

平成バブル不況にみる経済変動の性格と特徴

鈴木 登

は し が き

1. 平成バブル不況の経過とその理論的フレーム
 - (1) ストックとフロー，その連結機能としての貨幣の役割
 - (2) 資産価格決定の理論的側面
 - (3) バブル形成・崩壊の理論的側面
2. 国際金融市場の超肥大化と日本経済のバブル化
3. バブル発生・形成・増大・収縮・崩壊と宇宙観・宇宙論の類似性
4. マクロ経済政策の運営—その政策論としての背景
 - (1) 問題の所在
 - (2) バブル期のルール主義と景気後退期の裁量主義；
政策原則の機能論的検証

は し が き

1990年10月1日に発生した「トウキョウ・クラッシュ」は、それまでのバブル好況の終焉に向けて、その契機となった株価暴落であった。景気基準日付（経済企画庁）によれば、それ以降半年余り後の91年4月ピーク時まで余熱を保つことになり、86年11月時のボトム（円高不況）から数えて53ヵ月間の拡張期を終えた（これは前回・前々回の拡張期共に28ヵ月の倍近い）。以後31ヵ月の後退調整期間を経て93年10月時をボトムとし、回復に向かったとされている。この間、株価は、バブルさ中の最高値（89年12月29日日経平均、以下同じ）38,915円87銭から、最安値（92年8月18日）14,309円41銭までの急落をみせ、一時は20,000円を超える回復をみせたが、その後の諸経過は一転その水準を保ち得ない弱含みに推移している。地価は、回復期に入っても低下を続け（6年連続）、バブル開始時の水準に戻し、金利は低金利政策の維持（現行公定歩合0.5%）で、これらのトリプル安に加えて、95年4月19日には、一時1ドル=79円75銭を付けた外為レートも、その後じりじりと円安傾向に推移し120円台で小刻み上下を示している。景況は最近時ボトムから4年近く経過してもはかばかしい上昇気配を示していない。それどころか、97年4月の消費税率引き上げ（それ以前の駆込み需要とその予想外に大きい反動減）、特別所得減税の打切りや医療保険個人負担増額やの諸経過が加わって「堅実な」回復はおろか、その「変調」すら懸念されている。とくに、97年4～6月期GDPの前年同期比（年率）11.2%減の実績は、予定されている経済諸改革の結果を待つ猶予があるのかどうか、つまり、諸改革の景気変動に与える諸影響の検討を含めて、改

革に名を借りて全ての景気対策の先送りを許容するものかどうか、改革を前提にしない限り景気政策は成立し得ないものかどうか、疑念の声は次第に大きくなっている。

以下の掲載論文は、昨夏、北京で開催された、同社会科学院・立命館大学「日中共同経済シンポジウム」（1996年9月8日開催）での報告論文を基調としており、バブル景気から平成不況、およびその回復期に至る経済変動の性格と特徴を踏まえ、その反省を込めたマクロ経済政策のあり方についてその後の経過も念頭において若干の加筆・補充を行った。

（追記）本稿はまた立命館大学人文科学研究所プロジェクトA「21世紀経済システムの研究」（1996～97年度、研究代表者：岩田勝雄）、および文部省科学研究費助成基礎研究C「社会・経済システムの基礎理論研究」（1996～97年度、研究代表者：高木彰）による研究成果の一部である。

「平成バブル不況」とでも称される今回景気後退とその回復過程は、幾つかの点で、これまでの不況・回復両局面にみた性格と特徴とを基本的に異にしていると解釈される。

その一つは、循環全期間の長期化である。これまでの日本における景気循環は、拡張期間2～3年間、後退期間1～2年間、合計3～5年に跨ることを通常の期間パターンとしてきたが、バブル好況以前のボトムを86年11月とし、ピーク時91年4月までの拡張53ヵ月、上述次のボトムまでの後退期間が31ヵ月、合計84ヵ月の7年間をその全循環期間としたことであり、景気動向指数で基準日付が観測されてから拡張期間で岩戸景気（65年10月～70年7月の57ヵ月）に次ぎ、後退期間で減量経営期の調整期間（80年2月～83年2月の36ヵ月）に次ぎ、合計での全循環期間84ヵ月は、前者の74ヵ月、後者を含む64ヵ月を遥かに上回っている。

その二つは、冒頭に述べたその回復力の弱さである。ボトム時93年10月から回復の兆しを最初に僅かにかい間みせた時期から数えても、すでに6年（現在時点では7年つまり84ヵ月）を経過してもなお、その間景気政策としては失政に近い対応を含みながら、回復から上昇局面に移行できずにおり、この間、景気底割れ懸念（最近では失速感もしくは変調感）が幾度かにわたってマスコミ等の論調に横溢した（している）ことである。

そうした回復局面としてあらわれた表面的様相に留まらず、各論者が指摘する、今回景気変動の基本的性格をめぐる諸議論の代表的なくつかを上げると以下の諸説がそれらである。

その一つは、宮崎¹⁾・高尾²⁾両義一氏が説く、金融「複合不況」説であり、前者宮崎氏が企業金融としてのエクイティ・ファイナンスに重点を置くのに対し、後者は加えて国際的金融超緩和という国際経済面での情勢を重視している。二つには、今回不況の特徴をバブル好況そのものの性格に原因を溯りつつ、その反動としての資産価格の下落つまり逆資産効果を強調する野口教授説³⁾があり、その資産デフレにマクロ（政策）不況を重複させて見る佐和⁴⁾・小野⁵⁾両教授説があり、このうち前者佐和説では、日本経済の中長期的視点として成熟化とそれによる各種制度疲労論が説かれ、後者小野説では、その上に消費不況（貯蓄率を一層上昇させてしまう消費税率の引上げなど）をその中心課題として据えている。また、今回不況は長期的循環の歴史的下降局面も加わった異種サイクルの交錯として性格付ける篠原教授説⁶⁾も有力説の一つである。

1) 宮崎義一『複合不況：ポスト・バブルの処方箋を求めて』中公新書，1992年。

- 2) 高尾義一『平成金融不況：国際経済危機の中間報告』中公新書，1994年。
- 3) 野口悠起雄『バブルの経済学：日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社，1992年。
- 4) 佐和隆光『平成不況の政治経済学：成熟化社会への条件』中公新書，1994年。
- 5) 小野善康『不況の経済学』日本経済新聞社，1994年。
- 6) 篠原三代平『戦後50年の景気循環：日本経済のダイナミズムを探る』日本経済新聞社，1994年。
同「経済成熟化で大国転落も」日本経済新聞1995年1月7日付「経済教室」。

以下では、上記諸説を参考としつつ、今回平成不況がその基本的性格として、資産（ストック）経済での価格（のデフレ）調整としてのそれであった（る）こと、それも国際的な金融自由化を基調としつつ、プラザ合意（1985）以降の、ドル安・円高への転換を契機とし、国際的金融市場の超緩和・超肥大化がその基礎条件を構成したばかりでなく、それに一層拍車をかけたこと、それに過大な（国内）貯蓄による預金通貨が、その投資資金先としての行き場を求めて（信用）合理性を越えてまでも、土地・株式等の証券投機を行使したこと、などによってもたらされた国内バブルの後遺症であった（る）とみなし、いくつかの論点に絞ってその実態的概要と理論的背景などを中心に検討し、それらを踏まえて今後についても若干の展望を加えてみたい。

