

資産インフレーション論

On Asset-Inflation

(1992年4月8日受理)

沖田 健吉

Kenkichi Okita

Key words: 資産の価格, 資産効果, バブル

1. はじめに

ロンドン・エコノミスト誌の元東京支局長、ビル・エモットは著書「日はまた沈む」の中で、日本の経済社会の変質もしくはその予兆を摘出し、出版当時（1989年）絶頂にあったジャパン・マネーの前途に疑問を投げかけ、ひいては経済も発展から停滞へ進むであろうという見解を示した。そのさい、彼はいくつかの項目をとりあげ、分析を進めているが、第2部「変化と驚異」の第6章は「投機家の国」と題され、日本社会が急速に投機色を強めるとともに、過剰流動性によって地価と株価の暴騰が起こったこと、しかし、これは金融引き締め政策をとることによって暴落する可能性もあることを述べている。

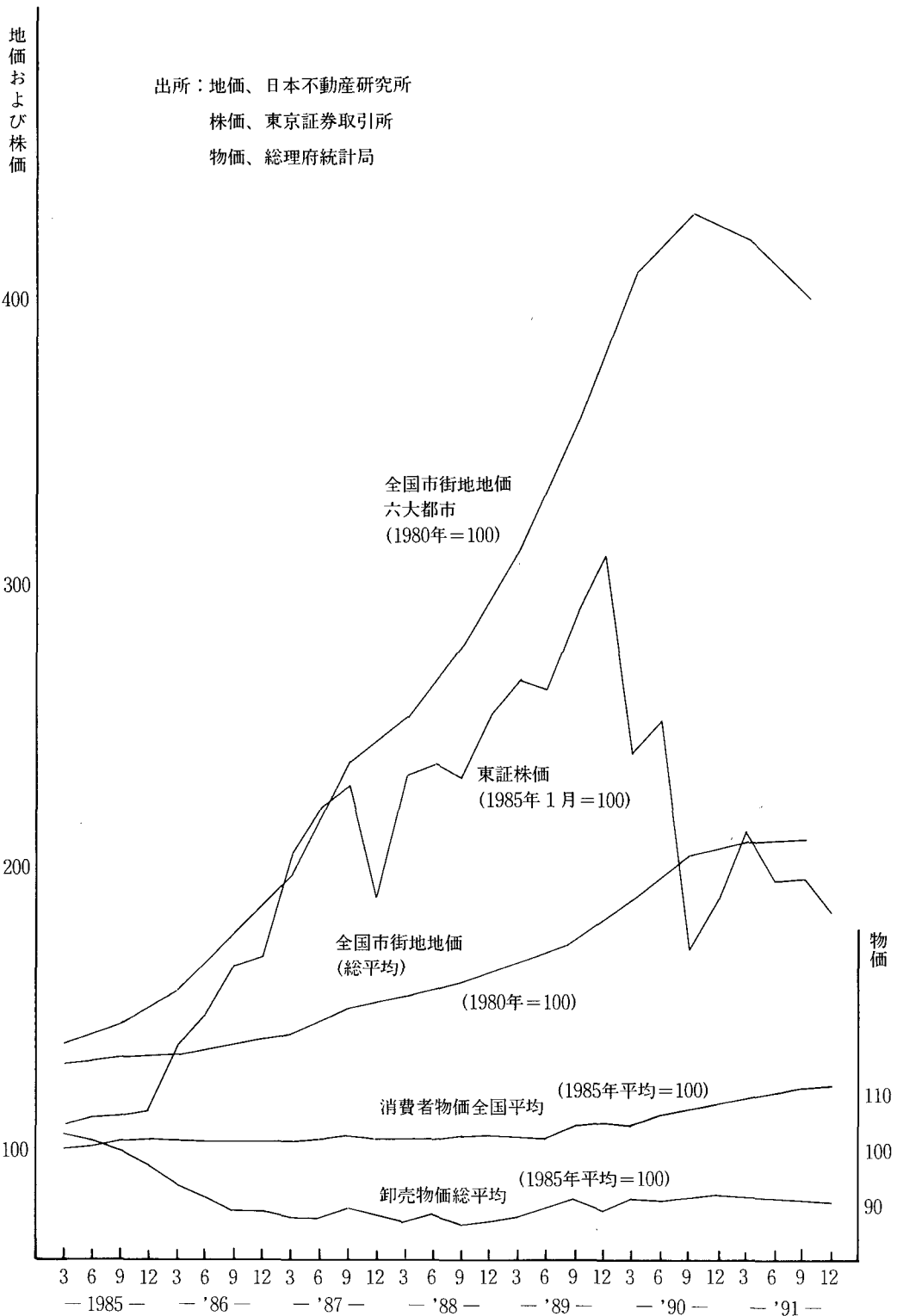
本稿は、エモットもとりあげた日本の1980年代後半の資産インフレーションを回顧的に論じていきたい。時期的には1985～86年から1990年頃までに当たるが、この間の一般物価水準、地価、株価の動向を第1図に示す。^{#1}

この図から、地価、株価の上昇につぐ下落に反し、卸売・消費者物価指数は安定しており、まさに資産インフレーションと呼ぶのにふさわしい事態が進行していたことがわかる。われわれはそういう資産インフレのメカニズムに絞って検討を加えるつもりである。

2. 累積過程とインフレーション

最初に従来のインフレの説明が、今回の資産インフレにうまく当てはまらないことを述べたい。

経済成長論は一時期、理論経済学の中心的なテーマであり、貨幣を明示的に取り扱った「貨幣的成長理論」も、Tobin [1965] 以来、いくつかのモデルが発表されている。^{#2} 経済成長過程は物価上昇を伴うことが多く、継続的な物価上昇はインフレーションを意味するから、貨幣的成長理論は時代の要求するものであったといえるであろう。だが、それはさしたる成果を生まないうちに理論的な袋小路に入ってしまったように見受けられる。そして、そうなった原因の一つは、経済成長論が活気に満ちているはずの成長過程を、均衡成長という概念で置きかえてしまったからではないかと考えられる。現実の世界では1973年以降、二度にわたる石油危機をはじめとする重大な環境の変化が起こり、それらへの対応は急を要するものであったため、長期における均衡を取り扱うタイプの経済成長論への関心は失われたのである。しかし、このような推移は当然といえるかも知れない。なぜならば、ケインズの有名な言葉「長期においては、われわれはみな死んでいる」^{#3}は、経済政策担当者、とりわけ金融当局者にとって銘記



第1図 諸価格の推移 (指数ベース)

