

## 資産価格の変動と物価の安定

一般物価が安定を続ける一方、資産価格が上昇するようになると、果たしてインフレが生じていると見るべきなのであろうか。このレポートでは、通貨政策の安定を最終目標とする金融政策との関連において、この問題を検討する。85年以降の、資産価格の大幅上昇が生じたにもかかわらず、一般物価が安定していたため適切な金融引き締め政策がとられず経済過熱の行き過ぎが発生、その後はバブルの崩壊によって逆に不況に陥った。このことから、上記の関係をはっきりさせることの重要性がわかるであろう。はじめに、一般的なインフレは必ずしも経済的コストをみる。インフレは予期されたものであろうと、ともに適切な資源配分を要めることから問題であることが示され、このため一般物価の安定が大切な政策課題になることが述べられる。次に、資産価格が上昇する場合につき、資産価格の決定理論を踏まえて考察する。この場合にも、(1)「予期された安定インフレ」(理論から説明でき、将来の価格をある程度正確に予測することができる場合)、(2)「予期せざるインフレ」(理論では説明できない、将来の価格を予測できない場合)の2つの場合に分けて論じる。そして、(2)の場合が問題となる(85年以降の経験から明らかである)だけでなく、(1)の場合も問題として認識することの重要性を明らかにする。最後に、資産価格の変動を加味した物価指標作成の試みを紹介する。

総合政策学部3年

齋藤圭介

一般物価が安定を続ける一方、資産価格が上昇するような時、果たしてインフレが生じていると見るべきなのであろうか。このレポートでは、通貨価値の安定を最終目標とする金融政策との関連において、この問題を検討する。85年以降の、資産価格の大幅上昇が生じたにもかかわらず、一般物価が安定していたため適切な金融引き締め政策がとられず経済活動の行き過ぎが発生、その後はバブルの崩壊によって逆に不況に陥った。このことから、上記の関係をはっきりさせることの重要性がわかるだろう。はじめに、一般的なインフレーションの社会に及ぼす経済的コストをみる。インフレは予期されたものであろうと、予期せざるものであろうとも、ともに適切な資源配分を歪めることから問題であることが示され、このため一般物価の安定が大切な政策課題になることが述べられる。次に、資産価格が上昇する場合につき、資産価格の決定理論を踏まえて考察する。この場合にも、(1)「予期された資産インフレ」(理論から説明でき、将来の価格をある程度正確に予測することができる場合)、(2)「予期せざるインフレ」(理論では説明できない、将来の価格を予測できない場合)の2つの場合に分けて論じ、そして、(2)の場合が問題となる(85年以降の経験から明らかである)だけでなく、(1)の場合も問題として認識することの重要性を明らかにする。最後に、資産価格の変動を加味した物価指標作成の試みを紹介する。



# 目次

1	はじめに	2
2	一般的なインフレの経済的コスト	3
2.1	予期されたインフレのコスト	3
2.1.1	民間から政府への購買力移転に伴う社会的コスト	3
2.1.2	資本ストック調整効果	4
2.2	予期せざるインフレのコスト	5
3	資産インフレの経済的コスト	6
3.1	資産価格決定理論	7
3.2	予期せざる資産インフレ	8
3.2.1	一般物価の上昇を伴わない時の資産インフレ・コスト-80年代後半	9
3.2.2	一般物価の上昇を伴う時の資産インフレ・コスト-70年代前半	9
3.3	予期された資産インフレのコスト	10
4	資産インフレと物価	11
5	おわりに	14

1986年以降のわが国経済においては、資産インフレ・資産デフレ期<sup>1</sup>といわれるように、資産価格（株価・物価）の変動が経済に大きな影響を及ぼした。資産インフレと言われることから分かるように、この時期の資産価格の異常な上昇はマネーサプライの増加を促進した金融緩和政策に下支えされたものであった。実際、金融引き締めはバブルを崩壊させる一因であったことが、このことを物語っている。ところが、実際には、金融政策が最終目標としてきた一般物価<sup>2</sup>が安定していたため、資産インフレはなかなか金融政策上の問題として認識されなかった。もし、資産インフレを一般物価と併せて考えていたならば、防げていた問題かもしれない。そこで、物価の安定というとき、資産インフレはどのように取り扱われるべきか、考察してみることにする。本論文では、まず資産に限らず一般的なインフレを見た時の経済的コストと、資産インフレの経済的コストを比較し、資産インフレも一般的なインフレと同様の社会的損失をもたらすことを明らかにする。次に、それを踏まえて資産価格の変動を考慮に入れた新しい物価指数の必要性について述べる。

<sup>1</sup>図表1

<sup>2</sup>主に消費者物価指数（CPI）が目安となる。他に、GNPデフレーターや卸売物価指数（WPI）などでもはかられている。



## 2 一般的なインフレの経済的成本

一般的なインフレは、「持続的な物価水準の上昇」、すなわち「通貨価値の下落」、と一般に定義される。一般的なインフレはその、経済主体の行動に与える影響と、発生メカニズムの異なることから、通常「予期されたインフレ」と「予期せざるインフレ」に区別して論じられる（重原、渋谷、1992）。予期されたインフレでは、将来のインフレ率がある程度正確に予想されている。一方、予期せざるインフレでは、将来のインフレ率が正確に予想されていない。たとえば、銀行が融資する場合、実質利子率に返済時の予想インフレ率を含めた、名目利子率で貸し出す。返済時のインフレが予想インフレ率に近ければ、予期されたインフレといえる。しかし、予想インフレ率からかけ離れたインフレが生じれば、予期せざるインフレといえよう。

