

研究ノート

『経済白書』におけるバブルの扱いについて

安井修二

I. 課題設定

本稿の課題は、平成5年度の『経済白書』におけるバブルの取り扱いについて検討することにある。いうまでもなく、本年度の『経済白書』は、「第2章 バブル発生・崩壊と日本経済」で1980年代末に発生したバブル経済を取り上げ、それを批判的に総括している。その総括の視点は、1980年代後半の平成景気がすべてバブルであったわけではないことを確認した上で、自己増殖的に膨張したバブル的現象を批判的に説明するものとなっている。もちろん、こうした取り扱いは誤りではない。しかし、それなら、1980年代後半の、まさにバブル経済がもっとも自己増殖していた頃に、『経済白書』はそれをどう説明していたのであろうか。かかる視点から、本稿では、平成5年度の『経済白書』と過去の『経済白書』を比較してみることにする。

なお、資産価格の高騰がバブル経済の中身であり、それは株価の高騰と地価の高騰に分けられる。しかし、ここでの論点は地価の高騰に限定して考えることとしたい。

II. 平成3年度の『経済白書』

過去の『経済白書』のうち、ここでは平成3年度の『経済白書』を取り上げることとする。最近、経済企画庁から平成景気の山が1991年4月にあったと発表された。平成3年度の『経済白書』は平成2年度（1990年～1991年の初め）を対象としているから、平成3年度版を取り上げれば、景気の山であった時にいかなる分析を行っていた

かがわかるであろう。⁽¹⁾

平成3年度『経済白書』は、3大都市圏の地価の上昇を、商業地と住宅地に分けて分析している。分析は単純な収益還元モデルを使って行われている。それは、理論地価を地代を利子率で割引くことによって導きだし、それと現実地価の動きとを比較し、理論地価を越える現実地価の動きを問題とするという方法である。実は、これは一貫して用いられている分析手法であり、平成3年度の『経済白書』から引用すると、次のようになる。「ここでいう理論地価は、今回の地価高騰の始まる以前の83年を基準年として、オフィス賃料や家賃の収益についてはその時点の水準が将来とも変わらず、割引率については土地にリスク・プレミアムがなく将来にわたってその時点の長期金利がそのまま割引率になると仮定した単純な収益還元モデルを用いている」(151頁)。

そこで問題は、理論地価の計算で分子や分母に何を用いているかである。平成3年度『経済白書』では、まず、分母として「83年を1として指数化した長期金利(利付き電々債利回り)」(154頁)が使われている。問題となるのは、分子である。この点について、平成3年度の『経済白書』は、商業地については「ビル事務室の実質賃料を今回の地価上昇直前の83年を1として指数化したもの」(154頁)を使い、住宅地については、「消費者物価指数の家賃を今回の地価上昇直前の83年を1として指数化したもの」(156頁)を使っている。⁽²⁾ その結果作成された図の「商業地」「東京(都心3区)」が、図1(『経済白書』では、第2-1-3図であり、153頁に掲載されている)であり、

(1) 今回の平成景気の期間に限定すると、昭和63年度(1988年度)の『経済白書』で、初めて理論地価と現実地価の乖離という分析手法が登場する。そして、「建築物の高層化、OA化等による情報化などにより土地の限界生産力が上昇していることがレント引上げの要因になっている」(277頁)とし、そうしたレント引上げが地価上昇の原因であることを認めながらも、「ここで留意すべきことは、商業地、住宅地ともに実際の地価がモデルによる理論地価をなお大きく上回っていることである。勿論理論地価自体幅をもって必要があるが、このような事態は人々の地価上昇期待が広範化し、金融緩和を背景に、土地の転売や仮需的取引を活発化したといった言わばバブル的要素が働いたことを示唆するものとみられる」(278頁)と指摘している。これ以降の『経済白書』では、表現の強弱はあるにせよ、地価の高騰とバブル化を指摘する時の分析パターンは基本的に同じである。それ故、本稿では平成3年度以外の『経済白書』は言及しないこととする。

