

資産価格の変動と日本経済

— 政策的課題

堀 江 康 熙

（筑波大学助教授）

1. はじめに — 経済の「ストック化」と本報告の目的
2. 金融政策の目標と「物価」安定
3. 金融政策の伝播経路とその変化
4. 資産市場の拡大と金融政策
5. 資産価格の変動と課題

1. はじめに — 経済の「ストック化」と本報告の目的

日本経済は、昭和62年初来国内民間需要を中心に力強い足取りで景気拡大を続けてきた。こうした需要好調の背景としてこれまでも指摘されてきた要因には、金融緩和政策の効果や円高メリットの浸透に加えて、株価・地価に代表される国内資産価格の高騰の影響がある。それは、経済発展の成果としての資産蓄積の進行と併せて、いわゆる経済の「ストック化」現象として捉えられ、¹⁾特に資金調達コストの低下や富効果等を通じて企業投資や家計消費を拡大する方向に大きな影響を及ぼすなど、内需中心の経済構造への転換に際して重要な役割を果たしてきたと言える。

しかし日本経済の「ストック化」は、特に

株価・地価に代表される資産価格高騰の影響を受け、ここ数年の内に急速に顕現化した現象であるだけに、それに伴って生じた歪みも目立ち、対処すべき政策的課題も少なくない。例えば、最近の物価強含みの局面下では、資産価格の上昇がインフレ心理を強める方向に作用する懸念もあり、一方、62年10月の世界的な株価急落にみられるような資産取引市場の混乱が経済の実体面に悪影響を及ぼす恐れもある。さらに、数年来の資産価格の上昇を背景として生じた大都市圏に於ける住宅取得問題の深刻化にみられるように、資産保有格差の拡大が資産より生ずるサービス享受の大小に影響し、それがひいては所得の不平等感を強めるなど、そのマイナスの側面についても比較考量していくことが必要となってきた

いる。本論文は、こうした資産価格の変動とその

1) 以下で「ストック化」現象は、名目資産の残高がフローである名目GNPを大きく上回って増大し、その保有や取引が経済活動全体に対して重大な影響を及ぼすようになっていくことを意味する（平成元年度経済白書を参照）。

日本経済に及ぼす影響について、政策的な対応とくに金融政策との関連に重点を置きつつ検討したものである。その際とくに資産価格変動の、①金融政策のトランスミッション・メカニズムのなかでの位置付け、②その経済活動就中消費・投資行動への影響に関する実証的な分析、③中期的な経済の発展力に対する影響、を中心に検討している。²⁾

なお、資産を実体経済との関係といった観点を重視して分類すると、④金融資産（預貯金、債券、株式等、外貨建て資産を含む）、⑤実物資産（土地、家屋、機械設備、耐久消費財）、⑥いわゆる美術品（書画、骨董品等）・各種会員権（ゴルフ会員権等）、⑦人的資産（各種能力）、及び⑧技術知識、自然環境などに大別される。本論文では、このうち生産活動に直接関係しその影響力が大きく、取引・流通市場も発達しており、かつその価格変動が大きいとみられる資産を主対象とする。具体的には、④のうち有価証券特に株式（一部債券を含む）、外国為替等、⑤のうち土地等であり、⑥～⑧については統計上の把握も難しく一応直接的な分析の対象外とした。³⁾但し、⑥は、株式等との価格変動の相関が高いとみられることも事実であり、必要な限りに於いて言及している。

以下2.では、金融政策の目的とする物価安定の内容について検討し、中長期的にみた資産価格安定の重要性を指摘する。そして3.では総需要管理政策としての金融政策のマクロ

経済活動への伝播経路とその変化について、分析の枠組みを提示し、それを踏まえて伝播経路のうち金融機関の貸出態度の変化を通じた効果、金利を通じた効果についてその変化と背景を整理検討する。そして4.ではとくに資産価格の変動を通じた効果に焦点をあて、その変動要因および実体経済活動に及ぼす効果について実証的な検討を行うと共に、伝播経路のなかにマネーの変動を位置付け、その変化を検討する。最後に5.では、中長期的な観点から今後も資産価格上昇が続く場合の日本経済の今後の発展性に及ぼす影響、および海外特に米国に於ける資産価格変動との連動関係について検討する。

2. 金融政策の目標と「物価」安定

(1) 「一般物価水準」と資産価格

ここでは、具体的な分析に踏み込む前に、資産価格の変動について金融政策の目標との関連で考えてみよう。政策当局である日本銀行の業務運営目標は、「通貨価値の安定と信用秩序の維持」にあり、本論文との関係では特に前者、即ち物価の安定が政策運営上も重要である（日本銀行金融研究所（1986）を参照）。この場合、通貨価値の安定の対象となる「物価」に関しては、①卸売物価や消費者物価に代表されるフローの価格、即ち使用期間（durability）が相対的に短くかつ再生産可能な財貨・サービスないしそれ自身が変形・加工過程を経て使用される商品の価格を

2) 本報告は、堀江・浪花（1989b）を踏まえて、その分析の対象を資産価格変動の影響にまで拡大したものであり、特に3.は同論文を修正しつつ使用している。

3) このことは、以下で分析の対象外とする資産の経済活動上の重要性を減ずるものではない。家計の保有する住宅・耐久消費財ストックから得られるサービスの重要性及び企業の投資行動と技術知識ストックとの関係等については、堀江（1985、1987）等を参照。

II. 報告論文

対象とした「一般物価水準」、および②資産ストックの価格（地価、株価、外国為替相場、各種会員権価格、書画・骨董品の価格等）に大別される。

このうち②については、基本的には資産ストック価格がそれから得られる将来収益の動向を反映したものであり、またストック価格の変動はそうした資産から得られるフローとしてのサービスの価格変動に反映される筋合いのものである。このように考えれば、資産ストックについて「物価」との関係で大きな問題となるのは、所有権というよりも使用権であり、換言すれば資産ストックの価格自体ではなくそのストックを利用する際の使用料・価格であることを意味している。⁴⁾現実の統計をみても、再生産不可能な資産ないしはそれに近い、償却期間が長く金額も大きい資産である土地・住宅については、そうした資産ストックから継続的に生ずるサービス・フローの価格が①の代表である消費者物価指数に含まれている。⁵⁾このような観点から考える限り、金融政策の目標とする通貨価値の安定は、①の「一般物価水準」を主対象とし、その安定を通じて達成されると言えよう。

なお、金融政策の直接的な目標として②の資産価格を取り上げる場合、その対象とする具体的な資産の内容としては、土地・家屋のほか、書画・骨董品、各種会員権や金融資産（株価、債券価格、外国為替相場）、さらには人的資産等多岐に亘る。金融政策との関係では、このうち金融資産価格及び地価の動向が

重要となってくると考えられる。もっとも、「ストック化」進行の下では、株価・地価に代表される資産価格は、国内の金融要因や海外要因等を含めて外生的・内生的なショックに対して大きく反応し、「バブル」的な動きを示すことが多く、異常な動きを別とすればその「適正な」変動等を見定めていくことは、必ずしも容易ではないといった問題も生じてくる。こうした点を含めて総合的に判断すれば、金融政策の直接的な目標は、ストックから得られるサービス・フローの価格をも含み、かつ相対的にその変化方向も見極め易い、使用期間が相対的に短いフローの価格を集計した「一般物価水準」の安定にあると言えよう。

(2) 金融政策と「物価」

しかし、資産価格の高騰がインフレ・ムードの強まりを通じて、「一般物価水準」の高騰に結びつき易いことは、昭和47～48年に生じた現象からみても明白であり、金融政策の運営に際しては「一般物価水準」と同様にその動向を注視していくことが必要である。また、何らかの要因によって資産価格が上昇しても、生産性の向上等に伴うコスト吸収以外の、例えば規制の存在等を背景としてサービス・フローの価格がそれを十分反映しない場合には、経済全体としてみれば不均衡状態が発生しているのであり、これは将来の「一般物価水準」の上昇要因として作用していく公算が大きい。

4) ゴルフ場の会員権等の各種会員権や書画・骨董品等についても、現在は対象外ではあるが、それから生ずるサービスの代価である利用（使用）料等が経済活動全体に占めるウエイトが大きければ、当該料金を「一般物価水準」に含めていくことが考えられる。

5) この意味では消費者物価指数は生計費指数である。この点、森田（1989）が参考となる。

これを東京の土地を例として考えてみよう。国土庁の発表した東京圏の地価公示価格（住宅地域）は、昭和60～63年の3年間に、計2.1倍もの上昇を示したが、この間、東京都区部消費者物価指数に於ける民営家賃（帰属家賃を含む、ウェイト15.1%）は僅か6.7%の上昇にとどまっている。仮に、地価上昇並みの家賃の上昇が生じたならば、消費者物価指数は同期間中+18%もの上昇を示したこととなる（実績は同期間中+2.3%）。勿論、①現実の地価の上昇は投機的なバブル現象の結果として生じた部分も大きいとみられ、必ずしもそのまま家賃等にはね返る筋合いのものではないこと、②住宅の高層化等に伴う生産性の向上も考えられるほか、③借地・借家法の存在（借地・借家人に有利）、長期間に亘る顧客関係の存在などを考慮する必要がある。⁶⁾しかし、地価に比べて家賃の上昇率がかなり低いことは、将来長期間に亘りこの面からの物価上昇圧力が続く大きな要因となる惧れも大きい。さらに、他方で5.でみるように資産価格の高騰が長い眼でみて日本経済の発展の基盤を崩す方向に作用し、そのことが将来の物価安定を損なう大きな要因となる可能性も残る。

以上のことは、金融政策の運営に際しては、既存のフローの統計に示される「一般物価水準」を主対象としつつも、比較的短期のみならず中長期的にもその安定を図っていくためには、景気循環のなかで生ずる需給状況の変化だけではなく、中長期的にみて資産価格の高騰に代表されるような、通貨価値の安定を

損なうことにつながる惧れの大きい現象が生じた場合には、速やかに対応策を講じていくことが必須の条件であることを意味している。換言すれば金融政策は、①「一般物価水準」の安定のための比較的短期的な総需要管理といった側面と、②やや長い眼でみて「一般物価水準」の安定を実現していくための資産価格の安定をも含めた対応といった側面とを併せ持つのである。こうした②の観点に立つと、比較的短期には「一般物価水準」が安定的である場合にも、例えば外国為替相場的大幅な円安傾向や国内資産価格の高騰に対しては、過度の金融緩和状態を是正する等、政策対応を講じていくことが重要となるのである。

こうした点を勘案すれば、長い眼でみて物価安定を目指した金融政策を実行するに際して、資産価格の変動がサービス・フローの価格に反映されるとして当面の「一般物価水準」の安定を重視するのみでは必ずしも十分ではない。そうした対応は短期的な総需要管理を重視するあまりに、中長期的な通貨価値の安定を損なう惧れに対する配慮に欠ける面があることに注意しなければならない。特に株価・地価・外国為替相場等経済活動との直接的な結びつきの強いとみられる資産価格に関しては、その異常な変動を、経済構造の変化の影響も含めて将来の物価動向に関する1つの有力なシグナルとして位置付け、政策当局はその動向を注視しつつ対応していくことが必要である。勿論、これらの価格は短期的な景気循環対策ないし物価安定策としての金融

6) この他、固定資産税の基準となる評価額が市場価格に比べて低く抑えられている（10～30%程度）ことも、所有者のコスト面から運用利回り引上げのインセンティブを弱める一つの要因となっていることは見逃せない。

II. 報告論文

政策の動向以外の要因によっても大きな影響を受け、例えば東京の国際金融センターとしての重要性の高まりや金融のグローバル化の影響等を受けて変動するといった性格も強い。

しかし他方、3.、4.でみるように近年それが実体経済活動に及ぼす影響が強まり、日本経済の中長期的な発展力（ひいてはそれを通じた「一般物価水準」）に対するインパクトも大きなものとなってきているのであり、金融面を中心とする資産価格の変動に関する政策的な検討はこうした短期・中長期の両者の観点から行うことが必要である。

