

カネ余り経済と株価の動向

経済調査部 大竹 康喜

はじめに

今は「カネ余り」の時代だと言われる。株価が高いのも「カネ余り」ということで、説明されてきた。しかし、「カネ余り」とは何なのか、「カネ余り」が株価をどのように押し上げてきたのか、といった点についてはあまりはっきりとした説明がなされてきていないように思える。

また、現在我が国では、4月の消費税導入を契機としてインフレ懸念が高まってきている。ここ数年対前年比でマイナスの動きを続けていた卸売物価も上昇に転じており、消費者物価も4年振りに3%近い高い伸びを示している。こうしたなかで、日銀は公定歩合を9年振りに引き上げ、いままで「カネ余り」を支えてきた条件の一つである金融緩和の方向が変化しようとしている。いざなぎ景気に近い景気拡大が続く中で、企業の設備投資も拡大してきており、日銀の「資金循環表」における企業部門の資金不足は拡大してきている。

そこで、「カネ余り」が株価にどのように影響してきたのか、また、「カネ余り」経済は終焉に向かっているのか、株価はどうなるのか、等について考察してみたい。

なお、結論的に言えば、ここ数年の株高をもたらしたのは「カネ余り」によることは検証される。しかし、「カネ余り」は構造的なものではない。マーシャルのKがトレンドラインを上回ったのは1986年であり、歴史的低金利のなかで、'85年のプラザ合意以降の円高局面で貿易収支、経済収支が大幅に増加し、そのため国内的にマネーサプライが増加し「カネ余り」となった。これが、地価を上げ、企業の担保力を高め、企業の株価を上昇させ、企業を財テクへと走らせ更なる株高をもたらした。東証1部の出来高を見ても、'85年までは1日平均4億株程度であり、10億株近くとなったのは'87年以降のことである。

したがって、「カネ余り」(＝「株高」)はここ数年のことであると思われる。超低金利時代が終了し、対外不均衡も徐々にではあるが是正されているなど、「カネ余り」を巡る環境は変化してきている。そろそろ「カネ余り」＝「株高」という認識は是正されてしかるべきであろう。

I. 「カネ余り」経済とは

1. 「カネ余り」経済の現状

日経センター理事長の香西氏は、「カネ余り」を経済学的にみて、①「貨幣数量説」的な意味、②「流動性選好説」な意味、③「貸付基金説」な意味で解釈できるとしているが（注1）、ここでは、「カネ余り」経済の現状を認識する立場から、①資金循環表からみた「カネ余り」、②マーシャルのKからみた「カネ余り」について実体を把握してみたい。

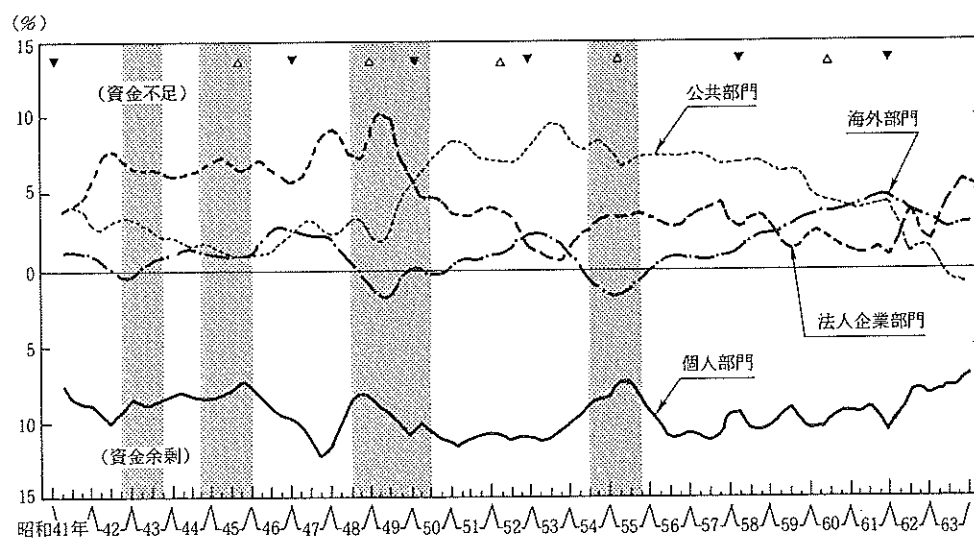
(1) 資金循環表からみた「カネ余り」

日銀が毎年発表する「資金循環表」は、国民経済の金融面の動きを経済部門別、各種金融取引項目別に相互間の流れとして一表にまとめたものであり、一定期間における信用、通貨の流れと一定期日における金融資産残高を明らかにしている。

「資金循環表」を構成する各部門の資金過不足の合計は、事後的には一致しているため、これをもって「カネ余り」を認識することは出来ないが、マクロ的な資金の流れを把握するためには最もよい指標と考えられている。

この日銀の「資金循環表」により長期的な我が国の資金循環構造の変化をみると、次のような点が指摘できよう。すなわち、①個人部門は一貫して資金余剰を持続、②1975～80年にかけては、最大の資金不足部門が、高度成長期における法人企業部門から、国債大量発行をみた公共部門へと移行、③'80～'85年には、法人企業部門の資金不足は内部蓄積の進展もあって引き続き小幅なものにとどまり、一方、公共部門の

図－1 部門別資金過不足の推移（対名目GNP比率）



（注）1. 季節調整済み、3期加重移動平均値（ウェイト1：2：1）。
2. シャドー部分は金融引き締め期（以下同じ）。
3. △印は景気の山、▲印は景気の谷（経済企画庁調べ、以下同じ）。
（資料）日銀「経済統計月報」

資金不足は財政再建の進捗により徐々に縮小、しかし、法人企業部門を上回る資金不足部門に、④'80年以降の円安・ドル高のなかで、経常収支の黒字が累増し、'85年頃には海外部門が最大の資金不足主体になっている。

海外部門が最大の資金不足部門となったということは、経常収支黒字が続いているということであり、国内的には貯蓄超過すなわち「カネ余り」ということである（注2）。この状況は'80年以降の出来事であり、特に'85年以降に著しいことが判る。（これは香西氏の指摘する「貸付基金説」的な解釈であろう。）

（注1）日経センター会報'89年6月1日

- 貨幣数量的な意味での「カネ余り」
ーこの場合は通貨供給の過大を指す。
- 流動性選好説的な意味での「カネ余り」
ー経済が完全雇用になれば、貨幣数量説が妥当するが、それまでは、通貨増発は物価上昇をもたらさず、金利を低下させる。
- 貸付基金説的な意味での「カネ余り」
ー資金の供給＝貯蓄が、資金の需要＝投資を上回る状況。

（注2）資金循環勘定上の海外部門の資金過不足と国際収支勘定との関係

輸出等－輸入等（経常収支）＝対外金融資産増－同負債増
＝海外部門の資金不足

（2）「マーシャルのK」から見た「カネ余り」

始めにマネーサプライの動きを見てみよう。

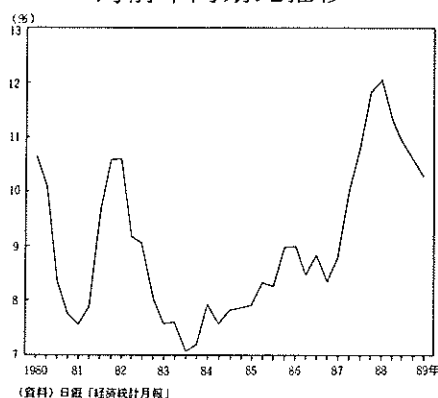
マネーサプライ（M2＋CD）の最近の動きを見ると、年平均伸び率は'83～4年頃は7%台であったものが次第に上昇し、'87年以降は10%を超える伸びを示している（図－2）。

