

バブルの形成に関する代表的論議：論点整理

——泡沫の期（1）——

一ノ瀬 篤

目 次

はじめに

第1節 基礎作業

第2節 諸説の検討

第3節 結び

はじめに

29歳の鷗外が「うたかたの記」（1890年）を著したちょうどその百年後に日本の大いなる経済の泡沫（うたかた）が大破した。20世紀末の「泡沫の期」は投機の時代、「売った買ったの期」であった。散文的な、あまりに散文的な時期であったが、泡沫の膨張と破裂で直接間接に少なからぬ人命が失われた。今回の日本のバブルは、その規模と特異性のゆえに、いくつかの他のバブル事件とともに、世界史で語り継がれることになるだろう。

今回バブルとは一体何だったのか。これを経済政策との関連という角度から改めて考察したい。以下で見るように、これまでの研究の結論は決して一致してはいないのである。経済政策の失敗があったことは論をまたないとしても、どのような次元の、どのような種類の、いつの時点での失敗だったのかを明確にする必要がある。

国内景況判断、国際経済政策、金融自由化（規制緩和）への対応、企業に

対する過剰な税制優遇，それらのいずれの失敗に帰すべき出来事であったのか。また，今回バブルに資本主義の歴史的な発展段階に照応する要素があるとすれば，それはどのようなことなのか。

上のような問題意識を抱きつつ，バブルを総括的に検討することが本稿（本号以下に連載）の課題である。本稿での直接的な問題意識はバブルの発生と展開，崩壊とその後遺症についての分析であるが，上記のような問題意識が分析の視角に影響している。

さて，バブルについては，単行著に限っても，いくつかの労作があるが，本稿では次の3点を取り上げる⁽¹⁾。

宮崎義一『複合不況』中公新書，1992年6月（初版）

野口悠紀雄『バブルの経済学』日本経済新聞社，1992年11月（初版）

鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波新書，1993年5月（初版）

このうち，鈴木著は，バブルそのものをテーマとした書物ではないが，バブル期の説明に大きな関心が寄せられており，かつ著者が金融経済研究者に強い影響力を有する人なので，代表的バブル論の一つとしてとりあげている。

なお，バブルを直接対象とする書物ではないが，経済企画庁『平成5年版経済白書』，斎藤精一郎『ゼミナール現代金融入門』（日本経済新聞社，1995年改訂第3版）にもバブルについてまとまった記述があるので，上記3著の検討の後に簡単に付言する。

さて，これらの労作では，上記の問題に関して何が明らかにされ，何が不

(1) バブルに関する単行書としては，他に山本孝則『不良資産大国の崩壊と再生』（日本経済評論社，1995年），衣川恵『現代日本の金融経済』（中央大学出版部，1995年），日本経済新聞社『賢人たちの誤算』（1994年）などがある。

明のままに残されているのか、を検討することにしよう。具体的には、バブル発生の原因、崩壊のもたらした後遺症という2点について、各論者の見解を整理するところから始めたい。

本号では、このうちバブル「発生」の原因に関する上記労作の説明を比較検討する。

第1節 基礎作業

諸説の検討に先立って、簡単に二つの基礎作業を行う。第一に株価と地価の動向を簡潔に確認しておく。

第1表は、日経（東証旧ダウ）225種平均株価の推移を示している。株価が異常な急騰を始めたのは83年からであると言ってよい⁽²⁾。83年の上昇率が大きくなっている一因は、82年がマイナス成長であったことであるが、しかし月次別統計を見ると、83年4月から上昇が非常に顕著になっている⁽³⁾。株価の異常上昇はこのあたりから始まったと言ってよいだろう。ここで異常な上昇と言うのは、戦後経済史の実績に照らして、という意味である。1952年の独立回復後、225種平均株価が対前年比で2年以上連続して20%以上上昇したのは、1959—61年といわゆる「過剰流動性インフレ」期（1972—73年）以外にはない（1959年：43.6%、1960年：35.9%、1961年：38.7%。1972年：57.4%、1973年：26.7%）⁽⁴⁾。

今回の株価上昇では86年、87年にそれぞれ対前年比で30.5%、41.7%と、過剰流動性インフレ期に匹敵する数値を記録しているが、これに先立つ83、

(2) 加重平均を用いているTOPIXベースで算出しても、結果は225種の場合と大きくは変わらない。83年から急騰が始まり、86、87年の上昇率がぬきんで高い点は同じである。

(3) 『週刊東洋経済臨時増刊 '95年経済統計年鑑』398頁

(4) 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑1966年版』59頁、同左1975年版、116頁

第1表 株価の動向：1973—1995年

年	日経225種 平均株価 (A)	A の 指 数 (1973年 = 100)	A の 対 前 年 上 昇 率 (%)
1973	4,759 円	100	26.7
74	4,276	90	-10.1
75	4,243	89	- 0.8
76	4,651	98	9.6
77	5,029	106	8.1
78	5,537	116	10.1
79	6,272	132	13.3
1980	6,870	144	9.5
81	7,510	158	9.3
82	7,399	155	- 1.5
83	8,808	185	19.0
84	10,560	222	19.9
85	12,565	264	19.0
86	16,401	345	30.5
87	23,248	489	41.7
88	27,038	568	16.3
89	34,058	716	26.0
90	29,437	619	-13.6
91	24,295	511	-17.5
92	18,179	382	-25.2
93	19,086	401	5.0
94	19,918	419	4.4
95	17,355	365	-12.9