3. 金融変数の伝播経路とその変化

(1) 分析の枠組み

3.および4.では、比較的短期の総需要管理政策といった観点を中心に金融政策の伝播経路およびその変化について検討する。先ず金融変数と実体経済活動の関係についてマネーの取扱いに留意しつつ、Tobin (1969)、館 (1982) を参考としてマクロ的な体系を考えてみよう (⊕〈⊖〉は、各変数が増加〈減少〉要因であることを示す)。

$$L = P \cdot \ell \left(\overset{\ominus}{i}, \overset{\ominus}{r}, \overset{\oplus}{y}, \overset{\oplus}{W/P} \right) \quad (1)$$

$$M = m \left(\overset{\ominus}{i^T} - \overset{\ominus}{i}, \overset{\ominus}{\beta} \right) + M_{-1} \quad (2)$$

$$L = M \quad (3)$$

$$B/i \cdot P = B \left(\overset{\oplus}{i}, \overset{\ominus}{r}, \overset{\oplus}{y}, \overset{\oplus}{W/P} \right) \quad (4)$$

$$q \cdot k = k \left(\overset{\ominus}{i}, \overset{\oplus}{r}, \overset{\oplus}{y}, \overset{\oplus}{W/P} \right) \quad (5)$$

$$W/P = q \cdot k + M/P + B/i \cdot P \quad (6)$$

$$r \cdot q = R \quad (7)$$

$$y = e \left(\overset{\ominus}{i}, \overset{\ominus}{r}, \overset{\oplus}{y}, \overset{\oplus}{W/P}, \overset{\ominus}{\beta} \right) \quad (8)$$

L : マネー需要残高

M : マネーサプライ残高

y : 実質 GNP

r : 資本コスト (equity の利回り)

P : 一般物価水準

i : 市場金利

W : 富の名目価値

k : 物的資産

i^T : 中央銀行の当面の目標金利

B : 債券利子支払額

R : 投資の限界効率

β : 銀行の判断する顧客の収益に関する予想 (βの上昇は貸出抑制方向に作用)

q : 物的資産 1 単位の生産費が 1 のときの既存の物的資産に対する請求権の価格 (土地を含む)

(1) ~ (3) 式はマネー市場、(4) 式は債券市場、(5) 式は物的資産市場、(8) 式は財市場に関する需給均衡式であり、このうち (8) 式は IS 曲線に対応している。一方 LM 曲線については、通常の定式化とは異なり金利、及び収益に関する市中金融機関の予想に依存して変動すると考えている。(2) 式は金融部門全体としてみた場合のマネーの供給関数であり、マネーの供給額を外生的に一定とは扱わず、金融政策や銀行の貸出供給態度に大きな変化がない状況の下では、マネーは市場金利 (ないし需要) の水準に依存していわば受動的に供給されるとみて定式化している。

この点をやや詳しく考えてみよう。中央銀行は、やや長い眼でみれば金利水準の変更を通じてマネーをコントロールできるが、短期

的には必ずしもマネーを外生的に決定できる訳ではなく、マネーは日々の資金需要（ないし市場金利(i)）に依存して供給される側面が強い。しかし金融の引き締めないし緩和の必要が生じた場合には、中央銀行はその時点の経済状態等をチェックしつつ、ハイ・パワード・マネーの供給態度を変化させることによって、当面の目標ないし目安と考えている水準 (i^T) に向けて市場金利の水準 (i) を動かし、それを通じてやや長い眼でみて金融部門全体としてマネー供給額を変化させることができるのである（目標金利としての i^T 自体はある程度の幅を持った値であり、政策効果が波及した均衡状態の下では i は i^T に等しくなると考えられる）。そして政策効果の波及状況如何によって、市場金利水準(i)を更に動かしていくのであり、従って政策的に決定される金利及びマネーは一定の値に固定され続ける訳ではない。また、金利（より正確には i^T と i との格差）に対するマネー供給の弾性値は一定の値をとる訳ではなく、金融緩和や引締めの程度が強ければそれだけ大きくなると考えられる。この他、マネーは銀行の判断する顧客の収益に関する判断(β)にも依存して変動する（その値の上昇はより大きな倒産確率を意味）が、 β は市場金利と比べれば相対的に安定していると考えられることもできる（詳しくは堀江・浪花（1989a）を参照）。このように金融の引き締めないし緩和の局面によってマネー供給の弾性値が異なると考えられること、及び β が変化すること

は、マネーが外生的な変数ではなく内生的な側面を強く有していることを意味するのである。なお市場金利 (i) の変動は、資産間の裁定を通じて q ないし r にも波及していくと考えられる。

ここでいわゆる LM 曲線及び IS 曲線を再提示すれば、

$$m(i^T - i, \beta) + M_{-1} = P \cdot \ell(i, q, y, W/P) \quad (9)$$

$$y = e(i, q, y, W/P) \quad (10)$$

以下ではこうした枠組みをもとに、金融引締め時に日本銀行が市中金利の引上げを図るケースを例として、金融変数がマクロの実体経済活動に及ぼすインパクト及び近年に於けるその変化について、これまでの経験をも踏まえつつ検討してみよう。⁷⁾

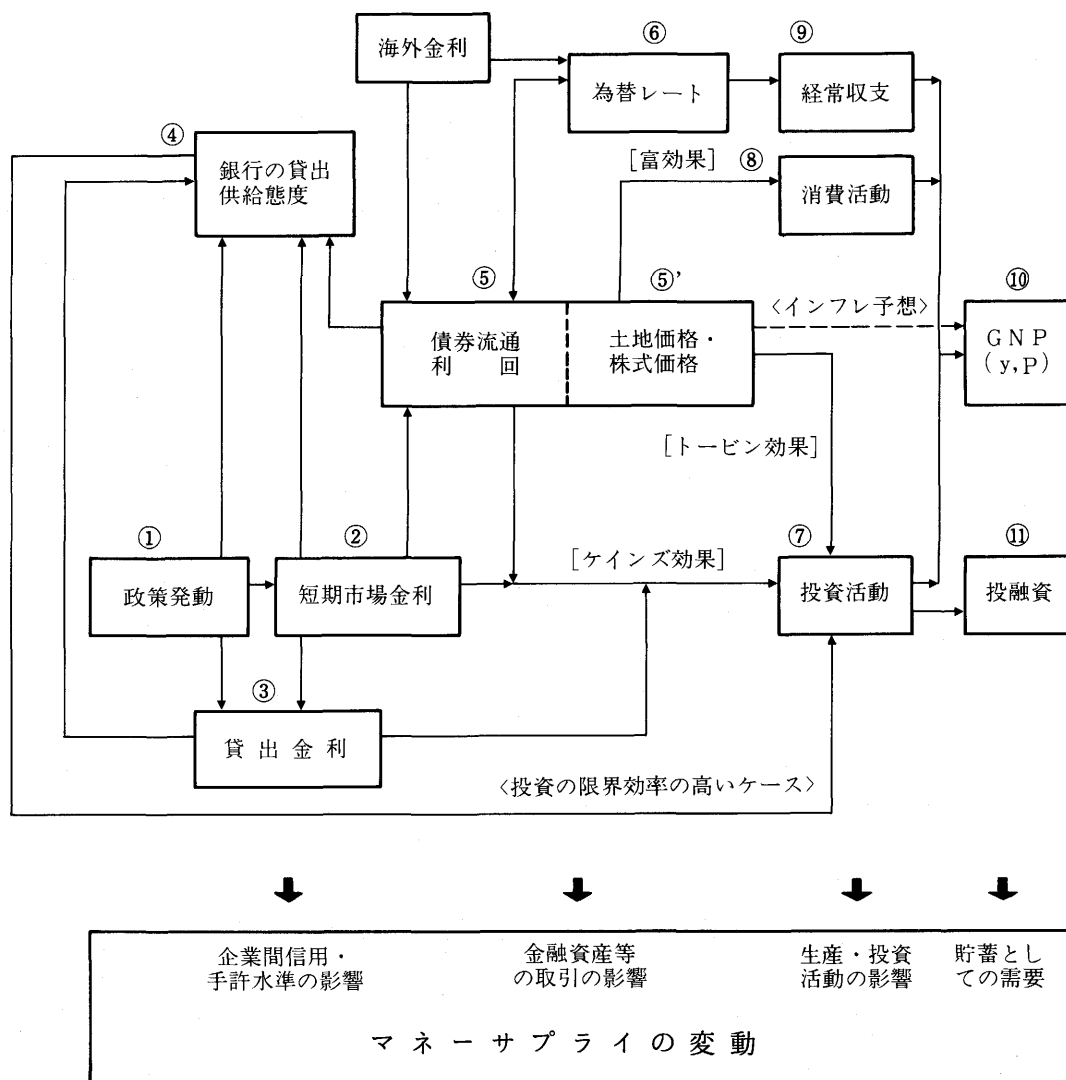
(2) 金融政策の主要な伝播経路

第1図は、ミクロ的な企業行動への波及をも考慮して公定歩合等金融政策の変化が各金融市場にインパクトを及ぼしていく状況をフローチャートで示したものである（時間的な先行・遅行関係が生じてくる点が上記の式体系とは異なる）。第1図及び以下の説明で、「→」は波及の主たる方向を、また「〜」は影響ないし効果が概ね同列にあることを示している。ここで政策発動として示されている内容には、公定歩合や預金金利の変更のほか、

7) 金融自由化等に伴う金融政策の効果波及経路の変化に関する代表的な見解として鈴木（1983）がある。本論文ではそうした見解をも踏まえつつ金融変数の実体経済に及ぼす影響の変化といった観点から取り挙げている。

II. 報告論文

第1図 金融変数と経済活動との関係



市中銀行に対する日本銀行の貸出供給態度の変化も含まれる。なお前述の体系に於いては、定式化の簡単化及び短期市場金利と債券流通利回り（長期債利回り）に対する影響が強いことを考慮して、短期市場金利と債券流通利回りを特に区分してはいないが、現実的な効果波及経路の検討に際しては両者の区分が必要であり、以下の分析では（2）式の右辺以外の市場金利（ i ）を債券流通利回り（ i_B ）

に置換えて考察している（以下、 i は短期市場金利である）。

さて、短期市場金利（ i ）に比べて高く設定した目標金利（ i^T ）の実現を図るべく、政策当局は公定歩合の引き上げや窓口指導の強化等の政策を発動し（①）、それはコール・手形市場を通じて短期金融市場金利全般および債券流通利回りに影響を及ぼしていき（② $i^T \rightarrow i$ ）、直接（①→④）ないし間接（②→④、

ないし②→⑤→④、長期債流通市場を通じた効果)に銀行の貸出供給態度を変化させる(④→⑦)。一方、短期市場金利及び債券流通利回りの変化は、収益率の裁定を通じて既存資産の代表である株式価格及び土地価格にもインパクトを及ぼしていく(②→⑤→⑤')。

このように短期金利の変動は、

- ① いわゆる金利を通じるケインズ効果(③→②→⑦)、
- ② 既存資産(equity)の利回りを通じるトービン効果(⑤'→⑦)、
- ③ 同土地価格の上昇等を通じるピグー効果(富効果、⑤'→⑧)、

として順次波及していくと考えられる。

また、

- ④ 株式及び土地の価格上昇が直接インフレ予想に影響し、それが経済活動にインパクトを及ぼしていくといったルートが存在する(⑤'→⑩、例として昭和48～49年のインフレ昂進時)。勿論この場合には、稼働率の水準ないしその方向や、海外物価の動向等もインフレ予想を決定する大きな要因であるが、こうした資産価格の高騰が続くことがインフレ・ムードに強く影響することについては注意することが必要である。

更にこのプロセスに於いて、

- ⑤ 債券流通利回りの変化(及びその予想)は、為替レートの変動を通じて経常収支の動向にも影響を及ぼしていく(⑤→⑥→⑨)。

但し、債券流通利回らないし株式価格に関しては、それに対してインパクトを及ぼす要因は長・短金利の期間構造の側面から生ずる短期市場金利の影響(②→⑤)に限られる訳ではない。このほか国内・海外の裁定の影響(為

