

企業の両建て運用と貨幣の所得流通速度 ：1970年以降の年次データによる実証分析

浜松大学 竹田 聡

1. 本報告では、銀行信用に依存した企業の資産・負債両建ての「財テク」がバブルの膨張・収縮をもたらすメカニズムを、1970年以降の年次データを用いて統計的に実証する。また、ほぼ同様の手法で1980年以降の米国の実証分析も行う。

2. 本来、フィッシャー型の交換方程式は、 $MV = PT$ (M : 名目マネーサプライ, V : 貨幣の回転速度, P : 物価, T : 取引数量) であるが、本報告では PT の代わりに名目 GDP を用いる。 M には $M2+CD$ を用いる (米国の分析では $M3$ を用いる)。 $MV = \text{名目 } GDP$ より、名目 GDP の増加を上回って M が増加するということは、貨幣の所得流通速度 V が低下するということである。

3. 一般に、「カネ余り」とは、貨幣の所得流通速度 V がトレンド線から乖離して低下する現象を指す。つまり、実体経済を乖離したマネーサプライの増加である。

4. 「円高不況」およびバブル経済期と平成不況期のマネーサプライの動向を、貨幣の所得流通速度 V (名目 $GDP / M2+CD$) の推移から分析すると、「円高不況」の86年以降トレンド線から乖離して低下し、不況下での「カネ余り」を現出させる。バブル経済期に突入する87年以降も V は低下し、一層激しい「カネ余り」となった。バブルの崩壊する91年には V は上昇に転じ、ほぼトレンド線に回帰している。92年以降、 V はトレンド線から上方に乖離している。

5. 本報告では、企業の両建て「財テク」を計量化し、企業の両建て比率を算出する。日本銀行『1999 主要経済・金融データ CD-ROM』の法人企業の金融負債残高に占める金融資産残高の比率を、企業の両建て比率とし、これを年次データから算出する。

6. 次に、 V の年次データのトレンド線からの乖離幅を計測する。この乖離幅と両建て比率の推移をグラフにすると、両者は連動しているように思われる。そこで両者の相関係数を算出すると、 -0.6587 であった。相関係数の検定を行うと、1970-97年の企業の両建て比率と V の乖離幅には、危険率 0.1% で統計的に有意な負の相関があることが判明した。

なお、トレンド線の測定には最小二乗法を採用したが、 CO 法や最尤法でも、ほぼ同様の結論を得た。

7. こうした負の相関の意味することは何だろうか。それは、法人部門によって調達された資金が実体経済に実物投資されず、金融資産・不動産等のストックに金融投資される場合、実体経済の活動水準を上回ってマネーサプライが増加するということである。

すなわち、銀行信用に依存した企業の資産・負債両建ての「財テク」は、資産インフレ

を激化させ、実体経済から乖離して貨幣需要を増加させ、貨幣の所得流通速度のトレンド線からの下方乖離を引き起こした。反対に、平成不況期における企業の両建ての「財テク」の破綻は、貨幣の所得流通速度を上昇させ、「カネ余り」を収束させたのである。

8．以上の考察から、バブル経済期の資産インフレは、フロー・インフレの潜在化ではないことが分かる。すなわち、株式市場や不動産市場に流れ込んだカネが、何かを契機として財市場に流れ込むならば、激しいインフレになるだろう、という指摘は謬見であることが分かる。

9．バブル経済期の信用拡大は、「円高不況」と「国際協調」に対応した金融緩和・規制緩和・財政支出の拡大、および実体経済の持続的拡大を背景とした地価高騰・株価高騰という資産インフレによる信用膨張である。地価高騰・株価高騰によって、企業は担保力を増強し、銀行借入と資本市場での資金調達を拡大したのである。銀行信用に依存した企業の資産・負債両建ての「財テク」は、資産インフレをさらに激化させ、実体経済から乖離して貨幣需要を増加させ、貨幣の所得流通速度のトレンド線からの下方乖離を引き起こし、資産インフレのスパイラルを引き起こしたのである。そして、資産インフレは、このような「財テク」を通じてさらに激化していく。つまり、バブル経済期の資産インフレは、銀行信用に依存した企業の資産・負債両建ての「財テク」をビルト・インしているのである。したがって、両建て「財テク」の破綻は、このスパイラルを反転させ、銀行信用の収縮を招き、実体経済の後退とともに銀行の不良債権を激増させたのである。

10．1980年代の米国では、貨幣の所得流通速度（名目GDP/M3）は87年まで低下しているが、87年をボトムに94年まで上昇している。そこで87年を分割時点とする構造変化の有無を調べるチャウ・テストを行うと、80-97年の米国における貨幣の所得流通速度には、危険率0.1%で87年を境とする構造変化が起きたことが判明した。

11．米国企業の両建て比率と貨幣の所得流通速度の相関係数を算出すると、-0.7568であった。相関係数の検定を行うと、80-97年の米国企業の両建て比率と貨幣の所得流通速度には、危険率0.1%で統計的に有意な負の相関があることが判明した。こうした負の相関の意味することは、日本経済の分析で指摘したところである。

討論者・鴨池治氏（東北大学）からのコメント：「企業の両建て比率」の分子には、不動産融資が欠落しており、これでは地価の上昇が説明できない。また、貨幣の所得流通速度Vのトレンド線が、なぜ最適な貨幣量であるのか。その理論的な裏付けが必要である。

回答：ご指摘の通りであり、今後の研究で改善していきたい。