

Ⅲ. コメント論文

資本市場の構造的変化にも留意したコメント

堀内 昭 義
(東京大学教授)

1. はじめに
2. 各論文に対するコメント
3. 資産市場の急拡大と資産価格の高騰

1. はじめに

資産価格、とりわけ株式価格及び土地価格の急騰はこれまでもしばしば人々の関心を集めてきた。たとえば1972年から73年にかけての時期がそうである。この時期には日本の株価、地価が急騰したが、それとほとんど踵を接するようにして生じたインフレーションとの関連で、政策当局のみならず多くの人々が注目した現象であったのである。しかし、1980年代の半ば頃から今日まで続いている株価と地価の急速な上昇は、そのマグニチュードの点で、おそらく他に類例を見ないものではないだろうか。この現象がなぜ生じたか、これは今後も続くものか、さらにそれは日本経済にどのような影響を及ぼしつつあるか。これらの問題がこの研究会の主題であるが、対象となるべき現象が非常に規模の大きなものであるだけに、非常に時宜にかなったテーマと言えよう。

本研究会には、上に述べた問題を主題として提出された3つの論文の内容を順次（執筆者名の50音順）、手短に紹介するとともに、若干の論評を加える。次に、3論文から読み

取れる近年の資産価格急騰に関する大まかな結論を要約したうえで、この問題に対する評者の考えと今後の研究の在りうべき方向について述べる。

2. 各論文に対するコメント

(1) 岩田論文

岩田論文の主題は1987年10月に米国、日本などの先進諸国で生じた株価暴落の原因とその影響を分析することである。岩田氏は2.において株価暴落の国際的な波及過程に関して、いくつかの研究成果を紹介した後、3.において、通常のIS-LM分析を多少拡張したモデルに即して、株価暴落の原因を探る分析を行っている。そこでは、主として期待資本収益率の低下と割引率の上昇を株価暴落の「容疑者」として取り調べている。

しかし岩田氏の説明では、いずれの場合にも理論的には株価の下落と実質所得の低下とが同時に生じるはずであるとしており、実際問題としてどちらが株価暴落の真犯人であるか決めかねるという印象である（岩田氏のモデルをさらに一歩進めて、株式と債券とが完全代替的であるというKeynes的仮定を導入

すると、貨幣需要関数のシフトで示される割引率の上昇は確実に所得を低下させるのに対して、期待収益率の低下は必ずしもそうでないという結論が出る。また、割引率の上昇は利子率を上昇させ、期待収益率の低下は利子率を低下させるという違いも出てくる。これらの結果は真犯人の特定に役立たないであろうか。

いずれにせよ、株価暴落の説明は比較静学分析の対象となるマクロ均衡のシフトが、なぜ漸次的にではなく、唐突に生じるかという点に焦点をあわせなければならないことがらである。岩田氏の分析それ自体はなかなか手際が良いが、しかし株価暴落という現象に十分適している分析かという点必ずしもそうとは言えないであろう。もちろん、今日までのマクロ経済分析においては、均衡が突如として大きく変位する現象を解明する手法は十分には開発されていないのであり、この点で岩田氏の分析に限界があるのはやむを得ないことかとも思われる。

岩田論文の4.は、資産価値の変動がマクロ経済に及ぼす影響の実証分析である。そこでは、貨幣需要、企業の設備投資需要、そして個人消費需要に対するインパクトが取り上げられている。実証分析は簡潔で手際良くまとめられている。しかし、批判的なコメントとして2つほど気がついた点を挙げてみたい。

① 貨幣需要関数の計測に関して言えば岩田論文の計測では貨幣（需要）量を被説明変数とし、実質株価指数などを説明変数とする貨幣需要関数がOLSで推計されている。しかし、岩田論文の3.でも示されているように、株価の変動が貨幣需要に影響を及ぼすばかりではなく、貨幣需要の変化が資産市場の均衡を変化させ株価水準に影響す

るはずである。理論的には貨幣需要と株価は同時決定と考えるべきではないだろうか。そうだとすると、OLSの推計は同時性のバイアスを含むことになるのではないかと考えられる。