また、1970年以降のマーシャルのKの動向を見ると、マーシャルのKそのものは趨勢的に右上がりのため、トレンドからの乖離を見ると、'86年以降大幅な上方乖離が生じている（図－3）。

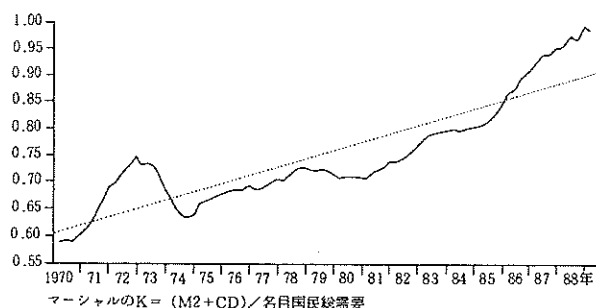
これは、「貨幣数量的な意味」で、通貨供給量が増大していることを示している。

従って、現在の「カネ余り」の状況は'85～'86年以降の現象であると、確認されよう。

図－2 マネーサプライ（M2＋CD）
対前年同期比推移



図－3 マーシャルのKの推移



2. 「カネ余り」の原因

1.で見たように、貨幣数量的な意味からも、貸付基金説的な意味からも現在はいわゆる「カネ余り」の状況にあるが、この「カネ余り」がどのような理由から発生したのか、その原因についてみてみよう。

「カネ余り」の原因として、一般に我が国の個人貯蓄率が高いことが指摘されている。個人の貯蓄率が高いのは、様々な理論で説明されるようにまさに構造的なものであって、日銀の「資金循環表」でみても、個人部門の資金余剰は対名目GNP比で、昭和40年代（1965～75）は9.4%、昭和50年代（1975～85）は10.3%であり、1985年以降でも'85年9.8%、'86年10.2%、とほぼ過去の水準と同じである。したがって、個人部門の貯蓄率の高さ（＝個人部門の大幅な資金余剰）をもって、最近の「カネ余り」を説明することは出来ない。

マネーサプライの伸びが急速に高まり、マーシャルのKのトレンドラインからの乖離が始まったのは'86年以降である。'86年以降「カネ余り」が顕著になってきたのは、①'82年以降金融緩和が進み、特に'86年度には公定歩合が3度にわたって引き下げられるなど歴史的に低金利が続いたこと、一方で、②法人企業部門の資金不足が対名目GNPで昭和40年代（1965～75）7.1%、昭和50年代（'75～'85）2.9%から1986年に1.3%までに低下し、③公共部門の資金不足が昭和50年代（'75～'85）の7.1%から1986年4.2%、'87年1.4%にまで低下し、また④海外部門の資金不足（＝経常収支の黒字）が昭和40年代（'65～'75）0.7%、昭和50年代（'75～'85）0.8%から1986年に4.3%にまで拡大したことによるとと思われる。

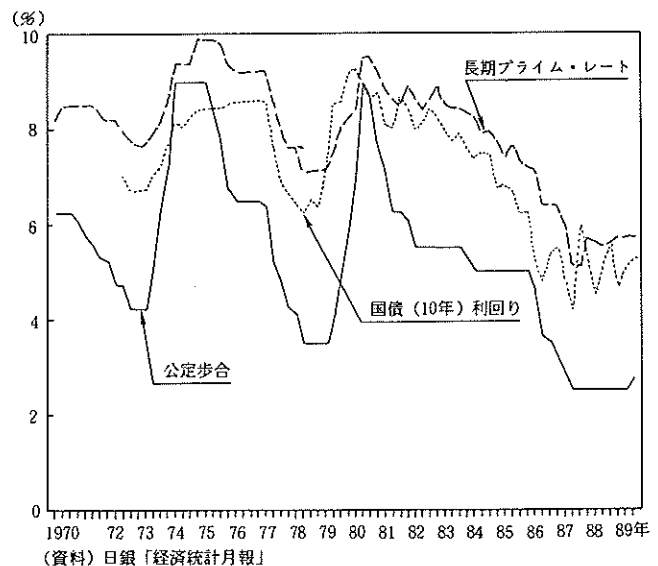
そこで上に挙げた要因について少し詳しく見てみよう。

(1) 金融緩和要因

'82年以降の金融緩和によって、金利が低下し、特に'86年度中に公定歩合が3度にわたって引き下げられ、'87年以降、史上最低水準（2.5%）で推移するなかで、低金利を反映して量的な緩和が一層進んだ（図－4）。

金利と名目総需要を説明変数とする貨幣需要関数を推定すると、表－1のように金利とマネーサプライの関係は比較的安定しており、マネーサプライの弾性値はほぼ0.3である。金利が長

図－4 金利の推移



期プライムレートで8.9%（'82年）から5.1%（'87年）へと3.8ポイント低下したことから、マネーサプライも大幅に増加している。

表－1 金利とマネーサプライ

ケース1（推計期間：1985：1Q～1989：1Q）

金利	長期プライムレート	国債流通利回り	公社債インデックス
弾性値	-0.31	-0.20	-0.29
T 値	-6.12	-4.02	-5.92
R ²	0.977	0.961	0.976
D. W.	1.49	1.37	1.61

ケース2（推計期間：1982：4Q～1989：1Q）

金利	長期プライムレート	国債流通利回り	公社債インデックス
弾性値	-0.31	-0.28	-0.28
T 値	-6.41	-6.05	-6.05
R ²	0.987	0.986	0.986
D. W.	0.89	0.93	0.93

(2) 企業要因

石油ショック以降、企業を取り巻く環境が変化し、期待収益率の低下から設備投資が減少し、これが、企業の内部留保を下回ったことから、余資が発生した。しかし、配当は増加させず、配当性向は依然として低かったため、これらの資金を金融資産として運用することとなった。

これらの点を数値で確認してみよう。

図－5は、ここ20年の設備投資の増加率を示しているが、GNPベース、法人企業統計ベースともに、'86年には企業の設備投資は大きく落ち込んでいる（法人企業ベースでは'86年は対前年比マイナスとなっている）。

こうしたなかで、設備投資デフレーターは安定ないし低下しているため、企業はより少ない資金で設備投資が出来るようになっている。

また企業の内部資金が豊富になり、外部資金導入の必要性が少なくなった。これを自前の資金でどこまで設備投資資金をまかなったかを表す指標である自己金融比率〔自己金融額／（有形固定資産純増加額＋減価償却実施額）〕でみると、全産業（集計対象企業：東証1部上場企業ベース、除く金融保険）では、'89年3月期では100.2%（'82年3月－77.9%）であり、製造業では、同120.4%（'82年3月期－96.8%）といずれも上昇している（図－6）。

自己資本比率は、製造業、非製造業とも一様に上昇しており、製造業では、'89年

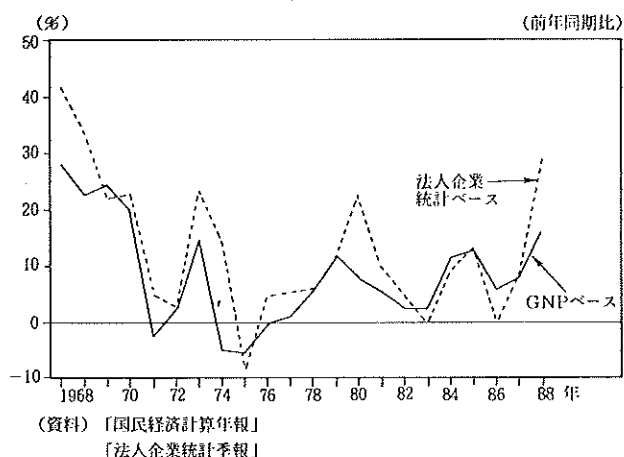
3月期段階で36.6%と、石油ショック当時（20%程度）と比較すると、2倍近くの水
準に達している（図－7）。