すべきものだからである。

Stein [1970] は貨幣的成長理論の一つを提示している。そこにおいては、労働については需要と供給が一致すると考えられているけれども、

(1) 投資関数と貯蓄関数が別個に成立する。したがって資本については不均衡状態にあると想定し、ケインズ理論の特徴をとり入れ、

(2) 貨幣市場における貨幣の超過供給の作用を重視するヴィクゼルの累積過程を撰取している。それゆえ、ケインズ-ヴィクゼル型の理論と呼ばれるのである。^{註4} 本稿ではしかし、この理論を貨幣成長理論に即して吟味することはせず、Stein [1970] で恐らくもっとも基本的な役割を担っていると思われる物価変動方程式に注目する。

$$\pi = \lambda \left[\frac{I}{K} - \frac{S}{K} \right] \quad (1)$$

ここで、 π ：物価の変動率、 I ：投資、 S ：貯蓄、 K ：資本量、 λ ：係数である。したがって(1)式は資本需要の増加率 I/K が、資本供給の増加率 S/K を超過するとき物価は上昇することを述べている。

(1)式に関連して想起されるのが、ケインズ [1930] の基本方程式である。それは、

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O} \quad (2)$$

となっていた。 P は物価水準、 E は社会全体の生産費、 O は産出高であるから、物価水準は生産費 E/O と超過利潤 $I-S/O$ によって決定されるということである。ケインズの所得概念は、被雇傭者に対して支払われる俸給および賃金、企業者の正常報酬、資本に対する利子、規則的に得られている独占利得、地代等の合計であり、利潤を除外している。ここで企業者の正常報酬とは「もし彼がすべての生産要素とそのとき一般に行われている収入率で契約を更新しうるかぎり、彼らにその操業の規模を増大もしくは減少させるようないずれの動機をも与えない報酬率」^{註5} と考えられている。したがって、もしそういう正常報酬を実際の報酬が上回れば、この正の利潤にもとづいて、企業者は現在の生産費のもとで彼らの操業の規模を拡張すると想定されるのであり、(2)式は物価変動がそういう企業者の行動によって起こることを示しているのである。 $(I > S)$

(1)式は、こういうケインズの見方をとり入れて、(2)式を動学化したものである。そのさい、(2)式の左辺・第一項は無視されている。つまり供給コスト側の事情は考慮されていない。いま、期待インフレーションについて、

$$\pi_e = g(\pi) \quad g' > 0 \quad (3)$$

であると仮定するならば、(1)式に(3)式を加えれば、

$$\pi = \pi_e + \lambda \left[\frac{I}{K} - \frac{S}{K} \right] \quad (4)$$

が得られる。以下(4)式の動きを見ていこう。まず、資本市場において超過需要が発生したとする。完全雇傭状態に経済があれば、物価騰貴が予想される。実質貨幣残高を M_d/p で表すと、

$$\frac{d(M_d/p)}{dt} = \left(\frac{dM_d}{dt} \cdot \frac{1}{M_d} - \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p} \right) \frac{M_d}{p}$$

$$\frac{dM_d}{dt} \cdot \frac{1}{M_d} = \mu, \quad \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p} = \pi \quad \text{と置けば}$$

$$\frac{d(M_d/p)}{dt} = (\mu - \pi) \frac{M_d}{p} \quad (5)$$

である。 μ が一定で、 π が増大していくのであれば、実質貨幣残高は低落せざるを得ない。ケインズ[1923]は、この実質的な価値の減少は、それに等しく課税を行ったのと同じ効果をもつと指摘し、「通貨の価値を減ずることによる課税力は、ローマがそれを発見して以来、歴史を通じて国家につきものであった」^{註6}と述べている。

そのような実質貨幣残高の保有価値の減少を予想して、民間部門でとられる行動は、貨幣残高を縮減し、他の各種の実物資産の保有比率を増加させる代替的なそれであるだろう。閉鎖体系の経済を想定し、実物的な各種資産の供給が需要に追いつかないとすれば、物価上昇は避けられない。この点を貨幣の需給の面からみると、つぎのように考えられる。

人口を N 人とすれば、1人あたり実質貨幣残高の保有需要は、 $m_d = M_d/p \cdot N$ であるが、各種実物資産保有額を k とすれば、次式で示されよう。

$$m_d = L(k, \pi_e) \quad L_k < 0 \quad L_{\pi_e} < 0 \quad (6)$$

一方、1人あたり実質貨幣残高供給額は、 $m_s = M_s/p \cdot N$ であるから、

$$\pi = \eta(m_s - m_d) \quad \eta > 0 \quad (7)$$

という式において $m_s > m_d$ であるかぎり物価上昇が続く。 π_e がゼロの場合、 $m_s = L(k)$ であるが、物価上昇が予想されると $m_s > L(k, \pi_e)$ になるので、貨幣は超過供給の状態になり、物価は上昇する。

なぜ(1)式において $I > S$ といったことが起こるのか。金融資産に生ずる利子率を i とし、その名目値を i_n とすれば、

$$i_n = i + \pi_e \quad (8)$$

資本収益率（資本の限界生産力）を r とし、その名目値を r_n とすれば、

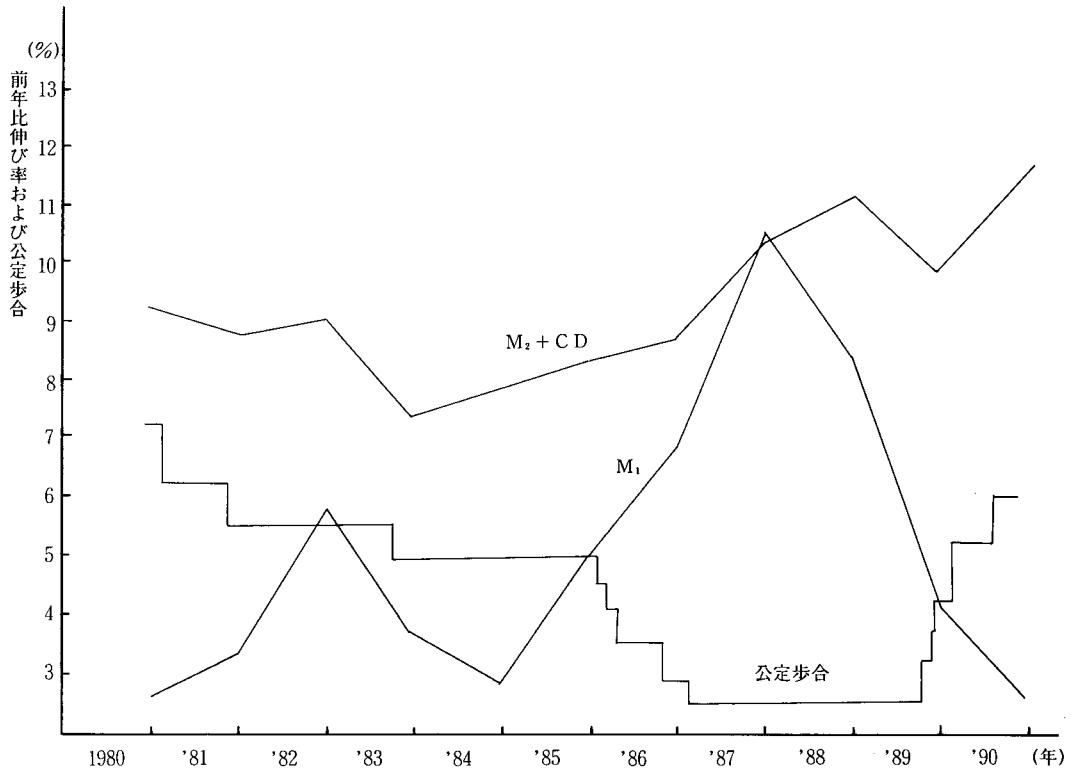
$$r_n = r + \pi_e \quad (9)$$

である。この場合、つねに $r_n = i_n$ であるとは限らない。 i_n は π_e によって高められるだろうが、 i そのものは人為的に低目に抑えられることがある。他方、名目的資本収益率は物価上昇の期待がある場合には必ず上昇するから、 $r_n > i_n$ になる。前者はヴィクゼルのいう自然利子率であり、後者は貨幣利子率であるから、資本市場における超過需要を発生させる。これに対応して貨幣の超過供給が起り、累積的な物価上昇がもたらされるのである。