替レート・海外金利の変動)や金融・実物の両収益率間の裁定の影響(必ずしもインフレの影響だけではない)も大きなインパクトを及ぼすのであり、強弱の度合を別として裁定の成立する市場は多様である。特に、国際化の進行に伴って米国金利(i_A)の動向が国内市場金利に強く影響を及ぼすようになっており、これによって国内の短期金利→長期金利といった裁定が必ずしも十分には作用しない場面が生じてくることには留意すべきである。

$$i_B = f(i, i_A, r) \quad (11)$$

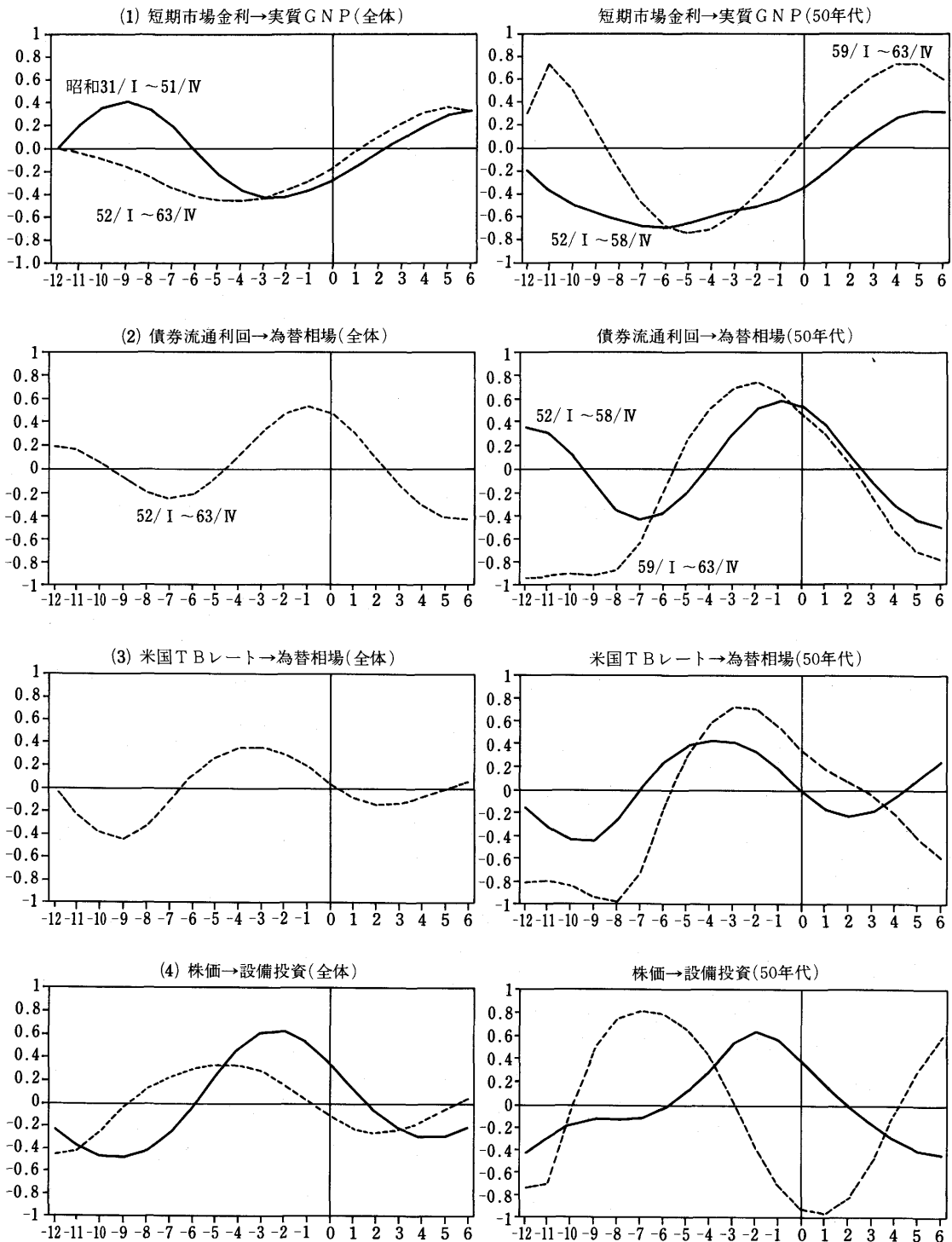
なお、中央銀行はこうした効果波及の結果としての実質 GNP 及び物価動向をチェックしつつ政策を変更しており、経済の活動状況と無関係に政策が実施される訳ではない(第1図では GNP から政策発動への「→」を省略している)。

このフローチャートに於けるいわば出発点であり、かつ中心でもある短期市場金利については、インターバンク市場金利の変更とそのオープン市場への波及を前提としている。近年のインターバンク市場に関する一連の改革は、オープン市場との裁定を円滑にしている観点からも必要な措置であったと言える。また、政策発動のオープン市場への金利波及を迅速なものとする観点から、同市場の代表格である政府短期証券や CD 市場に於けるオペ等も実施されており、オープン市場の発達には金融自由化および「ストック化」を大きな背景としていると言える。

ここで、マクロ的な経済活動を表す代表変数としての実質 GNP との時差相関係数をチェックしてみよう(第2図)。高度成長期に於いては全般的に両者の相関が低い状況に

Ⅱ. 報告論文

第2図 金利と経済活動の時差相関係数(その1)



あったが、昭和50年代入り後は相関が高まり、とくに近年の局面については1年強程度（50年代は1年半程度）のラグを伴いつつかなり明確に変動しているといった結果が得られ、これは金融資産蓄積の進捗や金融自由化の進行を背景としたものということができよう。

以下ではこうしたモデルを念頭に置きつつ、ここで取り挙げた金融政策の主要な効果波及経路のうち、銀行の貸出態度の変化を通じた効果およびいわゆるケインズ効果について、その具体的なメカニズムおよび近年における変化をみていこう。

(3) 金融機関の貸出態度の変化を通じた効果

(限界採算の変化を通じた効果)

日本銀行の政策態度の変化は、①インターバンク市場金利の上昇を通じた銀行の貸出限界採算の悪化、及び②オープン市場を含む短期金融市場に於ける運用採算の変化を通じて市中金融機関の貸出態度を抑制方向に変化させる（①→②→④、鈴木（1966））。この場合、規制金利預金等が上昇する一方、従来のプライム・レート制度や、長期的にみた銀行と顧客との良好な関係（Good Customer Relationship）の維持への配慮などから、金融機関の貸出金利が短期市場金利と比べて粘着的であるといった条件が存在する。

(窓口指導の効果)

一方、日本銀行の政策態度の変化は、窓口指導を通じて直接民間金融機関の貸出供給態度を変化させる（①→④）。このルートにつ

いては、限界採算の変化を通じた貸出抑制メカニズムの補完機能としての位置付けが一般的であるが、窓口指導自体が過去の金融政策運営上の大きな柱であったとする見方も存在する（館 1965）。

(債券市場を通じた効果)

①自由金利商品（既発債等）の利回りが上昇し、規制金利商品（従来型預金、信託等）との利回り格差が拡大、民間非金融部門は保有する金融資産のうち、規制金利商品を減らし自由金利商品を増やす結果、disintermediation が発生、金融仲介機関は資金ポジションの悪化から貸出を抑制する。また、②金融機関の保有する有価証券の増大に伴い、市場利回りの上昇は有価証券の含み損を発生させる一方、本来これを補うはずの貸出利回りの引上げについては、前述のような「粘着性」があるため困難であり、この結果債券運用に代えて貸出に向かうといったインセンティブが後退、貸出を抑制する。⁸⁾

貸出の限界採算を通じた効果および窓口指導の効果で示されるいわゆる従来のメインルートは、民間金融機関の貸出供給態度の変化を惹き起こすに至る発生のメカニズムの相違はあるが、いずれも政策効果が民間金融機関の窓口に於ける貸出供給態度を変化させることを通じて発揮させるという点でいわば共通のレジームの上に成り立つものであるといえよう（鈴木（1983）、pp.230～231参照）。高度成長期に於いては、①貸出金利が硬直的である一方、自由金利市場がインターバンク市場にいわば限定されていたと同時に、企業

8) いわゆるロックイン効果。この場合 W. Smith（1956）の主張するように、貸出金利の引上げによって金融仲介機関が容易にコスト上昇分を転嫁し得るならば、この効果は生じない。

II. 報告論文

も借入以外に有力な資金調達手段をもたない一方、②企業の投資の限界効率（ないしは期待収益率）はかなり高いとみられたことから、こうしたルートによって大きな政策効果を挙げてきたと言える。そして、こうした金融機関の窓口に於ける貸出供給量の変化は、即マネーサプライの変動に反映され、経済活動をマネーの供給量といった側面からコントロールしていくうえで大きな効果を発揮した点は見逃せない。

しかし近年は資金調達サイドに於いて、①企業の借入依存度の低下、②投資の限界効率の低下、また資金供給サイドの事情として、③貸出金利の市場金利連動型への移行といった金融経済環境の変化が発生しており、その限りではこれらのルートを通じた政策の有効性が減退方向にあることは否定できない。

債券市場を通じた効果も、貸出金利の粘性性を前提として結局は銀行の貸出態度の変化に結びついた効果である。もっとも、自由金利商品と規制金利商品との間の資金シフトの発生は、自由金利市場がかなり広汎に発達することが前提であり、従来の引締め過程ではその効果は限定されたものであったと考えざるを得ない。一方、自由金利市場の発達、金融仲介機関就中銀行の預金金利自由化へのインセンティブを強めることとなる。そして、預金金利自由化の進行や貸出金利弾力化等の動きは、この効果が次第に減衰してくることを意味する。

（ β の変化を通じた効果）

しかしながら、金融機関の貸出態度に影響

を及ぼす政策効果の波及ルートは、この他に中期的な金融の繁閑や信用維持のための政策の変化等が、銀行が貸出を決定する際の顧客の収益見通しに関する不確実性を変化させ、それが貸出態度の変化を通じて経済活動に影響を与えるといったルートが存在し⁹⁾（前述の諸ルートとは別の意味で①→②～③→④）、それは今後も持続すると予想される。その意味では、従来とはそのメカニズムが異なるとは言え、全体としてみればこのルートを通じた効果は引続きかなり大きいとみることもできよう。

（4）金利を通じた直接的な効果

これは、直接的に金利を介したいわゆるケインズ効果である。貸出金利およびオープン市場（現先、CD、既発債、CP）金利の上昇が、投資主体における資金調達コストないし資金運用の機会費用の上昇を惹き起こし、投資ないし消費といった支出活動を抑制する（簡略化のため第1図では消費に至るメカニズムを省略）。その場合この効果は、インフレ予想や投資から得られる予想実質収益率の平均および分散にも大きく依存している。企業行動に即して具体的に考えると、金利変動に代表されるマクロ的な金融の繁閑は、企業行動のうち先ず収益率の期待値及び分散が相対的に小さいとみられる金融面に影響し、次いで実体面へと波及していく。即ち、金融活動のうち大企業に於ける手許現預金水準が先行的に変化し、それを受けて中小企業に対する企業間信用与信が変動する（いわゆる「販売促進効果」）。次いで短期的な所有目的で保

9) 銀行の貸出供給態度の変化が実体経済活動に及ぼす影響について、これまで実証的に取り挙げた例は少ない。最近の変化を織り込んだ分析の例としては、堀江・浪花（1989 a）を参照。

有する有価証券の取引に影響し広義の手許流動性水準が変動する。その後「販売促進効果」等を背景として、タイム・ラグを伴いつつ在庫投資が変動し、設備投資、投融資活動へと波及していく（第3図）。

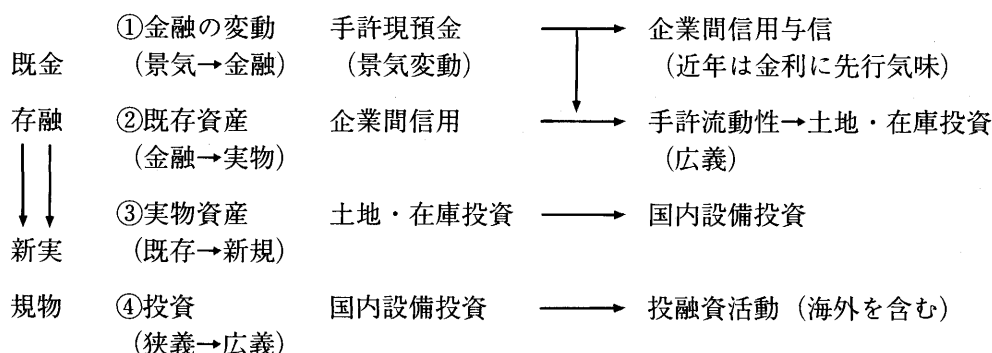
こうした傾向は、昭和50年代入り後一層明確化し、広義手許流動性と在庫投資、市場金利ないし貸出実効金利と在庫・設備投資ないし投融資活動との相関関係が高まり、かつ各活動間のタイム・ラグも短縮している。この背景として、企業行動の多様化とともに投資決定の対象範囲が拡大し、金融・実物資産間の収益率の期待値及び分散の質的な差異が弱まったことが響いていると考えられる。¹⁰⁾

この効果については、企業・家計に於ける金融資産の蓄積（「ストック化」の進行）やそれに伴う内容の多様化を背景に、全体として実物資産をも含めて資産選択に際しての収益率重視姿勢が強まっており、その結果実物投資の資金調達コストに関する弾力性が大き

くなっていることが大きな要因であると考えられる。もっとも、短期的な資金調達コストの変動をより敏感に反映するとみられる在庫投資については、マクロ的にみればその変動は昭和50年代入り後も引続き大幅なものであるが、経済活動全体に占めるそのウエイトは例えば高度成長期における3～4%（GNP対比）から近年は0.5%程度に落ち込むなど、経済構造の変化を背景として全体としてのインパクトは大きく減退しているとみられる（堀江 1987）。一方、経済構造のサービス化の影響も見逃せない。即ち、サービス業は現状における諸統計からみる限り中小企業のウエイトが大きく、借入れ依存度が高い等の特性をもち、資金のアベイラビリティ及び金利動向に敏感に反応しつつ行動し、従ってサービス経済化は投資行動の金利弾力性を高める方向に作用すると考えられる。¹¹⁾

