

研究ノート

日本の土地バブルと公共政策の観点から見た不動産融資
総量規制

妹尾 芳彦

はじめに

ここで問題とするのは、1990年4月に導入され、1991年12月に解除されるまで約1年9か月間続いた不動産融資に関する直接規制のことである。このいわゆる総量規制は当時の日本銀行による公定歩合の引上げと並んで、バブルの崩壊を招いた2大要因であるとされている。もちろん、バブルというものは、いつかは崩壊する。その崩壊を政策的に招いたことに関しては主としてタイミングが問題とされてきた。つまり、総量規制に関しては、国民の住宅取得能力の大幅な低下が引き金となったという事実があり、もう少し早期に発動していれば、国民の利益にも適い、後日へのショックもより軽微なものに止まっていたのではないかとする見解である。当時、国民の間には土地等の資産保有に関して「持てる者・持たざる者」の格差に対する怨嗟の声が上がっていた。その実態を踏まえて政策の発動を決定したことになる。間接的にはバブル潰しにつながるけれども、その当時の政策的な認識としては、とにかく地価を低下させなければならないという政治からの要請が大きかったものである。世論もそれを要請していたのであって、新聞各紙も、所得分配上の不公平が広がっており、地価を抑制することは焦眉の急となっているとの論調に満ちていた。後から考えれば、公定歩合の引上げや総量規制に対して、それらを採用すべきではなかったとする見解もある¹⁾。

しかし、バブルは必ず崩壊する運命にあることや、当時の国民の意識が示していた方向に鑑みれば、それらの政策が行われなければよかったとは言い切れない。ただ、総量規制には抜け道が存在していたことも事実である。住宅金融専門会社と農協系金融機関が対象外となっていたことから、それらを通じるパイプから不動産に資金が流れて、住宅金融専門会社の不良債権問題が悪化することとなった。これが後々にまで甚大な悪影響を残したことは周知のとおりである。

ここでは、当時の土地バブルの特徴を整理するとともに、総量規制に関して、(1)総量規制の影響に関する簡便な定量的分析(計量的な分析はもとより一次統計の整理を超える分析も筆者が知る限り見当たらない)、(2)資産価格としての地価変動の特徴と政策発動のタイミングの関係、(3)公共政策としての理論的な性格、(4)地価税との比較における政策的な優劣等を中心的な論点とし、改めて検討する。そもそも直接規制は、政府の恣意的な数量あるいは価格に関する制限を強制的に市場に持ち込むことになり、社会的なロス(死荷重あるいは超過負担)の発生はもちろん、政府の情報が完全であることはあり得ないので、その分はさらなるロスにつながるということが理論的に確認できる。この問題は、金融システムのシステミック・リスクを招いたことから、いわゆるマクロ・プルーデンス政策として再検討の俎上に上げられることがあるが、

ここでの関心は、理論的枠組みによる総量規制の評価とともに、政策実施に至った経緯を踏まえて、「直接規制」の影響力をできるだけ定量的に顧みること及び公共政策の観点から類似した政策との優劣を比較検討することにある。

1. 地価の高騰と総量規制

(1)日本のバブルの背景と特徴

総量規制の導入に至った経緯を辿る前提として、1980年代後半の日本のバブルについて、地価を中心にその特徴を整理しておきたい。何が起きたかを中心とする解説等は世にあふれており、周知のとおりである。ここでの関心は、①土地バブルの背景がどこにあったか、②土地バブルを昂進させたメカニズムが存在したか、にある。これまでの研究においてすでに一定の評価がなされているとはいえ、その背景とメカニズムを特定しておくことが、その後の政策対応を評価する場合のひとつの足掛かりになるかもしれない。

基本的な関心は、地価の高騰、それも経済学的に説明可能な範囲をはるかに超えて上昇した地価の動向にあるが、日本の場合、それが株式と密接な関連を有していたことに大きな特徴がある。それが総量規制導入のタイミングに影響したということはないのであろうか。

妹尾・塩谷・鳴原²⁾は、その間の事情を簡潔にまとめているが、適宜、筆者の捕捉を含めながら見て行こう。

日本では金融の規制が徐々に緩和され、日本人が海外で巨額の投資を行い、海外勢が日本で投資を行っていた。1982年に、1ドル=260円であった為替相場は、1ドル=80円にまで上昇した後、やや値を下げ、1ドル=100円となった。さらに、1980年代半ばには、世界的に景気を刺激するため、G7の諸国と足並みを揃える形で日本銀行は金利を引き下げた(プラザ合意)。また、東京が世界金融のセンターになるとの確信が広がり、オフィス需要が急増していた。こうした政策や期待感から土地需要が増加していくことが予想されていたといえよう。

株価の動向を日経平均株価で見ると、84年には1万円台に乗り、86年頃から急激に上昇し、89年末には3万9千円近くになった。この間の不動産市場の動きを見ると、1955年を100とした6大都市圏の住宅価格指数は70年代末には4100、80年前後には5800、その後89年には20600でピークを付けた。敢えて住宅価格を示しているのは、当時の政府が公約していた住宅価格の年収倍率5倍以内が念頭にあるためであり、その倍率は東京都のピークで14倍であったという試算がある。マンションと一戸建てでは異なる。また、住宅ローンの金利要因などを勘案した修正倍率によれば、当時は27倍であったという試算もある(佐久間³⁾)。

いずれにしても、当時の目標倍率は達成不可能な状況になっていたことは確かである。東京都の地価総額がカリフォルニア州を上回るとか、日本全体の地価総額が米国の4倍と言われていた時代であった。不思議なことだが、それも当然視されていたのである。1人当たりGNPがドルベースで米国のそれに追いつき追い越す勢いであったことなどから、日本には「無敵」の気運が強まっていた。歴史的にみれば、あとからバブルと分かった過去の有名な資産価格の急騰の背景には、こうした経済社会の超楽観的かつ自信過剰な雰囲気が存在していた。この事実は重要であり、バブルを未然に防ぎたいならば、必ずチェックしていかなければならない。

妹尾・塩谷・鳴原の整理にしたがって、もう少し経緯を調べてみよう。

確かに地価は株価と密接に関連しながら、急騰していった。そしてそれが一つの大きな特徴であることも又確かである。株式ブームが不動産ブームの原資になったのか、その逆なのかは明確でない。バブルを発生させる異変を起こしたのが銀行の規制緩和なのか、日本銀行が他国の中央銀行と協調して行った金利引下げなのかも明確ではない。