こうしたなかで、企業の手元流動性も上昇しており、現金・預金と短期所有有価証
券の合計額も年々高まっている〔全産業ベース一年商の2.0カ月（'82年3月期、
1.2カ月）製造業ベース一年商の2.7カ月（'82年3月期1.7カ月）〕（図－8）。

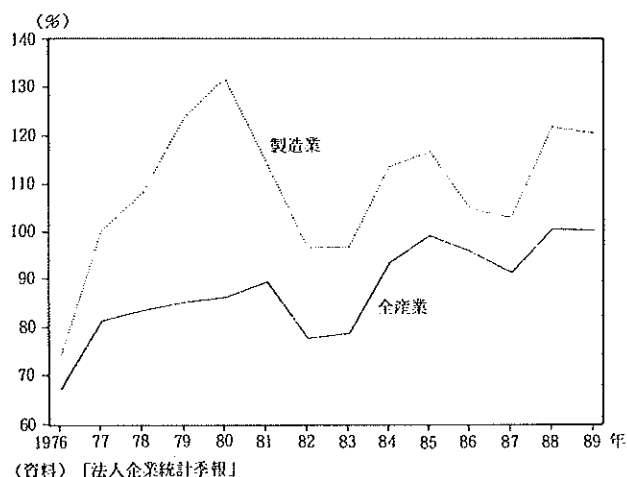
企業の資金調達も増加しており、法人企業の資金調達額は'87年43兆円と、対前年
比28%増と急増している。これは借入、内外資本市場におけるCB、ワラント債等の
エクイティ・ファイナンスに加えて、CP発行の積極化で、実物投資の資金需要を上
回る資金調達を実現している。

こうしたことから、企業部門の余資も拡大を続けた。

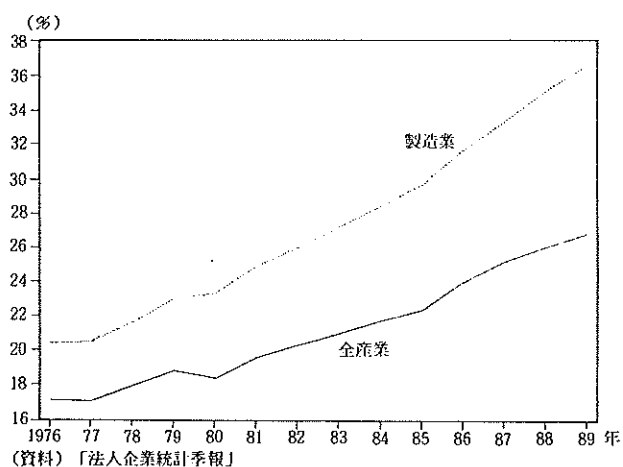
図－5 企業の設備投資動向



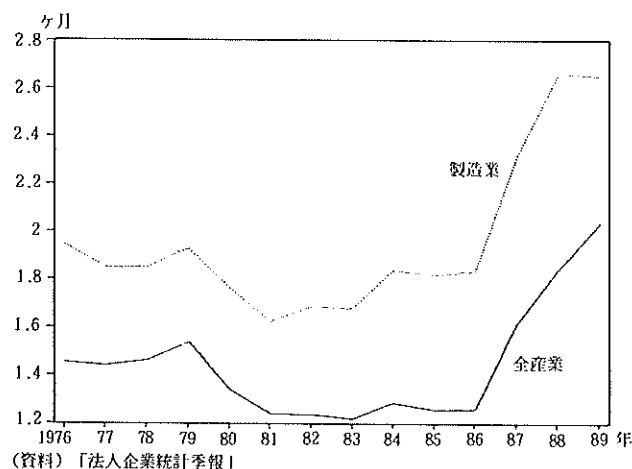
図－6 自己金融比率



図－7 自己資本比率



図－8 手元流動性



(3) 国の財政要因

公債依存度は、1979年度の34.7%をピークとして、その後の財政改革によって財政支出が抑制された結果、徐々に減少しており、'89年度は当初予算ベースで11.8%まで低下してきている（図-9）。

特に最近では、景気の伸びが高く、企業業績も好調なため法人税を中心に税収は好調であるため（法人税の伸び率は'87年度20.8%、'88年度は16.3%）、1990年度に「赤字国債の発行をゼロとする」という財政再建の目標がほぼ達成可能な状況になった（図-10、11）。

このため、国債を大量発行していた時期においては、民間資金の締め出し（クラウディングアウト）の状況になり、マネーサプライを低下させる要因であったが、赤字国債の発行が減少するにつれてそうした状況は解消した。

図-9 国債発行額の推移
（当初予算ベース）

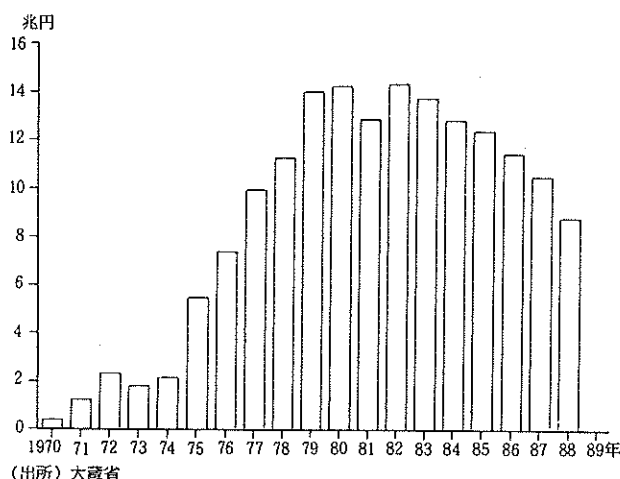


図-10 税収の推移

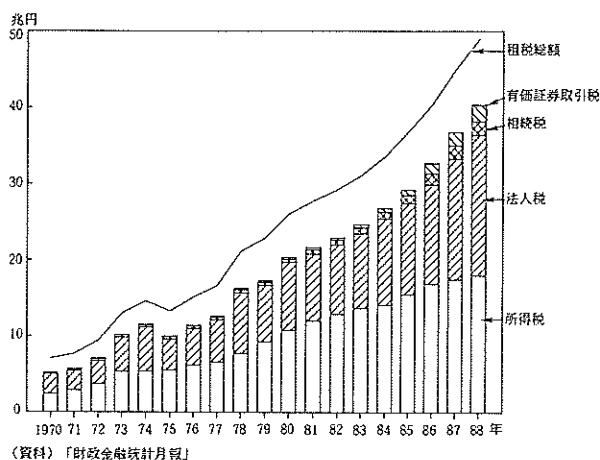
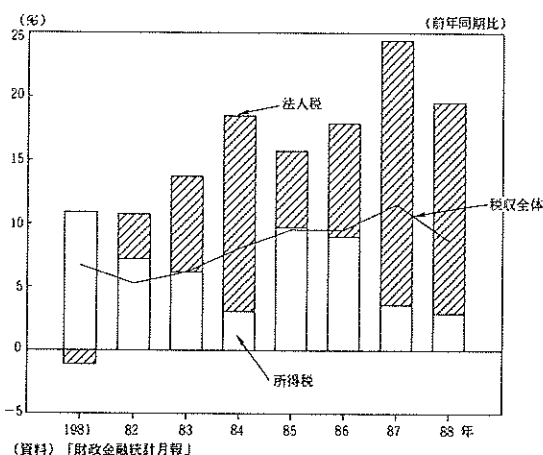


