

**“Bubble” or “Boom”? 『法人企業統計年報』 個表を通じた、「失われた 20 年」  
研究準備のための 1980 年代後半期日本経済の検討 \***

三輪芳朗

**“Bubble” or “Boom”? Investigation of the Japanese economy  
in the second-half of 1980s with the firm-level data  
from the “Corporate Enterprise Annual Statistics”,  
as preparation for studying the “Lost Two Decades”**

Yoshiro Miwa

---

\* 本論文およびその基礎となった研究は、新井富雄、荒川研一、福井義高、服部正純、市村英彦、貝塚啓明、加納隆、倉澤資成、仁科一彦、大日方隆、大橋弘、鶴田大輔、柳川範之の各氏をはじめとする CARF 金融システム研究フォーラム参加者、太田亘、J. Mark Ramseyer 各氏の意見・コメント・助言に多くを負っている。『法人企業統計年報』個表を利用した本研究は、「日本の会計の発展過程」研究プロジェクト（代表：大日方隆）の一環を構成する。本研究は文部科学省科学研究費補助金（基盤研究(C)——課題番号 23530271）を受けて実施している「企業間信用の役割および銀行借入・在庫との関連性のマイクロデータをを用いた研究」の一環である。

## [要旨]

本論文は、『法人企業統計年報』の個表を用いた 1980 年代後半の時期を中心とした日本企業の設備投資行動の実相の検討を通じて、この時期および続く「失われた 20 年」と呼ばれる時期の企業行動さらに日本経済の実相の本格的検討の準備を整え、実質的に開始することを目的とする。

1980 年代後半の日本経済については、その直後から「バブルの時代」と呼ぶのが慣例となり、投資行動を中心とする企業・家計の行動を「バブル的」と批判・非難することに性急で、実相を正視してこなかった。本格的研究の対象となることもほとんどなかった。続く「失われた 20 年」と呼ばれる長期停滞の時代についても、「バブル」の後遺症・ツケと診断し、それに基づく処方を採用し続けてきた。日本経済停滞の継続はこの処方の不徹底、規模の小ささによるとする主張にも強い支持がある。

この「通念」の大前提に根本的疑問を提示し、詳細な検討を通じて、「バブルの時代」だとする判定および「バブル」という表現の呪縛から読者を解放することが本論文の第 1 の目的である。さらに、大幅な地価変動との関連で企業の土地関連投資行動に過大な関心を向けがちな「バブルの時代」に替えて、「設備投資ブームの時代」と位置づけることにより、より多くの企業が積極的行動を示した「土地以外の固定資産」に向けた投資行動の実態への読者の関心の移行を促すこと、これによりこの時期の日本経済の実相の的確・適切な検討を可能にすることがより重要な第 2 の目的である。

加えて、「通念」の実質的前提として重要な役割を演じている金融資本市場における銀行融資の圧倒的優位性と借手企業の行動が銀行融資の厳しい制約下にあるとする想定の実実妥当性、および銀行の「不良債権」と企業の「過剰設備」に象徴される「バブル」の後遺症が「失われた 20 年」の原因として決定的に重要だとする想定の実実妥当性の 2 点についても批判的に検討する。

三輪[2011c]および本論文で、いずれの主張についても、fuzzy but colorful な用語を用いたほとんど意味不明な内容であり、論拠・証拠の双方が理解不能あるいは実質的に存在しないこと、および「通説」「通念」が現実からはなはだしく乖離した神話にすぎないことを示した。これにより、「バブルの時代」だとする呼び方、「バブル的」だとする「色メガネ」から 1980 年代後半の日本経済を解放することが可能となり、実相に関する本格的検討の開始が可能となる。「結語」はたとえば次の如く記す。

「失われた 20 年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、人々が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方のかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990 年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル (の時代)」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた 20 年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

[Abstract]

Using the firm-level data of the “Corporate Enterprise Annual Statistics (*hojin kigyō tokei nenpo*)”, in this paper I investigate the capital investment behavior of Japanese firms. I focus on the second-half of 1980s, and begin what I anticipate will become a full-fledged study of corporate behavior and the Japanese economy during this period and the following so-called “Lost Two Decades.”

Of the Japanese economy in the second-half of 1980s, immediately after the time that is now commonly called “the Bubble Era,” observers have rushed to criticize the investment behavior of firms and households as “bubbly”. They have seldom looked at it squarely, much less subjected it to full-fledged economic study. Observers have tended to diagnose the next long-term stagnation era, called the “Lost Two Decades”, as the aftereffect of that “bubbly” behavior. They have suggested a wide variety of prescriptions, and blamed the long-run stagnation of the Japanese economy on the haphazard enforcement of these prescriptions.

The first aim of this paper is to pose questions about the basic premises of this conventional wisdom, and through detailed empirical investigation liberate readers from the spell cast by the expression of “the Bubble Era.” The expression has led observers to pay excessive attention to land-related investment behavior and land-price fluctuations. Instead, I propose to call the era a “Capacity Investment Boom Era,” and urge readers to focus instead on the investment in “capital assets other than land.” With this background, readers should be better prepared for a serious study of the Japanese economy during this period.

In addition, this paper critically examines two points. First, the validity of two assumptions that have played critical roles as the basic premise of the conventional wisdom: (1) that banks occupy the predominant position and play a defining role in the Japanese financial market; and (2) that firm behavior is strictly conditioned under the binding constraints of bank borrowing. Second, the aftereffects of the “Bubble”, symbolized by bank’s “bad loans” and firm’s “excess capacity”, have been the major cause of the long-run stagnation called the “Lost Two Decades”.

This paper, together with Miwa[2011c], shows that all those popular claims, using fuzzy but colorful expressions, are mostly hard to understand, and rarely provide understandable logical foundation or persuasive evidences. This will then enable readers to escape from their preoccupation with “the Bubble Era”, and begin a more serious study of the period. In the Conclusion, I write as follows.

