

金融研究会

「資産価格の変動と日本経済」

I. 会議の概要

はじめに

1. 近年の株高とその要因
2. 資産価格変動の実体経済への影響
3. 資産価格上昇の金融政策運営への含意

はじめに

金融研究所は、1989年（平成元年）11月30日に「資産価格の変動と日本経済」をテーマに金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会開催にあたっての具体的な問題意識は、①近年における資産価格の上昇はどのようなメカニズムないし要因で生じたのか、②資産価格の上昇は実体経済にいかなる影響を持つのか、③資産価格の上昇は金融政策運営上何を意味すると考えるべきか、の3点であった。

今回のテーマが極めてカレントなトピックであることもあって、フロアーには銀行・証券会社の企画・調査担当部長をはじめ業界団体・各種研究所からも多数の参加を得た。また、三重野副総裁（現総裁）をはじめとして役員方も出席された。今回のパネル参加者は以下の通りである。

議長 館 龍一郎 東京大学名誉教授
（金融研究所特別顧問）

モデレーター 三宅 純一 金融研究所長
（現日本総研副理事長）

報告者 植田 和男 東京大学助教授
岩田 一政 東京大学助教授
堀江 康熙 筑波大学助教授
（日本銀行より出向中）
コメンテーター 堀内 昭義 東京大学教授

当日の討議は、二つのセッションに分けて進められた。まず第1セッションでは、①資産価格のうち特に株価の決定要因、および②資産価格変動の実体経済への影響について討議した。次の第2セッションでは、③資産価格なканずく地価上昇の金融政策運営への含意について討議を行った。その主要論点を前述の3つの問題意識に則して整理すると以下のとおりである（文責、金融研究所）。

1. 近年の株高とその要因

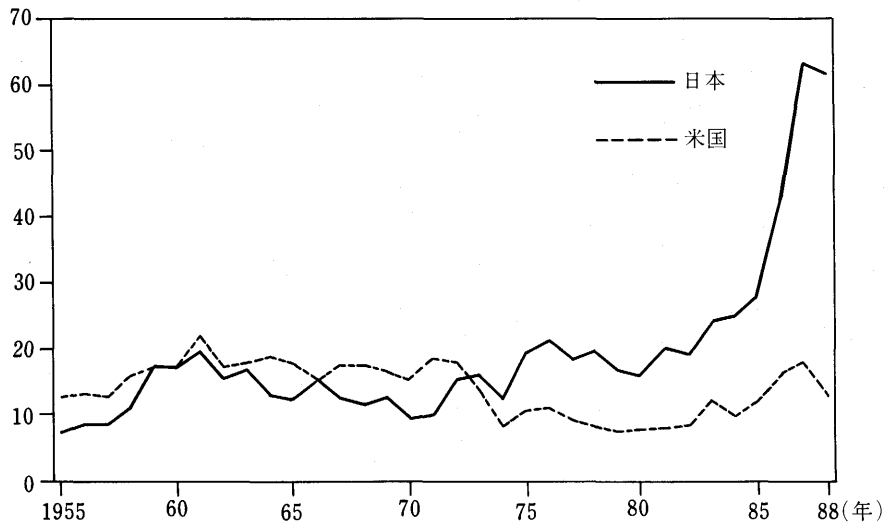
(1) わが国の株価動向の特色

まず、植田（以下、敬称略）は、わが国の株価動向を時系列的にみた場合、①1980年代初より上昇傾向に転じており、とくに85年以降そのテンポが加速していること、②とくに近年のわが国株価水準は企業の実態面（収益、

