

第2章 経済概観

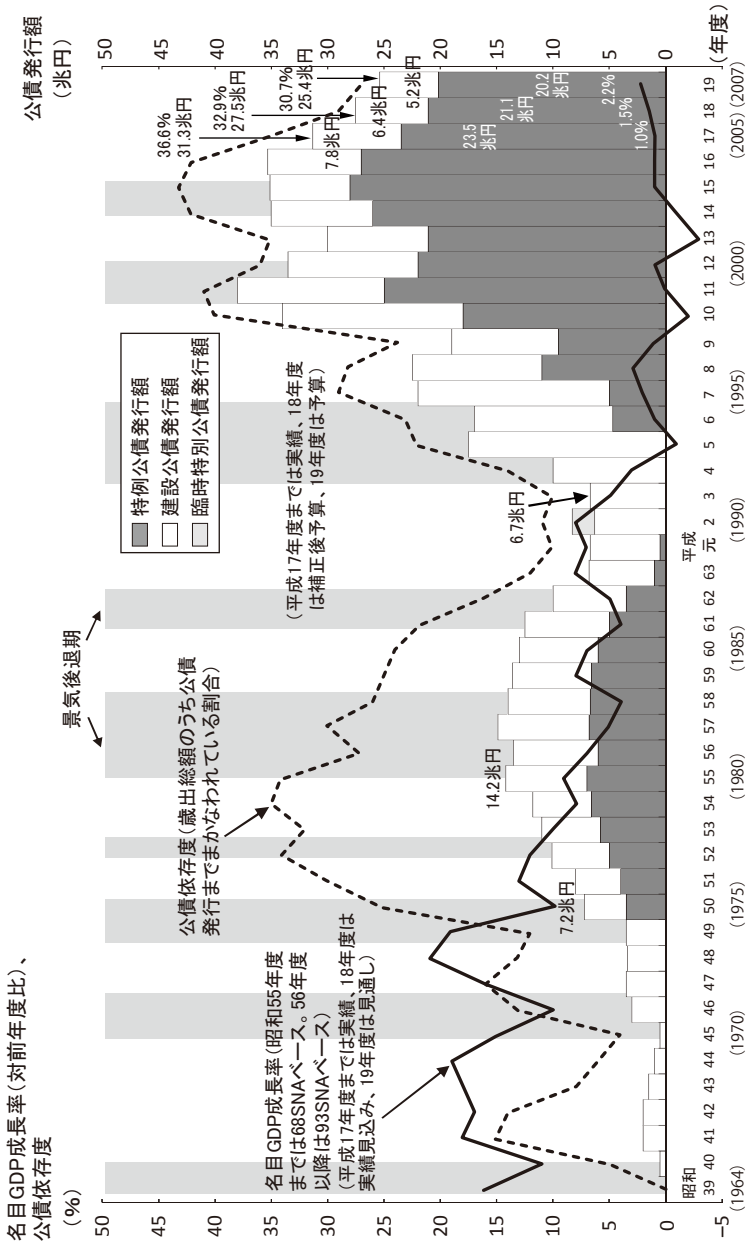
第1節 経済と財政の鳥瞰図

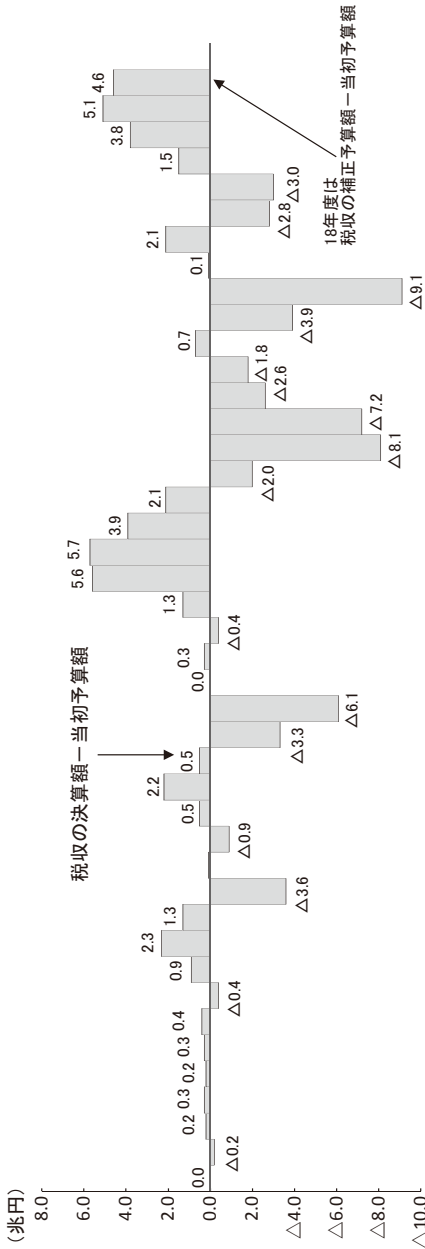
本財政史シリーズが対象とする平成初期、20世紀末の10年余の日本を取り巻く世界経済の大きな流れを踏まえて、この時期の日本経済を概観しながら、財政の大まかな姿を鳥瞰することとしたい。そのために、当該期を含むやや長期の動向を表す図表を幾つか掲げよう。まず第1は図1-2-1である。この期間の経済と財政が、半世紀単位で見てどのような位置付けになるかを、まずはヴィジュアルに見当付けるためである。

1 経済動向と財政の対応

名目GDP成長率は高度成長期に時として10%（昭和46年度、ニクソン・ショック）や20%（48年度、オイル・ショック）を記録するが、概して15%前後で推移している。だがオイル・ショックを屈折点として下降し、昭和50年代初めには10%を下回り、50年代以降60年代初めまで5～6%水準が続く。高度成長から中成長への転換だったのであろうが、後の低成長が未経験であったから、当時はこれが高度成長から低成長への転換だなどといわれたこともある。この中成長期にもそれなりに小波があり、プラザ合意後の円高不況の61年度に4%の底をつけた後、好況・バブルの昭和末期から平成にかけて5～7%を経て平成2年度には8%を越えてピークを記録する。その後は5年度のマイナス0.7%に向けて下がり続け、その後、1～2%に回復（6～9年度）してもまたマイナス（10、11年度）に転ずるなど、グラフが示すようにゼロ成長ラインを上下することとなる。本シリーズ最後の12年度は1%足らずのプラスとなっているが、

図 1-2-1 経済と財政の歩み





昭和 39 40 41 42 43 44 45 46 47 48 49 50 51 52 53 54 55 56 57 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 (年度)

平成

建設公債の導入
40年度補正予算で歳入補填債

高度成長に伴う税収増を背景に
公債依存度引下げに努力

8月 ニクソン・ショック

第1次石油危機 / 福地元年

2兆円減税

補正で特別公債発行開始

55 経常収支黒字を背景とした積極的な財政運営

59 脱却目標

第二次石油危機 / 機関車論

世界的な景気停滞 / 財政再建の第一歩

ゼロ・シリリング

マイナス・ゼロ・シリリング / 65' 脱却目標

財政改革の推進

N T 株式売却収入の活用

消費税率導入

中期財政運営の新努力目標 / 特別公債依存度からの脱却

(公債残高の累積体質からの脱却)

個人所得税課税等6兆円減税 / 特別公債発行再開

財政構造改革の推進に関する特別措置法成立

消費税率引き上げ

4兆円特別減税

財政構造改革の推進に関する特別措置法停止

国・地方合わせて6兆円を超える恒久的な減税

小泉内閣成立
当初予算において、国債発行30兆円

安倍内閣成立
当初予算において、国債発行29.9兆円

新税制導入に伴って過去最大の削減となる4.3兆円減額

18年度は 18年度の補正予算額 - 当初予算額

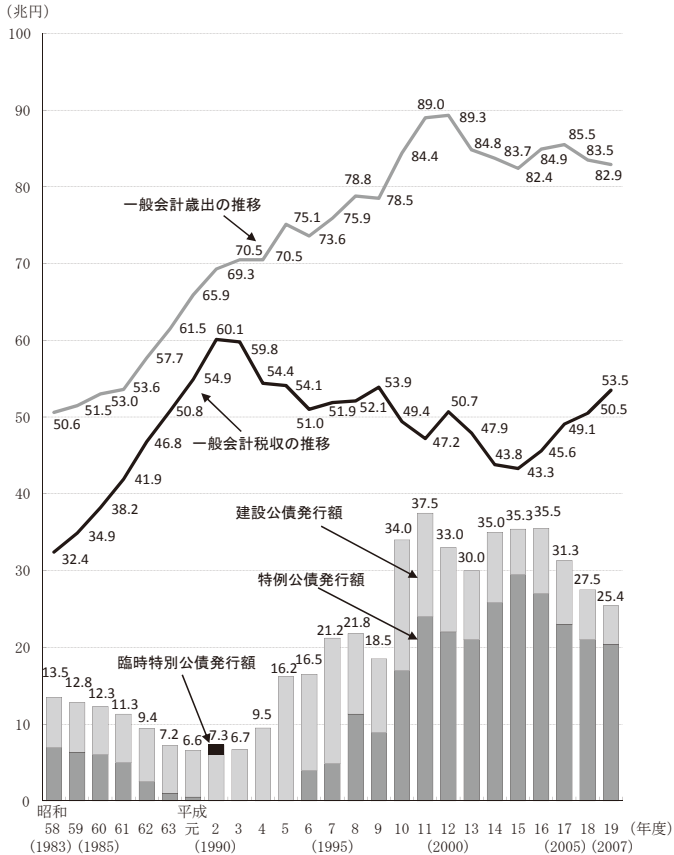
(出所) 財務省『日本の財政を考える』(平成19年5月) 23-24ページ。

直後の13、14年度は再度マイナスとなり、その後も1%前後の成長が続き、20、21年度にはまたマイナスを記録する。平成の失われた10年とか20年とかいわれるゆえんである。

したがって、本シリーズの対象となる平成期は、昭和末期の好況・バブルを引き継ぐ元年度・2年度の時期と、5年度の底へ向かう下降期と、その後12年度までの0～1%成長（その後にまで続く。）の低成長期の三つの局面をもつこととなる。無論これはGDPであるからこの時期の経済変動を主導した資産価格の暴騰・暴落を直接示すわけではなく、なだらかなカーヴとなっているが、財政収入を示す公債依存度と税収変動はその名目GDPと資産価格の騰落の直接の影響を受けた大きな変動を示している。公債についていえば、高度成長期に少額の建設公債、低い依存度だったのが、石油危機を契機に特例公債発行が始まり、建設公債発行額も増加していき、依存度は急上昇する。だが発行額は昭和55年度の14.2兆円、依存度は54年度の34.7%をピークとしてその後は漸減していき、平成2年度には特例公債は依存ゼロを達成した。建設・特例公債を合わせた公債全体の発行額は元年度6.6兆円、2年度7.3兆円、3年度6.7兆円となっていて、元年度が底であるが、2年度の場合、湾岸紛争に伴う臨時特別公債9689億円が含まれているので、それを除けば6.3兆円となり、こちらが底となる。依存度では3年度の9.5%が底となる。いずれにせよ、昭和末からの好景気・バブルの効用が大きかったことは明らかである。したがって、3年度以降成長率が低下してゆくとともに建設公債発行額は増加し、6年度には再度特例公債への依存が始まった。発行額は5年度には早々と以前のピーク14.2兆円（昭和55年度）を超えて16.2兆円となり、11年度にはこのグラフの範囲でのピーク37.5兆円（依存度42.1%）を記録している。この時期の財政政策の最大の課題が財政再建・公債依存体質からの脱却とされたのは当然であろう。だがそれがほとんど望み得ない希望だったことは、**図1-2-2**の税収（一般会計）の軌跡が明示している。

昭和末期から平成にかけての好況・バブル期に、税収は急速に増加して平成2年度にはピークの60兆円に達する。同年度の一般会計歳出は69兆円で、税収との差は先行するどの年度よりも小さくなっていた。だがその後歳出はそれまでの上昇傾向を引き継いで、11、12年度の89兆円まで増加し続ける一方、税収は多少上下しつつ50兆円、47兆円へと低下していき（底は15年度の43.3兆円。）、

図 1-2-2 一般会計における歳出・歳入の状況



(出所) 財務省『日本の財政関係資料』(平成23年9月)14ページ。

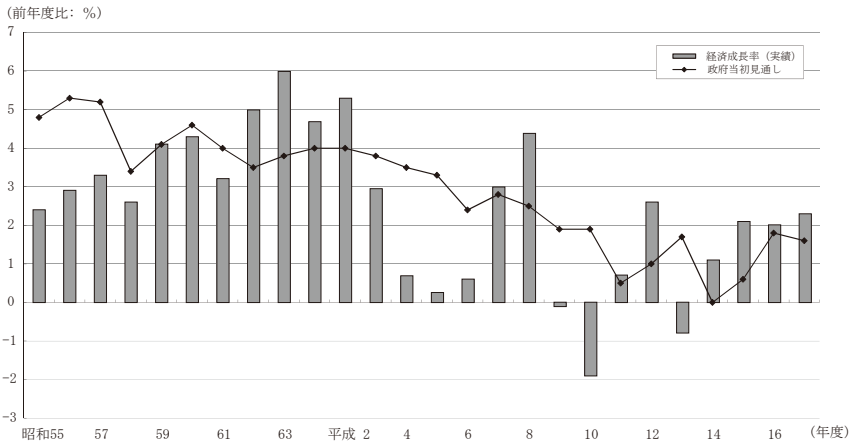
図示されているとおり、歳出と税収との間には「ワニの口」と形容される開きが生じた。本財政史シリーズは、60兆円のピークから40兆円へと税収が低下し、約20年にわたって税収が低迷し続ける新時代の開始から前半期を対象としていることになる。大きく開いた歳出と税収との差を上述の公債が埋めていることは、上掲の二つの図が示すとおりである。

ただ成長率低下期の2～5年度には、税収は低下しつつも、上述のとおり建設公債依存増加のみで凌ぐことができた。しかし、歳出の増加が止まらないの

に税収が回復できない低成長期の6年度以降は、それも守り切れず特例公債に依存せざるを得なくなり、両者を合わせた公債発行額は急増していく。本シリーズが対象とする好況・バブル期、下降期、低成長期の三つの局面に対応して、税収、公債はこのような軌跡を描いているのである。

なお、好況・バブルからその急激な崩落を経て低成長に至る激動のこの時期、予算編成当事者に大きなストレスを与えたであろうことは、税収の決算額と当初予算額との差を示す図1-2-1の中段から見て取れる。絶頂期には6兆円、4兆円などと当初予算を上回る税収に恵まれ、特例公債からの脱却に成功したが、平成3年度以降は逆転し、8年度、11年度、12年度以外の7か年度は、すべて決算額が当初予算額を下回り、とくに4、5、10年度には7兆～9兆円ものマイナスを記録している。当初予算の税収見積りは、無論政府全体の次年度の経済見通しと経済運営の基本的態度を前提としたものであって、その見通しを超えて経済が大きく変動したことがこれをもたらした主因である。図1-2-3は、成長率についての政府の当初見通しと実績（実質）を対比したもので、好況・

図 1-2-3 政府経済見通しと実績



- (注) 1. 平成5年度まで実質GNP、平成6年度以降実質GDP。
2. 平成10年度までの経済成長率(実績)は平成2暦年基準(1968SNA)、平成11年度以降は平成12暦年基準(1993SNA)。

(出所) 『経済見通しと経済運営の基本的態度』各年度、経済企画庁(内閣府経済社会総合研究所)『国民経済計算年報』(平成12年版(昭和55～平成10年度)及び平成23年版(平成11～17年度))により作成。