“The Lost Two Decades” is a period when, getting blind drunk in “bubble talks”,

symbolized by such expressions and images as “bubble”, “the Bubble Era”, and “aftereffect or ‘penalty’ of the ‘bubble’”, observers have wasted time and energy, leaving the Japanese economy in the long-run stagnation. The basic aim and role of this paper is to lift the research and discussion, diagnosis and prescription about the Japanese economy out of such a long-lasting dreadful state. With this, liberated also from the basic stance of the dominant view and the conventional wisdom that have sought in “the Bubble Era” the cause of the long-term stagnation since the 1990s, we are well prepared for fully beginning the study and diagnosis of the “Lost Two Decades”.



	117
IX-1. lland でクラス分けした dland の分布の推移の検討：不動産業と製造業	118
IX-2. lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布の推移の検討：製造業と卸・小売業	124
X. fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移：製造業、卸・小売業、不動産業	133
X-1. fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移	134
X-2. dfixedA/dTLoan の分布：dfixedA<0 のケースと dfixedA>0 のケース	143
X-3. TFixedA/TLoan と dTFixedA/dTLoan の分布	152
XI. [補論]「法人企業統計年報」の負債項目のうち4つの「その他」の検討	169
XI-1. はじめに	169
XI-2. 「金融機関以外からの長期借入金」構成比の分布	172
XI-3. 「その他の固定負債」構成比の分布	175
XI-4. 「金融機関以外からの短期借入金」構成比の分布	179
XI-5. 「その他の流動負債」構成比の分布	182
XII. 「過剰設備」と「失われた20年」：「ブーム」あるいは「バブル」の後遺症？	186
XIII. 失敗に終わった設備投資の影響と資産価格変動の影響	194
XIV. 結語	199
Reference	203

## I. はじめに

Bubble is one of the most beautiful concepts in economics and finance in that it is a fuzzy word filled with import but lacking a solid operational definition. Thus, one can make whatever one wants of it. The definition of bubble most often used in economic research is that part of asset price movement that is unexplainable based on what we call fundamentals. Fundamentals are a collection of variables that we believe should drive asset prices. In the context of a particular model of asset price determination, if we have a serious misforecast of asset prices we might then say that there is a bubble.

This is no more than saying that there is something happening that we cannot explain, which normally call a random disturbance. In asset pricing studies, we give it a name -- *bubble* -- and appeal to unverifiable psychological stories. Garber [2000, p.4]

1990年代以降の日本経済を「失われた10年(20年)」(The Lost Two Decades)と呼ぶことが多い。同様に、1980年代後半の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶことが多い。しかし、1980年代の日本経済の何に注目して「バブルの時代」と呼び、その発生原因とメカニズムおよびそれと「失われた20年」との関連性はいかなるものか、とすでに20年以上の時間が経過した現時点で改めて問い、途方に暮れた読者が少なくないだろう。

地価や株価を象徴とする各種資産価格の短期間の大幅上昇とその後の急落に注目して「バブル」という表現を受け入れている読者が多い。しかし、高額自動車や高額家電、高額マンションや別荘などの購入や利用の急増、高級レストラン・料理店やホテルの利用、高級ファッション製品などの購入の急増などの消費行動に注目する読者も少なくない。各種リゾート施設・ホテルなどの建設を含む多くの企業の設備投資の激増に注目する読者も多い。金融機関の融資金額の激増に注目する読者も多い。

一方で、大部分の日本人は、このような一連の派手な現象に関わる情報をTV・新聞等で繰り返し見せられていやな気分をさんざん味わった末に、その「後遺症」とされ「失われた20年」にはじっくりと付き合いされるというひどい目に遭っていることになる。日本人全員が「バブルに熱狂し・・・」などと言われて、「全員じゃない。勝手なことを言いやがって・・・。そういう連中の方しか見ていなかったんだろう。いまさらながら腹が立つ」と不愉快な気分になった読者も多いはずである。

「バブル」の後遺症や「バブル」崩壊期の不適切な対応策などに注目し、「バブル」と「失われた20年」を関連づける見方が多い。たとえば言えば、「バブル」という(あるいは「バブル期」に発生した)病気あるいはその治療の失敗が「失われた20年」の原因として重要だとする見方である。

病気であれば、その実質・実態と発生原因・メカニズムの特定・解明（診断）および適切な治療法（対処方法）が何であるかという点に関心が向かい、これら問題設定に沿った検討が進む（と期待する）のが自然だろう。しかし、この20年間の関連研究・政策論議を振り返ると、「バブル」という表現だけが目立ち、これが実質的に何を意味するのか、いかなる現象のどのような側面に注目して「バブル」という表現を用いているのか、注目する時期・現象と「失われた20年」をどのように関連づけているかなどの点に関して、具体的かつ詳細な情報がほとんど得られないことに気づく。「バブル」を強調する論者への、「何に注目してバブルと表現しているのですか？」という質問への回答は、上のリストの一部に言及した紋切り型のものであることが多い。「それだけですか？」とフォローすれば別の項目が追加される。「それでお終いですか？」とさらに問えば、「どうしてそんなことをいままさら問うのか」と険しい目つきで睨まれるのが通例である。

冒頭引用のGarber [2000]が指摘する如く、“Bubble is one of the most beautiful concepts in economics and finance in that it is a fuzzy word filled with import but lacking a solid operational definition”である。意識的にあるいは無意識に“one can make whatever one wants of it”というこの言葉の魅力に浸りきる人も多い。研究者・読者、政策担当者・メディア関係者を問わない。もちろん、日本に限らない。<sup>2</sup>

Fuzzy but colorfulなこの表現を用いて、「バブル」だったと強調することにより、「異様な熱気に満ちた狂気の時代であり、多かれ少なかれほとんどの日本人が狂気に取り付かれた」とし、「深く反省して、二度と繰返さないと再発防止を心に誓う」ように唱導するいささか説教じみた主張を展開する「良識派知識人」が時代のヒーローとしてもてはやされてきた。とりわけ、政府を中心とする政策担当者・関係者、「バブル」的な雰囲気・ブームをenjoyしたメディア各社を含む企業・団体・消費者は、過去の誤りの反省を踏まえた前向きへの対応の重要性を強調することにより、この時期の実態を「バブル」という表現とともに棚上げし忘却することに魅力を感じてきたように見える。多くの国民も、狂気に満ちた時代（忌まわしい過去）の実相を思い出したくないと考え、「狂気の時代だから・・・」と寛容の精神で回顧するにとどめ、細部に深く立ち入るようなことはしない。<sup>3</sup>もちろん、これ