② 計測期間の問題については、実証分析ではいずれも標本期間を1960～87年（ないし88年）としている。しかし、私の判断では、70年代末頃までの日本では株価の変動が実物部門（企業の設備投資や個人消費など）に大きな影響を及ぼさなかったことはほぼ明らかである。したがって、これらの期間を標本へ含めることは、株価変動のインパクトを過少に推計する危険があるのではないかとと思われる。四半期データなどを用いて標本のサイズを大きくするとともに、たとえば80年以降と以前とに標本期間を分けるなどの試みが望まれる。

実際、堀江論文の第1表などを見ると、1980年代に入ってから株価の変動が実質設備投資に及ぼす影響力が高まっているように見える。また、同様のことを示唆する計測結果として、第1表を参照されたい。そこでも第一次石油危機以降株価の変動が鉱工業生産指数等の実物部門に及ぼすインパクトが有意に大きくなっていることが示されている。

われわれの関心のひとつは、1980年代半ば以降の株価の上昇がバブルではないのか、また87年10月に生じた株価の急落がバブルの破裂ではないのか、という問題である。岩田論文ではこの問題に直接接近しているわけではないが、バブル説には懐疑的な議論を展開している。たとえば、日本では株価低落後、株価の大幅な上昇が再び生じていること、実質株価上昇率を主たる説明変数とするBarro流の設備投資関数に基づいて株価急落(87年)

Ⅲ. コメント論文

第1表 VARモデルの予測誤差の分散分解 (48ヶ月先)

(a) 標本期間、1957年1月～73年12月

被説明変数／説明変数	(R)	(C)	(Q)	(P)	(Y)
コール・レート (R)	63.3	12.0	4.4	12.2	8.0
全銀貸出残高 (C)	3.2	72.6	8.1	9.0	6.9
株価指数 (Q)	5.5	8.4	69.1	13.5	3.4
消費者物価指数 (P)	5.0	13.4	7.0	67.2	7.4
鉱工業生産指数 (Y)	5.7	10.0	7.0	19.6	57.7

(b) 標本期間、1974年1月～87年12月

被説明変数／説明変数	(R)	(C)	(Q)	(P)	(Y)
コール・レート (R)	77.6	6.9	3.9	5.0	6.6
全銀貸出残高 (C)	36.8	14.8	7.8	9.6	31.0
株価指数 (Q)	43.7	13.2	7.6	8.8	26.7
消費者物価指数 (P)	1.6	39.4	3.4	12.3	43.3
鉱工業生産指数 (Y)	7.8	14.7	33.7	17.3	26.4

(出所) 桜井宏二郎、「金融構造と実体経済」、JBD ディスカッション・ペーパー、No.8902、1989年5月、pp.25-26

後の設備投資を予測すると良好なパフォーマンスを示すこと（つまり、設備投資の反応は87年の株価急落にもかかわらず大きく変わっていないこと）などが強調されているのである。

マクロ経済データによるかぎり、岩田氏のこの控え目な結論に異論を差しはさむことは難しいであろう。しかし、1984年前後からごく最近に至るまでの株価の上昇は、そのマグニチュードの点で明らかにそれ以前の推移と異なっている。この点を解明する作業は岩田論文では残された課題となっている。

(2) 植田論文

植田論文は、まず最初に、完全な裁定が働く金融・資本市場を前提とした場合、株価収益率 (PER)、および株価・配当比率 (PDR)

の均衡値が割引率（資本コスト） δ 、企業の成長率 n 、株式持ち合い x 等のパラメータに依存することを明らかにする。次に、日本の統計から主要なパラメータのもっともらしい値を推計し、それを上に求めた理論的關係に当てはめることによって、完全な裁定が働く資本市場で観察されるはずの PER、PDR の理論値をそれぞれ計算して、現実の PER、PDR と比較する。予想されるように、それらの現実値が計算された理論値を大きく上回っている。

次に、PER、PDR の現実値が資本市場の完全な裁定から生み出されていると想定した場合、実際にわれわれが観察する PER と PDR の系列は、最初に導き出した理論的關係を構成している主なパラメータのどのような値と整合的かを部分的に推計する。推計さ

れているパラメーターは、まず企業の成長率(植田論文では実質 GNP で代理されている)であるが、現実の PER、PDR の推移は投資家達が異常に高い企業成長を見込んでいる場合に導き出されるという結果を得る。

