



日本経済長期不況の背景

新庄, 浩二

(Citation)

神戸大学経済学研究科 Discussion Paper, 218

(Issue Date)

2002

(Resource Type)

technical report

(Version)

Version of Record

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/80200007>



日本経済長期不況の背景

新庄浩二(神戸大学)

1. はじめに

日本経済は 1980 年代後半に発生した株価・地価のバブルが崩壊を始めた 90 年代以降、経済成長率が平均して年率 1 パーセント前後という長期停滞を続けており、それまでの高成長経済とは様変わりの様相を見せている。もちろん、日本政府はその間、国債を増発して財政支出の拡大や減税を含む景気対策を何度も実施し、金融面でもゼロ・パーセントにまで達する低金利政策、並びに日銀による思い切った金融の量的緩和政策を行ってきた。しかし、バブル以前の時期とは異なり、これらの景気対策の効果は一時的なものに止まり、内需(民間の消費や投資)の持続的拡大を伴う成長経済を実現するには至っていない。需要の減退は供給過剰から諸物価の下落を引き起こしており、1998 年以後は名目 GDP が減少し始めるというデフレ経済の状況に陥っている。時間の経過とともに事態はむしろ悪化の方向を辿っており、政府は危機意識をもって抜本的打開策に取り組むことが望まれる。

本論文の目的は、しかし、現状の打開策を論ずることにあるのではなく、日本経済が今日のような長期不況に陥ったのはなぜか、という問題をやや長期的視点から考察しようとする点にある。一国の経済成長率はその国の経済が発展し先進国にキャッチアップするにつれて逡減する傾向のあることはよく知られている。日本の場合も 1960 年代の年率 10%を上回る高度成長時代から、2 度にわたる石油危機を経験し、また開放体制からグローバル経済へ移行した 1970～80 年代には成長率が半減ないしそれ以下へと低下してきた。90 年代以後の“バブル後”の経済が停滞に陥っているのも、株価や地価の下落というバブルの反動から生じた不況要因以外にも、少子・高齢化による人口減少、グローバル市場での競争の激化、労働時間短縮・労働意欲減退、などの諸要因が複合的に作用していると考えられる。しかし、他の成熟先進国と比較して成長率の低下が日本で特に著しいのは、何か日本に特有の要因が作用しているからであり、それはバブル後の株価や地価の動きに原因があるとするのが、本論文の強調しようとする論点である。

株価や地価の動向の日本経済に与える影響については、特に 1980 年代のバブル発生期(1987～90 年)とその後の崩壊期に焦点が当てられ、多くの考察がなされている¹。しかし、本論文の主眼点は、地価の上昇は 1950 年代から始まっており、石油危機後の 1974 年に起こった一回の下落を除き常に上昇してきたことが、“土地本位制”といわれる土地を担保とする独特の金融システムを生み出し、これが戦後の日本経済の発展を背後で支えてきた基本的要

因であるという仮説を提起することにある。日本経済の発展を牽引したとされる日本型企业経営システムも地価の上昇に支えられた高株価・含み益をテコとする積極的拡大戦略が効を奏した結果であるといえ、その意味で日本企業は外国企業と全く対等の条件の下で競争してきたとは必ずしも言えない面がある。

バブル崩壊後、一転して地価が下落を始め、株価・地価ともにいまだ下げ止まらない状況になると、金融システムは巨額の不良債権の発生により経済に必要資金を供給するという機能を果たせなくなる。従って、地下が下げ止まらない限りは、日本経済が再び成長軌道に乗ることは難しく、仮に下げ止まったとしても、過去のような“地価の上昇”を成長のエンジンとすることは今後期待できないであろう。言い替えれば、これまで日本経済の成長エンジンであった地価の上昇に依存しない経済運営を迫られるわけであり、そのためには地道な経済構造改革を進めて競争市場メカニズムが機能する経済システムの構築を目指さなければならない。

本論文の構成は以下の通りである。まず、第2節では、戦後日本の経済成長率の推移を各需要項目の成長への貢献という観点から考察する。次いで、第3節では、1980年代後半のバブルと関連した地価と株価の動きを1955年～2001年までについて検討し、その間に生じた価格変化による含み益(又は損)額を明らかにする。なお、この含み益(又は損)に関する簡単な計量分析の結果を補論で報告する。第4節では、バブル発生に至る経緯を部門別貯蓄投資バランスの観点から検討し、同時にその間に政府が実施した財政・金融政策についても要約的に触れる。最後の第5節では、日本経済の現状と展望について簡単にまとめて結びとする。

2. 経済成長率の推移

2.1 図表1は1956～2001年度の期間の実質GDP成長率とその各需要項目の成長貢献度を示したものである²。これによると、1956～73年度、1974～1990年度、1991～2001年度と三つの期間の平均年成長率はそれぞれ9.10%、3.91%、1.09%と求められ、長期的に日本の経済成長率が大きく逡減していることが分かる。図では、GDPの支出面の構成要素を民間消費(C)、民間住宅投資(H)、民間企業設備投資(I)、公的需要(すなわち、政府消費と公的資本形成の合計)(G)、財貨・サービス純輸出(NE)に分け、それぞれの成長への貢献度が示されている³。

上記の三つの期間(以下では、高度成長期、安定成長期、低成長期と呼ぶ)について、成長貢献要因を簡単に考察しておこう。

(i) 高度成長期では、民間消費(C)と公的需要(G)が安定して成長に貢献した要因であったが、その上に民間設備投資(I)の大幅な伸びが加わり、しばしば10%を上回る成長が達成された。

短期的な景気変動は民間設備投資の動きに密接に対応していることが分る。また、この期間の財・サービス輸出は順調に伸びたが、輸入の伸びがこれを上回ったため、純輸出で見るとむしろ成長に対してマイナス要因として働いている場合が多い。この時期を一言で特徴づければ、設備投資主導型高成長と表現できる。

(ii)安定成長期になると、民間消費(C)、公的需要(G)のいずれも安定した伸びが見られなくなり、代って純輸出(NE)が 1974 年と 1979 年の 2 度の石油危機後の時期に成長に貢献する場面が見られるようになる。その結果、アメリカやヨーロッパ諸国との貿易摩擦が激化し、1985 年 9 月のプラザ合意による円的大幅な切上げに至るが、これを契機に円高への対応に国内政策の重点が向けられることになる。この点については第 4 節で詳しく述べる。他方、設備投資(I)は 1980 年代の後半(バブルの時期)に再び大きな盛り上がりを見せ、その結果 4 年間(1987~1990 年)連続して 5%を越える高成長を実現させた。

(iii)低成長期は 1989 年暮の株式市場の暴落とこれを受けて 90 年以降始まった連続的な地価下落を背景に、設備投資(I)の 3 年連続の落ち込み、および消費需要(C)の低迷がきっかけとなった。1992 年から 1995 年にかけては公共投資の拡大を主な内容とする 10 兆円を越える規模の経済対策が毎年打ち出されたため、これが成長率の下支えに貢献している様子が図表 1 から確認できる(後出の図表 4「経済対策・事業規模等」参照)。1995~96 年にかけて内需の回復傾向も見られ、いったんはバブルの反動不況から脱出したかに見えたが、ここで政府(橋本内閣)が財政再建路線を打ち出したため、再び内需(特に、消費(C)と住宅投資(H))が落ち込み、金融システム危機を招いて、1997~98 年にはゼロ成長へと逆戻りした。その後も 1998~2000 年にかけて大規模な緊急経済対策を毎年実施し、景気回復に努めたが、一時的な需要下支え効果を見せたに止まり、内需拡大を通じた経済の自律的回復に結びつく形とはなっていない。

2001 年 5 月に政権を担当した小泉内閣は“構造改革なくして景気回復なし”のスローガンを掲げて登場した。即ち、増大する財政赤字に配慮して、国債発行枠を 30 兆円とし、大規模な財政支出を伴う景気対策は打ち出さず、規制緩和・構造改革を断行することにより市場経済メカニズムの働きを通じて景気の自律回復を促すとするのが基本方針であり、改革断行の期間はゼロもしくはマイナス成長も辞さないとしている。

2.2 以上、戦後の日本経済の成長プロセスを、高度成長期、安定成長期、低成長期と三つの期間に分けて各期間の特徴を簡単に考察した。高成長期から安定成長期への移行には、2 度にわたる石油危機の影響、および日本経済が先進国経済にキャッチアップし輸出拡大を実現して貿易黒字を累積させた結果生じた円高効果が主要な要因として働いたと考えられる。次いで、安定成長から低成長への移行はバブル崩壊に伴う不況が直接的契機となったが、そ

の後も 10 年以上にわたって長期間停滞を続けている原因として、1990 年を境にそれまで上昇一本槍であった地価が下落に転じ、現在も下げ続けているという事実を指摘することができる。“土地本位制”と揶揄されるように地価の安定あるいは上昇に対する人々の確信に近い期待は高株価をもたらすと同時に、含み益に支えられた積極的な企業経営を可能とし高度成長を実現させた key factor であったといえる。逆に、戦後初めて地価の連続的な下落を経験する 90 年代以降の日本経済は、この地価ならびに株価下落に因る資産デフレの影響を免れず、地価の上昇局面とは様変わりの経済停滞を続けていると見ることができる。次に、この資産価格の動きを詳しく検討しよう。

3. バブルの発生と崩壊：地価・株価の動き

3.1 まず、地価と株価をデータの利用可能な 1955 年から図示したのが、図表 2 - 1 である。ここで用いる株価は東証株価指数(1968 年 1 月=100 とする月次データを半期データにしたもの)、地価は日本不動産研究所発表の全国市街地価格指数(全国平均)および六大都市市街地価格指数(用途地域別平均)の半期データで、いずれも株価指数に合わせて 1968 年前期を 100 に調整している。

まず、株価について見ると、60 年代には循環的な上下の動きをしているが、その後は第一次と第二次の石油危機時のごく一時的な低下局面を除くと 1989 年後期にピーク(1989 年 12 月の 2859.6 が最高値)を迎えるまではほぼ 20 年の間一貫して上昇傾向を示す。特に、1980 年代半ば以降の急激な上昇振りは異常である。株価バブルがいつ発生したか、についていくつか研究では 1987~90 年頃とする見方が有力であるが⁴、むしろ 80 年代前半から強気の予想に基づくバブル的な株価上昇が始まっていたと考えられる。しかし、1990 年以後はバブルの崩壊で株価は急落し、ピーク値から 50%ほど値下げしたレベルを中心に上下の振動を繰り返して現在に至っている⁵。

このような 1990 年頃をピークとする株価のトレンド的上昇とそれ以後の停滞した株価の動向を背後から支配しているのが、地価の動きである。図表 2 - 1 に示した日本不動産研究所発表の市街地価格指数(全国平均および六大都市用途別平均)によれば、日本の地価は 1955 年から 1990 年前期にピークを迎えるまでの約 35 年の期間、第一次石油危機の 1974 年後半に一度わずかに下落した以外はずっと一貫して上昇を続けてきた。これが地価は絶対に下らないという“土地神話”を形成し、人々の行動を大きく支配してきたわけである。なお、ピーク値は全国平均が 581、六大都市用途別平均が 1222 と、六大都市の値が大きく上回っている。ここでは立ち入らないが、用途別では商業地が住宅地や工業地の地価に比べて一段と上昇している。

ところで、地価の動きは株価とは異なり一旦 1990 年にピークに達し、下落に転じるとその後現在に至るまで下げ続けており、まだ反転の兆しは見られない。1991 年から始まったバブルの反動不況からすでに 12 年が経過し、その間に 2 度の景気循環を経験したが、平均 1% 程度の成長に止まっているのも、地価の下落とそれに引きずられた株価低迷という資産デフレに起因するものと思われる。