1. 平成バブル不況の経過とその理論的フレーム

(1) ストックとフロー、その連結機能としての貨幣の役割

平成不況はバブル不況と称され、その先行過程であるバブル景気と合わせ、資産インフレおよび同デフレというストック面の過程に、実物（生産物・労働）フロー経済の不況が複合された過程と認識されている。フローとストックとは、通常、マクロ経済学あるいは国民経済計算勘定体系（SNA）での各市場分類あるいは各勘定体系に従って概念上二つに区分されているが、両各市場はそれぞれ独立に存在している訳ではない。ストック面である資産・資本が動員され運用されてフロー面である生産活動が営まれ、その後者フローの成果がまた後者ストックに付け加えられるという循環過程から成っており、それら二つの各市場を貨幣経済あるいは貨幣単位による評価が連結している。つまりこれら経済循環各局面は各市場を形成し、相互に密接な関係を保持しつつ総体としての市場である、資本主義としての一般的作動・機能メカニズム（交換・売買など）を働かせることになるが、実際の経済過程ではそれぞれの財固有の独自の性格をも反映させ、それ独自の作動メカニズムを働かせることもある。取り分け今回の好不況過程ではその連結機能としての貨幣経済のあり方が大きく関与し、それがフロー生産実物面およびストック面である資産・資本に循環的変動としてそれぞれ固有な影響を及ぼし、各市場で固有な作動メカニズムを働かせたというところにその特徴がある。

貨幣経済の動向はまず生産活動に影響を与えた。1985年のプラザ合意を境とし、それまでのドル高・円安基調が円高・ドル安に逆転し、それが日本の対外輸出競争力を失わせ、'86～'87年に「円高不況」をもたらした。これは、対外為替レートつまり「貨幣」の対外価値が変動し、それが実物である生産フロー活動、輸出の落ち込みをもたらした（この時期コスト安を国際競争力の根源とした日本の輸出産業はほとんど壊滅した）ということである。バブル発生期の景況にみる基調は、

不況さ中であつたという情勢認識が、対策を含めたその後の経過を理解する糸口である。つまり、不況期の最中にあるという情勢認識、あるいは不況継続・深刻化懸念およびそれからの回復が、政策担当者の基本的な情勢認識となっており、それに基づいた政策判断、つまり金融緩和基調の維持が継続されたということである。これが、貯蓄投資バランスの過剰基調の持続と合わせて、行き場を失った貨幣信用が実物フロー経済を離れ、資産投機へ流れ出す源泉となるとともに、資産価格の上昇を、高騰に至る途上での金融引締め措置を度々見送らせるに至った経過を見逃すわけにはいかない。

それとともに、以上の国内事情に加えて、それと密接に繋がった国際的な観点、つまり「円高」定着後には、バブル経済の沈静化を目的とした利上げ・マネーサプライ面などの金融引締め諸処置が、一層の円高を誘導してしまうという懸念から、政策当局をして、度々の引締め機会を見送らせた（つまり国内均衡よりは国際均衡をより重視した）という、引締め政策による内外両均衡の同時達成が困難であるというジレンマが作用していたことも看過できない。

それまでの景気動向あるいは景気循環が、実物フロー経済、それもその市場需給バランスと価格動向いわゆるファンダメンタルズを中心に議論されてきたことからすれば、それら資産・貨幣各経済がそれ（景気動向および循環）と直接かつ全面的に関連するに至ったということは、今回景気動向および景気循環が、これまでのそれらと全くその性格と構造を異にしていることを示すものとして先ず指摘しておかなければならない。というのも、その各ストック・バランスは、それ自体の市場需給および価格の各動向という側面と、企業部門における資産・負債ストック・バランス、それも実物フローの需給と価格および収益動向がそれと不可分な相互関係を持たざるを得ないということからきている。つまり、それまでの、フローをより重視した経済活動から、ストックのポジション（その評価と運用）がフローのあり方をも作用してしまうという事態に立ち至ったのである。この間の相互関係を理論的に追ってみると以下のような経過となる。

企業の生産物需給バランスが均衡すれば価格はそこで決定する。逆に価格決定が論理的前提になれば（量的）需給バランスの均衡・不均衡で調整される。不均衡のとき過剰部分もしくは過小部分は次の期にプラスもしくはマイナスのストックとして持ち越され、次期のフロー生産（そこでの企業予測・期待と現実の一致・不一致）に当たってその分が加味され、新たなストック均衡（もしくは不均衡）の条件が設定される。静態経済から動態経済への、この期間を跨る変換と接合を、ジョン・ヒックスは『動態経済の方法（Methods of Dynamic Economics, 1985）』で見事に描き切っている。それは、経済活動が連続（sequence）して存続するための必要かつ充分条件としての均衡状態が実現しない場合、不均衡状態にある経済がどのようにしてそれを取り戻していくかのプロセスである。そこでは、一時的均衡（temporary equilibrium）で中心的に検討の対象であった生産需給、つまりフロー・バランスの（不均衡）調整過程から、ストック・バランスの（不均衡）調整過程への変換が議論の中心的対象課題となる。経済がこれら両バランスの（均衡・不均衡）調整過程を経ながら、どう運行しかつ存続（traverse）していくか、そこでは成長と循環の態様とその論理メカニズムがどのように示されるかが理論経済学の基本課題となる。⁷⁾

7) ヒックスの取り上げた「動態経済」におけるフローとストック両面のバランス調整論はその文脈からストックについては製品在庫についての議論が中心であることは明らかではあるが、ここでは企業

会計における価値体系としてのフローとストックにそれを拡張・適用し得る、逆に拡張・適用し得ない積極的理由は存在しないという前提に立って議論を進める。

ヒックスの動態体系における均衡条件としての期待（予想）の機能作用は、それに基づいて期首に立てたそれ（計画）が期末にあって現実と一致することであり、それによってストックおよびフロー両均衡が保証される。その間、「一時均衡」概念に即し、当初の予想を変更しないで済む時間を一期間とし、予想変更をもってその期間の終了となり、変更され新たな予想で出発する新たな期間に接続される。しかし、「一時均衡」概念を想定した場合と異なり、固定価格による数量調整という道筋をたどり、資産価値も固定化されたままであることは許されず、ストック均衡にあっては、資産毎の形成と時間評価が異なるため、資産処理にともなう市場困難性も加わって資本と所得の区別を極めて困難とし、期待が絶えず変更され、その純価値との乖離および期末均衡が実現される可能性がますます遠のき、不均衡過程を突き進む可能性が大きくなること、つまりバブルの発生根源となる示唆が与えられている。（もちろんヒックスは、議論をここに留めず、マイクロ資産保有者があって株主あるいは生産者が、不均衡をどのように調整するか議論に繋いでいるが、ここでは以下、ヒックスが検討を打ち切っている不均衡とバブル経済との関係について議論を進めることとする）。