(出典)『週刊東洋経済臨時増刊 '96年経済統計年鑑』447頁

84, 85年にも連続して年率20%近い伸び率を示しており、この3年間の序走期の値も、戦後の実績に照らせばかなり異常である。株価は、88, 89年にも激しい上昇を続けたが、上昇速度はやや鈍化した。ともあれ、7年間、株価が年率20%程度以上の伸びを連年示したのは、もちろん新記録であり、今回

上昇の極端さを示している。

90年に入ると、周知の暴落が生じる。第2表は、この間、消費者物価と賃金は非常に落ちついていること、つまり第1表と合わせて見ると、83年以降

第2表 消費者物価、賃金の動向：1973—1996年

年	消費者物価 指数(A) (1973年 = 100)	Aの対前年	賃金指数*(B)	Bの対前年
		上昇率(%)	(1973年 = 100)	上昇率(%)
1973	100	11.7	100	23.9
74	123	23.0	126	26.0
75	138	12.2	141	11.9
76	151	9.4	158	12.1
77	163	7.9	172	8.9
78	170	4.3	182	5.8
79	176	3.5	195	7.1
1980	190	8.0	209	7.2
81	199	4.7	221	5.7
82	205	3.0	231	4.5
83	208	1.5	238	3.0
84	213	2.4	247	3.8
85	217	1.9	255	3.2
86	219	0.9	258	1.2
87	219	0	263	1.9
88	220	0.5	275	4.6
89	226	2.7	291	5.8
1990	233	3.1	306	5.2
91	240	3.0	317	3.6
92	244	1.7	320	0.9
93	247	1.2	321	0.3
94	249	0.8	327	1.9
95	249	0	338	3.4

*製造業の賃金で、決まって支払われる額と特別に支払われる額の合計
(出典) 日銀『経済統計年報』平成8年, 18頁, 20頁

が典型的な「資産インフレ」の時期であったことを示す。

次に第3表は、地価の動向を、全国と3大商工業圏について示している。地価の異常な上昇は、86年から始まっていることが明らかである。

第3表 地価の動向：1973—1995年

年	住宅地価格の対前年上昇率		商業地価格の対前年上昇率	
	全 国	3 大 圏	全 国	3 大 圏
1973	34.7 %	33.9 %	23.6 %	22.8 %
74	- 8.9	-10.4	- 9.3	- 9.9
75	0.8	0.6	0.1	0.1
76	1.9	1.8	0.8	0.7
77	3.3	3.4	1.3	1.3
78	6.5	8.1	3.1	4.1
79	12.3	16.3	6.7	9.6
1980	11.4	13.4	6.7	8.0
81	8.3	8.0	5.8	6.0
82	5.1	4.5	4.0	4.0
83	3.0	2.6	3.5	4.5
84	2.2	2.0	3.8	5.8
85	2.2	2.7	5.1	9.2
86	7.6	13.7	13.4	30.1
87	25.0	46.6	21.9	46.6
88	7.9	11.0	10.3	14.1
89	17.0	22.0	16.7	18.6
1990	10.7	8.0	12.9	8.1
91	- 5.6	-12.5	- 4.0	-10.3
92	- 8.7	-14.5	-11.4	-19.2
93	- 4.7	- 7.3	-11.3	-17.2
94	- 1.6	- 2.8	-10.0	-14.8
95	- 2.6	- 4.6	- 9.8	-16.0

(出典) 国土庁土地鑑定委員会編『地価公示 平成9年』828頁

基本作業の第二として、バブル発生の時期について簡単に考察しておく。上記のように、名目数値上、異常な資産価格上昇の開始期を確定することは、比較的易しい。しかし、バブルがいつから始まっているかを判定することは容易ではない。

バブルの膨張とは一般的に「ファンダメンタルズの変化による価格上昇（以下，“ファンダメンタルズ上昇”と略記）を超えて資産価格が上昇すること」と定義されるが、ファンダメンタルズ上昇自体が、堅固な基礎の上に立つものではないからである。

たとえば、いわゆるファンダメンタルズに基づいて計算してみると、88年の年平均株価（第1表）にはバブルは含まれていなかったことになる⁵⁾。

しかし、88年の公定歩合2.5%自体（ひいては金利水準全般）が不当に低かったとすれば（今ではほぼ共通の認識だろう）、ファンダメンタルズ上昇に他ならないはずの26,678円（脚注5）の中にバブルが含まれていることになる。同じ事は、もう一つのファンダメンタルズである企業利益についても言える。景気過熱時の一時的な増益自体にバブル要素が含まれる。

とすれば、ファンダメンタルズ上昇の枠内にあるからバブルは生じていないとは言いがたい。一体我々は何によってバブルを検証すべきか。以下では、ファンダメンタルズの動向による検証に代わる二つの代替的な方法を用いる。

第一は素朴法とでも言うべきもので、冒頭に行った歴史的な実績に照らして異常値を検出する方法である。これには特に理論的根拠がないという批判が予想されるが、必ずしもそうではない。実のところ、次に見る資産価格の

(5) 仮に株価低迷の82年の7,399円を基準年・基準値とし、82年の長期金利7.6%、88年の長期金利4.7%、82年の企業経常利益16.1兆円、88年の企業経常利益35.9兆円を材料として、88年の合理的な株価を算出すると、26,678円となる。現実の株価は27,038円で、バブルは殆ど存在しないことになる。（『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑1990年版』200, 346頁、同左1985年版, 350頁）

対GDP比を見る方法と大差はない。つまりGDPは、普通、年々それほどダイナミックな変動をするものでないことは周知である。とすれば、GDPの比較的穏やかな動きを前提として捨象すれば、資産価格の動きを単独に観察しても、自ずからGDP（をはじめとするマクロ経済指標）と比較していることになる。実際、上に挙げた1959—61年、1972—73年という、20%以上の上昇を2年以上連続して記録した時期の後には、手ひどい暴落が待ち受けている。素朴法によるバブル検出も、決して侮れない。