銀行は、規制緩和の流れという追い風を受けて、株式や土地への投資資金を提供した。また、日本銀行は速い段階から公定歩合を引き下げ始めた。しかし、87年央には米国が、88年には西独が金利

引上げに転じ、日本銀行も 89 年 5 月に引上げに踏み切った。これをきっかけに、株価は 90 年 1 月に大幅に下落した。株価が下落してから地価は横ばいとなり、その後下げ始めたが、取引が干上がっていたため、下落ペースはゆっくりで、その代わり一度の下落幅が大きかった。

ここで、金融緩和がバブルの十分条件というような証拠は乏しい。必要条件の可能性はあるが、それに加えて、前述したような超楽観的で自信過剰な気運が経済社会に満ちていることが必要と言えるのではないだろうか。例えば、米国の住宅バブルも年々コンスタントに入ってくる移民がその根本原因であった。また、この点については、これだけ長期にわたって金融緩和(異次元だという)が継続している日本でバブルが発生しないことも、証拠として挙げてもいいのではないか。さらに、地価の動向が遅れ気味に動いていたことも銘記しておきたい。野口⁽³⁾⁽⁴⁾は、株価下落の開始後においても地価が上昇していたことから、土地についてはバブルではないと言う人が関係者のなかに多かったと言っている。土地取引には時間がかかると野口はその原因について指摘している。なお、上に述べたように、取引が枯渇していたとする見解もある。後で当時の統計で確認してみたい。

(2)土地バブルに至ったメカニズム

一般にバブルには定義があるわけではなく、バブルはバブルだからバブルであるということが取って置けば定義であるとされる。もちろん、常軌を逸した投機熱であり、資産価格が自己増殖的に上昇する。そのとき、市場関係者のだれもが、資産の転売が可能だと信じているような状況が成立している。明日は今日よりも必ず高く売れるという確信に満ちている状況である。バブルの最中で土地や株を扱っていた人に聞けば、自分も他の人も「これがバブル」とは考えてもみなかったと言う。ただ、なんとなくバブルになったのでもない。それなりの背景がある。

ここでは、E. チャンセラー⁽⁵⁾によって、その事情を整理しておこう。現在では以下のようなルートは最早機能していないので、バブルの背景になり

うる要因は少なくとも 1 つ欠けていることになる。1980 年、日本は為替管理を自由化、84 年には、銀行による日本国債のディーリングと信託市場への外資参入を認めた。また、大口預金金利の自由化も行われた。日本国債と株価指数の先物市場が開設され、金融派生商品も日本市場に登場した。1980 年代初めから、日本企業は財テク、つまり、財務のハイテク化による特別利益で営業利益を補うようになった。財テクによる投機を刺激した要因に、ロンドンのオフショア資本市場、ユーロ債市場で日本企業が資金を調達できるようになったことが挙げられる。金融自由化の一環で、1981 年、日本企業にユーロ市場でのワラント債発行が許可された。ワラント債は、通常の社債に株式ワラント(発行企業の新株を通常 5 年の満期までの間、規定された価格で引き受ける権利を保有者に与えるオプションの証券)を付けたものである。日本株は急激に値上がりしていたので、ワラント債の価値も高くなり、企業はワラント債を超低金利で発行できるようになっていた。ワラント債のほとんどが米ドル建てで発行されていたため、当時の円高予想の下、発行企業にとって、金利がマイナスになることがあった。調達した資金は直接株式に投入するか、特別口座の 8%利回りで運用することが出来た。株価が上がれば、ワラント債の価値が上がった。ワラント債の価値が上がれば株価が上がった。1980 年代後半になると、日本企業の株価が上昇するのにあわせて、投機による利益が膨らんでいった。ここで、すでに「投機」という用語が使われているが、上述したように、ワラント債の価値と株価の間に自己増殖的な関係が存在していることから、それは妥当な使用といえよう。チャンセラーは、これを「危険な循環」と呼んでいる。当時の日本を代表する巨大企業がその利益の半分以上を財テクで稼ぎ出していた。

チャンセラーは、バブル経済は何よりも不動産ブームであったと言う。

チャンセラーによれば、1956 年から 1986 年までに、地価は 5000%上昇したが、消費者物価指数は 400%弱の上昇に止まっていた。この間、地価

が下落したのは1974年の1回だけであった。銀行は地価が下がることはないとして、融資する際にキャッシュ・フローではなく土地の担保に依存した。80年代末にかけて、不動産融資を増やしたが、特に中小企業向けの融資を増やしていった。こうして地価の上昇が、経済全体にとっての信用創出の原動力となった。

さらに、ここでの関心である土地バブルを昂進させるメカニズムに関係のある非常に重要な仕組みが日本の経済に設置された。1987年12月初に、国際決済銀行で、世界の中央銀行の代表が会議を開き、銀行の自己資本に関する新たな国際基準を設定することになった。日本の銀行は大蔵省に保護されていて破綻する心配がなかったので、欧米の銀行に比べて自己資本比率が低かった。しかし、欧米の銀行はこれを懸念していた。日本の銀行の自己資本比率、つまり、資産に対する自己資本の割合が低くてかまわなければ、国際競争上は日本が有利になるということである。この結果、日本の銀行は1993年までに自己資本比率を8%にまで高める義務を負った。その裏では、大きな譲歩を勝ち取ったとチャンセラーは言う。日本の制度には、株式持ち合いというものがあって、日本の銀行は取引先の株式を大量に保有していた。この持ち株の含み益のうち45%を、自己資本の50%まで算入できるようになった。ここに、日本の銀行の信用創造能力は、東京株式市場の株価に左右されることになったのである。他の条件に変わりがなければ、銀行の不動産融資が増加すれば、地価が上昇することになる。企業の株価は土地の含み益を基準に評価されるようになっていたため、地価が上昇すれば、株価も上昇する。株価が上昇すれば、銀行が保有する持ち合い株の価格も上昇し、自己資本が膨らんで貸出をさらに増やすことができる。株価の上昇が続く限りは、信用が創造されて循環にお墨付きが与えられてしまったのである。チャンセラーによれば、これが、バブル経済の致命的欠陥と呼ぶべき状況である。

チャンセラーの記述に従って、1980年代後半のバブルの特徴等について見てきたが、ひとつの非

常に重要なメカニズムが設置され、フルに機能することになったことが分かった。しかも、国際的な交渉の結果、日本にもたらされた制度である。この制度が設置され、機能していくこととバブルの生成・昂進は軌を一にしていたように見える。株価と地価が並行してバブルが進んでいったように見えるのは、この仕組みが影響していたのであろう。