3.2 地価や株価などの資産ストック価値の変化が経済主体の行動に影響を及ぼすという場合、コストを負担して調達した部分と単なる価格変化により生じた含み益部分とを別けて考える必要がある⁶。当然のことであるが、もしコストを負担せずに価格上昇によって棚ぼた的に手に入る“含み益”(windfall gains)がほぼ確実に期待できるのであれば企業家や家計の行動はきわめて強気のものとなるであろう。『国民経済計算年報(SNA)』ストック編では、1970 年以後各年末の期末貸借対照表勘定において資本調達勘定と調整勘定(価格変化分)とが公表されているので、これから土地および株式の価格変化による毎年の含み益(或いは含み損)を求めて図示したのが図表 2-2 である。なお、ここでは各年の名目 GDP に対する比率で示している。

これによると、地価上昇に伴う含み益(又は、値上り益)は 1970 年から 1990 年の期間を通じて一度もマイナス値となったことがない。GDP 比を見ると、1972-73 年の列島改造ブームの時期、1979-80 年第二次石油危機時⁷、およびバブルの時期(1986-90 年)にはほぼ GDP の 50%あるいはそれを上回る値を示しており、特に、バブルのピーク時(1988 年)には 1.19 と GDP をも超える規模にまで達していることが分かる。他方、1991 年以後には一転して地価の下落に伴う含み損が連続して生じており、その規模も GNP 比で見て 20~40%前後とかなりのレベルに達し、経済活動に対しても無視できない抑制的影響を与えていると予想される。

次に、株価変動に伴う含み益(損)の動きを見よう。株式含み益の場合、1972 年の列島改造ブーム時にやや目立った値(対 GNP 比 36%)を示した以外は 80 年代半ばまでは含み益と含み損とを繰り返している。しかし、1986~89 年のバブル期には含み益が急増し、GNP の 50% 近くにまで達したことが確認できる。株価の暴落は地価下落よりも一年早く始まり、1990 年に大きな含み損を発生させたが、その後は、含み損と含み益とが景気の動きに合わせて交互に生じている。

なお、図表 2-2 では土地と株式含み益の合計についても示しているが、両者を合わせると 1986-89 年の 4 年間は名目 GNP 前後の含み益が毎年発生していたことが分る。これが如何に強気な企業の設備投資行動を誘発し、一転、バブル崩壊後は過剰設備と巨額不良債権の発生という重圧を日本経済に課すことになったかは容易に想像できる⁸。この図表 2-2 に示

した土地と株式の含み益(損)の規模から判断して、経済活動に与える影響という点で戦後の日本では地価の変動による方がはるかに株価変動のそれを上回っていたと考えられる⁹。

3.3 これまで、土地および株式の価格変化とそれに伴う含み益(損)を見てきたが、次に SNA 記載の貸借対照表に依拠して、土地と株式資産の各期末ストック値の動きを考察しておこう。図表 2-3 では、上記資料が示す土地と株式ストックとともに、東証一部上場株式時価総額と名目 GDP が示されている。このデータによると、土地ストック値は 1972 年の列島改造ブーム時に名目 GNP の 3 倍を超えたが、それ以後 80 年代前半までは 3.3 倍程度でほぼ一定値を保っていた。しかし 1986 年以後急上昇し 1990 年のピーク時にはこの値が 5.7 倍にまで達した後、漸減し 2000 年時点では名目 GNP の 3.1 倍にまで下がっている。

次に、株式ストック値を見ると、SNA 記載の時価評価額は東証一部上場株式総額をかなり上回っているが、上昇トレンドとピーク値以後の動きは両者に共通している。いずれも 1989 年にピークを迎えるまで加速度的に上昇し GNP 値を大きく凌駕したが、その後、反転して急落し、以後ほぼ横ばいで循環的に推移して現在に至っている。なお、名目 GDP は SNA 統計によれば過去一度も減少したことがなく 1997 年までは増大を続けてきたが、1998 年から一転して減少を始め 2001 年を含めると 4 年連続してマイナス成長率を記録している。実質 GDP で測ると 1999、2000 年にはプラスの成長率が算出されるが、これは GDP デフレーターが下落した結果計算上得られたものであり、1998 年以降、現時点に至るまで貨幣価値で捉えた経済活動の規模が縮小を続けているという点には留意が必要である。

4. 部門別貯蓄投資バランス：過剰貯蓄と政府の対応

前節で述べたような 80 年代後半のバブル発生の直接的原因としては日本銀行の採用した過度に緩和的な金融政策が挙げられる(図表 5「各種金利およびマーシャルの K の動き」参照)。しかし、その背景には累積する経常収支黒字の下で 1985 年 9 月のプラザ合意を受けて進行する円高があり、日銀に対しては国内(輸出関連企業)、国外(ドル下落防止)、更には、財政再建を目指す大蔵省からの金融緩和に対する強い圧力が当時働いていたことが指摘できる。以下では、部門別貯蓄・投資バランスの観点から日本の過剰貯蓄とそれに対する政府の対応について検討しよう。

国民経済計算の考え方から、各経済主体の貯蓄・投資バランスは、以下のように導くことができる。まず、支出面の GDP(Y)は、消費(C)、投資(I)(住宅投資と在庫投資を含む)、政府支出(G)、輸出(X)、輸入(M)とすると、次式で表わされる。

$$Y = C + I + G + X - M$$

この両辺より、政府が徴収する税(T)を差し引き、 $Y - T - C = S$ （貯蓄）という関係を利用すると、

$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

民間貯蓄超過 財政赤字 経常収支黒字

が成立する。すなわち、ここで左辺が民間の投資を上回る貯蓄超過を示すのに対し、右辺は財政赤字と経常収支黒字の合計を表し、両者が事後的恒等的に等しいことを意味する。

戦後の日本では、家計貯蓄率が国際的に見て高いことが知られているが、第一次石油危機までの高度成長時代には、民間の投資意欲も強く高貯蓄と高投資のバランスがうまくとれていた。しかし石油危機後は投資活動が停滞したのに対して家計貯蓄の方はさほど落ちこまず、民間部門では過剰貯蓄の傾向が生じた。上記の恒等関係から明らかなように、民間部門において生じた過剰貯蓄は政府部門の支出超過(財政赤字)か海外部門の支出超過(経常赤字)によって吸収される必要がある。この様子をグラフで示したのが、図表 3-1 である。それによると、民間部門の貯蓄超過は 1975 年から目立ち始め、以後、第二次石油危機の時期(1979、80 年)を除いて 1986 年まで連続して 4%を上回る水準の続いていることが分る。これに対して、政府は 1975、1977、1978 年と続けて公共事業拡大の景気対策を実施したため、一般政府の支出超過は民間の貯蓄超過に見合った 4%近いレベルまでに拡大した。この間、公債発行を伴う積極的財政運営を行った結果、公債依存度実績(中央政府一般会計歳出額に占める公債発行額の占める比率)が急増し、1978-80 年度の三年間には 30%を越えるに至り、政府は財政赤字の削減に取り組むことを余儀なくされた。そして、1982 年度予算編成ではゼロシーリング、1983 年の概算要求枠には 5%のマイナスシーリングを導入、財政非常事態を宣言する(鈴木内閣 1982 年 9 月)など、一般歳出の伸びの抑制に努めた結果、政府部門の赤字は 80 年代半ばにかけて急速に減少に向かった(図表 3-2 参照)。

この時期に政府部門の支出超過に代って民間貯蓄超過を吸収したのが海外部門の経常収支赤字である。すなわち、第二次石油危機の打撃から素早く立ち直った日本の輸出産業はアメリカ・レーガン政権のドル高政策に助けられて輸出を伸ばしたため、日本の経常収支黒字額の対 GNP 比は急増し、1985 年には GDP の 4%にまで達した(図表 3-3 参照)。当時の中曽根内閣はアメリカからの市場開放要求に対応して輸入拡大のための市場アクセスの改善および民間活力導入による内需拡大に努めたが、1985 年 9 月のプラザ合意を受けて円レートが急騰し始めると、公定歩合を頻繁に引き下げると同時に財政支出を伴う経済対策(1985 年 10

月、1986年9月、1987年5月)を実施し、円高への阻止並びに円高不況からの脱却を図った(図表4参照)。

結果から見ると、この時期の円高に対する政府の過剰反応がその後のバブルを引き起こす原因になったといえる。1988～1991年かけては公定歩合が2.5%という歴史的な低金利の下で発生した過剰流動性により誘発された土地・株式のブームの下で民間設備投資が盛り上がったため、貯蓄過剰は解消し海外経常赤字も縮小、一般政府の財政バランスは一時的に黒字を記録するに至った。しかし、バブルが崩壊し、民間投資が急減すると同時に1992年以後再び民間部門の貯蓄超過が拡大を始め、これを吸収するための一般政府赤字も以前を上回る規模に膨張している。これは、1992年以後に宮沢内閣をはじめ歴代政府が国債発行を伴う大規模な経済対策をたびたび実行した結果であるが、一般会計歳出額に占める公債依存度が40%に近いという値に苦しい財政状況が表れている。なお、石油危機後に歴代の内閣が実施した経済対策が一覧表の形で図表4に示している。

5. 現状と今後の展望・・・・・・結びに代えて

2002年10月に発表された政府内閣府作成の景気動向指数によれば、日本経済は景気回復局面にあると判定され、今年度および来年度の成長率はなんとかプラス(0.2―0.5%)というのが政府の見通しであるが、今年度のプラス成長の半分近くは輸出によるものであり、国際情勢の如何に大きく左右されるという不安定な要素を拘えている。また、実質GNP成長率が1パーセント未満に止まれば、名目GDPが増加に転じる可能性はほとんどない¹⁰。

現在わが国の財政状態は、国および地方の財政赤字の対GDP比が7.2%、同債務残高のGDP比が144.9(いずれも2001年度2次補正後)と悪く、もし名目GDPの低下が続けば、ますます税収の減少をもたらし、財政面からの景気刺激の余地が一層限られることになる。他方、金融政策面では、日銀がすでに昨年9月よりゼロ金利の下でベースマネーの大幅な量的拡大政策に踏み出しており、通常の政策手段は出しつくしたといってよい状態にある。

現小泉政権は拡大する財政赤字に配慮して国債発行を30兆円の枠内に押さえることに拘わり、財政支出に頼らずに構造改革を断行することにより本格的な景気回復を待つという方針を採っている。現在はまだ低成長を覚悟した改革期間中であり、ある程度の企業倒産と失業の発生は止むを得ないと見ていると考えられる(図表6参照)。

しかし、問題はこのような状態をいつまで続けられるかということである。デフレの進行がこのまま続けば、税収減から30兆円の国債発行枠の突破は避けられなくなり、その場合、国債の格付けが一段と引下げられるという危険な事態も予想される¹¹。

景気の本格的回復のためには、民間の設備投資の拡大が必要であるが、過剰設備・過剰債

務を抱えた企業部門では投資収益率が低下しており、すぐには設備投資の盛り上がりは期待できそうにない。企業の過剰債務の裏側にあるのが、銀行部門の巨額不良債権である。国内銀行(140 行)の損益状況を見ると、経常収益(貸出金利息・配当金・手数料収入)は 91 年以来減少が続いており、95 年度以降は貸倒引当金計上のため当期利益がマイナスを続けている状況にある。他方、国内銀行の貸出金残高は、BIS α 自己資本比率規制や資金需要の低迷もあり、94 年頃からほとんど伸びておらず、98 年以降は顕著に減少を続けている。

このような状況は極めて危険で憂慮すべきであり、このまま放置しておけば事態はますます悪化の方向に進むと予想される。政府はようやく 9 月末の内閣改造を契機に改めて不良債権の処理に本格的に取り組む姿勢を見せているが、まずデフレ状態からの脱出が先決であり不良債権の処理と同時に需要喚起のために税・財政・金融政策を総動員して、現在のデフレ経済からの転換を図ることが望まれる。