(2) 理論地価の分析が始めて登場する昭和63年度から平成4年度の『経済白書』まで、分母と分子は平成3年度のものと同じものを用いている。

図1 東京（都心3区）

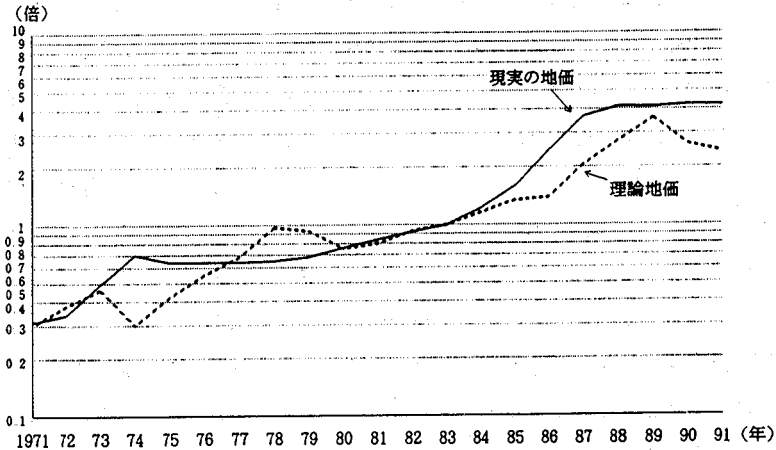
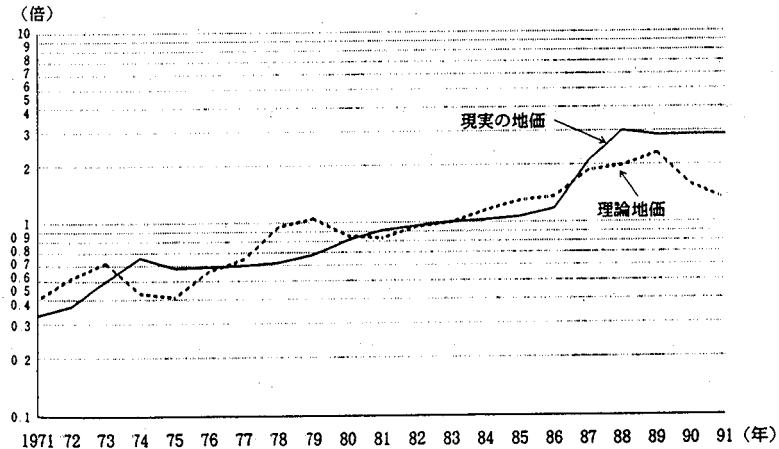


図2 東京都区部



「住宅地」「東京都区部」が、図2（『経済白書』では、第2-1-4図であり、155頁に掲載されている）である。

図をみる限り、理論地価と現実の地価が乖離していることは明らかである。しかし、いわゆるバブル期では理論地価も上昇していることがむしろ目立った図となっている。つまり、理論地価は、現実地価に遅れてではあるが、はっきりと上昇しているの

である。この点について『経済白書』は次のように位置づけている。「第2-1-3 図で3大都市圏の都心商業地における理論地価の動きをみると、オフィス賃料の上昇傾向と金利水準の大幅な低下を背景に、86年から大幅に上昇し始め、89年に最も高くなった。3大都市圏ではその後もオフィス賃料の上昇が続き、理論地価を押し上げる要因になっているが、長期金利水準の高まりによる引下げ要因の方が大きく、88年に比べれば低下している」(151頁)。「東京都心3区では、実際の地価の上昇は理論地価の上昇に先駆けて始まり、理論地価がピークとなった89年時点で、実際の地価上昇が理論地価の上昇をやや上回っていた」(151~153頁)。「理論地価の上昇は一般に実際の地価上昇に先行するものと考えられるが、今回の東京都心3区商業地の上昇では実際の地価上昇が理論地価の上昇よりも先行している。これは東京への金融機能を中心とする中枢機能の集中が進んでいることが将来のオフィス賃料の上昇期待を生んだことが一因と考えられる」(154頁)。以上の引用から明らかなように、これらの説明の背後には、次のような考えがあったのであろう。即ち、東京が世界の金融の中枢機能を担っている以上、オフィス賃料の上昇、それ故理論地価の上昇はむしろ当然である。ただ、それがオフィス賃料の上昇期待を不当に高めたため、理論地価を越える現実地価の高騰が部分的にしかも時間的に先行して発生した(一部にファンダメンタルズから乖離した動き——バブル現象——がみられた)⁽³⁾、と。