このような結果が得られる理由を説明する要因として植田論文ではリスク・プレミアムに着目する。一つの方法として、日本の金融・資本市場のリスク・プレミアムがアメリカのプレミアム程度の水準であったとすれば PER、PDR の理論値がどうなるかを調べている。米国のリスク・プレミアムは日本に比較して低いと推計されるので、この方法では PER、PDR の理論値は高く計算される。とくに1982年までの時期については、日本の株価が異常であるとは言えないという結果を得ている。問題は、80年代初頭以降の株価の推移が依然説明できないことである。

最後の方法として PER、PDR の関係式からリスク・プレミアムと期待企業成長率の理論値を同時に求め、現実値と比較する方法がとられている。この方法は80年代に入ってリスク・プレミアムが大きく低下したことを示唆している。つまり、近年日本の資本市場においてリスク・プレミアムがかなり大幅に低下したと想定できるならば、株価の動きを完全に裁定が働く市場における合理的な評価を反映したものとして理解できるというわけである。

また、近年の株価の高騰がリスク・プレミアムの低下によるのではないかと推論し、かつそれは株式収益率のリスクが低下したというよりも、投資家の危険回避度が低下したためと考えるべきだと述べている。しかし、実際のところ植田論文は株価高騰がリスク・プレミアムの大幅な低下によるのか、それとも

植田論文の出発点において前提している完全な資本市場の仮定が非現実的なのか(なんらかのバブルが発生しているのか)に関しては結論を下していない。しかし、植田論文で計算されたリスク・プレミアムの理論値と、実際のデータから読み取られるリスク・プレミアムの「現実値」とを比較すると、80年代に入ってリスク・プレミアムが大幅に低下したという仮説の現実性をテストできるのではないだろうか。

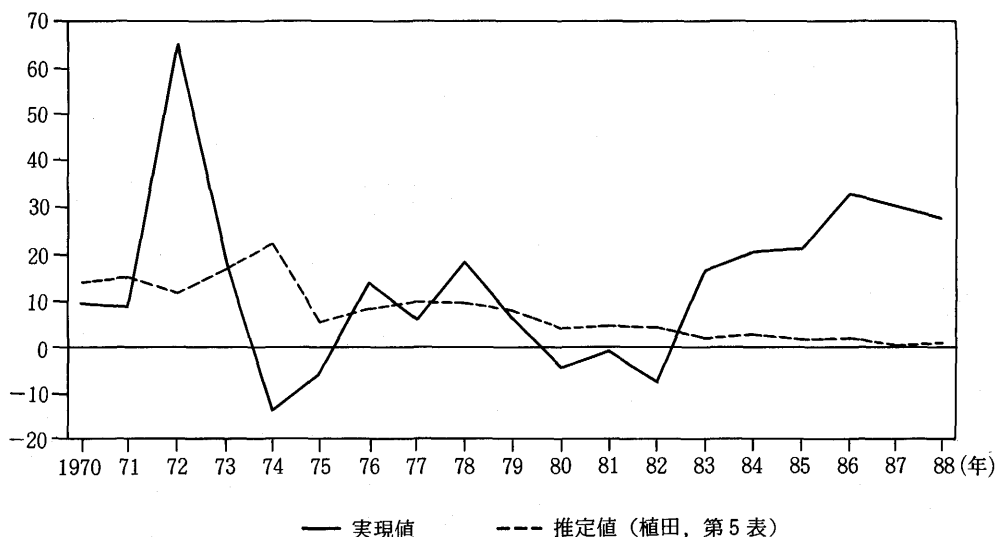
第1図には株式投資収益率(1年保有の期間収益率)からコールレート(無条件もの、年間平均)を差し引いた値をリスク・プレミアムの代理変数としてとっているが、株価の急騰が見られる1984年以降、むしろこのようにして定義されたプレミアムは上昇しており、植田論文の第5表に示されているプレミアムと大きく隔たっている。したがって、リスク・プレミアムの大幅な低下を株価急騰の主原因とする説もそれほど確固とした基盤をもっていないかに見える。