### 2.1 予期されたインフレのコスト

予期されたインフレは、大きく2つの経済的成本を生ずる。

#### 2.1.1 民間から政府への購買力移転に伴う社会的コスト

一般的なインフレーションのもとでは、貨幣の実質価値が低下し、貨幣保有者の実質購買力が低下する。いま実質経済成長率がゼロの経済で、貨幣供給量の一般物価へ及ぼす影響が予測でき、実質貨幣残高が貨幣保有の限界効用と名目利子率によって表される機会費用とが一致する水準で決定されるとする。ここで、政府部門が名目貨幣量を $\theta$ 率増加させる。人々は一般物価も $\theta$ 率上昇することを予想して行動するため、名



目利子率も  $\theta$  率だけ上昇し（フィッシャー効果）、この結果民間部門の実質貨幣残高に対する需要が減少する。その後、予想インフレ率によって一般物価も  $\theta$  率上昇する。この時、二つのルートから民間部門の収入を減らし、政府部門の収入を増やす。一つはインフレ税であり、また一つは所得の実効税率上昇である。

第一に、インフレ税は、貨幣を独占的に供給している政府部門による貨幣の増発にともなう一般物価の上昇、貨幣価値の低下を通じて民間部門から政府部門へ購買力の移転が生じることをいう。政府部門による名目貨幣供給  $B$  の増加額を  $\Delta B$  とすると、政府部門の名目収入の増加も  $\Delta B$  となる。ここで、その時点における物価水準を  $P$  とすると、政府部門が貨幣の追加的な供給によって得られる実質収入は、 $\Delta B / P$  となる。ところで、

$$\Delta B / P = (\Delta B / B) \cdot (B / P) = \theta \cdot (B / P)$$

であるから、政府部門の実質収入は実質貨幣残高  $(B / P)$  に名目貨幣量の増加率  $(\theta)$  を乗じたものに等しい（インフレ税「金融辞典」）。このように、民間部門の購買力が政府に移転する現象が「インフレ税」という社会的コストである。ところが、こうして生じた政府部門の購買力の増加分が仮に民間部門に還元されるとしても、なお社会的コストが残る。

その背景は消費者の経済厚生が失われることからであり、消費者余剰の概念をもって説明できる（図表2を参照）。一般的なインフレが実質所得と実質金利に影響を及ぼさないと仮定する。利子率  $r$  にインフレ率  $\pi$  が加えられた時、実質通貨残高は  $m_1$  へ減少する。そのとき社会構成員（消費者）にとっては  $ABCD$  で囲まれた消費者余剰は



失われる。一方、名目通貨残高は政府の通貨発行によって増加するため、 $A B E D$ （実質通貨残高 $\times$ インフレ率）はインフレ税として政府の収入に変わる。しかし政府の収入は結局社会に還元されるため、消費者余剰の実質的なネットの喪失部分は $B E C$ となる。(Driffill, Mizon and Ulph, 1990.)

第二に、名目所得・名目利子率が上昇するときには所得の実行税率の上昇が生じる。税率が名目所得に対して累進的なとき、所得税の実効税率が増加する。所得税は所得のうち消費される部分のみならず貯蓄に振り向ける部分にもかかるので、消費だけでなく貯蓄の実効収益率をも引き下げる。さらに、利子所得も同様に名目利子率が課税対象となっているため、インフレ率の増加は実効利子率を限界税率の分だけ減少させる。その結果、将来の消費を現在の消費に代替させる効果をもたらす。したがって、期待実効利子率の変化は、異時点間の経済行動すなわち貯蓄、投資、それに資産ポートフォリオの決定に影響を及ぼすことになる。(重原、1992)

### 2.1.2 資本ストック調整効果

前出の図表2において、一般的なインフレは実質所得と実質金利に影響を及ぼさないと仮定したが、短期的にはそうであっても、長期的には実質所得も実質金利も影響を受ける。通貨が資産の一部として保有されている場合、一般的なインフレによる通貨価値の低下によって、通貨保有の機会費用を大きくすることを通じ、ポートフォリオを通貨から実物資産へとシフトさせる効果（トービン＝マンデル効果）を生み出す。その結果生じる資本ストックの蓄積は、資本装備率の上昇を通じて労働者1人当たり



の生産量を増大させ、実質利子率を下げる<sup>3</sup>。しかし、他方では通貨が経済取引の媒介として使われている以上、一般的なインフレによる通貨保有の機会費用の増大は、通貨の使用による効率的な経済取引を妨げることを通じて投資に対してマイナスの効果を持つ。そのため、通貨が価値貯蔵手段として資産との代替関係の色合いが強いときはプラス、一方、通貨が支払手段として資産との補完関係の色合いが強いときはマイナスの効果があるといえる。<sup>4</sup>（重原、1992）

## 2.2 予期せざるインフレのコスト

予期せざるインフレは、予想していた価格体系に変化をもたらすので、経済主体の行動計画が変化する。不完全情報の下で一般物価水準が上昇したとき、経済主体がその一般物価上昇の一部を相対価格の変化と誤解してしまう結果、経済行動に一時的変化を生じさせてしまう。ひいては、市場経済における最適資源配分を達成する役割を担う価格メカニズムの機能を錯乱してしまう。