この仕組みは、後述する総量規制の理論的な評価のところで参照することになる。つまり、総量規制は強力な直接数量規制とも言える政策であり、その実施によって資源配分は悪影響を受けざるを得ない。ただ、その悪影響が総量規制によってもたらされる利益、例えば、常軌を逸するほど高い地価が下落し、国民の住宅購入能力の増進につながるといった利益より小さい場合は政策を実施する根拠があるのである。しかし、政策実施の対象になった地価の動向にはすでに市場のメカニズムを歪める仕組みが導入されていたことになる。これをも勘案して、政策の評価を行わなければならない。もちろん、総量規制自体にも後世、批判を受ける仕組みがあったのであるが、それはまた別の観点で論じる必要があるのではないだろうか。

2. 総量規制とその導入前後の状況

(1) バブルの認識と総量規制の導入

植村⁶⁾によれば、平成4年(1992)度版経済白書は、「80年代後半に一般物価が安定しているなかで生じた資産価格の大幅上昇は、「資産インフレ」と呼ばれており、90年に入ってその終息の動きが始まった。これは89年の公定歩合引き上げ以降の金利上昇局面において、行き過ぎた物価水準に修正が加わった一方、90年4月から導入された不動産関連融資総量規制等により投機的土地売買が抑制されたことを主因とする。」としている。

また、平成5年(1993)度版経済白書は、「地価のバブルが本格的に解消に向かったのは、90年前後に相次いでとられた土地基本法以降の税制面の見直しや金利の引上げ、土地関連融資の総量規制の導入などの措置によるところが大きいとみられ

る。」としている。また、「90年4月より、各金融機関の不動産向け貸し出しについて、公的な宅地開発機関に対する貸出を除き、その増勢を総貸出以下に抑制する、いわゆる総量規制が実施された。これ以降、不動産関連の資金の流入が大幅に抑制された。」としている。

この経済白書の文章のみから言えば、主に1991年の日本経済を対象に分析する92年度版経済白書においても、いまだ政府は資産価格の高騰に「バブル」という用語を用いていなかったことになる。翌年からは明確に「バブル」と言っている。ただ、経済学的バブルの分析結果から、バブルの要因が含まれていた可能性があるとも言っている(平成3年(1991年)度版経済白書)。しかしそれは、今日われわれが言うところのバブルについてその存在を明確には認めていなかったとは言えるであろう。これは、客観的に観察できた立場であるはずの政府にしても、バブルの最中に「これはバブルだ」と宣言することが困難であることを示唆している。政府は、バブル崩壊の初期においてはまだ、「資産インフレ」なる用語を使っていたのである。

いずれにしても、総量規制がバブル、特に土地バブルの終息に大きな役割を果たしたことに異論はないと言える。植村⁶⁾が言及している例を挙げれば、例えば、石川⁷⁾は、バブル崩壊の要因について、地価については、地価抑制に対する国民的要請を受けて、1987年以降繰り返し地価対策が採られてきたが、実際の当事者からは1990年3月の不動産向け貸出の総量規制が強力だったとの意見が多い、と言っている。またこれについて、大蔵省、日銀、政治家などから同様の意見が示された、としている。西川⁸⁾は、総量規制はバブル退治に確かに有効ではあったが、一度流れが逆回転を始めると、あらゆる資産価格が雪崩を打ったように下がり始め、地価上昇を前提にしたり、不動産を担保にしたりしたビジネスがたちまち苦境に陥った、と回顧している。

しかし、総量規制の実施に際しては、バブルを退治しようという認識というよりも、地価が高くなりすぎるのはまずいという認識が前面に出て政

策を導いていったと考えられる。

ここにおいて、強力な直接規制の導入はバブルを崩壊するのが目的ではなく、当時の国民の持ち家に対する希望を取り戻すことが主眼であったと言えよう。そもそも土地バブルではないという意見が根強くあったのであり(野口²⁾ ³⁾、バブルという用語が使われ始めたのはバブルが崩壊しだした後のことである。それだけに、このことは住宅政策的な配慮が社会的利益として重要なウェイトを占めていたことの証左ではないかと考えられる。

ともかくも総量規制の評価については、「バブル潰し」につながった強力な直接規制であったというものが極めて多い。

(2)総量規制の導入と解除

1990年3月27日に大蔵省から発表された銀行局長通達の概要は以下の通りである。

1990年3月23日に平成2年地価公示による地価動向が発表され、地価上昇の地方への波及傾向が一段と強まっている状況が明らかになった。こうした中で、金融機関の土地関連融資の伸び自体は、土地取引等に関連した根強い資金需要を映じ、概して総貸出の伸びを上回っている。このような状況を踏まえ、大蔵省としては、金融面からも地価問題に積極的に対応するため、従来の措置から更に一步踏み込んだ措置を講じることとし、以下のような内容の通達を発出した。なお、以上が、前文の要旨である。

- ①金融機関の土地関連融資については、内需拡大に必要な資金の円滑な供給に引き続き配慮しつつ、金融面からも地価問題に積極的に対応するため、金融機関の融資全体に対して均衡のとれた水準にすることが望ましいとの基本的考え方を示した上で、具体的には以下の点を要請する。
- ⑦これまでの特別ヒアリング等の諸措置に加え、当面、不動産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こと。
- ④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こと。

上述の通達のうち、⑦の内容を称して「総量規制」と呼んでいる。

それは、不動産業向けの融資の増勢(ここでは前年比を増勢の指標と考える)をこれまでの半分にするという内容ではなく、全体の貸出の増勢と同じかそれ未満に抑えるように自主規制するということである。業種により資金需要の構造も異なるため、全体の平均以下に抑制することが厳密に「中立的な資源配分」の観点から望ましいかは不確実であるが、不動産業への貸出がそもそも「資源配分の歪み」を代表するような状況であったことも確かである。したがって、総量規制に定められた内容は、資源配分の観点からすれば、それを効率化する機能を持っていたと評価できるであろう。もちろん、総貸出の増勢以下に抑制することが資源配分上の最適点に導くかは疑問である。ただ、それは政府にも分からなかったと考えられる(「政府の失敗」に通じる不完全情報)。