図-11 所得税・法人税の伸び

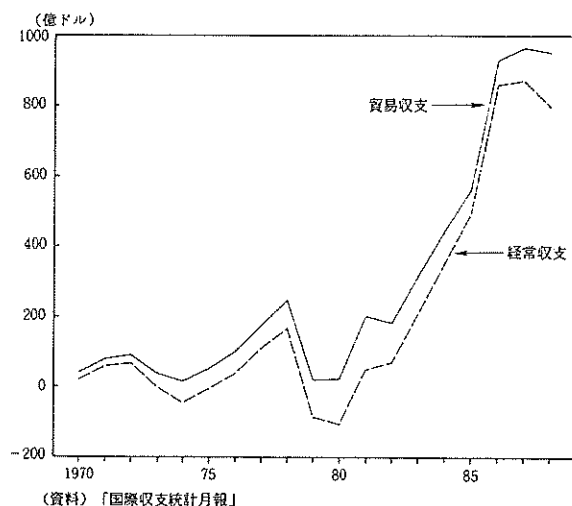


(4) 経常収支要因

経常収支黒字額の累増により、莫大なドルが日本に流れ込んだ。勿論、事後的には、海外への直接投資、証券投資等資本収支の赤字によって、国際収支は均衡しているが、これらのドルは国内に過剰な流動性を作った（図-12）。

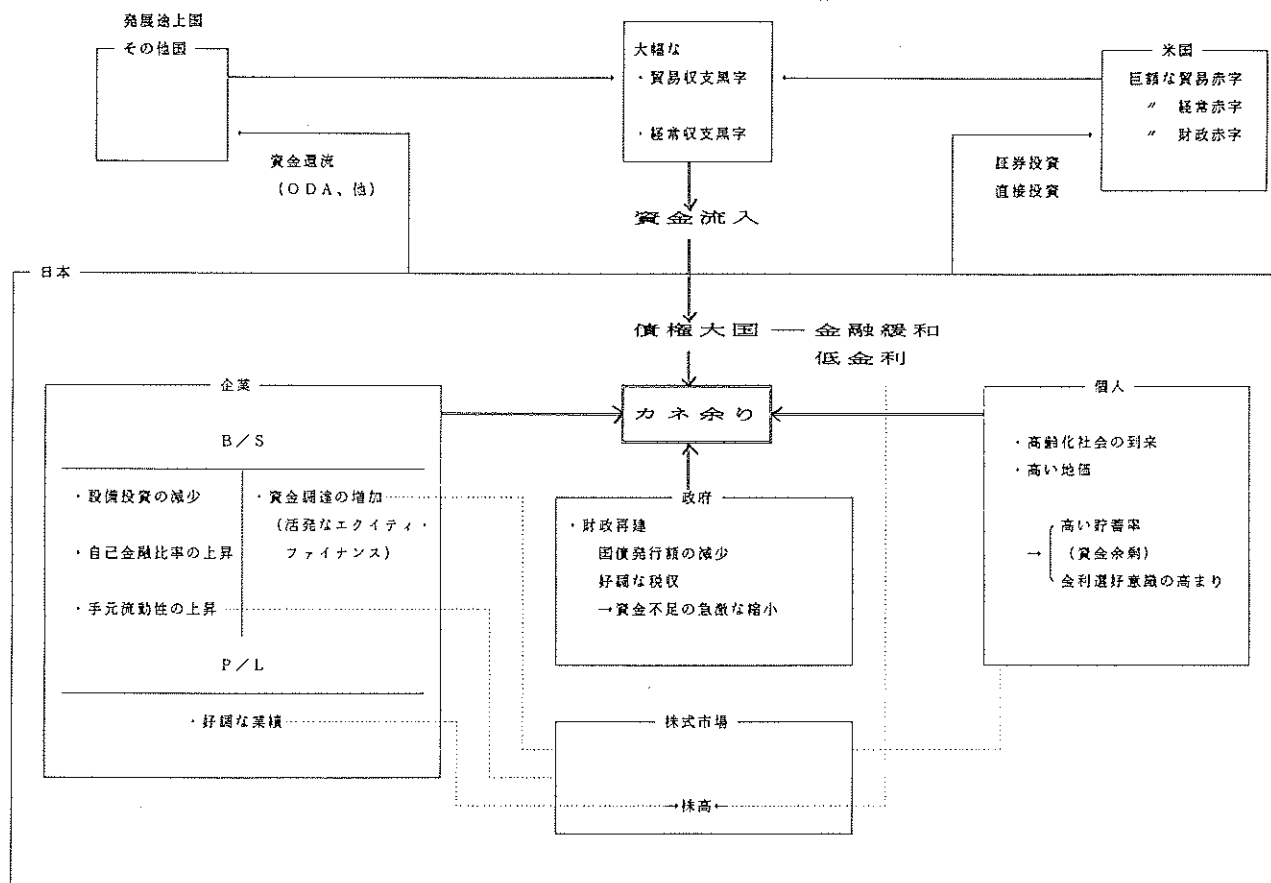
特に、プラザ合意を契機とするドル安傾向の定着によって、海外への長期資本流出が滞り、また、急激な円高に対応するために強力な介入が行われたが、これも国内に多大な円資金をもたらし、流動性を高める要因となった。

図-12 国際収支動向（暦年）



これらの要因を図示すれば以下のようなになる。

図-13 「カネ余りの構図」



(注) 経済企画庁「経済白書」(平成元年度版)では、資産残高を含む貨幣需要関数を推計しているが、最近のマネーサプライの増大の原因として、①実物取引の増加、②金融緩和による金利低下といった要因に加えて、③資産増大自体が寄与度を高めている、と指摘している。

資産残高が貨幣需要を増加させる理由として経済白書は次の点を挙げている。①家計や企業の運用可能資産が増大したことによってポートフォリオの組み替えを行い、貨幣保有を増やすというもの、②資産残高の増加にともなって資産取引が活発化しそれが貨幣需要を増大させている。

Ⅱ. 「カネ余り」経済が株価に与えた影響

1. 最近の株価動向

最近の株価動向（日経平均、以下同じ）を見ると、1987年10月の暴落後6カ月で高値を更新し、その後、'88年は40%上昇、'89年上期は9%上昇し、'89年8月には終値で3万5千円を上回るなど、堅調な推移を続けている。

この株価を実質株価（名目株価をGNPデフレーターで除した値）との比較で見ると、図-14のように、'70年を100とした指数で見ると、実質株価は'73年に一度高値をつけた後はほぼ横這いに推移し、'73年のピークを超えたのは10年後の'84年第1四半期であり、その間は名目株価が上昇しているにも関わらず、実質株価は物価上昇分しか上昇していない。ただ、その後、特に'86年以降は名目株価の上昇ほどではないが、急激に上昇している（表-2）。

図-14 名目株価と実質株価の推移
(1970=100)

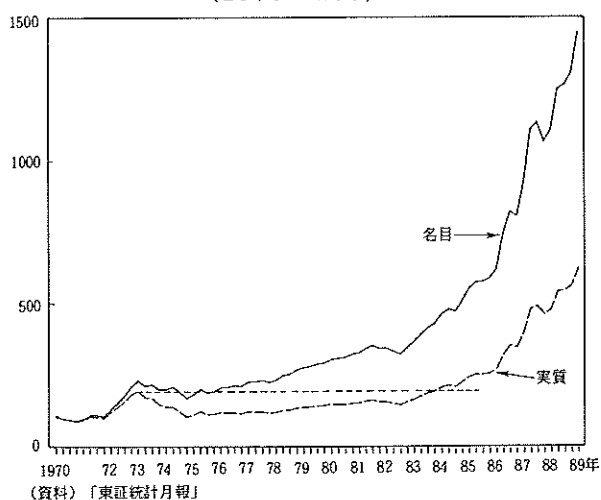


図-15 実質株価と実質GNPの推移
(1956~60=100)