2. 実現しなかった累積過程

今回の資産インフレーションにおける貨幣量と利子率の動きを見ると、第2図、第3図の通りである。両図でわかるように、 $M_2 + CD$ は1980年から90年にかけて一貫して10%を越えて伸びていたし、公定

歩合は2年にわたって2.5%という低水準にあった。もちろん前者については、伸び率の高さだけで過剰流動状態を判定するわけにはいかないが、GNPをマネー・サプライで割ったマーシャルの k も上昇しているので、それは裏づけられる。^{註7} 後者については戦後最低の水準であり、前節で見たヴィクゼルの累積過程が実現される舞台は用意されていたと云える。

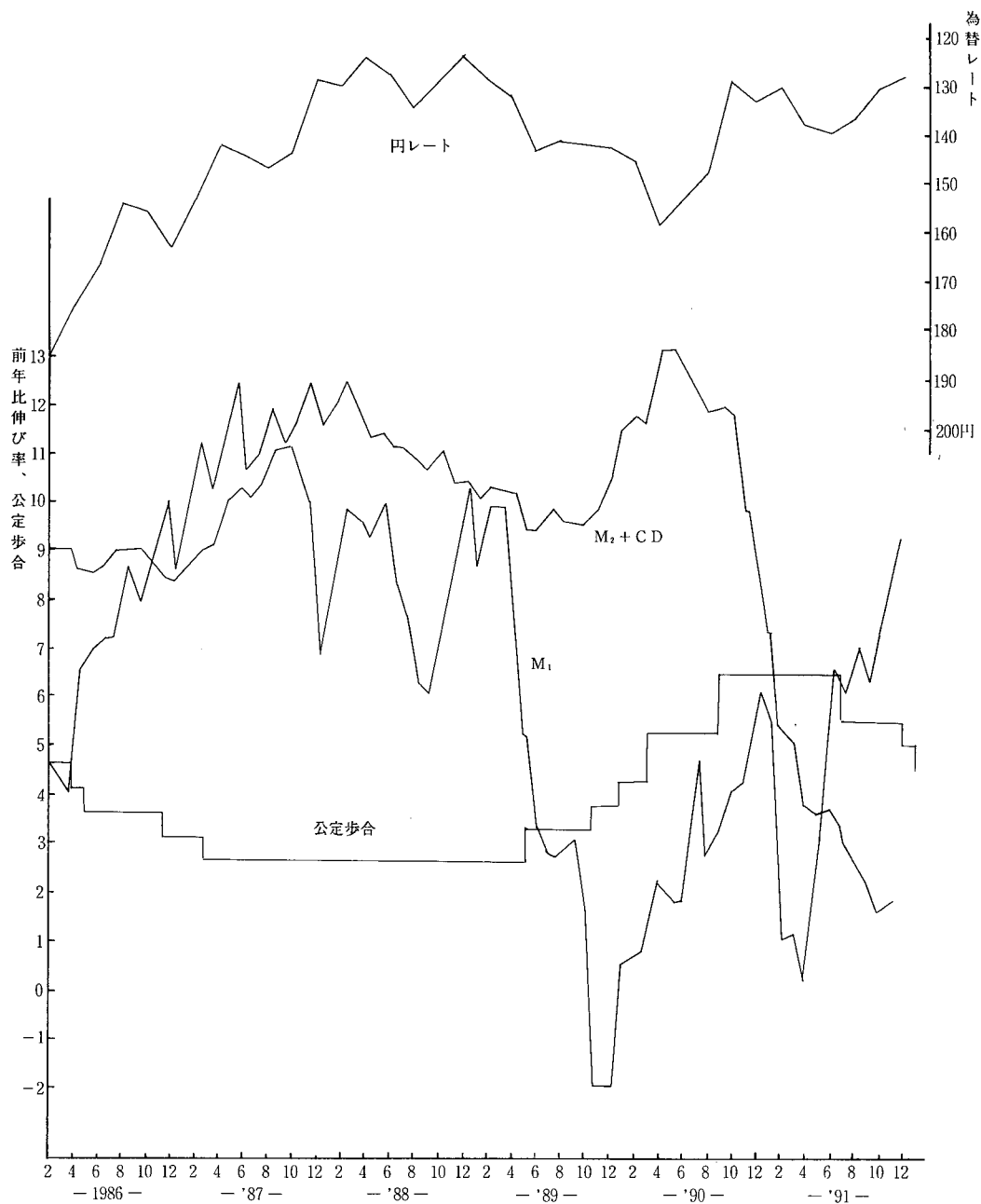


第2図 マネー・フローの動き その1

利子率が人為的に低い水準に抑えられている状況は、IS - LM 曲線を使って第4図のように示すことができる。

利子率が均衡をもたらす i_0 よりも低い i_1 に抑えられていることによって、実質所得に比較して過大な名目貨幣残高が P_0 よりも高い P_1 へ引き上げる圧力となって作用している状況を第4図は表現している。前節で検討したように、市場利子率 < 自然利子率であれば、投資その他の支出が増大するが、財の供給は増加しないため、物価は上昇する。こういうヴィクゼルの累積過程に経済が入ると、均衡は実現されず、慢性的な物価騰貴が続く。

このような状況は、一般的に供給能力が不足している経済に起こりやすい。第二次世界大戦後、アメリカやイギリス、とくにアメリカでは戦争中の不況到来という予想に反して好況過程に入り、物価の上昇がつづいた。この点につき、Tobin [1955] は、「米国、英国、スウェーデンでは計画的に利子率を上昇させない政策がとられていた」と指摘している。それらの国では戦争中の公債の残高が積み上がっており、それに起因する流動性の過剰は IS 曲線を右方向へシフトさせていたが、さらに公債価格を維



第3図 マネー・フローの動き その2

持する目的で利率を低目に維持する政策がとられていた。

しかしながら、1980年代後半の日本におけるマネー・サプライの増大、異常な低金利水準は、全般的な物価水準の上昇をもたらすことはなかった。劇的と云ってよい株式価格の上昇、首都および大都市圏に限定される土地価格の暴騰、絵画等稀少財の法外な価格上昇等、いわゆる資産インフレーションの段