---

<sup>1</sup> たとえば、内閣府経済社会総合研究所の研究成果である『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』（全7巻）に、「バブル期」そのものに焦点を合わせた volume は含まれないし、第2巻の『デフレ経済と金融政策』（吉川編、2009）所収諸論文の中にも、「バブル期」そのものあるいはこの時期の特定の現象に焦点を合わせた文献は含まれない。とはいえ、各巻の帯には、「バブルの発生から崩壊、その後のデフレとその克服への対応・・・貴重な反省・教訓を後世に伝える画期的研究シリーズ」と銘打たれている。

<sup>2</sup> 日本で「バブル」という表現が爆発的に流行したのは、1990年初頭からの株価急落時が最初である。地価の大幅下落が現実化した時期に先行する。当時の雰囲気に関心の読者は、三輪[1991]の第5章を参照。

<sup>3</sup> 先の戦争に関する「一億総懺悔」とも表現された状況と似ているかもしれない。一部の人々の極端な行動を話題として、「本当にひどい連中がいたが、そういう連中の活動を放置し、さらに利用・便乗した側面もあった・・・」と反省してしまうのも同様である。もちろん、



もこの時期の日本に特有のことではない。

われわれ（J. Mark Ramseyerと三輪）<sup>4</sup>は一貫して「バブル」と呼ぶことに違和感（さらに反感）を覚えてきた。そのためもあって、「バブル」と記し、1980年代の日本について、いわゆる「バブルの時代」とか、「バブル」と呼ばれている時代と表現してきた。

次表はその一例である。Miwa and Ramseyer [2005]の表の一部から三輪・ラムザイヤー [2007]に転用したものである。詳しくは原論文を参照されたい。金融機関を除く東証第一部上場全企業（1000社余）を、1986-90年（つまり、「バブル期」）の（総資産）成長率の高さで4つに区分し、それぞれのグループに属する企業について前後を含む3つの期間の各指標の平均を示した。

	成長率(A)			利益率(B)			借入総額増加率(C)		
	1980-85	1986-90	1990-94	1980-85	1986-90	1990-94	1980-85	1986-90	1990-94
非常に低い	19.5	11.5	10.8	5.8	3.6	3.3	59.5	-3.2	37.2
低い	25.2	39.0	17.0	6.6	5.2	4.2	58.5	22.1	449.7
高い	30.1	63.7	18.8	7.2	5.3	4.2	21.5	62.5	96.1
非常に高い	33.3	157.2	30.4	8.4	7.1	5.2	85.5	347.1	1193.8

A: 総資産成長率。期間中の総資産の増加率である。

B: 営業利益/総資産の期間平均(%)。

C: 期間中の金融機関借入金総額の増加率。

資料出所: Miwa and Ramseyer[2005].

「バブル期」と呼ばれる期間に成長率が高かった企業は、期間中の利益率も高かったし、借入総額増加率も高かった。

重要な点は、「バブル期」に成長率が高かった企業は、バブル崩壊後の期間（1990-94年）にも成長率が高かったし、利益率も高く、借入総額増加率も高かったという点である。また、そのような企業は、「バブル期」に先行する時期にも、成長率、利益率、借入総額増加率のいずれもが高かった。「非常に低い」企業に関する第1行を見ると、その逆が成立していることもわかる。

東証第一部上場企業に限定されるが、普段なら銀行融資が受けにくいような企業群が、優良融資先の「銀行ばなれ」の結果生じた銀行「余資」をかき集めて急成長し、バブルの破裂とともに銀行に「不良債権」の山を築きあげさせたとする「常識」「通説」「通念」とは異なり、投資機会に恵まれた「優良」企業が借入金を増加させつつ成長し、利益を実現したことと、「優良」企業としての地位は3期間を通じて安定していたという図式を示唆している。この意味では、1980年代後半の日本経済は異様・異常でも特異・特殊でもない。

---

このような人々の話題となった行動の「バブル」の発生メカニズムとの関連や貢献度などはほとんど話題とならない。

<sup>4</sup> 本論文は、実質的に三輪・Ramseyerの共同研究プロジェクトの一環を構成する。「法人企業統計」個表の利用ルールに従い個表を用いた作業およびその成果である本論文の作成作業は三輪が単独で担当するが、多くの点で本論文の内容は共同作業に依存している。その点を明示する意味で、しばしば「われわれ」という表現を用いる。

われわれの究極の関心事・目標は「失われた 20 年」と呼ぶのが通例となっている 1990 年代以降の日本経済の長期停滞の状況の実相とその原因の解明および現状からの有効な脱出策（政府による「政策」が中心に位置し重要な役割を果たすとはかぎらない）の導出である。

この目標に向けた作業の一環を構成する三輪[2011c]では、銀行の「不良債権」と「失われた 20 年」の関連性に焦点を合わせて検討し、「今日の通説・通念となっている『不良債権』やその『処理の遅れ』に注目する日本経済の『失われた 10 年（20 年）』論議を構成する多くの文献は、壮大な規模で長期間にわたって繰り広げられた『宴』に供された『▼▼▼▼のような曖昧だが華美な事柄』を話題（素材）とする『△△△△のようなもの』である」と結論した。

本論文の検討の焦点は、「バブルの時代」と呼ぶのが通例となっている 1980 年代後半の時期の日本経済の土地関連投資を含む企業の設備投資行動である。1990 年代初頭から「バブル」という *fuzzy but colorful* な表現が広く愛用され続けた。「バブル」あるいは「バブルの時代」が「実質的に何を指すか？」「何に注目した表現か？」「何を意味するか？」「これらの表現を用いた実態認識は的確か？」「的確であることを示す証拠は何か？説得的か？」などの点の検討は読者に任せる。