②総量規制の実現度

政策の効果以前にこの政策の数量目標である、不動産業に対する貸出の増勢を総貸出の増勢以下に抑制するという目標は実現されていたのであろうか。

ここで植村⁶⁾にしたがって、不動産業に対する貸出の推移を辿ってみよう。

1987年3月末+32.7%と四半期ベースでピークを付けたのち、88年6月末には+9.4%まで低下したものの、再び騰勢が強まり、89年12月末には+14.1%となお、総貸出の伸びを上回っていた。上述①の⑦において、これまでの特別ヒアリング等の諸措置とあるが、大蔵省は総量規制の前に何度か規制的措施を実施していた。1986年4月から始まっており、投機的取引に係る融資の排除、融資厳正化等を経て1989年10月にも銀行局長通達でノンバンク向け融資の審査強化等の指導をしている。つまり、いきなり総量規制を始めたのではない。しかし、上に挙げた数字は累次の政策の効果はかなり出ていたが、それでも十分な成果とはいえなかったことを物語っている。大蔵省としては、金融の量的規制について、時代と逆行すると

して慎重であったが、地価上昇抑制のための金融上の措置を求める声が一段と強まるに及んで、総量規制に踏み切ったというのが正確な経緯ということである(植村⁶⁾が当時の銀行局長の国会質問での答弁から要約)。

その後、90年3月末+15.3%から6月末+10.0%へと低下した。これは6月末の総貸出の+11.4%を下回っており、政策目標に到達した。政策自体は当初の目標を達成したのである。その後、9月末+6.9%、12月末3.4%と低下し、12月末の総貸出の伸び+7.7%をかなり下回った。地価動向については、このころはまだ「地価はまだ高い。総量規制の解除は時期尚早」といのが各紙社説の論調であった。国会答弁を見る限り、大蔵省は総量規制については、臨時・異例の措置、緊急避難的な措置という認識が強かった。市場に直接掉さす政策に慎重であることは望ましいというのが経済学的な立場からの評価である。

日本銀行は1991年7、11月と公定歩合を引き下げた。大蔵省公表の数値によれば、9月末の不動産業貸出は前期末比-0.2%と2四半期連続で減少しており、総貸出の+1.1%をかなり下回っていた。日銀の統計(上述してきた伸び率と整合的)では、9月末+2.8%となっていた。12月中旬にまとめられた直近の地価動向では、大都市圏の下落傾向は強まりつつあり、地方圏においても鈍化又は下落している地域が拡大しつつあるとされていた。

こうした状況のもと、総量規制は1991年12月20日に解除された。

解除後の各紙の報道・社説は、解除は景気への配慮であり、地価はまだ高いので、土地対策そのものの手を緩めてはならない、というものであった。これは良く知られている事実であるが、結果的には過去にとらわれ過ぎて現状判断を見誤っていると言える。後日における比較に基づく「後知恵」ではあるものの、政府の判断のほうに適時適切であったとは言えよう。同年12月末時点の不動産業貸出は+4.4%と総貸出の+4.6%を下回った。92年に入っても、不動産業向け貸出は+5~6%台で推移し、総貸出は2~3%台であった。前者が上

第1表 地価公示の地域別前年比(%)

	商業地				住宅地			
	1989年	1990	1991	1992	1989年	1990	1991	1992
東京圏	3.0	4.8	4.1	▲6.9	0.4	6.6	6.6	▲9.1
大阪圏	35.6	46.3	8.1	▲19.5	32.7	56.1	6.5	▲22.9
名古屋圏	21.0	22.4	19.1	▲7.6	16.4	20.2	18.8	▲5.2
3大圏平均	14.1	18.6	8.1	▲10.3	11.0	22.0	8.0	▲12.5
地方平均	7.6	15.4	16.3	0.4	4.4	11.4	13.6	2.3
全国平均	10.3	16.7	12.9	▲4.0	7.9	17.0	10.7	▲5.6

(備考)植村⁽⁶⁾の表(p13 及び p24)を筆者が編集。

回っているものの、かなり抑制された推移であった。その後この乖離は拡大したが、内容的に投機資金の性格は見られなかったというのが当時の政府見解である。

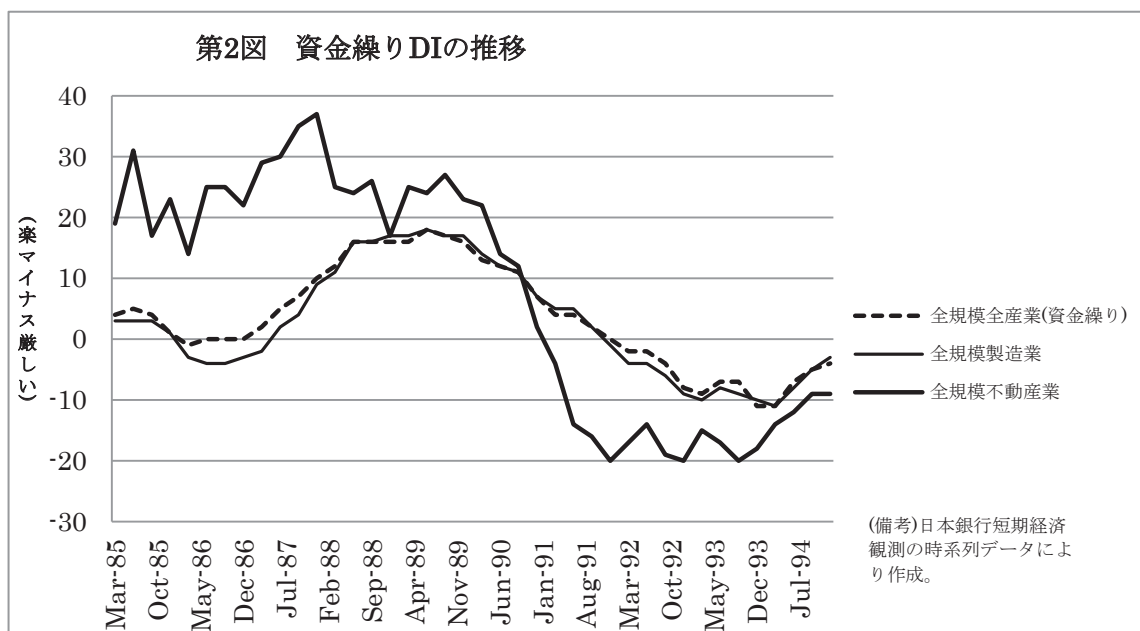
③総量規制と地価動向

上でも言及したが、植村⁽⁶⁾の付表を紹介しながら、その間の地価動向を確認しておこう。

第1表を見ると、総量規制導入時にかけては、東京圏以外の地価高騰が目立っていた。つまり、大蔵省の認識の通り、地方への波及過程の途上にあったと言えよう。また、導入後は、はじめの1年間では少なくとも全国平均ベースで見るとそれほど上昇率自体も低下していないことが分かる。例外は大阪圏で上昇率は大幅に低下していた。明確に地価が下落しているのは1992年になってからである。株価のように「下落」するのには時間がかかったことが明確である。前述したように、日本の1980年代バブルの最大の特徴は株と土地の連動が制度的に内装されていたこととも言えるのであり、株価の本格的下落が始まっていたのであれば総量規制で地価を下落させるタイミングもほぼ同時であって不思議ではない。このことから、少なくともタイミングとして見た場合に総量規制の導入が時期尚早であったとは言いがたい。衣川⁽⁹⁾が言うように、株価は1990年年初から急落したのに対して地価は全国的には1990年に入ってもまだ増勢を維持していた。それは第1表の通りであるが、地価は全国的には1991年においても増勢を維持していたのである。総量規制は1990年4月か

