

## バブルの影響分析と今回不況の行方

門 多 治

今回の不況は長引きそうである。通常の景気循環に、バブル崩壊（資産価格暴落）の影響が加わった複合型の不況のためである。そこで本稿では、80年代後半以降のバブルの形成・崩壊を巡る金融・実体経済両面の動向を解説するとともに、今回の不況の行方を探ってみたい（参考文献 [3]）。バブルを巡る議論としては、以下の諸点がポイントとなる。

- ① バブルとは何か、その形成・崩壊の原因とメカニズム、
  - ② 80年代後半以降の日本経済におけるバブル形成・崩壊の原因とメカニズム、
  - ③ 上記のバブル形成・崩壊の実体経済と電力需要への影響、
  - ④ バブル再発の可能性とその政策的含意、
- の4点である。

①については、「バブル」を、市場のファンダメンタルズ（実体価値を反映した基礎的条件）では説明できない部分とするファンダメンタルズ・モデルによる捉え方が一般的であるが、具体的に80年代後半以降の日本の資産価格においてどの程度のバブル形成があったかの定説はまだないようである（参考文献 [1]）。当所の株価・地価モデルの分析では、「バブル」形成のために必要な過剰流動性の供給要因をバブル部分とみて、86年から89年にかけての資産価格上昇の2～4割がバブルであったという試算結果を得ている。これは株価（日経平

均株価）ではピーク時38千円のうち約7千円、地価ではピークの90年下期の水準の3～4割弱にあたる。株価における企業収益、地価における国内総生産など基礎的な条件で当時の資産価格上昇の半ば以上が説明される点は興味深い。なお現在、株価についてはバブルは既に消滅したが、地価については1割程度残っており、地価がさらに下落した場合のデフレ効果には景気を見る観点からは注意を要する。

80年代後半のバブルをめぐる金融的側面をみると、バブル形成の背景には、(1)長期間の超金融緩和政策、(2)金融機関の過当競争、(3)企業を中心とする財テクブーム、(4)資産価格上昇に対する人々の期待、などがあった。中でも、バブル形成に不可欠な要因として、超金融緩和政策の下でのマネーサプライ（貨幣供給量）の急増が最も重要である。バブル形成期にはマネーサプライの名目総需要（名目GNP+名目輸入）比であるマーシャルの $k$ がトレンドから上方に大幅に乖離しており、過剰な流動性供給があったと判断できる。分析によれば、株価の動向は企業収益、長期金利、為替レートの他に、過剰流動性要因（マーシャルの $k$ のトレンドからの乖離）によって説明され、試算では、経常利益10%の変化が株価を約7%、また、マーシャルの $k$ （トレンド比）の10%の変動が株価を約40%も変動させる。地価については、同様にマーシャルの $k$

(同)の10%の変動が地価を30%以上変動させる。

以上より、バブルの再燃を阻止するためには、金融政策面では特にマネーサプライの管理が重要と思われる。やや長い期間を考えれば裁量的な金融政策の一環としてのマネーサプライ管理が可能なはずであり、金融当局には能動的な調整を期待したい。

次に、バブルの形成・崩壊が家計等に及ぼした影響を需要面からみると(上記③)、家計部門については、金融資産残高の変動の影響(資産効果)は、耐久財消費に顕著に現われるだけでなく、当所の分析からは半耐久財・サービス消費や住宅投資にもみられることが明らかとなった。

さらに、バブルの形成・崩壊が実体経済・電力需要に及ぼす影響を見るために、当所では株価変動に伴う資産効果のシミュレーション分析を行なったが、「バブル効果は予想以上に大きく景気循環を大幅に増幅した」との結論が得られた。バブル形成期の87~89年度には株価の上昇は経済成長率、電力需要を共に0.8%ほど押し上げ、逆に、バブル崩壊期の91~93年度(一部予測)にも株価の暴落と低迷が両者を約0.8~0.9%押し下げている。特に注目すべきは以下の2点である。

第一に、その規模の大きさである。成長率を1%押し上げるためには約6兆円の公共事業費(含用地費)が必要であるから、上記のバブル効果がいかに大きいかかわかる。このデフレ効果は、92年8月に決定された史上最大規模の

総合経済対策の景気押し上げ効果により穴埋めすることは難しい。両者を合計すると、93年度の成長率は0.8%、電力需要の伸びは0.7%、各々押し下げられる。さらに本年4月中旬には、昨年8月と同規模の新総合経済対策が打ち出されたが、2月後半以降の急激な円高シフトに伴うデフレ効果は、短期的にはこの政策効果を相殺しかねない。引き続き景気動向を注意深く見守る必要があろう。

第二に、景気循環における民間消費の役割についてである。わが国では米国と異なり、消費は景気の運行指標であり不況下でも下支え効果を発揮するものとされてきた。しかしながら、昨年夏以降、民間消費は予想以上に落ち込んでいる。現在の消費不振の主因は所得の伸び悩みにあるが、裁量的な消費の増加に伴って、逆資産効果等に伴う消費性向の振れが大きくなり、消費の潜在的な変動幅も拡大している可能性がある。今回不況下での消費不振の谷は深く、回復力も非常に弱いのではないか。

#### [参考文献]

- [1] 伊藤隆敏・野口悠紀雄編『分析日本経済のストック化』日本経済新聞社[1992]
- [2] 野口悠紀雄『バブルの経済学』日本経済新聞社[1992]
- [3] 服部恒明他[1993]「金融・資産価格の動向とバブルの影響分析」『電力中央研究所報告』Y92009

(かどた おさむ  
経済部 経営研究室)