こうした文脈（つまりフローおよびストック両者の均衡・不均衡調整過程という視点）で今回平成バブル不況を理解してみると、中長期的視点に立ってその特徴として先ず指摘できることは、バブル好況期ではそれまで長年に亘って過小評価されてきたストック資産簿価（取得価格）が実勢価格とのギャップを取り戻していく過程であり、その含み益が、資産価値期待値の増大として、その所有者・資金提供者双方の担保価値評価を高め、負債を拡大し得たこと、そのストック・バランスの調整過程として金融負債が折からの国際的かつ国内的緩和条件に符号し手厚く充当され増大・膨張していったということである。ところが上のヒックス体系では、その過程でフロー・バランスの調整過程が作用し、ストックのフロー収益価値をそれに連動させることになるが、平成バブル景気では、このフローとストックの調整連携関係が分断され、資産ストック市場が金融市場条件とともにフロー・ファンダメンタルズとは独立して浮揚してしまったところにヒックス体系とは異なった「バブル」としての本質的性質がある。つまり資産価格は、土地・株式証券類とも、その実勢として本来の収益的運用価値もしくは株価収益率価値を離れた投機的投資の対象とされ、実物生産活動によって収益を確保していく水準・規模を大幅に上回った（財テク）収益を上げることが可能となり、それが製造企業をも巻き込んで経済活動のいわば太宗を占めてしまったということである。

ところで以上の経過から、こうした平成バブル（景気）の資産・金融市場の肥大化を未然に防ぎ得る可能性があったとすれば、それに至るまでの資産再評価（簿価を実勢価格に符合させて評価）手続きが実現していればということであったろうが、この資産再評価を実現する条件としては、企業負債が過大であり、その金利固定費負担が過重であった時期にそれが適当とされる機会があった。というのは、資産再評価によって顕在化する含み益を借入金返済に回せるからである。しかし、これは高度成長末期（1970年代後半）にその好機があり、「列島改造ブーム」による土地含み資産評価益という条件もあり、事実それを主張する声も多々上げられたが、同時に当時は製造

収益増大への関心が強く、その増大・拡大への志向と、景況が回復・上昇すればそれが容易に達成できたことから、資産価値についての低評価是正が見送られてきたという経過がある。その後の石油危機期の減量経営（借入金返済・人員削減）、構造転換（重厚長大から軽薄短小へ）および円高・国際化（国外投資による外地の格安な人件費・用地費の利用）によりこうした再評価のための好条件とその選好機会は失われている（バブル崩壊後には最早こうした資産再評価の条件は存在しない。何故ならば後述するように、資産価格の急騰・急落は含み益・含み損を生む企業資産価値を急激に変化させ、とくに後者の急落はそれを縮小させ、含み損による負債のみを肥大化させているからである）。

平成バブル好況がこのように際立って資産面での価格が高騰し、それへの投機的行動がそれを一層倍加させ、それをまた実現させる貨幣・資本面での裏づけがあったということであれば、その裏返し反動としての平成不況がそれらの調整過程として資産価格の下落、同資産価値の収縮は当然の結果として招来されることになる。上述したフロー・ストック両調整のヒックス体系で理解すれば、バブル拡大期には、ストック経済がフロー経済から分離・独立・肥大化してしまったとはいえ、そのことからしてのストック面からのフロー面へのいわゆるピグー（実質）資産効果としての需要拡大効果はある程度期待できる。しかし、バブル崩壊以後では、それと逆な効果に加えて、ストック肥大化と上昇期における漸次性とは非対称な下降期におけるストック調整の急減性によるフロー面へのマイナス効果は甚大である。冒頭に記した今回景気後退・下降局面の長期化は、単なるフロー面での需給バランス調整・回復に留まらず、ストック調整としての急減・急収縮から受けるフロー面への影響、そしてその肥大化したストック調整として要する長期間化、および規模拡大化からの収縮過程の長期化という二重双方の影響とからもたらされていることは明らかである。借り手側からみた負債の増大は、貸し手側からみれば、その担保価値についての過大期待値にもとづく過剰与信および過剰融資、つまり不良債権の累増ということになる（なった）。

平成バブルの拡大・崩壊両局面が以上の経過を辿ったとして、拡大から収縮にいたる転換はなぜ生じたか、以下ではその点を検討してみよう。

資産諸価格、取り分け地価が目立って低下してきたのは、金融引締め、それも従来の引締め政策の根幹であった公定歩合の引き上げではなく、肥大化した貨幣流通量の量的制限である総量規制（土地融資規制の窓口指導がそれにとり兼ね）が採られて以降である。総量規制政策が'91年に採られて以降、地価は6年連続して下落、それも東京圏ではピーク時の3割減、大阪圏では4割以上の低下を示した（いずれも公示価格ベース）。このことからしても、逆にはバブル拡大期における資産価格取り分け地価が急上昇した原因として貨幣供給量の増大が如何にその増長をもたらしたかを如実に物語るものであろう。いわば、「土地神話」あるいは「土地本位制」がそれにより一挙に崩壊したといえる。それまでの地価上昇が勤労者の住宅取得がその平均年収の10倍近くに至るまでの水準に達していたということが、そうした規制政策の実施を支持する民意が背景になり、それに支えられ裏付けられたという事情を否定できない。

加えて土地価格の上昇とくに東京圏ビジネス中心街におけるそれは、事務所費用を増大させ、外資系金融各社がその負担軽減のため、それが割安な香港・シンガポールなど、リアル・タイムで証券その他の金融・商業取引が可能な外国へ引き上げ、東京市場は1989年出来高（611兆円）世界第一位になったが90年のトウキョウ・クラッシュを境に株価急落と商い量すなわち出来高縮小

も加わって、ニューヨーク（'89年416兆円、'92年483兆円）に続く第二位（'92年289兆円）になり、三位ロンドン（'89及び'92年とも116兆円）と接近し世界の金融センターとしての位置が危なくなってきたという事情も左右した。いわゆる東京の金融空洞化である。実物市場における生産・価格の調整過程と独立した資産市場の肥大形成とくに金融部門のピーク時にあっては、実物生産フローと資産ストックの両調整過程による相互制約機能は最早有効でなく、金融資産ストック面それぞれ（資金規模一層の拡大負担・融資対象および担保物件の劣化）と資産ストックそれぞれの調整、つまり金融市場のみを直接対象とした調整政策（資金供給の総量規制）を必要としたということである。

この総量規制という貨幣供給一挙の収縮は、資産価格を反転させその後の急落へと導いたが、そのことと関連し以下の二つの問題を生じさせた（金融資産ストック面、つまり金融市場のみを直接対象とした調整政策の影響は、もちろん当該資産市場内のみ留まるとは考えられない。実物フロー生産市場が金融によって賄われている限り、金融政策を通じて採られるストック調整政策は当然前者の動向から影響され、同時にそれらへ影響せざるを得ない。以下の付言はその点についてである）。

その一つは、資産価格の上昇ピーク時に総量規制といういわばこの荒療治策を一挙に採用する以前に漸進的引き締め政策、たとえば金利政策などによる同価格沈静化が何故図られなかったかという疑問であり、二つには、バブル好況最中にあっての資産効果からの消費支出増が、実需増から景気拡大をもたらしたのを逆資産効果としてそれを一挙に冷却させたこと、ならびに貨幣供給縮小にともなう資金繰りすなわち企業金融への圧迫とそれによる倒産件数の増加であり、これらは資産価格・資産市場への影響に留まらず、実物フロー面での景気後退を深刻化し、長期化させたということである。

このうち前者の、資産価格の漸進的沈静化策が何故採られなかったかという問題については、その国際均衡としての側面と、国内均衡としての側面とのジレンマにあったことはすでにふれておいたが、以下では主として後者について補充しておこう。