重要な点は、「バブル」という *fuzzy but colorful* な表現が広く愛用され続けたこともあって、「バブル」および「バブルの時代」と特徴づけられた（ことになっているはずの）1980 年代後半の時期の日本経済を特徴づける（はずの）諸現象の実相がほとんど検討されず、明らかにされず、知られていないことである。「バブルの時代」と呼んで、「多くの大失敗を犯し、今もその後遺症に悩まされる、振り返りたくもない忌まわしい過去」と位置づけるのが通例となり、結果として、ほとんど誰も直視せず、本格的に振り返らない（振り返るような研究に注目しない）時代にしてしまった。当然、『失われた 20 年』は『バブルの時代』のツケ・後遺症だ」とする広く愛されている表現も、その実質的内容は *fuzzy* となる。「あんな異様な熱気に満ちた狂気の時代のツケだから・・・」とする「反省とあきらめの気分」が、この *fuzzy* な表現の受容を容易にし、長期停滞の現状の実相とその発生原因に対する実質的関心を弱めているのかもしれない。

「バブル」あるいは「バブルの時代」という表現からわれわれが連想して注目するのは、企業の土地関連投資の異様な盛り上がりだろう。「どのような分野のどの規模のどれほどの数と比率の企業がどこまで『土地関連投資』を増加させたか？」「優良融資先の『銀行ばなれ』の結果生じた銀行の『余資』をかき集めたタイプの企業が大活躍したとされる。その数と比重はどれほどか？」「『バブル期』とその崩壊後ではそのパターンに顕著な差があったか？」などと問う企業の「土地関連投資」の実相の検討が第 1 の焦点である。結果は、ほとんどの読者の期待を裏切り、驚かせるはずである。

銀行等金融機関の「不良債権」との関連で少なからぬ数の企業や個人の名前が大きな話題となった。これらのケースの多くで「不良債権」となった銀行融資はレジャー関連施設、

オフィスビル、マンション、ホテルなどを建設・取得する「不動産関連投資」であった。しかし、これらの企業や個人の名前のリストは長いものではない。企業全体に占める比率は微々たるものであった。結果として、このような「土地関連投資」に注目して時代を特徴づけるのは、ごく一部の特別な企業・人物の特異な行動によって経済全体の動向と企業全般の行動を判断し、1980年代後半の日本経済を誤解し、実態から乖離した「神話」の世界に多くの国民を誘い押し込める結果になったおそれがある。

企業の保有する有形固定資産を「土地」と「土地以外の有形固定資産」に分離すると、後者の比重が高い企業の比率が前者の比重が高い企業の比率を圧倒的に上回る。両者の変動分について見ても同様である。たとえば、製造工場や商業店舗の保有が「土地以外の有形固定資産」を象徴し、工場等の新規建設がその「変動分」に相当する。これを（狭義の）「設備投資」と呼ぼう。工場の新規建設に工場用土地の購入が必要だとすれば、これも「設備投資」の一部である。このような「土地関連投資」をも含めて広義の「設備投資」と呼べば、以下に詳細に見る如く、企業の有形固定資産投資の圧倒的部分が「設備投資」であることになる。一部の「土地関連投資」からの連想で1980年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶことにより、このような企業の設備投資行動についても、異様な熱気に満ちた狂気の時代の企業行動だとする色メガネを通して見ることになりかねない。

本論文では、「バブルの時代」に替えて、1980年代後半の日本経済を「設備投資ブームの時代」と呼ぶことにする。このことを想定して、冒頭から「Bの時代」と呼ぶ。企業の「設備投資行動」の実相の検討が本論文の第2の焦点である。

「バブルの時代」とその後遺症・ツケとしての「失われた20年」という「通説」「通念」の実質的基盤としてその一環を構成するのが、企業が(strictly binding) financial constraintの下にあり、銀行融資獲得可能量により各企業の行動が決定的に条件づけられているとする想定である。この想定を基盤として、優良貸出先の「銀行ばなれ」により発生した銀行「余資」をかき集めた企業が「バブル」的土地関連投資に暴走したとされる。この想定を基盤として、「不良債権」の山により銀行が「貸し渋り」を余儀なくされ、行動が強く制約され「失われた20年」に結果したとされる。この、企業が(strictly binding) financial constraintの下にあるとする想定の有効性の検討が本論文の第3の焦点である。

本論文の検討の焦点は以上の3点である。いずれも、1980年代後半の時期を中心にその後今日に至る時期の日本企業の有形固定資産投資行動の実相の検討が焦点である。直接この実相に焦点を合わせた前2者が本筋であり、第3はいわば付随する論点である。

検討の第1の焦点に関する結論は次の通りである。1980年代後半の時期に限定しても、土地関連投資で目立った積極的行動を展開した企業は、その数と当該企業グループに占める比率のいずれの点でもごく限られ、この時代の企業行動全般を特徴づけるとはいえそうにない。結論は、各企業の総資産に占める土地保有額の比率、および土地保有額の変化額の対総資産比率の双方の検討から導かれる。

この結論は、不動産業、卸・小売業、建設業、さらに娯楽業や宿泊業などの「不動産関連業種」に限定しても変わらない。また、各分野の、比較的小規模な企業に限定しても変わらない。同様の結論は、1980年代後半に続く、「バブル崩壊」から「失われた20年」に至る時期についてもあてはまる。

(異常な熱気に満ちた狂気の時代)を象徴する土地関連投資に邁進する企業(や個人)の行動が1980年代後半期日本経済を特徴づけるという時代のイメージが「通念」として広く受容されてきた。第1の焦点に関する検討は、このイメージが実態に対応していないとする結論を導く。第1の焦点に関するこの結論を踏まえて、第2の焦点である(狭義の)設備投資行動の検討に進む。「バブル」や「バブルの時代」という的外れで誤った時代イメージを連想させる表現を棚上げし、この時期を「設備投資ブームの時代」呼ぶこととする。同時に、「異常な熱気に満ちた狂気の時代」だったとする先見的判断も棚上げする。