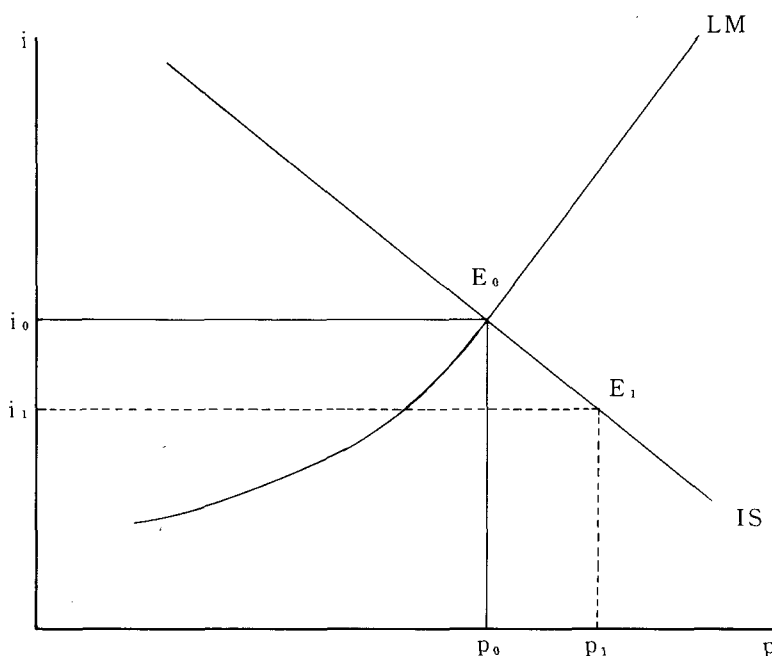
階にとどまったのである。
第1図で明らかなように、卸売物価指数は1985年を100として現在にいたるまでそれを超えていない。消費者物価指数は同一の基準時点から5年間で7%上昇しているが、インフレーションというにはほど遠い。

なぜ、このような結果に終わったのであろうか。その理由として、供給能力があったこと、為替レートが円高であったため、輸入品（とくに一次産品）の価格が高くならなかったことが挙げられるが、最大の要因は、相対的に余剰になった

貨幣がケインズのいう金融的流通に吸収されていったという事実である。株式や土地の売買に資金が流れ込み、それらの資産の価格を上昇させた、ということに他ならない。

ケインズ〔1930〕の第15章は産業的流通と金融的流通とを分けて考察し、「産業というのは経常的な産出、分配および交換の正常の過程を維持し、また生産要素が生産の最初の出発点から消費者の最終の満足に至るまでの間に遂行する種々の仕事に対して、彼らにその所得を支払う経済活動を意味する。これに対し金融とは富に対する既存の権利を保有しまた交換する（産業の分化に起因する交換以外の）経済活動を意味し、その中には株式取引所および貨幣市場の取引、投機ならびに経常貯蓄と利潤とを企業者の手に送達する過程を含むものである。」⁸⁸と定義を下している。株式や土地でキャピタル・ゲインを得ようとする資金の動きは、まさに金融的流通であるといえよう。

ここで、金融的流通の代表として、土地取引用の資金の動きを見ていきたい。不動産業向の全国銀行⁸⁹の貸出残高（含設備資金）は1991年9月末に約49.5兆円に達している。1984年末、約20兆円であったから、この間に約30兆円も増加している。1990年や1991年は1.5兆円台に減って来てはいるものの、それ以前の5年間は4～9兆円/年のスピードで、不動産業に対する新規貸出は実行されていたのである。これだけではない。1991年9月末の残高には、他に信用金庫分約6兆円、ノン・バンクを迂回した貸付残高約26兆円⁹⁰を加えなければならないだろう。したがって、不動産業界への貸出残高は82兆円に達していたというわけである。これらの資金の大半は、使用を前提とするのではなく、転売を目的とする土地購入に向かったから、土地価格の急激な上昇をもたらしたが、一旦、融資の総量規制が実施され、低金利政策が変更されると、価格は下落するようになり、高値で売り抜けなかった人や機関に損失を発生させた。これは資産インフレの終焉のさいに必ず起こる現象であり、もう一つの資産、株式については、さらに明確に現れている。



第4図 利子率と物価

4. トービンの q 理論

今回の資産インフレが全般的な物価上昇に波及しなかった理由は、おおむね上に述べた如くであるが、単に余剰の資金が金融的流通にまわったというだけでは、そのメカニズムの把握は充分になされたとは云えない。また、第2節の累積過程の議論においては、財の市場と既存の物的資産の市場とを、必ずしも明確に区別していない。そこで、Tobin [1967] の枠組みにしたがって、両市場を別々に把握し、資産選択の観点をとり入れて考察していく。

経済には多数の種類 of 資産が存在しているが、六つに分類することができよう。すなわち、

- ① 民間銀行によって創出された貨幣
- ② 個々の経済主体間の株式、債券、請求権
- ③ 中央銀行発行の貨幣
- ④ 公債
- ⑤ 物的資産
- ⑥ 人的資本

である。人的資本はとりあえず考慮の外におく。また、当面は一国の経済をマクロ的に検討することが目的であるから、民間部門内部の経済主体間の資産保有状況を分析する必要はなく、①と②を相殺する。したがって、③、④、⑤の合計が正味資産を構成することになり、次式が得られる。^{#11}

$$\frac{W}{p} = \frac{M}{p} + \frac{B}{p} + qK \quad (10)$$

ここで、W は資産額合計 (名目)、p は価格水準 (物財単位あたりの価格)、M は貨幣供給量、B は債券 (公債) の残高、i は債券の利回り、K は物的資産 (実質)、q はトービンの q である。

物的資産 K は、在庫等を捨象すれば企業部門の借方合計であり、企業部門は、究極的には家計部門によって所有されていると見ることができるので、家計部門の持分権でもある。

トービンの q 理論によれば、物的資産の投資率は、

$$I/K = f(q) \quad f' > 0 \quad (11)$$

のように、q の関数である。その q は一つの企業をとった場合、

$$q = \frac{V}{pK} = \frac{S + LI}{pK} \quad (12)$$

で表される。ここで、V は企業の価値、S は株式時価総額、LI は負債の価値である。また、pK は企業の保有している総資産を、現在の価格 p で取得する場合の金額、つまり資産再取得金額である。^{#12}以下では(12)式を(13)式のように表して使用していく。^{#13}

$$q = \frac{R}{r} \quad (13)$$

R は投資の限界効率、r は資本コストである。金融緩和による利子率の低下にもとづく資本コストの低下、景気拡大にともなって生ずる投資の限界効率の向上はいずれも q の上昇をもたらすであろう。そして、(11)式により投資率は増加する。Tobin [1969] は「財の価値水準 p は再生産費用もしくは市場価値にもとづいて計算される資本の実質収益率に影響を与えない。しかし、財価格の期待インフレ率は