その過程は完全情報の時と、不完全情報の時の比較において理解することができる。完全情報の時、つまりあらゆる市場の物の価値である実質価値も名目価値も分かるとき、価格の変動が全体的なものか、相対的なものか区別できる。全体的な価格変動は

<sup>3</sup> 実質所得と実質金利に影響を与える理由として他に2つ挙げられる。ライフサイクル・モダルによると貯蓄率は実質金利によって変動するため、ポートフォリオ・シフトによって貯蓄効果が生じること。また、一般的なインフレにより政府財政が圧迫され、それによる政策の影響を受けること。しかし、他の要素によって相殺されるため、いずれもその影響は少ない。

<sup>4</sup> 一般的なインフレのコストは他にも多くあるが、特に「靴コスト」（一般的なインフレによる名目利子率の上昇に伴い、経済主体は実質通貨残高を節約するようになる。この場合、たとえば消費者は、現金通貨の手持ち残高を節約する一方で銀行や買い物に出かける回数を増やさなければならず、靴代や銀行預金引き出し手数料支払などの増大を生じ、消費者余剰の損失をもたらすことになる。）と「メニュー・コスト」（一般的なインフレに伴う、価格変更や賃金協定の改訂の交渉と実施に要する費用。）が挙げられる。いずれも、そのコストは小さいことが多いが、時には大規模なストライキによる生産性の低下のように影響が大きいこともある。



貨幣残高によって決まり、相対的な価格変動は相対的な需要のシフトによってのみ決まる。しかし、それらの十分な情報がない時、不完全情報の下では、相対的な価格変動は全体的な貨幣残高の変動によって動き、相対的な需要シフトは考慮されない<sup>5</sup>。そのとき予想される、需要の変動によらない価格変動による生産量の増加は、不適切な資源配分となる。また、不完全情報は、さまざまなインフレ期待を人々に抱かせ、結果的に同じ名目利子率を得たとき、彼らはそれぞれが違った実質利子を得ることになる。その結果、適切な資源配分は歪められる。

### 3 資産インフレの経済的成本

資産インフレは一般的なインフレと同様に、予想されたものと予想せざるものに分けられる。資産価格は資産価格決定の理論であるファンダメンタルズ理論から明かなように、収益率と利子率の変化に応じて変動する。基本的にそれは経済の実体に見合った価格形成の為の変動である。それは予想されたインフレと同様、資源の最適配分を行う。一般的なインフレの場合、予想インフレ率という形で名目利子率の変動に反映され、実質利子率を事後的に同じにする。資産インフレの場合は、経済成長に併せてその収益率と利子率を変化させる。経済の成長に応じて変化する点において、いづれも予想されたものであるといえる。しかし、時に資産価格は経済の実体から乖離した価格形成がなされることがある。このことをバブル、ないしは資産インフレと呼び、経済のファンダメンタルズでは説明できない資産価格の現実値と理論値の乖離と定義さ

<sup>5</sup>Driffill, Mizon and Ulph(1990)



れる<sup>6</sup>。これは経済の実体を正確に反映していない点において、予期せざる資産インフレといえよう。予期された（資産）インフレも、予期せざる（資産）インフレもインフレであることには変わらないが、予期されたものが必要悪（後述）であるのに対し予期せざるものは实体经济に弊害をもたらすのみである。以下、資産価格の決定理論を記し、予期された資産インフレと予期せざる資産インフレの経済的コストをみる。

### 3.1 資産価格決定理論

資産価格はどのように決まるのか、これを理論的に説明する基本理論がファンダメンタルズ理論である。資産は、収益と値上がり益から経済的利益をもたらす。よって、収益を資産価格で割ったものは、資産1円あたりの収益、すなわち収益率を表す。ところで、均衡状態では、収益率は裁定取引によって均等化される。代表的な収益率として、国債などの利子率をとると、

$$\text{収益} / \text{資産価格} = \text{利子率}$$

これを書き換えると

$$\text{資産価格} = \text{収益} / \text{利子率} \dots (1 \text{式})$$

となる。<sup>7</sup>

<sup>6</sup>バブルによる資産価格の異常な上昇はいずれ調整ないし崩壊する性格のものである。80年代後半のバブルは後者であり、それを考慮にいれるとバブルの定義は「広範な人々を巻き込み、通常の経済運営に混乱をもたらすような規模の、資産価格の現実値と理論値の乖離」とする方がより適切であろう。

<sup>7</sup>ただ、資産価格の性格をより詳しく理解するには、収益の割引現在値としての価格および値上がり益を考慮した価格を知る必要がある。資産から得られる収益は、毎期末に発生するとしたとき、第一期末の収益は現時点でみれば、

$$\text{収益} / (1 + \text{利子率})$$

つまり、現在割引値として評価される。同様にして各期末の収益の現在割引値は求められるが、等比級数の和の公式によって結局、

$$\text{収益} / \text{利子率}$$

に集約される。



資産はまた、キャピタルゲインを得る見込みで保有されることもある。キャピタルゲインは来期価格から今期価格を引いたものであり、それを考慮すると、

$$(\text{収益} + \text{来期価格} - \text{今期価格}) / \text{今期価格} = \text{利子率}$$

$$\text{今期価格} = (\text{収益} + \text{来期価格}) / (1 + \text{利子率}) \dots (\text{第2式})$$