第二は、資産価格総額とGDPの比率を算出し、これがトレンド線から逸脱したときにバブルが生じているとする方法である。この場合、「一定の資産価格総額を支えるにはフロー面で一定の国民所得が必要である」という考え方が基礎にある。「非常に」とは言えないが、かなり合理的な考え方である。

この亜種として、資産にもたらされる収入の対GDP比を算出する方法も考えられる。この場合も、資産収入（支払う企業から見れば資産に対して支払う配当、地代などの費用）が順調に得られるためには一定のGDPが必要という考え方が基礎にある。しかし、脚注で指摘するようにこの方法には大きな欠陥がある⁶⁾。

この第二の方法（資産価格法と呼んでおく：そのうち第一、つまり素朴に

(6) 野口（前掲書）も、資産収入（配当、地代、等）のGDPに対する比率を仮に e とし、この e が歴史的トレンドを逸脱するとバブルが生じている、と考えて算出を試みている。但し、おそらく、一国全体の資産収入の算出は極度に困難であるという事情を斟酌してであろうが、次のような代替法を用いている。 e は資産収入の対GDP比、 r は利子率を意味する。（野口、111-113頁）

$$e = \frac{\text{資産収入}}{\text{GDP}} = \frac{\text{資産収入}/r \times r}{\text{GDP}}$$

「資産収入/ r 」は、資産価格をあらわすので、現実の e を求めるには、資産価格の項目に例えば東証上場株式の時価総額や東京都の地価総額などを代理的に代入して、これに利子率を乗じ、これをGDPで除すればよい。

資産価格総額とGDPを対比させる方法、の方が、簡便でかつ第二のもの（上記した「亜種」より筋も通っている）と第一の素朴法とを併せて用いて、両方の条件を満たしている場合にバブルが発生していると判定することにしよう。

まず株式について。第4表によると、株価時価総額の対GDP比で見ても、株式配当の対GDP比で見ても、トレンドを著しく逸脱するのは86年以降である。株価については本格的なバブルは86年から生じていると考えるのが妥当だろう。

地価についてはどうか。地価総額のGDP比については、算出さきほどの問題はない。算出結果を第4表に示す。土地運用収益の対GDP比の算出は、脚注6で示した難点から脱することが出来ない。何よりも株価の場合と異なって、資産総額に対する平均的利回りを統計上得ることが出来ない。やむを得ないので、 r に長期利率（10年物国債流通利回り）を用いることとする。この結果算出された「土地収益/GDP」の値を同じく第4表の右端の欄に示す。これらの値を見ると、地価についても、86年にバブルが生じているとしてよいだろう（この年、地価は大上昇しているが、いわゆるファンダメンタルズとしての利率が大幅に低下しているので第4表最右欄の値は

しかし、野口はとくに言及していないが、この代替法には難点がある。（資産収入/ r ）のところには現実の資産時価を持ってくるのでとくに問題はないが、分子の右項の r に何を用いるのが問題である。株価の場合、もし東証第一部の平均利回りを用いるならば、株価に含まれているバブルは大いに相殺されるだろう。現実の低い利回り自体にバブルが含まれている可能性が高いからである。したがって、バブルが発生していても、 e のトレンドからの乖離はマイルドにしか表示されないだろう。

長期利率を代入すると、分子が一体何を表しているのが不分明である。あえて言えば、膨張した株価に対して妥当な利回りとなるほどの配当を支払ったとすると資産収入はいくらになるか、をあらわすことになるが、これでは「現実の」数値にはならない。また、長期利率にもバブルが含まれているかもしれない。いずれの場合もファンダメンタルズ思考から脱却しようとして、またそこに回帰していることになる。

いずれにも難点があるが、現実のバブルの検証が目的である以上、株価の場合、 r としては東証の平均利回りを用いざるを得ない。

第4表 株価総額、配当総額、地価総額、土地収益のGDPに対する比率

年	株式時価 総額 (a)	株式への 配当総額(b)	地 価 (c)	土地収益
	GDP	GDP	GDP	GDP
1981	35 %	0.56 %	49.0 %	4.0 %
82	36	0.58	49.5	4.1
83	44	0.53	48.6	3.7
84	53	0.54	48.9	3.5
85	59	0.56	54.3	3.3
86	84	0.61	82.6	4.2
87	95	0.60	126.1	6.2
88	126	0.68	139.2	7.0
89	150	0.60	128.3	7.2
1990	86	0.57	117.8	8.1

a 東証第一部、第二部の合計

b 配当総額は株式時価総額（第一部、第二部の合計）に第一部の有配会社平均利回りを乗じて求めている。計算上、やや筋が通らないが、大過をもたらすものではない。

c 東京都宅地価格総額

（出典）日本銀行調査統計局『経済統計年報 平成8年』10頁，248頁
野口，上掲書，23頁

さほど高くなっていない)。

結局、本格的バブルの発生を86年からと考えるのが妥当だろう。迂回して得た結論は常識と変わらないと言ってよいが、常識のままでは86、87年と発生・進展してきたバブルが88年には解消してしまうという先述の議論に戸惑うことになる。これに対し、第1表、第3表、第4表に依拠して本格的バブル発生を86年からとする場合は、86年以降発生したバブルが、89年一杯までは（もちろん88年も含めて）膨張もしくは少なくとも存続していると判定して差し支えないことになる。