ら実施されていたのであり、むしろ遅かったという評価は出来なくもないように見える。

紺谷⁽¹⁾が言うように、日本銀行の公定歩合の引上げや総量規制を実施したことで日本経済が甚大なダメージを受けたのだから、後から考えれば両方とも問題が大きかったのであろうか。周知のようにバブルというものは、何時かは崩壊する。崩壊を待っていたなら、その後の日本経済は苦難の途を歩まなかっただろうか。このような話が出るたびに筆者が思い浮かべるのは、1929年の米国の「大暴落」である。その後の大不況を深刻なものにした要因として、政策特に金融政策に関する論争が有名である。これは、ミルトン・フリードマンとアンナ・シュワルツが金融緩和の不足、つまり貨幣供給量の減少を指摘しているのに対して、ピーター・テミンは、実質貨幣供給量は増加していたと反論しているものである。筆者も、日本の昭和恐慌に関して、通貨供給量を実質化してみたことがあるが、そこでも増加していた。IS・LM分析のLM曲線の左辺は実質で見るべきであり、それを名目で見る場合は、短期的に物価の変動がないことを仮定する必要がある。デフレ期、それも急激なデフレ期に物価水準が不変と仮定することは無理である。株式の取引に対して、マージンローン規制が導入されたのは崩壊後のことであった。公開市場操作が導入されたのも崩壊後であった。米国の株価バブルは、市場から崩壊していったのであり、その莫大な被害は言うまでもない。つまり、何もしなければ、日本経済のその後が停滞的



にならなかったと考えることは難しいのではないだろうか。

3. 総量規制の影響

上述してきた経緯を顧みると、総量規制の導入から1年後である1991年は前年比マイナスになっていないという意味では依然として地価は上昇していたのである。もちろん、上昇率は低下した圏域が多い。1990年7月時点の地価上昇率は、一旦低下した上昇率が再び上がった東京圏と明確に上昇率が上がった名古屋圏を除いて、地方圏では横ばいに近くなり、大阪圏では明確に低下していた。それが1991年1月になると、大都市圏からの波及の余波で少し上昇率が上がった地方圏以外は、すべて上昇率そのものは低下していた。

このような動きを見る限り、タイミング的に考えて総量規制の効果は確実に出ていたものと推測できよう。それでは、その効果を粗々の計算で表わすことができるであろうか。前述したように、この計算は困難であると考えられるものの、一定の仮定を置いて試算してみたい。

まず、関連するデータで総量規制の影響度を見てみよう。ただ、同時期はすでに公定歩合の引き上げが実施された後であり、その影響もあったと考えるべきである。総貸出残高との対比で見た不

動産業貸出残高の動きと相対的な乖離度のみで判断することはできない。

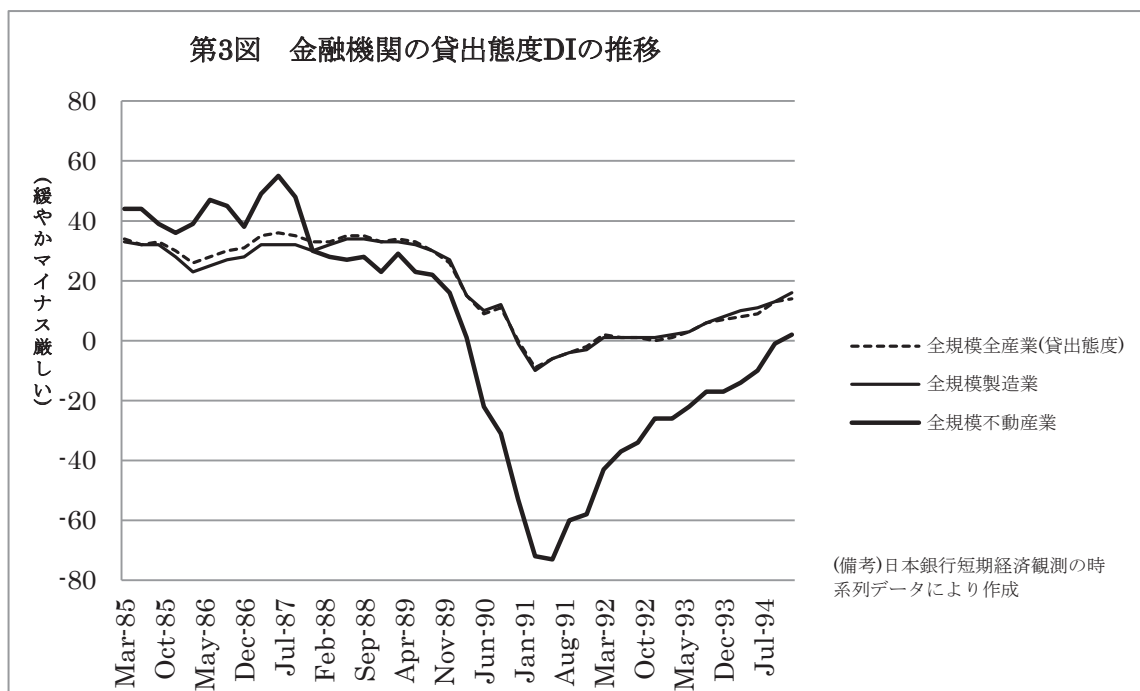
第2図は、日銀短観の資金繰りDIの推移である。この図からは、総量規制の導入後、不動産の資金繰りが全産業平均と比べて著しい落ち込みを示していることが分かる。もちろん、前述したように1989年の5月、10月、12月に公定歩合の引上げが行われていることから、タイムラグを伴いながらも地価、株価の動向に影響が出ていったと考えられる。

