

【講演録 1】

「日本経済の動向と土地問題」

長銀総合研究所副理事長
吉 富 勝

今回の景気後退の特徴ということから入りたいと思います。まず、経済の落ち込み方がこれまでの景気後退のときよりもスピードが速いという特徴があるのではないかと思います。その速い理由は、平成景気をリードしていた3つの分野で、同時に過剰な資本ストックを抱えたため、新規の需要が止まってしまっているか下落しているということです。その3つの分野といいますと、まず第1が製造業を中心とした設備投資。次が、商業用ビルの建設。3番目が、新しいマイクロエレクトロニクスを中心とした耐久消費財と自動車です。

通常景気循環は、民間設備投資の波によって引き起こされますが、好況期の末期には、長期的に見て行き過ぎた設備投資が行われるため、工場に代表される資本設備が中長期的な成長から見て過剰になります。この過剰になった工場設備を足踏みさせるためには、設備投資という新たな機械の購入などを差し控えることとなります。これを「設備投資の調整」と呼びます。設備投資がほとんど増えないか、あるいは今回のように前期比で減っていくという事態です。

この設備投資の調整に、先程申し上げた2つの分野の資本ストック調整が重なっていることがスピードを速くしているのではないかと思います。商業用ビルの建設は、公共投資、住宅建設、設備投資に入る工場などの建設などとは、どうも動きが違うのではないかと思います。設備投資に入っている建設の場合には、通常民間設備投資の中に吸収されて循環を描く点で、非常にノーマルであります。商業用ビルの建築は、循環の長さが長いのではないかとということが海外でも言われております。最近、確か大成建設の調査部の方のレポートにもあったと思いますが、建設から住宅・公共投資を除いた非住宅の建設は、20年ぐらいの周期を持っている可能性があります。住宅建設は、景気よりも相当早く動きます。今回の平成景気の場合でも、金利が上昇し始める1988年頃になると、上昇率は鈍化していますし、現在の景気下降過程では、低金利や住宅金融公庫の影響などを受け、住宅投資は回復しつつあると言ってよいわけですが、商業用ビルはそれからはるかに遅れて動きます。商業用ビルの建設に懐妊期間なるものが3年ないし4年あり、ブームの末期に着工し、不況の真ただ中に完成して、空室率がどんどん増えている。これが通常設備投資の下降期と一致し、金額はそれほど大きくなく10兆円～11兆円だと思いますが、落ち込みの幅は大きいわけですね。仮に年間2割落ちているとするとそれ

で2兆円ぐらい落ちるということで、無視できない景気の下降要因であり、下降のスピードを早めている要因ではないかと思われます。

もう1つは、耐久消費財です。これは家計部門の一種の資本ストックであり、一度購入するとすぐには買い換える必要がなく、かつこれも過剰感が当然あります。自動車の場合、ごく3～4年前までは300万円ぐらいの新規需要であったものが、平成景気の後半には500万円台になったわけです。この自動車ストックが家計部門の中に充満することになれば、新規の自動車購入は、当然差し控えることとなります。そういう意味で一種の飽和状態です。経済では絶対的飽和というのはありえませんが、一時的な飽和という形が発生します。

似たようなことが、コンシューマー・マイクロエレクトロニクスのこの数年間に出来た新規の耐久消費財についていえると思います。今日我々が使っている電子家庭製品は、85年9月のプラザ合意のときには存在しなかったものばかりです。日本語ワープロ1つをとりましても10万円台で市販されるようになったのは87年頃ですし、小さなパスポートサイズのビデオカメラ、さらにはオーディオ・ビジュアルといったものが盛んに普及するものもここ数年です。過去長期間にわたり万年好況的であったところへ、こうしたブームが加わり、それが家計の中での資本過剰感を呼び、今、これら電子家庭製品の購入は前年度比で10%以上も落ち込んでいます。

通常の間設備投資も落ち込む、商業用ビルの建設需要も落ち込む、耐久消費財需要も落ち込む。この3つはまさに、平成景気の牽引車であったわけで、それが一斉に反転しているというところに今回景気後退のスピードが速い理由があるのではないかと考えています。