注

- 1 例えば、野口〔1992〕、小川・北坂〔1999〕、奥村洋彦〔1999〕、香西・白川・翁〔2001〕、小林・加藤〔2001〕、松村・奥野〔2002〕、田中〔2002〕。
- 2 1956~1979 年の期間は 1968 年 SNA 基準、1980 年以降は 1993 年 SNA 基準のデータを用いている。
- 3 実質 GDP(≡Y)は定義的關係から次式のように書ける。

$$Y \equiv C + H + I + G + NE$$

ここで、 $\Delta Y = Y_{t+1} - Y_t$ 、 $\Delta Y / Y_t$ で成長率を表すと、

$$\frac{\Delta Y}{Y_t} \equiv \left(\frac{C}{Y} \right)_t \frac{\Delta C}{C_t} + \left(\frac{H}{Y} \right)_t \frac{\Delta H}{H_t} + \left(\frac{I}{Y} \right)_t \frac{\Delta I}{I_t} + \left(\frac{G}{Y} \right)_t \frac{\Delta G}{G_t} + \left(\frac{NE}{Y} \right)_t \frac{\Delta NE}{NE_t}$$

という形で各構成要素の成長率への貢献度に分解できる。

ただし、上では在庫投資を省略している。

- 4 例えば、翁・白川・白塚〔2001〕13 頁。
- 5 図表 2-1 では、2001 年前期までの値しか示されていないが、日経平均株価は 2001 年 9 月の同時テロの後、1 万円を割り込み、更に 2002 年 10 月には 9,000 円を割り込みバブル後の最安値を更新している。
- 6 株価・地価の変動の結果生じた含み損益の問題を取り上げた研究として、小峰〔1989〕、〔1997、第 4 章〕が挙げられる。
- 7 第一次石油危機時(1973~74 年)には列島改造ブームの反動で地価が下落したのに対し、第二次石油危

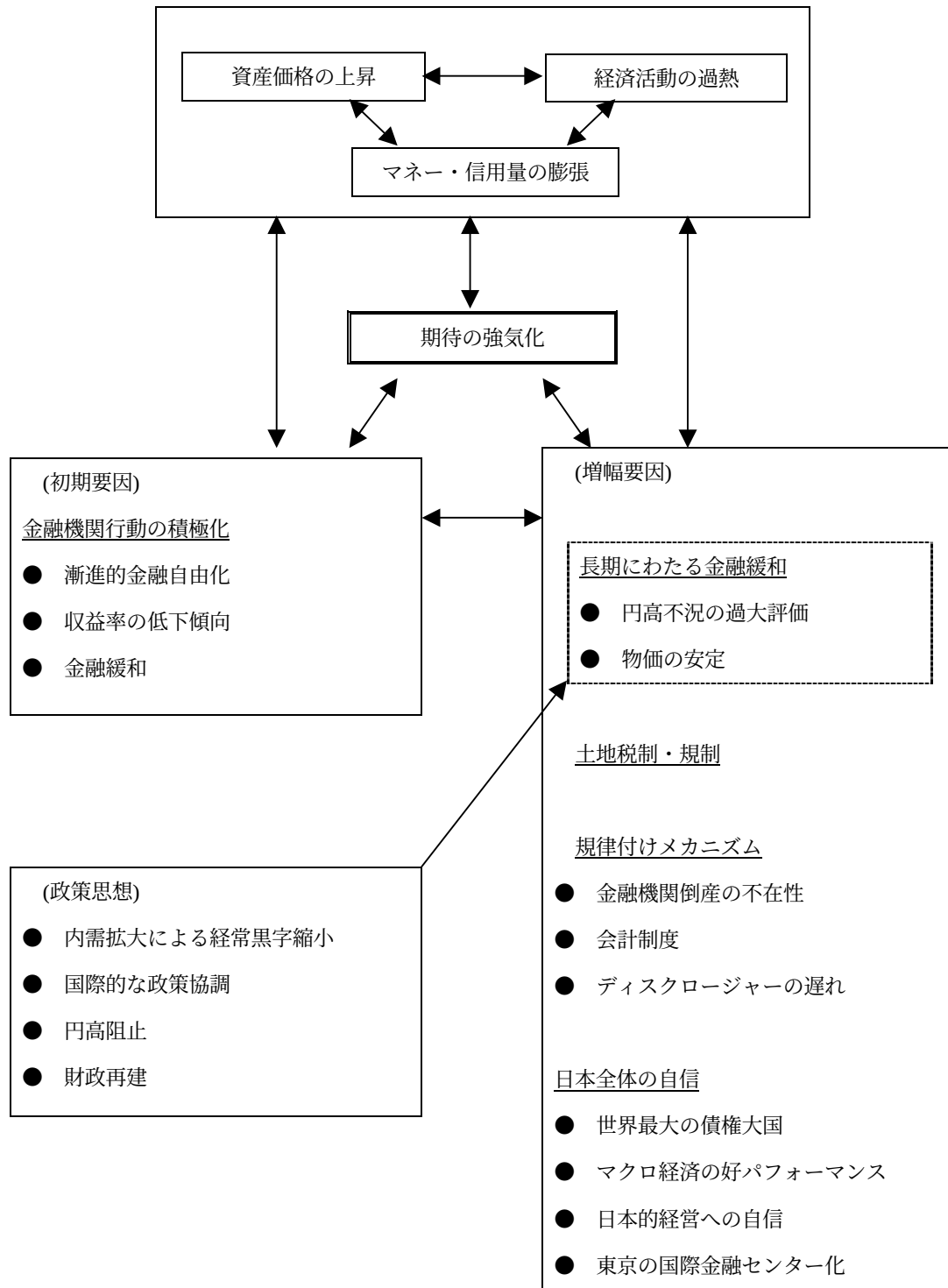
機の時期(1979～80 年)にはむしろ土地の含み益が上昇していることが注目される。日本経済が他の工業諸国に比べて第二次石油危機から比較的容易に回復できたのは、この地価の含み益があったためではないかと推測される。

8 地価および株価の変動、並びに金融資産や土地資産が銀行(融資行動)、企業(設備投資、資産選択行動)、家計(消費、住宅投資行動)のそれぞれに与える影響を詳細に分析した研究として、小川・北坂〔1998〕が挙げられる。

9 翁・白川・白塚〔2001〕では、1987－90 年の時期にバブル経済が発生した原因として、以下のような諸要因を挙げ、下に示した概念図(付図)でそれらの相互関係を整理している。

1. 金融機関行動の積極化
2. 金融自由化の進展
3. 金融機関のリスク管理の遅れ
4. 自己資本比率規制の導入
5. 長期に亘る金融緩和
6. 地価上昇を加速する税制・規制のバイアス
7. 国民の自信、ユーフォーリア(陶醉)
8. 東京への経済機能一極集中、「国際センター」化

付図：日本のバブル経済の概念図

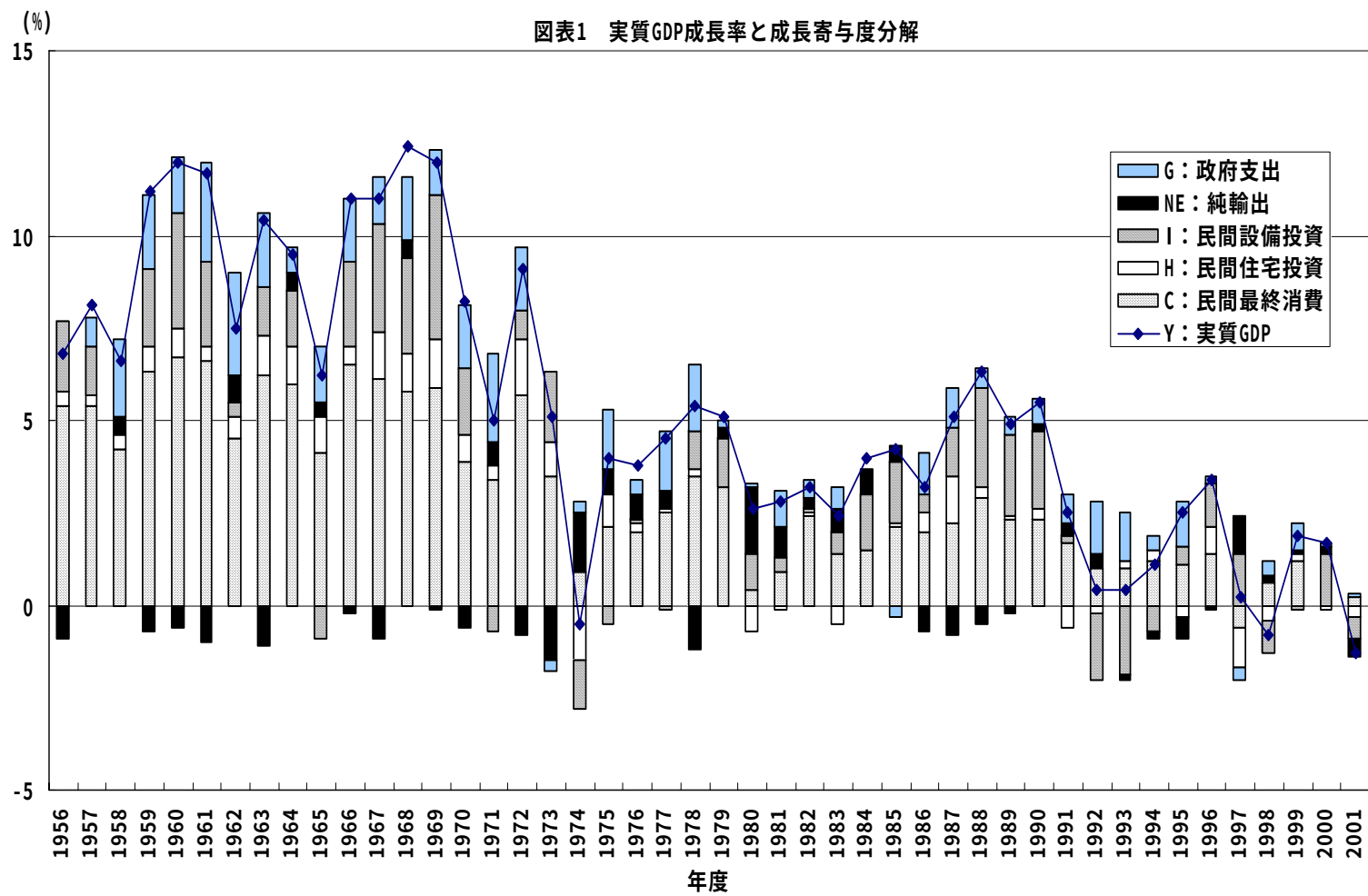


本論文で強調したいのは、日本では地価の上昇がすでに 50 年代から始まっており、この図が示すような資産価格上昇の景気拡大効果は 1987-90 年のバブル期に典型的な形で現われたけれども、それ以前からすでに日本経済システムに built-in されており、80 年代末までの発展をずっと支えてきたという点である。そして、90 年代以後に長期停滞に陥っているのは、資産価格が下落を始め、ずっと下げ止まらないため、上のメカニズムが資産価格の下落⇨経済活動の抑制⇨マネー・信用量の収縮、という形で逆回転を起こして経済活動の縮小を招いているためである、と解することができる。