問題は株価について83—85年をどう見るかということである。しかし、上述の趣旨に従って第1表と第4表の最左欄を検分すると、この時期を健全な

株価上昇の時期と見なすことは難しい。バブル形成の初期段階と規定するのが妥当である。

以上で二つの基礎的作業を終えて、本論に入る。

第2節 諸説の検討

本号での課題は、前記諸労作の、バブル発生にかんする説明の比較検討であった。以下、発表時点の古い順に検討しよう。

(1) 宮崎義一『複合不況』（中公新書、1992年6月初版）

① バブル発生に関する説明の概要

宮崎はバブルの形成過程を二つの局面に分ける。第一局面を1983年秋から87年末まで、第二局面を88年はじめから89年末までとする。

第一局面に関しては、金融自由化、とくに83年11月のレーガン大統領一行訪日以降、日米円ドル委員会を舞台として顕在化したアメリカの対日自由化要求を、バブル形成の契機として指摘する。とくに84年4月の「先物為替に関する実需原則の撤廃」、同6月の「円転換規制の撤廃」を重視する。

これら二つの措置とバブルの関係は明示的には述べられていないが、この結果、アメリカの主観的意図とむしろ逆に、対日資金流入ではなく対米投資が著増したことが強調されている。したがって、いわゆる「円投」のための資金が、実需原則廃止・円転規制撤廃のために海外から入手しやすくなり、そのために増大した対米投資、とくに対米証券投資残高が、すぐ後にドル安防止のための国際協調の一つの源となったというのが含意であろう。したがって、株価・地価との関係はかなり間接的ということになる。

第一局面のうちの第二段階は、プラザ合意以降に採られた「ドル高・円安は正のための国際協調」と、「日本の公定歩合の連続的引き下げ」⁶⁾の時期である。これは二つの効果を生んだ。第一は一般法人及び生保等金融機関の為

替差損である⁽⁶⁾。第二の効果は急激な円高を抑えるための日銀の円売り・ドル買い介入であり、このためにマネー・サプライが急増した。増大したマネーは現実資本よりは、とくに土地・株式の投機的購入に流れ、資産インフレを引き起こした。

プラザ合意以降の金融緩和は、マネー・サプライの急増だけではなく、マネーの流れを変えた。具体的にはN T T株の売出（1987年2月）とマル優の廃止（1988年4月）が重要である（129—131頁）。（この二つは規制緩和というより、直接的には臨調・行革審路線の施策である。もちろん両者に重なる要素はある……ノ瀬）。これによって預金者の銀行離れが決定的となり、個人貯蓄は銀行から株式市場に流れた。こうして株価上昇が加速された。N T T株上場のフィーヴァーによって「東証一部の時価総額は（1987年……ノ瀬）4月上旬350兆円と、日本の86年度の名目G N P（335兆円）に匹敵する規模にまで膨張した。バブルの発生である」（130頁）。

株価の急騰は資金コストの低下を意味する。そこでエクイティ・ファイナンスと財テクが盛んになる。前者では具体的には転換社債（C B）とワラント債（W B）、後者では特金とファントラが重要である。いずれも86—87年以降急増している。企業は前者で得た資金の大きな部分を金融資産、とくに株式に投じるという、循環的行動をとるようになった。

企業の銀行離れが進むにつれて、銀行は土地・有価証券担保貸出に力を入

(7) この二つの政策は一見矛盾するが、実際はそうではない。日本の利下げについて言えば、アメリカとしては、せっかく金利水準を下げて為替相場をドル安にもってゆき、自国の輸出を伸ばそうとしても、日独が不況化するようでは、目的が達成できない。日本政府としても円高不況を緩和したかった。この点に関しては、諸家の見方は一致している。野口、上掲書101頁、鈴木、上掲書89頁、斎藤、上掲書166—174頁

(8) これがバブルの膨張とどのような関係にあるのか、宮崎はとくには述べていない。おそらく後の144—148頁のブラック・マンデー説明の伏線として置かれたのであろう。ブラック・マンデーのために日本の政策がいっそう金融緩和に傾き、これがバブル膨張を加速したということだろう。

れざるをえなくなる。これらの担保貸出によって資金を得た企業は、再びこれを土地・株式に投じるという、これまた循環的行動をとった。こうして「キャピタル・ゲイン目当ての特金・ファントラを中心とする短期的な資金運用の比重を高める企業行動が顕著になってくるにしたがって、バブルが形成されはじめたことは否定できないだろう」（139頁）

宮崎によると、バブル膨張の第一局面はブラック・マンデーで終わり、短い調整期の後、88年をはじめから第二局面に入ることになる。「1983年頃から始まったバブルの形成は、その第一局面を終わろうとするとき、一つの衝撃を受けた。それは1987年10月19日ブラック・マンデーの株式暴落であった」（141頁）。

ブラック・マンデーは、すでにそれまでのドル安で為替差損を被っていた日本の金融機関、とくに生保が、10月15—17日のベーカー米財務長官発言に敏感に反応したことが主因となって生じた⁹⁾。

「日本政府は、ブラック・マンデーの応急策として、アメリカからの要請に応じて協調的な金融緩和政策を積極的にとるようになった。事実『これまで歴史的に経験したこともない』ような低金利2.5%を1988年もひきつづき持続させたのである」（148頁）

ブラック・マンデーによる生保の二重の損失（為替と株式）を軽減するために、大蔵省は生保については特金の評価損失を計上しなくてよいこととした。また、一般事業会社にも、低価法、原価法の選択を許した。これによってバブルの「膨張」が始まる。バブル「形成」期にも盛んに行われたエクイティ・ファイナンスが大企業を中心に極端に増加することになった。とくに