バブル期と下降期・低成長期での見通しと実績の逆方向への食違いのコントラストが鮮やかに示されている。

2 経済の内部構成

これまでは、財政の数値は名目で示されるので、もっぱら、経済状況、すなわちGDPを名目でみてきたが、次に実質GDPを材料として当時の日本経済の内実とその動きを簡単にみておきたい。といっても名目と実質の大まかな動きに大差がないことはいうまでもない。**表1-2-1**は需要項目別の成長寄与度を示しており、合計欄が成長率となっている。成長率は昭和・平成好景気期には6%超（平成元年度のみ4.6%）、下降期には2%からマイナス0.5%へと下がり、以後ときどきマイナスを含んで1~2%と完全に低成長の平成不況期を形成している。ただ不況の中でも多少は上下の波があり、やや持ちなおした年には2.9%（8年度）、2.6%（12年度）となるが、0%を下回りマイナス1%超にまで下落する年度もあり、回復力はいたって弱い。14年度以降も1~2%の水準である。

寄与度を項目別にみると、民間企業設備と民間最終消費が二つの牽引車となっていて、これは景気変動の普通の形であるが、その動きは対照的で、前者は、好況の頂点では3.3%を記録しているかと思えば不況期にはマイナス2.3%となって景気変動の最大の要因をなしている。変動が大きい点では民間住宅も同様である。一方、民間最終消費は、好不況を問わず比較的安定的に1~2%を保っている。とはいえ、9年度にはマイナスを記録しているし、好況期には3%に迫っていたのに不況期にはほとんど1%未満で不況脱出困難の要因をなしていることは否定しえない。政府最終消費は最も安定的であり、これは常識的に考えても当然であろう。公的固定資本形成は、特に景気下降期に、民間のマイナスを多少とも打ち消して景気を下支えしているように見受けられる。

こうした各項目の動きは対前年度伸び率（**表1-2-2**）に端的に示されている。最も振幅の大きな民間住宅では、昭和62年度の24.3%が平成3年度マイナス9.2%、9年度マイナス18.9%などとなっている。民間企業設備は、昭和63~平成2年度には19.9%、10.7%、11.5%なのに、3年度以降マイナスに転じて底の5年度にはマイナス12.9%と落ち込む。その後緩やかに回復するが10、11年度

表1-2-1 需要項目別の成

年 度	昭和60～63年度					平成元～6年度						
	昭和 60	61	62	63	4年 平均	平成 元	2	3	4	5	6	
国 内	民間最終消費	2.4	1.9	2.6	2.9	2.5	2.2	2.8	1.2	0.7	0.7	1.2
	民間住宅	0.2	0.4	1.1	0.3	0.5	△ 0.1	0.3	△ 0.5	△ 0.1	0.2	0.4
	民間企業設備	2.4	0.8	1.3	3.3	2.0	2.0	2.2	△ 0.1	△ 1.2	△ 2.3	△ 0.3
	在庫品増加	1.0	△ 1.2	0.7	△ 0.2	0.1	0.3	△ 0.2	0.3	△ 0.7	△ 0.1	0.0
	公的固定資本形成	△ 0.4	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	1.1	0.7	△ 0.1
	政府最終消費	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
	計	5.4	3.1	6.9	6.9	5.6	4.9	6.0	1.7	0.2	△ 0.4	1.7
対 外	輸出	0.4	△ 0.6	0.1	0.9	0.2	0.8	0.7	0.5	0.4	△ 0.1	0.4
	輸入(控除項目)	0.5	△ 0.7	△ 0.9	△ 1.4	△ 0.6	△ 1.2	△ 0.5	0.1	0.2	△ 0.0	△ 0.7
	計	0.9	△ 1.3	△ 0.8	△ 0.5	△ 0.4	△ 0.4	0.2	0.6	0.5	△ 0.1	△ 0.2
合 計	6.3	1.9	6.1	6.4	5.2	4.6	6.2	2.3	0.7	△ 0.5	1.5	

(注) 1. 合計欄は、実質経済成長率(実質GDP対前年度比=需要項目別寄与度の合計)。

2. 平成12暦年基準(1993SNA)

3. 在庫品増加は民間分のみ。ただし国内計及び合計には公的在庫品増加も含む。

(出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』(平成23年版)60-61ページにより作成。

表1-2-2 需要項目別の

年 度	昭和60	61	62	63	平成元	2	3	4	5	
国 内	民間最終消費	4.4	3.6	4.8	5.3	4.1	5.4	2.2	1.3	1.4
	民間住宅	3.5	9.4	24.3	5.8	△ 1.4	5.5	△ 9.2	△ 3.0	3.7
	民間企業設備	15.1	5.0	8.2	19.9	10.7	11.5	△ 0.4	△ 6.1	△ 12.9
	在庫品増加	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	公的固定資本形成	△ 4.9	4.7	8.0	0.7	1.9	4.3	5.7	17.3	9.1
	政府最終消費	1.8	3.8	3.9	3.6	2.8	3.8	3.6	2.8	3.3
	計	5.5	3.3	7.1	7.1	5.0	6.1	1.8	0.2	△ 0.4
対 外	輸出	2.5	△ 4.3	1.0	8.7	8.5	6.7	5.2	3.7	△ 0.6
	輸入(控除項目)	△ 4.4	7.1	12.3	18.9	15.0	5.4	△ 0.6	△ 2.1	0.4
	計	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合 計	6.3	1.9	6.1	6.4	4.6	6.2	2.3	0.7	△ 0.5	

(注) 1. 合計欄は、実質経済成長率(実質GDP対前年度比=需要項目別寄与度の合計)。

2. 平成12暦年基準(1993SNA)

3. 在庫品増加は民間分のみ。ただし、国内計及び合計には公的在庫品増加も含む。

(出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』(平成23年版)62-63ページにより作成。

長寄与度(実質)の推移

(単位：%)

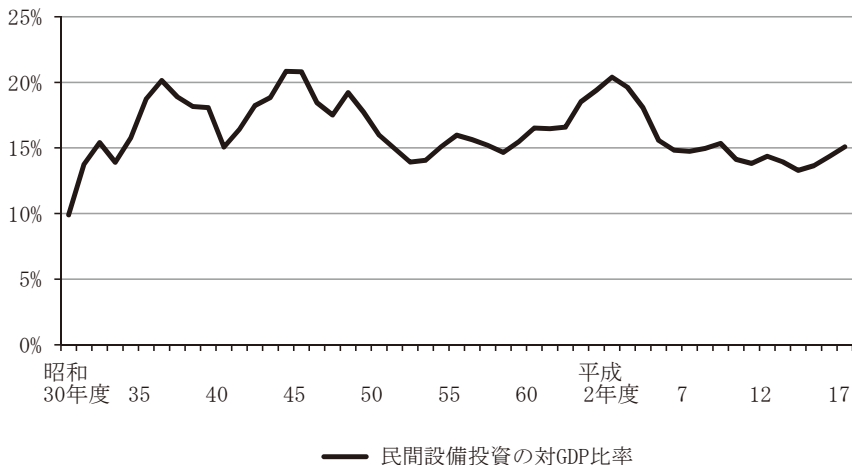
	6年平均	平成7～12年度							6年平均	平成13～17年度					5年平均
		7	8	9	10	11	12	13		14	15	16	17		
	1.5	1.2	1.5	△ 0.6	0.1	0.6	0.4	0.5	0.8	0.7	0.4	0.7	1.0	0.7	
	0.0	△ 0.3	0.6	△ 1.0	△ 0.5	0.1	△ 0.0	△ 0.2	△ 0.3	△ 0.1	△ 0.0	0.1	△ 0.0	△ 0.1	
	0.1	0.5	0.8	0.6	△ 1.3	△ 0.1	1.0	0.3	△ 0.3	△ 0.4	0.8	0.9	0.9	0.4	
	△ 0.1	0.4	0.1	0.3	△ 0.6	△ 0.6	0.8	0.1	△ 0.5	0.1	0.3	0.1	0.0	△ 0.0	
	0.4	0.6	△ 0.2	△ 0.5	0.1	△ 0.0	△ 0.6	△ 0.1	△ 0.3	△ 0.4	△ 0.6	△ 0.7	△ 0.3	△ 0.5	
	0.5	0.6	0.3	0.1	0.4	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.1	0.4	
	2.4	3.0	3.0	△ 1.1	△ 1.7	0.7	2.4	1.1	△ 0.3	0.3	1.3	1.5	1.8	0.9	
	0.5	0.4	0.7	0.9	△ 0.4	0.6	1.0	0.5	△ 0.9	1.2	1.1	1.4	1.2	0.8	
	△ 0.4	△ 1.1	△ 0.8	0.2	0.6	△ 0.6	△ 0.9	△ 0.4	0.3	△ 0.5	△ 0.3	△ 0.9	△ 0.7	△ 0.4	
	0.1	△ 0.7	△ 0.2	1.1	0.2	0.0	0.1	0.1	△ 0.5	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4	
	2.5	2.3	2.9	△ 0.0	△ 1.5	0.7	2.6	1.2	△ 0.8	1.1	2.1	2.0	2.3	1.3	

前年度比(実質)の推移

(単位：%)

6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2.1	2.2	2.7	△ 1.1	0.3	1.1	0.7	1.4	1.2	0.6	1.2	1.8
7.2	△ 5.6	13.3	△ 18.9	△ 10.6	3.5	△ 0.1	△ 7.7	△ 2.2	△ 0.2	1.7	△ 1.2
△ 1.9	3.1	5.7	4.0	△ 8.2	△ 0.6	7.2	△ 2.4	△ 2.9	6.1	6.8	6.2
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
△ 1.6	7.5	△ 2.9	△ 6.3	1.5	△ 0.6	△ 7.6	△ 4.7	△ 5.4	△ 9.5	△ 12.7	△ 5.6
3.5	3.9	1.7	0.8	2.6	4.1	4.3	2.8	2.1	2.6	1.7	0.8
1.8	3.1	3.1	△ 1.1	△ 1.7	0.7	2.5	△ 0.3	0.3	1.3	1.5	1.8
4.9	4.4	7.4	8.8	△ 3.9	6.0	9.5	△ 7.9	11.5	9.8	11.4	9.0
9.8	15.9	10.3	△ 2.0	△ 6.7	6.7	9.7	△ 3.4	4.8	3.0	8.5	5.8
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.5	2.3	2.9	△ 0.0	△ 1.5	0.7	2.6	△ 0.8	1.1	2.1	2.0	2.3

図 1-2-4 民間設備投資の対 GDP 比率



(注) 昭和30年度から昭和54年度は68SNAを使用、昭和55年度以降は93SNAを使用。
 (出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』(平成23年版)等により作成。

には再度マイナスとなり、本シリーズ最後の12年度にプラスに転ずるが、続く13、14年度にはマイナスとなっているから、長期にわたって上昇力が弱いということがわかる。民間最終消費が安定的なのは当然であるが、好況末期に4～5%程度ずつ伸びていたのに、下降期、不況期には1～2%程度で、後半には0%台か1%台と低く、マイナスの年度(9年度)もある。公的固定資本形成は好況末期には低く抑えられており、下降期には急速に拡大されて、最大の4年度には17.3%も伸びて経済下支えの機能を果たしているといってよい。ただしその後の不況期にはマイナスを記す年度が多く、財政再建と財政政策との兼ね合いで難しい選択がなされた結果であるのは、後続巻が示すとおりである。

こうした全体の動きを主導した設備投資について、過去の実態と比較してその特徴をみておく。図1-2-4は高度成長期以降の民間設備投資の対GDP比率を示している。まず第1に、本シリーズの対象期間のうち平成元年度、平成2年度にピークを記す民間設備投資が、高度成長期とほとんど同じ20%もの高さとなっていることが目を引く。循環的な現象で順当だともいえるが、しかし最初の山を生んだ昭和30～40年代前半の高度成長期約15年間の実質成長率は約9%、

次の40年代後半～60年代の20年弱は4%強であったことを考えると、実質成長率が0%を挟んで上下する平成期の動きからみて、平成元年度と平成2年度の民間設備投資対GDP比は、やや異常な高さであったといえるかもしれない。或いは潜在成長力からみて高すぎたがゆえに、その後のストック調整が厳しくかつ長引いて低成長をもたらしたともみなし得る。いずれにせよ、このグラフの示す第2の特徴は、平成不況期の設備投資が長期にわたって15%以下という低水準から抜け出していないことである。というより、景気循環の駆動力の源泉たる設備投資のこの状況こそが長期不況をもたらしているというべきであろう。

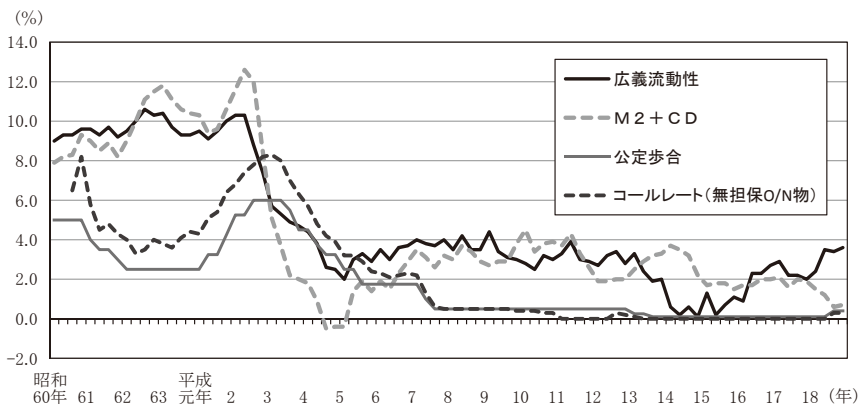
設備投資のこのような動きは、実はバブルの生成と崩壊、それに続く停滞といわれる昭和～平成期の経済の表面を彩った動きの土台・下部をなす実態で、その動きの方向は両者とも基本的に共有しているとみなし得る。そこで次にバブルの生成と崩壊、その後の停滞の有様を、実態との対応にも配慮しつつ大まかにみておくこととしたい。

第2節 好況・バブルの生成

1 生成と実態

プラザ合意に続く円高により、国内景況感が急速に悪化したのは当然として、ちょうどその時期、日本の国内景気は昭和60年6月ごろをピークとして自律的後退局面に入っており、両者相俟っていわゆる円高不況・デフレ懸念が急速に高まり、金融面、財政面で大幅な緩和拡張策が採られたこと、それが同時に、アメリカへの経済支援こそ、世界経済のアンカーとしての日本の役割だとする判断に基づく政策選択だったことも前述した。ただし、この時の景気後退は実は短期で済み（61年11月が底。）、その後平成3年2月のピークまで51か月もの長期の拡張期となった。にもかかわらず、昭和62年に採られた2.5%という史上最低の公定歩合が、平成元年5月まで続いたことも前述のとおりである（図1-2-5）。これに引き付けられた市中の低金利が、上述の民間設備投資の急増を