同様な状況が第3図でもうかがえる。これらの図から読み取れるのは、総量規制の効果の大雑把な大きさである。公定歩合の影響は全産業に共通してあったが、総量規制の影響は対不動産業に限られていることから、総量規制の効果が大きめに認められよう。

不動産業の判断DIが全産業や製造業のDIを上から下に切る時点を見ると、金融機関の貸出態度の方が早かったことが分かる。また、その時期は87年末から88年初となっている。これは、86年～87年までに通達が計3回、特別ヒアリングの実施が1回すでに行われていることから、金融機関の貸出態度にいち早く変化が現れたものと推測される。回復もまた、貸出態度の方が早かった。

次に、粗々の試算をしてみよう。これには日本

第3図 金融機関の貸出態度DIの推移



銀行が公表している貸出先別貸出の長期時系列データを用いることにする。

まず、全産業と不動産業に対する貸出残高の推移を衣川⁹⁾によって確認しておこう。

第4表 貸出残高の推移

	不動産業貸出 前年比(%)	貸出合計 前年比(%)
1984 年末	19.7	11.6
1985	23.2	10.2
1986	36.8	9.7
1987	16.8	9.9
1988	14.5	7.3
1989	30.3	23.2
1990	3.5	5.9
1991	5.4	2.6
1992	6.2	1.9
1993	14.7	21.5
1994	2.7	0.2
1995	2.6	1.3

(備考)衣川⁹⁾p76 の表を筆者が編集。

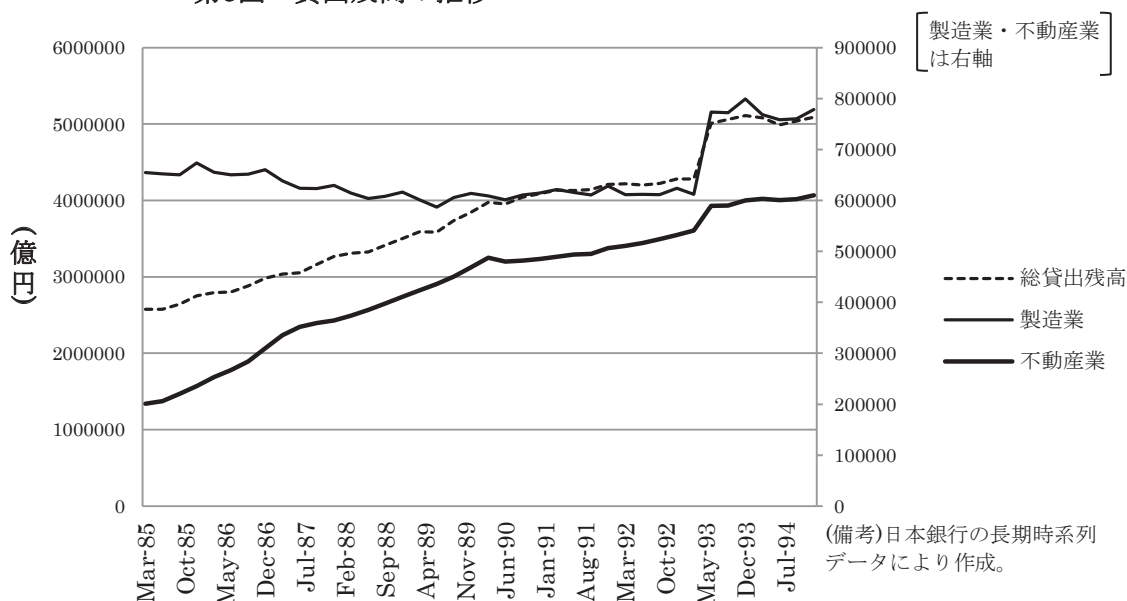
出所は日本銀行「経済統計年報」。

バブル期を通じて、不動産業への貸出残高の増加率(通達に言うところの「増勢」を表わす指標の1つ)は総貸出残高の増加率よりも平均して2倍程度は高かった。しかし、例外があり、バブル期最後の1990年は逆転している。総量規制は1990年4月から実施されたが、実は、目標である不動産

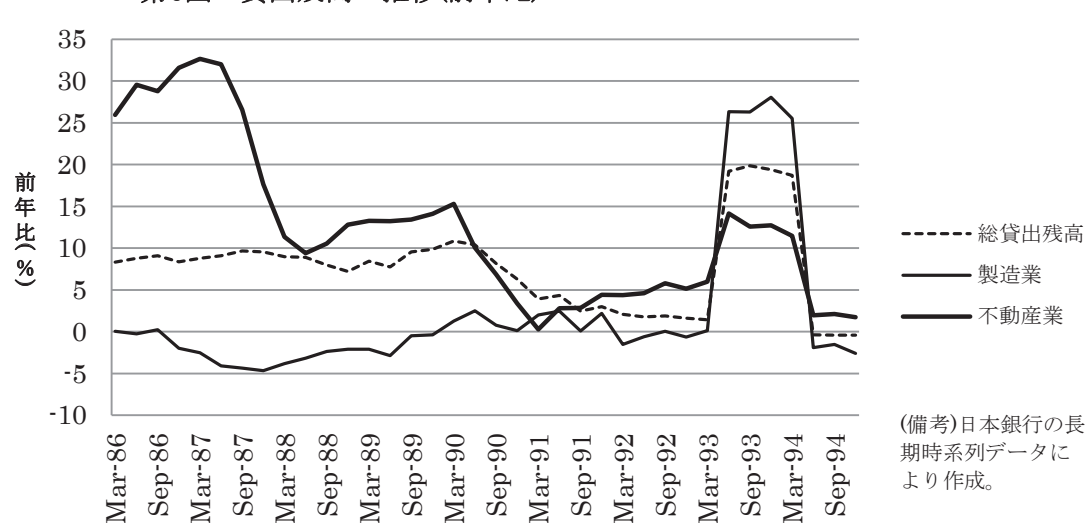
業への貸出の増勢を総貸出の増勢以下に抑制できたのは、実施の年と1993年だけであった。1991年以降は(暦年でまとめると)ほとんど目標は未達成なのである。それでも、地価は、1992年以降は前年比で見て、大都市圏でも地方でも、商業地でも住宅地でもマイナスが続いていった。前述したように、公定歩合も1989年中に3回も引き上げられ、地価対策も1986年から逐次実施されてきていた。つまり、いきなり総量規制が行われたのではない。また、当時の日本経済には株と土地が連動してバブルが進行していく仕組みが内装されていた。逐次の土地対策から、これまでのような地価高騰が続かないのではないかという見通しあるいは、観測が徐々に膨らんできていた可能性がある。そこに、総量規制が導入されて、政府の意図がバブル潰し(当時はまだ資産インフレと言う程度の認識か)にあることが明確となって、貸出が急激に収縮した姿を見て取れる。ここにおいて、総量規制は物価対策という「物価統制令」レベルのショックを市場に送ったということもできよう。