(9) 宮崎のバブル論には、円転規制撤廃や為替差損の位置づけなどについて、上記してきたように不明確なところがあるが、「バブル形成過程」を追うというよりはブラック・マンデーに至る過程を追っているのだと理解すると、109頁以下の全体が読み易くなる。そしてもちろん、ブラック・マンデーはバブルの第二局面（宮崎の言う）とは不可分の関係にある。ただ、それではバブルの第1局面とは何か、問題として残る。

海外でのWBの発行が激増している。大企業がエクイティ・ファイナンス依存をますます強めたので、銀行は、中小企業融資（とくに不動産関係）にシフトした。

また、1988年9月からの株価指数先物取引、とくに大証の日経225先物取引の株価押し上げ効果も重要である。株価の先行きに楽観的な状況では、先物にプレミアムがつき、裁定取引のために現物買いが生じる。これが品薄小型株の価格を極端に押し上げ、株価全体を引き上げたのだ、と宮崎は言う。

② 吟味

宮崎の著作は考察すべき殆どすべての問題を取り上げ、それらの関係付けを試みている。とくに80年、88年の税制上の優遇措置を視野に納めている点、また、86年以降の日銀の為替介入によるマネー・サプライの増大に注目している点にすぐれた特色がある。バブルについて公刊された、最初の包括的な研究である。ただ、開拓者的な仕事であるゆえもあるだろうが、分析に曖昧な点も残っている。

宮崎は「金融自由化がバブルをもたらした」という立場に立つようだが（この観点はむしろ、バブルの崩壊過程で強く打ち出されているが、形成過程についても250—256頁で、同様の見解が明確に出ている）、自由化の国内的側面と国際的側面のいずれをバブルとの関係で重視しているのか。

後者（国際的側面）についてはブラック・マンデー（ひいてはバブルの膨張）との関係を述べているが、バブルの「形成」（第1局面）との関係が明示的でない。86年以降の急速な円高を抑制するために日銀が円売り・ドル買いの介入を行い、マネー・サプライを急増させたことへの言及はある。しかし、このマネー・サプライ急増と金融国際化との関係は明示されていない。単に国際協調のために過度に急速な円高が生じ、これを緩和するために日銀が介入した、と読める⁴⁰。

前者（自由化の国内側面）とバブルの関係は86—87年以降のエクイティ・ファイナンスと財テクの盛行への言及で説明されているが、これで基本的に

バブルを説明しようとしているとは見えない。むしろ上の要約にも現れているように、NTT株公開やマル優廃止で上向いた株価を加速する要因として把握されている。(NTT株公開は民営化問題、マル優廃止も税制問題で、金融規制緩和そのものではない……ノ瀬)。

第2局面(88—89年)のバブルも、金融自由化によって説明がなされているという印象を受けない。ブラック・マンデー(宮崎はこれを金融自由化に源を發すると見ている)の影響による公定歩合の2.5%据置は、148頁で一言及されているにとどまる(上記で引用)。大きな話題となっているのは、再び88年の対生保、一般企業向け税制優遇措置である。その次にWBの急増を指摘しているが、なぜこの時期にWBが増えているかと言えば、円高が進んでいるからであって、それが無ければ急増はなかっただろう。わずかに株価指数先物についての説明が、金融自由化との直接的関係を体現している。

要するに、主観的意図は金融自由化でバブルの発生と崩壊を説明するところにあるようだが、客観的には、第一に国際協調による円高、その行き過ぎ是正のための日銀の為替介入、それによるマネー・サプライの増大、第二に税制上の裁量的措置に重きを置いた説明になっている。国際協調についても、ブラック・マンデーの結果としての公定歩合据置については簡単に切り上げ、ブラック・マンデーの結果としての為替差損の可能性、その回避のための税制上の措置に説明の力点が置かれており、金融自由化との関連は要約で見たように間接的であった。

おそらく宮崎は、251頁の円転規制の説明の箇所にあるように、バブルそのものよりはバブルを拡大した条件—もしくはバブルの規模を異常ならしめ

(10) また、マネー・サプライの増大については、もっぱら日銀の為替介入によって説明が行われている。公定歩合引き下げとマネー・サプライ増大の関係については僅かに「プラザ合意以降の日銀による大量ドル買い介入と、公定歩合の度重なる引き下げなど積極的な金融緩和措置は、不動産融資を急速に伸ばし、その後のバブル形成にあたって資金面の条件を用意した」(128頁)と、抽象的に語られるにとどまっている。

た条件一をバブルを生みだした要因と考えているのではないか。そのように理解すると、疑念は氷解するし、異論も少なくなる。

金融自由化が無くとも、国際金融協調による利下げや円高予測による短資の大流入があれば、バブルは生じただろう。宮崎は、金融自由化がなければ国際金融協調等々が生じなかったと考えているらしいが、しかしドル高是正は、根本的にはレーガノミクスを根としているはずだ。

宮崎の場合、バブル発生に関する時期区分の曖昧さが最大の問題と思われる。83—87年をバブル形成の第1局面、88—89年を第2局面としているが、とくに第1局面をバブル形成の「予備段階」と見ているのか、形成の「初期段階」と見ているのかが、わからない。

おそらく後者（初期段階）と思われるが、それならば随所にバブルの「発生」が87年頃から、という趣旨の記述があるのはどういうことなのか⁽¹¹⁾。83—86年は「バブルが発生していないバブルの初期段階」ということになってしまわないか。前者（予備段階）であれば、それはそれで、同じく「バブル発生は87年頃から」という随所に見られる記述が問題となる。