III. 平成5年度の『経済白書』

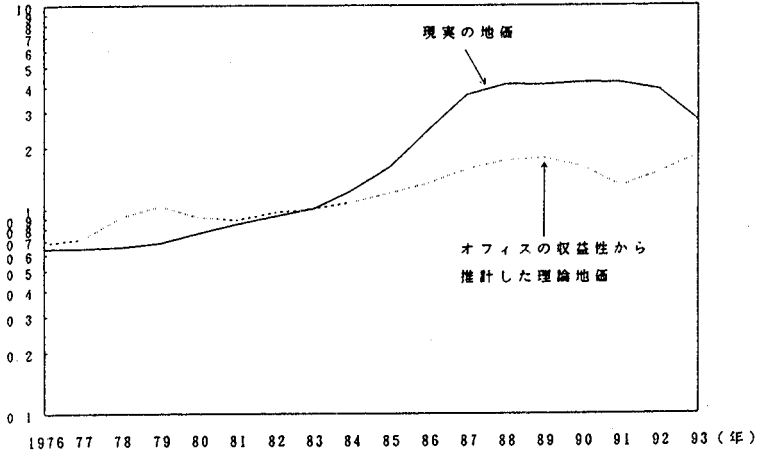
平成5年度の図をみていただきたい。「商業地」「東京都」が、図3(『経済白書』では、第2-2-4図であり、131頁に掲載されている)であり、「住宅地」「東京都区部」が、図4(『経済白書』では、第2-2-3図であり、128頁に掲載されている)である。先の図1と図2とは明らかに異なっており、図3と図4では、1980年代末に現実地価が理

(3) しかしながら、この説明には納得いかない点がある。というのは、当時オフィスの建築のために「地上げ」が活発に行われていたのであり、その「地上げ」にかかるコストがオフィス賃料にある程度は反映されているのではないかと考えられるからである。「地上げ」が活発に行われていたことは、マスコミを通して誰でも知っていた事実である。したがって、オフィス賃料をもってきて理論地価を計算することは、理論地価にすでにバブル的要素が一部含まれていることとなる。

図 3

東京都

(1983年=1とした指数、対数目盛)



東京都における収益性の推計

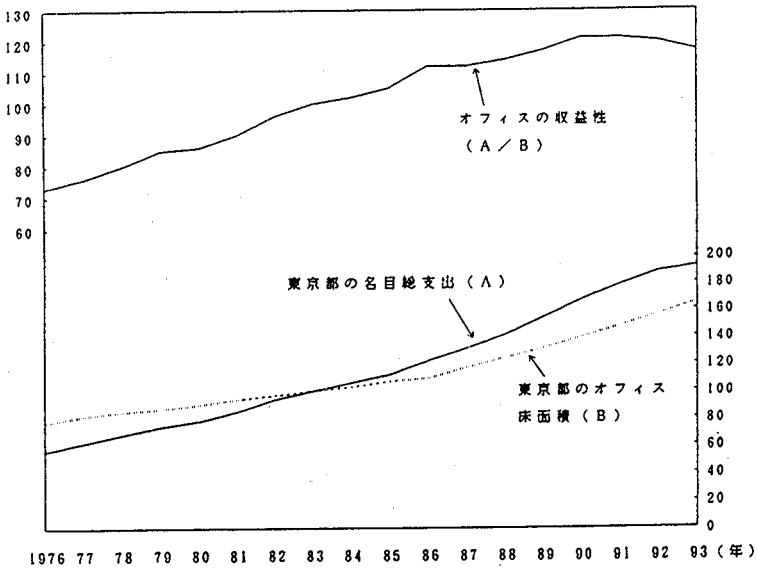
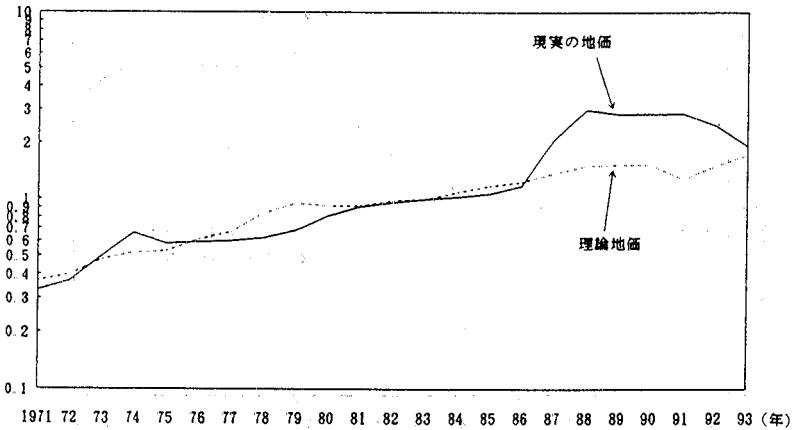