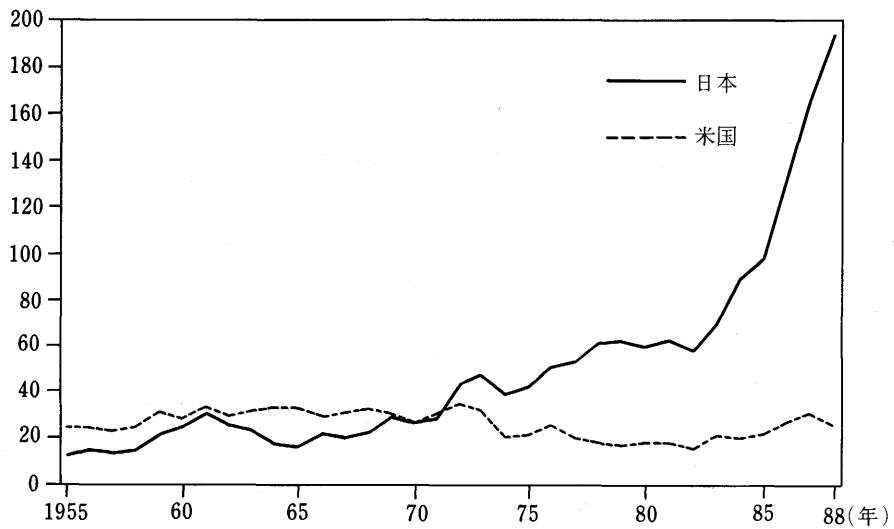
金融研究

図 日米の株価動向

(1) 株価収益率(PER)



(2) 株価配当比率(PDR)



I. 会議の概要

配当)と対比しても著しい高水準にあること、の2点が大きな特徴であると指摘した。すなわち、わが国の株価収益率(PER)や株価・配当比率(PDR)をみると(図参照)、70年代初め頃からいずれも米国を上回りはじめ、84、5年以降には急速にしかも大幅に両者の乖離が拡大するに至っていること(この結果、わが国の株価水準は国際的にみても極めて高い水準となっていること)、を示した。

(2) わが国の株高の要因分析

このようなわが国の株高の要因を分析するに際し、植田は、次式で示される株価決定の標準的な理論モデルを提示し、主としてこの関係に基づいて諸要因を整理した(式の導出は付論参照。なお、岩田の報告論文においてもこれと同様の株価決定式が用いられている)。

$$\text{株価} = \frac{\text{企業の保有資産が生み出す収益(予想値)①}}{\text{安全資産の金利②} + \text{不確実性(リスク)に伴うプレミアム③}}$$

この式によれば、株価とは「株式発行企業の資産が将来にわたって生み出す収益をある割引率で割引いた現在価値」であり、それは企業の保有資産が生み出す予想収益(①)に比例する一方、割引率を構成する2つの要因—安全資産の金利(②)、および株式保有に伴うリスクに対して投資家が要求するリスク・プレミアム(③)—に反比例する。

この式において植田は①の指標として「実質GNPの伸び率」、②の指標として「コールレート・マイナスGNPデフレーター伸び率で

みた実質金利」、③の指標として事後的にみたリスク・プレミアムの推計値を用いることによって各年における株価の理論値を求め、これを現実の値と対比するかたちで次のような試算結果を提示した¹⁾(いずれもPERで表示)。

	実績値	理論値(1)	理論値(2)
1960～69年	15	8	—
70～82	17	10	27
83～88	41	6	17

この試算結果はリスク・プレミアム③を一定値と想定し、予想収益、金利要因(①、②)変動による株価変動の説明力を試算したものである。ただし、理論値(1)はリスク・プレミアムの値として1956～87年平均の「事後的な株式収益率—コールレート」(=14%)を用いた場合、また理論値(2)は同様に計算した米国のリスク・プレミアムの水準(1970～82年=5.0%、1983～88年=3.9%)が日本にもあてはまると仮定し、これを日本のリスク・プレミアム推計値の代わりに用いた場合である。

イ. 予想収益・金利要因の説明力

これらの試算結果をもとに植田は、1980年代初頭までの株価の動きは、企業の予想収益と金利(①、②)の変動によってかなりの程度説明できる可能性があるとする一方、83～84年以降は、こうした考え方では株価の現実値を全く説明しえない、と述べた。

なお、金融要因に関しては、ここ2～3年

1) この他、株式の企業間における持合比率変動の影響も考えられるが、この点について植田は、1970年から88年にかけて株価(PER)を約0.5ポイント押し上げるにとどまっているとの試算結果を示し、ほとんど無視しうるものと述べた。

の株高にとってそれ (㉔、金利低下) が重要な寄与をしている (堀江、植田、堀内) というのが討議の中で示された一般的認識であった。ただ、この点に関連して岩田は、金融緩和の影響は否定できないが、各国で経済の開放化が進んだ下では金融・資本市場が国際的に統合され、従って割引率 (㉔+㉕) の国際的な差異が縮小するので、日本独自の株高説明要因としてはやはり予想収益の高さ㉖が中心たるべきである (とくに日本企業の将来の成長性の高さが重要な株高要因) と述べ、他の論者とやや異なる視点を示した。