さて、日本銀行の時系列データを用いて、総量規制の効果について大まかな把握を試みてみよう。四半期データによる、当時の貸出残高の推移は以下の通りである。

第5図 貸出残高の推移



第6図 貸出残高の推移(前年比)



残高の推移を金額ベースで追うと、総貸出と似た推移となっているように見えるが(第5図)、これは単位が一桁異なっているため、増加率は大きく異なるものと考えられる。そこで、第6図の前年比を見ると、1990年第2四半期までの貸出残高の増加率の乖離は概ね、数%から20%程度までもあったことが分かる。

ここで、期間を総量規制導入前後に分けて、幾何平均で平均増加率を求めてみよう。

期間としては、次の2期間を想定する。①バブ

ル期に当たる1985年第1四半期～1990年第1四半期まで。1990年第1四半期はまだ、総量規制が実行されていない。②1990年第1四半期～1991年第4四半期まで。1991年第4四半期には、総量規制の終了が決定された。

第7表 貸出残高のトレンド

○総貸出			
①の期間	2.19%	②の期間	0.82%
○不動産業への貸出			
①の期間	4.54%	②の期間	0.53%

総貸出には、公定歩合の引上げのみが影響しているものと仮定する。また、その影響は1990年第1四半期以降に表面化したものとする。この場合、公定歩合引上げの影響は、2.19%から0.82%を控除した1.37%ということになる。公定歩合の引上げは、総貸出残高の増加率を1.37%削減したことになる。それは、増加率の65%程度を削減したと言える。

また、不動産業への貸出は、公定歩合引上げの影響と総量規制の影響の双方を考える必要がある。公定歩合引上げの影響は4.54%の65%ということで2.95%である。公定歩合引上げの影響が2.95%であるので、それを4.54%から控除して1.59%が総量規制を考慮しない場合の増加率となる。もしも総量規制がなければ、同産業への貸出残高は1990年第1四半期～1991年第4四半期までの間、平均1.59%で推移していたものと推測できよう。ところが、現実にはその間、平均0.53%しか増加していない。1.59%と0.53%の差である1.06%が総量規制によって削減された四半期平均増加率に相当することになる。これは四半期データによる試算であるから、每期約1%の増加率を金額に換算すると、当該期間内に約3兆5000億円の貸出残高が削減されたことになる。当該期間の四半期平均貸出残高は約49兆円であるから、その約7%強が削減されたとも言えよう。言うまでもなく、大胆な仮定を置いた試算に過ぎないが、公定歩合の影響が総量規制よりも大きかったとすれば、その理由は、地価に先立って大幅な下落が始まっていた株価の影響から、不動産業への貸出もすでに抑制されていた可能性が指摘できる。さらには、総量規制の実施期間が1年9か月余りと比較的短期間であったことも関係しているかもしれ

ない。このあたりは、より厳密な分析が求められるが、これまでにはそのような分析はないとのことである(植村⁶⁾)。

4. 公共政策としての評価

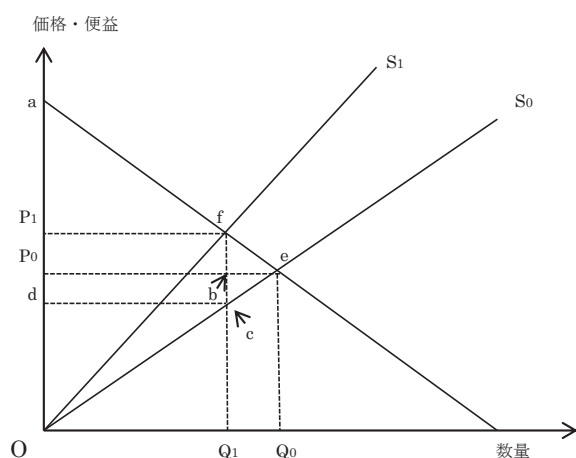
(1)理論的な検討

総量規制は、市場の機能によっては、社会的費用が発生して社会的余剰が最大にならない状況の下でその導入が問題となる。もとより、課税や補助金でも社会には超過負担(死荷重)が発生することが多い。その例外は、課税では、一括固定税や完全にすべての財・サービスに一律の税率を課す一般消費税などが想起される。その場合でも、垂直的な公平性が問題になる可能性があり、それは社会的費用とも言える。つまり、経済学では、市場の機能に掉さず政策は、社会にマイナスの影響を及ぼすと考える傾向がある。それでも、政策の実施が必要な場合は、政策実施の社会的費用(社会的ロス)を上回るだけの社会的余剰(消費者余剰と生産者余剰の合計)が存在していなければならないというのがスタンダードな考え方であろう。消費者余剰と生産者余剰の大きさの比較や変化にも注意が必要となる。

総量規制は、不動産業の資金市場における資金供給を直接規制する政策と言える。

第8図では、競争的な資金市場における資金需給の均衡に加えて、政府が何らかの基準に従って市場の供給側に介入する場合が示されている。この政府の介入は、短期的な視点で考えれば、資金の供給曲線を、資金量ゼロにおける価格である金利(0%)を原点としたうえで従価税をかけたように徐々に乖離を大きくするように動かすことで表現できるものとする。もとより、現実に従価税を課したわけではないが、資金供給量を削減する効果が生じるという点で共通性がある。

第8図 総量規制の厚生分析



上図で、総量規制が導入される前は、 e で需給が均衡し、資金の価格即ち、金利は P_0 、資金量は Q_0 、資金需要者の余剰は aP_0e 、生産者余剰は P_0Oe 、総余剰は aOe であった。総量規制の導入で均衡点は f に移り、資金需要者の余剰は aP_1f 、生産者余剰は $dOcf$ 、税収は P_1dcf 、総余剰は $aOcf$ となる。なお、税収は将来の公共政策の財源となるので社会的な余剰とカウントする。資金需要者の余剰が小さくなったのは、金利が高くなったからであり、生産者余剰が小さくなった (P_0dce に相当) のは、課税により金利が上がり、資金需要が削減されたことによる。しかも、この市場には、 cef に相当する死荷重が残ることになる。それがこの政策の社会的な費用と言えよう。