図 4

東京都区部
(1983年=1とした指数、対数目盛)



論地価から大きく乖離しており、バブル発生は非常に明瞭に見て取れる。乖離が大きくなったのは、現実地価が大きく上昇したからではなく（現実地価は、図1・2と図3・4で変化するわけがない）、理論地価があまり上昇していないからである。図1・2と図3・4における理論地価の動きは、何故異なっているのであろうか。

まず、「商業地」についてみてみよう。これは原因がはっきりしている。そこでは、まず、理論地価を計算する場合の分母として、「利付き電々債利回り」ではなく、「長期プライムレート」（1983年を1として指数化したもの）が使用されている。この変更が一つの大きな理由であるが、分母の問題は次の「住宅地」のところでも詳しくみることにして、ここでは分子を問題としよう。実は、平成5年度では、平成3年度に使用したオフィス賃料を事実上使っていないのである。「ここでは、商業地の理論地価として、オフィス賃料を長期金利で割り引いたものを考え、住宅地と同様83年で基準化している。オフィス賃料は、資料の制約上実勢を反映した長期にわたるデータが把握できないため、オフィスの収益性の観点から、床面積当たりの名目GNPに比例して賃料が決まるとして推計した。これは、付加価値額に対するオフィス面積の投入係数を一定と仮定すれば、オフィスの賃料は基本的には単位床面積当たりの付加価値に対応す

るとの考え方によるものである」(129~130頁)。平成5年度で「資料の制約上実勢を反映した長期にわたるデータが把握できない」というなら、それ以前には何故把握できたのであろうかという疑問が発生する。しかし、いまそれを問わないとして、平成5年度『経済白書』では、分子に床面積当たりの名目GNPを採用している。この変更がもつ意味を分析するには、正しくは東京都の名目GNPとオフィス賃料との比較が必要である。しかし、もし『経済白書』のデータ処理に間違いがないと仮定すれば、東京都の名目GNPの方がオフィス賃料より安定していると推測せざるをえない。理由は次の通りである。まず、平成5年度の図3と図4の理論地価は同じような動きを示している。他方、平成3年度の図1と図2の理論地価の動きは少し異なっている。即ち、88・89年あたりの「商業地」と「住宅地」の理論地価の動きを比較されたい。明らかに、図1＝「商業地」の方が上昇の割合が高いのである。ところが後にみるように、「商業地」も「住宅地」も、平成3年度と平成5年度では分母を変えているが、分母変更の割合は実は「住宅地」の方が大きい。他方、「住宅地」では平成3年度と平成5年度では分子を変更していない。かくして、分母変更の割合は「住宅地」の理論地価の方が大きいにもかかわらず、全体として平成3年度の「商業地」の理論地価の方が上昇の割合が高いとすれば、それは、「商業地」の理論地価の計算で平成5年度では分子を変更しているということに帰着させる以外にないだろう。かくして、より安定している名目GNPを分子にもってくることによって、平成5年度では理論地価と現実地価との乖離を大きくした図を作成したということになる⁽⁴⁾。

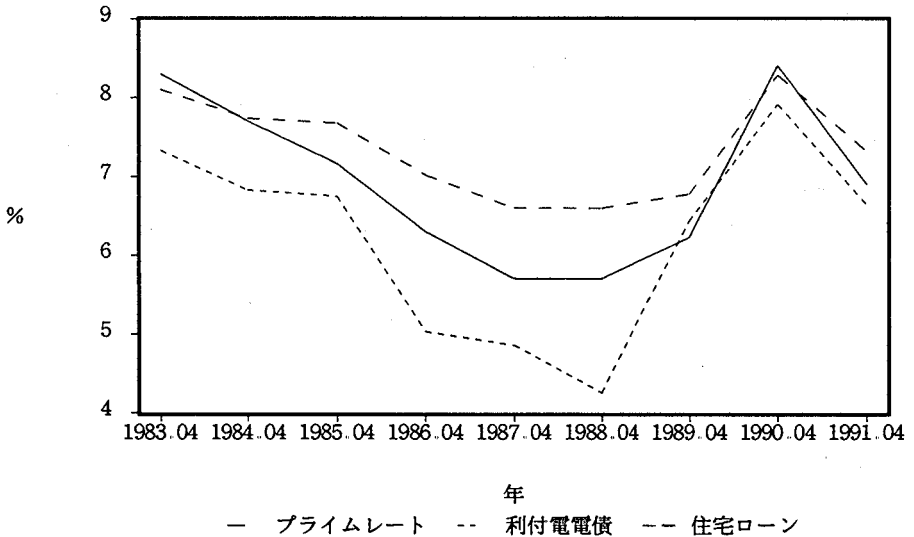
次に、「住宅地」についてみてみよう。ここでも、「商業地」程ではないが、平成3年度版より理論地価と現実地価との乖離が激しく表現されている。平成5年度版の理論地価の計算でも、分子として使用しているものは「消費者物価指数の家賃」(129頁)であるから、平成3年度版と変わらない。これに対して、分母は新しく「民間住宅ローン金利(固定型・年末型)」を使用している。そこで、平成3年度版で使用されている「利付き電々債利回り」と「民間住宅ローン金利(固定型・年末型)」とを比較してみ