一方、植田論文では企業間の株式持ち合いが株価総額を上昇させる点を明らかにしているが、株価そのものはどうか。植田論文が前提としている完全な資本市場においては、株式持ち合いは単位当たりの株価を変化させるものではない。実際にわれわれが株価の高騰を云々する時に念頭にあるのは東証平均株価など単位株価であろう。それゆえに、植田論文の出発点に置かれている理論的考察は、いささかミス・リーディングである。もし、資本市場が何等かの意味で不完全である場合には、株式の持ち合いは、株価に影響するかもしれないが、この点は植田論文がカバーしていない問題である。

植田論文に対するいささか超越的なコメン

Ⅲ. コメント論文

第1図 リスクプレミアム
(株式投資収益率－コールレート)



トは、完全な裁定が働く資本市場の前提を保持したままで、日本の株価の推移をどこまで説明できるのかということである。多少アド・ホックであるが、銀行・金融株の例を挙げてみよう。統計が古いが、東証一部上場の金融株（銀行・損害保険、証券）の株式時価総額は83年末の時点で約20兆円、87年当初で約113兆円と急激に増加し、市場全体の6分の1から3分の1強と相対的なシェアをも高めてきた。この間金融株の単純平均株価は84年初期から86年末までに実に240%も上昇したのである。

しかし、1983年頃までは銀行株は出来高も少なく、ほとんど値動きもなかったことはよく知られている。銀行株は明らかに「管理」されていたという評価がもっぱらである。85年頃から銀行による時価発行が増えると共に、「管理」が廃止され銀行株の自由な取引が広がるようになってきたのである。ブラック・マンデー以降、銀行株は他の株に比較して「戻りが遅かった」が、ここで挙げた事例

は、日本の株式市場が植田論文が前提とする完全な資本市場とは程遠いものであることを示唆しているように思われる。

また、1980年12月に特定金銭信託が導入されて以来、銀行、機関投資家などによって「純粋に」金銭的な収益を目指す純投資が開始されたこと、さらに84年9月に生損保に特定金銭信託による株式運用が許可されたこと等、株式市場に重要な環境変化が生じたことも株価の推移を規定する要因かも知れない。差し当たり、これらのことがらを整理された図式として示し、株価高騰を説明する用意はないが、マクロ的視野からばかりでなく、金融市場の構造に関する多少肌理の細かい分析がどうしても必要となっているのではないと思われる。また、このような構造的要因を視野に入れることは、株価の下落が日本経済に及ぼす影響を分析する際にもこの研究会では直接取り上げられていない問題をクローズアップするという意味で重要である。この点は、コメントの最後に再び触れることにしたい。

(3) 堀江論文

堀江論文は資産価格が金融政策の運営のあり方に及ぼす影響、IS-LM 分析を堀江流に拡張したモデルに基づいた金融政策の伝播経路に関する実態分析を行っている。堀江論文の接近方法は、単純な理論的モデルに堀江氏自身が重要と考えるいくつかの要素をつけ加えることによって、金融政策の波及過程の実態を叙述することである。この叙述はわれわれに非常に多くの情報を与えてくれる。しかし、モデルのいくつかの要素はこの論文の主題とあまり関係がない。たとえば「金融機関の貸出態度」と金融政策の波及効果に関する議論がそれである。堀江論文はこのような意味でいくつかの夾雑物を含んでいるために、主題にそった議論の筋道をたどるのが少々難しい。

資産価格と金融政策について、堀江論文は非常に興味深いが、多くの問題を含んだ主張を展開している。それは、資産価格の急騰がインフレーション（一般物価水準の継続的上昇）に結びつくという主張である。私の判断では、資産価格の急騰とインフレーションはどちらかと言えば、同じ原因からほとんど同時に生じる結果である。ただし、一方は相対的に価格メカニズムが良く発達した資産市場の現象であり、他方は価格の伸縮性に問題があるフロー市場の現象である。したがって、現象的には資産価格の急騰が生じ、その後にインフレーションが生じるということは十分ありうることである（たとえば1972～74年の期間がその例であると言えよう）。

しかし、資産需要の構造的変化が株式、土地等の価格を上昇させる場合には、一般物価水準の上昇へ必ずしも結びつかないであろう。私は、1984年頃から継続している株価及

び地価上昇はインフレーションを伴わない種類の現象ではないかと考えている（5年以上に亘って物価水準が安定していることは、資産価格上昇から物価水準上昇への因果関係を認める仮説と整合しないであろう）。