図 1-2-5 マネーサプライ及び短期金利の推移



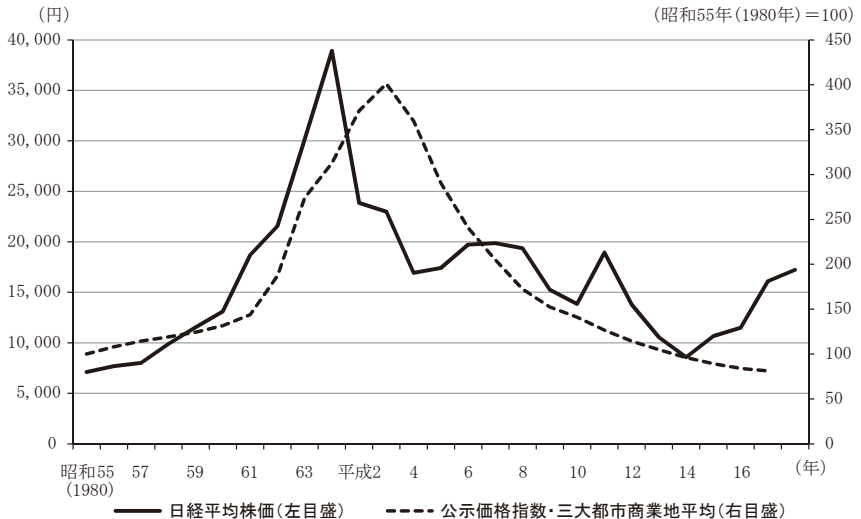
(注) マネーサプライは広義流動性及びM2+CD、短期金利は公定歩合及びコールレート（無担保オーバーナイト物）。広義流動性及びM2+CDは各四半期末月の平残の前年同月比。公定歩合及びコールレートは各四半期末。

(出所) 日本銀行ウェブ・ページの時系列データ検索サイトにより作成。

支えたことはいうまでもなく、マネーサプライも、**図1-2-5**が示すように昭和62年から平成2年にかけて4年連続して概ね2桁の伸びを記録するなど、量的にも大幅な緩和が続いた。こうして溢れた膨大な流動性は、実体の経済を乗り越えて資産市場に流入し、資産価格の急上昇をもたらすこととなる。

図1-2-6はバブルといわれる資産価格の上昇と、その崩壊を鮮やかに示している。グラフの左端から株価も地価も緩やかに上昇しているが、プラザ合意の1985（昭和60）年過ぎから上昇カーブが急角度に転じていることは明らかである。**図1-1-2**でみたように、株価のこうした動きは日本だけでなく、アメリカに淵源する世界共通の現象だといっているが、昭和62年のブラック・マンデー以後も上昇し続けているのは日本に限られ、一般的には、この辺りから本格的なバブルが始まったとみなされているようである。60年末の日経平均株価は1万3000円、ブラック・マンデーの62年10月にはほぼ2倍の2万6000円で、いったんは諸外国と同様下落するがすぐ急上昇に転じて、62年の東京・大阪証券取引所の株式時価総額は世界主要19取引所全体の54%（60年は34%）を占め、ア

図 1-2-6 日経平均株価及び地価価格指数の推移



(注) 公示価格指数は昭和55年（1980年）を100とした値。

(出所) 公示価格指数は国土省及び国土交通省『地価公示』各年により作成。

日経平均株価は各年終値。日経平均プロフィール（日本経済新聞）により作成。

アメリカを抜いてシェア世界一となっている（東京証券取引所『証券統計年報』昭和63年及び昭和61年より試算。）。その後も上昇は続き、日経平均株価は平成元年末には空前絶後の3万8915円を記録している。昭和60年末から平成元年末までの平均年間上昇率は31%を超えて、プラザ合意期の約3倍、時価総額611兆円で時のGDPの1.5倍の値である。昭和60年をバブル以前の一応平均的な年だと呼ぶとして、同年末の株の時価総額は190兆円でGDPの60%程度であったから、わずか4年後の平成元年末の株価は、かなりそれからかけ離れた高さ・大きさだといえそうである。

三大都市の商業地の平均地価は1～2年程遅れて株価と同様のカーブを描き、昭和55年を基準として平成3年には全国の全用途平均地価は2.5倍程度に、商業地は4倍の水準に達している。株価も地価も配当や金利や地代などから算出される理論値からは説明できないような高水準の価格であって、後からみれば裏付け・根拠の薄い思惑や予想に導かれたバブル現象だったのであり、本シリーズ対象期最後の平成12年ごろには、いずれも元の木阿弥よろしく初めの水準ないしそれ以下まで落ち込み、その後もその低水準で推移しているのは、**図1-2-6**が示しているとおりである。

2 バブルを支えたもの

ただバブルといっても、蜃気楼や幻想ではなく、それどころか実体のGDPもこの株高・高地価を踏まえ、それと絡み合って拡大しているのであって、この時期の経済全体を飲み込んだこうした現象がなにゆえ生じたのか、その根拠を調べておく必要がある。

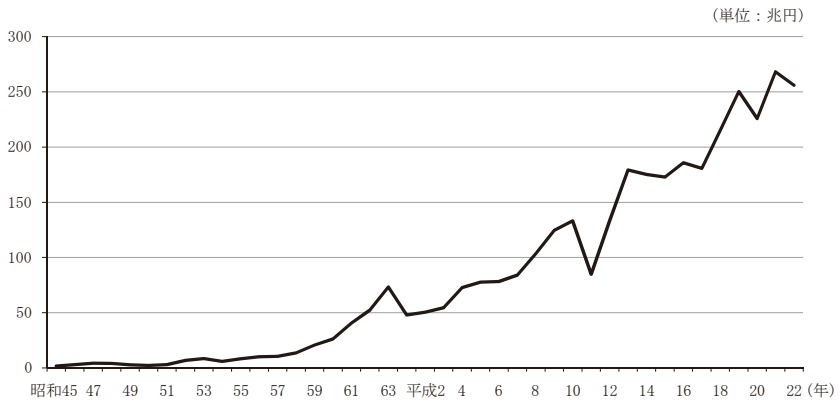
その第一の絶対的な条件が、実体面の設備投資や民間消費をも強く刺激した金利の引下げ（昭和61年1月に公定歩合5%から4.5%へ、以後62年2月まで5回の引下げで2.5%へ。）、低金利の継続（62年2月から平成元年5月まで2年3か月の間2.5%。）と、豊富なマネーサプライであることは、すべての論者の説いているとおりであり、**図1-2-5**がそれを明示している。

第二は円高で、これには二つの側面がある。一つはいうまでもなく円高不況対策として低金利政策採用を余儀なくされ、その継続が問題を惹き起こした面である。もう一つは国際金融市場からの資金調達である。円高傾向の継続を前

提とし、将来の為替差益を織り込めば当面の金利負担・資金コストは軽く評価されるため、国外でドル建を中心とするエクイティ・ファイナンスが盛り上がった。それは短期借り長期貸しの両建て運用として、外国への資本輸出とともに国内での豊富な投資・投機資金としても機能した。

第三に日本経済全体を覆った長期にわたる強気の景況感とそれに基づく社会全体の強い上昇感、ユーフォリアがあった。その中には過度の強気、自信過剰も無論含まれていたであろうが、それなりの根拠もあった。その一つは経常収支・貿易収支の黒字定着である。高度成長の成果として、日本は昭和50年代後半以降、経常収支黒字が定着し、60（1985）年末には対外純資産は26.1兆円（1289億ドル）に達して世界第1位を占めるに至り、その後平成に入ってからもほぼ順調に100兆円、150兆円と積み上げられていく（図1-2-7）。一方、既述のとおりアメリカは、1981（昭和56）年に対外資産が最高の1400億ドルに達した後、経常赤字の継続で1986（昭和61）年に純債務国に転落している。長年「国際収支の天井」に苛まれてきた日本が今や世界最大の債権大国になったということで日本人の自尊心はくすぐられ、経済の先行きについて国中に強気が支配し、企業は未曾有の高収益・好決算を計上し続け、企業家・投資家は投資の動因たる予想収益率を高めていく。加えて、債権大国の金融市場は国際金融

図 1-2-7 対外純資産の推移



(注) 昭和45年から昭和54年は平成7年基準（68SNA）、昭和55年から平成12年は平成12年基準（93SNA）、平成13年以降は平成17年基準（93SNA）を用いている。

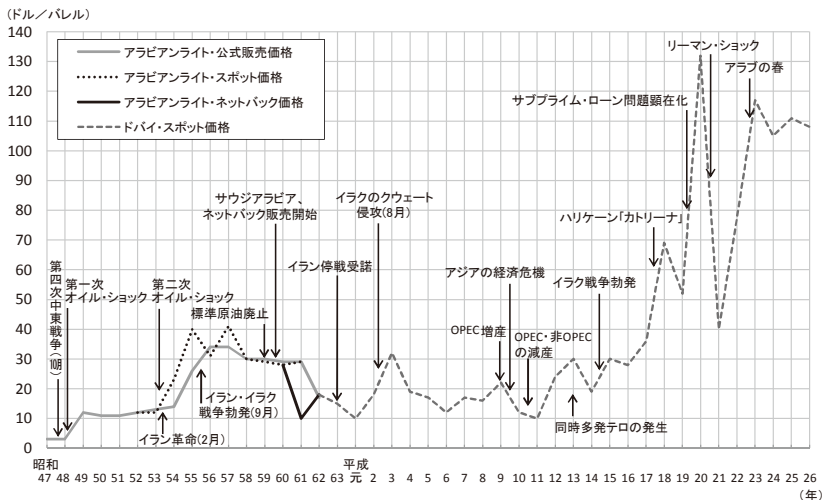
(出所) 『経済白書』各年度、長期経済統計より作成。

センターの地位を占めるであろうとの思惑から、外国の有力金融機関が続々と東京に進出してきたこともあって、東京はもちろん日本全体の地価の上昇に拍車がかかった。

第四の根拠は、上記の貿易黒字とも関係するが、石油価格の変化である。石油価格は第1次オイル・ショック（昭和48年）により昭和49年には1バレル当たり10ドル台に、第2次オイル・ショック（昭和54年）で30ドル台に上昇し、それが継続していた。だが61年から62年にかけて大幅に下落して10ドル台となり、湾岸危機の一時期を除いて本シリーズ対象期はその水準が続く（**図1-2-8**）。石油価格はさすがに第1次オイル・ショック前とはいえないが、第2次オイル・ショック前の水準に戻っていて、それはいわば逆第2次オイル・ショックともいべき事件であった。それは石油輸入国すべてにとって輸入価格負担の軽減であることはいうまでもないが、時の日本にとっては特に重要な意味を持つ。

この逆第2次オイル・ショックが起こったのは、既述のとおりプラザ合意を受けて円レートが急上昇した時期に当たっている。円高は、ほかの条件が変わらなければ日本の輸出企業の収益悪化をもたらし、ひいては日本経済に収縮圧

図 1-2-8 原油価格の推移（月平均）

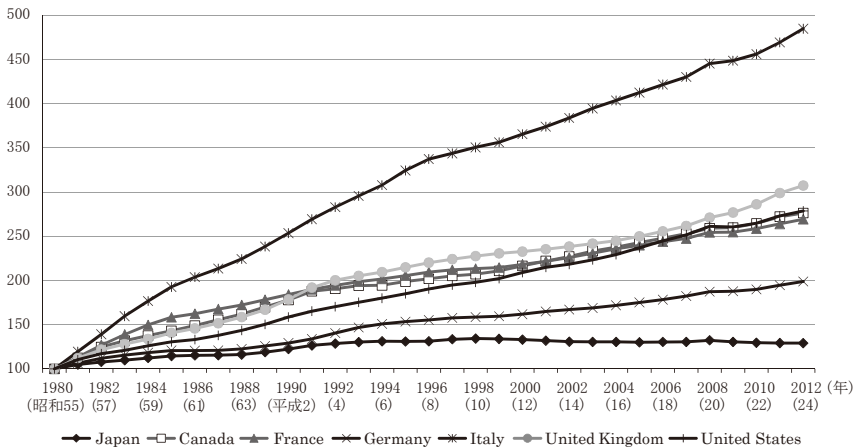


(出所) 石油連盟『今日の石油産業2014』により作成。

力をかけるはずのものであって、事実そのために苦況に追い込まれた分野も輸出産業や輸入競争産業などでは少なくない。だが、同時に生じた石油価格の下落は交易条件の急激な改善を意味し、石油エネルギーが日本の全産業の根幹をなしているため、円高から受ける全産業への収縮圧力はいわば相殺されてみえにくくなり、強気の景況感が生まれ、持続する一つの根拠となった。政策面についていえば、この交易条件の好転を余り計算に入れず、もっぱら円高の収縮圧力をターゲットとした円高不況対策が継続したことがバブル発生に繋がったという見方もできるかもしれない。また円高への転機とちょうど重なって起こった石油価格の低下は、当初はいわばタナボタ・天祐として機能したが、**図1-2-8**にみられるように、その初期条件としての効果が剥落して1バレル当たり10ドル台の価格が定常化した後に続く平成期の円高の進行は、救援のなくなったいわば裸の円高であって、平成不況を長期化する要因となったであろう。

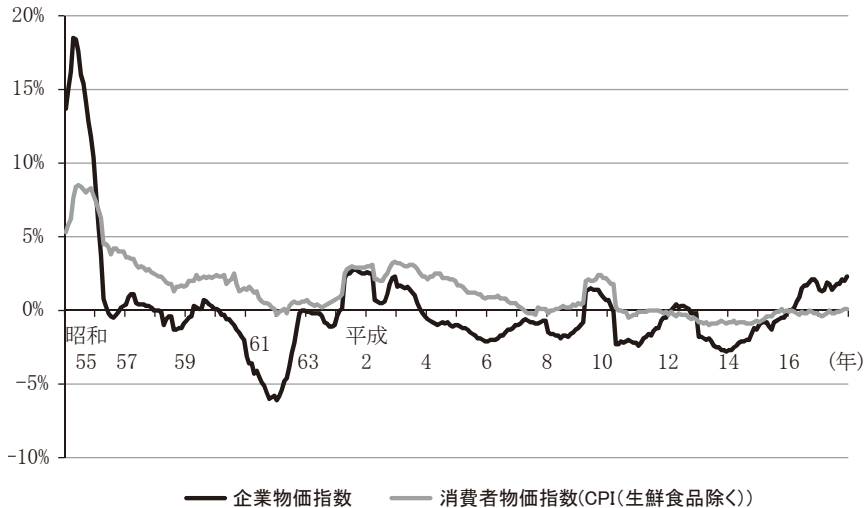
第五の根拠は物価の安定である。**図1-2-9**が示しているように、好況・バブルの期間、日本の消費者物価はごく緩やかに上昇しているとはいえ、多くは不況期に当たっているG7諸国の上昇に比べればほとんど水平といっていい程度の上昇にすぎない。特に企業物価指数は第2次オイル・ショック以後、ほとん

図 1-2-9 G7 諸国における消費者物価指数 (CPI) の推移 (1980年 = 100)



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database より作成。

図 1-2-10 企業物価指数及び消費者物価指数（CPI）対前年同月比



(出所) 企業物価指数…日本銀行時系列データより作成。

CPI (生鮮食品除く)…総務省統計局『消費者物価指数』より作成。

ど前年同月比でマイナスを記録していて、バブル最後の平成元～3年にプラスとなっているに止まる（図1-2-10）。消費者物価指数にしてもマイナスにならないまでも、せいぜい2～3%止まりの上昇にすぎない。その多くは円高による輸入物価低下や、もともと低価格の東南アジアからの輸入品の一層の低下によるものであるが、総じて好況の絶頂・バブル期にもかかわらず物価が安定し続けているのは、日本経済のパフォーマンスの優秀さを示すものと受け取られていた。

3 資金需給構造の変化と金融・銀行

(1) 銀行行動の変容

好況・バブルを取り巻くマクロの状況を概観したので、次にこのドラマの舞台回しかむしろ主役ともいべき銀行・金融の様相を一瞥しておきたい。全体は日本銀行による超低金利の導入・継続という土台の上に組み立てられていて、