すでに述べたように、バブル景気が円高不況という実物フロー面での不況期にその端を發したことにより、そうした引締め策がバブル好況が実需面への好影響となってきた時期に入っても、景気反転・後退へ結びつかないかとする懸念が絶えずその期間作用し、引締め政策実施を逡巡させ遅滞させたことに結びついたということと、高金利による一層の円高化が懸念されてのことである。

それでは金融市場のみを取り出したストックおよびフロー間の調整とは何を指すのか、ここではそれを「信用合理性」と呼称したい。そもそも金融活動は貨幣融資をはじめ、与える側の信用授与・貸与（与信）と受け手側としての受信からなり、与信機能を持った仲介機関としての銀行・金融機関は、受信から与信に至る過程で一般にほぼ10倍の預金通貨の発行権、つまり信用乗数を持つとされている（つまり、1千万円の預金は、1億円の融資信用能力を持つ）。ところが企業の貸借対照表、金融機関のそれはともかく、国民資産・資本（SNA マネー・フロー）表では、金融面におけるそうした実態的信用創造・増殖力は記録されず、期末残高のストック表示では純資産もしくは正味資産の原則により、純計化（ネット・アウト）されて仕舞うことになる。しかし、また一方では、上に述べた「信用合理性」は、どのような限界で合理的か、その限界を超えれば非合理的か、そのマクロ的基準はミクロ・ベースにおけるほど明確ではない。ミクロ・ベースでは、

融資行為を行う銀行が、貸与先の企業を精査して、その元利返済能力を選別・確認した後、貸付・貸出を行う。返済能力についての誤診あるいはまた、貸付・貸出にともなう危険としても、返済不能もしくは貸倒れはある確率水準で必ず存在し、それを補うリスク・プレミアムが設定される。その上で（実物生産活動を通じて後）なお返済不能もしくは貸倒れがあればそれは合理的とはいえない。逆に貸出側銀行の条件として、自らの総資産評価（将来資金運用益を加えた貸出限度額）からする貸出限度を越える貸出はやはり合理的とはいえない。そこでは、貸し手と借り手の期待と実現の一致・不一致が結果としての貸し手の、および／あるいは借り手の、次の連続的な行為に影響を与える。その「信用合理性」を越える「非合理性」部分を償却・除去し、バランス均衡を取り戻すためには、最後のリゾート（貸し手）としての貨幣発行権を有する国家（政府・中央銀行）による信用供与に頼る以外、市場メカニズムのみで調整される場合には、その調整には長期間をかけてのそれが必要とされることになる。その場合には、調整過程のさ中では、マクロ不均衡が生じているということになり、その均衡つまり合理性を取り戻すためには、実物生産フロー・ストック面の（縮小）調整が同時に伴い、それに見合った（最低限度、実物生産の収益力に等しい水準までの）金融フロー・ストック面の（縮小）調整が必要となる。

こうしたフレームで平成バブル景気の拡大とその後退・崩壊へのいわばクランチをどう説明できるか、とくに上述した資産（価格の急騰した）・金融両市場が実物生産物市場と分離・独立し肥大化したという設定を上記のフレームに写してみると、実物生産物市場を取り除き、その需給バランスの調整と離れ、マクロ的にみた資金（LM）市場のみの、バブル金融の合理性と非合理性を判定する基準は難しい。そもそも実物生産物市場と分離した（資産の転売によるキャピタル・ゲインはSNAでは付加価値つまり国民所得には含まれない）こと自体が、「信用合理性」を逸脱した金融行為と性格付けできることになるであろう。そこで肥大化した資産の重みそれ自体が海外クランチ（1987年10月17日のN.Y.クラッシュおよび冒頭に記した'90年10月1日の東京クラッシュ）による針の刺しとその追い打ちでバブルという‘あわ’構造は崩れたのであり、こうした経過は1929年10月29日第三木曜日ニューヨーク株式市場に生じその後'33～'35年までに経過したと酷似している。

ついでながら、実物生産（IS）市場と切り離された貨幣・資金市場のみ、つまりLM市場のみによる異常事態、つまり前者への調整が無効となるのは、流動性が過剰で金利（超）低水準一定下における流動性トラップに陥った状態、ならびに、公的資金吸い上げにともなう民間資金のクラウディング・アウト（貨幣需要が利子率と無関係な状態）であり、バブル収縮期における異常事態は、前者の状態がそれに近いということになる。

(2) 資産価格決定の理論的定式化⁸⁾

バブル経済を数理的にどう定式化するか、その試みは株式市場を中心にこれまでいくつかなされている。それらは、⁹⁾ どのようなバブル的現象（たとえば、ファンダメンタルとしての合理的期待の範疇で捉えられるそれ、もしくは内外伝染的バブルなど）を分析対象とするかによって当然ながら異なってくる。ここでは、以下、資産価格の期待形成を中心に議論を展開してみよう。

資産価格は実物生産市場に活用されることによる利益と値上がり益つまりキャピタル・ゲインを加えて得られ、それは、以下のように定式化される。

P_t ; t 期の資産価格

P^*_{t+1} ; t+1 期の資産価格の期待値

$P^*_{t+1} - P_t$; 値上がり利益期待幅（つまりキャピタル・ゲイン期待幅）

α_t ; t 期の期待形成オペレーター（または予想因子パラメータ）

i_t ; 裁定収益率としての利子率

r_t ; 収益（土地利用により獲得される） とすれば、

$$i_t = \frac{r_t}{P_t} + \frac{P^*_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (1) \quad \text{であり、資産価格 } P_t \text{ は}$$

$$P_t = \frac{r_t + P^*_{t+1}}{1 + i_t} \quad (2)$$

となる。(2)式は現在の（名目）利益と将来の価格（の期待値）の合計を利子率で割り引くことによって現在価格が求められることを意味している。

現在の価格が将来についての期待値に依存するということは、現時点から予想している将来の間で生ずる不確実性つまり確率的に計算された危険率を考慮しなければならず、それが加味されれば上式の利子率にはリスク・プレミアムが加算される。

つぎに、経済基礎諸条件ファンダメンタルズが安定しているということは、資産の収益率および利子率が安定していることを意味しているので、両者が每期一定であると仮定し、*印のついた期待変数をオペレーター変換し主観値から客観値である実現値に転換し、その期待値が每期一定であると仮定すると、

$$P_t = \frac{r + \alpha P_{t+1}}{1 + i} \quad \text{であることを考慮して、これを(2)式に代入し整理すると、}$$

$$P_t = \frac{r}{1 + i} + \frac{r\alpha}{(1 + i)^2} + \frac{r\alpha^2 P_{t+2}}{(1 + i)^2} \quad \text{となり、以下この手続きを順次繰り返して}$$

$$P_t = \frac{r}{1 + i} + \frac{r\alpha}{(1 + i)^2} + \frac{r\alpha^2}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{r\alpha^{n-1} P_{t+n}}{(1 + i)^n} \quad (3) \text{となり、}$$

以下のように整理できる。

$$P_t = \sum_{n=-\infty} \left[\frac{r}{\alpha(1+i)^n} + \frac{r\alpha^n}{(1+i)^{n+1}} P_{t+n+1} \right]$$

$$= \sum_{n=-\infty} \frac{r}{\alpha} \cdot \left[\frac{1}{\left(\frac{1+i}{\alpha}\right)^n} + \frac{1}{\left(\frac{1+i}{\alpha}\right)^{n+1}} \cdot P_{t+n+1} \right] \quad (4)$$