ロ. リスク・プレミアムの変動を考慮した場合の説明力

次に植田は、前述の試算で一定と想定したリスク・プレミアム㉗が実は一定ではなく、82年以降急速に低下したこと (㉖、㉔は上記と同一のその時々値による) を前提とすれば、最近の株高も説明が可能になるとした。この場合、具体的には投資家の危険回避度が低下し、リスクをいとわなくなったことが株式需要を押し上げたことによる、との解釈を示すとともに、そうした危険回避度の低下要因としては、

- ① 平均的投資家の資産残高が急増したため、リスクの大きい資産 (株式) 保有に対して従来に比べ許容的になったこと、
 - ② 資産保有者の分布が変化し、株式を比較的多く保有する機関投資家 (特金、金外信等) のシェアが大きくなったこと、
- を挙げた。これに対し堀内は、リスク・プレミアムをどう推計するかがポイントであるとしたうえで、自ら行ったそのひとつの試算値 (「株式を1年間保有した場合の期間収益率-コールレート」で定義したリス

ク・プレミアムの事後的な推計値) を示し、84年以降はむしろリスク・プレミアムが上昇している可能性が強いと主張、最近の株高がリスク・プレミアムの低下によるもの、との考え方に異議を唱えた。

ハ. 投機的バブルの影響

以上3つの要因に次いで検討されたのは、投機的バブルによる株高の可能性である。植田は、80年代半以降の株高は、前述のようにリスク・プレミアム㉗の低下による可能性を示唆したものの、一方では投機的バブルによる可能性もあると述べ、そのいずれが主因であるかについての断定は避けた。また、岩田、堀江、堀内も、経済・金融情勢の異なる各国において株価のクラッシュ (1987年10月) が一斉に生じたことからみると、最近の株高についてはバブル要因も否定しえず、特に1984年頃以降の急騰については、程度の差こそあれ、こうした要因をも考慮に入れないと十分説明できない、との見解であった。

二. 地価上昇の影響

地価上昇が株高と深く関連している可能性については、すべてのパネリストが指摘した。そのメカニズムとしては、地価上昇による企業の含み資産増大が、上記の株価決定式における収益予測値の上昇を意味するので、株価上昇をもたらすと解釈することができるほか、株価を企業の保有資産全体の価格 (= 解散価値) でとらえるというアプローチも考えられる (植田)。いずれにせよ、こうした観点から株価動向を説明するうえでは、企業が保有する土地の市場評価額がポイントであることが植田によって強調されたが、今回はこの点について立ち入った議論はなかった。

I. 会議の概要

ホ. 資本市場グローバル化の影響

なお、上述の要因分解の式では直接とらえられないが、資本市場の国際的統合化(グローバル化)の影響(すなわち、海外株高の日本への直接波及の可能性)を指摘する向きもあった(堀江、岩田)。それを示すひとつの実証的根拠として、堀江は各国株価の波及関係の分析結果(分散分解の手法による)を示し、70年代後半以降、各国の株価とも自律的な変動が後退し、相互的な影響が上昇していることが認められると述べた。

2. 資産価格変動の実体経済への影響

(1) 資産価格変動の影響波及ルート

資産価格変動の影響波及ルートとしては、①マクロ経済的な関係を介した影響、②金融システムの機能変化を介した影響、の2つに論点が集中した。

イ. マクロ経済的な関係を介した影響

この点については、岩田、堀江が民間設備投資、個人消費について多少立ち入って論じた。

まず、民間設備投資については、①地価上昇が企業の担保力向上により借入を容易にさせる、ないし株高が増資を容易化させるといった資金のアベイラビリティ向上効果や、②株高により新規投資が投資コストとの対比で有利化するという投資採算を通じる効果が存在する、といった影響のルートが両パネリストによって指摘された。堀江はこうした因果関係を明らかにするために行った実証分析(時差相関係数、多変量時系列モデルを利用)の結果を示し、株価と設備投資の間の相関関係が近年高まっていることを主張した。また、岩田は

株価と企業利潤で民間設備投資を説明する関数(Barro型投資関数)を用い日米両国について計測、いずれについても実質株価の上昇が設備投資に有意にプラスの影響を及ぼすことが確認される、との実証結果を示した。