もう1つの特徴は、金融機関のバランスシートが悪化しているということです。

今回の資産価格の下落のプロセスは、株価と地価の動き方も落ち込み方の大きさもかなりずれています。株は、89年12月がピークであり、その翌年の1年間で35%～40%も落ち込んだわけです。それに対して地価の場合は、おおざっぱに見ると1年ぐらい遅れてピークを打ちます。おそらく90年の秋口から暮れがピークだと見てよいでしょう。その後の1年は、株と同様に大きく落ち込んだかというところではなく、91年中の落ち込みは比較的限られていた。ところが、91年の終わりから今日にかけて実勢価格は非常に落ち込んでいます。落ち込み方は、地価の場合は緩慢なものから急激へ、株の場合には急激なものからやや緩慢へ、ピークの打ち方も大変に違っておられます。今回の資産インフレがどういう理由で起こったかを検討するときに、非常に重要な視点です。株と地価の上昇の度合いの違い、出発点の相違、同じ土地でも商業用と工業用、工場用と住宅地とでばらつきがあったということは、非常に重要なテーマではないかと思えます。

今回の資産インフレを多くの人々が金融の超緩慢に起因させています。私が経済企画庁で研究所長をしている時に、上智大学の岩田先生達と土地の研究をしました。

宅地並課税を実施すればどのくらい地価が下がるかという研究が主でしたが、その際、どのようにして地価を説明し得る関数が得られるかに興味が集まりました。土地は非常に個性が強く、属性が違えば地価が相当違うので、東京都下をかなりの地域に細分し、都の中心からの距離、駅からの距離なども入れて地価関数を推計しました。その際、地価の説明要因として、利子率、つまり金融政策をこの地価関数に入れても、それによって説明し得る度合いが非常に限られていました。最近の研究の1つに、利子率を、通常の例えば長期国債の利子率——これも実質金利を採らなくては意味がないわけですが——を採るのではなく、エクイティ・ファイナンスの1%とか2%という、限られた大企業だけが調達できた資金の利子率を採って無理に説明しています。そういう意味で、通常の土地関数では85,6年の金融緩和で商業用の土地が一気に2倍近くに上がり始めたことは説明が不可能です。今常識化している金融の超緩慢だけでは説明がつかないというのが今回の地価の上昇です。

ついでですが、マネー・サプライが何パーセント行き過ぎて、何パーセントの地価上昇を呼んだのかも非常に大事なところではあります。通常、日本のマネー・サプライは8%ぐらい伸びていてもインフレにはならないといわれていますから、行きすぎたマネー・サプライとはそれ以上の場合です。では、86,7年のマネー・サプライの伸びがどうだったかということ、9%台です。多くの人は11%と言いますが、11%になったのは88年以降です。したがって、9%や10%とわずか1~2%ポイント違ってあれだけの地価の上昇を生むという定量的な関係を説明するのは非常に難しく、ましてや88,9年のように、マネー・サプライは8%に比べると3~4%ポイント高めですが、それで全国的な地価の上昇を説明するのは大変に難しいわけです。

銀行の貸出し行動を見るときに重要なのは、全体のアグリゲート（総計）と銀行信用の部門別配分です。銀行信用の残高をアグリゲートで見ますと、残高の伸びは84,5年以降90年まで非常に安定して、11%で伸び続けています。ところが、すでに84,5年ごろから、与えられた銀行信用の伸びの3割から3割5分が不動産融資に向かうわけです。金融政策とは、銀行信用のアグリゲートを指すわけで、どこどこに貸してはいけないという政策は採れません。総量規制は、そういう問題が起きた後に導入したにすぎないわけです。難しいのは、アグリゲートとしての金融政策はほとんど適正であったにしても、その与えられた信用の部門別配分を、仮に銀行が不動産部門に向けて集中的に行ったときに、どういう政策をとるべきかという問題です。マーケットが需要を先取りして資金を要求しており、それを満たすのは当然だと考えると、これは市場に任せるという政策になるわけです。一般的には不況の中の株高ということからも分かりますように、不況の中で金融が緩和され、株価の上昇を通して、実は金融面から実体経済の景気回復が準備されるわけですから、株価の上昇という資産価格の上昇をすべて問題視する必要もないわけです。