この式では、期待値は予想（期待）因子としてパラメータ表現されており、収益力および裁定金利などファンダメンタルズ価格との関係が示されており、それらの関係を吟味すると、

予想因子パラメータ $\alpha > 1+i$ であれば(4)式は収斂せず発散型バブルが際限なく続くことになり、

$\alpha < 1+i$ であれば(4)式は収斂することになり、その収斂値は、

$$P_t = \frac{r}{\alpha} \cdot \frac{1}{1 - \frac{1}{\frac{1+i}{\alpha}}} = \frac{r}{\alpha} \cdot \frac{1+i}{1+i-\alpha} \quad (5)$$

となる。問題は予想因子 α がいつ、いかなる理由で $\alpha > 1+i$ から $\alpha < 1+i$ に転ずるかであり、それを解明するためには、主観心理の転換形成についての研究検討がなされなければならない。ここで r/α は、その資産が示す収益力としてのファンダメンタル価格とバブル価格を含む心理価格の比であり、バブル価格が大きくなればなるほど収益力価格が実勢価格に占めるウエイトを小さくしてしまうという結果となることがわかる。このファンダメンタル価格と実勢価格の差が「バブル（泡）」であり、それは経済の実態と離れたものであるから、うつろい易く (volatility) であり、一度崩壊すると最（下）限のない混沌 (chaos) に陥り易い。

これらのことは、バブルを含んだ現実実勢価格が収益力ファンダメンタル価格と乖離し、それが継続・拡大すればするほど一般市民にとって住宅購入は困難となり、所得分配上の不平等・不公正は勤労意欲を減退させ、究極には金融資産の投資つまり土地その他資産の値上がり転売差益を狙った土地取得が中心となり、有効な土地利用は行われなくなる。株式についても、それで得た資金を元にして実物生産を行うことよりは、マネーゲーム的な財テク投資が盛んとなり、株価上昇によるエクティファイナンスによる資金調達に金融超緩和条件が働き、結果として実質的な経済成長は実現しなくなる。また、バブル経済が反転して価格が低下し始めると、それにも際限がなく低下し出すという解釈に繋がると判断して差し支えない結果である。

これらのことは、ファンダメンタル価格と（合理的な）バブル価格（からそれが非合理的な膨脹に至るまで）との識別困難性を示すものであり、予想とリスク・プレミアムの問題、資産価格の予想が現在価格に影響するという、時間次元を違えた人間（心理）認識における基本の問題があるものと考えられる。そうとする（ファンダメンタル価格にバブル価格としての要素が含まれる）限り、（現在の理論水準では）バブルの発生・膨脹のメカニズムも、その突然の崩壊も、バブルを異常事態として、もしくはそれが合理的を越えるものとして、事後的にはともかく、同時進行的もしくは事前的には一層科学的に認知し得る可能性は少ないといわなければならない。

加えて(5)の基本方程式を選択行動として見た場合、土地をその用地収益性を重視して生産活動に用いるか、資産売買・転売の対象として選択するかで、右辺の第1項か第2項かのいずれかが選択されることになるので、一度選択された事後的な評価は、第1項か第2項かのいずれかに服することになるので、両者は相乗的に繋ぎ合わされるものではないかもしれず、繋ぎ合わされるとしてもその両用途を含むマクロ的環境とその評価の観点からの価格成立の仮想条件として解釈されねばならない。

8) この(2)節は、それらの論旨を野口悠起雄『前掲書』および内田和男『経済不均衡と貨幣』勁草書房1988年に負っている。

- 9) たとえば, Gerald P. Dwyer & R. W. Hafer(eds.), *The Stock Market : Bubbles, volatility, and Chaos-Proceedings of the Thirteenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, (Kluwer Academic Publishers, 1990).

2. 国際金融市場の超肥大化と日本経済のバブル化

日本の'80年代後半からのバブル形成の原因および背景として国際的情勢, それも取り分け国際金融情勢における, 世界的市場規模での拡大・肥大化, つまりその超緩和状態を逸することはできない。

米国の大幅な貿易収支の赤字と日本のその対米収支を中心とする黒字大幅拡大とそれらの累積は, それまでのドル高・円安基調がもたらした結果として, その是正への動きが, 1985年7月のG7(ニューヨーク・プラザホテル)合意として成立し, そこで実現したドル売り協調介入体制は, '85年内にそれまでの1ドル=250円の為替レートの水準から年内に200円, '87年には150円前後にまで円高を進めた。この急激な円高推移への動向は, それまでのコスト安を競争力の武器とした日本の輸出産業を消滅させ, 日本経済には円高不況が('86~'87年)到来した。上の協調体制の一環として, また不況対策としての効果をも考慮して財政支出の拡大および低金利誘導をはじめ内需拡大政策が採られ, そのための規制緩和・内外価格差是正による輸入促進策が提唱されたが, 対米黒字を中心とした日本の黒字累積は一層拡大し, '87年2月には, ドル下げ止めを図ったルーブル合意さえ成立するに至った。が, ドル安基調に変化はみられず, 先行きドル不安を懸念したニューヨーク市場は同年10月ブラックマンデーとしての株価急落クラッシュを示すに至った。その後, '94年6月1ドル100円台から90円台に突入し, 同年年末のメキシコ通貨危機を経過して, 翌'95年4月19日の最高値(1ドル一時79円75銭)に急騰し, 同年5月からの数度に及ぶ日米欧協調介入を契機とし, その後, 日本の力弱い景況回復・制度疲労などのファンダメンタルの劣化から'95年後半から円安傾向が定着するまで, 一貫した円高傾向で推移した。

一方, '80年代前半から始まった世界的な金融自由化に基づく国際金融の超緩和状態, つまり世界的金融市場の拡大・肥大化は, 変動する外為通貨投機をはじめ, 金融先物取引を増大させ, デリバティブ, コマーシャル・ペイパー, スワップなど, 国際的金融派生商品の創出およびそれらを投資対象先として金融行動を多角化させると同時に, その規模を急速に拡大・増大させ, 国内的にも折からの円高・貿易黒字差額, 株高による資金調達コストの低下とあいまって, エクイティ・ファイナンスを流行・普及させ, それで得た資金が(国際・国内両)金融投資・投機すなわち財テク資金としてまわされてスパイラル化し, 当時, 一日の投機取引規模は1兆ドルを超えるとされるに至った。すでに述べたように, 日本のバブル発生には, こうした国際金融市場の超肥大化がその土壌となっていたことを見逃す訳にはいかない。しかし, これら金融投機の国際的展開は, 対象先としての金融商品市場の即時連動性が, 情報化, 市場心理のマネーゲームとしての思惑化を生みかつ増大させ, 相場の激変・激動という不安定化が, 投機損失の巨大化を生じさせ, さしものバブル投機熱を急速に冷却させるとともに, 日本の景気回復過程にみせた度々にわたる株価変動への思惑買いによる海外投資金融機関(英国ベアリング社)の倒産・整理も付随させ,

上昇期と非対称的な、資金引上げ殺到による金融資産価格の急落および市場の急収縮を招来した。その後発覚した日本の金融機関が抱えた大規模な不良債権残高は、土地価格の低下継続によって日々益々その規模を拡大するとともに、米国市場における日本金融機関（大和銀行）の現地法人による投機失敗とそれを公開せず隠蔽した管理方式は、日本の金融機関共通の体質として理解され、その両者による国際的信用の失墜は、その他の高コスト構造も加わって、日本の海外資金調達にジャパン・プレミアムの上乘せさえ実行されるに至った。