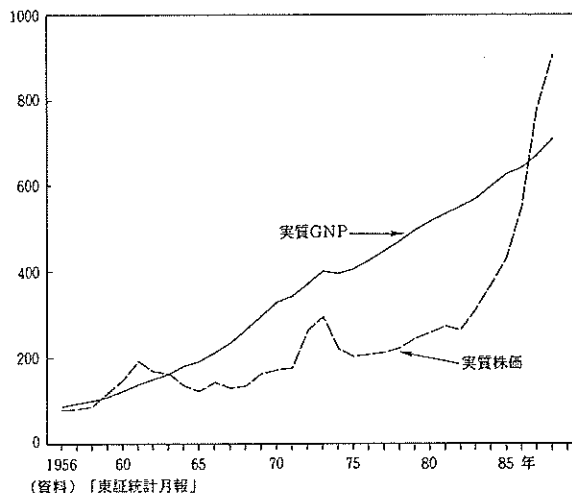
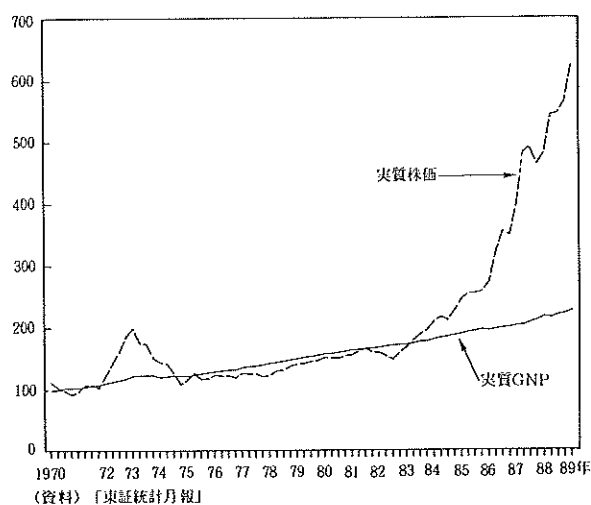


図-16 実質株価と実質GNPの推移 (1970=100)



次に実質株価と実質GNPの動きを見ると、1956～60年の5年間の平均をそれぞれ100とすると、'63年以降実質株価の伸びは、実質GNPの伸びを大きく下回っていた。しかし、'80年代に入って、実質株価の伸びは高まり、特に、'85年以降急激に上昇しており、'87年に入って実質GNPの伸びに追いついている。

'70年を基準として見ると（1970年を100とする）、'85年以前は'73年の高株価期を除いて、実質株価は実質GNPの伸びとほぼ平行な伸びを示している（両者ともほぼ2倍）。

しかし、'86年以降、実質株価は急激な伸びを示し、'89年第1四半期では実質GNPが'70年の2.2倍に対し、実質株価は6.2倍となっている。

表－2 名目株価、実質株価と実質GNPの動向（1970年＝100とした場合）

	1983年 1 Q	1984年 1 Q	1985年 1 Q	1986年 1 Q	1987年 1 Q	1988年 1 Q	1989年 1 Q
名目株価	369	463	553	622	923	1,108	1,446
実質株価	167	208	244	271	400	479	620
実質GNP	171	179	188	194	201	215	225
名目株価／実質株価	2.21	2.22	2.26	2.30	2.31	2.31	2.33
実質株価／実質GNP	0.97	1.16	1.30	1.40	1.98	2.22	2.75

なお、東京市場とニューヨーク市場の動向を比較すると、1970年代、'80年代とも東京市場の伸びはニューヨーク市場の伸びを上回っており、特に'87年10月の暴落後も東京市場は6カ月で回復したのに対し、ニューヨーク市場は22カ月かかり、この8月になって高値を更新している（表－3）。

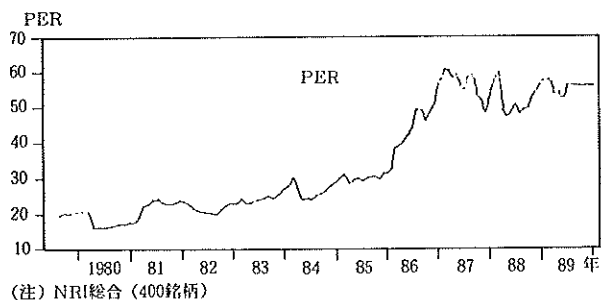
表－3 東京市場とニューヨーク市場の比較

	1970年(1)	1980年(2)	1989年上期(3)	(2) / (1)	(3) / (2)
東京市場	2,230円	6,911円	32,889円	3.1倍	4.8倍
ニューヨーク市場	753ドル	891ドル	2,351ドル	1.2倍	2.6倍

PER（株価収益率）で見ると、東京市場は'82年までの10年間はPERはほぼ22倍であったが、'86年に50倍、'87年は'70倍にと急激に上昇している（図－17）。

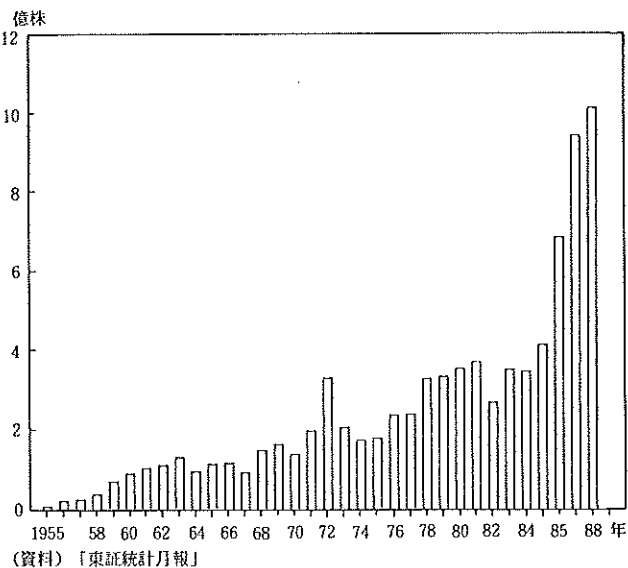
東証の出来高（一日当たり）は、'85年ごろは平均4億株であったが、'86年以降急激に増加しており、'87、'88年と10億株以上の出来高が続いている（図－18）。

図-17 PERの推移



今回の株価上昇は、'82年10月以降の上昇局面ととらえられているが、実質株価の動向、ニューヨーク市場との比較、PERの動向、東証の出来高等から見て、'85、6年以前と以降とは様相が異なっており、'85、6年以降の株価高騰はかつてない状況であることが指摘できる。

図-18 東証出来高の推移(1日平均)



2. 株高をもたらした要因

'85年以降の株高の背景として指摘されている点は、①金融緩和のなかで、過剰流動性が発生し、②その資金が株式市場に流れ込み、③一方でその資金は土地に向かい、地価の急騰が企業の保有する土地の含み益を膨大なものにし、④この含み益を株式市場が評価して株価が上昇した、といった点である。

あるいは、「円高、原油安、金利安のトリプル・メリット定着化」→「慢性的なカネ余り」→「低金利、低インフレ」→「株式、土地の高騰」という図式が描かれよう。

ここ数年の株高は先にみたようにPERが急上昇していることから、企業収益の動向からは説明がつかない。

また、日本の高株価を説明する理由として、①株式の持ち合い、②機関化等の構造的要因もあるが、その他、最近の株高は「カネ余り」経済の定着化のなかで、株式需給面を中心として好調な企業業績等の株価を支える条件にも恵まれていた(注)。

(注) 高株価を支えた条件

- ①個人……………高い貯蓄率、金利選好意識、低金利時代
- ②企業……………自己金融比率の上昇、手元流動性の上昇、資金調達増加、好調な企業業績
- ③株式需給……………公的資金による自主運用の拡大・有価証券の運用規制緩和・高利回り商品の大量満期
(高金利時代に預け入れられた金融商品の大量満期到来)

