



〈書評〉野口悠紀雄著 『バブルの経済学』

本多, 佑三

(Citation)

国民経済雑誌, 170(1):121-126

(Issue Date)

1994-07

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00175065>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00175065>



野口悠紀雄著『バブルの経済学』

本 多 佑 三

I

1989年末の日経平均38,915円の最高値を最後に、1990年の年初から日本の株価は下落し始める。これがバブル崩壊の始まりであり、しばらくのタイム・ラグを伴って平成不況の始まりでもあった。そして、1994年2月現在、我々は依然として平成不況に苦しんでおり、景気回復の糸口は今のところ見えていない。

1980年代後半のバブルが何故生じ、バブルが日本経済にどのような影響を与えたのか、あるいは与えつつあるのかは、現在の日本経済を理解する上で避けて通ることのできない問題である。バブルの分析を通じて、本書は日本経済の現状を分析し、日本経済のあるべき方向について提言している。

II

本書は9章から成る。第1章は本書全体の序論であり、著者の様々な主張が要約して展開されている。とりわけ著者は、次に述べる3つの理由から、バブルが悪であると考えている。第一に、「ギャンブル経済」の広がりが生産活動に深刻な悪影響を及ぼす。額に汗して働くよりマネーゲームに精を出した方が得ということになれば、社会にとり有益な生産活動を放り出し、生産活動とは無縁の投機にあけくれる人を多く生みだすことになる。このことは、明らかに社会全体の厚生を悪化させる。

第二に、地価が高騰したため、労働の相対的価値が低下した。大都市の住宅価格が勤労所得だけでは購入できない水準になってしまった。また、生産活動とは全く関係のないところで、富の不当な再分配が行われること自体、公正性の観点からすると大問題である。

第三に、バブル崩壊の金融システムへの悪影響を挙げる。バブルの崩壊は、民間金融機関に多額の不良債権をもたらしたが、極端な場合には金融システムの崩壊も起こりうる。

第2章ではバブルの理論を説明している。著者によれば、バブルの本質は、キャピタル・ゲインを求める投機行為にある。今、ある資産（例えば土地や株式）の期首の価格

を p とし、この資産が 1 期間中に生みだす収益を r (断らない限り、既知) としよう。当該資産が土地であれば、 r は地代・ビル賃貸料などの利用収益であり、資産が株式であれば、 r は配当ということになる。

期末の資産価格の期待値を p^* で表わせば、裁定取引が働くことにより、

$$i = \frac{r + p^* - p}{p} \quad (1)$$

が成り立つ。但し、 i は代替資産の収益率で、既知の数値である。例えば国債の利率を i と考えよう。

この式を p について解くと、

$$p = \frac{r + p^*}{1 + i} \quad (2)$$

となり、(2) 式が当該資産の価格を決定する式と考えられる。

資産価格 p は 3 つの要因に依存する。第一に、当該資産が生みだす収益 r に依存する。第二に、国債の利率 i に依存する。収益 r や利率 i といった経済の実体を反映する要因をファンダメンタルズと呼ぶ。第三の要因は、期末の資産価格の期待値 p^* であり、問題はこの第三の要因にある。将来の予想価格が現在の価格に影響を及ぼすという点で、資産価格は通常の財の価格と大きく異なる。

p^* が非常に大きな値をもしとれば、その資産の現在の価格 p も非常に大きな値を取りうることを、(2) 式は示す。つまり、期末時点で非常に高い価格で売れることが予想される時には、その資産の現在の価格がとんでもない価格であっても、キャピタル・ゲインを求める買手がでてくることを、(2) 式は示している。

その場合、投資主体が自分の p^* の予想形成に確信をもてれば、経済の実体を表わす変数である r や i といった変数はどうでもよいことになる。かくして経済の実体から大きくかけ離れた資産価格、即ちバブルが生まれることになる。こうしたバブルの理論を第 2 章で展開し、第 3 章ではオランダのチューリップ狂事件をはじめとし、世界における歴史上有名なバブル事件を紹介している。

期末の資産価格の期待値 p^* が、現在の資産価格 p を大きく左右することが (2) 式から分かった。それでは 1980 年代後半の日本経済において、あのような株価や土地の価格を予想させた要因は何であったのか。