となる。(野口、1991・1992)

### 3.2 予期せざる資産インフレ

以上、理論値について述べてきた。この理論値から現実値が著しく乖離した部分がバブルであることから、バブルの発生要因は2つあるといえる。第一に、当該資産が生む将来の収益を過大評価したとき(1式)。第二に、来期価格を過大評価し、キャピタルゲイン目当ての投機的な投資が活発化したとき(2式)。一方、資産価格は常に収益または利子率の変化にあわせて変動するが、それはバブルではない。その点、資産インフレ・資産デフレ期における資産価格の変動は、図表3(株価)と図表4(地価)から明らかなようにバブルであったといえよう。そして94年現在、景気回復の兆しはあるものの、バブルの崩壊は長期にわたる経済の停滞を引き起こした。当然その原因は次に述べるように、資産インフレの社会にもたらした経済的コストに求められる。ここで一つ注意しておきたいのが、資産インフレが金融政策の目標として認識されるようになったのは90年代に入ってからであるという点である。それ以前に、70年代前半のインフレ期に既に資産インフレは経済白書(1973・1974)において問題として提起されていた。それにも関わらず、適切な政策がとられなかった理由と



して「物価の安定」が挙げられることがある。しかし、70年代の資産インフレと80年代の資産インフレの経済的コストを比較すれば、「物価の安定」とは何を根拠に言うのか疑問となるだろう。

### 3.2.1 一般物価の上昇を伴わない時の資産インフレ・コスト—80年代後半

80年代後半の資産インフレ期には、消費者物価指数（CPI）によれば「物価の上昇」は見られなかった<sup>8</sup>。それは、資産価格が一般物価に含まれず<sup>9</sup>、また輸入物価が低下したことがあげられる。しかし、資産インフレの社会へ及ぼす経済的コストは、予期せざるインフレと似たものであった。その経済的コストは大きく2つ挙げられる。一つは資産・所得分配への影響である。資産格差の拡大により、「持てるものはますます持つようになった。そしてキャピタルゲインの実現は所得の格差をも拡大した。また一つは資源配分への影響であった。一時的な投機によって支えられた価格の上昇を需給の実態を反映した相対価格の変化と受けとってしまい、不動産の供給過剰の状態を作り出してしまった。（経済白書、1993）

### 3.2.2 一般物価の上昇を伴う時の資産インフレ・コスト—70年代前半

70年代前半におけるインフレ期においても、同様の資産インフレ・コストをもたらした。資産・所得配分また資源配分を歪めた。資産価格の簿価は時価よりはるかに低く、その乖離であらわされる含み益は拡大し、資産として持つことの有利性が高まっ

<sup>8</sup>図表5

<sup>9</sup>ストックである土地や家屋の価格は含まれないが、それが提供するサービスのフロー価格である地代や家賃は物価に含まれる。



た。土地取得を全額借入れでも金利負担を上回る含み益は、両建て化を可能にした。経済白書には「地価上昇に伴う家賃・地代の上昇により貯蓄が低下した」と記述されているように、資産価格のファンダメンタルズ理論に照らして考えた場合、バブルがあったことがはっきり認識されている<sup>10</sup>。また、資産と一般物価との関係においても、マネーサプライの上昇の観点から問題にしている。問題は2方に渡って提起されている。一方は、企業や家計の通貨需要は代替的な資産の予想収益率や将来に対する期待のあり方によって影響されることから、一般物価の安定は資産と密接な関係にあることを明らかにしている。資産の予想収益率が高ければ、消費者は購買力を資産で保持しようとし、通貨残高は下がる。その結果、一般的なインフレを下支えするマネーサプライは減少する。資産の予想収益率が低ければ、逆にマネーサプライは増えるだろう。いま一方は、通貨の供給過剰、ないしその他の資産への需要超過は、一般物価の急騰を引き起こしたとし、資産価格上昇の一般物価上昇への影響を問題にした。消費は異時点間にわたって行われるため、将来の収益の現在値を反映した資産価格は一般物価に影響を及ぼす。(経済白書、1973・1974)

### 3.3 予期された資産インフレのコスト

バブルは資源配分などへ歪みをもたらしたが、予期された資産インフレは实体经济の金利や収益率の変化に応じて価格変動を起こすものであるため、逆に最適資源配分を行う。しかし、経済における主要な財貨の価格の変化である以上、一般的なインフ

<sup>10</sup>本来なら、家賃・地代の上昇に伴って地価上昇が生じるはず。



レ同様の経済的コストももたらす。土地価格の変動は、経済変動から一定のタイムラグを伴う。それは一時的にもバブルを生じさせる。また、不適切な公示地価や税制の歪みなども生じさせるだろう。それはメニュー・コストとも、税制上のコストともいえる。特に日本では高い相続税の抜け道として、土地保有者は貸家を建てることにより税負担の軽減をはかる。貸家の需要がある時はともかく、供給過剰の時は資源のミスマネジメントを招くことになる。また、貨幣との資産の補完関係もマイナスの効果をもたらすだろう。