国内民間部門における貯蓄過剰と景気動向の長期停滞は、引続き金融情勢として緩和基調を継続させ、そのことにより維持せざるを得ない低金利政策の継続は、都市銀行を始めとした金融機関の資金調達コストを低下させ、経常資金運用益は好転しつつある一方、日本の金融システムにおける、これまでの官民一体化した「護送船団方式」による競争条件を欠いた制度メカニズムは破綻し、その改変・改革が「金融ビックバン」として急務とされている現況にある。

なお、金融資産価格のバブル化、すなわちその発生・形成とその浮動的な動向ならびに崩壊への心理変化を、因果関係として実態把握し、予測理論的に論理体系化するにあっては、経済学界の到達水準には未だしのところであるが、その国際的価格急落の急激な伝播性、さらには金融投資対象資産間の早急な浸透性¹⁰⁾については、優れた実証研究が蓄積されている。

10) たとえば、Gerald P. Dwyer & R. W. Hafer, 'Do Fundamentals, Bubbles, or Neither Explain Stock Prices? Some International Evidence', 前掲9) 所収論文。

3. バブル発生・形成・膨脹・収縮・崩壊と宇宙観・宇宙論 あるいは生命観との類似性

最近の宇宙構造およびその生成および変化についての論理的筋書き、すなわち宇宙物理学は、分子生物学における生命体誕生とその進化について示される知見をも加えて、それらの、経済現象としての景気循環とくにそのバブル的経済構造にみるその変化に観察される状況と極めて酷似した展開を示している。たとえば、ビックバンに宇宙の誕生を設定し、現在の状態を膨脹する宇宙と捉え、大宇宙のあわ（泡）構造と、体積膨脹によりそれに与った熱エネルギーを維持できずその膨脹を反転させる突然クラッシュさせる論理構造と、それを新星誕生との経過にまで結びつくブラック・ホールの諸宇宙における存在とそれにより宇宙空間の収縮に至る過程¹¹⁾、および生物進化に示されるカオスの混沌から秩序形成¹²⁾、その確率論的理解と説明の筋書きは、バブル的景気循環過程、その発生・膨脹・崩壊・収縮、カオスの状態から均衡回復的への諸過程にみる説明経過と、極めて類似性を持っている。また、カオス後の、宇宙再生としてのベビー宇宙の誕生、あるいは恒星の燃えつきる際に見る赤（あるいは褐色）矮星の巨大化と白色新星としての爆発にみる星の生命過程、銀河宇宙にみる暗黒物質（ダーク・マター）の存在構造、その全般一般性とブラック・ホールを含めた局所的偏在性など、バブル経済形成とその収束にみる、あるいは景気変動さらには経済成長・発展衰退にみる歴史的過程と、さらにはその部分的な地下経済あるいはブラックもしくはグレイ・マーケットの存在、発展の端緒と末期に見る態様類似性は気味悪くさせる程に酷似している。

また、生命体の誕生にみる突然変異に替わる初期‘ゆらぎ’¹³⁾と優生遺伝¹⁴⁾から分子進化の中立的確率過程¹⁵⁾への論理的展開、筋書きを当初より想定しない確率的状況の設定と遺伝子構造の解明など、また形態形成にみる複雑系としてのカオス理論体系¹⁶⁾、さらにはカタストロフ理論¹⁷⁾における、質的变化現象の解析学とそれによるシステムの理解、次いではその質的变化が数量的変化へ、すなわち形態と構造形成へ、さらにそれがカタストロフ（破滅）への分裂過程なども、その論理構造と展開過程は、上の宇宙論と同じカテゴリーに属するものとして、経済社会の変動過程を歴史大局的または歴史経路依存性的に把握する世界観を提示している。事実、利子論および投資理論など、相応に複雑な変動を示す現象には、複雑系関数型を考案し、経験的に規則性・一様性が把握し難い現象を説明しようとする、カオスの理論およびその論理構造が、積極的に活用され適用されてきている現況にある。

といっても、自然科学にみる認識論理構造が社会科学に生のままで全て適用可能な訳ではないが、たとえば、時間次元にみる概念差異についてみると、宇宙物理的もしくは熱力学的時間¹⁹⁾あるいは生命進化時間²⁰⁾と経済的時間とは、単純な比較を許さないほどの程度差・相違があるが、後者、経済の理論的概念時間としての、歴史的時間との区別、それに（人間の）心理的主観時間¹⁸⁾にみる瞬間化、長期化の伸縮性などを合わせて考慮してみると、必ずしも宇宙物理的時間と進化的時間が、経済学的时间と桁違いとして両者の異質性ばかりで理解する訳にはいかない。また、時間経過にともなう現象の非対称性あるいは対称性の破れ、たとえばすでに検討したバブル膨脹期（緩慢）と収縮期（急激）にみる時間的差異などには、人間心理がなせるにしても、なお、自然科学にみる客観的時間と論理、その相対概念の思考方法が極めて参考となろう。

一方、これらの説明類似性は、逆に、その説明の困難性という観点からみても、両科学の共通性が浮かび上がってくる。たとえば、初期条件の設定困難性などで両者共通としているのに、ビッグ・バン 5 秒後以降の説明にみる明晰性・論理整合性と、その直前および直後 5 秒間の説明困難性は指摘されているところであるが、経済社会的にも、資本主義における資本蓄積過程の歴史的初期条件については、「囲い込み」運動などが指摘されてはいるが、世界的規模にわたる全般性・普遍性ということになると、今一つという感を拭えないし、貨幣の生成では、石器時代と資本主義時代とは、全く異なるものであろうが、現在説かれている理論（交換性・分業性・象徴性・熱愛性）では、両者の区別はむしろ困難ともいえるべきである。これらはカオス理論における‘ゆらぎ’概念の明示的かつ性質的説明が、その後の動態にとって決定的であるだけに、適用ケース毎にその内容説明が要請されているところでもあろう。すでにみたように、バブル景気の発生が、経済ファンダメンタルな価格形成に期待概念を導入すると、合理的バブルとして両者の区別が困難になることにもそうしたことが当てはまる。

自然科学と社会科学との間にはその基本的的方法論の相違が横たわってはいらぬものの、上で指摘した、膨脹から崩壊にいたる過程は、確率の心理的大小と宇宙物理学でのクランチ理論、あるいはカタストロフ理論との関係など、その論理構造を中心に、前者の認識形式が後者に適用できる可能性として、前者の純客観性、後者の主観・客観の相互作用という基本的な次元上の相違と異質性による区別を踏まえつつも、吟味されて然るべきテーマであろう。

いずれにしても、自然科学と社会科学とにみる一見の現象およびその説明類似性・困難性あるいは共通性は、科学が認知活動体系として人間の頭脳活動を中心に営まれているということから

すれば、至極当然ともいえることであるが、人間があつての科学的認識というよりは、逆に、科学的認識・認知が人間存在を明らかにしていくという観点に立てば、遺伝子、言語、あるいは頭脳が人間存在を形成してきたという観点と同じく、両科学のもつ上述の類似性に検討を加えることは、人間存在の可能性をさらに拡大・充実していく方向として再確認さるべきことであろう。