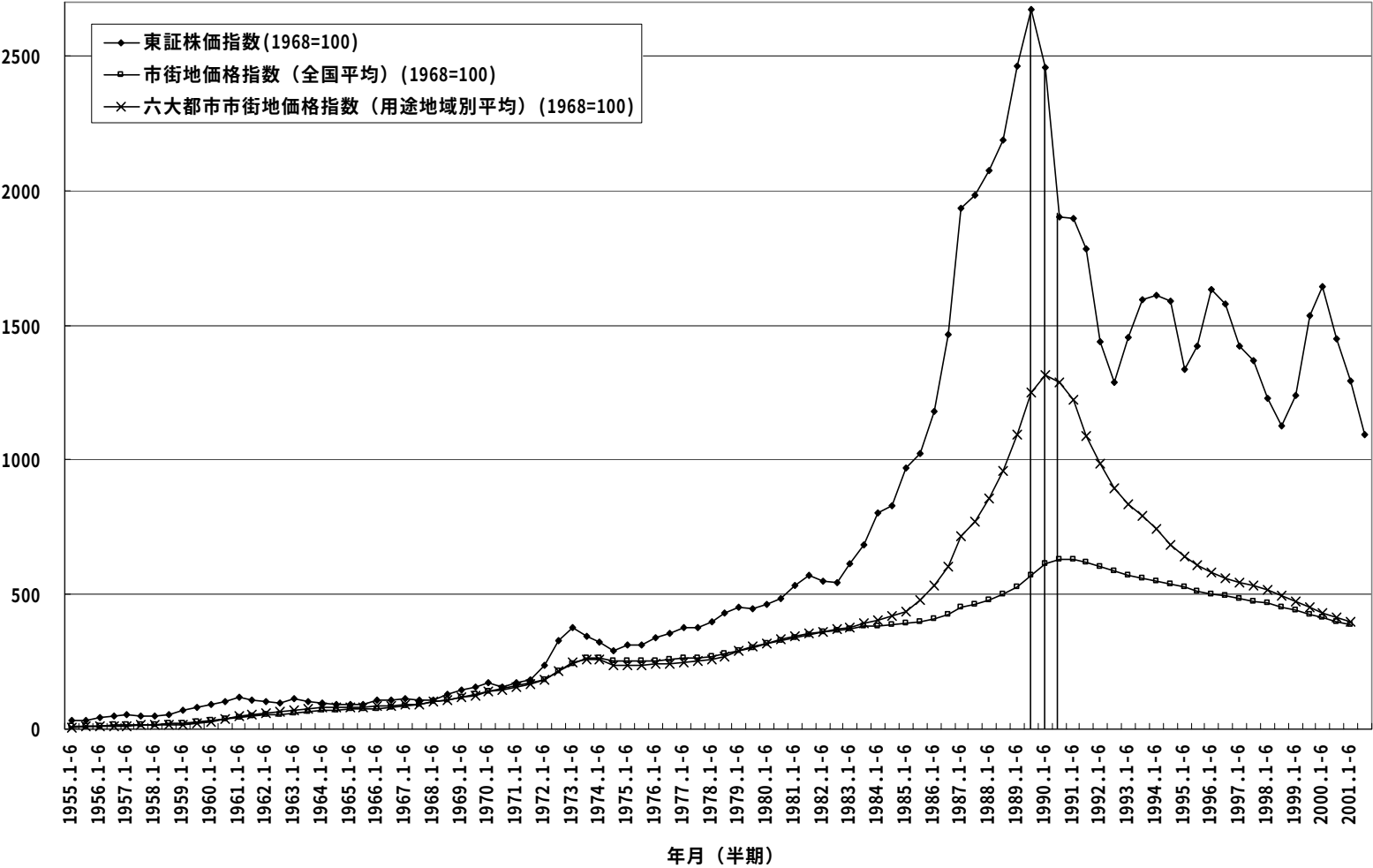
- 10 国土交通省が 9 月 18 日発表した 7 月 1 日時点の基準地価は、全国平均で前年比 5.0% の下落となっており、むしろ下落幅は拡大している。
- 11 深尾〔2001〕参照。

参考文献

- 翁 邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策—1980 年代後半の日本の経験とその教訓」
香西・白川・翁〔2001〕 第一章所収
- 小川一夫・北坂真一、『資産市場と価格変動』 日本経済新聞社 1998 年
- 奥村洋彦、『現代日本経済論』 東洋経済新報社 1999 年
- 香西 泰・白川方明・翁 邦雄、『バブルと金融政策』 2001 年
- 小林慶一郎・加藤創太、『日本経済の罟』 日本経済新聞社 2001 年
- 小峰隆夫、『最新 日本経済入門』 日本評論社 1997 年
- 、『株価・地価変動と日本経済』 東洋経済新報社 1989 年
- 田中隆之、『現代日本経済 バブルとポストバブルの軌跡』 日本評論社 2002 年
- 野口悠紀雄、『バブルの経済学』 日本経済新聞社 1992 年
- 深尾光洋、『日本破綻』 講談社現代新書 2001 年
- 松村岐夫・奥野正寛編、『平成バブルの研究 上(形成編)、下(崩壊編)』 東洋経済新報社 2002 年



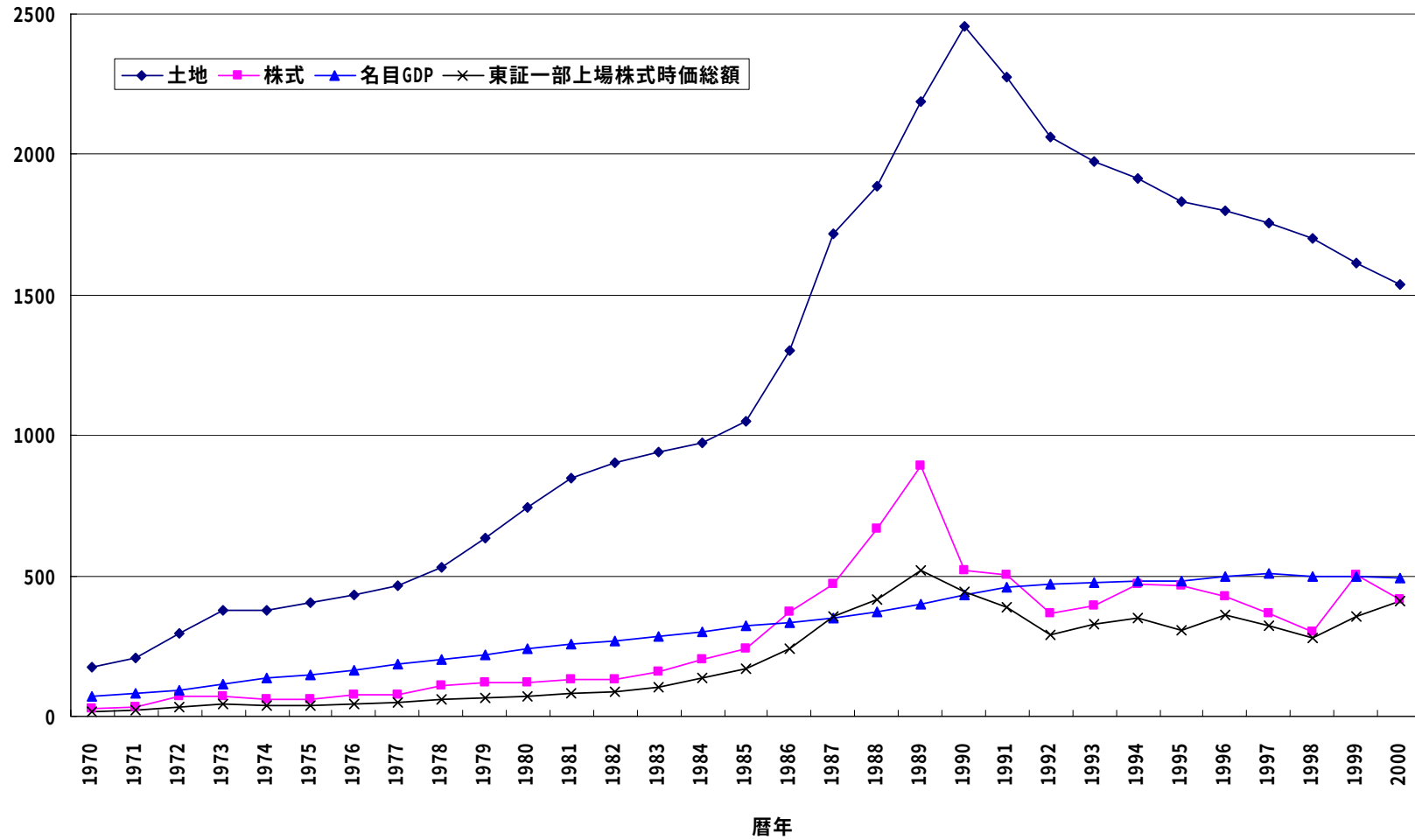
図表2-1 地価および株価指数の推移：1955～2001（1968年前期＝100）