金融・銀行はその舞台の上のメインプレイヤーだったからである。

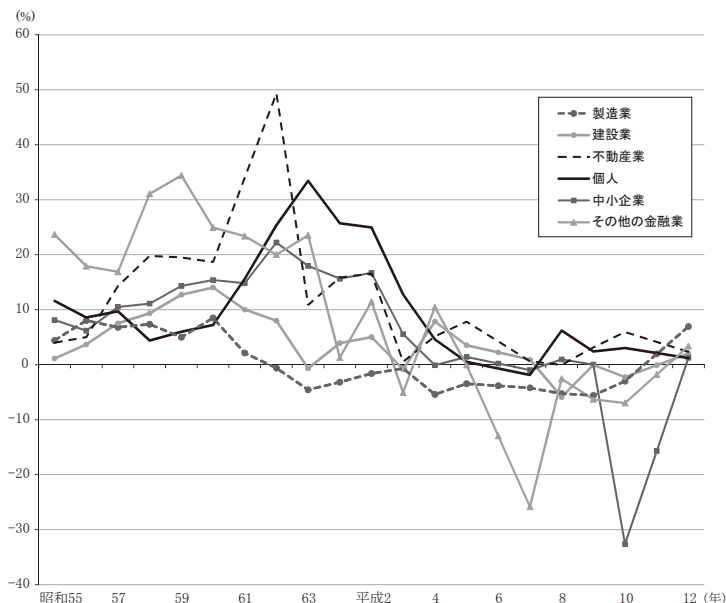
高度成長の対外面での成果が国際収支の黒字化であり、それが国際金融市場での日本の銀行のプレゼンスを高めたのは上記のとおりである。一方、対内面では成長の果実が次のように銀行の困難をもたらし、ひいてはそれへの対応がバブルへと導くこととなった。国際的な進出もこの困難からの脱出策の一つだったとみなすとすれば、内外ともに同じ困難への対抗だというべきかもしれない。高度成長とその終点というべきオイル・ショックの後の安定成長に対応して、日本の企業は総じて減量経営を指向し、それが資金の需給関係に大きな変化を生むこととなった。例えば、高度成長の中心的な牽引車であった製造業の大企業は、長年の成長・蓄積の結果、内部金融の比率が高まったところへ減量政策が重なって、投資資金の外部依存を継続的に下げていき、昭和50年代後半から60年にかけて、借入れ不用の域にさえ達し、それは円高不況後の好景気の期間にも続いている。

製造業の大企業とメインバンクの緊密な連携が、高度成長を支える資金需給の主流をなしていたのであるから、大企業のこうした変貌・銀行離れは、メインバンク、大銀行に大きな変容を迫るものであった。その変容のプロセスがそのまま昭和・平成景気、バブルの主役の役割を銀行に与えるプロセスだったのであった。

変容（**図1-2-11**）の第1は、業態別にみて、製造業への貸出の伸び率の低下、不動産業、個人、中小企業への伸び率の上昇である。いずれの傾向も長期的なものではあるが、昭和60（1985）年以降、そのカーヴが急峻になっていることは明らかで、特に不動産業についてそれは著しい。製造業の下降カーヴはなだらかであるが、大企業だけを取り出せばはるかに険しい下降カーヴとなるであろう。この変化の結果、例えば都市銀行の製造業貸出しの前年同期比でみると昭和57（1982）年には不動産業等貸出しに、昭和61（1986）年には個人貸出しにも凌駕され、その後長く逆転することがなかったのは、同図の示すとおりである。昭和60年から平成元年にかけて銀行の総貸出しの伸び率は年平均9%強であったが、不動産業貸出しやノンバンク向けが大半を占めるその他の金融業向け貸出しは20%前後で伸びている。

借り入れた側の不動産業では、昭和60年から平成元年にかけての土地投資資金82兆円のうち、62兆円を銀行借入によって賄ったという。¹⁾ またノンバンク

図 1-2-11 都市銀行の業態別貸出金の推移（前年同期比）



(注) 平成6年と平成11年については不連続なデータがあったため、その部分については前後の値の平均値を代替した。

(出所) 日本銀行『経済統計月報』各号及び同『金融経済統計月報』平成11年4月以降各号より作成。

は同じ期間に融資業務を22兆円から80兆円へと飛躍させているが、その約4割は不動産業向けであり、資金の約8割を銀行融資に仰いでいた。²⁾

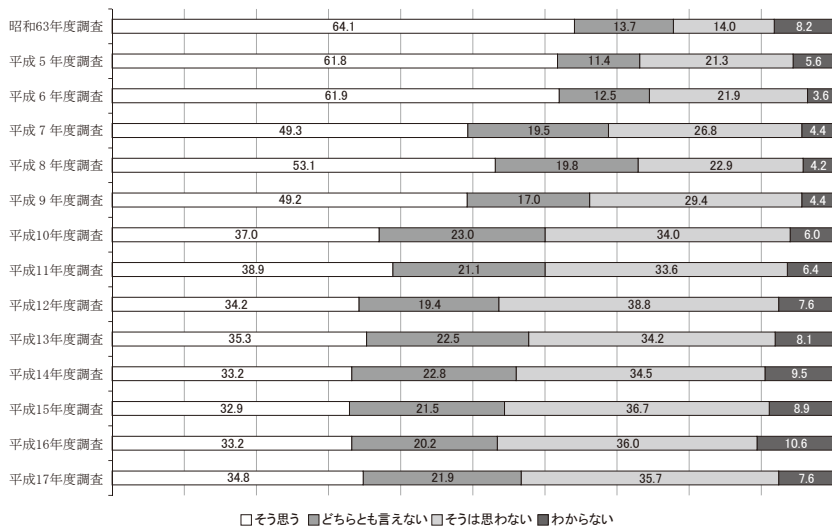
変容の第2は大企業から中小企業への融資先の重点移行である。上記第1の変化の中にも当然この要素が二重写しになって大きく関わっているであろうが、後述のように製造業だけをとってみてもこの変化は顕著に現れている。都市銀行では昭和60(1985)年度に中小企業向け貸出しは40%であったが、平成元(1989)年度には50%に達している。程度は多少下がるが長期信用銀行や信託銀行も同様の経過を示しているし、もともと対中小企業向け貸出しの比率の高い地方銀行でも、緩やかにこの傾向は進んでいる。無論これは大企業の銀行離れの裏側であって、その点を製造業大企業(資本金10億円以上)についてみると、資金調達のうち、借入金の比率は1960年代36.6%、1970年代20.6%に対し

て1980年代にはマイナス2.0%となっている。これに対して資金調達のほかの項目を、1970年代と1980年代で比べてみると、内部留保が69.6%から71.0%へ、増資が7.2%から17.5%へ、社債が2.7%から13.4%へと拡大している。³⁾ 大銀行の主要融資先の製造業大企業が、当時進展していた金融自由化の流れに乗って、急速に資金調達のルートが大銀行から資本市場へ、借入からエクイティ・ファイナンスへと切り替えていることが分かる。ちなみに、不況の平成年代になると、そのエクイティ・ファイナンスも減衰して内部留保が9割以上を占め、停滞している投資のほとんどすべてが内部資金で賄われている。⁴⁾ 上記第1の変容が、こうした窮状からの脱出を図った大銀行の経営戦略に由来するであろうことは容易に推察できよう。

第3の変容は不動産担保融資の割合が高まったことである。それは上記第1、第2の変容からある意味では当然に予想されることである。製造業の大企業と密着していたメインバンクは、融資先企業の情報を十分に把握しているから、融資の安全のための担保をとる必要などなかった。だが新たに開拓した不動産業や中小企業についてはそうではない。いわゆる情報の非対称性に悩まされなければならない、それにもかかわらず新規融資先を開拓したいということになれば、確実な担保を必要とする。不動産業の場合はいうまでもなく、中小製造業その他の場合も、土地・不動産が当然のように担保物件として選択された。経済全体が強気一色であり、地価は上昇することはあっても下がることはなく、土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産であるという土地神話が支配していた（図1-2-12）状況の下では当然の選択であろう。銀行側からすれば、価格の上昇が見込める不動産の担保は貸倒れリスクを懸念する必要性が少なく、情報の非対称性を容易に克服し得るのである。一方企業側は、保有する土地の価格が高まれば実質金利は低下し、借入れを一層容易に拡大できる。螺旋状に融資と投資・投機が継続・拡大し、地価はますます高騰するのである。

第4の変容は個人への貸出しの比重の増大である。これは第2の変容の場合と同様、銀行が新たな融資先を求めた結果の変化である。大企業の資金需要が旺盛だった高度成長期には、大銀行の個人向け融資の比率は当然低位であったが、事情が逆転した。都市銀行の場合、以前には住宅資金供給主体は住宅金融公庫であったのに、昭和61（1986）年にはそれを追い越した融資を行うに至っている。それだけではない。実はこの期間の個人への融資を牽引したのは住宅

図 1-2-12 土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産か（世論調査、％）



（出所） 総理府『土地問題に関する世論調査』（昭和63年6月調査及び平成6年2月調査）、国土交通省『土地問題に関する国民の意識調査』（平成22年1月調査）。

と並んで耐久消費財やサービス資金であった。高品質の新商品が登場したこともあるが、銀行融資が受けられないために繰り延べられていた需要が、先行きの所得上昇継続を見込んで融資を受けた消費者によって一挙に満たされたという側面が大きなものであったろう。非製造業や中小企業の場合と類似の事象が生じていたのである。

こうした銀行の変容は、既述のとおり超低金利・過剰流動性と金融自由化という金融環境の下、大企業の銀行離れに押されて生じたものと大筋では理解してよいと思われるが、副次的、追加的になお二つの環境条件を挙げておきたい。

一つは銀行に流入する資金、預金についてである。まず預金の主たる供給源の家計についてみると、所得の継続的上昇に加えて、この時期に急進展をみせた金融自由化で、保険や有価証券の保有が大きく伸びたとはいえ、預金も順調に伸びた。昭和60年度と平成2年度を比べてみると、家計保有金融資産に占める預金の比率は日本銀行資金循環統計（ストック）によれば、50.7%と45.6%と多少低下した程度である。しかもこの預金の内容は金利自由化を受けて過半が

自由金利預金に置き換えられている。銀行としては、高コストで大量に流入し続ける預金の運用先の新規開拓に追い立てられることとなるのである。

もう一つの条件が財政である。資金循環統計（一般政府フロー）によれば、政府部門の資金不足は昭和50年代には10兆円を超える年が多くあったが、その後は急速に不足幅を縮小して昭和末には余剰に転じている。鈴木内閣、中曽根内閣以降の行財政改革路線と好況・バブルによる税収増の賜物で、平成2年度には赤字公債発行ゼロを達成した。政府の資金不足はほとんど銀行など金融機関によって埋められていたのであるから、この財政政策の成功はそのまま銀行などの資金運用難の一翼を形成することとなる。

(2) いわゆる財テク

以上、昭和末から平成にかけての金融市場の資金の流れの大きな変化をみてきたが、この時期は企業やひいては個人による、いわゆる財テク全盛の時期でもある。上記の資金の流れの変化とそれとの間にどのような関わりがあるのであろうか。銀行離れにせよ、新規の銀行依存にせよ、その資金によって通常の好況期にみられる、設備投資を中心とする資本形成が大規模になされたことは既述のとおりである。

だが資金の流れはそこに止まらない。企業はそれと並行して大規模な金融資産による運用、いわゆる財テク活動を積極的に遂行した。特に大企業に顕著であるが、設備投資に要する資金不足を大幅に上回る大規模な資金を外部から調達して一上記のとおり、製造業大企業は銀行借入れから資本市場経由の直接金融に重点を移し、国外からの資金流入も急拡大した—金融資産を獲得する、いわゆる両建て取引が大規模に行われた。**表1-2-3**が示すように、金融・保険を除く法人企業全体で、昭和61～平成2（1986～1990）年度に調達した資金107兆円の充当先は、実物資産53兆円、金融資産29兆円で、直前の5か年に比べて実物資産は1.7倍なのに金融資産は2.7倍となっている。大企業だけをとれば、調達資金に対する実物資産の比率はこの間、68%から51%へと大幅に落ち込んでいる。一方、金融資産純増額を外部資金純調達額で除した両建て比率はこの間、57%から71%に急上昇している（**表1-2-4**）。こうした企業の金融資産は具体的には特定金銭信託（特金）、ファンドトラスト（ファントラ）等の新規流行の手段で証券会社、信託銀行、投資顧問会社などで運用されたほか、生命保険、損

表 1-2-3 法人企業部門（金融・保険除く）の資金収支

(単位：10億円、年度平均)

	1981～1985年度 (昭和56～60年度)	1986～1990年度 (昭和61～平成2年度)	倍率	1991～1997年度 (平成3～9年度)	
					倍率
資金調達計	50,500	106,880	2.12	61,588	0.58
外部資金	22,909	52,011	2.27	13,106	0.25
内部資金	27,591	54,870	1.99	48,482	0.88
使途					
実物資産	30,850	53,280	1.73	57,644	1.08
運転資金	8,614	24,204	2.81	2,539	0.10
金融資産	11,036	29,396	2.66	1,405	0.05

(出所) 大蔵省『法人企業統計年報』より作成。

表 1-2-4 両建比率

(金融資産純増額／外部資金純調達額、%)

		1981～1985年度 (昭和56～60年度)	1986～1990年度 (昭和61～平成2年度)
大企業		57	71
製造業		84	102
	手元流動性	44	48
	投資有価証券等	40	54
	非製造業	39	58
非製造業		39	58
	手元流動性	14	32
	投資有価証券等	25	25
中堅中小企業		44	48

(出所) 大蔵省『法人企業統計年報』より作成。

表 1-2-5 土地・株式の制度部門別取引

(累計、単位：10億円)

	土地純購入		株式純購入	
	1985～1990年 (昭和60～平成2年)	1991～1998年 (平成3～10年)	1985～1989年 (昭和60～平成元年)	1990～1998年 (平成2～10年)
非金融法人企業	40,652	△ 19,349	11,694	△ 9,965
金融機関	2,148	1,803	84,322	17,837
一般政府	20,925	44,028	△ 10,088	190
家計	△ 65,037	△ 27,432	△ 344	△ 7,458

(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』より作成。

害保険等で運用された。金融資産運用が機関投資家に集まるいわゆる機関化現象が日本でも進展したのである。運用の主たる対象は土地・株式であり、株式の場合、昭和60（1985）年から平成元（1989）年の間、東京証券取引所市場第一部（以下「東証一部」という。）の部門別株式売買高のシェアで、事業法人は7.5%から10.9%へ、銀行部門（長期信用銀行・都市銀行・地方銀行・信託銀行）

が7.9%から18.4%へと高まっている（個人と外国人のシェアがその分縮小しているが、売買高急膨張の中でのシェア低下である。）。株価の急上昇の大部分がこうした企業の財テク資金運用の結果であったに違いない。

個人も金融マインドを発揮してこの流れに棹差した人も多いようで、個人の資金調達額は昭和60（1985）年に9兆円であったのに、4年後の平成元（1989）年には4倍近い32兆円に達した。⁵⁾ 以前にはほとんどみられない急増ぶりである。その運用先は依然として預金が多いとはいえ、規制金利から自由金利預金へのシフトが激しく、土地は無論のこと、投資信託や保険など高収益狙いの運用など多様化している。株式投資についてみれば、個人株主数は昭和60（1985）年の1600万人から平成元（1989）年の2400万人（延べ数）へと増加し、年間の総売買高は東証一部で675億株から981億株へと増加している。上記のように総売買高の中でのシェアは低下しているが、その増加ぶりはかくの如くであった。