- 11) スティーブン・W・ホーキング（佐藤勝彦監訳）『ホーキングの最新宇宙論』日本放送出版協会，1990年。
- 12) I. プリゴジン/I. スタンジェール（伏見康治他訳）『混沌からの秩序』みすず書房，1987年。
- 13) グランスドルフ/プリゴジン（松本元他訳）『構造・安定性・ゆらぎ：その熱力学的理論』みすず書房。
- 14) E. マイヤー（養老孟司訳）『ダーウィン進化論の現在』岩波書店，1994年。および同（八杉貞雄他訳）『進化論と生物哲学—進化学者の思索』東京化学同人，1994年。
- 15) 木村資生『分子進化の中立説』紀伊国屋書店，1986年。
- 16) G. ニコリス/I. プリゴジン（安孫子誠也他訳）『複雑性の探求』みすず書房，1993年。
- 17) ルネ・トム/E. C. ジーマン（宇敷重広他訳）『形態と構造：カタストロフの理論』みすず書房，1977年。
- 18) R. M. グッドウィン（有賀裕二訳）『カオス経済動学』多賀出版，1992年。
- 19) I. プリゴジン（小出昭一郎他訳）『存在から発展へ：物理学における時間と多様性』みすず書房，1984年。
あるいは、Peter Burley & John Foster (eds.), *Economics and Thermodynamics: New Perspectives on Economic Analysis* (Kluwer Academic Publishers, 1994).
- 20) スティーヴン・J・グールド（渡辺政隆訳）『時間の矢 時間の環：地質学的時間をめぐる神話と隠喩』工作舎，1990年，およびピーター・コヴニー/ロジャー・ハイフィールド（野本陽代訳）『時間の矢，生命の矢』草思社，1995年。

4. マクロ経済政策の運営—その政策論としての背景

(1) 問題の所在

マクロ経済政策とくにその財政・金融諸政策の発動・運営に当たって、ケインズ派裁量主義に対してマネタリズム派ルール主義が対峙しているのはよく知られたところである。前者の事後的認知にともなうタイム・ラグとそれがための無効性と逆効果性、後者の過度な市場信頼性にともなう成り行き任せとそれによる事態進行の影響深刻化も指摘されている。そのどちらにとっても現実の経済運営にとって有効性を主張できるのは、事態の進行を何時、どう認識し政策発動の時期をどう捉えるか、その発動による市場効果・影響を事前にどこまで把握しておけるかに依存するところ大きい。

というのも、裁量主義にしてもルール主義にしても、政策当局と国民各経済主体との間には、発動される政策をめぐって、一種のゲーム論的状况あるいは場が発生しているのであり、当局の政策がいつどのような内容で発動されるかは、国民経済主体側のそれに対する反応を検討なくしては、闇雲の、あるいは一方的効果を期待する、単純思考に陥った、現代の政策当局者としての資格を疑わしめる所為ということになる。もちろん、マネタリスト・ルール主義をその系譜的源

泉とし、その系譜が産んだ合理的期待学派は、国民経済主体側に全ての情報を事前に入手・活用する（超もしくは完全）合理性をもつことを設定し、政策の効果無効性を論証してはいるが、それが政策当局と国民経済主体側との政策のやりとりをめぐっての、その仮定にもとづく一分岐としてはともかく、全ての状況・場、つまりゲーム論で設定するペイオフ行列を構成すると考えるのは、その経済社会像として、とくに市場観と政府公共の役割・機能のあり方の関係を分析課題とする際には、いささか限定しすぎた見方ということになろう。まして、現実の国民各経済主体が採る政策反応としての経済行動は、（超もしくは完全）合理性基準にもとづくより、（限定もしくは制限）合理性と考えた方が妥当といえる。

80年代後半から90年代前半に日本で体験した、いわゆるバブル形成・崩壊の過程でどの局面でどのような内容・規模の政策が発動されていれば、国民経済主体のそれらに対する反応がどうあったであろうか、という観点からの検討を加えて、バブルの過熱化を予防し得て、あるいは反転して後の崩壊過程における景気後退の深刻化・長期化を防ぎ得たかどうか、政策担当者の責任論としての見地も加わえて議論なければ、凡そ経済学をベースとした、科学的政策担当者を銘打つわけにはいかない。

まず、バブル発生・形成期におけるその予防的措置が遅滞化したことは、バブル期さ中であってもその事態がバブルの状態に突入しているのか、経済ファンダメンタルズの好調さを物語っているのか、上に述べた政策発動の基準となる情勢および事態認識そのものについて議論が分かれていたこと、しかもどちらかといえば後者の方が、それまでのフロー中心からストックもしくは資産（ポジション）経済の基盤成立へという主張とともに有力ともいえる状況にあった。そうしたさ中であっての予防的措置はそれに水を注すものとしてその主張すら受け入れられ難く、実際に土地価格の沈静化が意図された総量規制が実施されたのは、景気もピークを過ぎて暫く経て90年代に入って後のことであった。その後はそれに続く後退期には、再三にわたる公共投資の（総額14兆に及ぶ）追加支出にも拘らず、一層の後退深刻化を底支えした効果を示したかも知れないが、それをきっかけとして一本道の回復軌道に乗るばかりか、従来の後退調整期間（1～2年）を大幅に上回る5年を経ても、回復の顕著な傾向を得るには至っていない。その間、回復に向かったかにみえる兆候（株価・鉱工業生産などの個別指標とともに総合的な景気動向指数なども）も、弱含みばかりか、さらには一層後退の度合いを深めつつあるかの懸念を抱かせる様相すら時によっては示されることが垣間見られた。

こうした経過をこの節冒頭のマクロ経済運営に当たっての裁量主義かルール主義かの政策論もしくは政策理念に照らして、それらがどのように後ろ支えしていたか、あるいは、そうした政策論を政策当局担当者が意識していないにも拘らず結果（事後評価）としてそれらを裏づけ採用してしまったと同様の効果・影響を政策内容として持ってしまったかを、評価・検証してみることも、政策発動・非発動およびその内容・時期（タイミング）の適否を判断するためには不可欠なそれであろう。

（2）バブル期のルール主義と景気後退期の裁量主義：政策原則の機能論的検証

現実の経済情勢が好況にあるとき、それが技術力、生産需給、貿易等対外収支・交易条件、物価・雇用関係、マネーサプライ・金利動向などの金融条件などのファンダメンタルズ諸条件が好

調・順調なのか、あるいは、それらとは切り離された資産・ストック価格面でのみの上昇いわゆるバブルなのかの判断は難しい。資産・ストック価格にはファンダメンタルズ諸条件が反映する部分と、それに加えた期待つまり予想とリスク・プレミアムを将来に想定した、現一時点のバランスのみが作用しその条件のみ賦した、将来バランス条件が加味されていない現在価格である限り、（土地などの）希少条件が作用すると、その将来上限（価格）を画する制約条件はない。ファンダメンタルズ部分つまり、収益条件が極小部分となる限り、バブル価格形成部分が大部分となり、それは投機予想をベースとする高騰につながることになる。不動産業等による転売を予定した土地購入とその繰り返し、土地購入融資のみを目的とした金融融資はそうした傾向を一層増長するものでしかない（当初より売買行為とそれによる差益獲得を狙いとされた証券・通貨などの資産類についても同様である）。本来、金融仲介としての銀行をはじめとした対企業融資行為は、事業計画に対しての、事業主体者側とのリスク負担共同行為であり（とくにメインバンク制下におけるメインバンクにとっては）、土地はその（生産）要素でしかなく、資本・社債などの証券類であれば尚更そうであり、それらは実物資本として生産活動に動員されない限り、ファンダメンタルズとしてフローの経済と直接の関係をもたない。