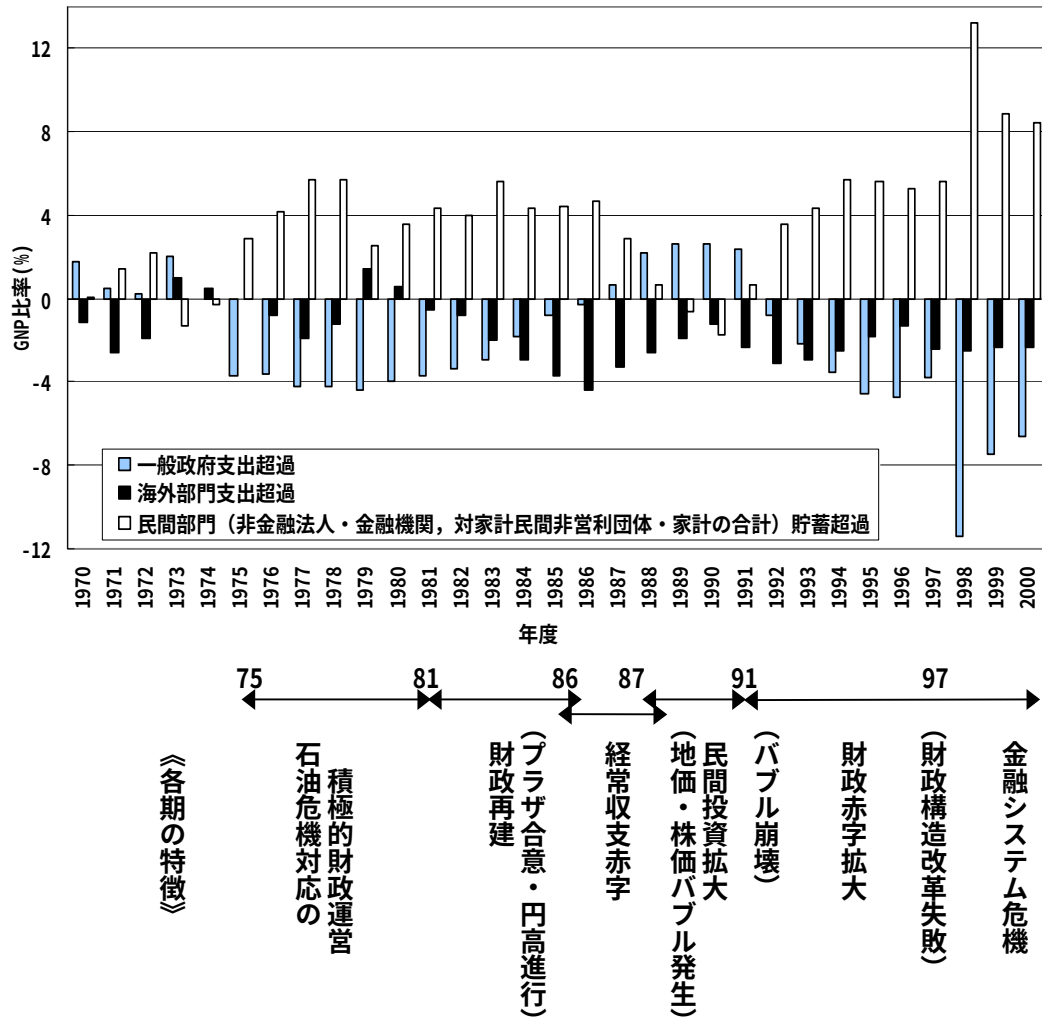
図表2-2 土地および株式含み損益の対GDP比



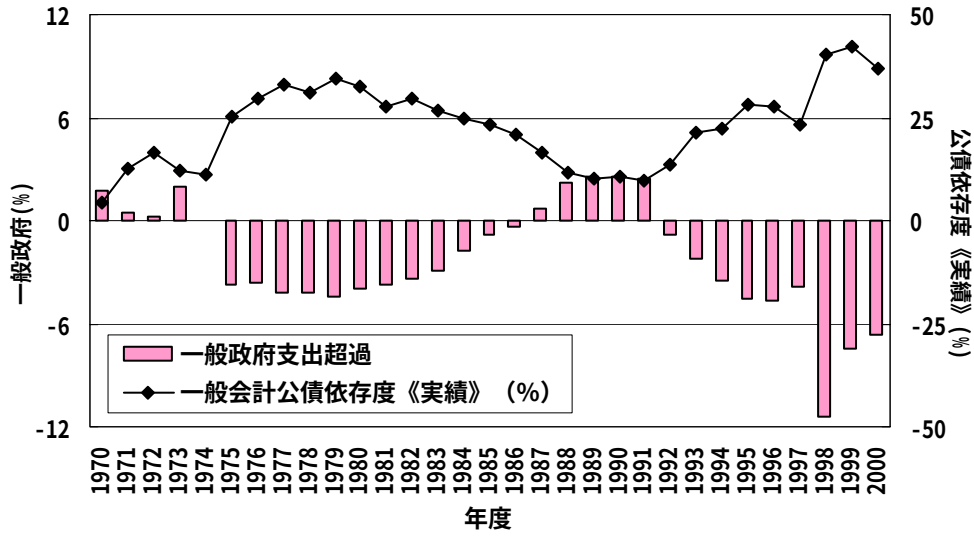
図表2-3 名目GDP，土地・株式ストック時価の推移



図表3-1 部門別貯蓄投資バランスのGNP比

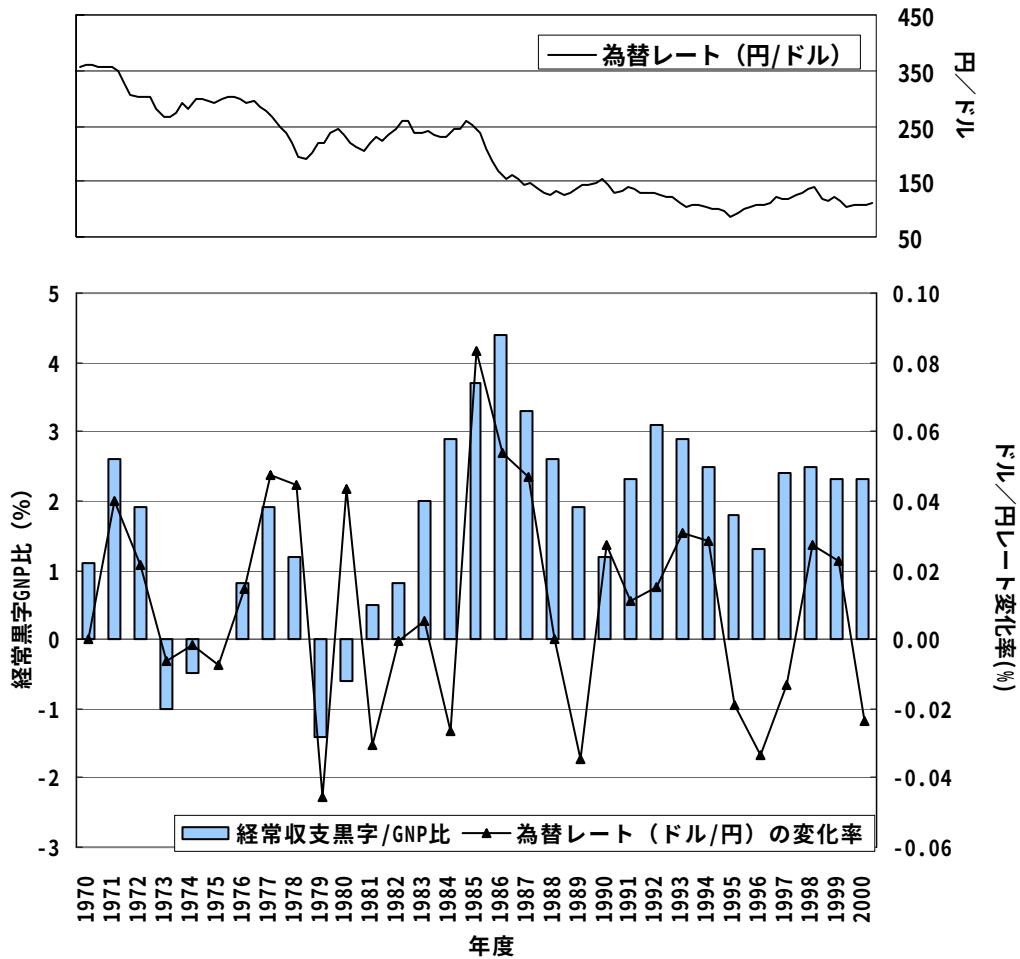


図表3-2 一般政府貯蓄投資バランス（GNP比）と一般会計公債依存度



(出所) 『国民経済計算年報』 (各年)

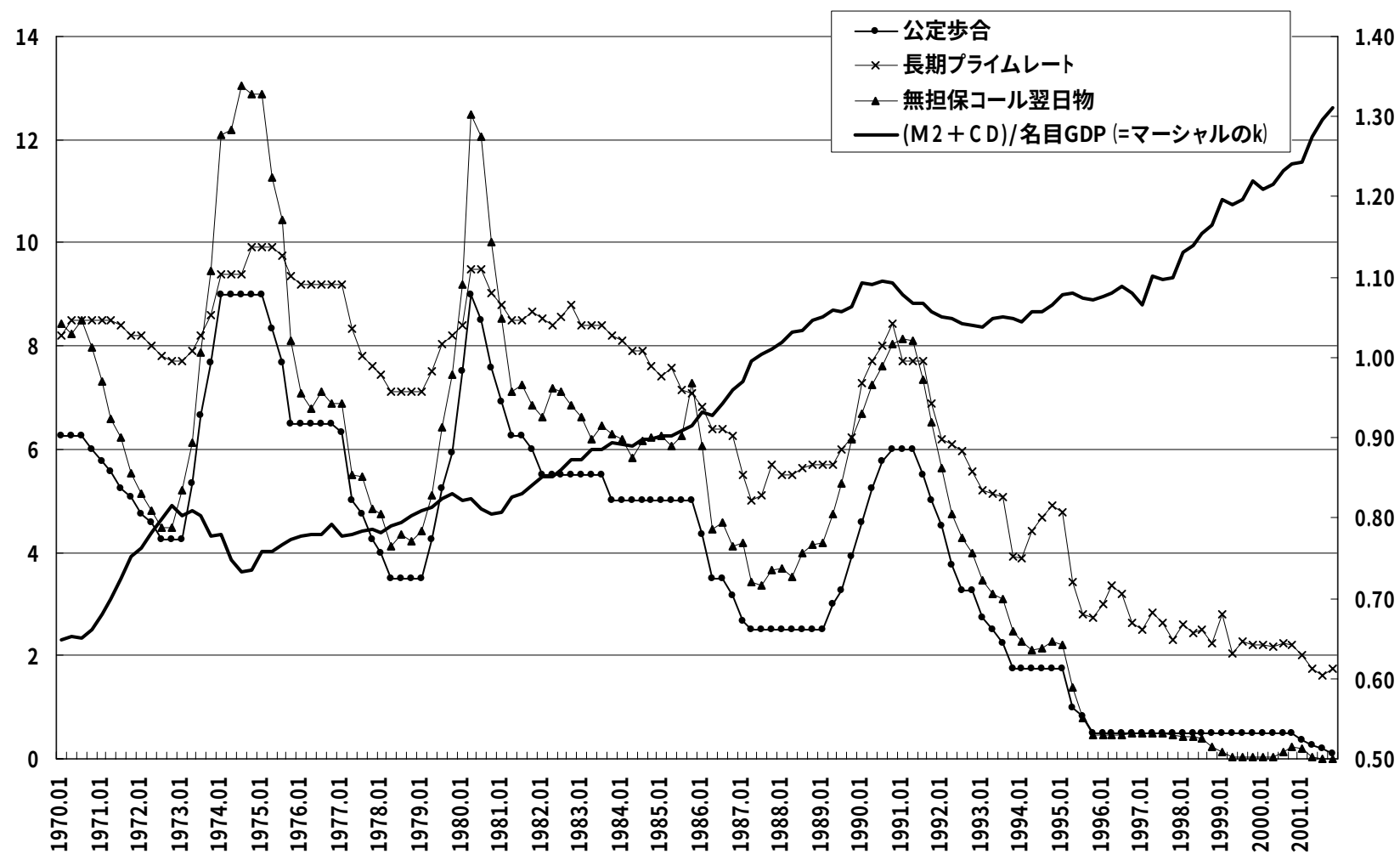
図表3-3 海外部門経常収支（GNP比）と為替レートの変化



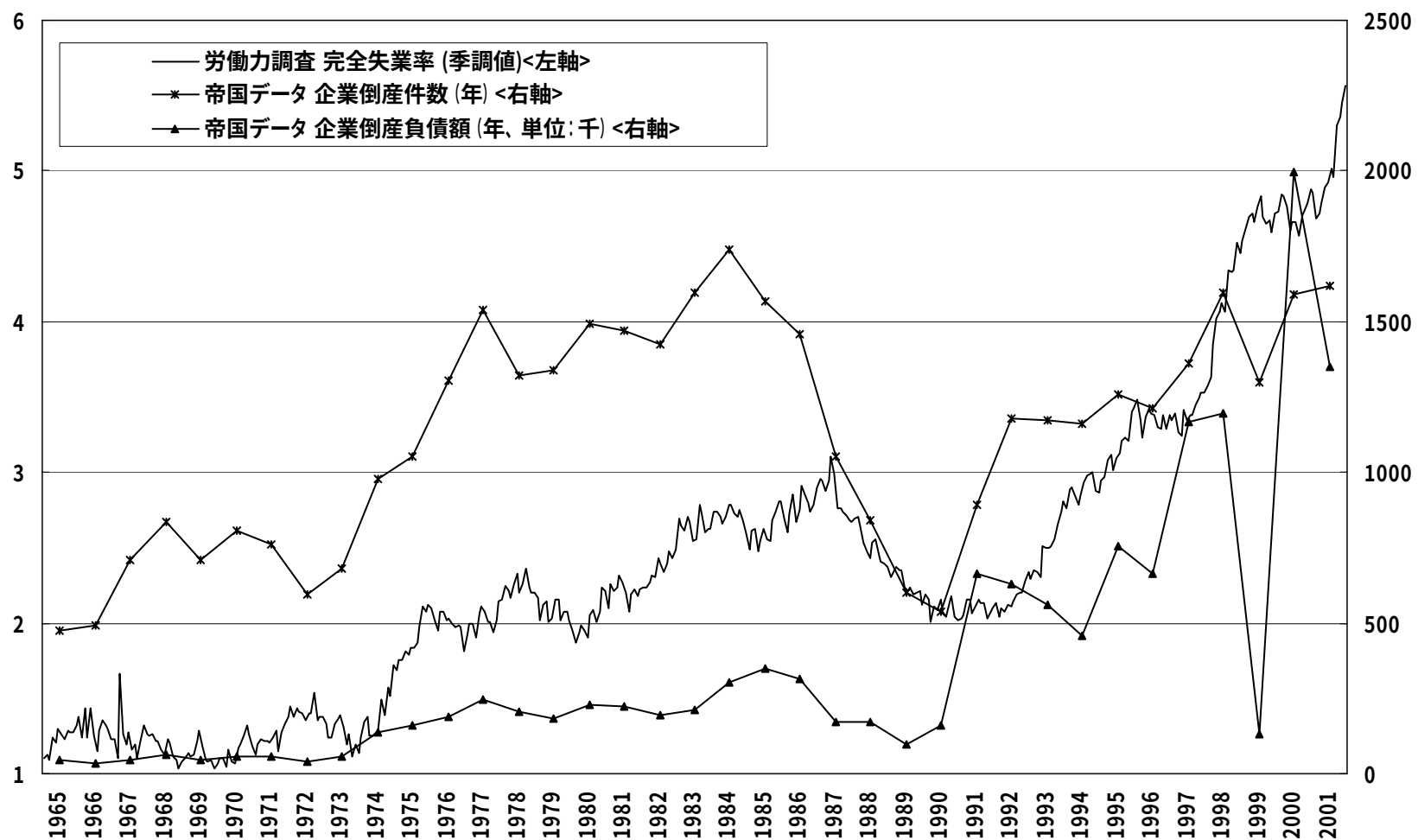
図表4 経済対策、事業規模等				
経済対策名 (決定時期)	内閣	事業規模（うち公共事業，その他，減税）	政策決定時円レート	公定歩合の動き
総合的な環境対策 (1975.9.17.)	三木	1.5兆円（1.5兆円）	299.7円	9.0%（1975.4） ↓ 6.5%（1975.10）
総合経済対策 (1977.9.3.)	福田	2.02兆円（2.02兆円）	267.0円	6.5%（1977.3） ↓ 3.5%（1978.3）
総合経済対策 (1978.9.2.)	福田	2.5兆円（2.5兆円）	190.2円	3.5%（1979.9） ↓ 9.9%（1980.4）
総合経済対策 (1982.10.8.)	鈴木	2兆円強（2.0兆円）	271.4円	5.5%（1982.1）
総合経済対策 (1983.10.21.)	中曽根 (第一次)	1.88兆円（1.88兆円）	233.0円	5.5%（1983.9） ↓ 5.0%（1985.12）
内需拡大に関する対策 (1985.10.15.)	中曽根 (第二次)	2.32兆円（2.32兆円）	214.7円	3.5%（1986.5）
総合経済対策 (1986.9.19.)	中曽根 (第三次)	約3.6兆円（3.0兆円，0.6兆円）	154.7円	3.5%（1986.10） ↓ 2.5%（1987.3）
緊急経済対策 (1987.5.29.)	中曽根 (第三次)	6.0兆円（5.0兆円，1.0兆円，減税あり）	140.5円	2.5%（1989.4） ↓ 6.0%（1990.9）
総合経済対策 (1992.8.28.)	宮沢	10.7兆円（8.6兆円，2.1兆円）	126.3円	3.75%（1992.4）
総合経済対策 (1993.4.13.)	宮沢	13.2兆円（10.6兆円，2.4兆円，減税1500億円）	112.5円	2.5%（1993.2）
緊急経済対策 (1993.9.16.)	細川	約6.0兆円（5.2兆円，0.8兆円）	103.7円	1.75%（1993.10）