そういった動きの結果として、バランスシートの傷みが今日非常に進んでいます。最初はバランスシートの右側を問題としていました。というのは、株の含み益

の45%は資本の中にTier 2として組み込んでよいということだったため、株価が89年12月をピークに大きく落ち込み始めると、この含み益が減少して、B I Sで今年の3月までに達成すべき自己資本対総資産の比率である8%が達成できないのではないかという問題が当初出てきたわけです。しかし、昨年8月、総合経済対策を考えたときには、B I S規制への対応は比較的プライオリティが低くなっており、劣後債の発行、劣後ローンの取り入れ、あるいはローンの証券化、債権化で十分に対応可能であり、バランスシートの左側の方がより深刻であり、不良資産問題という資産に着目した対策を中心に考えるようになってきたわけです。別の言葉で言いますと、B I S規制が仮に存在しなかったとしても、膨大な不良資産を抱えたときに銀行はどのような行動をとるかが重要な問題です。

今、マネー・サプライに関する論争があり、昨年7～9月期のマネー・サプライは前年同期比0%の伸びです。おそらく10～12月期はマイナス3%ぐらいにはなるでしょう。銀行貸出しの伸び率も2%台に落ちてきている。景気後退期の後半に銀行信用の残高の伸び率がどんどん落ちマネー・サプライがついにゼロになるということは、方向としてもレベルとしても今回が初めてです。景気後退期は、景気自体が必要悪として調整過程を必要とする前半と、政策当局が回復を図り始める後半に分かれ、過去、後半は金融が相当に緩和していました。これをどう説明するかが日本経済全体にとって非常に大きな問題です。これが顕著になってくるのが、昨年の初め頃です。つまり昨年の初め頃までは、景気が悪いといっても需給ギャップそのものはあまり大きく開いていないときであり、資産価格の行き過ぎ、成長の行き過ぎを是正することに政策の主眼が置かれていた時期です。そういう時には、当然通貨供給量は落ちてくるわけですが、それは過去の行き過ぎの調整としての落ち込みであったわけです。その後景気を回復させるという政策に転換した後も、マネー・サプライはますます落ち込み続け、先程のような状態になっている。これは過去に見られないアブノーマルな動きです。

マネー・サプライを物の需要供給にたとえれば、銀行信用に対する需要が弱いのではないかということです。資金需要は、財貨サービス市場から来るものと、資産取引から来るものがあります。前者の財貨サービスについては、G N P統計があります。通貨は名目値で測られますので、名目G N Pをとりますと、昨年7～9月期の名目G N Pは、前年同期比で3%増えています。通常G N Pが3%増えると、マネー・サプライはその1.2倍ぐらい、したがって3.数%増えてもそんなにおかしくはないということですが、実際は0%である。この3.数%と0%の差を何で説明するか。やはり資産デフレ、つまり資産取引が非常に低迷していることから来るのではないかというのが1つの有力な考えです。資産市場での取引から来る資金需要が低迷しているということです。

しかし、ここで注意しなくてはいけないのは、昨年7～9月期を前年同期比で比べ、資産取引が3.数パーセントと0%の差を説明するほどに低迷していたかとい

うことです。91年の秋口まで、土地の取引量も株の出来高も非常に低迷していましたので、92年になって土地も株もさらに取引が急落したということはなかなかいえません。そうすると、こうした需要論に加え、供給論についても考えに入れざるを得なくなってきました。不良資産を大量に抱えていることが銀行の貸出し態度に影響を与えているのかいないのか。不良資産は、大蔵省の発表で12.3兆円、他の民間金融機関の調査で、30兆円から40兆円もある。担保不動産を処理しても回収できないものがその3分の1から4分の1とすると、この不良資産は、経済全体にどんな影響を与えているのかが当然問題になります。不況になると、銀行は「雨が降るときには傘を貸してくれない」という行動をとるわけですが、この行動が、通常の景気後退期に比べどの程度より厳格になっているかがポイントです。