貨幣の実質収益率の一つの構成要素としてポートフォリオ的な行動の中に入ってくる」¹⁴と述べて、物的資産に対し貨幣や債券を区別して取り扱う必要性を強調したのである。(トービンの文章の後半について、本稿の記号を用いれば、 $i = i_n - \pi$ ということであろう。) すなわち、物価が変動する経済においては、貨幣・債券の実質的な価値は物価の変動に応じて変動する。これに対し、物的資産の名目価値は物価に比例して増加したり減少したりするので、その実質的な価値はほとんど変化しないのである。資産の二類型をこのように区別すると、貨幣と債券の間には代替的な関係があり、貨幣および債券と物的資産の間には補完的な関係があるという結論が導かれる。投資家は債券の収益が上昇した場合、貨幣を代替して債券の保有を大きくするだろう。それに従って、当然リスクは幾分増大する。一方、この投資家は物的資産を債券に代替しようとはしないだろう。両者の間の相関係数はゼロに近いので、そういう代替はリスクを増大させるからである。¹⁴

以上を考慮しながら(10)式に登場する三つの資産類型に関する需給方程式を構成する。

$$\frac{M}{P} = M\left(Y, i, r, \frac{W}{P}\right) \quad M_i < 0, M_r < 0, M_Y > 0, M_{\frac{W}{P}} > 0 \quad (14)$$

$$\frac{B}{P} = B\left(Y, i, r, \frac{W}{P}\right) \quad B_i > 0, B_r < 0, B_{\frac{W}{P}} > 0 \quad (15)$$

$$qK = K\left(Y, i, r, \frac{W}{P}\right) \quad K_i < 0, K_r > 0, K_{\frac{W}{P}} > 0 \quad (16)$$

ここで、 Y は実質国民所得であり、フローあるいは財市場の資産市場に対する関連を代表する変数であるが、財市場における需給方程式は次式のごとくである。

$$Y = F\left(Y, i, r, \frac{W}{P}\right) \quad F_i < 0, F_r < 0, F_{\frac{W}{P}} > 0 \quad (17)$$

以上の(14)~(17)の四つの式と(10)および(13)式を加えた6本の式で、金融部門を中心とする資産均衡体系が完成される。¹⁵

まず、この経済における貨幣の供給増加がいかなる結果をもたらすかを調べてみよう。民間部門における貨幣保有は増加するから、当初のポート・フォリオ均衡は失われる。貨幣および債券が実物資産あるいはその請求権に対し完全な補完関係にあるなら、債券への代替が進むだけであり、利子率 i は低下する。もし、この補完関係が弱いものであれば、貨幣から債券と物的資産両方への代替が行われ、 i も r も低下する。 r の低下は q の上昇であり、 R 一定であるとすれば、物的資産への需要が高まる。

このほかに、貨幣供給の増加は、資産効果をもたらす。民間部門の資産合計は上昇するはずであり、他の条件が変化しなければ、三つの種類の資産に対する保有は増大するが、そのさい i も r も低下せざるを得ない。 r の低下は、前述した通り投資を刺戟して増加させる。

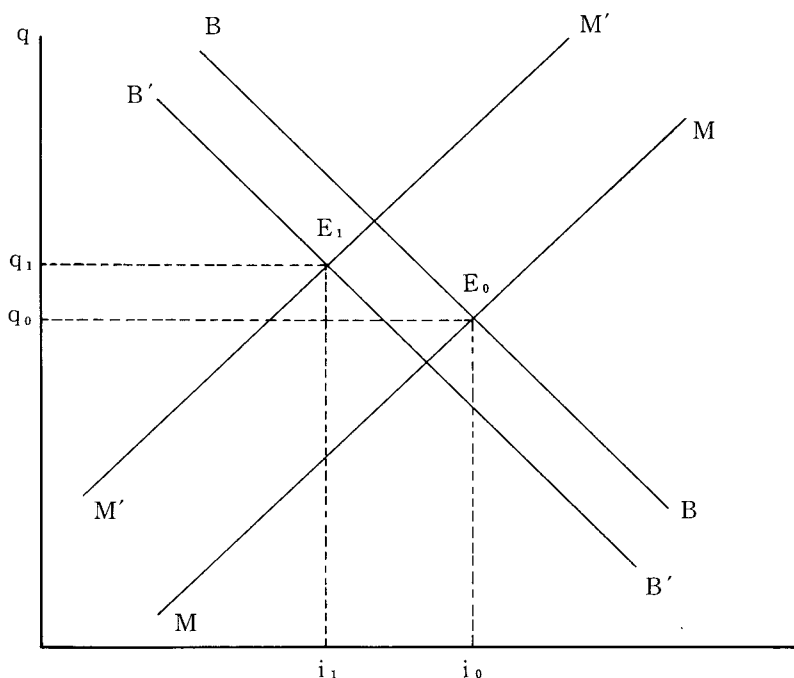
つぎに、Tobin〔1969〕をさらに明析に定式化した館龍一郎〔1982〕の第7~8章にしたがって、上述したところをもう少し詳しく見ていきたい。(14)~(17)、(10)、(13)の6本の式のうち独立なのは5本である。 M 、 B 、 K 、 P 、 R を所与とするならば、 i 、 r 、 q 、 W の5個の未知数が決定される。三つの種類の資産市場の均衡を示す(14)~(16)の3本の式のうち2本だけが独立であるから、(14)、(15)の両式に(10)、(13)の関係を代入し、貨幣市場と債券市場の動きを考える。

$$\frac{M}{P} = M\left(Y, i, q, qK + \frac{M}{P} + \frac{B}{iP}\right) \quad M_r > 0 \quad M_i < 0 \quad M_q > 0 \quad M_{\frac{M}{P}} > 0 \quad (18)$$

$$\frac{B}{ip} = B(Y, i, q, qK + \frac{M}{p} + \frac{B}{ip}) \quad B_i > 0 \quad B_q > 0 \quad B_M > 0 \quad (19)$$

ここで、 i と q の関係を把むために、 M 、 Y 、 B 、 K 、 p を所与とする。第5図は、その関係を示したものである。(18)式が MM 線、(19)式が BB 線に対応する。 MM 線は右上がり、 BB 線は右下がりに描ける。¹⁶ 両線の交点 E_0 で貨幣、債券両市場は均衡しており、そのときの利率は i_0 、トービンの q は q_0 である。

貨幣供給量の増加は、超過供給の状態から均衡に達するために、他の条件が変化しないかぎり、利率は低下しなければならない。同じ水準の q に対応する利率は低いので、 MM 曲線は左上方へシフトする。 BB 曲線の方はどうか。やはり左方にシフトするが、その度合は MM の場合より小幅にとどまる。その理由は、債券市場では W/p が増大する結果、債券に対する超過需要が発生するけれども、これは間接的な資産効果によってもたらされたものだからである。両曲線の



第5図 トービンの q と利率

シフトによって、均衡点は E_0 から E_1 へ移動し、利率は i_0 から i_1 に低下、 q は上昇する。この q の上昇は、(11)式および(13)式から知られるように、設備投資を直接刺戟するが、これに W/p の増大、つまり既に民間部門で所有されている物的資産またはそれへの請求権、土地であるとか株式の価格の上昇による効果が加わり、民間部門の支出増大を導く。もし経済に供給余力がなければ資産価格の上昇にとどまらず、それを切っ掛けとする全般的な超過有効需要が全般的なインフレーションを引き起こすこともあり得るのである。

