

超低金利とバブルの経済

則 武 保 夫

- I. はじめに
- II 流動性関数と過剰貨幣の供給
- III 流動性関数の拡張
- IV 超低金利と国際協調
- V 土地神話と低金利神話
- VI バブルを支えた流動性供給
- VII バブルの終末

I はじめに

戦後第11回目の景気循環は、経済企画庁によれば、1986年12月にはじまり、1991年1～3月に経済拡張はピークに達して、以後、景気は下降にむかい、1993年5月に不況の底に達したと思われる(企画庁の暫定的観測)。

上記の日付けが正確であるとするならば、この大型景気の拡大期間は50か月となり、戦後最長の「いざなぎ景気」(1965年11月から70年7月まで)の57か月間にわずかに及ばないが、戦後第2の長期拡大となり、下降期間は、第2次石油危機後の下降期(1980年2月から1983年2月まで)の36か月につぐ、28か月の長期間となる。

もちろん、この景気循環の特徴は、拡大期間と下降期間の長期間にわたることにあるのではない。最大の特徴は、「バブル」(bubble)の経済といわれるように、経済の拡張期にみられた株式と土地に対する異常な投機であり、そのバブルが破裂した後の深刻な不況である。この小論は、バブル

発生の原因を解明することである。結論を予め先にいえば、その最大の原因は、超低金利政策とそれにもとづく過剰流動性の供給である。

II 流動性関数と過剰貨幣の供給

貨幣供給が増加されつづけた場合、通常の経済において、どのようなことがおこるか、ケインズの流動性関数にもとづいて考えてみることにしよう。周知の流動性関数はつぎのようである。

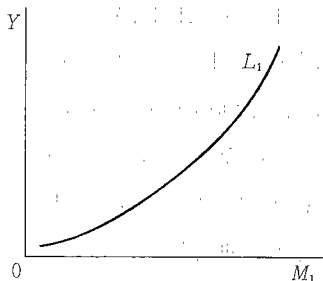
$$M = M_1 + M_2 \dots\dots\dots(1)$$

$$M_1 = L_1(Y) \text{ ただし } L_1' > 0 \dots\dots(2)$$

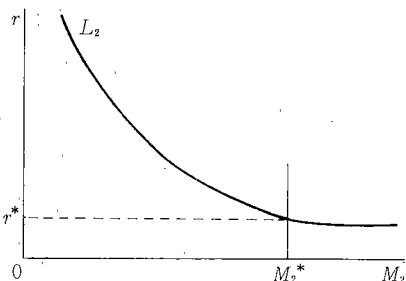
$$M_2 = L_2(r) \text{ ただし } L_2' < 0 \dots\dots(3)$$

上式において、 M は貨幣、 Y は貨幣所得、 r は利子率である。これを図示すれば、つぎのようになる。

第1図



第2図



貨幣供給 M を増加してゆけば、 M_2 は増加し、利子率 r は低下してゆく。

資本の限界効率にして、一定ならば、投資は増加する。投資が増加するならば、投資乗数の教えるところにより、所得 Y は投資乗数倍だけ大きくなる。したがって、貨幣 M_1 は、取引動機によって、より多く需要され

ることになる。このようにして、貨幣供給 M の増加は、投機的動機にもとづく貨幣需要 M_2 と、取引動機にもとづく貨幣需要 M_1 に分割吸収されることになる。

しかるに、第2図において、貨幣供給 M_2 が増加してゆくと、利子率 r は r^* にまで低下するとそれからは、貨幣数量 M_2 を増加しても、利子率はそれ以下には低下しない点に達する。この点 r^* 点から右では流動性曲線は横軸に水平となる。これを、「ケインズの罠」(Keynesian trap)、または「流動性の罠」(liquidity trap) という。

ケインズの罠にはまった後なお、貨幣数量 M の供給を増加したらどうなるのか。 Y は貨幣所得であるから、 $Y = Py$ 、ただし P は物価、 y は実質所得とすると、物価 P が上昇することになるだろう。なぜならば、利子率 r は r^* となり、それ以上低下せず、資本の限界効率は一定ならば、投資は増加せず、したがって、実質所得は増加しないからである。結論は、「所得」インフレーションの発生である。