#### 4 資産インフレと物価

資産価格はファンダメンタルズ理論からもわかるように、期待将来価格の現在値を反映したものである。一方従来の物価の概念では財・サービスの現在価格のみ考慮されていた。そのため、いままで一般的なインフレは一時点における一般物価の上昇として、静学的にしか認識されてこなかった。しかし、一般的なインフレの経済的コストから見てもわかるように、その影響は将来にわたる消費や投資、貯蓄にまで及ぼされる。決して一時点でのみ語られる問題ではない。たとえ現在一般物価が安定していたとしても、インフレ動向に変化が起こった時点で一般的なインフレの弊害は生じる。というのも、一般的なインフレ問題の本質は、価格体系の歪みによって、市場経済の価格メカニズムが持つ適切な資源配分の機能や所得配分の機能が妨げられることにあるからである。



そのため、これから資産価格と一般物価を考えると、2つのことに注意する必要があると考えられる。第一に、一般物価は現時点で消費される財・サービスのフロー価格だけでなく、将来の時点で消費される財・サービスのフロー価格も織り込まれるべきである。第二に、資産はその価格が家賃などのフローの形で部分的にのみ一般物価に含まれているが、一般物価を異時点間でとらえる以上資産価格自体をも考慮するべきであろう。そうした方向での物価指数の改善策の例は、重原（1990）、渋谷（1991）によって提示されており、海外でもそうしたことの必要性が強調されている（Goodhart, 1993）。

重原は「異時点間生計費指数」の重要性を説明している。消費者は消費行動にあたって、単に一時点における財およびサービス消費のフローだけではなく、将来の時点における消費のフローをも念頭において、一定の予算制約の下で、現時点から将来の時点に亘る消費から得られる経済厚生を最大化しようという考えで行動している、とみられる。しかし、既存の消費者物価指数統計では現時点で消費者が利用可能な財・サービスのフロー価格だけを考慮し、将来時点で利用可能となり得る財・サービスの価格をほとんど無視しているために、消費者にとって真の（長期にわたる）生計費を測定するという意味でのインフレ指標としてはバイアスを持っている。したがって、インフレ圧力が、現在の財・サービス価格と将来の財・サービス価格（または後者をインプリシットに含む資産価格）の間に均等に現れないような場合（例えば、80年代後半のように資産価格が相対的に大幅に上昇するような場合）には、既存の物価指数だけを見ていたのでは、真の通貨価値の維持が行なわれているか、はかることができない。



その点、異時点間生計費指数には、現時点で消費される財・サービスのフロー価格だけでなく、将来の時点で消費される財・サービスのフロー価格も織り込まれている。将来における一般物価は基本的に先物市場で計ることができる。ただ、問題としてすべての財・サービスに先物市場が存在するわけではない。しかし、資産価格については、将来の収益還元価格であるため将来の消費に対する既存の請求権の価格を具現している。そのような将来にあって消費者が望む消費サービスのフローを生ずると考えられる資産価格は異時点間生計費指数において考慮されなければならない。

一方渋谷は重原を発展させ、動学的均衡価格指数（DEPI：Dynamic Equilibrium Price Index）について説明している<sup>11</sup>。DEPIは財・サービスの現在価格の変化と期待将来価格の現在値を反映する資産価格の変化の加重幾何平均として理論的に導出されるものである。インフレ動向の変化を財・サービスの現在価格の上昇としてだけでなく、期待将来価格の現在値を反映する資産価格の上昇としてとらえている。この指数によれば、1980年代後半の「物価」はかなり上昇していた（従って金融引き締めを必要としていた）ことがわかる（図表6、図表7）。

消費者は決して一時点でのみの効用のためだけではなく、長期的視野に基づいて消費活動を行う<sup>12</sup>。その点、資産インフレは将来のフロー価格である収益を含んでおり、物価も同様に理解することによってより包括的にインフレの経済へ及ぼす影響度をはかることが可能になるのではなかろうか。

<sup>11</sup> 図表6、図表7

<sup>12</sup> ライフサイクル理論。



## 5 おわりに

本論文の目的は、物価の安定との関連で資産インフレをどのように取り扱うべきか考察することにあつた。両者ともその経済的コストは異時点間に渡り、適切な資源配分を行うためにも、物価の安定には資産価格の安定が欠かせない。

最後に、物価と資産に関して3点述べたい。

第一に、物価の安定は金融政策上の最終目標であり、目標達成の為には資産価格の動向にも注意しなければならない。80年代後半のバブルは明らかに一般物価の安定による、金融政策の失敗にその大きな原因があり、資産インフレを問題として認識しなかった。しかし、既にその経済的なコストは明かであり、物価を異時点間でとらえ資産価格の動向をも含むべきであろう。

第二に、資産インフレはバブルだけでなく、常時生じている。予期されたインフレにも様々な経済的なコストがあつたように、予期された資産インフレも問題がないわけではない。バブルを再発させない努力は当然のことながら、例えば、予期された資産インフレにも税制改革など、何らかの対処が必要となってくるのではなからうか。