(続き)				
経済対策名 (決定時期)	内閣	事業規模(うち公共事業, その他, 減税)	政策決定時円レート	公定歩合の動き
総合経済対策 (1994.2.8.)	細川	約15兆円(7.2兆円, 2.2兆円, 減税5.9兆円)	106.2円	1.325%(1995.4)
緊急円高・経済対策 (1995.4.14.)	村山	約7兆円(震災関係5.1兆円, その他1.4兆円)	83.7円	1.0%(1995.5)
経済対策 (1995.9.20.)	村山	14.2兆円(12.8兆円, 1.4兆円)	100.5円	1.0%(1995.8) ↓ 0.5%(1995.10)
総合経済対策 (1998.4.24.)	橋本 (第一次)	16兆円超(6.2兆円, その他5.8兆円, 減税4.6兆円)	131.7円	
緊急経済対策 (1998.11.16.)	小渕	20兆円超(8.1兆円, 9.8兆円, 6兆円以上)	120.6円	
経済新生対策 (1999.11.11.)	小渕	18兆円程度(6.8兆円, 11.2兆円)	105.0円	
日本新生のための新発展政策 (2000.10.19.)	森 (第二次)	11兆円程度(4.7兆円, 6.3兆円)	108.4円	0.5%(2001.1)
改革先行プログラム (2001.10.26.)	小泉	1.3兆円程度(公共投資なし), 融資保証等4.5兆円	121.3円	0.25%(2001.3)
緊急対応プログラム (2001.12.14.)	小泉	4.1兆円程度(4.1兆円)	127.4円	0.1%(2002.1)
(注) 政府関係資料より作成				

図表5 各種金利およびマーシャル k の動き



図表6 失業率および企業倒産（件数、負債額）の推移



計量分析に関する補論

この補論では、毎年の地価および株価の変動分、すなわち、含み益および含み損を『国民経済計算年報』（ストック編）に記載された各主体別の期末資産貸借対照表付属の調整勘定にもとづいて捕捉し、その最終需要項目（家計消費、民間企業設備投資、民間住宅投資）への影響について計量分析を行う。本来、家計や企業の行動を正確に把握するためには、家計や企業のミクロのデータに基づいて分析するのが正統的なアプローチであり、そのような研究も小川・北坂[1998]などいくつか行われている。しかし、地価および株価の上昇および下落の需要面への直接的関連をマクロレベルで明らかにできれば、日本経済の成長と停滞に対する地価・株価変動のもつ重要性がより直截に浮き彫りにできるという点で意味があると考えられる。

以下、国内家計最終消費（C）、民間企業設備投資（IP_t）、民間住宅投資（IH）の順に考察していこう。

1. 国内家計最終消費（C）

家計の消費行動に影響する変数としては、可処分所得と資産、あるいは、資産から負債を除いた正味資産が考えられる。ここでは、資産の変化を表わす変数として、地価および株式価格の変動を用いて、その影響の有無を調べることにする。マクロの暦年データを使用するのでデータ数が少なく、説明変数の数が限定されること、および、時系列データを用いる際、変数にトレンドを含まないように配慮する必要があるので、以下のように定式化を試みた。

$$\begin{aligned}(1) \quad GC &= f((CGi / YDh)_{-1}, \overline{GYDh}) \\(2) \quad \Delta C &= f((CGi / YDh)_{-1}, \Delta YDh) \\(3) \quad C / \overline{YDh} &= f((CGi / YDh)_{-1}, (C / \overline{YDh})_{-1})\end{aligned}$$

ただし、C= 国内家計最終消費、固定価格表示

GC = C の年成長率（ $\Delta C / C$ ）

$\Delta C = C_t - C_{t-1}$

YDh = 可処分所得（家計、個人企業含む）、名目値

$\overline{YDh}$ = 可処分所得（家計、個人企業含む）、実質値（GDP デフレーターにより実質化）

$\overline{GYDh}$ = $\overline{YDh}$ の年成長率

$\Delta YDh = YDh_t - YDh_{t-1}$

CGi = 資産価格変化による含み益（損）

（i=S, L, SL で、それぞれ株価、地価、および両者の合計を表わす）

-1 は 1 年のラグを表す。

なお、上の定式化では、年データを使用している関係から、可処分所得（YDh）の消費への影響には時間のラグは考慮せず、CGi 変数については、前期末に発生した含み益（損）が翌年の消費に影響を与えるという一年間のラグを想定している。推定期間としては、調整勘定のデータが 1970 年以降しか利用できないので、I. バブル崩壊以前（1970～1990 年）、II. バブル崩壊後も含む全期間（1970～1998 年）、III. バブル以後（1990～1999 年）、の三つの期間を考慮した。なお、関連するデータの動きが図表 A - 1 に描かれている。

推定結果は 3 つの定式化について、ほぼ共通のパターンが見られ、上記 I, II の期間では、資産価格の含み損益の家計消費（C）への有意な正の影響が確認された。紙面の節約のため、ここでは第（1）式のモデルの計測結果のみを図表 A-2 に示そう。なお、可処分所得変数

(GYDh)はいずれも強く有意な係数を得ているので、以下では資産価格変数のみに注目する。

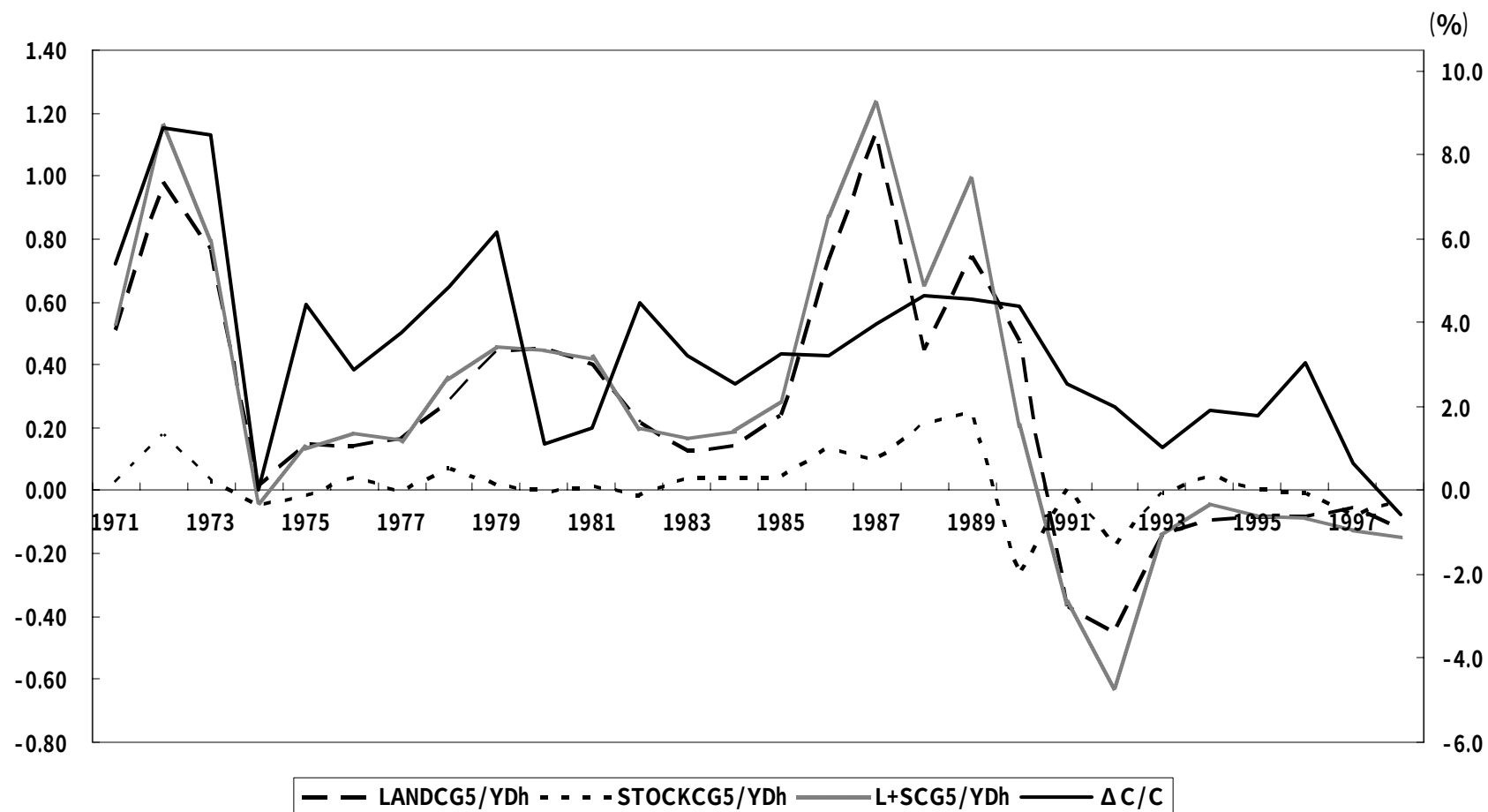
図表A-2によると、I. 71～90年のバブル崩壊前の期間では、株価の含み損益(Sh/YDh) $_{-1}$ が2.50という高いt値を得ており、5%の有意水準で家計消費に影響を与えていると判定される。しかし、ここで得た結果から見る限り、この期間、地価の変動による含み益(Lh/YDh) $_{-1}$ は直接家計消費に影響を及ぼしていないと解される。