以上のような考えを基に、貸出金利とマクロ的な在庫および設備投資との関係をみる

第3図 企業の資産選択行動の変動
(タイム・ラグ)



10) 詳しくは、堀江・浪花 (1989 b) を参照。

11) サービス経済化が取り沙汰された昭和58～59年当時に於いても、金融面に及ぼすインパクトについて正面から取り挙げた例は少なく、金融革新との関係で論じた文献がみられる程度である。IS/LM 分析の枠組みを使ったひとつの試みとして、堀江 (1985) を参照。

II. 報告論文

と、まず在庫投資は、金利変動に比べて半年～1年程度のラグを伴いつつ変化するというパターンは従来からとくに大きな変化はなく、近年は金利との相関がかなり高まっているのが目立つ。また設備投資については、在庫投資に比べてやや遅行しつつ変動するパターンが続いており、近年は高度成長期に比べて金利とのラグが幾分長期化しつつ相関が高まっている。このことは、従来の貸出量の変化を中心とする政策から金利を中心とする政策へと効果波及のメイン・ルートが変化してきたことを示す一つの材料であると言うことができよう。このように、大企業製造業等に於ける金融資産を含めた収益率重視姿勢の強まりや、経済構造のサービス化のインパクトを併せ考えると、金利変動の実体経済活動に及ぼす効果(ケインズ効果)は今後も強まっていく公算が大きいと考えられる(堀江・浪花 1989b)。

なお金利の変動は、為替相場を通じて(⑤→⑥→⑨)対外的な経済活動の調整に関しても大きな効果をもたらす。もっとも、為替相場自体、国内金利と海外金利との裁定を通じた変動が大きく生ずるほか、(累積)経常収支の動向も強く関与しており、わが国内の金利動向のみによって変動する訳ではない。しかし中期的にみれば、不安定なタイム・ラグを伴いつつも、金融市場の自由化に伴って為替相場が内外金利の動向との関係を強め、主として輸出入を通じて経済活動全体に及ぼす効果は拡大していくと考えられよう。¹²⁾因みに、日米金利と為替相場との関係をみると、近年は内外取引の自由化の進行等から金利変

動が先行しつつ両者の相関が高まっている(第2図、為替相場は邦貨建て)ほか、為替相場の変動による経常海外余剰の調整についてもタイム・ラグの短縮化等の変化が窺われる。

4. 資産市場の拡大と金融政策

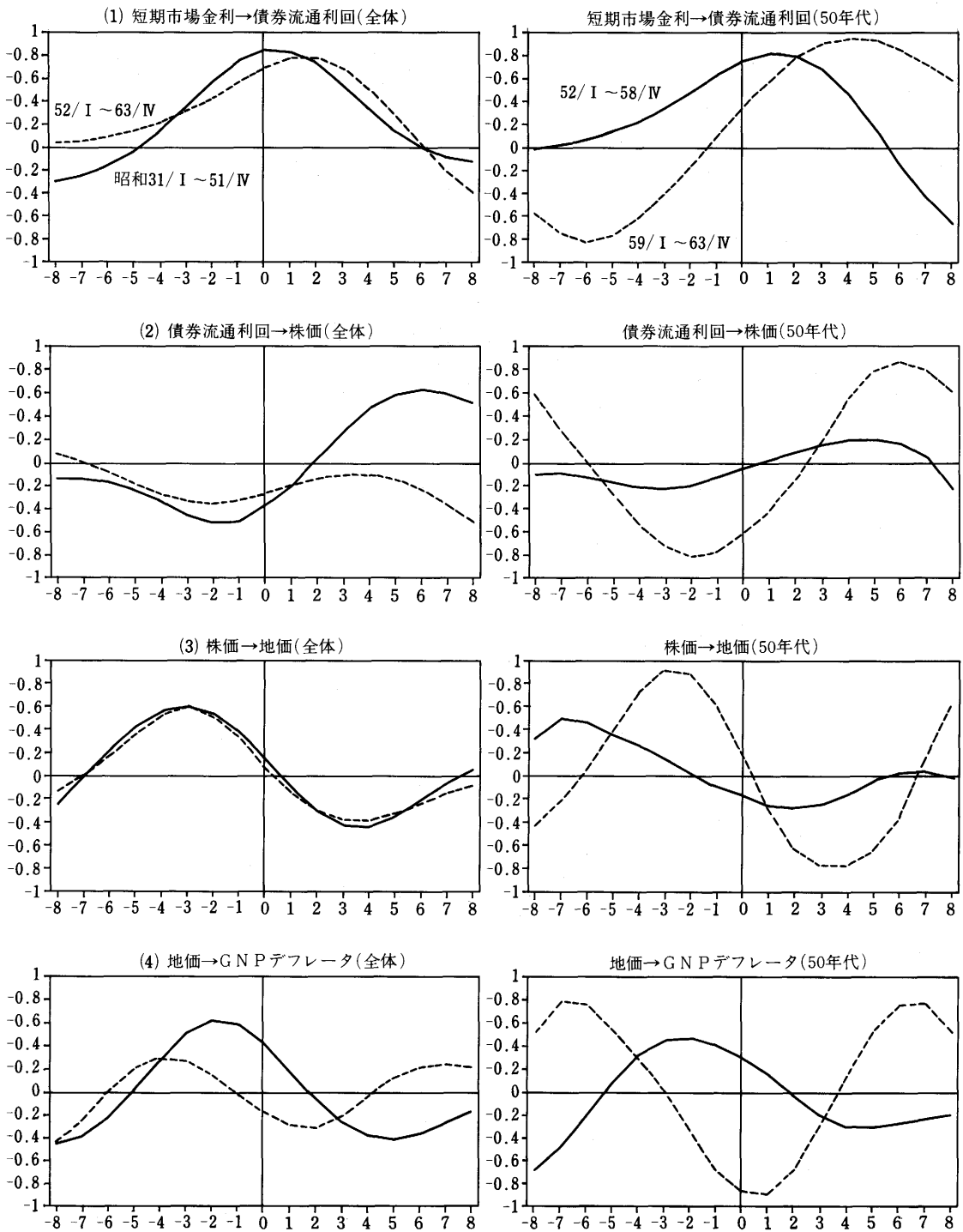
(1) 既存資産価格の変動を通じた効果

金融政策に伴う金融の繁閑を背景に近年影響が拡大していると考えられる経路は、既存資産価格、とくに株価・地価の変動を通じた効果である。短期市場金利および長期債流通利回りの変化は、裁定取引等を通じて株価・地価等の既存資産価格に波及し、投資・消費活動及びインフレ予想に影響していくと考えられる(②→⑤→⑤'→⑦～⑧)。勿論、実際に進行する資産価格への波及の度合は、その資産の利用に伴う収益および将来の資産価格に関する予想等によっても左右される面が強く、必ずしも安定的であるとは言い難い面があることには注意する必要がある。また現実の物価上昇には、こうした資産価格の上昇のほか、海外物価(就中1次産品市況)の影響に加えて、生産拡大に伴う稼働率・賃金コストの動向等が大きく影響してくる。

短期市場金利→債券流通利回り→株価→地価→物価といった波及過程に関する時差相関係数をみると、第4図の通りであり、先行・遅行関係は概ね想定通りである。但し、債券流通利回りは短期金利の変化予想を織り込んで幾分先行して変動している。ここで注意すべきは、株価が債券流通利回りとラグを伴いつつ変動しており、両者の相関は近年高まっ

12) 金融自由化の進行が為替レートに及ぼす影響等については、深尾(1988)を参照。なお、第2図(2)で国内金利の上昇後円安現象が生ずることについては、米国金利の動向が影響していると考えられる。

第4図 金利と経済活動の時差相関係数（その2）



(注) 株価は日経ダウ平均、地価は全国市街地価格指数（総平均）のベース（3・9月末調査のため6・12月については3・9月末の平均値を使用した）。

Ⅱ. 報告論文

ている一方、地価に対しては各期間を通じて先行して変動していることである。このことは、マクロ金融の変動に伴う先行きの実体経済活動の変化及びそれを反映した業績変化の予想は株価に織り込まれるとみられる一方、既存資産である土地の含み益の増大は必ずしも株価上昇に先行する訳ではなく、既存資産の値上がりについても金融資産→実物資産といった波及ラグの関係が存在することを示しているともみられよう。但し、時差相関係数自体は先行・遅行関係を示すものに過ぎず、因果関係を意味するものではないことに留意する必要がある。

ここで、資産価格特に株価の変動が投資活動に及ぼす影響を考えてみよう。投資活動への影響は、株価の変動に伴って生ずる既存資本の価格（資本コスト）と新規投資の価格との乖離（“ q ”の変動）が投資行動に影響を及ぼすといった、いわゆるトービン効果で示され（J. Tobin 1969, 1977）、既存資本ストックの収益率（equityの利回り、 r ）に比べた新規投資の限界効率（ R ）の相対的な上昇（ $R/r = q > 1$ ）が投資拡大に作用する。¹³⁾

従来、金融繁閑の波及メカニズムの解明に際して、日本では株式による資金調達ないし実物資産と金融資産に対する資本のウェイトが低く、この効果を十分に引き挙げてきたとは言いがたい状況にあった（例えば鈴木（1983）p. 221参照）。しかし近年は、①株式による資金調達のウェイトがかなり大きくなっていること、②そして既存資産の価格と一般の物価水準との乖離も拡大したこと等から、この経路を通じたインパクトが大きくなっており（こうした観点からの近年の分析例として米

沢・丸（1984）が挙げられる）、特に昭和61年以降の株価急騰現象は、企業の資金調達コストおよび資金のアベイラビリティの両面から実物投資行動に大きなインパクトを及ぼしていったと考えられる。

なお、4.(2)で述べる富効果の企業活動に対する影響については、資産膨張に伴うトービン効果と併せて考えることも必要である。例えば遊休不動産の値上がりが生ずるとそれを映じて自社株価が上昇し、その不動産の処分により投資の必要調達資金の捻出を可能とする一方、そうした自己資本の潤沢さが再び株価の上昇要因となり、株式市場での調達を容易とするといったメカニズムが考えられる。また企業の保有する土地に関して、地価の上昇に伴って担保価値が膨張し借入れ能力が高まるといった経路から投資活動に影響するといった側面も挙げられよう。

第2図(4)をもとにみると、株価と設備投資との間には従来より株価先行の関係がみられたが、近年はそのラグがやや長くなった一方、両者の相関が高まっているのが特徴である。ラグの長期化については、59年以降の局面に於いては円高の影響が両者の間に介在していることも想像され、更に検討することが必要である。因みに設備投資の変動要因として、米国景気（先行きの実体経済の動向を代表）、貸出金利、及び株価を取り挙げ、4変数についてVARモデルを用いて検討すると、近年は設備投資に対する米国景気の影響が強まっていることのほか、株価変動の影響が大きくなっていることが特徴的である（第1表、貸出金利の影響が小さいことについては、近年はその水準が低下した後、大きな変化がなく

13) こうしたメカニズムを日本に適用して説明した例として、館（1982）を参照。

金 融 研 究

第1表 米国 GNP、貸出実効金利、株価、設備投資の分散分解

(1) 昭和37/IV～51/IV

被説明変数 \ 説明変数	分散分解の結果 (3) (%)				(参考) 係数の F 値			
	y _A	r	P _S	I _F	y _A	r	P _S	I _F
y _A	33	41	13	13	15.7	4.7	3.5	0.6
r	0	64	21	14	0.7	82.1	6.1	0.3
P _S	1	19	63	18	0.3	2.3	26.5	1.5
I _F	9	15	17	59	0.5	1.5	0.4	50.8

(2) 昭和52/I～63/IV

被説明変数 \ 説明変数	分散分解の結果 (2) (%)				(参考) 係数の F 値			
	y _A	r	P _S	I _F	y _A	r	P _S	I _F
y _A	78	3	3	16	40.4	0.1	0.1	1.0
r	17	54	4	24	2.3	234.1	0.8	2.4
P _S	5	2	85	8	0.2	0.2	48.3	1.1
I _F	26	7	10	57	0.9	0.5	1.8	46.7

(3) 昭和56/I～63/IV

被説明変数 \ 説明変数	分散分解の結果 (2) (%)				(参考) 係数の F 値			
	y _A	r	P _S	I _F	y _A	r	P _S	I _F
y _A	81	3	13	3	29.2	0.8	1.4	1.0
r	9	46	20	25	1.0	100.0	0.5	1.6
P _S	5	5	81	9	0.0	3.3	24.1	1.3
I _F	24	2	30	44	0.9	0.4	1.5	29.8