「土地以外の有形固定資産」保有額およびその変化額の双方に注目すると、1980年代後半の時期にはその前後の時期に比して目立って大きな盛り上がりが見られる。設備投資を増加させた分野の広がり、各分野における増加させた企業の比率、増加幅のいずれを見ても、「ブーム」と呼ぶにふさわしい盛り上がりであった。製造業や卸・小売業はもちろん、不動産業や建設業、さらに娯楽業や宿泊業についても同様である。比較的小規模企業でとりわけ著しいということはない。

1990年代以降の時期は1980年代後半の時期に比べれば全体として設備投資の水準が低下するが、一貫した低下傾向にあったのではなく、下降と上昇の波を繰り返したし、すべての企業が低水準に「停滞」したままであったということもない。

以上の如く、1980年代後半の時期に「ブーム」と呼ぶに値する盛り上がりがあったことも含めて、1980年代以降の日本経済の「設備投資」の状況が際立って特異・特別な状況にあったようには見えない。「設備投資ブーム」と見れば、この時期の「ブーム」が先行する「岩戸景気」や「イザナギ景気」と呼ばれる「ブーム」よりも華々しく大規模であったということはないし、その後に来た「昭和40年不況」や石油ショック後の「構造(調整)不況」に比してより深刻だったということもない。

検討の第3の焦点は、(strictly binding) financial constraintの想定の妥当性である。この想定は、今日に至るまで一貫して、戦後の日本企業の行動に関するほとんど自明の基本的な前提として採用され続けている。その意味で、日本経済・日本の市場の working mechanism と日本企業の行動に関する「通説」「通念」の大前提の妥当性について、1980年代後半の日本経済、とりわけ日本企業の土地関連投資を含む設備投資行動という「実験室」で観察事実に基づいて吟味・確認することになる。

土地関連投資、(狭義の)設備投資、その合計である広義の設備投資のいずれに焦点を合わせても、(strictly binding) financial constraintの想定を支持する結果は得られない。1980年代後半の時期に限定せず、1980年代から現時点に至る全期間のいずれの時期に限定しても、この結論は変わらない。産業分野を限定し、あるいは企業規模を限定しても

結論は変わらない。たとえば、1980年代後半の時期には、銀行の「余資」をかき集めることができるようになったような中小規模の企業が「土地関連投資」に狂奔し「バブル」を発生・膨張させたとするおなじみの「通念」も支持されない。1980年代後半のみならず、「失われた20年」の時期についても同様であって、この想定に基づき、「バブル」のツケあるいは「設備投資ブーム」の後遺症として「失われた20年」の時期の長期停滞を説明する「通念」についても同様である。

以上の検討に加えて、さらに「過剰設備」および保有資産の値下がりに伴う「資産効果」の影響に焦点を合わせて「Bの時代」と「失われた20年」とも呼ばれる時代との関連性について検討する。この検討までが「失われた20年」の本格的研究の準備と位置づける本論文の内容である。「失われた20年」の実相とその発生原因、さらにその状態からの脱出策の検討は次の段階の研究課題である。「結語」はたとえば次の如く記す。

「失われた20年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、人々が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方のかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル（の時代）」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた20年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

「バブル」や「バブルの時代」という表現と、「バブルの時代」の後遺症・ツケとして「失われた20年」を説明する「通念」の2つの呪縛の双方から解放され、ようやく「失われた20年」と呼ぶことが通例となっている日本経済の長期停滞の実相とその発生原因・メカニズムに関する本格的研究の準備が整うことになる。

本論文では、1983年度～2009年度の期間の『法人企業統計年報』の個表を用いる。当然の帰結として、本論文の検討対象は、1980年代後半を中心とする時期から現代に至る日本経済のうち、非金融分野の「法人企業」の活動という側面に限定される。

詳しくは以下に見るが、われわれは、企業行動に関するかぎり、「Bの時代」の実質的側面は、設備投資ブームであり、「Bubbleの時代」というよりも、「Businessの時代」、「Boomの時代」とでも呼ぶほうが適切だと考えている。以下の検討内容はこの判断と整合的である。企業（とりわけ「土地投資関連3業種」などを中心とする分野の企業）の土地関連投資を強く意識した「バブルの時代」「バブル経済」「バブル的企業行動」などの表現とこれに沿った日本経済論議およびその基礎となる一連の問題設定は、この時期を中心とした日本経済・企業の分析・理解の妨げとなる。この点に鑑み、「設備投資ブーム」という側面に

焦点を合わせる「本論」は本論文の VII 以下の後半部分とし、前半部分では「通説」「通念」に沿った主張の妥当性について検討する。

「バブル」の定義が存在せず、これが「バブル」と呼ぶべき現象だとして特定化されているのでもない。もちろん、「バブル」か否かという点について本論文で検討するのではない。以下で、「バブル」として言及されるような現象が観察されないとする結論を導くとしても、直接ここから「バブル」（の時代）ではなかったと結論するものではない。

あまりの長大さと同時に内部構成の複雑さに驚き呆れ、腹立たしいと考える読者が少なくないかもしれない。しかし、その原因の一端は、検討の焦点の第 1 と第 3 である「通念」の広範な受容と圧倒的影響力を長期間にわたって放置した多くの読者のものであり、その呪縛からの解放にはこの程度に立ち入った検討を要するはずである。また、「失われた 20 年」の日本経済の長期停滞は 1980 年代後半の時期の発生事象の「後遺症」・ツケだとして理解し説明する姿勢・習性からの解放も容易ではない。複数の難題を組み合わせた構築物の徹底的破壊が 1990 年代以降の 20 年間の日本経済の本格的検討開始の準備として必要である点を、本論文読了時に少なからぬ読者が了解されるというのが私の希望である。

政府統計の個表利用に際しては、DP などの形で公表したものを引用するのがルールであり、後追いの追加調査に時間と手間を要する。このこともあって、当面直接的に必要なものに加えて、予想される（かもしれない）読者の反応を考慮した網羅的な内容とする必要がある。このことが、論文をさらに大部なものとした。