以上が、ケインズの用意したシステムの下で、貨幣を供給しつづける場合のプロセスと結論である。

Ⅲ 流動性関数の拡張

われわれは、平成景気において比較的長期にわたる超低金利と過剰流動性供給にもかかわらず、所得インフレーションが生じなかった理由を追求しようと思う。この場合、所得インフレーションが生じなかった理由と過剰流動性がどこに吸収されたかが問題となる。

われわれは、第1にケインズが閉鎖体系で考えているのを開放体系で考え、第2に投機的動機で考えている債権（事実上は国債などの確定利付債券）と貨幣との選択を拡大して、貨幣と株式と土地などの資産との選択を

導入することにしよう。

第1に開放経済と物価との関係を考えよう。

国内物価が上昇すれば、外国から安い商品が輸入されるから、国内物価の上昇には抑止効果をもつ。

さらに、わが国を中心に考えるならば、円高になれば、輸入外国商品価格は円で評価すれば安くなるから、円高は国内物価を積極的に引き下げる効果をもつ。

わが国の場合、円高は最近では、1977年1月から10月までの円高危機、85年6月から11月までの円高不況、さらに本年4月以来の円高と3回経験したが、いずれも輸出不振を回復するためにコスト引き下げのための合理化投資と日本からの海外への生産移転を行い国内産品の価格低下をはかってきた。

第2に、株式と土地への投機を考えよう。まず、株式からはじめる。

株式は、ケインズの『貨幣・利子および雇用の一般理論』1936年のなかにおいては、実質資産 (real asset) として考えられ、資本の限界効率を反映するものとして扱われ、債券はその利まわりが利子率に等しいとして、金融資産 (financial asset) として扱われ、株式と債権とは峻別されている。¹

しかし、同じ著者の『貨幣論』1931年のなかでは、株式と債権とは一括して有価証券 (securities) とされ、貨幣との選択がのべられている。

土地については、ケインズはまったく言及していない。しかし、土地も資産として、株式と同様に貨幣と選択の対象となるとするならば、投機的動機としては同様に扱ってよいだろう。

基礎的諸条件にもとづく資産価格は、(1)資産保有からえられる各年の予

1 J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, p. 173. 塩野野九十九訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』, 1977年, 194ページ。

想収益の系列 Q_1, Q_2, \dots, Q_n , (2)その資産と裁定される関係にある金融資産の金利 r , (3)予想収益がはずれるリスクに対するリスク・プレミアムの α の3つである。簡単化のために各年の $Q_1, Q_2, Q_3 \dots Q_n$ がそれぞれ Q に等しいとすると基礎的諸条件にもとづく資産価格 A は

$$A = \frac{Q}{r + \alpha} \dots \dots \dots (4)$$

である。

したがって、資産価格 A は予想収益が大なるほど、また、利子率 r とリスク・プレミアム α が小なるほど高くなる。逆に、資産価格 A は予想収益が小なるほど、また、利子率 r とリスク・プレミアム α が大なるほど低くなる。

資産価格 A の上昇が(4)式で説明可能な範囲に止まるかぎりには、バブルとはいわない。しかし、資産価格 A の上昇が(4)式で説明可能な範囲をこえて上昇するならば、バブルが発生したといてよいであろう。