アメリカの今回の景気回復過程は非常にモタモタしていました。ブッシュがクリントンに敗れたのもこのせいだと言われているぐらいです。ところが、1カ月ぐらい前にボストンの全米経済研究所（NBER）が、景気循環の基準日付を発表しました。それによると今回の米国の不況のボトムは、何と91年3月であり、大統領戦の頃には、景気はすでに20カ月ほど回復し続けていたということです。にもかかわらず、ブッシュは敗れ、実際に2番底の状態も見られましたし、最近まで3番底の可能性が論じられたり、1930年代の大不況と変わらない問題の可能性があるという議論が行われていたのは、それなりの理由があったのではないかと思います。その理由は2つありまして、1つは、確かに91年の1～3月がマイナスの成長でそこが成長率としてのボトムです。そのあとプラスの成長率になりはするもののその成長率が年率1%台でしかなかったわけです。米国経済の潜在成長率は2.5%近くあるといわれており、1%台の成長では生産余力がますます過剰になってくるのです。これをマクロ経済全体で見ると、潜在的なGNPと現実のGNPの比較で、前者の方がレベルとして大きくなっていく。それでGNPギャップが広がっていくことになります。これは、生産能力の過剰化が進み、労働力の過剰化が進むということですから、91年3月のボトムの後も失業率が増えることとなる。失業率が増えると消費需要が落ちるのではないか。したがってまた2番底になるのではないか、といったような議論が行われたわけです。そこで、緩慢な回復を説明する1つの要因に、アメリカにおける不良資産が銀行の貸出し態度を非常に慎重なものにし過ぎて、クレジット・クラッシュ——本来は、中小企業が、信用力は強いにもかかわらず、銀行が大事をとり過ぎて信用を受けることができなくなるという意味です——が生じたのではないかという研究がいくつも出てきているわけです。

日本経済が回復していくにしても、潜在的な経済成長率3.5%を下回る2%台の成長である限り、すでに円高不況期並みに開いているGNPギャップがまたさらに開き続けることを意味するわけです。そういうやや厳密な意味での緩慢な回復は、要因の1つがクレジットクラッシュにある可能性が否定できないということです。

つまり、バランスシートの左側で不良資産を持ったとき、銀行は不良資産と資本

を比較し、資本が不良資産に比べ小さいという危惧を抱き始めると、総資産の伸びを抑えようとし、総資産の伸びを抑えることは、貸出しを慎重にするということであり、審査基準を強めます。貸出金利についても、銀行にとっての取入れコスト——CDであるとか大口定期が大部分です——の金利が、今のように3.8%前後に低下していても、新規の貸出しについては利子率をあまり低下させないという行動（リスク・プレミアム）を取るようになります。そうしますと、中小企業の場合、資本市場へ依存することが難しいですから、こういったクレジットクランチが大きくなることは、中小企業に影響が出てくるのです。（大手の企業については、ストレート・ボンドを出せばよいわけで、起債をし、比較的安い長期金利を手に入れることができます。）中小企業金融公庫などが中小企業に対し、不況の後半に金融が緩和しつつある中で、銀行から借りやすくなっているかというアンケート調査をしますと、借入れが難しくなっているという答えが増えつつあります。実は、こうしたことは過去の景気後退期には見られなかった現象です。

リスクプレミアムを高く取り、利子率を下げようとし、ないという行動は、借り手の方から見ますと、中小企業へのプライムレートの適用範囲が狭められるということになります。この問題は、経済学者の中で、もう少しきちんと議論をしていく必要があるかと思えます。と言いますのは、平成ブームの時には、銀行自身のタガが緩んでいたにすぎず、今そのタガを正常に戻しているのだということであれば、通常のシンメトリックな考え方で話は済み、不良資産問題を抱えていなくても適用できる考え方です。不良資産を持った時に何が問題かということが重要であり、銀行が倒産するから大変だと一足飛びする前に、中小企業向けの貸出しが進まないという景気の回復を緩慢にし、需給ギャップをなかなか縮小させず、ダラダラと労働調整の方へ流されていく可能性を持っているという問題認識が必要だと思えます。