土地購入がその用地利用にともなう収益性獲得に重点が置かれたものか、単なる転売利益を得るためのものか、後者が重点である限り、そのバブル化は一層拍車がかかる。しかも、こうした価格構成要素は、（土地）資産購入・融資に当たりそのどちらの目的で当該行為が選択されたか、選択取得された途端、その瞬間他方の構成部分は有効性を失うことになる（もちろん先の時点における目的変更はあり得るとして）。

以上のようなミクロ的価格形成条件に対して、マクロ経済運営がそれにどう預かるか、がここでの直接の問題であるが、その前に付け加えて置かなければならないことは、上でふれここで以下述べるマクロ運営に対してミクロ主体がどのように反応するかの、いわばミクロ対マクロの、政策（発動・内容）とそれらをめぐって形成される期待との（合理的）ゲーム状況についてである。現状容認あるいは現状追認としての政策に対して、その現状否認的な裁量政策が採られない見込みが立てば、バブル価格上昇への期待と危惧は一層倍加するであろうし、逆に現状傾向に反した立場からの政策の発動が予想されとなれば、その倍増にブレーキが掛ることも望み得る。一方、長期化した景気後退期にルール主義的な景気対策としての公共支出増が継続的に採られることが予想されれば、それらが断続的に採られ、その一回毎の無効果が落胆的に迎えられることに比し、予想形成変化への期待も持ちうるということになる。とくに、景気対策としての財源不足を国民経済主体が承知しているときには、政府が、出し惜しみをしつつあるかのような、断続的な、一回毎にその効果を見定めるような景気対策としての公共支出増は、国民経済主体をして景気対策はこれでお仕舞いか、という懸念をそれ毎に植えつけることになり、その景況好転の期待感を著しく殺いでしまうことになる。これが、政府とう政策当局者と国民経済主体との、景気対策の経済ゲーム的状况に他ならない（景気対策としての心理ゲームからすれば、その対極として、確かに財源不足は否めないが、景気浮揚のためには断固とした景気対策が以後継続的に実行されるのだとする、国民への政策期待を形成させる、いわばルール主義を採用している政策態度があるし、そうした政策姿勢が望まれた）。

これらのことを勘案しながら、以下、経済の実態推移と意識・無意識に採用されたルール・裁

量各主義についてのいささかの判定を試みてみよう。

バブル期の資金需要拡大期にマネーサプライ一定（増加）率のルール主義が採られれば、バブル価格の高騰に任せた価格形成が結果的に他の貨幣緩和諸条件（上述した内外金融条件）も加わって金融的に実現する可能性（フィーズビリティ）が充足されたことになる。その抑制的効果は総量規制など景気動向をオーバーキルし兼ねない強力な（金融的）裁量主義が、融資にマクロ的上限を画するために必要となる。これが日本経済そのものが実際に辿った道筋であったのであるが、もちろんその道筋さ中において政策担当者にルール主義を採用している意識があるかどうかは別問題であり、バブル的資金需要の増大に不足なく（はじめは過剰に）いわば自動的に応ずることは結果として（何%かの）ルール主義が採用されたことになる。もしこの道筋途上において、キメ細かな情勢観察（経済主体の期待形成について）とその的確な判断（価格安定化への）にもとづく裁量主義が採られ、実際の政策発動もそのラインに沿ってなされていけば、経済主体側の期待形成もそれに反応した変化と多様性を示さざるを得ないであろう。

すでに述べたように、金利引上げ政策をはじめ、引締め諸政策が当時懸念された、一層の円高誘導に結びついてしまうのではないかと、という国際均衡の基準が、引締め諸政策発動をためらわせたという情勢にあったことは見逃せないが、それと相反する国内均衡を取り戻す視点が、国際的な視点との相克としてどれほど意識されていたかということになると、大いに疑点が残るところである。というのも、ドイツ連邦銀行の中央銀行として当時示し得た断固としての中立性、それが通貨政策を通じての近隣国通貨への深刻な影響つまりは近隣窮乏化へ繋がったことを暫く置くとして、それと比較して、わが国政策当局が示した「ためらい」は、その後のバブル経済の後始末に払わざるを得なかった経済コストを勘案するとき、どちらが政策当局としての、望まれる姿勢であったかは明らかである。

加えて、すでに述べたように、国際的金融市場の肥大化は、国内バブルの形成に預かったとしても、そののみつまり国際条件のみがバブル形成に預かったとする考え方は採れない。それだけでは、バブル期の国内で生じた資産インフレ、その後の資産デフレが説明できないからである。確かに国際的条件からバブルを膨らませる空気を吸収して仕舞ったことは事実として、膨脹それ自体は、国内経済行動として体現したからである。もっといえば、当時の政策当局者には、その政策意識・姿勢として、国際的視点つまり国際（通貨）均衡基準を重視する余り、それが強すぎて、それに目を奪われ引き摺られた結果として、国民経済の運営責任としての、国内均衡をそれとの相克のもとでどう取り戻すかの政策視点が欠落とまではいわないとしても、弱すぎたということになるのではなからうか。というのも、日本経済はすでに、経済大国として結局のところ、国内不均衡の行き着く先は、国際的にも不均衡攪乱の根因にもなりかねず、最近にみる、アジア的バブルとその結末としての通貨混乱および経済停滞化気配を、日本経済が間接的に引き金を引くことになったとみるのは、いささか早まった解釈ということになるのであろうか。

一方、バブル崩壊後の、不況さ中においての打ち続く景気底割れ不安は、バブル価格下落という下降期特有の、上昇期とは非対称な急落に対して、数度にわたるしかもかなり大幅な裁量の景気対策をとりながら、その心理的効果はいわば砂に撒く水の如く吸収されてしまい、その都度毎に減殺されてしまったとみなされてもやむを得ない経過をとった。ミクロ的期待形成の観点からすれば、逆に、いわばルール主義的断固とした半永続的かつ連続的景気対策としての一貫性が

必要とされたのであり、それをマイクロ主体の心理に定着させるような継続性が景気対策としては要請されていたことは、すでに上で述べた。

以上を要約すれば、バブル形成・膨脹期にあっては、裁量的金融引き締め政策が要請されていたことに反して、現状容認的な政策継続性が期待されるようなルール主義が結果として採用された一方、その収縮・崩壊期には、ルール主義的景気対策としての継続性が要請されているところを、時間継続を裁断する断続的裁量主義が採用されたことになる、という、やや強い言葉を使えば原則を履き違えた政策が交互に生じていたことになる。

このように、政策担当者が意識、無意識に拘らず、採用され、不採用となる政策発動、不発動が、マイクロの期待形成にとって結果として政策原則（プリンシプル）を採用しているのと同等の効果もしくは影響を与えるという論理が存在するということは、事態の推移さ中にある情勢判断、異常性についての認知に伴う困難性はあっても、事態の推移を見守っての判断・意思決定のもつ効果・影響であるということに政策担当者のもつ事態の猶予を許さない緊急性という責任論がついて回ることを政策担当者としては充分留意してかかることが要請される場所である。とくに景気対策のような、時間・時宜を失しない期待形成という国民との対話（ゲーム）が要請されるときには、米国の、FRBの最近にみられるような、政策発動とその事前効果を充分検討し、それを前提とした措置が要請される場所であろう。