資金需要者の利益を重視する立場からは、資金需要者の余剰が削減されることに注目しがちであるが、資金供給者にも負担は発生する。また、ここでの理論分析を従量税や一方的な資金量制限のモデルとしても、少なくとも死荷重が残るという結論は変わらない。

(2)実態と政策

ここで、当時の状況を整理しておくと、①土地神話に基づいた土地担保に依存する貸出、金融機関の株式持ち合い、銀行の自己資本への株の含み益の算入など土地バブルの昂進を助長するような制度が内装されていた、②住宅の取得が困難になることに対して、政治的な懸念が強く、政府が神経質であった。こうした状況をも勘案すると、上

図の解釈はどうなるであろうか。

まず、総余剰が減少することを理由に総量規制を導入しないという選択の評価については、当時の①の状況からは、すでに不動産市場への資源配分は過多であったと言えよう。したがって、資金需要者である不動産業の不利益は目をつぶるべき点がある。また、②の状況は、所得分配上の不公平感を拡大することにつながっていた。このように考えると、総量規制導入でもたらされる総余剰の減少、死荷重の発生を上回る利益が存在したとも考えられよう。資金需要者の余剰が相対的に減少しているが、地価の低下を促すことが目的であり、長期的には確かに地価が低下したのであるから、短期的な不利益は相殺されたとも考えられる。この点からも、総量規制はやむを得ない緊急措置として首肯されるべきではないだろうか。

そもそも、市場に対して一方的に競争を阻害するような介入をすることには、経済学的な批判があることも確かである。ただ、それは市場の状況にもよるであろう。もちろん、政府が全能を持って、正確な規制を行い得るかは「政府の失敗」として、常に慎重に考えなければならない。

(3)地価税との比較

最後に、1991年に創設され、1992年1月1日から施行された「地価税」との比較を行ってみよう。この税金は、土地バブルで見られたような投機的取引を抑え、社会的混乱や公共事業費の水ぶくれといった不経済を防ぐために導入された。1000坪以下の住宅地は非課税、定額の基礎控除(1996年以降は10億円又は15億円、1997年以降は5億円、8億円又は10億円等が設けられていた)ことから、結果としては、納税者が大企業と余程の大邸宅の所有者に限られた。その後、地価は下落が続くようになったことから、1998年度より「当分の間」課されないことになった。その後現在に至るまで課されていない。当初から、地価の高い都心部に広い土地を持つ産業に負担が偏るということで、不動産業や百貨店業界から強い反対があった。

地価税導入のタイミングはやや適切さを欠いていたと言えるのではないだろうか。総量規制の効

果(公定歩合引上げの効果)を見極めるべきであったというのが相当であろう。吉田¹⁰⁾によれば、不動産業は該当する土地の保有を減らすようなマネジメントをしていたという。また、製造業の課税対象土地面積は一貫して減少した。このことから、地価税は、土地保有の内容を変化させる効果はあったが、集中保有の実態は是正されなかったという。投機目的の保有もあったかもしれないが、事業遂行上不可欠の土地も含まれていた可能性がある。その後、土地神話も終焉したと言われる状況にはなったが、それが地価税の貢献と言い切ることはできない、と吉田¹⁰⁾は評価している。地価が地価税停止後も低下を続けたという実態もある。

総量規制と異なる点としては、総量規制が全般的な介入であるのに対して、地価税は局地的な介入であることであろう。局地的な介入になればなるほど、資源配分に歪みを生じることになる。課税対象となった土地が事業遂行上不可欠であったとすると、投機的な目的とはいえ、課税対象事業のみが不利益を被ることになり、他の事業との間の資源配分が乱れてしまう。経済学的に考えれば、問題の多い税と言わねばならない。その点で、タイミング的にも社会から望まれていた総量規制は不動産業という限定性はあったが、市場単位としては全般的とも考えられる。広い土地の取引だけをターゲットにしたのではない。

また、あくまでも総貸出の増勢以内に抑制するということであり、全体の平均以内ということで、ことさら不動産業の資源配分をその他の業種より不利化したとも言えないのではないだろうか。

おわりに

以上で論じてきたことを簡単に整理する。

まず、総量規制の定量的な分析については、限界が大きいものの、そのマグニチュードの大きさに関して一定の評価をすることが出来た。ただし、あくまでも試算に過ぎず、本格的な数量経済史の分析を待ちたい。

総量規制のタイミングについては、筆者としては、早すぎたという評価は困難ではないかと考え

る。遅すぎたという評価ならありうるのではないだろうか。

総量規制を公共政策として再検討してみた。理論的にはたいていの公共政策は、資源配分に歪みをもたらすのであるが、その弊害を相殺して余りある利益があるのなら、実施すべきである。当時の状況に鑑みれば、そのような社会的利益は存在していたという以外にはない。地価税との比較においても、市場全般に同等の影響が及ぶ総量規制は比較的納得のいく政策ではなかったかと考える。

全体として、総量規制がバブル潰しの政策であったという文脈でのみ論じられることは残念である。当時の客観情勢を踏まえて、出来ることをしたという点では評価に値する政策であったとさえ言えるのではないだろうか。ただ、政府の直接規制に関しては、やみくもに実施するのは危険であって、理論的には市場の資源配分機能に歪みをもたらすことから、よく議論を尽くしたうえで実施する必要があることを付け加えておきたい。

(参考文献)

- (1) 紺谷典子「平成経済の20年史」(幻冬舎新書、2008年)
- (2) 妹尾芳彦・塩屋公一・鳴原啓倫「バブル及びデフレについて」(ESRI Working Paper、2009年3月)
- (3) 野口悠紀雄「戦後日本経済史」(新潮選書、2008年)
- (4) 野口悠紀雄「戦後経済史」(東洋経済新報社、2015年)
- (5) E. チャンセラー「バブルの歴史」(山岡洋一訳、日経BP社、2000年)
- (6) 植村修一「マクロプルーデンス政策の観点からみた1990年代の不動産業向け融資の総量規制—クロノロジーと政策的含意—」(RIETI Policy Discussion Paper Series, 2012. 11)
- (7) 石川知宏「「バブル/デフレ期」の日本経済と経済政策—オーラル・ヒストリー—」に見る時代認識、2011年、内閣府経済社会総合研究所「経済分析」185号)
- (8) 西川善文「ザ・ラストバンカー」(講談社、2011年)
- (9) 衣川恵「新訂 日本のバブル」(日本経済評論社、2009年)
- (10) 吉田美保「地価税の性格とタックス・インセンティブ」(青山社会科学紀要 30(2), 2002-2003)

[せのお よしひこ]

[(一財)土地総合研究所 研究顧問]