第三に、以上のことを踏まえて、フローの物価とストックの物価を統合した新たな物価指数を本格的に開発する必要があるだろう。



## 参考文献

- [1] 大蔵省財政金融研究所編「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」『フィナンシャル・レビュー』1993年10月。
- [2] 経済企画庁編「経済白書」昭和48年版。
- [3] 経済企画庁編「経済白書」昭和49年版。
- [4] 経済企画庁編「経済白書」平成5年版。
- [5] 重原久美春、渋谷浩著「インフレーションと金融政策」重原久美春編「金融理論と金融政策の新展開」有斐閣、1992年。
- [6] 重原久美春「資産価格の変動とインフレーションについて」『金融研究』日本銀行金融研究所、1990年7月。
- [7] 渋谷浩「動学的均衡価格指数の理論と応用-資産価格とインフレーション」『金融研究』日本銀行金融研究所、1991年12月。
- [8] John Driffill, Grayham E. Mizon and Alistair Ulph, "Costs of Inflation" in B.M.Friedman and F.H.Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics, Volume II*, Elsevier Science Publishers B.V., 1990.
- [9] 館龍一郎編集委員代表「金融辞典」東洋経済新報社、1994。



- [10] Charles Goodhart, "Price Stability and Financial Fragility" paper presented at the Conference on Financial Stability sponsored by the Reserve Bank of Australia, Sydney, November, 1993.

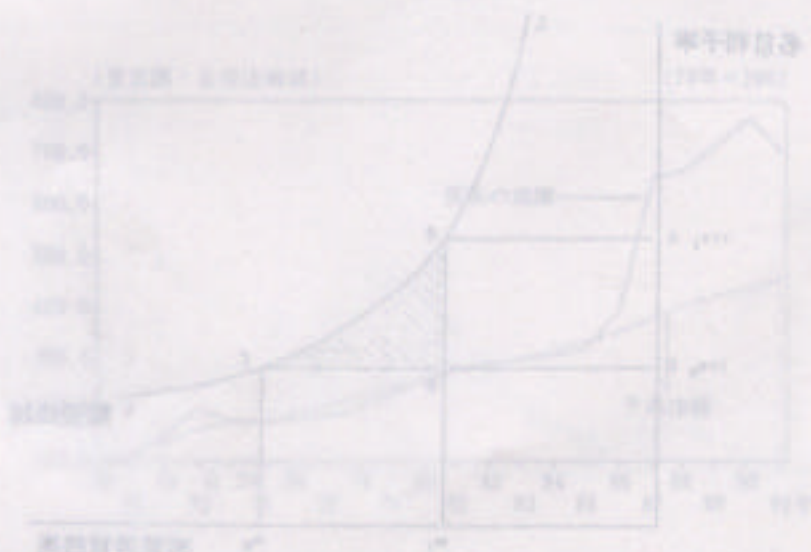
1988	2.00	10.4	0.1	2.0	2.5
1987	2.30	10.4	0.1	2.0	2.5
1986	2.50	11.5	0.7	2.0	2.5
1985	4.00	11.5	0.7	2.0	2.5
1984	6.00	11.5	0.7	2.0	2.5
1983	8.00	11.5	0.7	2.0	2.5
1982	1.75	11.5	0.7	2.0	2.5
1981	1.75	11.5	0.7	2.0	2.5
1980	1.75	11.5	0.7	2.0	2.5

- [11] 野口悠紀雄「ストック経済を考える」中公新書、1991。
- [12] 野口悠紀雄「バブルの経済学」日本経済新聞社、1992。

(出所) 日本銀行「金融経済白書」(1994)

(出所) 日本銀行「金融経済白書」(1994)

(出所) 大蔵省財政金融研究所編「ファイナンス・レビュー」1993



(出所) B.M. Friedman and F.H. Hahn, "Handbook of Monetary Economics, Volume II" Blotnik  
 (出所) 大蔵省財政金融研究所編「ファイナンス・レビュー」1993

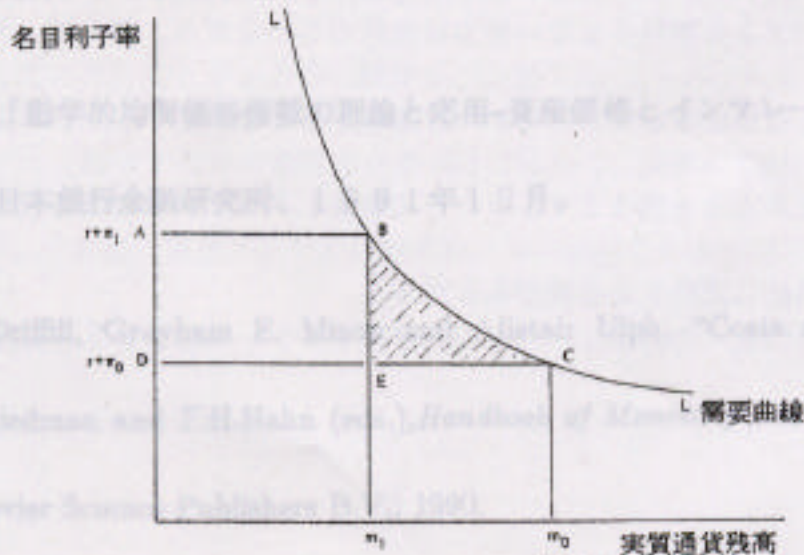


図表1

年	公定歩合	マネーサプライ	インフレ率	日経平均	地価
1985	5.00	8.4	2.0	13113	2.2
1986	3.00	8.7	0.6	18701	2.2
1987	2.50	10.4	0.1	21564	7.6
1988	2.50	11.2	0.7	30159	25.0
1989	4.25	9.9	2.3	38916	7.9
1990	6.00	11.7	3.1	23849	17.0
1991	4.50	3.6	3.3	22984	10.7
1992	3.25	0.6	1.6	16925	-5.6
1993	1.75	1.1	1.3	17417	-8.7