II. 71～98年の期間では、株価変動の係数は一層高い1%水準の有意性を示している。更に株価と地価の両方の変動の合計(SLh/YDh) $_{-1}$ も5%水準で有意な係数を得ており、バブル崩壊後の消費の落ち込みに、株価のみならず地価下落も関係していることが分る。ただし、地価変化の変数(Lh/YDh) $_{-1}$ のみの消費への影響はプラスの係数が得られているが、統計的に有意な水準には達していない。

III. バブル崩壊後の期間(92～99年)については、上記(1)、(2)式のモデルでは、有意な結果は得られなかった。しかし、第(3)式のモデルを用いた場合、(SLh/YDh) $_{-1}$ の係数のt値が2.12と計測され、10%水準で有意性を示す結果が得られた。

以下を総合的に判断すると、バブルの崩壊の前後を通して、株価・地価の変動が家計消費に対して顕著な影響を及ぼしたことが確認され、株価下落がバブル後の消費低迷の一役を担っていることは否定出来ない結論できる。

図表A-1 国内家計最終消費支出 (C)



図表A-2 国内家計最終消費支出：C

説明変数 被説明変数		(Sh/YDh) ₋₁	(t)	(Lh/YDh) ₋₁	(t)	(SLh/YDh) ₋₁	(t)	$\overline{\Delta YDh}$	(t)	CON	(t)	$\bar{R}^2$	D.W	NO
1	$\Delta C: 71 \sim 90$	16268.1	(2.50) ^b					.518	(2.88) ^a	1706.6	(1.17)	.519	1.52	20
2	$\Delta C: 71 \sim 90$			1213.3	(.61)			.638	(3.09) ^a	1090.1	(.64)	.357	1.28	20
3	$\Delta C: 71 \sim 90$					1744.0	(1.04)	.602	(2.94) ^a	1058.3	(.64)	.382	1.35	20
4	$\Delta C: 71 \sim 98$	11017.7	(2.86) ^a					.656	(5.38) ^a	704.3	(.71)	.639	1.22	28
5	$\Delta C: 71 \sim 98$			1889.0	(1.61)			.676	(4.93) ^a	256.1	(.24)	.566	1.35	28
6	$\Delta C: 71 \sim 98$					2077.6	(2.10) ^b	.650	(4.86) ^a	362.8	(.35)	.593	1.34	28
7	$\Delta C: 92 \sim 99$	11003.3	(.64)					.397	(.60)	2672.5	(.99)	-.255	2.16	8
8	$\Delta C: 92 \sim 99$			-9331.1	(1.22)			-.240	(.34)	3374.1	(1.37)	-0.048	2.46	8
9	$\Delta C: 92 \sim 99$					-5109.3	(.70)	-.081	(.10)	3301.7	(1.23)	-.235	2.09	8
10	$\overline{C/YDh}: 92 \sim 99$					0.34	(2.12) ^c	$(C/YDh)_{-1}$.074	(.26)	.818	(3.26)	.499	1.65	8
(記号の説明)														
C＝国内家計最終消費支出：固定価格表示						CON＝定数項								
Sh＝株式調整勘定（家計）						Δ ＝一次開差（ $\Delta X_t \equiv X_t - X_{t-1}$ ）								
Lh＝土地調整勘定（家計）						t＝t検定量								
SLh＝Sh＋Lh						$\bar{R}^2$ ＝自由度調済決定係数								
YDh＝国民可処分所得（家計・個人企業）：名目値						D.W＝ダービン・ワトソン統計量								
$\overline{YDh}$ ＝国民可処分所得（家計・個人企業）：実質値 （GDPデフレーターで実質化）						NO＝標本数 26								

2. 民間企業設備投資 (IP_f)

これは最終需要項目の中で、変数が激しく経済全体へのインパクトも最も大きい変数であり、バブルの生成、崩壊とも関連して資産価格変動との因果関係の有無が注目される場所である。投資関数については多くの研究があり、標準的なモデルも存在する。しかし、ここでは資産の含み損益の影響を計測することに焦点を当て、以下のような簡単な定式化を行った。まず、投資資金を表わすキャッシュ・フロー (CF)、および借入れ資金コストとして実質利子率 (r_i) を考慮し、加えて株価・地価の含み益 (損) のキャッシュ・フローに対する比率を企業の外部資金調達を容易 (困難) にすると同時に将来に関する強気 (弱気) 期待を形成する変数として導入する。その結果、モデルは次のような型をとる。

$$GIP_f = f((CG_i/CF)_{-1}, \overline{GCF}, r_{i-1})$$

ただし、IP_f=民間企業設備投資、固定価格表示

GIP_f=IP_fの年成長率

CF = キャッシュ・フロー (非金融法人と金融機関の企業所得+資本減耗)

$\overline{CF}$ = CF の実質値 (GDP デフレーターにより実質化)

r_i = 実質利子率 (貸出平均約定金利マイナス資本財価格上昇率)

CG_i/CF = 株価・地価含み損益のキャッシュ・フローに対する比率

-1 は 1 年間のラグ期間を意味する。

関連した変数の動きが図表A-3 に与られている。上式の推定の場合も、家計消費と同じく 1971~90 年、1971~98 年、92~99 年の 3 つの期間に分けて行い、その結果は図表A-4 に示している。

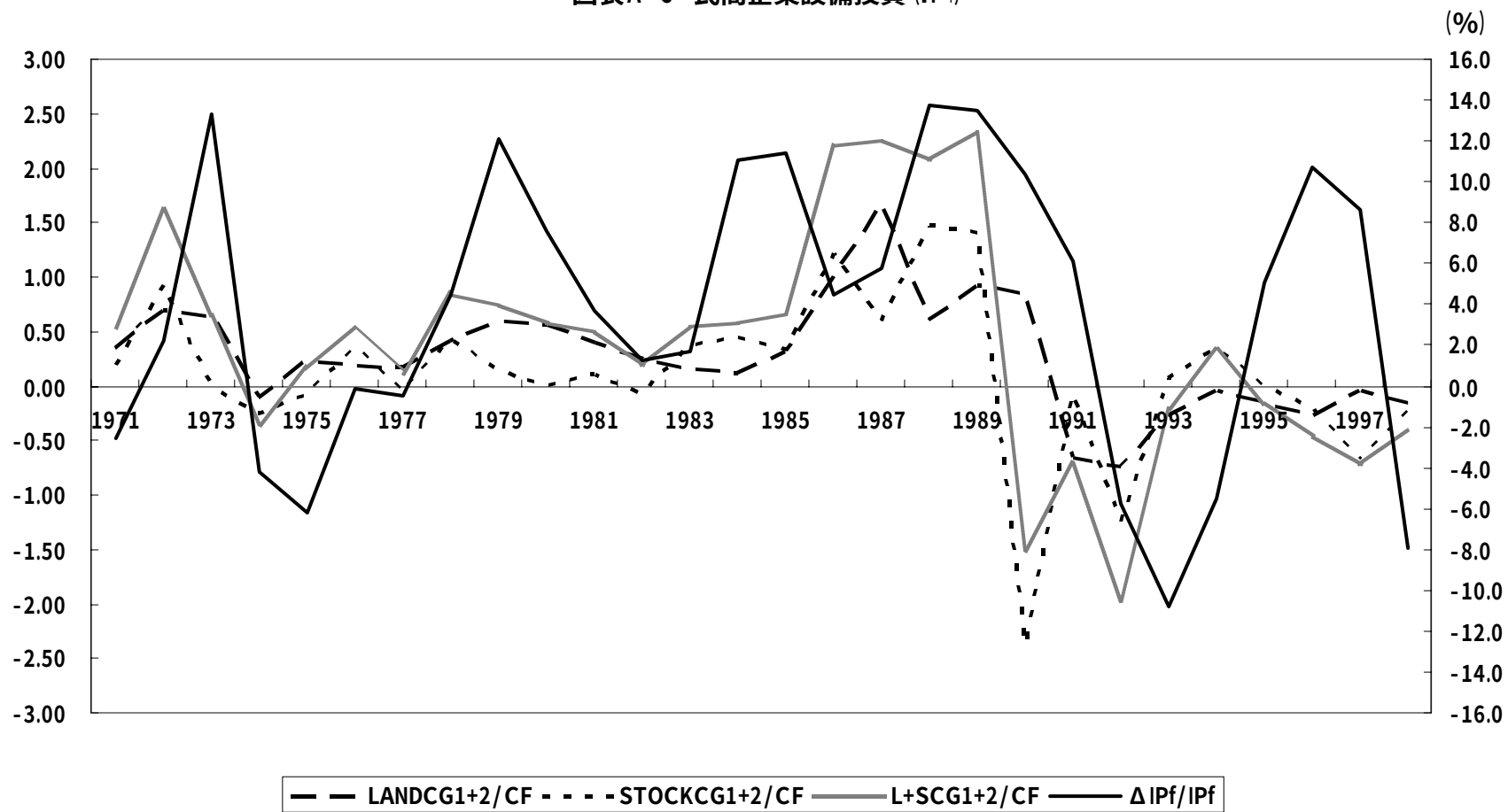
まず、バブル崩壊前の期間 (71~90 年) を見ると、実質利子率変数 (r_{i-1}) を含まない定式化では、株価・地価変動の設備投資に対する強く有意な影響が認められる。しかし、 r_{i-1} を加えた定式化では、資産価格変動の効果はほとんど統計的有意性を失っている。この結果からバブル崩壊以前の期間の投資行動がどの程度、株価や地価の含み益により支えられたか、という点については明確な結論を導くことはできない。しかし、強気な投資行動を促した潜在的な要因として作用したと解釈することはできると思われる。

次に、バブル崩壊期を含む全期間 (71~98 年) について見ると、実質利子率を含んだ定式化においても、株価・地価変動変数 ($(CG_i/CF)_{-1}$) には 1%あるいは 5%水準で有意な正の係数が計測されている。これから、特にバブル崩壊以後の設備投資動向に対しては、株価および地価の下落が強く抑圧的な影響を及ぼしていることが確認できる。なお、ここでは 95 年 1 月に発生した阪神淡路大震災後の特需効果を表すため 96 年と 97 年に 1 の値をとるダミー変数 ($D_{96, 97}$) を用いている。ただし、 $D_{96, 97}$ を考慮しない定式化においても、株価・地価変数の有意性にはほとんど変化は見られない。このダミー変数はバブル崩壊後の期間の計測のために用いている。

最後に、ポストバブル期 (92~99 年) に関しても、地価変数 ($(Lf/CF)_{-1}$) のプラスの係数が 5%水準で有意に得られており、地価下落の設備投資行動に対する抑圧的な影響が計測されている。ただし、この簡単なモデルでは地価下落がどういうルートで設備投資に影響を及ぼしているかは明らかに出来ない。銀行の貸出行動に対する地価変動の影響、あるいは、企業の規模別の設備投資行動の分析が必要である。

以上、設備投資行動と地価・株価変動について全体的に判断すれば、両者の間には無視し得ない重要な関係が存在することは明らかであると結論することができる。

図表A-3 民間企業設備投資 (IPf)