$$M_3 = L_3(A) \dots \dots \dots \text{ただし, } L_3' > 0 \dots \dots \dots (5)$$

とすれば、

$$M = M_1 + M_2 + M_3 \dots \dots \dots (6)$$

となる。

(6)式において、 $M_1(Y)$ と $M_2(r)$ に吸収されなかった貨幣供給 M は M_3 となり資産価格 A を上昇せしめることになる。

ケインズが M_3 について考慮を加えなかったのは、通常の経済状態において、資産価格 A の変化は所得や雇用に影響をしないからであろう。

IV 超低金利と国際協調

バブル経済を象徴する株価と地価の変動を見てみよう。

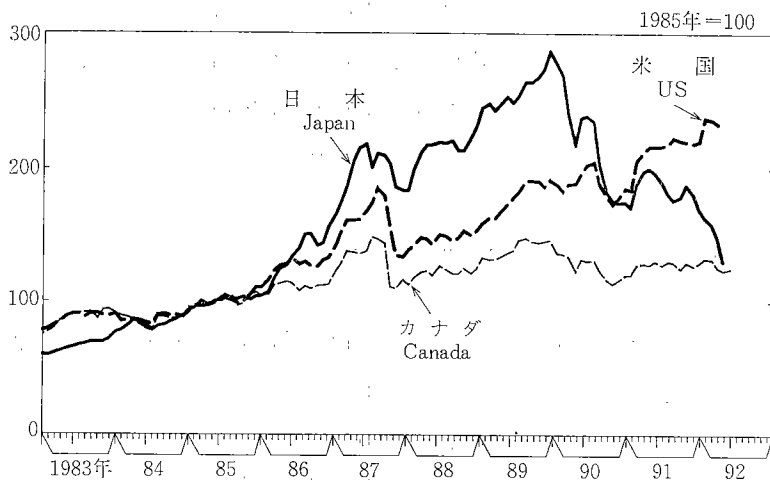
まず、株価から、日経平均株価（東証 225 種）でみると、第 1 表と第 3

第1表 株 価

年 末	日経平均株価 (円)	時価総額 (東証第1, 第2計) (億円)
1985	13,113	1,901,266
86	18,701	2,854,714
87	21,564	3,367,066
88	30,159	4,768,497
89	38,915	6,111,518
90	23,848	3,792,311
91	22,983	3,779,243
92	16,924	2,894,834

出所) 日銀『経済統計年報』1992.

第3図 株価指数



出所) 日銀『国際比較統計』1992.

図にみられるように1980年代に入ってから、好況と不況にかかわらず徐々に上昇を続けているが、1987年末21,564円、88年末30,159円、89年末38,915円と急速に上昇している。87年末から88年末には約1.4倍、88年末から89年末には1.3倍となっている。これが株式のバブルといわれるもの

第2表 地価（六大都市）

年3月末	全用途平均	商業地	住宅地	工業地
1985	33.6	25.6	38.0	39.6
86	38.4	33.0	41.7	41.6
87	48.3	44.2	52.9	48.7
88	61.8	62.6	65.2	58.1
89	76.9	78.3	75.1	77.2
90	100.0	100.0	100.0	100.0
91	103.0	103.3	102.1	103.8
92	87.0	87.5	83.8	90.1

注) 日本不動産研究所調。
出所) 日銀『経済統計年報』1992。

である。

バブルは1989年末に破裂し、1990年末には23,848円にまで低下している。

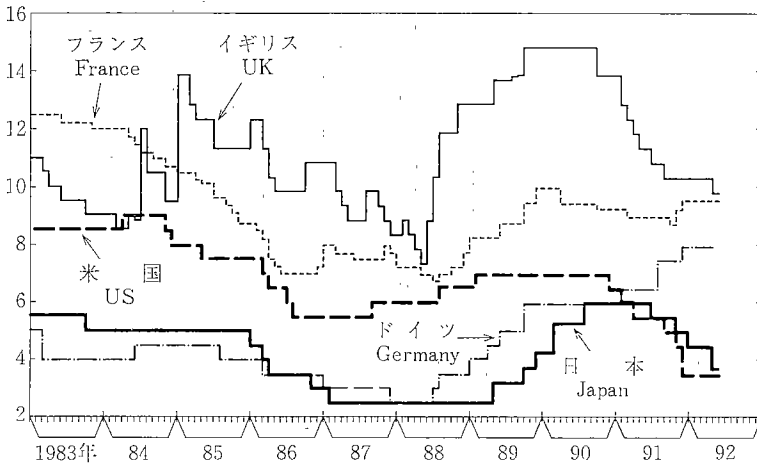
次に、地価については、六大都市についてみると、商業地、住宅地、工業地の別によって多少の差はあるが、商業地価の上昇率が一番高い。地価は第2表にみられるように一貫して上昇しているが、1986年からは、全用途平均は上昇率12%台となり、89年から90年にかけては13%を記録し、90

第3表 公定歩合と流動性供給 (%)

	公定歩合 年・期・月末	M ₁ 平均残 前年比	M ₂ と CD 平均残 前年比
1985	5.00	5.0	8.4
86	3.00	6.9	8.7
87	2.50	10.5	10.4
88	2.50	8.4	11.2
89	4.25	4.1	9.9
90	6.00	2.6	11.7
91	4.50	5.2	3.6
92	3.25	4.5	0.6

出所) 日銀『経済統計年報』1992。

第4図 公定歩合



出所) 日銀『国際比較統計』1992.