ただし、総体としての家計部門の動向は、表1-2-5の「土地・株式の制度部門別取引」が示すように、バブル・好況の間、土地・株式ともに売り越しており、特に土地については大幅に売り越し、その大部分は非金融法人企業によって購入されている。株式についても家計部門はごく小幅の売り越しで、金融機関が圧倒的な買い越しであった。バブル崩壊後も家計部門の土地売り越しは続くが、非金融法人企業が売り越し側に回り、一般政府が前期を超える大幅な買い越しとなっているのが大きな違いである。

〔注〕

- 1) 西村吉正『金融行政の敗因』（平成11年10月、文藝春秋）39ページ。
- 2) 同上 40ページ。
- 3) 小川一夫『「失われた10年」の真実』（2000年3月、東洋経済新報社）91ページ。
- 4) 同上 91ページ。
- 5) 西村吉正『金融行政の敗因』（平成11年10月、文藝春秋）47ページ。

第3節 バブル崩壊・長期不況

1 株価・地価暴落

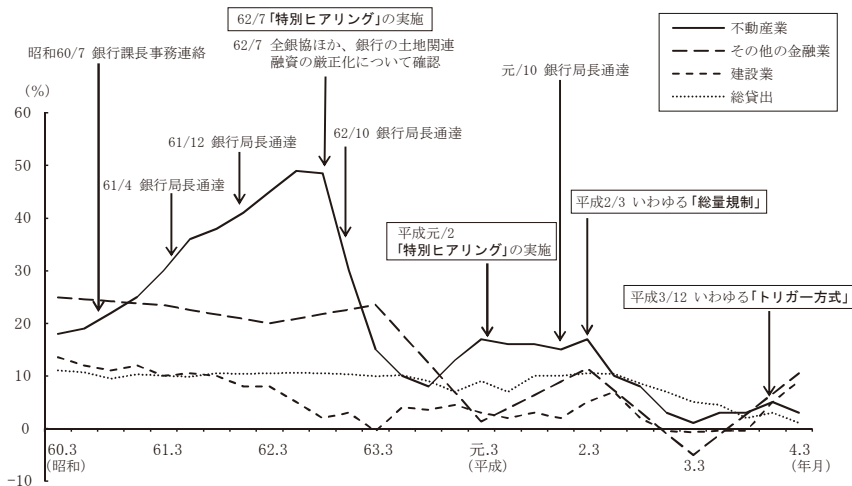
平成元年12月29日、東京株式市場大納会で、日経平均株価は3万8915円の史上最高値を記録した。うち続く好況と株価上昇の熱狂の中にいる人々は、みな平成2年の4万円相場を期待していたという。だがこの最高値が、昭和末期から続いていたバブルの最後を告げる弔鐘となった。一番底2万8249円（2年4月5日）、2番底2万221円（同年10月1日）と、年内に最高値から50%近い下落となった後なお下げ止まらず、最低の3番底は4年8月18日の1万4309円である。最高値から63%の下落となる。その後、**図1-2-6**に示されるように、平成12年にかけて大体1万5000円と2万円との間を上下する。12年以後更に下落して1万円を割り込むこともあるが、平成12年を過ぎて13年に至るころには、バブル開始直前の昭和60年ごろの1万円水準に逆戻りしたことになる。熱狂の中で起こった株価暴騰がいずれ崩落するのは当然であった。その根底をなしたのが金融の超緩和であったことは既述のとおりであるが、株価形成のメカニズムに即していえば、エクイティ・ファイナンスそのものがそれをもたらしたのであった。以前の額面割当て方式と違って、ここでは株は時価発行されるが配当は額面割当てなので、発行企業としては低コストの資金獲得が可能であって、実際当時アメリカの企業の資金調達コストは5~8%だったのに、日本の場合は2%程度だったといわれる。ということは株式配当の多寡によって株価の動向が基本的に左右されるのではなくなくなったことを意味し、極端に言えば、株の購入行為はひたすらキャピタル・ゲインの見込みに依存することになる。それはバブル的であるが、もとをただせば、日本の企業が資本自由化対策として株式持合いを拡大し、相互に配当には拘泥しないという体制を整えてきたことの結果であったのかもしれない。強気が支配する時は青天井で上昇し、いったん弱気に転ずれば、配当による抑制が働かないため、底無しの株価下落に陥るほかないというおそれを抱えている。企業の利益率や株価収益率などの指標からみて、絶頂期の株価水準は根拠を失っていたのであり、遅かれ早かれきっかけ

さえあれば下落は必至であった。平成元年から始まった日米構造協議（後述）で、アメリカ側が日本の株式市場の態様を厳しく批判したことが市場の空気を冷やしたところへ、市場の中では、平成2年に入ってから米系大手証券の新金融技術を駆使した裁定取引が暴落の直接の引金だなどといわれるそうだが、その真偽はここではどうでもよい。

未曾有の低金利と膨大な過剰流動性を土壌として生じた点では、不動産価格暴騰も株価と同じである。だが株価の上下は、株を保有しなければとりあえずは市民生活を直接左右することはない¹⁾が、地価の変動は、すべての市民の居住条件を左右するのであるから、その社会的影響ははるかに大きく、政策対応が求められることになるのは下記のとおりである。その地価は株価に1年ほど遅れて²⁾同じ急落のカーブを描いているのは、**図1-2-6**が示しているとおりである。株価は平成に入ってから景気の上下を多少とも反映して1万5千円と2万円の間を上下しつつ平成12年を迎え、その後再度下落しているが、地価はほぼ一方的に下落し続けて平成12年を過ぎ、18年に一応底をつけることとなる。第二次世界大戦後地価が低下したのは、オイル・ショック、列島改造後、1年間だけそれも5%程度であった。今回は15年以上継続してピークの4分の1にまで下落している。

上昇する局面では、地価の動向を左右する金融の動向について、政府は繰り返し通達等によって抑制措置を講じてきたし（**図1-2-13**）、日本銀行も平成元年5月に、長きにわたった2.5%の公定歩合を3.5%へ引き上げたのを手始めに、1年余りの間に5回、合計3.5%の引上げで平成2年8月には6%まで引き上げるといふ急激な対応をしている。もっとも、比較的早く地価安定ないし下落が始まった東京を別とすれば、元年から2年の初めまでは余り効果がみえず、株価崩落の後も地価は上昇し続けた。だが、平成2（1990）年3月27日付大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」の後、不動産価格の下落が始まった。当該通達は、いわゆる「総量規制」といわれるものである。それは、全国の銀行、信用金庫、信用組合、生命保険、損害保険、外国銀行に対して、「当面、不動産業向け貸出については、公的な宅地開発機関等に対する貸出を除き、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制することを目途として各金融機関において調整を図るよう」求めたものであり、この趣旨に鑑み、「当面、不動産業及び建設業、ノンバンクの三業種に対する融資の実行状況を報告するよう」

図 1-2-13 業種別貸出残高対前年同月比（都銀）と通達等の推移



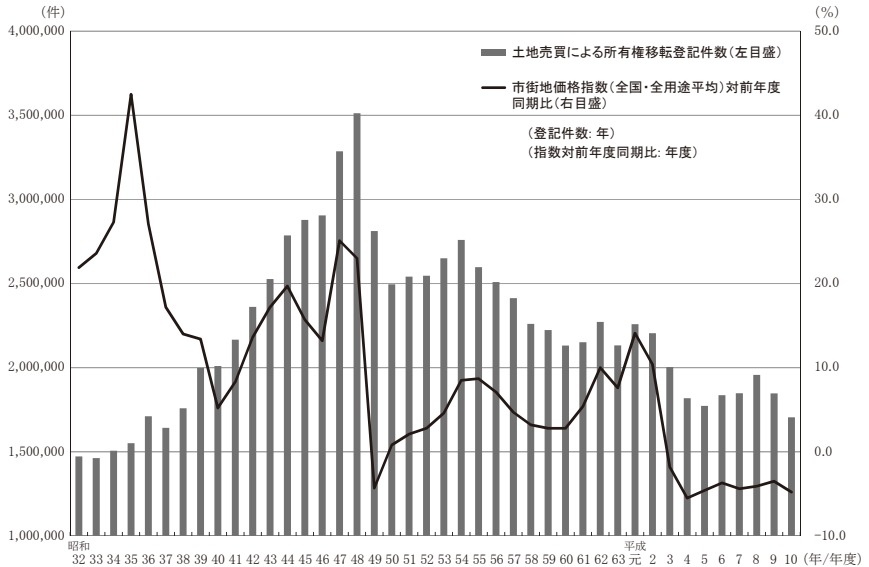
(注) 「その他の金融業」の計数は各年3月末の計数のみを表示。

(出所) 日本銀行『経済統計月報』各年版、大蔵省『銀行局金融年報』（昭和63年～平成4年版）、同年報別冊・『銀行局現行通達集』（昭和61～平成2年版）より作成。

併せて求めたものである。その効果が絶大であったことは、図1-2-13が明示している。既に、当該通達に先立つ昭和62年10月付大蔵省銀行局長通達後には、それまで総貸出残高の伸びを大幅に上回っていた不動産業、その他の金融業（主としてノンバンク）向け貸出残高の伸びは低下傾向を示していたが、平成2年3月27日通達後は総貸出残高の伸びをむしろ下回り、その後、伸びはほとんどゼロないしマイナスとなった。

金利政策の引締めに比べて「総量規制」が融資の抑制に効果的に働いたのは当然であった。当時、不動産取引の多くは地価騰貴を見込んだ投機的なものであったが、引き上げられた金利水準よりも高い率での地価上昇を見込む投機者は、借入れによる購入に十分な理由を持っていた。金融機関もまた、過剰流動性の中で運用先を探し、これに応ずる十分な理由を持っていた。しかし、金融機関は、金利のいかに問わず、前述の通達に基づき融資を抑制せざるを得なかったと考えられる。³⁾ これにより、投機者は、売却益が期待できるにもかかわらず購入することが困難となり、不動産取引は急速に縮小した。「土地売買による所有権移転登記件数」は平成3年から5年にかけて、「市街地価格」も

図 1-2-14 土地売買による所有権移転登記件数と市街地価格指数対前年度同期比の推移



(注) 市街地価格指数対前年度同期比は、各年度とも翌年3月末の前年同月比伸び率である。
(出所) 法務省『民事・訟務・人権統計年報』(昭和41年、57年)、『市街地価格指数』(平成17年12月、日本不動産研究所)より作成。

平成3年度から4年度にかけて急落し、その後、低迷が長期に継続することは図1-2-14が示しているとおりである。なお、戦後の日本で不動産取引市場において取引件数や不動産価格の軟調さが顕著に現れたのは、この時期を除き、第一次オイル・ショック後の昭和49年の時期のみである(図1-2-14では昭和49年度の数値で示されている)。

もっとも、総量規制対策としての抜け道がなかったわけではない。金融機関は、融資先の不動産業やノンバンクの資金繰り難が自己のそれら業態への融資の返済困難をもたらす恐れがあるとして、総量規制の対象外の住宅金融専門会社(住専)や一部のノンバンクへの融資を膨張させ、それら業態への融資増を期待し促したのである。いわば迂回融資増加である。なおこの時期、この間の空白状態をついた形で、農林系統金融機関も住専に対する融資を急増させている。もっともそれらの融資は膨大な不良債権と化して以後の平成期の経済、金融面の課題の核をなす運命にあった。またそれらの融資も巨大な規模の不動産

市場の急激な縮小を埋め合わせる程の力量はなく、実は、総量規制は平成3年末に解除されるのだが、その頃には問題業態企業の多くは経営不振ないし破産に陥るのを避けられなかった。

株価の下落率はピークの元年12月から4年8月までに63%に及び、昭和40年の証券不況の44%をはるかに超えて昭和初期の金融恐慌の67%に匹敵する激しさであったし、地価については上述のとおりである。だがそうした下落について、当初人々は余り深刻に受け取らず、下落開始後に追い打ちをかけるように、日本銀行が平成2年に公定歩合を6%の高さまで引き上げた時にも、むしろバブル退治として歓迎するほどであった。それは一つには、政府の経済見通しが実態を大きく上回っていたこと（**図1-2-3**）に示されているように政府自体も楽観的な見通しをもっていたし、民間でも、例えば当時の日本銀行の「全国企業短期経済観測調査」からは、2年から4年頃までは楽観論が強かったことが窺われるのである。一方、バブル期には金融界などで社会的不正、不祥事が続発し、人々の間には資産保有の有無による不平等拡大への不満が鬱積しており、バブル崩壊が喝采をもって受けとめられる社会的な気分が満ちていた。報道でもその風潮を鎮めるよりは煽る傾向が強かったようにみえる。

だが実際には、事態が深刻であったことはその後の経緯から明らかである。山登りならば、登山口から上り始めて頂上を極め、以後下りに転じて、もとの登山口なりほかの場所なりまで下ることで無事その企画は完了し後に特に残るものはない。**図1-2-6**は一見そのようにみえるかもしれない。だがこの図は株価や地価の上下であって登山ではない。それに関わった企業や投機者のほとんどすべての財務構造が上りと下りを経た結果一変し、ひいては日本経済の態様が一変するのである。バブル期には、企業や投機者は既述のとおり借入れによって株式なり不動産なりを購入するから、バランスシートとしては資産と負債が両建てで増加する。資産価格が上昇傾向にある限り、担保価値は増加し、借入能力が高まるのでその値上り含み益を元にして一層の追加の借入れが行われる。こうした操作が繰り返され、バブルは膨張し続ける。他人の禰で相撲を取り、濡れ手で粟が実現する。だがその流れが途切れて逆流し始めると事態は一変する。株価や不動産価格下落を反映してバランスシートの資産価値は低下するのに、負債は返済されない限り低下しないから、過剰債務、経営困難からひいては破産のリスクが大きくなる。

〔注〕

- 1) 年金や生命保険などの積み立て資金が株式で運用されていることを考えれば、影響がないといえるわけではないことはいうまでもない。
- 2) 地方差があり、国土庁の地価公示では全用途平均で東京圏、大阪圏、名古屋圏は平成3年、地方平均は4年（それぞれ1月1日）となっている。6大都市市街地価格、全用途平均では2年9月。
- 3) 民間の融資活動に行政が介入すべきでないという趣旨の批判があったが、法的には平成元年12月14日に成立していた土地基本法第9条「土地に関する施策を実施するため必要な法制上、財政上及び金融上の措置を講じなければならない」に基づくものであった。

