局面に入ったとの判断は避けた」が、「民間エコノミストの間では、すでに景気は調整局面に入ったとの見方が増えている」としている⁴⁵⁾。当時は、民間エコノミストの間

44) 『日本経済新聞』1995年3月31日。

では、既に景気は後退局面入りしているという判断が増えてきており、政府はこれを否定するという構図であったことが分かる。

また、1995年7月から9月にかけて景気判断が慎重化した時期は、村山改造内閣が発足し、経済企画庁OBの宮崎勇氏が経済企画庁長官となった時と一致している。1995年8月に経済企画庁長官に就任した宮崎勇氏は、当時の景気認識を振り返って、次のように述べている⁴⁵⁾。

「私が大臣になったときの月例経済報告では『景気の足踏み状態が続いている』という表現がずっと続いていました。その間に失業率がだんだん高まって、そろそろ3%になるという状況でした。ですから、これはとにかく景気対策を急がなければいけない。…とにかく何かやらなければいけないと思いました」

こうした対策を必要とするほどの厳しい経済認識があつて、政府の景気判断も慎重化したものと考えられる。

その後、1996年2月の月例経済報告は「緩やかながら再び回復の動きがみられ始めている」として「回復」の語句を復活させた。これが政府の「回復宣言」であるかについては、報道が分かれている。日本経済新聞はこれを回復宣言だったとは報じていないが、朝日新聞は、次のように報じている⁴⁷⁾。

「急激な円高による景気の冷え込みで、1995年9月に『回復基調』の表現を外してから、半年ぶりの『回復』表現の復活で、政府の事実上の『景気回復宣言』になる。」

朝日新聞社[1998]も「1996年の日本経済は、2月に政府が景気回復宣言をしたが、ついに民間需要中心の自律回復への確信を得られないまま、越年を余儀なくされた」と書いている⁴⁸⁾。

この時政府関係者が公式に記者会見などで「回復宣言」という言葉を述べた記録はないので、この時の月例経済報告が回復宣言であったかどうかは、受け取る側の判断次第であったことになる。

第3章 経済対策の発動と景気回復

1992年以降、景気の低迷が顕著になるにつれて、景気浮揚を図るべく、財政・金融両面から繰り返し景気対策が取られた。結果論から言えば、その後、景気は本格的な回復を示さないまま、1997年の金融危機へと進んで行く。このため、この間の経済政策をめぐっては、「財政政策の効果は薄かった」「金融政策の対応が不十分だった」など多くの議論を巻き起こすことになる。

45) 『日本経済新聞』1995年9月27日。

46) 宮崎勇[2005]p. 289。

47) 『朝日新聞』1996年2月9日。

48) 朝日新聞社[1998]。