年から91年にかけては3%に低下し、92年には低下している。

このような株価と地価の急上昇を生じた最大の原因は超低金利である。公定歩合の動きは、第3表と第4図に示される。日本は1986年以来低金利政策を続けたが、87年2月には前代未聞の2.5%という「超」低金利とし、しかも、1989年5月に引上げるまで、実に2年余にわたって、超低金利時代を現出した。

日本銀行は何故このような長期にわたる超低金利政策を採用したのであろうか。

この当時は、重要な「G5」(主要5カ国)の会議が2回もたれている。第1回は、1985年9月のニューヨークの「プラザ合意」である。このプラザ合意でアメリカはそれまでのレーガノミックスを転換した。

それまでのレーガノミックスの内容は概略つぎのようである。アメリカのレーガン大統領は、対ソ強硬態度を基本とし、強いアメリカをめざした。そのために、軍事予算を増加し、所得減税や資本減税を行った。財政

規模と財政赤字は拡大する。財政赤字は国債を発行して、民間資金を吸収した。アメリカは貯蓄性向が低い。したがって、少い貯蓄を財政が吸収すれば、資金不足となる。この資金を通貨の増発でまかなえばインフレーションが発生する。よって、通貨供給はおさえる。このため、資金不足となり、金利が上昇する。クラウディング・アウト (crowding out) といわれる現象が発生する。アメリカはこの資金不足を高金利を利用して外貨流入によってまかなってきた。

変動相場制の下での為替相場は、アンカバーの「金利平衡説」によれば、日米間を例にとると、アメリカの長期金利と日本の長期金利差に、現在の円レートと予想円高率は等しくなる。何故ならば、アメリカの長期金融資産に投資した場合、金利差益と為替変動差損が均衡するからである。

アメリカがプラザ合意で高金利による資金流入政策を転換したのは、実力以上のドル高による経常収支のインバランスを改善しようと意図したからである。

プラザ合意以後、アメリカの金利は低下しはじめ、第4図にみられるように、円レートやマルク・レートをはじめとする西欧通貨の対ドル・レ-

第4表 物価指数と円相場

	W.P.I	C.P.I	輸入物価	円相場* 年・月・末
1985	105.3	93.5	152.2	200.60
86	100.3	94.1	97.7	160.10
87	97.2	94.2	89.7	122.00
88	96.7	94.9	85.6	125.90
89	98.5	97.0	92.0	143.40
90	100.0	100.0	100.0	135.40
91	101.0	103.3	91.8	125.25
92	100.1	105.0	86.2	124.65

注) 円相場はインター・バンク相場、直物。

出所) 日銀『経済統計年報』1992。

トは上昇した。

しかし、このことは、日本では1985年後半から円高不況を発生せしめた。円は第4表にみるように、1985年の200円から86年の160円をへて、87年には120円台にまで上昇している。

1987年2月、パリのルーブルで「G5」の会議もたれた。ドル安は達成されたが、円高をはじめマルクを中心とする西欧通貨高は日本と西欧に不況をもたらし、他方、ドル安はアメリカにインフレを招来し、ドル安による経常収支不均衡を相殺する可能性がでてきた。黒字国の不況は経常収支の黒字拡大要因、赤字国のインフレは経常収支の赤字拡大要因となるおそれがあるからである。

「ルーブル合意」後のアメリカの要請は、日本やドイツなどの黒字国は協同して、いっそうの金利の引下げをやってほしい、アメリカは金利を引上げて、赤字国と黒字国の金利差を拡大し、ドルの下落を防止しようとするものであった。日本はこの要請にこたえ1986年11月と87年2月2回続けて公定歩合を引下げ、2.5%という超低金利にした。

経済企画庁の発表では、円高不況は86年11月に終了して、12月から平成景気がはじまったとされているが、景気回復が実感されたのは87年中頃であるから、この低金利政策の採用はアメリカの要請がなくても、国内的にさほど違和感はなかったにちがいない。

ドイツもアメリカの要請にこたえて、低金利政策を採用している。しかし、日本は2年余にわたって超低金利政策を維持した。ドイツは1988年2月に公定歩合を引上げ2.5%の超低金利を脱出している。日本が2.5%の超低金利を脱出したのは、1989年5月であった。日本はこのためバブルを経験したが、ドイツはバブルを経験しなかったのである。