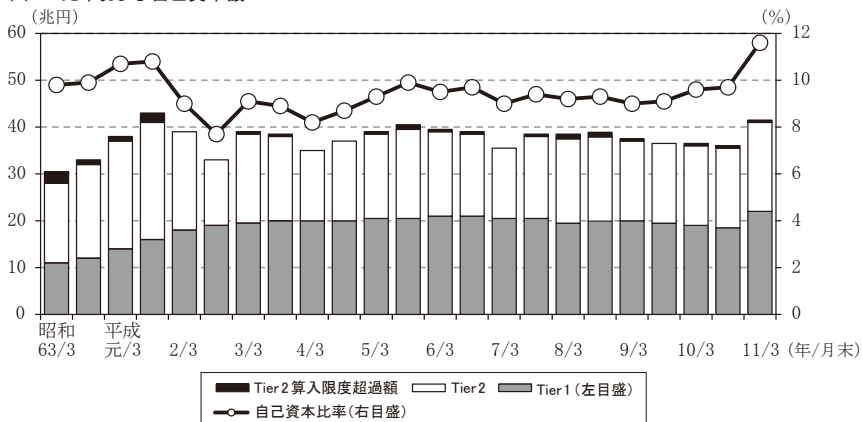
2 金融機関の対応

となれば、彼らに資金を提供し続けてきた金融機関がその衝撃と無関係のはずがない。金融機関のバランスシートの資産側にある貸出金が、その借り手であり実際の運用当事者である各種企業、ノンバンクや投機者の手元で減価しているのであるから、金融機関からすれば不良債権に転化するかもしれないのに、負債側の受入預金や発行債券や他行からの借入金などは減少しないから、経営体としての金融機関の信任は傷つく。加えて、続発する金融機関のスクandalが追い打ちをかける。更に、長い間金融界を指導し、銀行不倒神話を支えてきた大蔵省・日本銀行への信頼も揺らぎ始める。金融システム全体が不安定化するおそれが強まるのである。そこで次に、こうしたバブル崩壊の核心部分とみなされる銀行の態様を簡単にまとめておくことにしよう。

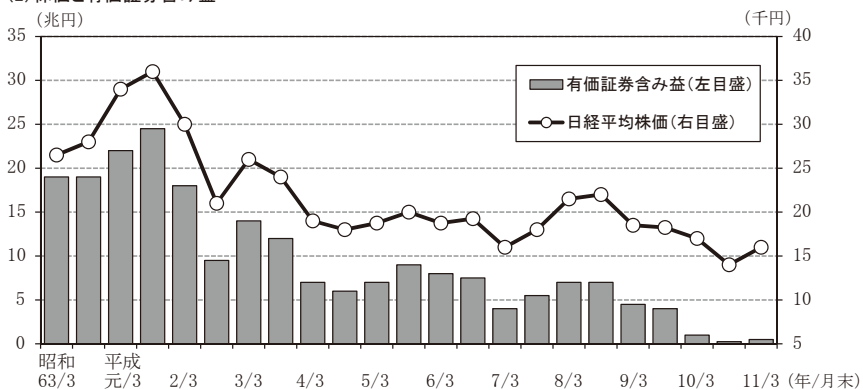
第1の話題は株価崩落とBIS規制の関係である。既述のとおり、BIS規制について日本は、銀行の保有する株式など有価証券の含み益の45%を自己資本(Tier2項目)に算入することを強く主張し、それが成功していた。それを踏まえて、バブル期には増資による自己資本(Tier1項目)の拡充とそれに対応するTier2の一層の拡大とを繰り返し、急激なリスク・アセット保有(貸出し)拡大を実現している。リスク・アセットに対して最低8%の自己資本を要求するという規制の規定は、裏返せば自己資本の12.5倍までは貸出し可能ということである。BIS規制は金融機関の最低限の健全性の確保を目指すものであったが、バブル期には株価騰貴に乗じた増資と、膨張する含み益の45%を含んだ自己資本の急増により、都市銀行の場合、平成元年、平成2年のリスク・アセッ

図 1-2-15 金融機関の自己資本比率

(1) BIS比率および自己資本額



(2) 株価と有価証券含み益



- (注) 1. 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行のうち、平成11年3月時点におけるBIS国際基準適用行16行の集計値。
 2. 有価証券含み益は、BIS比率算入可能な有価証券含み益全体の45%相当額。
 3. 日経平均株価は年度半期末の終値。

(出所) 翁邦雄・白川方明・白塚重典「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」(日本銀行金融研究所『金融研究』2000年12月/第19巻第4号)284ページより作成。

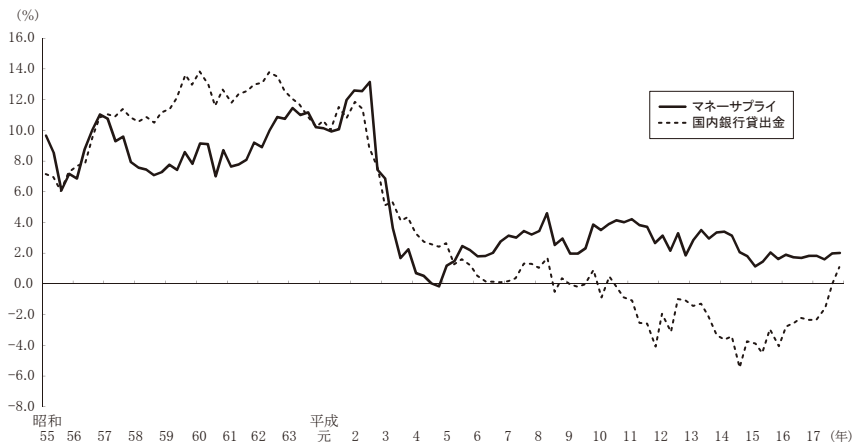
トの増加は20%前後、40兆～60兆円を記録し、¹⁾それが更に株価・地価の高騰をもたらすのであった。

だが、平成2年の株価急落で場面は一転する。16行の有価証券含み益は図

1-2-15によれば約25兆円（平成元年度半期末）、約10兆円（平成2年度半期末）と急減し、平成2年度後半にやや持ち直すが、平成4年度半期末には5兆円ぎりぎりまで減少する。それらはTier2項目の自己資本の減少となり、それに引きずられて自己資本比率全体の低下が起り、バブル期には楽々10%を超えていたのに、平成2年度半期末にはいったん8%を割り込み、BIS規制の日本適用（平成5年）が近づいた平成3～4年度頃には8%の基準保持が危ぶまれる水準であった。銀行としてはバブル期に急増させた国外資産や国内のリスク・アセットの削減を図るなどして対応するほか、BIS規制でTier2項目として認められている劣後ローンや劣後債等によってそれに対応することで補強を図り、規制を辛うじてクリアしている。しかしそれらの資金は生命保険や損害保険によって供給されたことから、金融市場全体として資金が新規に供給されたとはいえ、銀行が自己資本確保のためにその資金をリザーヴするからには、全体としての信用収縮圧力は高まったままということになる。銀行としてはそれは応急策であって、信用供与、リスク・アセットを圧縮するという経営方針の大転換が不可欠であった。図1-2-16は、平成当初まで年々十数%の伸び率であった国内銀行貸出金が平成2年から急落して平成7～9年頃には0%近傍、10年過ぎには恒常的にマイナスになるという深刻な様相を示している。こうした信用収縮には、バブル期の信用の過剰拡大の修正といった側面もあったと考えられるが、バブル的融資のルートを締めあげて総量規制や金融引締政策とともに株価や地価の一層の下落を促進しただけではなく、平成9年、平成10年の金融危機時には本来の実体経済の企業設備投資資金供給をも圧迫する、いわゆる貸し渋り問題を引き起こすことになる。バブル崩壊とその後の停滞という日本国内の経済変動が、BIS規制を金融自由化後の規律のあり方としてではなく、もっぱら外から付与された規制をクリアできるかどうかの問題としてしか受け止められなかったことにその根源の一つがあったのであろう。BIS規制は日本だけでなく関係国すべてに適用されるのであるが、日本は45%条項を獲得し、景気動向と同じ動きをする含み益の水準に深く依存したことが、他国にはない打撃となったのである。

第2の話題は地価暴落・ノンバンク・不良債権である。地価の下落が不動産業や建設業に打撃を与えるのは当然として、大部分の資金をそれら業種や、実質的に土地購入に充当されたものが多いとみなされる「金融業」、「小売り・

図 1-2-16 マネーサプライ及び国内銀行貸出金の対前年同月比の推移



- (注) 1. マネーサプライ、国内銀行貸出金ともに月末残。
 2. マネーサプライはM2+CDによる。
 3. 国内銀行貸出金については、平成元年に相互銀行の一斉普通銀行転換があったため、平成元年3月までは、相互銀行を含まない計数での伸び率。平成元年6月～2年3月までは、前年の全国銀行のデータに相互銀行主要勘定の資金融資量を加算した数字からの伸び率を採った。2年6月以降は、第二地方銀行を含む計数。
- (出所) マネーサプライは日本銀行時系列統計データ検索サイトより作成。
 国内銀行貸出金については、日本銀行『経済統計月報』（昭和55～平成6年各年版）と日本銀行時系列統計データ検索サイトより作成。

サービス業]、「個人」などへ融資していた、ノンバンクや住専の経営を直撃したのも当然であった。のみならず、それら金融機関を設立し、そこへの融資によって高い利益を得ていた銀行が玉突き状に打撃を受けることは避けられなかった。銀行勢の主体は都市銀行、長期信用銀行、信託銀行などであり、農林系統金融機関もそれに加わっている。ということは、日本の金融の中核部分がこの混乱に巻き込まれているということであり、全体としての金融システムが動揺するということにはほかならない。これが、この後述べる本財政史シリーズの対象期間全体を通じての経済の停滞、金融の収縮からひいては大きな財政支出につながる住専問題、不良債権問題の始まりである。

ノンバンクの事業規模は最盛期には130兆円前後で、その資金のうち100兆円以上を銀行からの融資によっていたといわれる。運用は100兆円程度が大部分不動産担保の貸出しで、残りは有価証券投資だったといわれる。²⁾ 不動産担保

の貸出しのうち、14兆～24兆円が潜在的な評価損という計算がある³⁾が、それ以外の貸出しや有価証券投資も当然かなりの打撃を受けているはずであるから、それらを合わせれば14兆～24兆円の金額をかなり上回る額になることは疑いない。これらのノンバンクが、正常な金利支払いや元本返済に困難を生ずることは当然予想され、それが現実化すれば融資元の諸銀行にとっては、自行自身の持つ不良貸付案件に加えてノンバンク発の不良債権発生ということになる。

大蔵省が金融機関の不良債権額を初めて公表したのは平成4年4月のことで、金額は約8兆円、総資産に対する割合は1.13%であった。ただその数字は、主要21行（都市銀行、旧長期信用銀行、信託銀行）の延滞債権（破綻先及び6か月以上延滞債権）に限られたもので、当時民間で50兆円などという推測がなされていたこともあって議論を呼んだ。その後も大蔵省や全国銀行協会などが次第にカヴァレッジを広げながら金額を発表していき、⁴⁾最終的には10年にアメリカの証券取引委員会（SEC）の基準に合わせて定義が確定した。それによれば、11年3月の預金取扱金融機関の不良債権残高は38.7兆円であった。ただ当時も地価下落は続いていて、平成12年を過ぎても不良債権は増え続けており、ピーク時の14年3月には53兆円となっている。金融再生法開示債権ベースの不良債権比率は主要行についてみると、12年前後には6%程度、14年3月期には9.2%であった。平常時の比率は0.3%程度だといわれているから、いかに異常だったかがわかるであろう。しかもこれは全体の平均数値であるから、個別적으로는はるかに危険度の高い機関があり、破綻するものが続出することになり、いわゆる護送船団方式では対応しきれない事態となり、政府も新たな対応策を模索することとなる。

平成6年の東京協和信用組合と安全信用組合の経営危機・破綻処理に当たって、東京都・民間金融機関・日本銀行が出資する東京共同銀行を設立する処理スキームが、新しいタイプの金融危機対応の形を示すこととなった。伝統的な護送船団方式では、破綻金融機関を体力のある金融機関が吸収合併し、その機関は厳しい店舗行政の制限にもかかわらず、それによって店舗を増やし、預金を増やすメリットを享受し得た。だが、バブル期に進んだ金融の国際化・自由化でそのメリットが失われたのと、バブル崩壊で破綻金融機関を吸収する体力のある銀行等がなくなったため、新たな対策・方式が模索され作り出されていくことになる。特に9年11月に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シ

ティ銀行などが破綻して金融危機状況が出現するに及んで、資本増強制度や新しい破綻処理制度の整備が早急に求められた。10年2月には、いわゆる金融機能安定化法が成立し、更に同年10月には、「金融機能の安定及びその再生を図る」ため、金融機関の破綻処理の原則、破綻した金融機関の業務承継等を定める、いわゆる金融再生法、金融機能早期健全化法が成立した。金融再生法は、金融機関の破綻処理に公的資金を投入することや一時国有化⁵⁾を定める一方、破綻機関の不良債権等の財務内容その他の経営状況の開示、経営者等の責任の明確化、預金者等の保護、金融仲介機能の維持などが定められた。同法においては、破綻処理の方法として、吸収合併だけでなく、ほかの健全な金融機関が「営業若しくは事業の譲受け又は合併により被管理金融機関の業務を引き継ぎ、かつ、当該引き継いだ業務を暫定的に維持継続すること」を主たる目的とする承継銀行となることや、「営業譲渡等が行われることなく」破綻機関の「業務の全部の廃止又は解散が行われる場合」に特別公的管理銀行を設立することが定められた。金融機能早期健全化法はその名のとおり、「金融機関等の資本の増強に関する緊急措置の制度を設けること等により我が国の金融機関の早期健全化を図り、もって我が国の金融システムの再構築と我が国経済の活性化に資する」ことを目的とした制度で、これに基づいて11年に主要15行に対して自己資本増強のために7.5兆円の公的資金が投入された。

これより先、平成7年12月には、バブル崩壊・不良債権問題の象徴ともいべき住専の破綻処理方式が決まった。住専は、融資総額13兆円のうち実に半額に当たる6.4兆円に上る損失を抱えていた。これを誰がどう負担するかについて激しい議論が闘わされた結果、住専設立母体行3.5兆円、一般金融機関1.7兆円、農林系統金融機関5300億円、公的資金投入6850億円とされた。だが、この方式を決めた当の責任者の武村蔵相を含めた村山内閣が、決定直後に総辞職するといった政治的な混乱もあり、この公的資金投入については国民の反発が強く、あとを継いだ発足当初の橋本内閣時の国会でも長期にわたって議論が紛糾し、それ以降の公的資金による破綻処理を強く制約することとなる。住専は、住専処理法で完全に消滅し、住宅金融債権管理機構が残務を引継ぐこととなってその限りで混乱は収拾した。しかし、住専は深刻ではあったが問題の一部にすぎず、これを契機に広く不良債権処理の一般的な手法の整備が目指されて、8年6月、金融3法（経営健全性確保法、更生手続特例法、預金保険法の一部改正法）

が制定された。といっても金融混乱はここで終息したわけではなく、翌9年には上記の深刻な破綻劇が起り、金融再生法等へと至るのである。しかもちょうどこの時期、金融ビッグバンや中央省庁改革や財政構造改革法などの改革プランが推進される一方で、不良債権処理は政治の中枢の課題とはなっておらず、継続的な地価の下落等により、その後も不良債権の増加はやまなかった。結局9%を超えていた不良債権比率が3%程度までに下がり、不良債権問題がとまかく峠を越えたとみなし得るのは、平成17~18年頃のことではなからうか。

だが不良債権処理の進行は、銀行の貸出活動を制約するという面がある。それは、不良債権が処理されてバランスシートから外されればその分株主の持分、自己資本の削減になり、BIS規制の8%を割り込む危険があるからである。それを避けるためには、リスク・アセットを一層削減して、その分リスク・ゼロの国債保有等に乗り換える必要がある。国内銀行の貸出金残高をみると、そのピークは9年の493兆円であり、その後16年の404兆円まで例外なく連年減少し続けている。⁶⁾ 他方この間、国債・財政投融资債の保有はほぼ増加し続けている。無論こうした動きは不良債権処理だけからくるわけではなく、バブル崩壊に由来する銀行自体の体力低下が銀行側の原因であるだろうし、借り手の側の需要低迷も当然作用しているし、財政側での急速な公債発行増加への銀行の対応という面もある。とはいえ、バブル崩壊を追いかけるように日本に適用されたBIS規制という国際的な枠組が、既述の株価下落に伴う混乱のみならず、不良債権処理を迫られていた銀行の貸出行動に影響を与えていたことは疑いないであろう。