3. 株価関数の推計

なにが株高をもたらしたかを推計式を利用してみたい。

始めに、株価と個別経済事象との相関関係を見てみることにする。

表－４ 日経ダウと個別経済事象との相関係数

	金利上昇局面		金利下降局面	
	'73.3Q～ '75.1Q	'79.1Q～ '80.2Q	'75.1Q～ '79.1Q	'80.2Q～ '89.1Q
名 目 G N P	-0.817	0.991	0.963	0.939
経 常 利 益	0.755	0.868	0.956	0.948
鉱 工 業 生 産	0.741	0.981	0.952	0.933
為 替	-0.840	0.831	-0.912	-0.908
マ ネ ー サ プ ラ イ	-0.824	0.983	0.966	0.968
マ ー シ ャ ル の K	0.637	0.909	0.936	0.965
公 定 歩 合	-0.584	0.977	-0.903	-0.878
日経長期債インデックス	-0.840	0.967	-0.875	-0.928
長 期 プ ラ イ ム	-0.780	0.950	-0.912	-0.944

表－４のように、株価に影響を与えていると思われる経済事象をいくつか取り上げ、金利をファクターとして上昇局面と下降局面分け、株価（日経平均）との相関係数を計算した。相関係数は、金利上昇局面では各事象との相関係数はいずれも直近期ほど高まっているが、金利下降局面ではその点は指摘できない。

1980年以降の金利下降局面で相関係数が高いのは、①マネーサプライ、②マーシャルのK、③経常利益の順である。いずれも高い正の相関関係を持っている。一方逆相関の高いのは、①金利（この場合は長期プライムレート）、②為替である。前回の金利下降局面と比較して、今回（80.2Q～89.1Q）のほうが、マネーサプライと比較してマーシャルのKの相関が高まっている。

こうした、相関関係を確認した上で株価（日経平均）の関数を推計した。現在の株価上昇が始まる1982年の第4四半期以降から現在までの期間（データの関係上、'89年第1四半期まで）で推計することとし、説明変数としては、株価との相関が高かった、①経常利益、②マーシャルのK、③為替レート、④金利（長期プライムレート）の4変数とした（注．マーシャルのKについては、トレンドからの乖離幅を説明変数とすることも考えられるが、この場合はマーシャルのKの値そのものを説明変数とした）。

対数形で推計したが、決定係数は0.9948であり、この式によって日経ダウの99%が決定されることが分かる。また、各説明変数のT値もかなり高い（表－５）。

表－５ 日経平均の推計式

$$\begin{aligned}
 \text{LOG (日経平均)} = & 6.833171 + 0.381388 \times \text{LOG (経常利益)} + 3.351494 \times \text{LOG (マーシャルのK)} \\
 & (9.04) \quad (5.74) \quad (4.75) \\
 & + 0.301396 \times \text{LOG (為替レート)} - 0.8453579 \times \text{LOG (長期プライムレート)} \\
 & (2.02) \quad (-5.77) \\
 R \times R = & 0.9948 \\
 \text{ダービン・ワトソン比} = & 1.52 \\
 \text{推計期間} = & '82.4Q \sim '89.1Q \quad () \text{内は} t \text{値}
 \end{aligned}$$

推計値と実績値を比べて見ると、図-19になり、概ね実績をフォローしていることが分かる。

この推計式から株価上昇の要因分解を行うと、図-20のように、マーシャルのKの上昇によって説明される部分がかかなり高いことが分かる。とくに'85年から'87年にかけては株価上昇のかかなりの部分がマーシャルのKの上昇から説明される。

図-19 日経平均、推計値と実績値

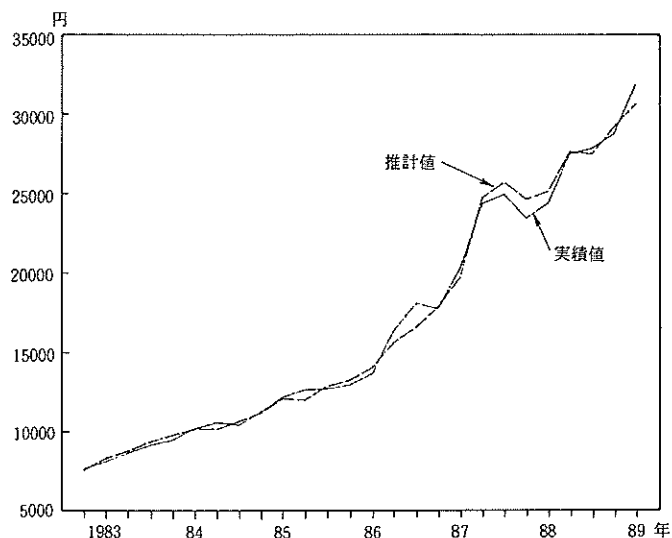
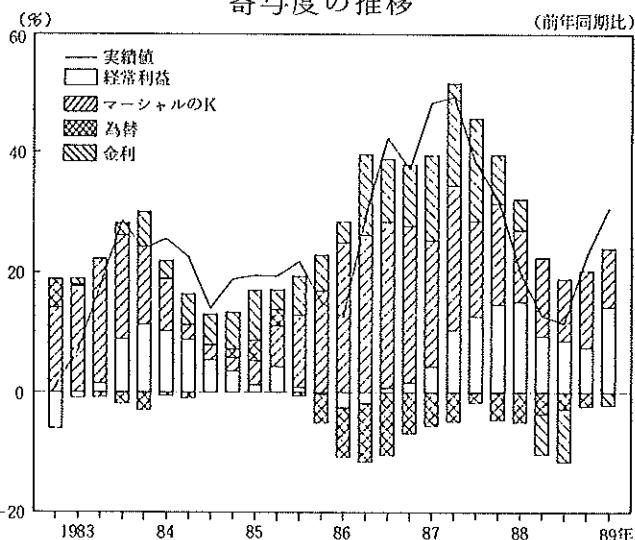


図-20 日経平均推計式における寄与度の推移



戦後の株価の長期波動は表-6のように5期に分けるのが一般的であるが、データの関係から第3波動期以降について、先に推計したものと同一説明変数を利用して株価動向を説明する推計式を作成した。

表-6 株価の長期波動

	ボトム	ピーク	ボトム	期 間		株 価				
				上 昇	下 降	ボトム	ピーク	ボトム	上昇率	下降率
第1波動	1946年8月	1953年2月	1954年11月	78ヵ月	21ヵ月	85円	474円	315円	5.56倍	▲33.5%
2	1954年11月	1961年7月	1965年7月	80ヵ月	48ヵ月	315円	1,829円	1,020円	5.80倍	▲44.2%
3	1965年7月	1973年1月	1974年10月	90ヵ月	21ヵ月	1,020円	5,359円	3,355円	5.25倍	▲37.4%
4	1974年10月	1981年8月	1982年10月	82ヵ月	14ヵ月	3,355円	8,019円	6,849円	2.39倍	▲14.6%
5	1982年8月					6,849円				

(資料) 「トップチャートによる株価予測 '89」

これらの推計式から、各要因の変動が日経平均の変動にどの程度影響を及ぼすかを、標準化偏回帰係数を比較することによって求めることとする。

各期における各要因の標準化偏回帰係数を計算すると、一部の係数に理論的には符号が反対になると考えられるものがあるが、全体としての傾向はわかる。

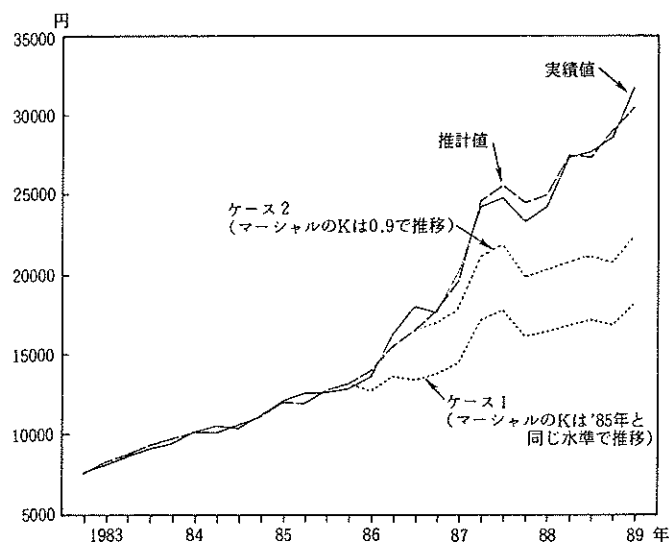
表-7のように、第3波動期においては経常利益がもっとも説明力が高いが、次第

にマーシャルのKの説明力が高くなっており、現在の局面では0.647と3分の2近くをマーシャルのKが説明している。

表－7 各要因の標準化偏回帰係数比較

	第3波動期 ('67.1Q～'74.3Q)	第4波動期 ('74.4Q～'82.3Q)	第5波動期 ('82.4Q～'89.1Q)
経 常 利 益	0.559	0.440	0.225
マーシャルのK	0.455	0.509	0.647
為 替	-0.040	-0.299	0.184
金 利	0.027	0.403	-0.334