## Structure and Roadmap

II は、「失われた 20 年」の期間を通じて受容され「通念」（のようなもの）として支配的地位を占め続けた見方・イメージに強い親近感を抱き、本論文の問題設定・基本視角に違和感を覚え反撥する読者を想定した *Aperitif* である。ここに示す 4 つの図は、「バブル」の生成・膨張・崩壊からその後の長期停滞の時期の企業の土地保有行動に関して多くの読者が抱くイメージと関連統計が提示する情報との間に大きな乖離が存在することを示す。さらに、関連する 3 つの注目点を示して、読者の健全な食欲を刺激する。III はデータと変数に関する基本情報を提供する。IV では、「土地関連投資」の実相の検討に向けて、「土地関連保有額の対総資産比率：水準およびその変化の分布」について詳細に見る。V、VI、X が (*strictly binding*) *financial constraint* の想定の妥当性の吟味に関わる。V は「金融機関総借入額の対総資産比率：水準とその変化の分布——不動産業を中心に、建設業と卸・小売業、さらに製造業。付録として、娯楽業と宿泊業」である。総借入額とは、短期借入金と長期借入金の合計額である。VI と X が対である。VI は、「land/TLoan と dland/dTLoan の分布の推移：不動産業、製造業、卸・小売業」であり、企業の土地関連投資と金融機関借入の関係について検討する。

後半部分冒頭の VII は『土地投資』から『設備投資』への検討の焦点の移行：本論である後半へのまえおきである。VIII は、IV に対応し、『土地以外の有形固定資産』の対総

資産比率：水準とその変化の分布——製造業を中心に、卸・小売業、不動産業、建設業との対比」である。娯楽業と宿泊業についても検討する。IXは、「一部の特異な企業が土地保有額（有形固定資産保有額）を極端に大きく変化させたというよりも、総資産に占める土地保有額（有形固定資産保有額）の高い企業の土地保有額構成比がより大きく変化しすぎないのではないか」という視点に基づく、「lland でクラス分けした dland の分布と lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布」である。この視点を支持する検討結果は、1980年代後半の時期の日本経済を特異・特殊・特別な時代だとする「通念」にさらなる疑問を提示する。XはVIに対応する、「fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移：製造業、卸・小売業、不動産業」であり、(狭義の)設備投資と金融機関借入の関係について検討する。XIは「『法人企業統計年報』の負債項目のうち4つの『その他』の検討」と題する「補論」である。「『自己資本』と『金融機関借入』以外の資金調達源・ルートとして何が現実に活用されているのか？」という誰もが抱く疑問に向けた回答の一部である。「その他」に一括分類されている項目を大きな資金源とする企業の多さを指摘して、それらの内容に対する関心を喚起し、さらなる調査と情報提供を期待する旨の意向表明である。

『過剰設備』と『失われた 20 年』：『ブーム』あるいは『バブル』の後遺症？」と題する XII では、「過剰設備」に焦点を合わせて「B の時代」と「失われた 20 年」の関連性について検討する。「バブル」のツケ・後遺症、その象徴としての銀行の「不良債権」と企業の「過剰設備」の影響を「失われた 20 年」の原因として重視する「通念」の具体的内容と説得力について検討し、強い疑問を提示する。そのうえで、XIII では「失敗に終わった設備投資の影響と資産価格変動の影響」について検討する。XIV は、1970 年代のアメリカ経済との比較を念頭に置いた「結語」である。

## II. Aperitif

「失われた 20 年」の期間を通じて広く受容され「通念」（のようなもの）として支配的地位を占め続けた見方・イメージが存在する。このためもあって、多くの読者が本論文を読み進んで内容に冷静な関心を向けることに大きな抵抗を覚えるだろう。以下の内容に結びつく問題設定・検討課題自体に深刻な違和感を覚えるかもしれない。

「バブル」の定義が曖昧であり、何に注目して 1980 年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶかという点に関して広範な合意は存在しない。そのために、「通念」を代表する文献を参照しながらの作業を断念し、多くの読者が抱くイメージを念頭に置いて、以下の 4 つの図を aperitif として提示し、簡単な検討を試みる。読者は自らの明快かつ具体的なイメージとの対比を試みればよい。

1980 年代の日本の金融資本市場と企業行動に関して、次の如き「通念」が広く受容されているようである。<sup>5</sup>1980 年代前半に日本の金融資本市場の自由化が大きく進展した。結果

<sup>5</sup> この「通念」の妥当性の吟味に関心の読者は、三輪・ラムザイヤー[2007]第 1 章を参照。

として、大企業の内外資本市場の積極活用が大きく進展した。他方、これにより大企業の銀行融資ばなれが大きく進展し、とりわけ大銀行の優良貸出先向けの融資が大きく減少した。優良な有力貸出先を失った大銀行が資金の振り向け先として重視し融資を拡大したのが従来あまり重視しなかった中小企業やかならずしも「優良」ではない融資先であった。そのような融資先（企業）が、「バブル」発生・拡大（・暴走）の原動力であった。

「バブル」崩壊後の状況の進展についても、「通念」は次の如く展開する。資本市場の積極活用が可能となった優良大企業、従来に比し格段に有利な条件で大量の銀行融資を獲得できるようになったその他の企業の双方が「バブル」的な活動（とりわけ、土地関連投資）を積極化させた。とりわけ後者の企業グループの中に「バブル」崩壊により大きな損失を実現した企業が少なくなく、その多くで銀行融資が返済不能となり、結果として銀行の不良債権となった。この不良債権「処理」の遅れがさまざまなルートを通じて日本経済の回復を遅らせ、「失われた 20 年」の有力な原因となった。<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Caballero, Richard J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap [2008]や小川[2009]が、「不良債権」「処理」の遅れが「失われた 20 年」につながったとする「通説」「通念」を象徴する。これらの文献を含む「通説」「通念」の妥当性・批判的検討に関心の読者は、三輪[2011c]を参照。



#### XIV. 結語

There is a strong temptation to regard the poor performance of the past decade as the beginning of a new long-term adverse trend for the American economy. It is, however, too early to know whether such an extrapolation is really warranted. Some of the poor record of the 1970s has undoubtedly been due to inappropriate macroeconomic policies adopted during the Vietnam War, to the change in production policy of the OPEC cartel, and to other disturbances whose impact will eventually fade away. But the deteriorating performance of the economy may also have more fundamental causes that will not automatically recede. Indeed, some of the sources of our performance may now be so eliminated even in our social and political system that they cannot be eliminated even when the causes of the problem become better understood. It is clear that there is little hope of reversing the poor performance that has lasted more than a decade unless the underlying causes are identified and changed.