〔注〕

- 1) 高尾義一『平成金融不況』（平成6年、中央公論社）44ページ。
- 2) 同上、62ページ。
- 3) 同上。
- 4) この間の経緯については、本財政史シリーズ『平成財政史—平成元~12年度』第6巻「金融」の当該箇所を参照。
- 5) 特別公的管理という。10年に日本長期信用銀行と日本債券信用銀行に適用された。
- 6) 日本銀行『金融経済統計月報』（2008年12月号）による。

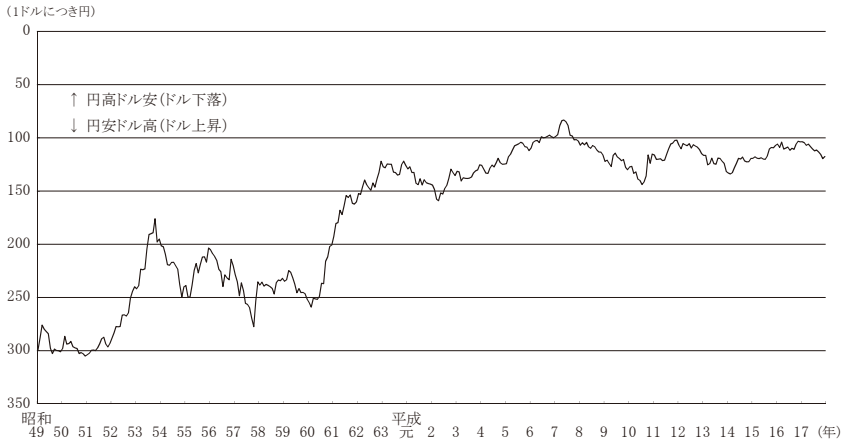
3 バブル崩壊期・景気下降期の円高

度重なる急速な金利引上げ等が影響してバブルの崩壊をもたらした上に、湾岸危機で石油価格が急騰したこともあって、日本銀行は平成2年8月に公定歩合を5.25%から6.00%に引き上げて崩壊に追い打ちをかけることとなった。また、この時期には、湾岸危機対応として財政面では2年度に臨時増税と経費削減が行われている。こうした状況の下、景気は減速していく。これに対して日本銀行は、3年7月に公定歩合を前年の6.00%から5.50%へと引き下げ、その後も5年2月までに5回引き下げてバブル期に維持していたのと同じ2.50%にし、更に同年9月にはそれをも下回る1.75%まで引き下げた。だがバブル・好況期に積み上がった設備投資・住宅投資などの資本ストックの調整、資産デフレによる企業や家計のバランスシート悪化と、それによる銀行の不良債権の増加と貸出機能の低下などの重圧で、こうしたかなり大幅な公定歩合の引下げも、5年頃まではほとんど効果がなかったように見受けられる。

財政面では3年末の宮澤内閣発足から積極化し、4年から5年にかけて緊急経済対策、総合経済対策、新総合経済対策などが打ち出された。財政は、バブルの恩恵で豊富な税収に恵まれて、2年には特例公債依存体質からの脱却に成功しており、この時期、建設公債増発による積極的な公共事業や減税による需要増加策をとる余地があると期待され、拡張的な政策が実施されたのである。だが上記のとおり5年頃までは全体として景気が好転したとはいえないままであり、5年から6年にかけてその効果が徐々に現れ、緩やかな回復傾向がみられるようになった。しかし、こうした傾向に水をかけたのが、円高とデフレの進行であった。

円の為替相場を示したのが図1-2-17である。一見してプラザ合意後の昭和期末の円の急騰のカーブが印象的であるが、それは好況期の現象であった。勾配はそれほどではないとはいえ、平成に入ってから7年に至る円の上昇は、長期にわたる下降期・不況期の現象であって、経済に与える打撃ははるかに深刻であった。平成当初は1ドル=140円程度だったのに、ドルはほぼ一直線に下落して100円を割るのが6年で、7年4月には一瞬80円を割り込み4月から8月まで80円台が続くという有様であった。さすがに80円を割るという水準は、阪神・淡路大震災からの旺盛な復興需要が金利高をもたらすというやや投機的

図 1-2-17 円の対ドル為替相場



(注) 東京市場の月末17時のスポット・レート。

(出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより作成。

な予想のせいが大きかったであろうが、平成に入ってから財政が積極的に拡張路線を採ったにもかかわらず、金融緩和がそれに対応するレベルに至らなかったために円高傾向が止められなかったという趣旨の批判も少なくない。¹⁾ ただ日本銀行は7年になると公定歩合を1.75%→1.0%、1.0%→0.5%と引き下げている。当時0.5%は史上最低の水準であり、これはほぼ同時に行われた6000億～8000億円という大規模な為替介入（従来の介入規模は時として1000億～2000億円の例もあるがほとんど数百億円規模だった。）と合わせて顕著な効果を生み、為替市場の方向を変えさせることとなった大胆な政策だったとっていいであろう。それにもかかわらず、かつて急激に引き上げてバブルを崩壊させた頂点としての6%水準からの引下げのスピードが、急速に深刻化するデフレに鑑みて緩慢過ぎたということはいえるかもしれない。加えて、日本の元々の経常黒字体質は不況で一層強まった上に、円安の方向性を持つ対外投資がバブル期の失敗から消極化していたことも円高を推進することになったであろう。

円高をもたらしたものは国内事情だけではない。外部環境としては、何よりも平成5（1993）年に成立したアメリカのクリントン政権の政策姿勢の影響が大きかった。アメリカ経済の再生を目指し、自国通貨ドル相場の下落を望むという超大国、基軸通貨国の大統領らしからぬ振舞いを先頭に、官民挙げて産業

各分野で対日貿易摩擦を激化させたいいわゆる日本バッシングも、円高進行に対して力があつたことは間違いない。こうしたアメリカの姿勢が変わるのは、一方で1ドルが80円を割るという当時としては異質なドル安に直面した上に、アメリカ経済の「再生」がみえてきて自国経済の先行きに自信を持つようになり、強いドル路線に回帰しつつあつて日本バッシング熱が醒め始めた平成8(1996)年以降のことであり、事実その頃1ドル=100円程度に回復している。

平成初めの5～6年間の下降期、低成長期を通じて起こつた円高の進行、140円から90円へのカーヴは、作図いかんによってはこの間のCPI上昇率の低下カーヴとほぼ完全に一致させることができるほど、重なり合っていることが分かる。²⁾ CPI上昇率はこの間3%からほぼ一直線に0%を目指して低下し、7年には0%を突破してデフレ領域に落ち込んでいる(図1-2-10参照)。もっとも、9年、10年にはやや持ち直すものの、11年以降、再度マイナスに落ち込む。無論CPI上昇率低下のすべてが円高に由来するとはいえないが、長期にわたるこの二つのカーヴが示す同調から、円高とデフレの悪循環なり、かなり強い因果関係なりを推定することができるように思われる。図1-2-10が示すように、企業物価指数上昇率は既に3年からマイナス領域に入り、総じて食料、燃料、基礎原材料の輸入依存度が著しく高い日本では、CPIよりもこちらの方が円高との因果関係は強いかもしれない。

〔注〕

- 1) いわゆるマンデル=フレミング理論による。
- 2) 例えば、黒田東彦『財政金融政策の成功と失敗』(2005年7月、日本評論社)107ページ。

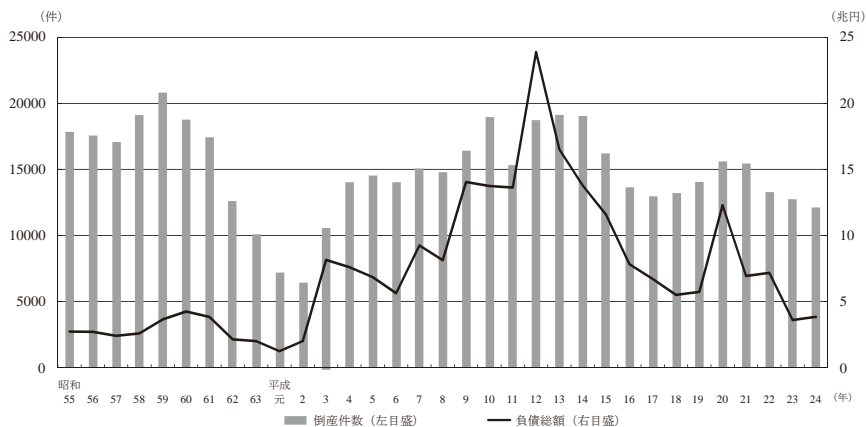
第4節 企業・労働・家計・消費

1 企業財務

金融と通貨との激変に引きずられる形で、経済の基幹ともいべき企業と労働は、この間、惨憺たる様相を呈している。企業の倒産と負債の実情を示す図1-2-18によって企業の様子をみてみよう。

倒産件数はバブル・好況の昭和末期に2万件、1万件と減少して最少の平成2年には6500件以下になっている。ところが、平成3年以降、1万件、1万5千件と増加に転じ、12年には1万9千件に近づき（18769件）、翌13年には1万9千件を超えてピークとなっている（19164件）。もっとも、倒産件数は、バブル以前の円高不況期前後にも1万5千件から2万件を数えていたのでそれと大差ないようであるが、負債総額の水準は全く異なる。その頃は負債総額はせいぜい2兆～4兆円で、最少の平成元年には1.2兆円であった。それが5兆、10兆、15兆と急激に増加して、12年には24兆円とピークを記録しているのである。

図 1-2-18 倒産件数と負債総額



(出所) 東京商工リサーチウェブ・ページ「全国企業倒産状況」(倒産件数・負債額推移)より作成。

銀行側からすれば、それに見合った損失処理がなされて不良債権が「処理」され、自己資本比率が低下することになる。こうした状況の下では、生き残った企業の活動が萎縮するのは当然で、**図1-2-4**でみたような設備投資の減少・停滞をはじめとして、すべての側面で経営困難が続くことは避けられなかった。あまり立ち入る能力も余裕もないが、ごくあらまし、この間の企業の態様をみておきたい。

企業活動の停滞を示す端的な指標は売上高であろう（以下のデータはすべて財務省『財政金融統計月報』、「法人企業統計特集」各号による。）。全産業の売上高は、プラザ合意頃の1000兆円からバブル・好況期に1200兆円、1300兆円と増加して2年度には1400兆円台を突破し、翌3年度にピークの1475兆円を記録する。その後は弱い景気の波の上下に従って7年度に多少増加するとはいえ、一貫して1400兆円台に停滞したばかりか、10、11年度には1300兆円台に下がり、12年度に1400兆円台に回復するがすぐ1300兆円台に戻り、その水準が15年度まで続いて16年度の1400兆円台回復の後、17～19年度に1500兆円台となる。結局、1300兆円台の年を含めて15年間1400兆円台が続いてほとんど売上げが増えなかったのであり、本財政史シリーズ対象の時期はすべてこの停滞期に飲み込まれているのである。

この間、付加価値はほとんど260兆～270兆円台で停滞していたが、付加価値の人件費、支払利息等、営業純益への配分関係は大きく動いている。人件費は元年度の150兆円から170兆円、180兆円、190兆円、200兆円へと上昇し、6年度以降は200兆円台となって上昇が止まるのである。好況・バブル期から続いている人件費等の上昇傾向は、崩壊・下降期にもかかわらず継続し、低成長期に入って停滞するのである。支払利息等の動きはそれとは違う。昭和60年度以降22兆～23兆円だったものが元年度26兆円、2年度35兆円、3年度38兆円と崩壊・下降期に急上昇した後、5年度及び6年度30兆円弱、7～10年度20兆円前後へと低下して、その後も10兆円を割る（16年度）まで低下していく。この間、残りの付加価値配分対象の動産・不動産賃借料は25兆円前後でほとんど動かないし、租税公課は14兆円から10兆円へ多少減少する程度の変化である。したがって、上記の2大コストの動きが、残る第3項目の営業純益の動きを規制することになり、事実極端にそれは動く。

営業純益はプラザ合意の昭和60年度には6.5兆円だったが、バブル・好況期

に急上昇してピークの平成元年度には20兆円に迫り、昭和60年度の3倍に達している。この間人件費も支払利息も増加しているとはいえ、付加価値の増加スピードがそれを上回り、結果として営業純益の急増がもたらされたのである。だが、崩壊・不況期の転落振りは、それにも増して驚くべき激しいものであった。平成2年度の15兆円から、3年度11兆円、4年度6兆円の後、5年度には最低の2.5兆円まで落ち込む。ピークの20兆円からわずか5年後に8分の1にまで陥落したことになる。さすがにそこからは景気の緩やかな上昇もあって上下しながら回復していき、比較的好調の12年度に24兆円とかつてのピークを越える（翌年の不況で18兆円に後退するが、その後20兆円、30兆円と回復している。）。

2 人件費と失業率

こうした付加価値構成項目の動きは、この時期の日本経済の内実の重要な局面を顕現しているように思われるので、企業動向検討の締めくくりとしてそれに触れておきたい。

人件費は付加価値のうち60～75%を占めているが、細かくみると好況・バブル期には73%から次第に低下して2年度の67%に至る。一般に好況局面では賃金の上昇よりは生産、付加価値の増加スピードの方が速く、こうなる傾向がみられるようであるとはいえ、末期には労働力不足で賃金上昇も生じてくる。一方、不況局面に転ずればその逆になって、賃金なり人件費なりは落ち込むのが普通であろう。ところがここではバブル・好況が崩壊した後も人件費は上昇し続けており、それが企業取り分の営業純益の急激な低下をもたらしていることは間違いあるまい。付加価値の中での人件費比率をみると、2年度の67%を底として5年度・6年度の74%の後、緩い好況の7年度・8年度に73%に戻るものの9年度には74%、10年度・11年度には75%となっている。付加価値がほとんど増えないのに人件費比率のこの上昇が上記のような営業純益額の引下げをもたらし、その付加価値中の比率を低下させることは当然であろう。事実、営業純益比率はこの間、ピークの8.8%（昭和63年度）、8.6%（平成元年度）から5年度の0.9%へと急落する。その後緩い好況で4～6%弱へと回復したり再度3%を切ったりと停滞する。

この人件費の動きは、失業率を示す図1-2-19からみるとやや不整合のように

思われる。失業率は高度成長期に1～2%、オイル・ショック後2～3%だったが、バブル・好況期の平成2、3年に2.1%と低位を記録した後急上昇して、12年に4.7%となった後更に上昇してピークの14年には5.4%に達している。失業率が高まれば直ちに賃金が下がるとはいえないであろうが、10年以上にわたる継続的な失業率上昇にもかかわらず賃金が上昇ないし停滞するのは、やや理解しにくいものがある。もっとも、人件費の中には役員給与や福利厚生費が含まれていて従業員給与（賃金）と同じではないが、それらは一桁小さく、したがって全体に与える影響も小さいので一応ここでは人件費として一括している。といっても、労働市場の状況や企業規模別賃金などに立ち入って検討する余裕も能力もないので、ここではごく大まかな見当付けをするに止まる。おそらく長引く不況・低成長で体力の弱い中小企業などでは、人員整理や正規雇用から不正規雇用への転換などが行われることによって、人件費の切り下げが図られており、時とともにそれが規模の大きい分野に拡散していったのであろう。だがそれら零細企業・中小企業の実態が時として統計に反映されにくい傾向があるようで、逆にいうと、組織された労働組合をもつ大企業や中堅企業の態様が上記の計数に強く現れているのかもしれない。事実、バブル崩壊から低成長期