まず、ファンダメンタルズが最初に変化した。経常収支の黒字が累積すると、為替レートが円高ドル安に大きく振れる。円高による景気の落ち込みを回避するため、また一層の円高を避けるために、さらにアメリカからの強い圧力もあり金融当局はかつてない程金融を緩和した。公定歩合は、5% から 2.5% という当時戦後最低の水準にまで数次

にわたって引き下げられた。その結果、(2)式における利子率 i が大幅に低下した。

収益 r もこの期間に増加した。企業収益やビルの賃貸料が急上昇したのである。情報化や金融の国際化などによる「東京への一極集中」が東京圏のビル賃貸料を上昇させ、好景気が企業の高収益をもたらしたと著者は主張する。ただ、収益 r の上昇の解釈には、利子率 i のそれとは異なり、注意が必要である。つまり、(2)式が裁定式であるだけに、収益 r の上昇のうちどの程度が外生的に生じたものなのかは必ずしも明らかではないからである。別の言い方をすれば、 p^* および i を所与とした時に、(2)式において p と r は同時に決まっているのであって、 r が原因となり p が結果でなければならない理由はない。

収益 r のファンダメンタルズがどの程度外生的に変化したかは必ずしも明らかではないが、金融緩和による金利 i の外生的変化は間違いなく土地や株式の資産価格 p を上昇させた。その意味でファンダメンタルズが最初に変化したという、第4章の主張は説得的である。

(2)式に則して言えば、ファンダメンタルズの i (および r) がまず変化し、 p を上昇させた。それが p^* の上昇につながったと考えられる。「値上がり期期待を高め、資産価格を引き上げた」という面が強く働いたことを否定できないと著者は述べている (p. 104)。

ファンダメンタルズの変化が、何故バブルを引き起こしたのか。バブルの原因として、金融機関が本来なすべき厳格な貸出審査を怠った点を指摘する人が多い。勿論これも原因のひとつではあるが、著者は、バブルが何故起こったかの分析としてはこれだけでは不十分であるとしている。バブルを引き起こした経済的条件がそこに存在した。1986年頃の大企業の金融資産収益率が8%近くに達していたのに(日本開発銀行による分析)、他方、エクイティ・ファイナンスの資金コストは2%程度であったと著者は述べている。

こうした経済的条件の出現は、資金循環の流れを大きく変えた。大企業のエクイティ・ファイナンスは、1985年から90年までの累計で91兆円にのぼった。調達した資金のかなりの部分が、実物投資ではなく、大口定期、特定金銭信託、ファンド・トラストなどの「財テク」の運用にあてられた。

大企業がエクイティ・ファイナンスによる資金調達を進めた結果、大企業の「銀行離れ」も進んだ。その結果、金融機関は資金運用難に陥り、従来の大企業から中小企業・不動産業へと融資先の力点をシフトさせる。それが結果的に不動産業などに多額の投機資金を供給することとなったのである。第5章は、1980年代後半の資金の流れを分析することにより、バブルの膨張が資金的にどのように支えられていたのかを明らかにしている。

第6章では、これまで土地が投機の対象となったり、あるいは効率的な土地利用が妨げられてきた大きな原因は、税制の歪みであると述べている。土地保有の税負担（具体的には固定資産税や地価税）が軽いことが、土地を資産として保有することを助長している。そこで、土地保有の税負担を高める一方、譲渡益課税を軽減し円滑な土地取引をはかり、効率的な土地利用を促進することなどを提言している。

土地取得のための金融機関からの融資が、バブルの膨張を資金的に支えていたので、バブルの崩壊は金融機関に多額の不良債権をもたらした。これが現在の日本経済が直面している難題のひとつである。これに対処するため、第7章では3つの原則が重要であると主張する。第一に、不良債権の額がどの程度で、どこに問題があるかなどを正確に知り、情報を開示する必要がある。第二に、信用秩序を維持できる範囲内で、当該金融機関に自己責任を求めることを原則とする。第三に、金融機関の救済のために金融政策を緩和方向に歪めてはならない。この3点である。

第8章では、資産価格の上昇や下落が実物経済にどのような影響を与えてきたかを検討している。消費への資産効果の存在は認めるものの、資産価格の変動から実物経済への因果関係は総じて希薄であるというのが著者の見解である。