また、仮に第1局面が予備段階で、第2局面こそがバブルの「真の形成期」なのであれば、86、87両年は「前バブル期」（後述のように、鈴木はその説）ということになるが、それはあまりに現実と乖離しないか。なぜバブルの「膨張」期がブラック・マンデー後の時期とされるのか、86—87年の資産価格上昇はバブルではないのか。

総じて、叙述が豊富なだけに、諸カテゴリーの相互関係が未整理のままで残されている感を受ける。

(11) たとえば脚注8の10行下からの引用文。

(2) 野口悠紀雄『バブルの経済学』（日本経済新聞社、1992年11月初版）

① バブル発生に関する説明の概要

野口は、バブル発生の契機になったファンダメンタルズの変化として、第一にプラザ合意以降の「国際協調」による未曾有の金融緩和、第二に企業収益の上昇（とくに86年以降）を挙げる（第4章）。しかし野口は、80年代後半（いかに遅くとも87年から）の資産価格上昇にはファンダメンタルズでは説明できないバブル部分が含まれていることを力説する。これは野口の早い時期（1987年）からの一貫した議論である。

それでは、ファンダメンタルズから離れたバブル自体の生成の原因はどのように説明されているのか。この点は、とくに明示的には行われていない⁽¹²⁾。しかし、第5章「資金循環の変化とマクロ経済政策」が、ほぼこれに該当すると思われる。

まず前者（資金循環の変化）について：株価上昇によってエクイティ・ファイナンスの資金コストが低下し、これが、金融自由化によって新しい金融商品の開発が活発化したことと相まって、財テクの盛行をもたらした。端的にはエクイティ・ファイナンスで調達した資金を大口定期預金で運用する、等。銀行は、製造業を中心として大企業がエクイティ・ファイナンスに傾斜したので、貸出を中小企業と不動産業にシフトさせる。

この結果、規模別では中小企業、業種別では不動産業への融資比重が顕著に増加した。銀行の貸出はノンバンクを経由する形でも盛んに行われた。とくに長信銀・信託銀の場合に顕著である。

後者（マクロ経済政策面）では、まず第一に財政再建政策への執着による国債発行の抑制が問題である。これによって円高不況を緩和する手段とし

(12) 一般的には、ファンダメンタルズ上昇がバンドワゴンの自己運動を引き起こすことによってバブルは生じ得るわけであるから、とくにバブル発生の特殊理由の説明が無くとも、奇異に思う必要はない。しかし、今回のような大バブルの場合には、ファンダメンタルズを基礎とした単なるバンドワゴン現象を言うのみでは、説得性に欠ける。

て、金融政策に過大な負担がかかった。第二に国際協調のための長すぎた超低金利が問題である。これらがファンダメンタルズの変化による価格上昇を超えてバブル的上昇をもたらした可能性が強い。財政再建と金融引締め遅延の両者に共通する要因は為替相場への（過剰）配慮であり、この意味でバブルに対する為替への（過剰）配慮の「貢献」度は大である。

② 吟味

野口の分析は簡潔で要を得ているが、なぜ80年代後半にバブルが発生したのかという原因分析は十分とは言えない。それは、究極的には、バブル発生 の厳密な時期指定に関して野口がさほどこだわっていないからだろう⁽¹³⁾。

野口はバブルが86年から発生したと見ているようだが（22, 112頁）、そうだとすると、上で見た彼のバブル発生促進 2 要因のうちの第 2 要因（金融引締め遅延）でこれを説明するのは難しい。金融引締め遅延が問題となるのは、87年後半以降、特に88年であろう。とすると、野口では金融引締めに踏み出すべき時機以前はファンダメンタルズとしての健全な低金利ということになるであろうから、86年と87年にはバブルはなかったことになる。それはバブル発生を86年以降とする野口の認識と食い違ってくる。

財政再建への固執による国債発行抑制も、「直接的な」バブル説明要因としては苦しい（発行抑制の結果、金融政策に負担がかかり、その金融政策が運営を誤ったに過ぎない）。

86—87年のバブルは上記の 2 要因のうちの第 1 要因（規制緩和によるエクイティ・ファイナンスや財テクの拡大）によって説明できる、ということなのか。

しかし野口に対してだけ言うべきことではないが、国内面の規制緩和措置

(13) **年から、と厳密に確定することにこだわっていない、という意味である。前掲書の問題意識も、バブルの存在の証明や、その量的推計に傾いている。もちろん、そのこと自体は別段、短所ではない。

を86年以降のバブル形成の最重要要因もしくは独立的要因とするのは妥当ではあるまい。CB適債基準の大幅緩和は85年以降のことだが、WB、ファントラはバブル期よりかなり早く（81年）創設されている。特金に対する簿価分離措置も80年のことである。しかし、株式や土地への投資が明確に有利化しなければ、これらの措置を生かすことが出来ない。その条件が満たされたのは、83以降、それも特に86以降の株価大上昇によってである。エクイティ・ファイナンスや財テクが独立的なバブル形成要因であったなら、いままじ早い時期に株価が上昇しているのが自然だろう。国内むけ規制緩和措置は、バブルの「加速」要因ではあるが、独立的な要因ではあるまい。

86—87年のバブルをファンダメンタルズ上昇の生み出したバンドワゴン現象で説明することも不可能ではないが、この時期の激動的な諸要因で説明した方が自然である。

86—87年にはすでにファンダメンタルズ自体がバブル化していたこと、それは86—87年のマネー・サプライ急増と過度の協調利下げによること、前者（マネー・サプライ急増）は自由化の国際的側面（円転規制の撤廃）とプラザ合意による先行き円高観との結合結果であること、を正當に強調すべきではないか。