5. 資産インフレとバブル経済

本稿で云う資産インフレは、1980年代後半の出来事であり、株価は1990年になると一貫して下げつづけ、地価も同じく1990年4月の不動産業等への融資総量規制を契機に鎮静化から下落へ向かっていた。以下、前節で検討したモデルが示唆する全般的なインフレーションが、今回の日本経済で起こらなかつ

た理由を簡単に見ておきたい。

ストックの経済とフローの経済のインター・フェーズの役割を果たす資産効果は、民間消費支出の場合、土地と株式とで現れ方が異なる。前者におけるそれは、後者に比して弱いと云われている。^{#17} 民間設備投資についてはどうか。今回の資産インフレは直近の円高不況のなかで事業のリストラクチャリングに苦闘している製造業とくに重厚長大型の産業に属する企業を資金面から支援したという見方がある。これらの企業は極めて総括的にいえば、本業の再定義をメカトロ化を通じて実行したのであるが、そのさい当然、研究開発投資や設備投資を必要とした。その資金の調達（獲得）に対し、「資産インフレ」は極めて有効に働いたというのである。^{#18}

これを日本経済全般の問題として見るとどうか。資産インフレの初期と後期を区別する必要があると考えられる。たしかに q の上昇は、エクイティー・ファイナンス、とりわけ CB, WB による資金調達を容易にし、株価の上昇は、エクイティー・ファイナンスのコストを相対的に引き下げ、他方、地価上昇のなかでもたらされた不動産担保による調達可能な資金量の拡大もあり、企業の設備投資、研究開発投資は多大の刺戟を受けたはずである。全国上場企業の国内および海外からのエクイティー・ファイナンス（CB, WB, 増資）について「公社債月報」を見ると、その対前年伸び率は1987年に75%、1988年は49.6%であり、1986年の6.7兆円が1989年には26.4兆円に達している。ところが株式価格暴落以後'90年になると、これが5兆円に低下する。にもかかわらず、民間設備投資はその時点でも伸びつづけている。すなわち、対GNP比率の伸び率は名目で19.7%、実質で21.5%である。

このことは二つの面から解釈することができるだろう。第一に、設備投資は独立的な要因によって行われるのであり、資産価格 q の上昇は最初の切っ掛けに過ぎないということである。第二に、今回、日本企業のかなりの部分で見られたことであるが、エクイティー・ファイナンスした資金を株や土地の投機に回した点である。

設備投資に対する資産市場からのインパクトは、 q が直接プラスの影響を及ぼす側面と、 W/p を通じて間接的にプラスの影響を及ぼす側面とを区別して考えなければならない。しかし前者と後者を定量的に分別して把握することは難しい。設備投資動向等から間接的に推定できることは、両者の経路を通じるインパクトは1989年末頃までには終わったということである。

以上の検討を総合すると、今回の資産インフレーションが、第一次オイル・ショック直後と異なって、全般的なインフレーションを惹き起こさずに、資産増殖を第一義的に考える企業や個人に銀行、ノン・バンク、証券、不動産の各業種の企業がからまってふくらませたバブルに終わった理由を明らかにすることができる。もちろん、為替レート状況から輸入品の価格は低目に安定していたし、旺盛な設備投資意欲にもかかわらず、供給能力は充分対応可能であったことが主な理由である。一時、建設業を中心に労働力不足が発生し、機械とくに重機械工業にも波及したので、ボトル・ネックを形成するのではないかと心配されたが、既に解消されたといつてよいようである。第1図から明らかのように、消費者物価指数と卸売物価指数にはほとんど痕跡を残していない。結局、金融の超緩和によるインパクトは、 q の上昇を通じて、ある程度フローの経済を刺戟したが、その大部分はいわゆる金融的流通を通じて、資産市場に起こった自閉的なバブル取引の中に吸収されたのである。

本稿で、この段階に至るまでバブルという言葉の使用を意識的に避けて来たのは、ファンダメンタルズ^{#19}による実物資産の価格上昇とバブルによってもたらされるそれとを分けて考える必要がある、と思ったからに他ならない。今回の資産インフレーションの中で起こった株価や地価の騰貴は、バブルと

いう概念を持ち込まないと説明できないとされる。いま、詳しくその根拠を述べる余裕を持たないけれども、地価と株価は、ファンダメンタルズで決められるレベルをはるかに越えていたし、越えているというのが、本講の立場である。²⁰ そういう立場から、バブルの形成と解消の過程を見ていくと、金融の流通の内容を明確に把握できるだろう。

1986～87年以降の金融緩和時期、トービン・モデルによっても推定されるように、主として金融要因（資金のアベラビリティ）が土地、株式等の物的資産価格の上昇をもたらした。²¹ 実際に起こった価格上昇は、さらなる上昇の期待を生み、資金がアベラブルであれば資産取引を可能にさせ、価格は上昇する。株式市場におけるエクイティー・ファイナンス（金額）は、1986年度の第1・四半期頃から増加しはじめ、1989年度第3・四半期のピークに達するまで、株価の上昇と不即不離の関係にあった。株価が上昇する期待があり、一時期は現実によって裏付けられていた。しかも、金融は超緩和とっていい状況にあるから、株式市場への資金流入は容易に理解できるであろう。一方、土地の市場にも同一の循環が作用しており、値上がり予想から得られる利益をねらう、資金の流入が可能にする取引の拡大があり、それがますます地価を吊り上げたのである。

結局、バブルを惹き起こしたのは、物的資産について転売からキャピタル・ゲインを得る目的でなされた投資の拡大であり、それを可能にしたのが金融の緩和だったわけであるが、当然、その過程で法人企業や個人の「両建て的な金融取引」が増大した。²² これは相対的に割安な調達手段によって得た資金をそのまま有利な金融資産へ運用する取引を指しているが、金融資産は積み上がらざるを得ない。おおむね以上のような経過をたどって、バブルはその極点に達したが、その破裂以後の動きは逆方向と考えると差し支えない。すなわち、上昇を続ける株価という予想があって初めて成り立つエクイティー・ファイナンスは、ピークの時期に比較して1/5に減少するし、金融の状況が公定歩合の引き上げ、不動産業等への貸出の総量規制を契機として変化すると、地価の上昇にストップがかかり、むしろ低下させることになったのである。キャピタル・ゲインを得ようとする取引は著しく減少し、両建て的な金融資産運用は縮減された。その過程で、実現あるいは未実現のキャピタル・ロスが、企業を中心に経済の各所に発生したことは言うまでもないことであり、「バブルの後始末」の名のもとに、なしくずし的に対応が図られつつある。