(出所) 日本銀行「経済統計年報」

図表2

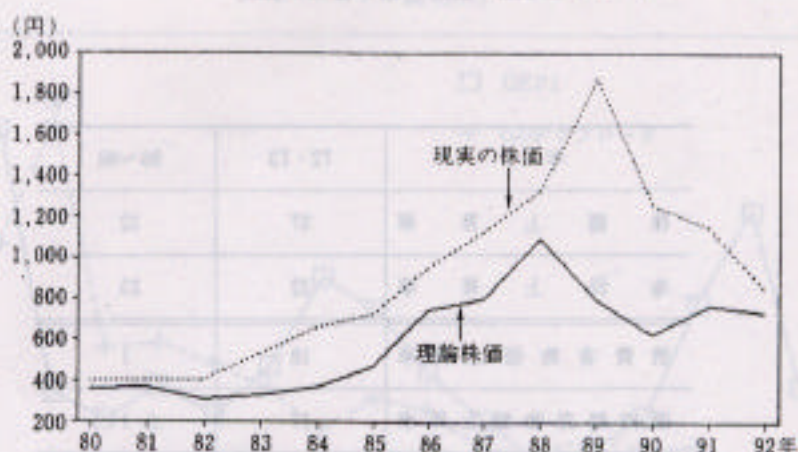


(出所) B.M.Friedman and F.H.Hahn, "Handbook of Monetary Economics, Volume II" Elsevier



図表3

利益割引モデルによる理論株価及び現実の株価（年末値）



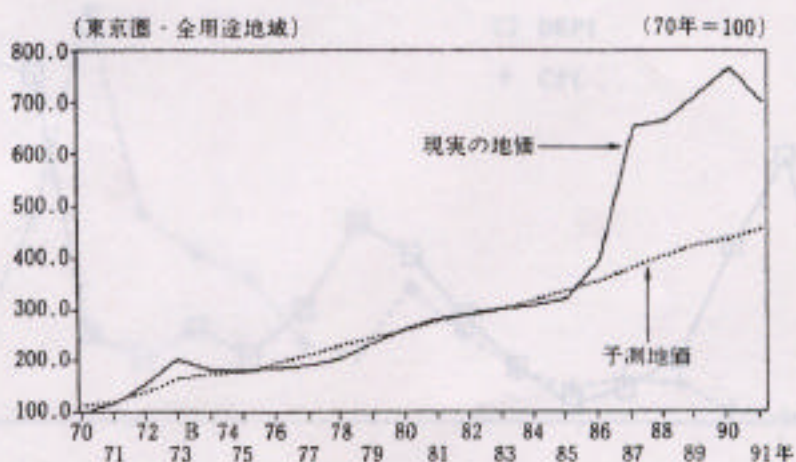
(注) 株価は東証一部上場企業の一株あたりの単純平均株価。

(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

(出所) 大蔵省財政金融研究所編「フィナンシャル・レビュー」P 69

図表4

回帰式による予測地価と現実の地価



(出所) 大蔵省財政金融研究所編「フィナンシャル・レビュー」P 73



図表5

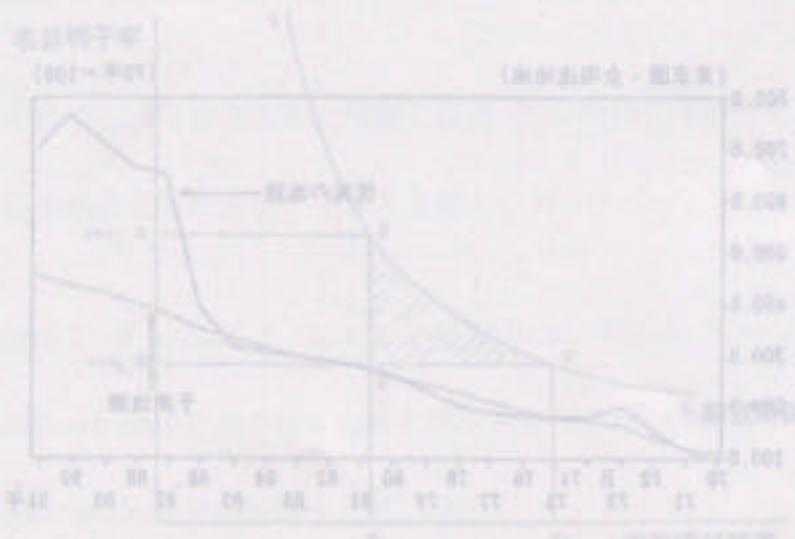
72・73年と今回の資産価格・物価の比較

年	年間の平均		72・73	86~89
	株 価 上 昇 率	地 価 上 昇 率		
1985	37	32		
1986	32	23		
1987	18	1		
1988	17	△1		
1989	13	△8		
1990	19	3		
1991	87	80		

- (注) 1. 株価(日経平均)・地価(全国・全用途)は年間上昇率の平均。  
 2. 物価・賃金は年度平均値の年間上昇率の平均。  
 3. 稼働率は年度平均稼働率の平均。

(資料) 国土庁「地価公示」、東京証券取引所「東証月報」、総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「即売物価指数」、労働省「毎月勤労統計調査」、通産省「鉱工業指数」