- (注) 1. y_A: 米国の実質 GNP r: 貸出実効金利 P_S: 日経ダウ平均 I_F: 実質設備投資
 2. ()内はラグ期間 (AIC を基準に決定)。F 値は、… 1%水準で有意、… 5%で有意、… 10%水準で有意。

II. 報告論文

推移してきたことがモデル上影響していると考えられよう)。

(2) 家計の消費行動に対する影響

次に資産価格変動の家計消費に及ぼす効果、即ちいわゆる富効果（ないし資産効果）について考えてみよう。一般に富効果は、既存資産の価格特に株価及び地価が一般物価水準と乖離して上昇することに伴う手持ち資産価値の膨張が消費支出にもたらすインパクトに注目したものである。こうした資産価値の膨張には債券価格の上昇等も一応含まれるが、債券は通常株価に比べて変動幅が小さいことや企業にとっては負債であること等からその影響は限定されているとみることができる。¹⁴⁾なお、家計等の保有する資産のうち outside money としての性格が強いとみられる現預金についても富効果を惹き起こす資産であると考えられるが、いわゆるキャピタル・ゲイン的な土地・株価の値上がりには比べれば支出に対するインセンティブは相対的に弱いとも推察される。一方、inside money（手形・社債等の民間部門の債務を裏付けに発行されたマネー）については他方で同額の債務が存在し、富効果は正と負の両面から作用しネットで見ればゼロであると考えられる。¹⁵⁾

既にみたように、短期市場金利の低下は資産価格の上昇を惹き起こし、それは有価証券や土地等の資産取引を活発化させる（第4図）。そして資産価格上昇の経済活動に対する影響は、昭和61年以降の株価・地価の上昇

および取引量の膨張が、消費支出のみならず住宅投資を含めた投資活動にも波及したことから窺われる。¹⁶⁾これを家計の消費行動にあてはめると、株価・地価の上昇は家計の保有する資産価値を膨張させ、それが貯蓄率の低下を通じて直接消費の拡大要因として作用することが考えられるが、近年は、保有する資産の（一部の）売却行動を活発化させ、それに伴う売買差益（キャピタル・ゲイン）の発生が消費の拡大要因として強く作用している。

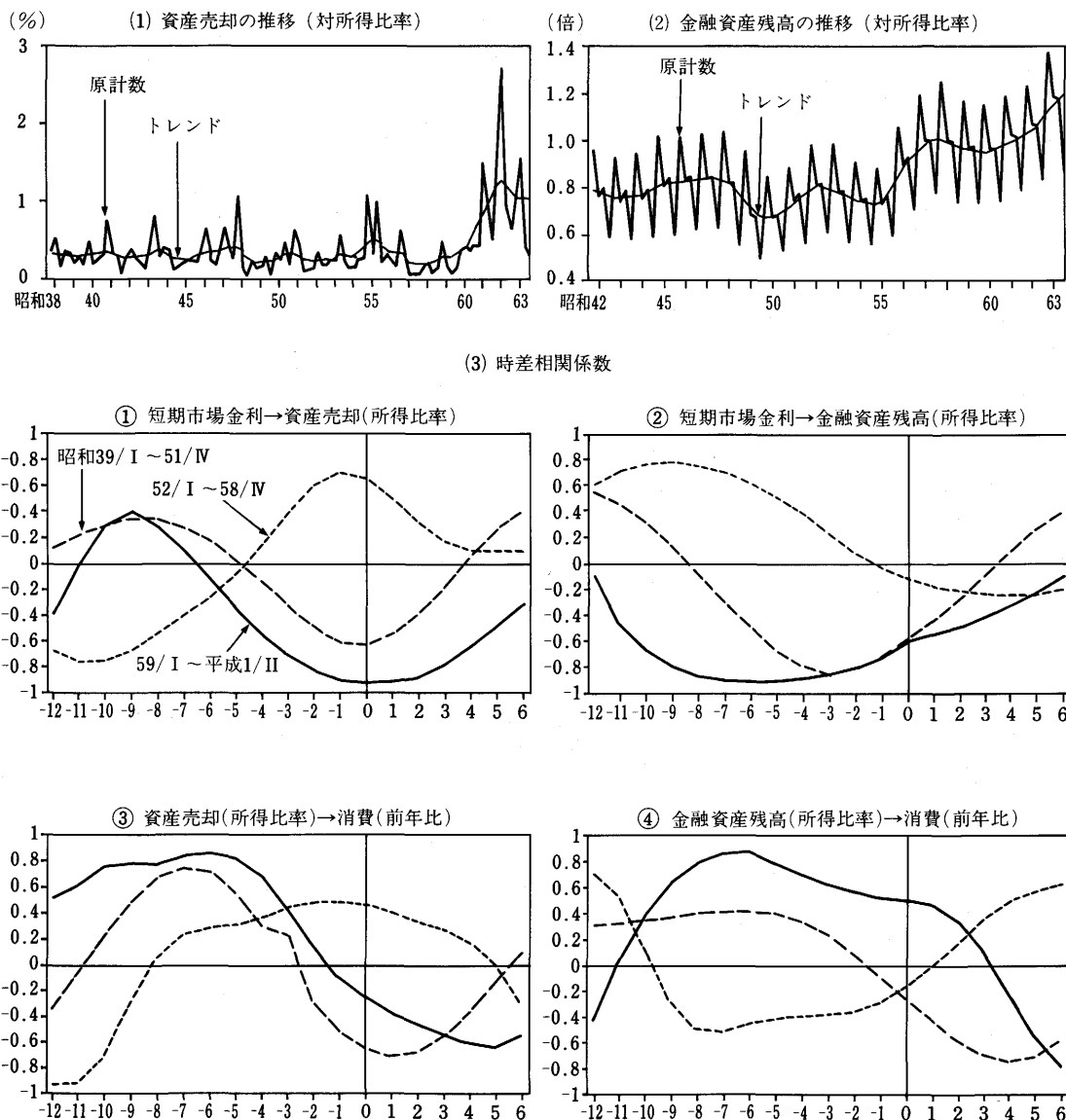
総務庁「家計調査報告」等をもとに、家計の保有する金融資産残高（対可処分所得比率）およびキャピタル・ゲインの指標として資産売却額（土地・家屋及び有価証券の売却、購入控除前、同）をみると（第5図）、昭和60年代入り後急速にそれが膨張し、市場金利（及びその波及を受けた資産価格）との相関が高まっているのが目立つ。また、金融資産残高および資産売却額と家計消費との時差相関係数についても、近年は1年強程度のタイム・ラグを伴いつつ大幅に高まっているといった結果が得られる。そして可処分所得（前年同期比）、資産売却額（対可処分所得比率）、純金融資産残高（同）、および消費支出（前年同期比）の4変数によるVARモデルを作成すると、資産売却額および純金融資産残高の消費支出に与える影響は近年かなり大きいといった結果が得られる（第2表）。更に、金融資産残高及び資産売却額増大の影響について支出項目別の効用関数を作成すると、それ

14) 債券の場合には永久債を除くと償還期限および償還価格が定められていることが株式や土地とは異なる。

15) この点については、例えばJ. Niehans (1978)、館 (1982) 等を参照。

16) 地価・株価の近年の動きについては小峰 (1989) が詳しい。しかし、両者の関係のメカニズムについては土地が含み資産の一種として株価に影響するといったメカニズムを指摘するにとどまっている。

第 5 図 金融資産残高、資産売却と家計消費



注) 1. 総務庁「家計調査報告」および「貯蓄動向調査報告」等より作成。短期市場金利はコール・手形レート加重平均金利。金融資産残高は負債控除後のネットのベース。
 2. 資産売却は有価証券売却+土地・家屋売却。
 3. 時差相関係数はARのベース。但し資産売却はトレンドを含む。資産売却および金融資産残高は、いずれも過去1年間の累積値。

Ⅱ. 報告論文

第2表 家計所得、資産売却、資産残高、消費支出の分散分解

(1) 昭和39/Ⅱ～51/Ⅳ

被説明変数 説明変数	分散分解の結果 (1) (%)				(参考) 係数の F 値			
	A _Y	Y _D	S _A	C _P	A _Y	Y _D	S _A	C _P
A _Y	89	1	9	1	5.4 ^{..}	0.3	3.6 [.]	0.3
Y _D	19	78	2	1	7.9 ^{...}	6.3 ^{..}	2.8 [.]	0.0
S _A	0	4	95	1	1.1	1.4	2.0	0.3
C _P	11	74	1	14	11.2 ^{...}	6.2 ^{..}	1.4	0.0

(2) 昭和52/Ⅰ～58/Ⅳ

被説明変数 説明変数	分散分解の結果 (1) (%)				(参考) 係数の F 値			
	A _Y	Y _D	S _A	C _P	A _Y	Y _D	S _A	C _P
A _Y	68	3	29	1	2.0	0.7	0.0	0.2
Y _D	2	97	1	0	0.3	3.1 [.]	0.0	0.0
S _A	1	1	97	1	0.3	0.4	0.8	0.4
C _P	3	55	1	41	0.7	6.8 ^{..}	0.1	0.1

(3) 昭和59/Ⅰ～平成1/Ⅱ

被説明変数 説明変数	分散分解の結果 (2) (%)				(参考) 係数の F 値			
	A _Y	Y _D	S _A	C _P	A _Y	Y _D	S _A	C _P
A _Y	47	2	49	2	3.1 [.]	0.1	0.9	0.1
Y _D	18	45	32	5	0.3	0.6	0.4	0.5
S _A	15	5	78	2	2.6 [.]	2.1	7.0 ^{...}	0.5
C _P	5	27	34	35	0.2	0.3	0.1	0.3

- (注) 1. 資産残高は「貯蓄動向調査報告」を基に四半期推計、資産残高以外は「家計調査報告」による。
 2. A_Y: 資産残高 (対可処分所得比率) Y_D: 家計可処分所得 (前年同期比)
 S_A: 資産売却 (対可処分所得比率) C_P: 消費支出 (前年同期比)
 3. ()内はラグ期間 (AIC を基準に決定)。F 値は、... 1%水準で有意、.. 5%で有意、. 10%水準で有意。

らの影響は必需的な支出よりも家具等の高級耐久消費財及び余暇充實的なサービス支出に対してより強く生ずるといった結果が得られる。

なお、マクロベースの個人消費の変動要因をチェックするため、GNP、株価、及び地価を取り挙げ、消費（GNP ベース）を含めた4変数のVARモデルを計測すると、近年は地価上昇の影響が大きくなっている一方、株価上昇の影響は相対的に小さいと言った結果が得られる（第3表）。株価上昇の影響が小さいことについては、家計の株式保有割合が低いこと（貯蓄動向調査によれば、全世帯の2割弱）などが影響しているとも解釈されるが、計測結果はやや安定性を欠き、今後更に検討することが必要である。

以上の消費に関する分析結果について、近年の「ストック化」の進行との関係を中心にまとめてみよう。金融緩和等の影響を受けて上昇した資産価格の上昇は、家計に対してその保有する資産ストックの価格の膨張(A/Y)をもたらすと共に、キャピタル・ゲインの実現を目指した売買を盛行させ、それは家計の消費支出に対して、①量的な拡大要因として大きく作用する（富効果）ほか、②消費構造に対してもその高度化を促す方向に作用している。その意味では日本経済の「ストック化」現象は、産業構造の高度化をもたらす一つの大きな要因であり、円高以降の日本経済の構造転換を国内需要面から容易とした重要な背景となっていると言える。

このことを金融政策との関連で考えれば、昭和60年代入り後の金融緩和は、ケインズ効果を通じて直接企業の投資行動に影響を及ぼすと同時に、既存資産市場の価格変動に大きく影響し、とくに株価・地価変動を通じて企

業行動に加えて家計の消費行動に大きく影響を及ぼした（富効果）のが特徴である。勿論、今回の株価・地価等資産価格の上昇は、金融緩和以外の例えば東京への機能集中や日本のファンダメンタルズに対する高い評価等、種々の要因が絡んで生じたものであることは事実であり、また昭和47～48年の例をみるまでもなく、こうした資産価格の上昇がインフレ・ムードを刺激する側面が強いことには十分留意すべきである。そしてこうした観点からみると、先行きも資産ストックの増大が続くことを考慮すれば、今回の現象は金融政策の効果波及経路のうち、富効果、トービン効果およびインフレ・ムードへの影響等を含めて資産ストックの価格変動の重要性が明確となったことに大きな意義があると言えよう。

(3) 伝播経路に於けるマネーの位置付け

(マネー需要の発生)