V 土地神話と低金利神話

土地については、高度成長時代以来、日本には、「土地神話」があった。日本の国土はせまく、長期的にみて経済成長が続くことは確実である。したがって、地価は上昇することはあっても下落することはないという神話である。このため、土地の担保力は抜群であった。

これに加えて、「低金利神話」が加った。日本の経常収支は、第5表にみられるように、1981年以来、黒字が定着している。このため、日本の対外純資産は年々増加し、1985年以来は世界第1の対外純資産国となっている。これに対してアメリカは経常収支の赤字が定着し、1984年以来は純債務国となっている。

一般的にいって、資本過剰国の利子率は低く、資本不足国の利子率は高い。そこで、日本はアメリカに対して大幅の貿易黒字国であるから、獲得した外貨を外国とくにアメリカに輸出する必要がある。このことは、日本とアメリカ双方にとって必要なことである。日本がアメリカにドルを還流しなければ、ドルは暴落したり、また、アメリカ国内の流動性不足のため

第5表 対外資産負債残高(単位:億ドル)

	日本	ドイツ	イギリス	アメリカ
1983	373	324	813	890
84	743	385	957	- 22
85	1,208	510	1,190	-1,172
86	1,804	920	1,569	-2,737
87	2,407	1,653	1,419	-3,781
88	2,917	2,062	1,480	-5,311
89	2,932	2,739	1,806	-6,637

出所) 日銀『国際比較統計』1992.

株価が暴落したりする可能性がある。また、日本も過剰なドルの運用先を求めて、アメリカにドルを輸出する必要がある。このためには、日本の金利水準はアメリカの金利水準より低くあるべきだという見解である。この見解はまったく根拠がないというわけではない。とくに、1987年から約2年間にわたって、すえおかれた超低金利時代には、この低金利神話の信者が広がった。金利水準は対外面を考慮して決定されなければならないが、それが唯一の決定要因であってはならない。これまでの国内経済対策としての金利作用の効果が無視されてはならないことはいうまでもない。

VI バブルを支えた流動性供給

株価と地価の上昇を支えるには、十分な流動性の供給が必要である。第3表から流動性の供給をみてみよう。 M_2+CD の平均残は1985年と86年は8%台であったが、87年から90年まで約10%を維持している。

この間、成長率は第6表より明らかなように、約6%台から7%台であったから、成長に必要な流動性の供給としては過剰であったと思われる。

第6表 GNP 等

	名目 GNP 成長率	実質 GNP 成長率	鉱工業生産指数
1985	6.4	4.8	100.0
86	4.4	2.9	99.8
87	4.9	4.9	103.2
88	6.4	6.0	113.0
89	7.0	4.5	119.9
90	7.3	5.1	125.4
91	5.4	3.4	128.0
92	120.2

注) GNP は企画庁, 生産指数は通産省。
出所) 日銀『経済統計年報』1992.

その過剰流動性はどこに向ったのであろうか。この間の物価指数をみてみよう。卸売物価指数は第4表より明らかなように1985年より、86年、87年、88年と連続して低下しており、89年にいたって、ようやく、わずかに上昇している。消費者物価指数も1986年から87年、88年と安定しており、89年から上昇しはじめている。物価指数からみるかぎり、低金利政策と過剰流動性が、通常のインフレーション（所得インフレーション）をおこしてはいないといつてよいだろう。

その理由としては、平成景気が別名イノベーション景気ともいわれるように、円高にそなえてコスト低下のためのイノベーションが行われたことにもよると思われるが、円高による輸入品の物価低下が物価上昇を阻止したと思われる。第4表より明らかなように円レートは1985年の200円から86年には160円、87年、88年には120円台、89年には140円とやや下落したが円高を維持していた。このため、輸入物価は第4表よりみられるように87年、88年、89年と85年より大幅に下落している。

このように円高による輸入物価の下落が第4表にみられるように卸売物価と消費者物価の低位安定をもたらしたとおもわれる。

VII バブルの終末

日本銀行は1989年に入って、5月に公定歩合を引き上げ2.5%から3.25%へとし、10月には3.75%さらに12月には4.25%へと急速に通常の水準にもどした。

株価はこのため89年末をピークとして、一挙に下落した。地価も騰勢がおとろえ、株価に約一年おくれて下落をはじめた。しかし、経済の実物経済の成長がピークを向えたのは、それからさらに1年後の91年の1～3月であった。