(4) 床面積当たりの名目GNPを分子にもってくるなら、分子に「バブル的要素が入らないか」という疑問はほぼ消えることとなる。しかしその反面、「東京が世界の金融の中心地としての役割を担うことになってきた」ことに伴う地代上昇の側面が理論地価に十分反映されないということにもなる。

よう。図5には、平成5年度の「商業地」の理論地価の計算で分母に利用されている「プライムレート」も入れてある。問題となっている1980年代後半をみると、もっとも安定しているのが「民間住宅ローン金利」であり、もっとも激しく低下しているのが「利付き電々債利回り」⁽⁵⁾である。したがって、図2と比較して図4では、理論地価と現実地価との乖離が大きくなっているのは、安定している「民間住宅ローン金利」を分母にもってきたからであることは明らかである。ではどちらが適格的なのであるうか。「利付き電々債利回り」で割引くということは、貸家を建築しようとする人の裁定(家賃を他の長期運用と比較して、資本還元している)であろうし、「民間住宅ローン金利」で割引くということは、持ち家を建築しようとする人の裁定(帰属家賃を考えて、住宅ローンで借りたとして資本還元している)であろう。これだけではどち

図5

金利の動向



(5) 平成5年度の『経済白書』では、各年1月1日のプライムレートが使用され、平成3年度の『経済白書』では、第4四半期の利付き電々債の平均利回りが採用されている。図5では統一するために両方も第4四半期の平均を使用し、民間住宅ローンは12月末のものを使用している。

らが正しいともいえないであろう。

IV. 結 語

もし、過去の『経済白書』が平成5年度の『経済白書』のような図（現実地価と理論地価が大きく乖離した図）を掲載していたら、バブルの発生を防げたかどうかといえ、そのようなことはまずないというべきであろう。バブルはもっと経済実体的なところ（たとえば金融機関を取り巻いた新たな環境等）が生み出したものであり、その意味からも、たとえ『経済白書』が日本経済を分析する上で第一級の価値をもっているとしても、そこでの分析が経済そのものを変えるということは考えられないであろう。

しかし、ここでまず確認したいことは、経済学がいかに精緻化しても、取り出してくるデータによって全く別の結論を容易に導出できるということである。その実例がここにある。というのは、平成3年度の『経済白書』と平成5年度の『経済白書』を比べれば明らかのように、取り出してくるデータを少し変えることによって、全く印象の異なる図と説明を与えることができるからである。そうなると、分析の真の価値を決めるのは、データを採用する場合の問題意識であるということになる。平成5年度の『経済白書』は、第2章第5節「今回のバブルの教訓」で、85年9月のプラザ合意以降の政策運営のプラス面を指摘した後で、「その反面で、バブル発生の一つの素地となったことは否定できない。資産価格の高騰に対し即座に政策対応が取られなかった背景としては、当時の株価・地価がバブルであるという国民的コンセンサスがなく、さらに、住宅問題、資源分配問題、資源配分の歪みなど、バブルの国民経済的コストの大きさを十分認識できていなかった点が重要と考えられる」（201頁）としている。しかし、教訓は「国民的コンセンサス」に向けられる前に、まず自らに向けられるべきではないだろうか。⁽⁶⁾

(6) 注(3)と注(4)でみたように、分子に、オフィス賃料をもってくるべきか床面積当たりの名目GNPをもってくるべきかの判断は難しい問題である。一長一短としか言いようがないかもしれない。そうであるが故に、問題はむしろ、長い間住み慣れた土地から半ば強制的に立ち退かされるような状況（その背後にある土地価格の高騰）を異常なことで捉えるかどうかという価値判断にあるのではないか。