堀江論文は、常にというわけではないが、金融政策の効果の波及過程における短期金利から長期金利へという方向の因果連鎖を強調する。しかし、比較的良く発達した債券市場においては、短期金利と長期金利は同時に決まるものと考えるべきである。たとえば、日銀がインターバンク市場で短期金利を「誘導」する場合でさえ、長期金利は日銀のこの先の政策スタンスの変更、その継続性などに関する投資家の予想を折込んで、日銀のオペレーションの直接の対象となっている短期金利とほとんど同時に変化するはずである（この点は堀江論文でも認めている部分がある）。

堀江論文では主としてマクロ変数の間の単純な時差相関係数を用いて、金融政策効果の伝播を論じている。しかし、この方法は統計的にはナイーヴにすぎるのではないと思われる。堀江氏自身も認めるように「時差相関係数自体は…因果関係を意味するものではない」し、また同時にいくつかの変数を含んだ体系で同様の計測を試みれば、しばしば結果が大きく変わるのである。

堀江論文では、金融・資本市場の複雑化とともにマネーサプライとマクロ経済諸変数との関係が複雑化することを認めながらも、マネーサプライの経済活動に対する「先行性」には大きな変化はないであろうと主張している。これは資産市場の複雑化が中央銀行の金融政策の基本を変えるのかという非常に重要な古典的問題と関連している（たとえば Tobin や Gurley-Shaw は資産市場の複雑化

Ⅲ. コメント論文

がマネーサプライの重要性を低めると主張した)。したがって、堀江論文が採用しているような単純な時差相関係数の測定ばかりではなく、さらに突っ込んだ計量分析が望まれるところであろう。

3. 資産市場の急拡大と資産価格の高騰

日本における資産蓄積のテンポは急速に進んできた。これは名目の資産残高が名目GNPを大きく上回って増加する「ストック化の現象」(堀江論文)として捉えることができる。しかも興味深い点はこの現象が1970年代半ば以降、つまり高度成長期が終息した後に生じた点ではないかと思われることである¹⁾。1960年²⁾に経済審議会がとりまとめた報告書『日本経済の長期展望』は、その直後に発表された「国民所得倍増計画」の基礎となっ

た点で重要である。この報告書は70年の実質国民総生産を過少に予測したにもかかわらず「金融の深化」の程度(ここでは非金融部門が発行する資金調達手段の総額と名目GNPの比率で定義する)については、それを非常に正確に予測していた。ところが、80年については彼らは単に実質GNPを過少に予測したばかりではなく、「金融の深化」の程度をも大幅に過少予測したのである。

(「ストック化」の実物的要因)

非常に単純なマクロ・モデル(新古典派成長モデル)によれば、定常状態における経済全体の純資産額(W)とGNP(Y)の比率は貯蓄率sを外生的に与えられる実質経済成長gで割った比率に等しい。

$$W/Y=s/g$$

- 1) つまり、1970年以降、非金融部門が発行する資金調達手段の残高は多くの専門家の予測をはるかに超えて急増したと言えるのであり、これは「ストック化」そのものではないとしても、それを象徴するひとつの側面であろう。
- 2) 1960年5月に経済審議会が発表した「日本経済の長期展望」は70年度と80年度の実質GNPと並んで金融構造を予測している点で非常に興味深い。以下がその予測値と実質値である。

実質GNP
(1956～58年度平均=100)

年	「長期展望」の予測 (A)	実績 (B)	(B/A)
1970年度	241	357	1.48
80年度	393	562	1.43

資金調達手段残高
(1958年度価:1,000億円)

年	「長期展望」の予測 (A)	実績 (B)	(B/A)
1970年度	416～470	622	1.32～1.50
80年度	615～765	1,359	1.78～2.21

「長期展望」は資金調達手段残高がGNPと安定した比率で増加するという基本的前提に基づいて予測している。したがって、GNPの過少予測は直ちに資金調達手段残高の過少予測に反映される。しかし、1980年度の資金調達手段残高の過少予測はGNPの過少予測の程度をはるかに上回っている。この点は70年度については見られない。「金融の深化」が70年から80年にかけて急速に進んだことが、これによって示唆されている。

そこで、仮に日本経済全体の貯蓄率 s はほとんど不変で実質経済成長率 g が有意に低下すれば、定常均衡における GNP あたりの純資産残高が上昇し、新しい均衡への調整過程で「ストック化」の現象が生じることになる。1970年代半ば以降は g の低下に伴う「ストック化」が、ある程度進んだとみるべきであろう。