Many of the papers and comments in this volume point to the expanded role of government as a major reason, perhaps the major reason, for the deterioration of our economic performance. The government's mismanagement of monetary and fiscal policy has contributed to the instability of aggregate output and to the rapid rise in inflation. Government regulations are a principal cause of lower productivity growth and of the decline in research and development. The growth of government income-transfer programs has exacerbated the instability of family life and perhaps the decline in the birthrate. The low rate of saving and the slow growth of the capital stock reflect tax rules, macroeconomic policies, and the growth of social insurance programs. (Feldstein, 1980, p.2-3)

本論文は、『法人企業統計年報』の個表を用いた 1980 年代後半の時期を中心とした日本企業の設備投資行動の実相の検討を通じて、この時期および続く「失われた 20 年」と呼ばれる時期の企業行動さらに日本経済の実相の本格的検討の準備を整え、実質的に開始することを目的とする。

1980 年代後半の日本経済については、その直後から「バブルの時代」と呼ぶのが慣例となり、投資行動を中心とする企業・家計の行動を「バブル的」と批判・非難することに性急で、実相を正視してこなかった。本格的研究の対象となることもほとんどなかった。続く「失われた 20 年」と呼ばれる長期停滞の時代についても、「バブル」の後遺症・ツケと診断し、それに基づく処方を採用し続けてきた。日本経済停滞の継続はこの処方の不徹底、規模の小ささによるとする主張にも強い支持がある。

この「通念」の大前提に根本的疑問を提示し、詳細な検討を通じて、「バブルの時代」だとする判定および「バブル」という表現の呪縛から読者を解放することが本論文の第 1 の目的である。さらに、大幅な地価変動との関連で企業の土地関連投資行動に過大な関心を向けがちな「バブルの時代」に替えて、「設備投資ブームの時代」と位置づけることにより、より多くの企業が積極的行動を示した「土地以外の固定資産」に向けた投資行動の実態への読者の関心の移行を促すこと、これによりこの時期の日本経済の実相的的確・適切な検討を可能にすることがより重要な第 2 の目的である。

前節までの検討に続いて「結語」が登場することに戸惑い、怒る読者が少なくないかもしれない。1980 年代の日本経済がいかなる時代であったかにかかわらず、その後の経過時間がすでに 20 年を超え、この期間を通じて「失われた xx 年」と呼ぶことに多くの人たちが違和感を覚えない状態が一貫して継続した。早急この状態から脱出して、高度成長期ほどではないとしても、活気と活力に満ちた成長する日本経済の姿を取り戻す必要がある。そのための具体策を提示することなく「結語」に至るとは、許せない、というわけである。

しかし、そのように解決策、結論を急いだ結果が、冷静に振り返ればいかにも怪しげで、現時点では受容・支持できそうにない診断であり、処方であったと了解する読者も少なくないだろう。急いで事は仕損じる(Haste is from the devil)とも言う。

NBER(National Bureau of Economic Research)創立 60 周年を記念して、他の多くの technical and specialized character の書物と対照的な、*The American Economy in Transition* (Feldstein ed. 1980) が“unusual volume”として企画された。戦後アメリカ経済の各分野について 9 人の代表的(若手)研究者が回顧・分析・評価し、各論文についてより上の世代の代表的研究者がコメントしたコンファレンスの議事録である。1970 年代はアメリカ経済が深刻な停滞状況に置かれ続けた時代である。その的確な「病状診断」と有効な処方箋が期待されたことはいうまでもない。本節冒頭の引用は、編者である Feldstein による Introduction からのものである。もちろん、「簡明な診断と有効な処方箋を提示せよ」などと要請したのではない。論文執筆者・コメント提示者も、そのようなことは試みていない。当然、すべての参加者が、「可能であればそうしたい」と考えただろう。

レーガン大統領が登場し後に「レーガノミックス」と呼ばれる一連の経済政策が強力に実施される時期の前である。Paul R. Krugman の *The Age of Diminished Expectations* と題する書物が刊行されて広く読まれたのは 1990 年である。この書物はその後も版を重ねた。

引用の最初のパラグラフに見られる如く、手っ取り早い診断や処方を求めるのではなく、簡単には除去できないかもしれない social and political system のような more fundamental causes にまで目を向けた周到な検討を志向し、しかも性急な回答を求めている。多少の表現を変更すれば、日本経済の現状にもあてはまるのではないかと考え、日本経済に関してこのような Introduction が書かれるような本格的な研究プロジェクトを開始する必要性を認識する読者が少なくないだろう。そのように考える読者は、ここで立ち止まって「結語」とする私の選択を是とされるだろう。

引用の第 2 パラグラフについては、その後のアメリカ経済の復活・活性化を予告する見方として共鳴し、現時点の日本に必要なのは、同様の視点からの本格的検討の開始ではないかと考える読者が少なくないだろう。もちろん、編者である Feldstein の考え方に沿った要約かもしれない。ここでも重要な点は、「日本のような活力ある経済になるために・・・」として注目した「日本的経済システム」や「産業政策」がアメリカ国民の重大関心事のリストから消えるまでにその後 10 年以上の歳月を要したことである。