6. む す び

トービンによれば、貨幣供給の増大は、既存の物的資産もしくはそれへの請求権の価格を高めることによって、消費および投資を刺激し有効需要を増加させる。Tobin [1955] は、第二次世界大戦直後の世界経済の総括的な分析において、貨幣残高が物的資産に比較してアンバランスに大きくなり過ぎていることを指摘し、つぎのように述べている。²³

「戦争とそれに先立つ不況の残したものは、どこにおいても、消費者や労働者の人口と比較しての財のストック不足である。また多くの国で、その時点までの技術的な革新が、民間の生産に適用されないまま残されていた。生産者財の限界生産性も、耐久消費財の用役の限界効用も高かったのである。同時に、戦費調達に低い利回りの流動的な請求権を消費者の手許に大量に蓄積させていた。これらの請求権の名目的な利回りの低さは、多くの国において購買力の低下にかんする広くいきわたった期待によって増幅された。

質素な農夫から最大規模の企業にいたるまでの資産所有者のポート・フォリオにおける、流動的な請求権と物的な諸財との非常に大きな不均衡は、資産保有者たちが物的資本の保有を増加させ、貨幣あるいは貨幣に準ずる資産を相対的に減少させる、ドラマチックな戦いの舞台を用意したのである。」

1980年代の日本においては、トービンの云うような不均衡は存在しなかった。「モノあまり」と名づけられる状況の中では、消費に対する資産効果は弱いものととどまる。もちろん、高額商品の一時的な売上増大、高価な贈答品の消費、交際費支出の増加、たとえば自家用車を複数持つような消費者単位あたり耐久消費財の保有増加等は目立ったが、全体としては、消費を年々高めていくことにはかなりの困難をとまうと云っていいだろう。貨幣あるいは貨幣に準ずる資産の積み上がりは確かに存在したわけだが、実物資産に対して不均衡というのではなかった。いきおい、その主要な部分は資産そのものの増殖に向けられたのである。この点は、両建て的な金融取引が、本稿で云う資産インフレのピーク時期に合わせて盛んに行われたことで裏付けられると思われる。

問題はトービンの q の上昇による効果、すなわち消費や設備投資の増大よりも、既存の資産の増殖の方に吸収される事態が、今後の日本経済に定着するかどうかである。一般価格水準に比べて、既存の実物資産価格が高くなった場合、果して財市場を刺戟し、有効需要を高める効果をもつのであろうか。今回のバブルほどではないにしても、既存の資産収益率のサヤを狙って行われる資産増殖の取引が行われることは、これから繰り返されるのであろうか。個々の経済主体の側からみれば、消費を抑えて、資産価値を高める行動は、ある意味で合理的である。だが、 q の直接的な効果と資産効果を通じる間接効果によって消費と投資が刺戟され、有効需要を高めなければ、社会的にみて富の増加はない。このように結論することは、資産価値をファンダメンタルズによって規定する立場をとる限り、当然である。しかし、既存の資産価値の増殖のみが関心の的となる社会においては、新投資はなくても、物的資産市場は動いていき、相対的な意味での富裕な資産家（資産保有主体）は、資産価格の変化を見ながら、ポート・フォリオを決定していく。このように考えることは、われわれがまぎれもなくケインズの問題意識^{註25}に立ち戻っていることを意味する。はたして、国民総生産の成長率がきわめて低くなるような世界は現実のものになるのであろうか。それに答えるためには、資産の民間における分布状況、とくに法人が占める比率、技術革新の動向および企業家精神の活性度合等がどうであるかを検討する必要がある。しかし、それは本稿の目的の範囲を越えている。^{註25}

註

1. 地価については、全国平均の数字はあまり意味を持たない。東京、大阪、名古屋圏というように、変動の激しい地域を個別にみていく必要がある。その点については「平成3年版 経済白書」に詳細な分析が展開されている。また、本文の第1図は全国平均の指数であるため、地価の下落を明確に示していないが、東京都と大阪府について、国土庁の公示価格を、1980年=100として指数化したデータは次の通りである。

	東京都	大阪府
1986年（初）	112.7	110.4
1987々（々）	169.6	115.2
1988々（々）	283.2	138.9
1989々（々）	265.3	188.2

1990々 (々)	264.5	298.5
1991々 (々)	246.8	304.8
1992々 (々)	227.4	228.4

- その展望論文として、藤野正三郎〔1972〕第17章がある。
- Keynes〔1923〕P.65
- みずからケインズ-ヴィクセル型を名乗っている論文にFisher, S〔1972〕がある。
- Keynes〔1930〕邦訳書 127ページ。
- Keynes〔1923〕邦訳書 9ページ。
- たとえば、経済企画庁〔1989〕の309ページに図示されている。
- Keynes〔1930〕邦訳書 251ページ。
- 全国銀行とは、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行協会加盟銀行、信託銀行、長期信用銀行である。
- 1990年春、不動産業に対する融資の総量規制措置がとられた際、大蔵省が調査したといわれる数字である。
- 本文では、正味資産が三つのタイプから構成されているとしているが、債券を短期・長期に分けたり、実物資本を土地とそれ以外に分けたりすることも可能である。その場合、たとえば次のような式が本文の(10)式に対応する。(B_sは短期債券の発行残高、p_Nは土地以外の物的資産の市場価格、Nは土地以外の物的資産(実質)、p_Tは土地の価格、Tは土地(実質)である。)

$$\frac{W}{p} = \frac{M}{p} + \frac{B_s}{p} + \frac{B}{p_i} + \frac{p_N \cdot N}{p} + \frac{p_T T}{p} \quad (10')$$

トービンのqについては、本文でも触れるが、もっとも単純には、 $q = p_m / p$ と考えることができる。p_mは物的資産の市場価格であるから、(10')式の最後の2項にかかる係数はqを分解したものと考えることができる。しかし、物的資産と貨幣などの金融資産との決定的な違い、つまり前者が値上がりしていく資産であるということを明確に強調することが当面の目的であるから、p_Nやp_Tをqでまとめてしまうことにしたい。なお短期債券B_sについては確定利付債券を想定している。

- トービンの説明は、つぎの通りである。「pは現在の財生産価格であるが、既存の資本財あるいはそれらに対する所有権の価値は現在の再生産費用からかけ離れることもあると考える」(Tobin, J〔1969〕)
- 企業の現在総価値をVとすると、それは次期以降の配当Dの流列を割引率ρで割引いて合計することによって表される。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+\rho)^t}$$

Dが時点によらず一定であるとする。そうすると、配当の源泉である利潤も一定と考えていることになるが、利潤を一定の率gで成長させることを、企業は志向していると仮定する。その成長のためには資本ストックを増加させなければならないが、そのさいペンローズ費用がかかり、配当から控除されよう。以上を考慮してV式を書き改めると、

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t [X - F(g)]}{(1+\rho)^t}$$

が得られる。Xは利潤、F(g)はペンローズ費用、もしくは設備関連費用である。無限等比級数の計算を行うと、

$$V = \frac{(1+g)[X - F(g)]}{\rho - g} \doteq \frac{X - F(g)}{\rho - g}$$

である。pKでVを除すと、qが得られる。

$$\frac{V}{pK} = q = \frac{x - \phi(g)}{\rho - g}$$

$$x = \frac{X}{pK}, \quad \phi(g) = \frac{F(g)}{pK} \quad \text{つまり、物的資産1単位を} g \text{で増加させるときに必要な設備投資}$$