以上の検討結果をもとに、金融資産残高およびその取引の増大に留意しつつマネーを金融政策の伝播経路のなかに位置付けてみよう。

経済活動との関係からみたマネー需要の発生について、取引需要を中心に考えると、以下のように、①いわゆる生産活動（消費・投資活動を含む）に伴う需要、②貯蓄としての需要、③既存資産の取引（債券・株式、土地等）に伴う需要および④企業間信用等の変化に伴う需要に大別される。

①生産活動の影響

いわゆる実体経済活動に伴う取引動機に基づくマネー需要であり、実体経済活動と同時性を持ちつつ変動すると考えられる。

対象となる取引は、投資・消費活動等最終

Ⅱ. 報告論文

第3表 実質 GNP、株価、地価、個人消費の分散分解

(1) 昭和31/Ⅳ～51/Ⅳ

被説明変数	説明変数	分散分解の結果 (3) (%)				(参考) 係数の F 値			
		y	P _S	P _L	c	y	P _S	P _L	c
y		65	15	18	2	9.8	2.7	1.0	1.6
P _S		7	72	19	2	0.4	68.3	4.6	0.2
P _L		28	12	59	1	0.8	0.5	145.5	0.3
c		40	15	19	26	3.3	3.4	2.0	1.2

(2) 昭和52/Ⅰ～63/Ⅳ

被説明変数	説明変数	分散分解の結果 (2) (%)				(参考) 係数の F 値			
		y	P _S	P _L	c	y	P _S	P _L	c
y		59	17	18	6	6.9	1.3	3.4	1.6
P _S		16	59	22	3	1.9	63.3	2.9	1.7
P _L		15	12	72	1	0.6	2.2	166.8	0.2
c		15	2	22	61	1.8	1.7	0.7	53.0

(3) 昭和56/Ⅰ～63/Ⅳ

被説明変数	説明変数	分散分解の結果 (4) (%)				(参考) 係数の F 値			
		y	P _S	P _L	c	y	P _S	P _L	c
y		60	6	25	9	1.7	0.6	1.6	1.0
P _S		36	12	37	15	3.6	40.6	4.8	8.5
P _L		49	3	41	7	3.0	1.5	12.3	1.7
c		40	5	29	25	0.8	1.5	1.5	15.0

(注)1. y: 実質 GNP P_S: 日経ダウ平均 P_L: 全国市街地価格指数(全用途平均) c: 実質個人消費

2. ()内はラグ期間 (AIC を基準に決定)。F 値は、… 1%水準で有意、… 5%で有意、・ 10%水準で有意。

需要の段階のみではなく、中間段階の生産・取引活動に伴うマネー需要も含まれる。

②資産動機の影響（貯蓄としての需要）

マネーの価値保蔵手段としての側面を捉えており、対象となるマネーの範囲が拡大するほどこの需要のウエイトは大きくなるとみられる。現行の日本の $M_2 + CD$ のベースではこれが最大のウエイトを占めており、経済活動との関係では、同時的ないし若干遅行的に変動すると考えられる。そしてこの需要は定期性預金金利と市場金利との格差如何によって変動するといった性格をもつ。

③金融資産取引等の影響

マネーの取引需要は、所得活動に伴う取引に加えて、債券や株式・土地等既存の金融資産取引等にも付随して生ずる。これは、金融の繁閑を反映した金利水準の変動およびそれとの裁定活動の活発化を背景として生ずると考えられ、資産価格の変動はマネー需要に対しても大きく影響し、特に近年の日本に於いては株式および土地取引の拡大に伴う需要が大きくなっているとみられる。こうしたマネー需要は、実体経済活動に先行して変動すると考えられる。

④企業間信用・手許流動性の影響

金融の繁閑ないし景気循環を映じて民間に於ける手許流動性水準が変化する。その代表例としては、企業間信用与信の拡大およびそれを通じた手許現預金水準の復元があり、これは、大企業の中小企業に対する資金援助を兼ねた企業間信用の与信活動に典型的にみられる。それは、直ちに最終的な取引の拡大に結びつくケースもあるが、例えば、大企業の在庫が中小企業に移転さ

れるにとどまり、全体としての生産拡大に直接的には結びつかないケースもあり、短期的には波及が限定されたものにとどまり、従って企業間の与信活動が中小企業を中心に手許現預金の復元となって表われてくると考えられる。これは経済全体としてみれば、いわば予備的動機に基づいたマネー保有の増加であるとも言えよう。こうしたメカニズムの作用は、金利が大きく変動した結果生ずるというよりも、金融の繁閑に伴う銀行の貸出供給態度自体の変化が大きく影響し、実体経済活動に先行して変動すると考えられる。

このようにみると、実体経済活動に対するマネーの「先行性」に関しては、マネーの供給サイドの変化に加えて需要サイドに於いて、金利に代表される金融市場の繁閑を反映して、先ず④企業間信用等の変化に伴って全体としての手許流動性が変化、③次いで金融資産等の取引変動に伴う需要が変化し、インフレ・ムードに影響していく。そしてその後、①企業の投資活動及び家計の消費活動や物価に波及、最後に②貯蓄としてのマネー需要に影響するといったメカニズム、即ち④、③の影響を受けて全体としてのマネーが①で表される実体経済活動に対して先行しつつ変動することを反映したものであると考えることができよう。こうしたマネーの変動を金融変数の波及過程のなかで時間的な先行・遅行関係を考慮しつつ位置付ければ、第1図下段のように理解することができる。そして、取引需要を中心に考えた場合、マネーの経済活動に対する「先行性」に関しては、マネーの供給面の影響が先ず生じ、次いで金利等の変化に伴う需要面の影響が波及していくといったメカニズムが強く関係していたと考えることが

Ⅱ. 報告論文

できよう。換言すれば、従来金融政策に伴う短期金融市場の繁閑の変化を映じて、先ず銀行の貸出供給態度が変化してきたことが、供給面から経済活動に対するマネーの先行的な変動といった性格を強め、既存資産価格の上昇に伴うインフレ・ムードの強まり等も加わり、いわゆる実体経済活動に対する「因果関係」を産み出してきたと考えられる。そしてこのメカニズムが安定的であれば、マネーの「先行性」も大きな変化がなく続き、また政策金利等を動かすことによって、その値を左右していくことができるのである。

(マネーの「先行性」の変化)

近年、マネーの実体経済に対する「先行性」が後退し、同時性が強まっているように窺われる。マネーの「先行性」ないし想定される「因果関係」の変化については、次のような背景が存在すると考えられよう。

- ① 金利自由化の進展に伴う貸出金利変動の弾力化等を背景として、従来のように貸出金利がオープン市場金利に比べ粘着的（変動幅が小さい）といった状況の下での預金金利および市場金利の引き上げが銀行の貸出供給態度を変化させ、それが供給面からみたマネーの先行的な変動を惹き起こすといった効果が減退しているとみられること。
- ② 1980年代入り後の中期的な金融緩和状態の持続（80年8月～89年5月）の下で、中小企業等に於いても資金のアベイラビリティが改善し、企業間信用の拡大テンポは鈍化しており、この面からマネーの先行性が後退していること。
- ③ 政策的な金利変動の既存資産価格への波及、および既存資産価格変動の実体経済活

動への伝播スピードが速まっているようにも窺われること。これは第4図に於いて、近年短期市場金利に先行して債券流通利回りが変動する傾向が強まっているように窺われること、株価と地価とのタイム・ラグが短縮しかつ両者がかなり高い相関をもちつつ変動するようになってきていることにその一端が表れている。また、第2図に於いては昭和50年代に比べて50年代末以降は市場金利と実質GNPとのラグも短縮していることが窺われる。

この背景としては、金融自由化の進展に加えて、金融資産蓄積の進行に伴う利回り意識の強まり、通信技術の発達等を映じた各種金融情報提供活動の活発化、企業が多様化メリットの追求の過程で金融収支についても重視してきていること、などを挙げることができよう。そしてこうした伝播スピードの速まりは結局、金融の繁閑に伴って生ずるマネーの変動と経済活動の変動のラグを短縮する方向に作用していると考えられよう。

なお、「先行性」の問題とはやや乖離するが、金融自由化の進行に伴ってマネー類似資産が増大し、マネーとの代替性が上昇したことや、逆にマネー（定期性預金）の付利が自由化されてきたこと、また金融資産の蓄積の進行およびその取引の増大も、マネーと経済活動との安定的な関係を乱している大きな要因であると考えられる。

しかし、①金融自由化がかなり進行した状況の下では、新商品の出現ないしイノベーションに伴う資金シフト自体は解消の方向を辿り、マネーの変動が従来に比べて金利感応度を高めつつも、一応安定化の傾向を辿ることも十分予想されよう。また、②こうした世界に於いても、実体経済活動に対して土地、

株式等の既存資産の取引が（ラグが短縮しつつも）先行して変動し、かつそれがインフレ予想に大きく影響し続ける可能性も強く、その限りでは実体経済活動に対するマネーの「先行性」の持つ重要性が残ることも考えられる。③更に、統計的な計数判明の時期も実体経済指標に比べてマネーが早いといった利点もある。従って、金融自由化がかなり進捗した状況の下では、従来みられた資金シフトで示されるようなマネーの攪乱的な変動が減衰し、従来ほどではないにせよ実体経済活動との関係が安定性を取り戻し、タイム・ラグの短縮化を伴いつつ、「先行性」を持つ指標としての地位を保持し続ける可能性もある。近年、マネーがGNPとのラグを短縮しつつも相関を強めてきていることは、その現われの一端であると解釈することもできよう（第4表および第6図を参照）。¹⁷⁾

5. 資産価格の変動と課題

(1) 「ストック化」の進行と日本経済

以上主として金融政策の効果波及といった観点から検討を加えた。そこでみられたように、近年の株式・土地に代表される資産価格の上昇は、企業の投資行動および家計の消費行動を変化させ、ひいては産業構造の変革にもつながる大きなインパクトを及ぼしている。こうした資産価格の上昇には、ファンダメンタルズ以外の投機的な取引の膨張に伴ういわゆる「バブル」的な動きがそれを増幅している面もある。しかし既に1.でみたように、近年の資産取引の拡大をいわゆる経済の「ストック化」現象の表われとして捉え、また日

本の相対的な高貯蓄率および経営収支のかんりの黒字が続くことを前提とすれば、やや長い眼でみて「ストック化」現象は今後とも持続し、それは日本経済の発展を規定する大きな要因として作用し続ける可能性が強く、このことは金融政策の運営上も十分配慮していくことが必要である。

そしてこのような「ストック化」の持続を前提とすれば、問題とすべきは蓄積された資産が経済のなかで有効に活用され、全体としてみた場合国民生活の改善につながっていくか否かといった点にあると考えられる。こうした点を考慮すると、現在の「ストック化」は価格高騰によって促進された面が強いだけに、そのストック残高の構成上大きな偏りを伴っているといった問題がある。例えば、国富に占める土地等再生産不能な有形固定資産の割合は、日本は66.2%（1987年末）と米国（24.2%、同）、西独（37.0%、1980年末）に比べて極めて高い。¹⁸⁾そしてこのことは、資産ストックを①効率性、②公共性、及び③平等性といった観点からみた場合、欧米諸国と比べて次のような特徴をもたらし一つの大きな背景となっている。即ち、

- ① 土地・株式に代表されるように資産の価格が高い反面、その利回りは低いこと（株式の場合、日本の0.5%に対して欧米では3～4%台）。
- ② 民間の資産残高に比べて社会資本ストックが不足していること。
- ③ 欧米に比べれば日本では家計間の資産保有格差が未だ小さいこと。

これらは相互に関連した側面を持ってお

17) 詳しくは、堀江・浪花（1989b）を参照。

18) この点について、詳しくは平成元年度経済白書、高山他（1989）、宮尾（1989）を参照。

Ⅱ. 報告論文

第4表 企業間信用与信、株式売買高、名目 GNP、マネーサプライの分散分解

(1) 昭和36/Ⅱ～51/Ⅳ

	分散分解の結果 (2) (%)				(参考) 係数の F 値			
	T _S	S _E	y _N	M ₂	T _S	S _E	y _N	M ₂
T _S	65	8	10	17	66.6	0.2	1.8	0.4
S _E	8	78	6	8	0.1	7.9	2.7	0.7
y _N	26	14	34	25	6.1	2.3	9.1	9.1
M ₂	23	14	11	51	0.4	2.3	2.3	65.3