図表A-4 民間企業設備投資:lpf

	説明変数 被説明変数	(Sf/CF) ₋₁	(t)	(Lf/CF) ₋₁	(t)	(SLf/CF) ₋₁	(t)	ΔGCF	(t)	r_{i-1}	(t)	$D_{96,97}$	(t)	CON	$\bar{R}^2$	D.W	NO
1	GIPf:72~90	.064	(3.80) ^a					.499	(3.67) ^a					.013	.674	1.87	19
2	GIPf:72~90			.053	(2.09) ^c			.579	(3.56) ^a					.010	.514	1.91	19
3	GIPf:72~90					.040	(3.65) ^a	.504	(3.63) ^a					.004	.662	1.80	19
4	GIPf:72~90	.036	(1.34)					.463	(3.39) ^a	-0.11	(1.28)			.105	.687	1.91	19
5	GIPf:72~90			.001	(.03)			.464	(3.21) ^a	-0.21	(2.68) ^b			.187	.649	2.15	19
6	GIPf:72~90					.019	(.94)	.469	(3.34) ^a	-0.12	(1.16)			.109	.669	1.98	19
7	GIPf:72~98	.032	(2.62) ^b					.693	(4.94) ^a	-0.01	(.28)	.045	(1.17)	.026	.626	1.80	27
8	GIPf:72~98			.063	(3.57) ^a			.598	(4.43) ^a	-.290	(.70)	.067	(1.85) ^c	.022	.738	2.16	27
9	GIPf:72~98					.033	(4.54) ^a	.577	(4.54) ^a	-.008	(.20)	.069	(2.02) ^c	.013	.726	2.00	27
10	GIPf:92~99	.070	(1.54)					-.210	(.37)	-.014	(1.19)	.128	(2.42) ^c	.006	.606	3.46	8
11	GIPf:92~99			.245	(2.48) ^c			.521	(1.16)	.006	(.50)	.067	(1.51)	.036	.770	2.88	8
12	GIPf:92~99					.057	(1.79)	-.054	(.11)	-.010	(.88)	.114	(2.36) ^c	.014	.661	3.42	8
13	GIPf:92~99	.062	(1.32)					.058	(.11)			.128	(2.30) ^c	-.039	.565	2.15	8
14	GIPf:92~99			.214	(3.06) ^b			.345	(1.16)			.073	(1.89)	.042	.813	3.17	8
15	GIPf:92~99					.060	(1.96)	.106	(.23)			.115	(2.44) ^c	-.015	.681	2.45	8
	(記号の説明)																
	IPf=民間企業設備投資、固定価格表示							G=成長率 ($GX \equiv \Delta X_t / X_{t-1}$)									
	Sf=株式調整勘定 (非金融法人+金融機関)							CON=定数項									
	Lf=土地調整勘定 (金融法人+金融機関)							t=検定量									
	SLf=Sf+Lf							$\bar{R}^2$ =自由度調整済決定係数									
	CF=キャッシュフロー (民間法人企業所得と固定資本減耗の合計)							D.W=ダービン・ワトソン統計量									
	CF=CFをGDPデフレーターで実質化							NO=標本数									
	ri=実質利子率 (貸出平均約定金利マイナス資本財価格上昇率)																

3. 民間住宅投資（IH）

民間住宅投資は、地価の動向と密接な関連が予想されると同時に政府の住宅政策（例えば、住宅ローン金利に対する減税、あるいは景気対策としての住宅金融公庫融資拡大など）にも強く左右される変数と考えられる。しかし、モデルで考慮できる変数は限られているので、基本型として、簡単な次のようなモデルを仮定した。

$$GIH = f((CGi/YD)^{-1}, \overline{GYD}, r_{h-1})$$

ここで、IH = 民間住宅投資、固定価格表示

GIH = IH の年成長率

YD = 国民可処分所得、名目値

$\overline{YD}$ = 国民可処分所得、実質値（GDPデフレーターにより、実質化）

$\overline{GYD}$ = $\overline{YD}$ の年成長率

CGi/YD = CGi の YD に対する比率

r_h = 実質利子率（長期貸出平均金利マイナス建築材料価格上昇率）

-1 は 1 年間のラグを意味する。

しかし、図表A-5 に示した関連変数の動きから分るように、IHの場合、他の需要変数(C, IP_f)と異なり、地価・株価変動とは非常に同調的に動いているため、時間のラグを考慮しないで計測した場合にのみ強く有意な関係が計測された。また、所得成長率、実質利子率については、1 期間のみを変数とした場合、理想的予想とは反する符号が得られることが多かったので、住宅投資の場合、効果が長期に及ぶと想定して最終的に下のような定式化による計測を行った。

$$GIH = f(CGi/Yd, \frac{1}{2}(\overline{GYD} + \overline{GYD}_{-1}), \frac{1}{2}(r_h + r_{h-1}))$$

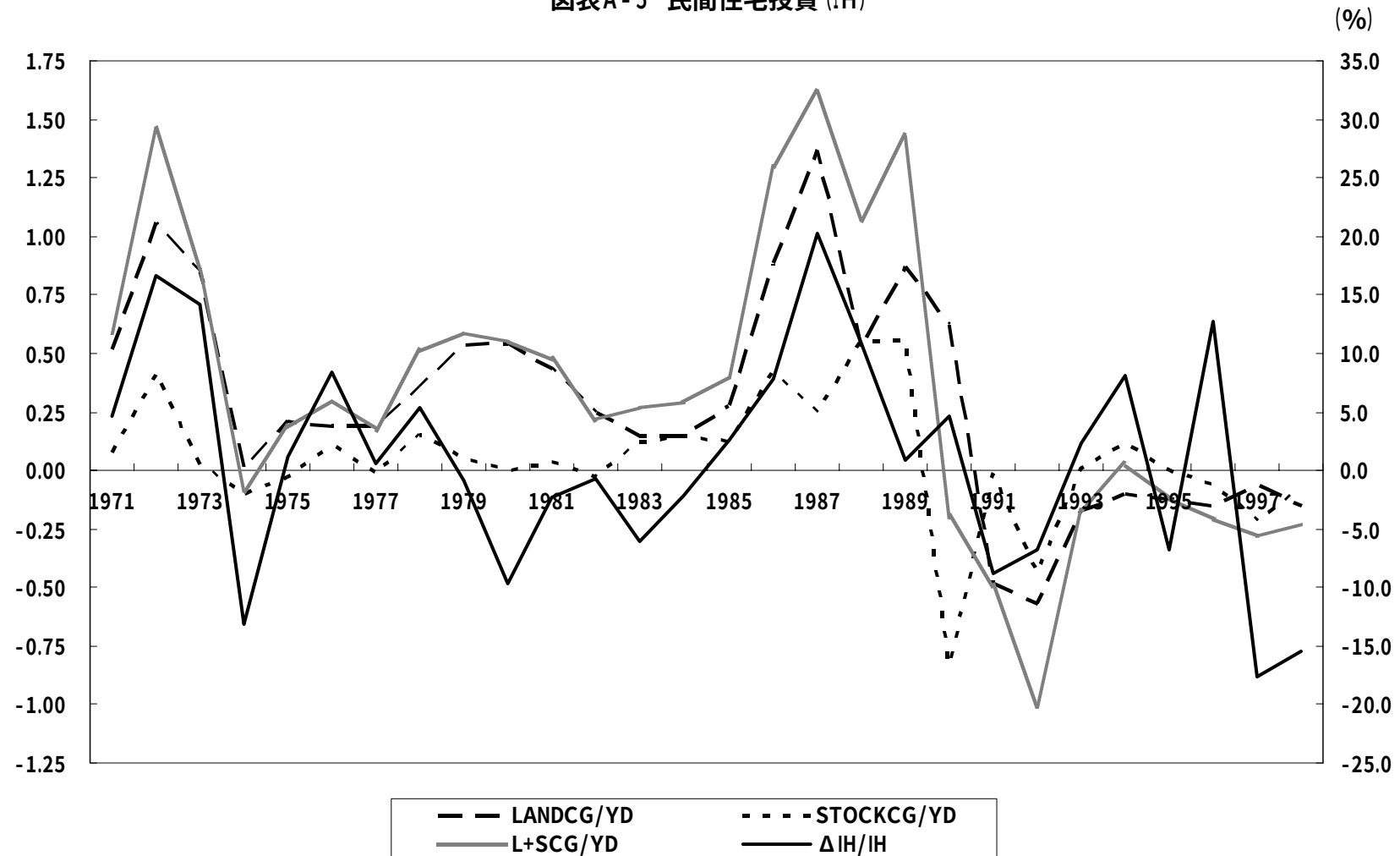
この定式化による計測を上と同じ 3 つの期間に分けて行った結果が図表 A-6 に示されている。

まず、バブル崩壊前（72～90 年）について見ると、地価変数（L / YD）が 5%水準の有意性を意味する高い t 値（2.58）を得ていることが分る。株価・地価統合変数（SL / YD）も 10%水準ではあるが有意性を示していることから、バブル崩壊までの期間では、特に地価上昇が住宅投資を押し上げた重要な要因であると判断できる。他の所得変数や利子率変数は、符号こそ予想通りであるが、全く有意性がなく、住宅投資の決定に関しては政策変数などここでは考慮していない変数が重要であることを示唆している。

バブル崩壊後を含む全期間（72～98 年）においても、地価変数（L / YD）、地価・株価変数（SL / YD）ともそれぞれ 5%と 1%水準の有意な係数が計測されており、地価の上昇局面と下降局面のいずれの場面でも住宅投資に対する強い影響が確認される。

最後に、ポストバブルの期間（92～99 年）に関しては、震災ダミー変数 D_{96} を考慮しない場合、ここで考慮した変数によってはほとんど住宅投資の動きは説明不可能であることが明らかになった。図表A-5 のIHの動きを見ると、1996 年に不自然に急増しており、これは震災特需によるものと判断できるので、 D_{96} を導入したところ、図表A-6 に示す推定結果が得られた。すなわち、株価変数および株価・地価統合変数ともに非常に有意な正の係数が計測された。しかし、他方、所得変数と利子率変数は理論的予想に反する符号を得ており、上記の計測結果の信頼性には問題が残されていると言える。以上を総合的に判断すれば、地価および株価が住宅投資の決定に密接に関係していると結論することはできるであろう。

図表A-5 民間住宅投資 (IH)



図表A-6 民間住宅投資：IH

	説明変数 被説明変数	S/YD	(t)	L/YD	(t)	SL/YD	(t)	$\frac{1}{2}(\overline{GYD} + \overline{GYD}_{-1})$	(t)	$\frac{1}{2}(rh + rh_{-1})$	(t)	D ₉₆	(t)	CON	$\bar{R}^2$	D.W/NO
1	GIH:72~90	.030	(.45)					1.48	(1.30)	-.020	(1.44)			.111	.233	1.85/19
2	GIH:72~90			.142	(2.58) ^b			.861	(.88)	-.004	(.28)			-.049	.462	1.71/19
3	GIH:72~90					0.80	(2.00) ^c	1.153	(1.12)	-.005	(.36)			-.027	.385	2.02/19
4	GIH:72~98	.114	(1.83) ^c					1.620	(1.83) ^c	.0014	(.17)	.140	(1.50)	-.064	.226	1.92/27
5	GIH:72~98			.135	(3.46) ^a			.271	(.30)	.001	(.13)	.187	(2.27) ^b	-.050	.423	1.30/27
6	GIH:72~98					0.93	(3.46) ^a	.469	(.54)	.002	(.28)	.182	(2.23) ^b	-.056	.423	1.66/27
7	GIH:92~99	.262	(4.75) ^a					-2.393	(2.20)	.042	(6.65) ^a	.277	(9.52) ^a	-.168	.951	3.06/8
8	GIH:92~99			.168	(.62)			-5.93	(2.70) ^c	.040	(1.71)	.283	(3.42) ^b	-.097	.633	3.03/8
9	GIH:92~99					.204	(3.74) ^b	-3.2	(2.62) ^c	.053	(5.60) ^b	.263	(7.21) ^a	-.146	.927	2.84/8
(記号の説明)																
IH=民間住宅投資、固定価格表示				rh=実質利子率(貸出平均約定金利マイナス建築材料価格上昇率)												
S=株式調整勘定(統合)				D ₉₆ =96年を1とするダミー変数												
L=土地調整勘定(統合)				CON=定数項												
SL=S+L				t=t検定量												
YD=国民可処分所得、名目値				$\bar{R}^2$ =自由度調整済決定係数												
YD=国民可処分所得、固定価格表示				D.W=ダービン・ワトソン統計量												
(GDPデフレーターで実質化)				NO=標本数												
G=成長率($GX \equiv \Delta X_t / X_{t-1}$)																