(3) 鈴木淑夫『日本の金融政策』（岩波新書、1993年5月初版）

① バブル発生に関する説明の概要

鈴木は、バブルの発生を88—89年の現象ととらえる。「1986年頃から始まった日本の地価、株価、高級絵画の値段などの上昇は5年ほど続き、きわめて高水準に達したのち、1990年を境に急落に転じた。しかし、このうち1986年から87年にかけての上昇は、通常の金融緩和と景気回復の時期に見られる資産価格の上昇で、格別目新しい現象ではない」「しかし、1988年から89年にかけての上昇は違う。金利水準は、それ以前と同じ『超』低金利で横這っており、1989年に入ってから、むしろ公定歩合の引き上げにともなっ

て少し上昇しているのである。金利の動きからは、この2年間の上昇を説明することはできない。企業収益は好調を続けていたが…中略…1988年度下期の3.6%がピークで、その後は緩やかに下がり始めている」(104頁)

先に見たように、86、87年の株価上昇も、20%近い上昇が連続4年目及び5年目になるという意味では大いに目新しいのだが、それはさておき88年からのバブル発生の原因を、鈴木はブラック・マンデーへの過剰反応による政府・日銀の低金利維持政策にあったとする。この超低金利に対して、金融機関、企業、個人投資家がバンドワゴンの反応を示した。つまり、ファンダメンタルズ(金利が引き上げられない)への過剰反応が、バブル発生の主因というのが鈴木的基本的考え方である。

鈴木はエクイティ・ファイナンスにも言及しているが、その位置づけは他の論者に比べると軽く、株価の上昇が持続したためにCB、WBを含むエクイティ・ファイナンスが低コストとなり、これによる調達資金を企業が財テクに用いたことが、バブルの加速膨張をもたらした、と簡単に述べるにとどまっている。金融「政策」研究を主とする鈴木のも、ある意味では当然の力点配分であろう。

② 吟味

鈴木の特徴は、86—87年をバブル期からはずしていることである。しかし、この両年の株価、地価はいわゆるファンダメンタルズ価格からも逸脱しているし、先の第1表、第3表、第4表でのごく簡単な検証によっても、トレンド線から逸脱している。逆に鈴木が指定する88、89年については、先に見たように、88年の株式価格はファンダメンタルズ上昇の枠内にある。鈴木のも、ファンダメンタルズ上昇による説明には、限界がありそうである。

また、当然のことながら、鈴木のも時期指定を採ると、86—87年の日銀の為替介入や、その背後にある短資の刮目すべき巨額流入にも目が向かなくなりやすい。しかし、これらは今回バブルに重要な役割を演じたと思われるのである。

鈴木は金融自由化をバブル形成の不可欠の条件とは考えていない。副次的要因としてのみ位置づけている。自由化をバブルの必須的条件としてとらえようとする宮崎と異なっている。

(4) 『平成5年版 経済白書』と斎藤精一郎『ゼミナール現代金融入門』
(日本経済新聞社, 1995年改訂第3版)

① バブル発生に関する説明の概要

白書はバブルの発生期を、株価については86年後半から⁽¹⁴⁾、地価（東京）については商業地の場合86年から、住宅地の場合87年からと見ている（128—132頁）。

バブル発生基礎としては、まずファンダメンタルズの変化を挙げる。株価については、基礎条件として82年を底として第2次石油危機不況からの回復があったことを述べる。また、85年9月のプラザ合意以降の円高不況については、果敢な金利引き下げ、円高による石油価格の低下、政府の相次ぐ経済対策などによって企業収益の回復が早かったことを指摘する。

地価については、東京の国際化・情報化のいっそうの進展によるオフィス需要の高まりなどによって土地運用収益が増大したことを指摘する。

株価、地価双方に重要な影響を与えたのは、もちろん金利の低下である。プラザ合意、ルーブル合意、ブラック・マンデーは、すべて日本の金利を引き下げ、かつそれを維持する方向に作用した（135頁）。

なお、金利については、資産価格に直接に関係するはずの長期金利自体がバブル化していた可能性があることに言及している。この点は、白書の特色になっている。

しかし、バブルを発生させた主因は資産価格上昇期待である（136頁以下）。エクイティ・ファイナンスによる財テクが流行したのは、この価格上

(14) 白書はバブルの検出に修正P E Rの動きを用いている（126頁）。

昇期待を基盤にしている。なお、海外起債の自由化や適債基準の緩和措置も、エクイティ・ファイナンスの成功の一因である（136—137頁）。

斎藤はバブルの発生を80年代後半としている。また86年を明らかにバブル期に含めている。原因としては円高不況対策のための公定歩合連続引き下げを挙げ、とくにブラック・マンデー（1987年10月）以降は、こうして引き下げられた公定歩合を国際金融政策協調の名分のもとに長期維持したことを重視する（173—174頁）。

N T T株上場（1987年2月）は株式バブル生成の火つけ役とされる。エクイティ・ファイナンスについては株式市場の好調を前提として多用され、これが一層の株価好調をもたらしたと説明される。

他方で斎藤は、金融自由化の流れに即して住友銀行をはじめとする銀行が個人・不動産部門に積極的に貸し込んだこと、大蔵省の国際金融局を中心とする国際派が、「低金利アンカー論」を唱えて、日銀の利上げの動きを封じていたことを強調している（444—449頁）。

② 吟味

白書、斎藤ともに、バブル発生の時期として86年以降を指定しており、本格的発生期としては妥当であろう。また、エクイティ・ファイナンスの位置づけについても、両者ともにバブルの「加速」要因としてやや控え目な扱いとなっている。これにも賛同できる。