次に、個人消費については、①保有資産の増大に伴い貯蓄の必要性が薄れて消費が増加するという効果(資産効果)、および②資産売却から得られるキャピタルゲインが所得の増加をもたらすことにより消費が増加するという効果(キャピタルゲイン効果)、が考えられる(岩田、堀江)。岩田は、ライフサイクル仮説(個人は生涯計画に基づいて生活設計を立てるという視点から個人消費を純資産と労働所得で説明する考え方)に基づく日米の消費関数を計測し、それによって個人消費についての実証分析を行った結果を紹介した。これによれば、1987年10月のクラッシュが米国個人消費に及ぼしたであろう影響は個人消費を1%程度低下させることになるが、現実にも1987年から88年にかけて家計貯蓄率は1%上昇しており、株価急落が資産効果を通じて個人消費を抑制したとするライフサイクル仮説の筋書きと斉合的であるとした。堀江も最近の資産ストックの増大が資産効果を通じて消費の拡大要因として作用していると述べるとともに、こうした傾向は消費構造の高度化(支出項目別にみると近年は必需的支出よりも耐久消費財や余暇充実的なサービス支出のウエイトが上昇)とあいまって、円高進行下におけるわが国の産業構造の転換を需要面から容易にした面がある、と指摘した。

また、土地価格の個人消費に及ぼす効果

について、堀江は多変量時系列モデルによる因果関係の分析結果に基づき、家計が保有する土地の売却差益(キャピタルゲイン)の増大という面から近年の消費拡大に寄与しているとした。一方、岩田は、地価の上昇が個人消費に対してはむしろマイナスの資産効果をもたらす可能性もあると述べた。これは、①持ち家に住んでいる人の場合には地価が急騰したところでそれは実現されたキャピタル・ゲインとはならないため、家計の消費パターンにはさして影響を与えないこと、および②現在持ち家のない人の場合には、(a)もう土地・家の購入はできないと諦めて消費財を増やすか(いわゆる「やけくそ消費」)、(b)あくまでも土地・家の購入を諦めず、さらに消費抑制、貯蓄の増加に努めるかどちらかであるが、(b)のタイプの人々の方が多い場合には資産効果がマイナスに働くこともあり得るからである、とした。また実際、これまでの実証研究では、そのようなマイナス効果が現われている場合が多い、と付け加えた。

ロ. 金融システムの機能変化を介した影響

第2の影響波及ルートとして、金融システムを介したルートが指摘された(堀内)。この点に関連して堀内は、現在のわが国の資産価格(株価・地価)高騰の背景には、金融機関も含めた投資家の側に、資産価格は引続きステディーに上昇するものであるとの前提があるように見受けられる、と指摘するとともに、こうした前提が覆ったときにはとくに金融機関に打撃を与え、金融仲介の非円滑化が实体经济全体に大きなデフレ効果を及ぼす可能性がある、と述べた。また、館もこうした風潮の中では「治に居て乱を忘れず」との心構えが必要と述べた。

(2) バブル要因と实体经济への影響の度合

資産価格の変動が实体经济に与える影響に関する議論において、ひとつの視点として、資産価格の変動が实体经济に与える影響は変動の要因に依存するのではないか、という点が採り上げられた。

岩田はまず、資産価格の変動と实体经济の關係に関して Krugman (米国マサチューセッツ工科大教授) が主張している「Delinking 仮説」、すなわち資産価格が大幅に変動していてもそれは实体经济には影響を及ぼさず、あたかも両者は切断 (delink) された關係にあるとする考え方があることを紹介した。次いでその考え方に沿い、資産価格が一時的なバブル要因で乱高下しているのであれば、経済主体はバブルがいずれクラッシュすることを前提に行動するため、实体经济には確かにあまり影響が及ばないと述べた。しかし、実際には、経済主体は資産価格が経済・金融の実勢を反映して動いているのか、それとも投機的なバブルによって動いているのか、おそらくは区別できないことを岩田は指摘、この場合には、資産価格の動向はそれが volatile なものであっても实体经济に影響を及ぼす、との考えを示した。また他のパネリストも資産価格の変動は实体经济になんらかの影響を及ぼすという認識であった。