図－21 マーシャルのKの変化による日経平均の変動



ちなみに、'82年第4四半期～'89年第1四半期を推計期間とする先の推計式を利用して、マーシャルのKの変化による株価の変動を試算すると、次の点が指摘できよう。すなわち（図－21）、

ケース①マーシャルのKが'86年以降も、'85年と同じ水準であったならば（0.826）、株価は'89年第1四半期においても1万8千円程度となり、実際の株価（3万1千円）の6割の水準にしかない。

ケース②マーシャルのKが'86年以降も、ほぼトレンドラインの0.9程度で推移すると、株価は'89年第1四半期で2万2,400円程度と、実際の7割の水準となる。

（実際のマーシャルのKは'89年第1四半期で0.986）

時代により株価に与える影響が最も大きい要因は変化してきているが、'85年以降では、「マーシャルのK」すなわち「カネ余り」が高株価をなさしめた最大の要因である、ということが指摘できる。

Ⅲ. 「カネ余り」経済の変化と株価の動向

「Ⅰ. カネ余り経済とは」で検討したように、「カネ余り」は決して日本経済にビルトインされた構造的なものではない。簡単に要約すれば、現在の「カネ余り」は、金融緩和の条件のなかで企業の設備投資が減少するとともに、財政再建の進展によって公共部門の資金不足が解消（＝国債発行額の減少によるクラウドディングアウトの回避を含む）、経常収支の黒字が大幅に拡大した結果発生した一時的、循環的なものであると考えられる。これらの「カネ余り」をもたらした条件が変化すれば、「カネ余り」そのものも大きく変化すると思われる。

そこで、現在の「カネ余り」をもたらした各要因について、今後の動向を考慮してみたい。

1. いつまで続くか金融緩和

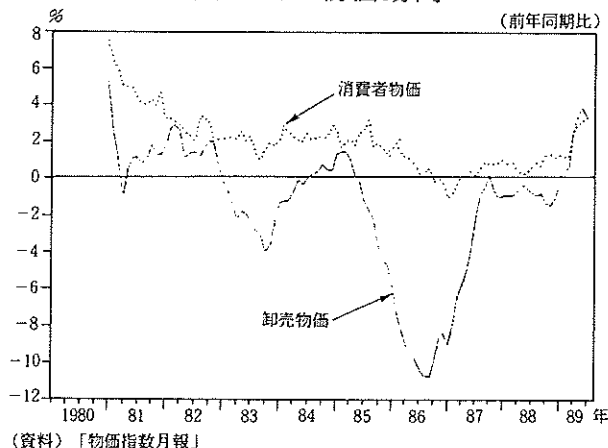
(1) 日本の物価を取り巻く環境の変化

ここ数年、景気の急速な拡大と物価の安定が両立しえた背景には、①円高と原油価格の下落を主因に、輸入コストが低下したこと、②ユニット・レーバー・コストも、景気の急速な拡大に伴う生産数量の拡大等に支えられて、低下傾向を続けたこと、③予想インフレ率の落ち着きから、総じて思惑的な在庫積増しが生じなかったこと、④円高を起点とする我が国経済の構造変化の中で、割安化した製品輸入が趨勢的に増加したこと（いわゆる「輸入の安全弁」効果）から、急激な需給の逼迫が概ね回避されてきたこと、等が指摘されている。

しかし、このような環境が現在変化しつつある。それは、①原油価格が一頃よりは強含んでいるほか、②「輸入の安全弁効果」についても、内外の景気が拡大するなかで、海外製品価格が全般な強調を示していること、③円相場も過去2年近くにわたって、追加的な物価安定要因として作用せず、むしろ円安傾向の定着によって輸入コスト

上昇要因となっていること、④ユニット・レーバー・コストも、最近の名目賃金の上昇傾向と相まって、徐々に上昇に転じていること（日銀の最近の調査によると、'89年4～6月期のユニット・レーバーコストは2年半振りに前年比伸び率がプラスとなっている）、⑤製品需給についても、一段と引き締まりの方向にあり、企業が価格を引き上げやすい状況にあること、⑥労働需給が引き締まっており（7月の失業率は2.2

図-22 物価動向



％と7年4カ月振りの低水準)、賃金・物価のスパイラルな上昇に結びつく可能性が高いこと、等の状況変化が見られる。

(2) 金融引き締めへ

こうしたなかで、日銀は'89年5月末に9年振りの公定歩合を引き上げるとともに、民間金融機関を対象として貸出増加額の抑制に向かった。

その結果、長期の期待インフレ率についても、その動向を示すと考えられる長期債利回りが需給面での要因もあるが、景気の力強い拡大にも関わらず相対的に低位にあることからみて、落ち着いていると考えられる。

「2. カネ余りの原因」で分析したように、金利とマネーサプライの関係は安定的であり、推計式からシュミレーションを行うと、マネーサプライの弾性値はほぼ0.3であることから、金利が5％から6％に上昇した場合は、マネーサプライは6％減少することとなる。

マネーサプライに対する金利上昇の影響は大きく、今後金利が更に上昇する場合は、マネーサプライの伸びは低くなるだろう。

今後の金利動向は、我が国の物価動向、米国の金利動向、あるいは為替の動向に左右されることとなるが、製品・労働需給が引き締まった状況で推移しているだけに、円安等の状況が続けば賃金・物価の上昇に結びつく可能性は高く、少なくとも金利が上昇する可能性の方が、下降する可能性よりは高いと思われる。

2. 国際収支面での変化

マネーサプライに影響を与える我が国の国際収支は、今後、①貿易収支、経常収支、②対外直接投資、③ODAの動向に左右されよう。

貿易収支、経常収支の動向に左右されるは言うまでもないが、国内のマネーサプライにとって対外直接投資とODAの動向も大きな影響を持つものと考えられる。

「対外直接投資」と「借款」は、「証券投資」と比較すると拘束的である。すなわち、金利動向や為替動向等の短期的な要因によって変動するとは考えられず、その動向は企業の長期的な経営判断や、国の政策によって左右される性格のものである。この「対外直接投資」と「借款」の動向を見ると、両者の合計額は趨勢的に増加しており、'89年に入ってから経常収支を上回っている(図-23)。すなわち、経常収支として国内に流入する以上のマネーが「対外直接投資」「借款」という形で国外に流出している。これが持続すると、国内のマネーサプライにも大きな影響が出よう。