他方、白書も斎藤も、86—87年の短資の大流入と、これにともなうマネー・サプライの増加に対する言及が見られない。

第3節 結 び

仔細に読むと、バブル発生に関して、代表的論者にかなり大きな見解の相違があることが分かった。

最も大きな差異はバブル発生の時期についての認識である。これが発生の原因分析と結びついている。発生原因については、とくに金融自由化との関係が問題である。金融自由化については、国際的側面と国内的側面を区別することが有用だろう。以下、バブルの時期、発生原因という角度から簡単に3者を比較しておこう。

宮崎は第1局面を83—87年とし、第2局面を88—89年とする。しかし、既述のように、その区分根拠や相互の異同が曖昧であった。そのことが発生の原因分析に災いをもたらしている。宮崎の第1局面はおそらくバブル発生初期段階と理解すべきなのだろうが、そうすると、この時期については結局、86年以降のマネー・サプライ急増、87年2月のNTT株式売り出し以外、説明がなされていない。83—85年は「バブルのないバブル初期段階」ということになってしまう。第2局面（バブル膨張期）については、大蔵省による生保及び一般事業会社への税制上の優遇措置と大証株価指数先物取引の説明に力点が置かれる。

主観的意図とは異なり、バブルを生んだ「直接的」原因としては、金融事自由化がほとんど登場しない。自由化の国際的側面は、間接的原因として詳しく言及されている。国内的側面は、バブル加速要因として言及されている。客観的には宮崎は、金融自由化を、バブルを生みだした直接原因ではなく、その規模を異常にした条件と考えていることになると思われる。

野口は86年以降をバブルの時期と考えているようだ。既述のように、その認識と野口が指摘するバブル発生原因（資金循環の変化＝規制緩和と、低金利の不当な長期継続）がうまくかみあわない。低金利の不当長期継続について繰り返しておくとも、もし87年後半以降が「不当継続」の時期なのであれば、少なくとも86年のバブルが説明できない。88年以降が「不当継続」の時期であれば、86、87年のバブルが説明できない。資金循環の変化でバブルをもっぱら説明することも、既述のようにいささか苦しい。バンドワゴン現象のみでも苦しい。なお、野口はバブル発生の原因については、金融自由化説

ではないと判断できる。少なくとも自由化の国際的側面には言及がない。

鈴木は88—89年をバブル期と見ている。したがって発生原因の説明も明快で、ブラック・マンデー以後の、国際協調のための不当に長きにわたる低金利維持を主因に見立てている。このために「永久低金利神話」が生じ、バンドワゴン現象を生んだ、とする。規制緩和には、バブルが生じた後にこれを拡大した、という役割が与えられているのみである。

鈴木議論には次の難点があるようだ。第一に86—87年をバブル期と見えない点、現実合わない。第二に、ファンダメンタルズ自体がバブル化している可能性を排除している。第三に、なぜ88—89年には、あのように長大なバンドワゴンが練り歩いたのか、について説明していない。たしかに、バンドワゴンはそもそも合理性を突き抜けた次元の現象である。しかし、大規模に長々と続く場合には、やはりそれなりの説明要因がありそうである。

バブル期の全面的な分析は次号に譲るが、以上の検討を基礎として、簡単に次のことを指摘しておきたい。

第一にバブル発生時期設定をできる限り明確にする必要がある。これはそれに対応する説明要因を明確にする、ということでもある。第二にいわゆるファンダメンタルズに過度に囚われるのは妥当ではない。第一節で見たように、ファンダメンタルズの中にバブルが含まれていると考える方が適切な時期がある。第三に86—87年の短資の異常な流入とマネー・サプライの増大をバブルとの関係で考察する必要がある。

これらを念頭に置いて、次号ではバブル期の具体的な分析を行う。

(付記) 執筆後に建部好治『土地価格形成論』(清文社、1997年)を頂いた。第一部に地価動向についての詳しい考察がある。

Representative Arguments on the Formation of Bubbles : Pigeonholing the Points at Issue —The Period of Bubbles (1)—

Atsushi Ichinose

The aim of this paper is to compare and examine the following three books focusing our attention on the process of the formation of bubbles : Giichi Miyazaki, *The Compound Depression*, 1992 : Yukio Noguchi, *Economics of Bubbles*, 1992 : Yoshio Suzuki, *Monetary Policy in Japan*, 1993.

Miyazaki deems the first phase of bubble formation to be 1983–87 and the second to be 1988–89. His subjective intention is to explain bubbles through deregulation of finance. Yet objectively, his analysis emphasizes firstly, the Bank's intervention (increase of money supply) after the Plaza agreement, and secondly, MOF's preferential treatments on taxation to firms. His biggest problem is the ambiguity in his basis of the above phase-division, which affects his whole discussion.

Noguchi regards the latter half of 1980's as the bubble period. He points out, first of all, the prosperity of so-called equity finance and *zai-teku* (technology of finance) as formative factors. Secondly, above all, he refers to the prolonged cheap money. Nevertheless he isn't successful in explaining why bubbles began to swell from the year 1986.

Suzuki deems the years 1988–89 to be the bubble period. He argues that it is the long-maintained cheap money policy, which later proved to be an over-reaction to the Black Monday in Oct. 1987, that brought about bubbles. His arguments are clear, but seem to part from the reality. He excludes the years 1986–87 from the bubble period, as to neglect the extravagant inflow of short-term foreign money and the Bank's intervention above.

To conclude, it is very important to clarify to the utmost extent when bubbles began to swell. This prescribes one's analysis of bubbles. We regard 1983–85 as the early phase of formation and 1986–89 as that of fuller-scale. Furthermore the possibility of watered fundamentals as well as the exorbitant short-term capital inflow during 1986–87 (and its relation to bubbles) should not be overlooked.