(2) 昭和52/Ⅰ～63/Ⅳ

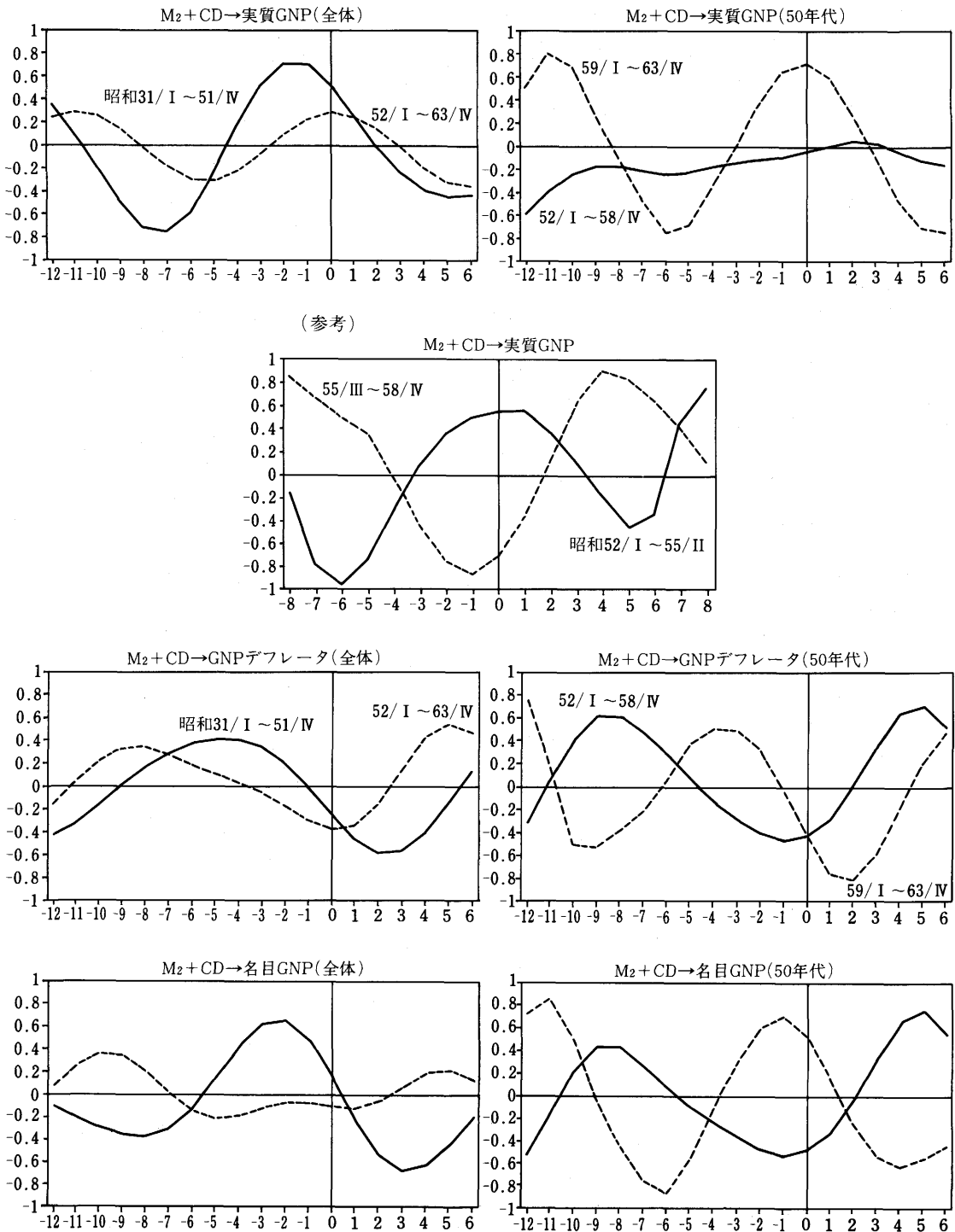
	分散分解の結果 (4) (%)				(参考) 係数の F 値			
	T _S	S _E	y _N	M ₂	T _S	S _E	y _N	M ₂
T _S	63	18	12	8	100.7	1.0	0.7	1.4
S _E	7	76	6	11	1.0	3.2	0.2	0.9
y _N	11	21	61	7	0.4	0.5	4.8	0.2
M ₂	17	6	35	41	0.5	0.4	1.0	23.3

(3) 昭和56/Ⅰ～63/Ⅳ

	分散分解の結果 (4) (%)				(参考) 係数の F 値			
	T _S	S _E	y _N	M ₂	T _S	S _E	y _N	M ₂
T _S	46	38	10	6	24.7	1.7	0.4	0.1
S _E	21	59	11	10	1.9	1.8	0.7	1.7
y _N	19	26	49	6	1.2	0.5	2.1	0.6
M ₂	33	13	35	19	1.5	0.5	1.2	3.3

- (注)1. T_S: 企業間信用与信 (同受信比)、S_E: 株式売買高、y_N: 名目 GNP、M₂: M₂+CD
 2. ()内はラグ期間 (AIC を基準に決定)。F 値は、… 1%水準で有意、.. 5%で有意、. 10%水準で有意。

第6図 マネーサプライと経済諸活動との時差相関係数



り、資産価格高騰を巡って現状取り沙汰されている諸問題については、こうした3つの点、就中①が大きな背景となっていると考えられる。

さらに③の特徴についても、資産の「水膨れ」に伴い近年はそうした資産の保有者と非保有者との間の格差が拡大の方向を辿り、不平等感が拡まる等のいわば歪みの側面が強まっていることには注意すべきである。また、金融の繁閑や海外を含めた経済情勢の展開如何では、「バブルの破裂」が生じ、一時的にせよ経済活動に対して攪乱的なインパクトを及ぼす恐れもある。こうした側面から現在の資産価格（株式・地価）をみれば、割高感が強いことのマイナスの側面が強く意識されることとなろう。

しかし、価格上昇を含めて「ストック化」が今後とも進行する可能性が大きいことを前提とすれば、いわば「後向きのな」マイナスの側面のみを強調するのではなく、こうしたプラスの側面とマイナス側面の両者を比較考量しつつ、Pareto 改善を実現すべく、プラスの効果についてその規模および享受者層の拡大、そして変動の安定化（リスク縮減）を図る方向で対応をしていくことが重要であろう。

以下ではこうした考えを踏まえつつ、中長期的な観点から資産価格上昇が経済の発展性に及ぼす影響について、効率性、平等性、およびリスク回避といった観点を中心に金融面をも含めて政策的な対応を中心に検討してみよう。

(2) 「ストック化」に伴う諸問題

（効率性、平等性）

経済の「ストック化」の進行を展望した場合、まず第1に問題となるのはそうした資産ストックが有効に活用されているか否かにある。資産価格の決定に於いては、その資産を利用することから得られる将来収益の割引現在価値が大きな決定因となると考えられる。この場合、株式、土地等については保有者（需要者）の予想する収益のうちキャピタル・ゲインの占める割合が高いとみられ、国内の金融の繁閑や海外の株価ないし海外からの需要の動向によってそうした値上がり期待が修正され、株価・地価が変動する。しかし、基本的には日本に於いてはそれらの資産価格は高く、キャピタル・ゲインを除いた利回りは低いといった状況が恒常化している。これは、予想収益（ないし成長ポテンシャル）が大きいことに加えて、現在その有効利用が抑制されていることも大きく響いていると考えられる。例えば土地の場合、とくに東京圏では海外からの需要を含めて資産ストック自体に対する需要が大きいが、政府による種々の規制の存在、社会資本の不足、土地等の実効税率の低さ（保有に対する税制上のメリット）などが土地資産の有効利用（ないし利回りの上昇）を妨げている要因として挙げられよう。

次に資産価格上昇のマイナスの側面として取り挙げられている問題は、そうした資産の保有者と非保有者との格差拡大に伴う不平等感の強まりである。一般に、高所得層ほど有価証券（特に株式）や土地の保有比率が高いこと（例えば総務庁「貯蓄動向調査報告」）を考慮すれば、近年の株価・地価等の資産価格上昇のメリットがこうした所得層に厚く帰

属していると考えられる。ネットの金融資産保有残高（金融資産－負債）について、総務庁「貯蓄動向調査報告」をもとに年間収入5分位階級別にみると、両者の格差を保有額の相対比でみた場合、第5分位（高所得層）と第1分位（低所得層）との格差は縮小傾向を辿ってきたが、昭和60年代入り後はそうした傾向が足踏み状態にある。さらに、所得階層を10分位に分けてみると、第10分位（最高所得層）と第1分位（最低所得層）との対比でみたネット金融資産残高の格差は明らかに拡

大傾向を辿っている。そしてその格差は、主として株式保有額の差によってもたらされており、¹⁹⁾株式を除くベースでみると格差は概ね横這い状態である（第5表）。

現状の統計をもとにみる限り、こうした資産ストック格差は、欧米に比べればかなり小さく、またフローである稼得収入の格差に比べても大きな差はない（但し、第10分位と第1分位との格差は大きい）。しかし、各家計のベースで考えると、①資産ストックが膨張しているだけに、たとえ比率でみた格差に大

第5表 年間収入階級別にみた金融資産保有残高の格差

(倍)

	年間収入5分位階級別 (第5分位／第1分位)	年間収入10分位階級別 (第10分位／第1分位)
昭和45年	4.587 (4.202)	N.A.
50	3.746 (3.404)	N.A.
55	3.453 (2.995)	4.165 (3.576)
60	2.833 (2.384)	4.203 (3.374)
61	2.858 (2.294)	4.388 (3.439)
62	3.261 (2.627)	4.586 (3.290)
63	2.876 (2.296)	4.503 (3.358)

(注)1. 総務庁「貯蓄動向調査報告」(全世帯ベース)より試算。

2. 金融資産はネットのベース(資産－負債)。

3. ()内は株式(時価)を除くベース。

19) 平成元年度の経済白書でもこうした格差の問題を取り扱っている。土地税制等については、高木(1989)を参照。

Ⅱ．報告論文

きな変化がなくとも、その絶対額でみた格差は極めて大きなものとなり、それが強く意識される可能性がある。また、②いわゆる稼得収入に関する格差ないし不平等の存在はその後の当事者の努力ないし対応如何によって一応克服できる筋合いのものであるのに対し、現在生じている資産ストック格差の拡大は、当事者の対応（例えばキャピタル・ゲインを狙った情報収集・売買等）の結果といった側面は弱く、いわばそれとは無関係に生じた価格高騰の結果として発生している。そして、こうした地価高騰等に伴う格差が都市部では各家計の努力・対応では解消し得ない程に大きくなっているところに問題があると言える。とくに首都圏における自家取得難や市街化区域内の農地の税制上の取扱いなどが不平等感を拡大する一つの大きな現れといえよう。このような状況からみれば、不平等感を助長させ、かつ生産及び生活基盤として経済活動上も最も大きな問題となる資産は、土地であることは明らかであろう。

そしてこうした資産ストック格差の拡大現象が今後も続くことを考慮すれば、これまで日本経済発展の一つの基盤であったとされる「平等感（ないし等質感）」を弱め、さらにはいわゆるインカム・ゲインに比べてキャピタル・ゲインを狙った資産売買重視の風潮を強め、経済主体全体即ち資産の非保有者・保有者の両階層に対していわゆる勤労インセンティブを弱める方向に作用する懸念も否定できない。

（土地問題への対応策）

しかし、「ストック化」現象は経済発展の一つの結果であり、短期的な変動を伴うとしても今後も続く可能性が大きい。またその一

つの大きな背景として、程度の差はあれ情報化、国際化の一層の進展に伴う大都市（とくに東京）への機能集中は中長期的な趨勢として続く公算が大きく、このことはそうした地域の土地の生産性や利用収益の上昇も続くことを意味する。そして大都市圏に於ける投機的な土地投資の増嵩に伴う地価の「バブル」的な上昇部分については、その剥落場面が発生することも予想されるが、実需の増加傾向が続く限り地価の上昇は先行きもある程度不可避免的であると考えられよう。こうした点を考慮すれば、それに伴うマイナスの側面のみを重視して、例えば投機を資産価値膨張の主因とみて資産の取引ないし利用を抑制するような規制や税制の強化を主体に対処することは、逆に今後の日本経済の発展を阻害する公算も大であることに留意すべきである。むしろ、「ストック化」のメリットの規模および享受層の拡大を第1とし、①価格の上昇した資産の供給の増大、②高い資産価格に見合った高い収益をあげ得るような資産の有効利用策の提供、③それらを可能とするような社会資本の整備、を行うとともに（宮尾 1989）、④過度の金融緩和状態の回避を続けるといった対応を行っていくことが重要となろう。

公共投資は道路や下水道等の地域のインフラを整備し、またその外部効果によって一定の質を備えた土地の供給を増やすといった効果を持つ。元来、土地保有に対して地方税としての土地保有税（固定資産税、都市計画税）を課すのは、そうしたインフラの整備に伴う利便性の向上が土地の資産価値を高めることから、開発に伴う利益（外部効果）を吸収するとともに保有コストの上昇を通じて長期的に有効利用を促進することを目指したものである。こうした観点からみれば、土地供給の