そのような意味で、この不良資産問題というバランスシートの傷みが、今回の景気後退の非常に大きな特徴です。この第1の特徴も第2の特徴も、実はこれまでの後退期には見られなかったものです。

そういう中で、もう1つ私にとって不思議に思われるのは、これだけ金融市場が落ち込み、物、サービスの需給ギャップも円高期の最悪期並みにきているにもかかわらず、常用雇用者数は、前年同期比で2%強増えているという事実です。有効求人倍率も、昨年9月までは、実は1倍よりも高く、求人数のほうが求職者数を上回っていたわけですが、なぜ他の所でこれだけ問題を抱えているときに、労働需給そのものはあまり緩和されていないのかという非常に重要な問題です。

有効求人倍率だけでは、全体の労働の需給関係は分からないというのは、そのとおりです。しかし、労働省で四半期毎に詳しい調査をしており、企業内の過剰雇用を企業がどのように調整しつつあるかという非常に貴重な統計があります。雇用調整は大体7つの形態をとるようです。第1に、まず残業を減らします。次に有給休

暇の取得を奨励します。次にパートタイマーを切ります。それから中途採用を停止します。この4つは、それほど深刻な雇用調整ではなく、企業の中のコアの常用雇用には直接の影響が及ばないものです。ところが次の3つは、そういうコアの労働者にも影響が及んでくる。第1が企業内の配置転換です。次に関係会社への出向です。そして最後に一時帰休ということになります。そういうことをやっても調整がつかない場合には、解雇という形になります。解雇のところまで行かない7つの形態があり、とりわけ最後の3つが、どういう産業でどの程度企業の中に広がっているかを見ているのが、労働省の四半期毎の調査です。

その調査で、配置転換・出向・一時帰休といった深刻な雇用調整を行っている企業数の割合を円高の最悪期である87年4～6月期と比較すると、昨年10～12月期でも3分の1からせいぜい半分です。これほどいろいろと言われている今日の不況の中で、労働の深刻な調整は、幸いにして生じていないということです。

新年度の課題は、そのような企業内の雇用調整が表面化するのを防ぐということではないかと思います。今年の成長率を民間調査機関の予測で見ると、平均2.6%とか2.7%ですが、この2%台の成長は、日本の潜在成長率よりも1%近く低いいため、先程の需給ギャップがまだ開いていくという成長率です。と言うことは、生産能力はさらに余り続けますし、労働力はさらに過剰化するということで、労働調整がより深刻化していく可能性を含んでいます。そういう中で、不良資産問題というバランスシートの左側の問題は、商業用土地の地価が下がり続ける限りにおいて、深刻化することはあっても緩和することはまずないと見てよろしいでしょう。

そこで総合経済対策の時に、2つの問題が出てきました。1つは、クレジットクランチとかその基にある不良資産問題そのもの——それによって資本が痛んでいるという意味でキャピタルクランチと呼びます——に対しては、政府系金融機関の充実を図ろうというものです。とりわけ国民金融公庫を始めとする3金融機関に1兆2,000億円の増額を決めました。実際、政府系の3金融機関は前年同期比7%近く融資残高が増えています。民間の中小企業向け貸出しは前年同期比1%を切っていると思いますが、その中で、こうした政府系金融機関が伸びていることは、クレジットクランチを緩和する作用をしていると見てよろしいかと思います。

もう1つは、担保不動産あるいは担保付債権の買上げ機関です。当初、総合経済対策10.7兆円を決めるプロセスで考えていたのは、公共用地の先行取得です。国鉄清算事業団用地とか市街化区域内農地を大規模に先行取得すれば、大都市の担保不動産の流動化にもつながるのではないかということです。ところが、実際に土地を調べていくと、清算事業団用地とか農地の場合は、ロットも大きいしロケーションも優れており、土地の属性が大変に優良ですが、金融機関が取っている担保土地の属性は劣悪です。1件あたり150坪もあればいいぐらいというような規模を聞いて驚いた記憶があります。のみならず、ロケーションも形状もよろしくない。そうい