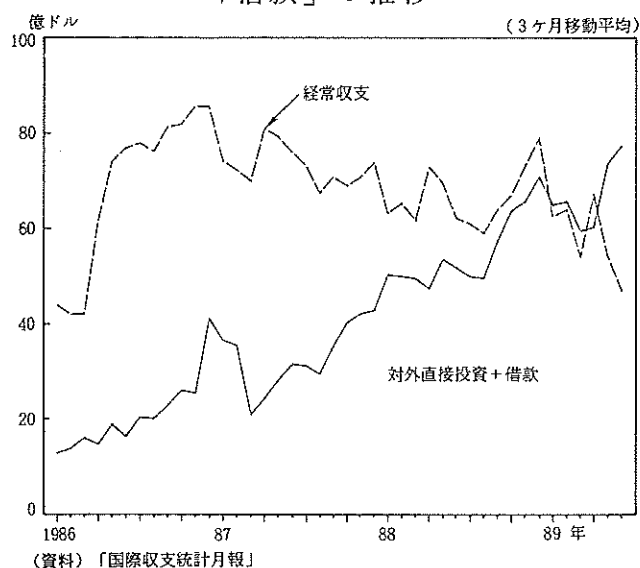
そこで、①貿易収支、②対外直接投資、③借款のそれぞれの動向を見ることとする。

(1) 貿易収支、経常収支

国際収支不均衡の是正のため、輸入拡大、経常収支黒字額の縮小は、世界経済の安定的成長にとって必要不可欠である。

貿易収支は徐々に減少しており、貿易外収支についても、対外債権の増大によって投資収支の増加が見込まれるものの、近年海外旅行者が増加し、旅行収支の赤字は著しく増えており、貿易外収支は均衡ないし赤字が続こう。そのため、経常収支は絶対額で減少していくだろうし、対GNP比では大きく減少していこう。

図-23 「経常収支」「対外直接投資」「借款」の推移



(2) 対外直接投資

円高に対応した、企業行動の変化によって、対外直接投資が増加し、経常収支にはば匹敵するようになった。

最近の日本からの直接投資の動向を見ると、地域別では北米向け、業種別では輸出競争力のある産業、といった特徴が見られる。現在行われている直接投資にはその役割として、①国内で比較劣位にある産業から、諸外国で比較優位にある分野に対して行われる、②輸入制限や輸出自主規制等、貿易制限的措置が存在する分野へ、これを回避するために行われる、③企業のグローバル化、世界的事業展開を行うため行われる、といったことが指摘されている。

こうした要因から行われる直接投資は、その性格から短期的なものではありえず、長期にわたって増加を続けるものと考えられる(注)。

(注) 最近の日本からの直接投資の動向(経済企画庁「経済白書」平成元年度版)

- ①地域別では、昭和50年代半ば頃までは東南アジアを中心としたアジアの比重が高かったが、その後、北米向けの比重が高くなっている。また、最近では地域統合を視野においた欧州向けも増大している。
- ②製造業向けの投資が全体のほぼ3割を占めるまでにシェアが回復している。
- ③産業別には、非製造業のウェイトが高くなっている。

(3) ODA

日本の政府開発援助(ODA)の供与額は'88年で91億ドルであり、米国(97億ドル)に次いで世界で2番目の「援助大国」となっている。しかし、規模は大きくても対GNP比でみれば0.32%であり、OECDの下部機構であるDAC(開発援助委員会)諸

国平均（0.35％）には及んでいない。

このため、「'88年から'92年までの5年間のODA総額を過去5年間の倍以上にあたる500億ドル以上とする」ということを世界的に表明するとともに、予算面での手当てをおこなっている。

これは、「世界に貢献する日本」の裏付けでもある。したがって、今後ともODAの金額は増えることこそあれ、けっして減少することはないと思われる。

従来はマネーが国内で株式、土地に向かった後、余資が海外に出ていった。しかし、経常収支は今後は減少方向に進むと思われ、また借款（ODA）、対外直接投資も今後とも増加しよう。

これらの点から、国際収支面から見た「カネ余り」の状況は大きな変化を迎えていると考えられる。

3. 企業の設備投資動向

1987年半ばより伸びを高めた民間設備投資は、'88年に入り増勢を強め、'88年度は前年度比17.9％増と、'69年度以来の高い伸びとなった。

規模別にみるとほぼ全規模で旺盛な設備投資が続いており、産業別にみても、製造業、非製造業とも拡大局面を迎えている。業種も広がりがあり、投資目的も多様化している。

こうした設備投資拡大の要因として、一つは足許の稼働率、収益率に示される循環要因があるが、同時に、①研究開発・新製品開発投資の拡大、②省力化・省人化投資の継続、③非製造業の設備投資拡大の波及効果、等経済構造の変化を背景とした長期的な視点からの設備投資が増えてきている。したがって、設備投資は今後とも堅調な増加が見込まれており、自己資本比率や自己金融比率が高まっているものの、こうした設備投資の増加によって資金需要も大きくなると考えられ、企業部門の資金不足は今後拡大すると思われる。

4. 国の財政

安定税収の確保のために'89年4月から消費税が導入されたが、「参議院選挙」における自民党敗北によって消費税の見直しは必至の状況である。従来は行政改革、財政再建ということで、厳しい歳出抑制策がとられていたが、保革伯仲下、与党、野党双方から歳出増への圧力は強まろう。こうしたことから、公共部門が資金余剰という状況は変化しよう。

5. 個人部門の動向

個人の貯蓄率、「資金循環表」における大幅な資金余剰はまさに構造的なものであり、短期的に変化する性格のものではないが、「資金循環表」にみられるように、個人部門の資金余剰がここ1～2年大幅に減少していることは注目に値する。

今後についても長期的には「貯蓄率の低下（注）→資金余剰幅の減少」が予想され、このことから現在の「カネ余り」の状況は変化しよう。

（注）今後の貯蓄率の動向（経済企画庁「経済白書」平成元年度版）

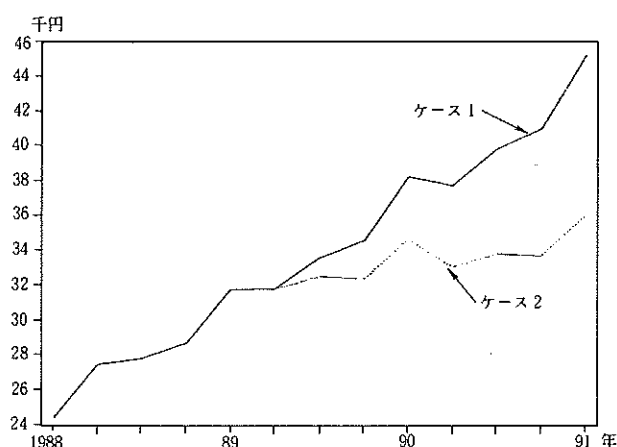
①貯蓄率の高い生産年齢人口の構成比が低下し、消費性向の高い高齢者比率が高まることから、全体の貯蓄率が低下する。また、②高齢化に伴う世代間の所得移転が増大し、生産年齢人口の世帯の可処分所得の伸びが鈍化し、①の効果と相乗効果を生み、社会全体の貯蓄率が更に低下する。

6. 今後の株価の動向

以上見てきたように、「カネ余り」を巡る環境は大きく変化してきている。

そこで、「カネ余り」が変化したとき（＝マーシャルのKの上昇が止まったとき）に株価にどのような影響がでるのか、第2章で作成した推計式を利用してシュミレーションを行った。マーシャルのK以外の項目については同じ値を代入して、①マーシャルのKが毎四半期0.01ずつ上昇して、1991年第1四半期に1.07になる場合と、②マー

図-24 株価動向



シャルのKは'89年第3四半期以降1.00で推移する場合、の2つのケースについて比較した。①の場合は、'91年第1四半期に日経ダウは5割近く上昇するのに対し、②のケースでは2割も上昇せず、①のケースと比較して約1万円の差がでている（図-24）。

「カネ余り」の程度のわずかな変化によっても株価は大きな変動を受けることが予測される。

おわりに

ここ数年の異常ともいえる株高をもたらしたのは、「カネ余り」であった。しかし、この「カネ余り」は日本経済にとって一般に言われているような構造的なものではなく、一時的、循環的なものであると思われる。そうしたなかで、物価・金利、企業の設備投資、経常収支の動向等「カネ余り」を巡る環境は大きく変化してきている。従来のような「カネ余り」＝「株高」（が続く）という認識はそろそろ是正されてしかるべきであろう。