3. 資産価格上昇の金融政策運営への含意

最後に論じられたのは、資産価格のうち特に地価の上昇が金融政策運営上如何なる意味を持つか、という点である。

(1) 金融政策の目標と地価の關係

まず金融政策の目標に関しては、金融政策

I. 会議の概要

の最終目標としては、あくまで一般物価水準（消費者物価等）の安定を念頭におくべきであり、地価をそれと同列に考えるのは不適当との意見がパネリストの間では有力であった。その理由としては、①一般物価には例えば土地・住宅が提供するサービスの価格である賃借料なども含まれていること（堀江）、②資産価格を一般物価の安定と同様の意味で厳密に安定化しようとする、金融政策が逆に振回されてしまうこと（植田、岩田）、等の論点が挙げられた。

これに対しフロアからは、①地価の急騰が分配面に及ぼす影響は極めて大きい、②わが国では、多くの人々が自家取得を貯蓄の目的としており、このような場合には、地価が価値尺度的な役割を果たしている面もあると考えられるので地価変動は資源配分上大きなロスをもたらす可能性が高い、といった理由を挙げ、少なくとも現在のわが国については、地価の安定を金融政策の目標の1つとして位置づけることが不可欠との意見（早川、調査統計局副調査役）が聞かれた。

次に、仮に、一般物価を目標とすべきと考える場合には、地価上昇と一般物価との関係が問題になる。この点については、地価上昇が一般物価水準の上昇をもたらすか否かは、その時々々のマクロ経済の状況（設備・労働の余裕度合、海外物価、円相場等）の如何によるところが大きい、というのが共通の認識であった。こうした点から現実の動向をみた場合、今回（1986～88年）の地価上昇が目立ったインフレにつながっていないのは、マクロ的に供給力拡大を伴う景気上昇をみてきたためであり、この点で1971～73年の地価高騰時（消費支出主導型の景気上昇であったためマクロの需給ギャップは極めてタイト）とは対

照的である（植田）との指摘があった。一方、最近時点では、すでに稼働率もかなり高く労働需給も逼迫しており、このため土地価格の上昇はコスト・アップおよびインフレ・マインドの高まりの両方の面から一般物価の上昇に引火する可能性も否定できない、との反論（堀江）が出された。

また、いずれにせよ、地価の上昇が局地的現象から全国的な現象に移ってきた場合には、地価の上昇がインフレ心理を煽り一般物価の上昇をもたらす可能性があり、その意味では、地価の動向（さらには株価を含む資産価格の動向）は、マクロ金融政策運営の上でも十分勘案すべき参考指標のひとつ（堀江、植田、岩田）という認識ではパネリストの意見がほぼ一致をみた。

(2) 地価安定への金融面からの対応手段

最後に、地価を安定させる手段として、税制面等からの対応の必要性が共通に認識されたほか、金融面における対応の手段についても議論が及んだ。その場合、金利を中心とするマクロ金融政策の運営によって一般物価の安定を志向する一方、他方で地価には個別的・選択的な金融政策手段（土地関連融資の規制）をもって対応するといった行き方では、ループホールの問題があるので地価の安定化が達成されるかどうか疑問（植田）、という否定的な見方が有力であった。結局、仮に地価安定を金融政策で実現するとすれば、金利を大幅に動かさざるを得ない、というのがパネリストの共通の認識であった。

以上

付論 株価決定式の導出

投資家の投資対象として株式（危険資産）、確定利付債券（安全資産）の2つを想定。株式に投資した場合の一定期間後における手取額（予想値）から、危険負担の報酬を差し引いた額が債券に投資した場合の手取額（確定値）に等しくなる、という裁定関係が成立。

$$\begin{aligned} & \underbrace{\text{株価} \times (1 + \text{株当たり予想利益率}) - \text{株価} \times \text{不確実要素}}_{\substack{\text{株式保有により得られる} \\ \text{手取額(予想値)}}} \quad (\text{リスクプレミアム}) \\ & = \underbrace{\text{確定利付債券の価格} \times (1 + \text{確定利回り})}_{\substack{\text{安全資産の保有により} \\ \text{得られる手取額(確定値)}}} \quad (\text{安全資産の金利}) \end{aligned}$$

前式を株価について解くと次式。株価は「株式発行企業の資産が将来にわたって生み出す収益をある割引率で割引いた現在価値に等しくなる」ことを意味。

$$\text{株価} = \frac{\text{株式発行企業の保有資産が生み出す収益額(予想値)}}{\underbrace{\text{安全資産の金利} + \text{リスクプレミアム}}_{\text{割引率}}}$$