図 1-2-19 完全失業率の推移（季節調整値）

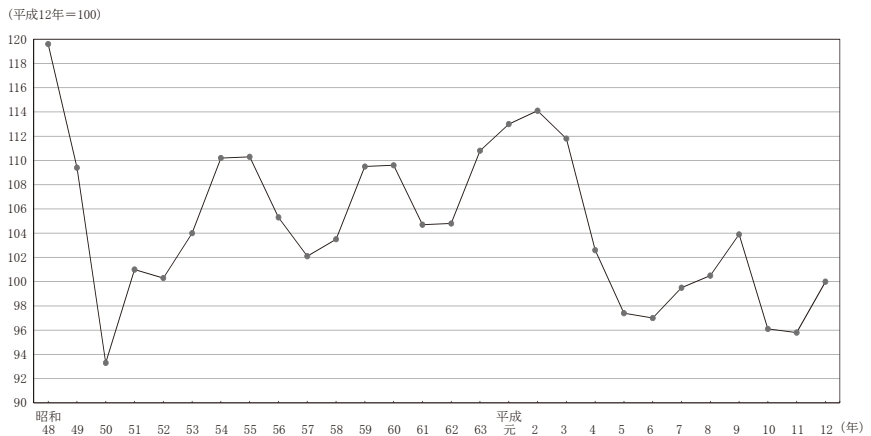


（出所） 総務省統計局ウェブ・ページ「労働力調査」（長期時系列データ a-1）より作成。

にかけて金額は年々下がっているものの、生産額や付加価値額が減少・停滞しているのに、定期昇給を中心とした賃金改定が行われ続けているのである。企業との交渉能力の弱い組織外労働者に顕著な失業のリスクと、強い交渉力を持つ組織労働者の相対的に安定的な地位との対比が、高失業率と人件費増加の併存を解くキーなのかもしれない。

高度成長期には、賃金の下方硬直性は無論のこと、継続的な上昇が常態だったが、生産性上昇を伴う生産額拡大と物価上昇により、企業純益は継続的に上昇し得た。だが、平成不況期にはそれと正反対の状況が企業を萎縮させている。設備投資は停滞して生産性を上昇させることは困難である。一方、付加価値額は低迷しているのに賃金は上昇し続け、物価の下落傾向に歯止めがかからず、企業純益の低下・停滞傾向は収まらず、したがって設備投資は停滞するという悪循環に陥っているのである。もっとも、当面の利益水準は低くても将来の好転が期待できれば銀行借入れによる投資もあり得るかもしれない。だが、当時の稼働率は、**図1-2-20**が示すように平成12年を100としたとき、好況・バブル期の110近傍から、オイル・ショック以来の低水準である、6年の97（年平均）へと低下している状況である。企業の期待成長率は、**図1-2-21**が示すように、

図 1-2-20 稼働率指数（季節調整値）



(出所) 経済産業省ウェブ・ページ「鉱工業指数 集計結果又は推計結果（データダウンロード）」
http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/iip/b2010_result-2.html より作成。

元年、2年の4%弱を頂点として10年の0.8%へとほぼ一直線に低下し続けていて、積極的な投資意欲を鼓舞するとは考えられない。当然、最高で50兆円(2年)にも達していた法人(公的及び民間)の金融負債残高の前年同期差(図1-2-22)は、その後低下し、6年には民間借入はマイナスになり、民間借入のマイナスを公的借入が補う形となったが、8年以降は公的借入もマイナスに転じているのである。

人件費に比べればその圧力は大幅落ちるとはいえ、営業純益の比率(著者試算。以下このパラグラフにおいて同じ。)の低下を促進したのが支払利息等である。支払利息等の付加価値額の中での比率は、プラザ合意頃から多少下がり気味で11~14%程度だったのが、元年度の11.3%から2年度14.0%、3年度にはピークの14.3%となり、その後11%台、10%台を経て7年度以降1桁の5~8%程度となっている。したがって、人件費と違って、支払利息等が長期的に営業純益の比率低下を促進したというのは不正確で、それは、ごく短期間に急上昇した後、急下降した点に特徴があるというべきであろう。元年度の営業純益の付加価値額の中の比率は8.6%であるが、3年度には4.4%ポイントも低下して4.2%となっている。この間、人件費の比率は67.6%から68.7%へわずか1.1%ポイントの上昇だが、支払利息等の付加価値額の中での比率は11.3%から14.3%へ3.0%ポイントも上昇している。実額では26兆円程度から38兆円程度へと約12兆円の増加である。

既述のとおり、元年は、日本銀行が2年以上継続してきた2.5%の公定歩合を一挙に3.25%に引き上げ、以後2年8月にかけて6%まで繰り返し引き上げて、いわゆるバブル退治を遂行した年に当たっている。この急激な引上げがバブルの急激な崩壊をもたらしたことは繰り返し述べたが、それは、すべての法人部門の支払利息等比率の急上昇と営業純益比率低下の源泉となって、経済全体の萎縮をもたらしたことはいうまでもない。

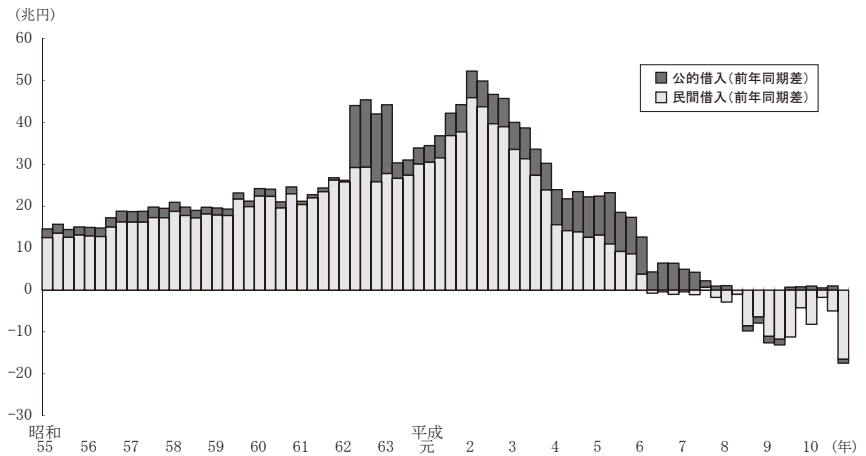
日本銀行は3年7月に不況の深刻化に対応すべく、公定歩合を6%から5.5%に引き下げた後も引下げを繰り返し、5年2月にはバブル期と同じ2.5%、更に1%を経て7年9月には0.5%へと空前のレベルへ引き下げている。それは引上げと違って即効性はなく、経済を短期的に上向させることにはならなかったが、支払利息等比率の低下は上記のとおり確実に進行し、企業の体温の一層の低下を防ぐ一助になったとあってよいであろう。

図 1-2-21 企業期待成長率と設備投資増減率の見通し



(注) 1. 東京、大阪、名古屋の証券取引所第一部及び第二部に上場する全企業。調査時点は各年1月。
 2. 設備投資増減率の見通しの調査は、昭和62年より開始。
 (出所) 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』より作成。

図 1-2-22 金融負債残高の前年同期差 (法人部門)



(注) 1968SNA ベース。
 (出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより作成。

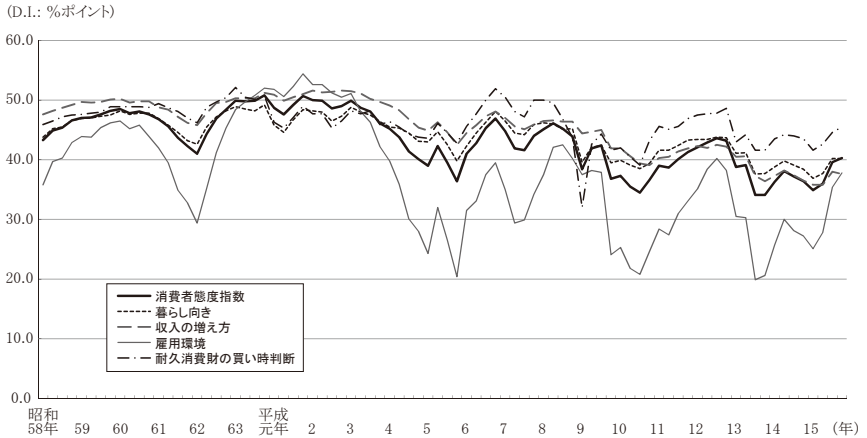
企業の動向がこうしたものである以上、労働がそれに応じた状況に陥るのは避けられず、失業率の動きにそれが端的に示されている（図1-2-19）。失業率は高度成長期には1%台と完全雇用状態だったが、オイル・ショック後2%、円高不況で3%まで上昇した後、バブル・好況期に2%まで回復している。だが平成に入ってから急上昇に転じ、その右肩上がりのカーブは企業倒産のそれとほぼ完全に同調している。最低点の2～3年の2.1%が3%、4%と上昇し続けて12年には4.7%、ピークの14年には5.4%を記録している。

3 家計・消費

バブル崩壊後の実質成長率は、高い方では、景気が比較的好調だった平成7年度、8年度の2.3%、2.9%と12年度の2.6%で、低い方では、マイナス1.5%の10年度を含めてマイナスが3回（5年度マイナス0.5%、9年度マイナス0.0%）である。この間、一人当たりの国民所得をみると、元年度260万円、2年度280万円、3年度297万円と上昇してきてその後はほとんどすべての年が290万円台で停滞している（8年度、9年度だけごくわずかに300万円を超えている）。成長も止まり、所得も伸びない一方で失業率は2%から5%へと上昇し続けるのであるから、消費が伸びる条件はほとんどないというべきであろう。『消費動向調査』からみた消費者態度指数をみると（図1-2-23）、バブル・好況の頂点では50程度だったのに5年の3月には40以下にまで落ち込んでいて、その最大の因子が雇用環境なのであった。雇用環境の指数はピークの元年から2年には50を超えていたのに、5年12月には20まで落ち込み、その後、緩い好況で8年には40前後まで戻るが、9年の金融危機・アジア通貨危機に遭遇してすぐ20に向かって低下してゆく。その後も含めて雇用環境についての先行き不安が消費者の消費態度をもっとも強く牽引していることは明らかである。

家計調査による消費支出（二人以上の世帯、1か月当たり）は、平成元年度の29.9万円が3年度に32.7万円になったあと9年度まで33万円前後の水準が続き、10年度に減少に転じて11年度、12年度には32万円台となり、後の18年度には30万円を割り込んでいる。完全な停滞というべきであろう。家計もバブル期には、借入れによって資産を購入するいわゆる両建取引を行わなかったわけではないが、法人企業や金融機関と違って全体としては既述のとおり株式も土地

図 1-2-23 消費者態度指数と構成項目の推移



- (注) 1. 消費者態度指数は、今後半年間の消費に対する態度を示している。今後半年間の「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4項目についてそれぞれ5段階で回答してもらい（「良くなる」、「やや良くなる」、「変わらない」、「やや悪くなる」、「悪くなる」）、D.I.の手法（「良くなる」% + 「やや良くなる」%） - （「やや悪くなる」% + 「悪くなる」%）で作成された各項目の消費者意識指標を単純平均して算出される。
2. 一般世帯、季節調整値。

(出所) 内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ「消費動向調査」（長期時系列表 2表 消費者態度指数、消費者意識指数の推移（一般世帯、季節調整値））より作成。

も売り越していたので、不況期に不良資産・不良債務それ自体が死活問題となることは少なかったであろうし、逆資産効果も余り強く働かなかったと思われる。ただ、不況期にも売越しが続いているのは、所得の減少や停滞を補って消費水準を維持するために、手持ち資産をいわば売食いしていることを意味するのではなかろうか。

消費の内容までここで立ち入る余裕はないが、表1-2-6で概要を示すことにする。昭和末期からバブル期にかけて伸びているのは家具・家庭用機器・家事サービス、交通、通信、娯楽・レジャー・文化、その他（交際費、小遣いなど）で、必需財も含まれるが、概して選択財に属するものといってよい。大きく伸びていないものは食料・非アルコール飲料、住居・電気・ガス・水道、保健・医療、教育などであるが、このグループはほぼ必需財というべきものであろうが、保健・医療はその後恒常的に上昇しており、教育は逆に低下傾向が持続し

表 1-2-6 目的別実質消費支出の年平均増加率

(単位：%)

	昭和56～	昭和61～				平成3～9	平成10
	60年度	平成2年度	平成3～5	平成6～8	平成9	年度	年度
食料・非アルコール飲料	1.7	1.0	1.2	0.5	△ 1.7	0.5	2.0
アルコール飲料・たばこ	△ 0.5	4.1	1.6	1.9	△ 1.7	1.6	4.1
被服・履物	2.4	2.4	△ 1.2	△ 0.3	△ 10.5	△ 2.2	△ 9.1
住居・電気・ガス・水道	2.6	3.0	2.2	2.5	1.5	2.2	1.6
家具・家庭用機器・家事サービス	8.8	4.0	2.5	2.3	△ 7.3	1.0	1.2
保健・医療	4.4	△ 2.2	△ 1.1	2.8	6.5	2.3	3.7
交通	1.4	10.5	1.1	3.2	△ 3.3	1.2	△ 5.4
通信	11.3	3.0	14.1	10.8	15.7	11.9	9.4
娯楽・レジャー・文化	6.5	11.2	△ 0.7	4.3	1.9	1.0	0.3
教育	△ 0.4	2.4	0.0	△ 1.4	△ 2.1	△ 1.3	△ 2.8
外食・宿泊	3.1	1.6	4.9	3.6	△ 1.0	3.3	2.6
その他	7.7	6.9	△ 1.0	1.0	△ 1.4	0.5	△ 1.9
	平成11	平成12	平成13	平成14	平成15	平成16	平成17
	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度
食料・非アルコール飲料	0.9	△ 0.0	1.3	△ 0.1	△ 0.8	△ 1.8	△ 0.8
アルコール飲料・たばこ	0.4	△ 1.4	1.7	△ 0.8	△ 4.8	△ 3.4	△ 1.3
被服・履物	△ 10.4	△ 8.3	△ 4.5	△ 7.8	△ 2.8	△ 4.6	1.4
住居・電気・ガス・水道	2.4	2.3	1.7	2.3	1.5	2.1	2.2
家具・家庭用機器・家事サービス	△ 1.8	0.8	△ 3.7	2.4	2.4	4.4	5.3
保健・医療	8.6	2.0	5.4	2.9	6.0	0.5	1.9
交通	1.1	1.9	0.7	0.3	△ 0.1	△ 0.2	1.9
通信	14.3	7.5	9.2	5.8	5.6	4.6	5.0
娯楽・レジャー・文化	3.4	10.1	5.4	3.1	7.1	6.9	6.8
教育	△ 1.5	△ 1.9	△ 0.4	△ 1.4	0.4	0.9	△ 1.3
外食・宿泊	△ 1.1	△ 0.4	2.6	0.3	△ 0.7	△ 0.2	2.0
その他	△ 2.2	△ 5.3	△ 0.6	1.9	△ 2.2	3.0	3.9

(出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』「家計の目的別最終消費支出の構成」(平成23年版)各年版より作成。

ている。やや意外なのが被服・履物で、主要部分は必需財に分類されると思われるが、不況とともにかなり強い抑制の対象となっている。好況で所得が高い時に比べて低価格品の購入ないし購入抑制の対象となるのであろうか。