増大を目指して土地保有税の引上げのみを実施することは、保有者（多くは居住者）の負担のみを増やす結果となりかねないといった批判も生ずる（いわゆる「追出し税」への反対）。このような点を考慮すると、結果的には土地の供給が増えるとしても現在の保有者の効用が大きく損なわれる状況を伴う場合、実際にはそうした政策の実行は困難であり、基本的には Pareto 改善を目指す方向で政策措置を考えていくことが必要となろう。具体的には、例えば宮尾（1989）の主張するようにインフラ整備のメリットが享受可能な方向へ固定資産税を目的税化し（インフラ整備に使用）、同時にその増税と住民税減税との組合せといった税制面での対応、および土地資産の活用等を目指した低利融資制度（金利負担の所得控除との抱き合わせ等）の創設などを行うことが考えられる。それと同時に市街化区域内農地の宅地並み課税、借地・借家法の改正や、「線引き制度」、「法定容積率」等都市計画、建築規制上の制限の見直しなども併わせ実行することによって実質的な土地供給の増加を図ることが肝要であろう。さらに、ストック経済化の進行を考慮して投資機会の均等化を図る目的から、不動産の証券化（比較的小口・利回りの有利な不動産証券の創設）などにより、メリットの大きいとみられる不動産関連運用手段の提供の増大を図っていくことも、土地保有をも含めて土地の有効利用を実現していくうえで重要な検討課題であろう。

(3) 海外との連動関係の強まり

資産価格の今ひとつの代表である株式価格について考えてみよう。株価の決定要因としては、実質収益予想を中心とするファンダメ

ンタルズの動向、バブル的な投機の動き、金融緩和の影響等が従来より取り挙げられてきた。これに加えて近年、株価の動向に大きなインパクトを及ぼしている要因として、グローバル化の進展に伴う海外の株価との相関の高まりを挙げることができよう。BIS の年次報告書でも分析しているように、1987年（ブラックマンデーの発生）を境として前後の年を比較すると、88年以降は世界全体として株価変動の相関が高まっていることが窺われる。さらに、米国、日本、英国および西独における株価指数の変動を VAR モデルによって検討すると（前年同月比のベース）、1970年代以降は各国の株価の自律的な変動の度合いが後退し、相互に影響し合うようになっている状況が読みとられる（第6表）。とくに近年の日本については、米国の株価変動の影響が相対的に後退する一方、米国および欧州市場の株価変動に対する影響を強めていることが注目される。この背景には、日本経済のファンダメンタルズの強さとともに、資産価格の上昇等に伴う資産価値の膨張が一つの大きな背景として存在すると推察される。

こうした海外との関係の強まりは、海外に比べて日本に於ける株価が相対的に高い状態にあるとみられるだけに、ショックに対して我が国の株価が大きく反応する可能性があることを表しているとも考えられる。昭和62年秋に米国で発生した株価急落は、直ちに日本および欧州に波及し、世界的な株価暴落現象が生じたことは記憶に新しい。もっともこうした「バブルの破裂」によって実体経済活動が深刻な影響を受けた訳ではなく、その後も経済活動は拡大基調を辿っているほか株価も既往高値を更新しており、この点は1929年当時との大きな違いとして取り沙汰されてい

II. 報告論文

第6表 主要諸国の株価変動の分散分解

(前年同月比ベース)

(1) 1958/1~1976/12

	分散分解の結果 (12) (%)				(参考) 係数のF値			
	米 国	日 本	英 国	西 独	米 国	日 本	英 国	西 独
米 国	63	11	17	9	14.6	1.2	1.9	1.9
日 本	19	61	10	10	1.0	25.4	1.5	1.4
英 国	17	8	68	7	1.6	1.1	46.9	1.8
西 独	19	5	12	64	1.4	0.8	2.1	20.2

(2) 1977/1~1983/12

	分散分解の結果 (9) (%)				(参考) 係数のF値			
	米 国	日 本	英 国	西 独	米 国	日 本	英 国	西 独
米 国	66	12	17	5	5.7	0.5	0.9	0.6
日 本	39	35	15	11	3.2	25.5	3.3	2.2
英 国	24	16	38	22	1.5	1.4	8.1	0.6
西 独	16	15	19	50	1.3	0.8	3.3	4.5

(3) 1984/1~1989/2

	分散分解の結果 (6) (%)				(参考) 係数のF値			
	米 国	日 本	英 国	西 独	米 国	日 本	英 国	西 独
米 国	45	23	22	9	12.9	2.2	3.5	3.9
日 本	15	55	24	6	1.7	6.0	2.9	2.2
英 国	23	36	31	9	2.0	2.8	3.5	3.1
西 独	19	22	28	31	3.3	4.9	5.7	5.9

(注)1. 株価はいずれも前年同月比。日本：東証株価指数、米国：S & P 500指数、英国：フィナンシャルタイムズ指数、西独：コメルツ銀行指数。

2. ()内はラグ期間 (AIC を基準に決定)。F 値は、… 1 % 水準で有意、… 5 % 水準で有意、… 10 % 水準で有意。

3. 直交化の順序を入れ替えても結果は安定している。

る。これには種々の要因が挙げられるが、²⁰⁾ 金融面からみれば当時と比較した場合の金融制度および政策当局の対応の相違によるところが大きいと推察される。即ち、①株式市場以外の資産ストック（債券、実物資産）市場が整備・発達しており、株式市場から流出した資金はこうした市場に流入し、経済全体としてみた場合には必要な資金が市場に還流していったと考えられよう。また、②株価暴落後ドル安が生じて、現在までのところ戦前にみられたような国際的な為替相場の切下げ競争ないし経済のブロック化が惹き起こされることはなく、累積債務国問題を含めて先進国間では政策面での国際的な協調体制がとられていることも大きな要因であると考えられよう。そして現実の主要国に於ける株価指数の変動率をみると、1988年以降は86年以前と同程度ないしそれに比べて若干小さくなっているといった状況が窺われる（BIS 年次報告）。

なお、株価変動を含めて「ストック経済」下の金融リスクの拡散といった面からみれば、グローバル化、セキュライゼーションの進展によって、1国で発生したリスクは局地的に留まることなく、薄く広く拡散して各国で負担されるようになっていく。そしてこのことが、リスクの発生に対して一種の抵抗力として作用していることも事実である。もっとも、株価の世界的な暴落自体は、まさにこうした状況が存在しているなかで発生したのであり、その意味ではグローバル化やセキュライゼーションの進展

は、暴落等によるリスク発生が他国へ伝播する速度を速めるといった側面を持つことも見逃せない。そして、今後も例えば米国の財政赤字に対する市場に於ける評価の変化、累積債務国問題の帰趨如何、ないしインフレ・ムードの強まりやそれに伴う金融政策スタンスの変化が、「バブルの破裂」による世界的な株価の暴落といった現象を惹き起こす恐れも大きい。

そうした事態への備えとして、金融の繁栄や累積債務問題等についての国際的な政策協調体制を推進すると共に、金融市場に混乱が生じた場合国際的にもその影響が極めて大きいとみられる米国に対して、予防策として財政赤字および国際収支赤字の削減努力の徹底を求めていくことが必要である。同時に、異常な株高現象等が生じないように、過度の金融緩和状態を避けるような政策措置を講じていくことも重要であろう。また、個々の金融取引主体、とくに金融機関に於いても、資産負債管理（ALM）体制の充実やヘッジ市場の活用、投資対象の分散化等、リスク管理技術の拡充・整備へ向けて一層努力していくことが重要な課題である。

以 上

20) 以下の点については蠟山（1989）、宮尾（1989）が参考となる。なお、グローバル化の下での海外との連動関係の変化等については、堀江・浪花（近刊）を参照。

Ⅱ．報告論文

【参考文献】

- 黒田昌裕、『実証経済学入門』、日本評論社、1984年
- 小峰隆夫編、『地価・株価変動と日本経済』、東洋経済新報社、1989年
- 篠原三代平、『流動性』と景気循環、『金融』、1959年2月号、全国銀行協会連合会、1959年
- 鈴木淑夫、『金融政策の効果』、東洋経済新報社、1966年
- 、『日本金融経済論』、東洋経済新報社、1983年
- 高木啓三、「地価の決定メカニズムと土地税制の問題点」、『金融研究』、第8巻第2号、日本銀行金融研究所、1989年
- 高山憲之他、「日本における資産保有の実態」、『ESP』、経済企画庁、1989年
- 館龍一郎、「金融政策の有効性」、『経済学論集』、東京大学、1965年
- 、『金融政策の理論』、東京大学出版会、1982年
- 寺西重郎、『日本の経済発展と金融』、岩波書店、1982年
- 浪花貞夫、「トレンドを除去した経済時系列の非定常性について—構造変化の統計的検討」、『金融研究』、第5巻第4号、日本銀行金融研究所、1986年
- 日本銀行金融研究所、『わが国の金融制度』、日本信用調査、1986年
- 深尾光洋、「金融の国際化が為替レートの変動及び国際収支に与える影響について」、『金融研究』、第7巻第4号、日本銀行金融研究所、1988年
- 藤野正三郎、『日本の景気循環』、勁草書房、1965年
- 堀内昭義、『日本の金融政策』、東洋経済新報社、1980年
- 堀江康熙、『現代日本経済の研究』、東洋経済新報社、1985年
- 編著、『日本の景気変動と企業行動』、東洋経済新報社、1987年
- ・浪花貞夫、「銀行の貸出供給行動と経済活動への影響」、筑波大学ディスカッション・ペーパー、No. 397、1989年 a
- ・——、「金融変数の実体経済活動への影響に関する考察」、筑波大学ディスカッション・ペーパー、No. 403、1989年 b
- ・——、「株価変動の特徴に関する実証的検討」、近刊
- 松本和男、『高株価時代と日本経済の実力』、PHP、1989年
- 丸 淳子・米沢康博、『日本の株式市場』、東洋経済新報社、1984年
- 宮尾尊弘、『「ストック経済」の時代』、日本経済新聞社、1989年
- 森田優三、『物価指数理論の展開』、東洋経済新報社、1989年
- 蠟山昌一、『金融自由化の経済学』、日本経済新聞社、1989年
- Abdullah, D., and Peter Rangazas, "Money and the Business Cycle: Another Look," *Review of Economics and Statistics*, No.4, November 1988.
- Bernanke, Ben S., "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73 No. 3, June 1983.
- , and M. Gertler, "Financial Fragility and Economic Performance," NBER Working Paper, No.2318, July 1987.
- , "Banking and Macroeconomic Equilibrium," in Barnett and Singleton, eds., *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987.
- , and A.S. Blinder, "Credit, Money, and Aggregate Demand," NBER Working Paper, No. 2534, March 1988.
- Blinder, A.S., and J.E. Stiglitz, "Money, Credit Constraints and Economic Activity," *American Economic Review*, Vol. 73 No. 2, May 1983.
- Duesenberry, James S., "The Portfolio Approach to the Demand for Money and Other Assets", *The Review of Economic Studies*, February 1963.

- Gertler, Mark, "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview," *Journal of Money, Credit and Banking*, August 1988.
- , and R. Glenn Hubbard, "Financial Factors in Business Fluctuations," NBER Working Paper, No.2758, November 1988.
- Greenwald, B.C., and Joseph E. Stiglitz, "Financial Market Imperfections and Business Cycles," NBER Working Paper, No. 2494, January 1988.
- Gurley, J.G., and Shaw, E.S., *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, 1960 (桜井欣一郎訳、『貨幣と金融』、至誠堂)
- King, R.G., and Charles I. Plosser, "Nominal Surprises, Real Factors, and Propagation Mechanisms," in Barnett and Singleton, eds., *New approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987.
- Metzler, Lloyd, A., "Wealth, Saving, and the Rate of Interest," *Journal of Political Economy*, April 1951.
- Minsky, Hyman P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975. (堀内昭義訳、『ケインズ理論とは何か』、岩波書店)
- Modigliani, Franco, "Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena", *Review of Economics and Statistics*, February 1963.
- Niehans, Jürg, *The Theory of Money*, Johns Hopkins University Press, 1978. (石川経夫監訳、『貨幣の理論』、東京大学出版会)
- Smith, Warren, L., "On the Effectiveness of Monetary Policy", *American Economic Review*, Vol.46, No. 4, 1956.
- Tobin, James., "The Business Cycle in the Postwar World: A Review," *Quarterly Journal of Economics*, May 1958.
- , "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1969.
- , "Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism," *Southern Economic Journal*, Vol.44 No.3, January 1978.
- , *Asset Accumulation and Economic Activity*, University of Chicago Press, 1980. (浜田宏一・藪下史郎訳、『マクロ経済学の再検討』、日本経済新聞社)