（「ストック化」の金融的要因）

実物的要因では純資産を問題としたが、純資産以上のテンポで粗資産が増加することは十分に考えられる。つまり、経済を構成する多くの部門、主体が資産・負債両建てで残高を増す傾向があれば、実物的要因で規定される水準を大きく上回って「ストック化」が進行する可能性がある。

このような粗資産の急増は、金融・資本市場の発達によって金融取引費用が大幅に低下し、金利裁定行動やリスク・ヘッジ、さらには投機ポジションの選択の余地が広がる場合に生じるであろう。金融・資本市場に非人為的、あるいは人為的な「不完全性」が存在する場合には、金融業における技術進歩を反映して、この種の取引を増加させる。たとえば、非金融事業法人が CP を発行する一方で大口定期預金へ投資するといった取引はその一例である。日本経済の「ストック化」には、この要因も強く働いていると考えられる。

（資産価格の急騰とその影響）

しかし、この研究会の主題とされているのは、資産価格の急激な上昇であり、これは前述の2つの要因では十分に説明できない現象ではないかと思われる。提出された3つの論文がこの点について導き出している結論を、

再度要約すると、次のようになるであろう。

1980年代半ばからの株価急騰の基本的な原因はバブルとは言えない（岩田論文、堀江論文は「バブル」的な動きに言及しているが、具体的に分析をしているわけではない）。むしろ、それは投資家の要求するリスク・プレミアムが大幅に低下したことによる（植田論文、そしておそらくは岩田論文）。

株価や地価の急騰が停止し、それらが急落した場合、日本経済に与えるインパクトはどうか。少なくとも87年に起こった程度の株価低落のインパクトは、日本の政策当局にとって十分 manageable である。（岩田論文）しかし今後、政策当局の管理能力を超えた規模の資産価格暴落があるだろうか。この点はどの論文でも論じられていない（神のみぞ知る）。

また、資産価格の急騰はインフレーションに直結する可能性が高いので政策当局は十分警戒する必要がある（堀江論文）。しかし、金融政策の運営においては、マネーサプライを重視するスタンスが依然必要であって、この点についての基本的な変更は不必要である（堀江論文）。

（資本市場の構造変化の重要性）

この研究会に提出された論文は、いずれもオーソドックスなマクロ分析に議論を限定している。私の印象では、この限定のために、何れも議論も一抹の物足りなさを感じさせるものとなった。

1980年代以降の証券市場の構造変化は目ざましいものがある。この構造変化を目の当たりにすると、マクロ経済分析だけでこの研究会の主題に接近することには限界があるのではないかという漠然とした考えが生まれても不思議ではないのである。植田論文に対する

Ⅲ. コメント論文

コメントで触れたように、80年代に入ってから株式市場を中心とする資本市場の構造的変化が株価の高騰と関係があるように思われる。このような構造的変化については、差し当たり不十分な知識しかないが、今後この側面についての立ち入った研究が必要となるのではないだろうか。

また、このような構造的要因が重要だとすると、株価の暴落が生じた場合の日本経済へのインパクトについても、提出された論文とは若干異なる視点から考察する必要があるだろう。なぜならば、今日、日本の資本市場を支えている投資家は、銀行、金融機関、機関投資家、そして株式待ち合いによる事業法人であり、彼らの行動は株価が順調に上昇し続けることを前提として安定性を保っているように見えるからである。もし、これらの投資者たちが株価の上昇を前提し得なくなったときには、株式市場で非常に急激な調整が必要とされるかも知れない。

株価の暴落は、日本の金融システムの核となっている金融機関に大きな打撃を与え、それが実物経済にデフレ的影響を与えるという可能性を全く無視するのは妥当でないと私は考える（Bernanke は30年代のアメリカにおいて生じた多数の銀行の倒産が、銀行部門および金融仲介機構の効率性を破壊し、マクロ経済の実物的な活動に大きな打撃を与えたことを明らかにしている）。もちろん、このような議論は杞憂にすぎないかも知れないが、いずれにしても資本市場の構造変化に関してもう少し突込んだ分析が今後必要であろう。

以 上