う物理的な属性に加え、担保不動産は2重、3重に抵当に入っていたり、権利義務関係があまりにも錯綜していて、すぐに土地の売買に結びつけるのが困難です。

銀行は、ノンバンクとか住宅専門金融会社とか不動産関係に対し、いわゆる追貸しをしており、潜在的には利払いが滞っていても、表面上利払いが進んでいるように見せる。不良資産の定義は、日本の場合、利払いが6カ月以上遅滞していることが条件ですので、追貸しを続けていけば不良資産は小さく見せることができるわけです。かつ、過去、地価が下がっていても1年ぐらい追貸しを続けていれば、地価が上昇し、不良資産でなくなるという経験を長く持ってきています。

ところが、最近の資産価格の動きは、近い将来土地神話が復活するとは思えないことから、追貸しは不良資産そのものを膨脹させる行動であり、かえって金融機関の経営を悪化させる。となると、不良資産について損が発生していれば損を出すという「償却」が今年の春ごろから重要な課題として出てきたわけです。担保付債権の買上げ機関を景気対策の一環としてうたい、損出し、つまり100億円を貸付けた物件について、60億円でしか売れない時には、40億円は損を出し、その損については税法上の無税償却の取扱いを弾力的に行っていくということなのです。

70年代初頭のあの列島改造の時には、金融緩和つまりマネーサプライが年率25%で増え、政治的にも列島改造を政策的に掲げており、いわば説明し得る要因を背後に持っていたという意味では、バブルの要素はなかったということです。

異常に金融を緩和したために地価が上がったという時はバブルではありません。金融の緩和によって上がったという意味では、金融という極めてファンダメンタルな要因で上がったと我々経済の人間は言うわけです。ところが金融の緩和とか財政とか将来の成長率期待の高まりといったファンダメンタルを相当こねくり回しても説明できない要因が3割以上もあるような時は、これはいわゆるバブルと呼んだ方がよいわけです。したがって、金融の緩和ゆえに今回のバブルと言われていますが（バブルの定義によりますが）金融の緩和で説明できるものはバブルではありません。今回は、資産価格と金利とか、資産価格とマネーサプライについて、金融の緩和で説明できる量的な関係を定量的に検出することは至難の技です。だからこそ、これをバブルと呼ぶに値する現象だと思えます。そういう意味でのきちんとしたバブルの定義を頭に置きますと、実体経済や金融では説明できないバブルは、今回商業用ビルの建設の真ただ中で発生したと見てよろしいのではないのでしょうか。

そういうふうに考えていきますと、銀行のビヘービアが追貸しから不良債権の償却へ変わったことは、地価についての比較的正しい展望を持っているのではないかと思うわけです。金融を緩和すると地価が急騰して、年収の5倍程度の住宅の取得を困難にするという議論が多いわけですが、前述のようにバブルを考えていくと、そういう矛盾は存在していないと見てよいのではないかと思います。逆に、銀行は不良資産を大量に抱えたときは、貸出利子率を自分の取入れコストに比べあまり下

げようとはしません。しかし、貸出利率が下がらないと景気は回復し難い。となると、銀行にとって、通常の景気後退期よりも取入れコストの大きな低下が起こらなくてはならない。つまり、CDや大口定期の利率を通常の場合以上に下げなくてはならないということです。それによってバブルが再燃するということはないと見たほうが、はるかに経済政策についての考え方が統一的にまとめられるのではないか。したがって、今日のいろいろな経済政策は、中長期の国民経済と反するような環境に、もはや置かれていないともいうことができるかと思えます。

時間が短いので中長期の展望を端折ったわけですが、私のお話はここで終わらせていただきたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

(文責 編集部)

◆ 第1回講演会 1993年1月25日 於：東條会館