(出所) 大蔵省財政金融研究所編「フィナンシャル・レビュー」P45

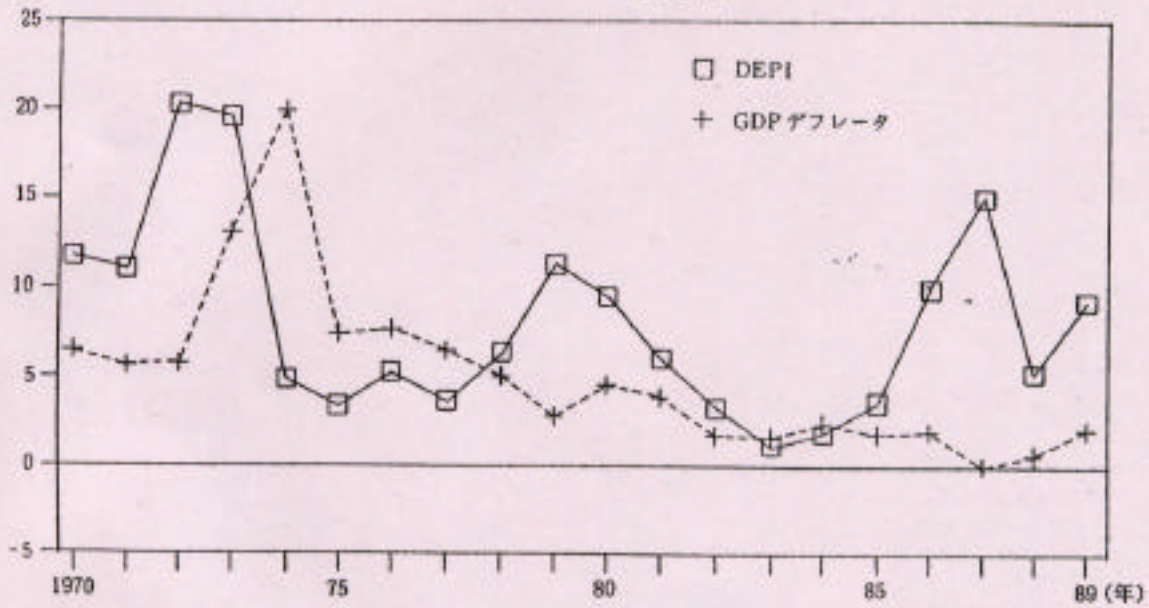


(出所) E.M.Friedman and F.H.Hahn, "Handbook of Monetary Economics, Volume II" Harvard  
 Science Publishers B.V. 1990. P1017



図表6

DEPIとGDPデフレーター  
(パーセント変化率)

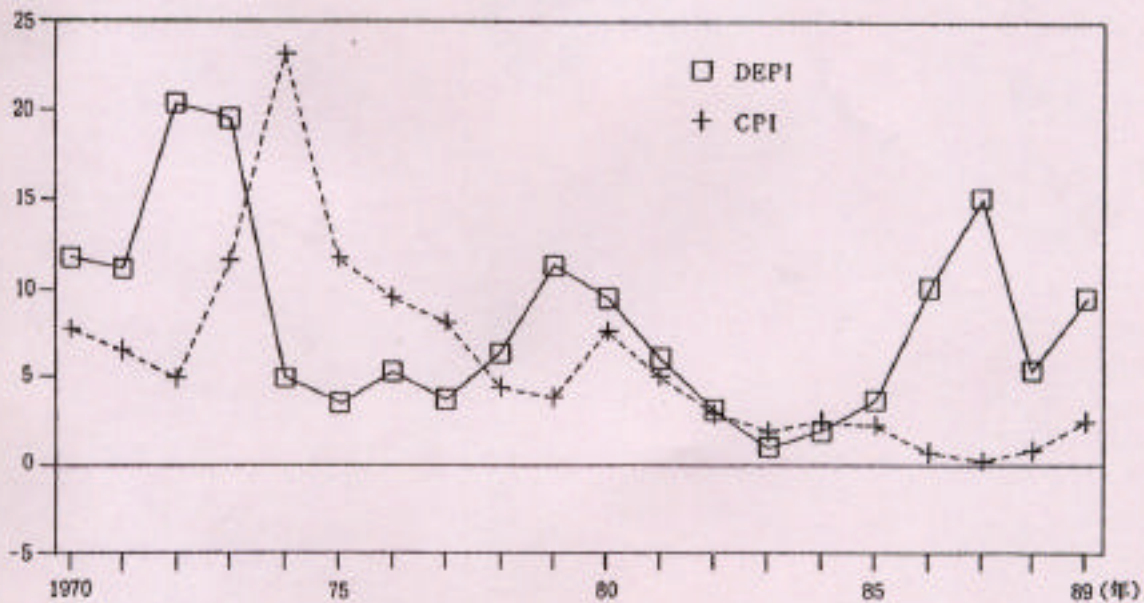


(出所) 渋谷浩「動学的均衡価格指数の理論と応用-資産価格とインフレーション」『金融研究』日本

銀行金融研究所、1991年12月。P33

図表7

DEPIとCPI  
(パーセント変化率)



(出所) 渋谷浩「動学的均衡価格指数の理論と応用-資産価格とインフレーション」『金融研究』日本

銀行金融研究所、1991年12月。P34