### 本論文は「失われた 20 年」の日本経済の本格的な研究開始を準備するためのものである

1980 年代後半の時期の日本経済の実相の解明はそれ自体がわれわれの重大な関心事であり、今後の本格的検討の進展が期待される。しかし、「失われた 20 年」からの脱出の気配さえ感じられない現時点の日本経済については、続く 1990 年代以降の時期の日本経済の実相の本格的検討にこそより大きな関心があるはずである。1980 年代後半の時期を「バブルの時代」と呼び、1990 年代以降の時期の日本経済の状況を「バブルの時代」の狂乱と暴走の後遺症・ツケと位置づける見解が「通念」として今日も広く受け入れられている。象徴が、三輪[2011c]で批判的に検討した「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」などをキーワードとする銀行を中心とする金融機関に注目する見方と、本論文で取り上げた土地投資の失敗の後遺症と設備投資の失敗に起因する「過剰設備」に注目する見方である。

三輪[2011c]および本論文で、いずれの主張についても、fuzzy but colorful な用語を用いたほとんど意味不明な内容であり、論拠・証拠の双方が理解不能あるいは実質的に存在しないことを示した。これにより、「バブルの時代」だとする呼び方、「バブル的」だとする「色メガネ」から 1980 年代後半の日本経済を解放することが可能となり、実相に関する本格的検討の開始が可能となったはずである。さらに、金融資本市場における銀行の支配的役割と圧倒的優位性、その反映である企業が (strictly binding) financial constraint の下に置かれているという数十年間にわたって日本経済、日本企業の行動に関する検討の大前提となってきた「通念」の呪縛からの解放も重要である。

「失われた 20 年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、日本人が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方にかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990 年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル (の時代)」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた 20 年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

「失われた 20 年」と呼ばれることが多い日本経済の停滞状況が銀行の「不良債権」や企業の「過剰設備」などの「バブル (の時代)」の後遺症によるとする診断およびそれらへの対処・処方という「通念」に基づいて採用され続けてきた政府の政策は、誤診に基づく不

適切な処方である。かかる診断・処方に効果を期待しつつ、時間とエネルギーを消費し、停滞状況からの脱出を期待するのは、不幸なことである。(もちろん、自然治癒・自律的回復とでも呼ぶべき、それ以外の要因による脱出・回復の可能性が 0 だということを主張するのはではない。)

とはいえ、現段階の状況は、本格的診断・分析・検討のスタートラインに立った・立ち戻ったというにすぎない。「バブル (の時代)」をキーワードとする「通念」の受容を通じて、的外れの現象に注目し、結果として、見果てぬ夢に時間を浪費したことに気づいたとしても、適切・的確な代替的診断と処方箋が用意されているわけではない。だからこそ、本節冒頭に引用したFeldsteinの文章に象徴される如き慎重な姿勢に基づく本格的研究の開始が必要なのである。不治の病かもしれないし、現時点では(経済学の現状では)適切な診断さえ容易ではないかもしれない。診断作業の焦点となる注目すべき現象も確認できていないかもしれない。引用冒頭の文章と同じ、“There is a strong temptation to regard the poor performance of the past decade as the beginning of a new long-term adverse trend for the Japanese economyという視点からの検討も必要だろう。<sup>7</sup> “It is clear that there is little hope of reversing the poor performance that has lasted more than a decade unless the underlying causes are identified and changed”とするFeldsteinの考え方に共鳴する読者も多いだろう。

XIIにも触れた如く、日本経済の将来の成長可能性について日本人が最も強気の見通しを抱いて設備投資を積極化させたのは「イザナギ景気」と呼ばれる時代であった。ニクソン・ショック、さらに(第1次)石油ショックにより、多くの産業で膨大な量の使われぬ設備(「過剰設備」と呼ばれた)が発生し、同時に経済全体の「構造転換」の必要性が叫ばれ、日本経済が陥った状況は「構造不況」と呼ばれた。当時の総理大臣が「全治3年」と診断した深刻な不況は、その後の第2次石油ショック後の不況、円高不況などを経て、1980年代後半の「バブルの時代」とも呼ばれる「設備投資ブームの時代」を迎えた。石油ショックから約10年後のことである。より規模の大きな設備投資ブームとその反動およびその後を迎えた石油ショックと「構造転換」の時代の継続期間に比して、「失われた20年」はいかにも長い。2つの時期の転換と対応のプロセスのスピードと期間の長さの違いを生み出している要因とメカニズムの解明が、次の検討課題として興味深いと考えている。<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> 三輪[2011c]のVIIIでTFPとの関連でも言及した(より詳しくは、三輪[2011d, 158-62頁]を参照)如く、TFPなどの指標の計測の基礎になるoutput, inputの数量と価格などに関する情報(SNA統計)の信頼性の再検討や改善策の検討が重要である。多くの「サービス分野」ではinputsに関する情報をoutputsの関する情報の代用としている。数十年前に便宜上の理由から採用したこの便法の影響が、サービス経済化の進展により一層深刻な「問題」を提起しているおそれが大きい。この点に関する政府の統計作成部局等の姿勢・体制などについても三輪[2011d]を参照。「失われた20年」の相当部分が統計作成上の誤差あるいは作成統計の結果によるなどという記述が将来の日本経済論の教科書に見られるかもしれない。関連して、Griliches [2000]のChapter 5を参照。

<sup>8</sup> 「日本経済の成長戦略の早期策定こそ喫緊の課題だ」とする声が絶え間なく聞こえる。も

---

ちろん、有効かつ効率的な「成長戦略」が策定できればそれにこしたことはない。しかし、「不老不死の薬の開発こそ・・・」と政府に要求するようなものであれば、時間の浪費以上に不幸なことである。私に見るところ、現時点までの日本経済について政府が有効かつ効率的な「成長戦略」の策定に成功したことはない。「富国強兵・殖産興業」政策、「戦争準備」と戦時統制、「傾斜生産」政策、戦後の「産業政策」に関する「通説」「通念」は、いずれも実態からはなはだしく乖離した神話にすぎない。このような「通念」の延長線上に、「成長戦略」策定要求が飽きもせず展開されているように見える。