関係費用、販売費用、人材養成費用等の合計であるベンローズ費用を示している。

14. ポートフォリオ・セレクションについては、たとえば、Tobin, J [1965] を見よ。
 15. 資産を註11における(10)式のように、もう少し細かく分類すると、つぎのような体系が得られる。

$$\frac{M}{p} = M(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

$$\frac{B_s}{p} = B_s(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

$$\frac{B}{p} = B(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

$$p_N N = N(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

$$p_T T = T(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

$$\frac{W}{p} = \frac{M}{p} + \frac{B_s}{p} + \frac{B}{p} + \frac{p_N N}{p} + \frac{p_T T}{p}$$

$$Y = F(Y, i, r, p_N, p_T, \frac{W}{p})$$

16. (18)式について dq/di を求めると、

$$\frac{dq}{di} = \frac{M_w B}{i^2 p} - M_i / M_q + M_w K$$

$M_i < 0$ であるから、 $dq/di > 0$

(19)式について dq/di を求めると、

$$\frac{dq}{di} = - \left\{ \frac{B}{i^2 p} (1 - B_w) + B_i \right\} / (B_q + B_w K)$$

であり、富効果 B_w は 1 より小さいから、 $dq/di < 0$ になる。

17. 資産効果の実証分析は種々行われているが、たとえば「経済白書」の平成元年版、平成二年版、平成三年版等を挙げておきたい。株価の変動は資産効果をもつが、地価のそれは微弱であること、つまり地価の上昇は消費の増大をあまりもたらさないことは、平成三年版「経済白書」に示されている。
 18. 日本産業機械工業会 [1991] は、総合重機械 6 社、高炉 3 社、重電 4 社、エンジニアリング 5 社、環境装置 3 社、産業機械 7 社の有価証券報告書より次表を作成している。

代表28社のエクイティー・ファイナンス等，調達源泉

項目 \ 年度	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88	'89
合計(百万円)	530,552	200,892	93,819	349,996	811,454	302,953	723,150	2,148,194
資本金・新株払込金(%)	8.8	11.0	27.9	16.3	11.4	53.3	20.9	14.7
資本準備金他(%)	6.0	4.1	29.9	19.8	14.6	63.1	26.4	14.6
長期借入金(%)	228.3	450.8	705.4	223.3	112.8	145.2	33.6	12.3
長期借入金返済(%)	213.6	548.8	1,111.9	309.8	130.3	312.7	111.6	35.4
固定資産処分益(%)	11.8	17.9	17.7	7.3	23.9	52.5	7.9	3.8
有価証券売却益(%)	0.7	5.0	7.8	28.6	19.1	64.6	11.4	0.4
社債(%)	43.7	26.2	81.8	52.9	17.2	0	0.3	0
転換社債(%)	10.1	106.8	313.9	38.4	28.1	33.9	27.7	55.4
新株引受権付社債(%)	4.2	26.9	27.5	23.2	3.1	0	83.4	34.2

19. 土地にしても株式にしても，価格は当該資産から得られる収益の現在価値を集計した水準に決定されるというのが，ファンダメンタルズ理論である。
20. ファンダメンタルズのうえにバブルが層をなして今回の実物資産の株式が形成されたと見るのが多数の意見であるが，そういう価格をファンダメンタルズから正当化しようという主張もある。この点をめぐる議論については，西村清彦，三輪芳郎編〔1991〕が詳しい。
21. 金融要因と物的資産の価格上昇との関連を実証した論文は多いが，ここでは地価についての栗田照久〔1991〕を挙げておく。そこにおける主要な結論はつぎの通りである。
- 地価は，予想地価，地代，借入限度額の増加関数であり，預金利率および借入れ利率の減少関数であるという理論を樹て，実証分析を行うと，金融要因である預金利率，資金のアーバビリティがともに有意であり，特に今回の地価高騰は大幅な利率の低下によって特徴づけられる。
22. 日本銀行〔1990〕
23. Tobin, J〔1955〕論文集 I 285ページ
24. Keynes〔1936〕邦訳書 375ページ以下，第24章「一般理論の導く社会哲学に関する結論的覚書」
25. 他にも，「前川レポート」などで指摘された社会資本の充実に関連する論点がある。金融資産の蓄積された千載一遇とも云える好機を活用し得ないのは大変に残念なことである。

文 献

- Fisher, Stanley〔1972〕“Keynes-Wicksell and Neo-classical Models of Money and Growth” American Economic Review Dec, 1972.
- 藤野正三郎〔1972〕『所得と物価の基礎理論』創文社 1972
- 経済企画庁〔1989〕『平成元年版 経済白書』大蔵省印刷局 1989
- 経済企画庁〔1990〕『平成二年版 経済白書』大蔵省印刷局 1990
- 経済企画庁〔1991〕『平成三年版 経済白書』大蔵省印刷局 1991
- Keynes, J, M〔1923〕A Tract on Monetary Reform (The Collected Writings of John Maynard Keynes IV) Macmillan 1971.
- 中内恒夫訳『ケインズ全集第4巻 貨幣改革論』東洋経済新報社 1978年。

資産インフレーション論

- Keynes, J, M [1930] A treatise on Money 1. The Pure Theory of Money (The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. V, Macmillan, 1971)
小泉明, 長澤惟恭訳『ケインズ全集第5巻 貨幣論 I, 貨幣の純粹理論』東洋経済新報社 1979年。
- Keynes, J, M [1936] The General Theory of Employment, Interest and Money (The Collected Writings of John Maynard Keynes VII, 1973, Macmillan)
塩野谷祐一訳『ケインズ全集7, 雇用, 利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社 1983年。
- 栗田照久 [1991] 「土地の需要供給及び地価の決定における金融要因の分析」 ファイナンシャル・レビュー (大蔵省金融研究所) 1991年3月。
- 日本銀行 [1991] 「平成元年の資金循環」 日本銀行月報 1990年6月。
- 日本産業機械工業会 [1991] 『産業機械工業のリストラクチャリングの動向と将来展望』機械振興協会 経済研究所, 1992。
- 西村清彦, 三輪芳郎編 [1991] 『日本の株価, 地価』 東大出版会 1991。
- Stein, J, L [1970] “Monetary Growth Theory in Perspective” American Economic Review March 1970.
- 館龍一郎 [1982] 『金融政策の理論』東大出版会 1982。
- Tobin, J [1955] “The Business Cycle in the Post-war World: A Review.” Proceedings of a Conference held by the International Economic Association. Edited by Erick Lundberg assisted by A. D. Knox (London: Macmillan, 1955)
- Tobin, J [1965] “The Theory of Portfolio Selection in Hahn, F and Brechling ed, The Theory of Interest rates, Macmillan 1966.
- Tobin, J [1969] “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, Journal of Money, Credit and Banking, 1, Feb' 1969.