最後の第9章では様々な中長期の政策提言を行っている。評者にとって、とりわけ興味深かったのは次の論点である。今後20年余りの間に人口の高齢化が急速に進む。消費のライフ・サイクル理論を考えると、このことは貯蓄率の低下を意味する。（ただし、日本人は高齢になっても働き続けるので、貯蓄率はそれほど下がらないという主張もある。）

著者によれば、2005年頃までは国内の貯蓄が投資を上回る。従って、それまでの間に、下水道、街路、公園、通勤鉄道網などの生活関連の社会資本を整備して、きたるべき高齢化社会にそなえよ、という主張である。

著者は必ずしも述べていないが、上記の著者の提言は、日米の経常収支の不均衡問題にも良い影響をもたらすことになる。アメリカに多くの財を購入してもらい、経常収支の大幅な不均衡から日米関係を損なう危険を招くよりは、余剰貯蓄を国内の社会資本整備に向け、きたるべき高齢化社会にそなえるという主張には説得力がある。

III

実証データで裏づけながら、広範な諸問題を論理明快に論じているというのが全体的な印象である。しかし、同時にいくつもの興味深い未解決の問題を提起しているように評者には思える。

例えば、資産価格変動の実物経済に与える影響は、総じて限定的であると著者は考え

ている。従って、今回の平成不況についても、1980年代後半の高すぎた成長からの調整なのであり、不況が深く長びいているのは大規模な資本ストックの調整がおこっているためであると主張する。しかし、資産価格の変動が実物経済にどの程度影響を与えてきたかという問題は、きわめて実証の問題である。著者の主張が正しいか否かは、計量経済学モデルや時系列分析などを用いて、今後データで本格的に検証される必要がある。

クレジット・クランチの存在についても、同様である。宮崎義一氏は『複合不況』（中央公論社、1992年）の中で、バブル崩壊後の日本にクレジット・クランチが生じていると主張した。これに対し著者は、クレジット・クランチの存在を疑問視している。著者が言うように、現在の貸出の伸び悩みの主な原因が、資金の供給側ではなく需要側にありそうだということは直感的にはよく理解できる。また、著者の試みた業態別金融機関の貸出伸び率の比較や金利動向の調査も予備調査としては有益である。

しかし、クレジット・クランチが存在したのか否か、あるいはクレジット・クランチが実物経済に悪影響を与えたのか否かといった問題は、今後統計的手法を含めた様々な角度からの実証研究によって検証される必要がある。こうした作業には、例えば B. Bernanke and C. Lown の “The Credit Crunch” (1991, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, pp. 205-247) や R. Johnson の “The Bank Credit ‘Crumble’” (1991, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Summer, pp. 40-51) などが参考になろう。

もうひとつの例を挙げよう。(2)式は p^* の値いかにによっては、資産価格がファンダメンタルズ（によって決まる）価格から下方にも大きく乖離しうることを示す。

こう考えると、例えば、「株価は常に株式市場の需給にまかせて市場に決めさせるのがよい」といった単純な議論は、必ずしも正しくない。市場価格がファンダメンタルズから離れて暴落を繰り返す時には（著者の指摘の通り、実はバブルをファンダメンタルズから識別するのが難しいのであるが）、金融当局は金融政策などを用いて、下方へのバブルも早めにつぶした方がよいことになる。こうした推論は正しいのであろうか。

1987年10月19日の「ブラック・マンデー」の翌日からG7の中央銀行が協調して金融緩和とドルの買支えを実施した結果、ニューヨーク市場の株式の大暴落は24時間でとまった。これは各国中央銀行の一斉の金融緩和政策それ自体の効果があっただけでなく、中央銀行の一斉介入が市場価格についての下方への期待の連鎖を断ち切る効果をもったからかもしれない。

著者は周知の通りの第一級の経済学者である。本書においても、諸制度に関する知識とそのポイント、着想、分析、論理展開等、教えられることが多い。バブルに対する理解が深まるだけでなく、日本経済の現状を理解し今後を考える上で、多くの正しい情報

を提供してくれる書物である。

(1992年, 日本経済新聞社 258 pp.)