

第2章 バブルと税制：再考

國 枝 繁 樹

I. イントロダクション

資産バブルの生成と崩壊は、最近の各国の経済危機の主因となってきた。我が国では、1980年代の後半の土地・株式バブルの崩壊の後、いわゆる失われた20年が続いた。米国においては、1990年代末にITバブルが起こったが、その崩壊と同時多発テロの影響で米国経済は不況に陥った。その後、住宅バブルの崩壊が、サブプライムローン危機を招き、世界金融恐慌を引き起こした。中国においても、不動産バブルと株式バブルの崩壊が、最近の経済成長の低下につながっている。

バブルの発生を抑制する政策としては、金融当局による金融機関のリスク管理強化や中央銀行による金融引締めが考えられるが、いくつかの国においては、キャピタルゲイン税や資産保有税の導入・強化等の税制での対応も講じられてきた。代表的な事例としては、不動産バブルに対して講じられていた我が国の土地譲渡益税の強化や地価税の導入があげられる。また、中国では、不動産バブルに対応して、上海・重慶で不動産保有税が導入され、また、台湾では、遊休土地課税が導入された。

さらに、証券市場でのバブルに対し、EU諸国においては、金融取引税の導入により、これを抑制しようとする動きがあり、フランスおよびイタリアにおいては、実際に金融取引税が導入された（國枝 [2016]）。

しかし、アカデミックな研究者の間では、資産バブル抑制のためのキャピタ

ルゲイン税や他の税の課税強化はあまり人気がない。例えば、Keen et al. [2010] は、「キャピタルゲイン税の税率引上げは、資産価格を下落させるかも知れないが、（他の資産で得られるのと同様の税引き後の収益率を引き続き得るために）資産価格の上昇率を増加させるかも知れない」と指摘し、「税制上の措置は、資産価格の動きに重要な効果を与えうるが、バブルに対処するための最善の策ではない可能性が高い」（以上、日本語訳は筆者による）との考え方を示している。しかし、こうした議論は、明示的にバブルを組み込んだモデルによる分析に基づくものではない。

本論文の第Ⅱ節においては、バブルの存在を明示的に組み込んだモデル（Kunieda [1989]）に基づき、キャピタルゲイン課税その他の課税が、バブルの持続可能性への影響を通じて、資産バブルを抑制するのに有効であることを示す。第Ⅲ節および第Ⅳ節では、我が国における1980年代後半から90年代後半の不動産バブル、1870年代のうさぎバブルの事例が、本稿のモデルと整合的であることを指摘する。

第Ⅴ節においては、バブルによる資産価格の上昇が信用制約を緩和し、生産的な投資を促進する「バブルのクラウディング・イン効果」が重視されている最近の合理的バブルのモデルを紹介する。他方、従来の合理的バブルのモデルでは、バブルによるクラウディング・アウト効果が指摘されており、望ましいキャピタルゲイン税を考えるためには、バブルのクラウディング・イン効果とクラウディング・アウト効果のトレードオフを勘案する必要がある。ただし、信用制約が重要な部門がわかっている場合には、一般的なキャピタルゲイン課税を強化しつつ、信用制約が重要な部門に係る資産からのキャピタルゲインのみ軽減することで、信用制約の厳格化という弊害を抑えつつ、バブルを抑制することが可能になる。

最後に、簡単な結論を述べ、本稿の結びとする。

II. 合理的バブルと税制

1. Tirole [1985] モデルと税制

バブルと税制の関係を分析するには、バブルを明示的に組み込んだモデルが不可欠だが、バブルと税制を巡る従来の議論においては、バブルを明示的に組み込んだモデルに基づく検討はなされてこなかった。それに対し、Kunieda [1989] は、Tirole [1985] の合理的バブル・モデルに、明示的にキャピタルゲイン税制を導入し、税制の影響の分析を行った。

Tirole [1985] のモデルは、標準的な Diamond の OLG モデルに、合理的バブルを組み込んだものである。ここでは、人口成長率を $n (>0)$ とし、(単純化のため) 生産性上昇はないと仮定する。2種類の資産が存在する。一つは、(生産的) 資本 K_t である。単純化のため、資本は減耗しないと仮定する。また、資本から生じる利益は、配当か、次世代への株式の売却から得るキャピタルゲインの形で、還元されるとする。利益からの配当性向 a は一定とする。これに加え、有用性のない資産(固定量)に生じるバブル B_t が存在しうる。有用性がないため、この資産を保有しても、配当は期待できず、ファンダメンタルバリューは0だが、次世代に購入価格よりも高値で売却ができれば、キャピタルゲインを得ることができる。

政府は、配当課税(税率 t_d)とキャピタルゲイン課税(税率 t_g)を課税する。従って、生産的資本からの税引き後収益率は、 $((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f(k)$ となる。(k は、1人当たりの生産的資本ストック。 $f(k)$ は、1人当たりの生産関数。)バブルからの収益には、キャピタルゲイン課税のみがなされる。

多くの国において、キャピタルゲイン課税の税率は、他の資本所得税の税率よりも低く設定されてきた。また、法定税率が同一でも、キャピタルゲイン課税は実現時課税のため、納税者が課税のタイミングを選択できることから実効

税率が法定税率よりも相当低いことが知られている。従って、本モデルでは、キャピタルゲイン課税の税率は、配当課税の税率よりも低い ($t_g < t_d$) と仮定する。課税の効果のみに焦点を当てるため、両税からの税収は、そのまま、ランブサム・トランスファーとして納税者に給付すると仮定する。

2. 均衡条件

本モデルの均衡は、2つの条件を充たす必要がある。

一つは、資本蓄積条件である。1人当たりの家計の貯蓄は、税引き後利子率と賃金の関数となるが、さらに賃金が今期の1人当たりの資本ストック k_t の関数で示され、また利子率は、来期の資本ストックに依存するので、前期の1人当たりの資本ストック k_{t+1} の関数となる。これらを踏まえ、1人当たりの貯蓄関数を、 $s(w(k_t), ((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f'(k_{t+1}))$ で表す。貯蓄は、資本とバブルの2種類の資産に投資される。(バブルが存在しない場合もありうる。) 人口が n の成長率で増加するため、1人当たり資本の水準を維持するためには、 $(1+n)$ 倍の資本が必要となる。その結果、資本蓄積式は、次の式で示される。

$$(1+n)k_{t+1} = s(w(k_t), ((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f'(k_{t+1})) - b_t \quad (1)$$

もう一つの条件は、バブルの存在する場合 ($b_t > 0$) の場合の資産選択の裁定条件である。生産的資本からの税引き後収益率 $((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f'(k_{t+1})$ とバブルからの税引き後収益率 $(1-t_g)((1+n)b_{t+1}/b_t - 1)$ が、投資家の裁定取引により等しくなる。

$$((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f'(k_{t+1}) = (1-t_g)((1+n)b_{t+1}/b_t - 1) \quad (2)$$

バブルが存在しない ($b_t = 0$) の場合には、資産の選択の余地はないので、裁定条件は必要なく、均衡は、(1)の資本蓄積式のみから決定されることになる。これは、Diamond [1970] の資本課税が存在する場合の OLG モデルの均衡条件に対応する。

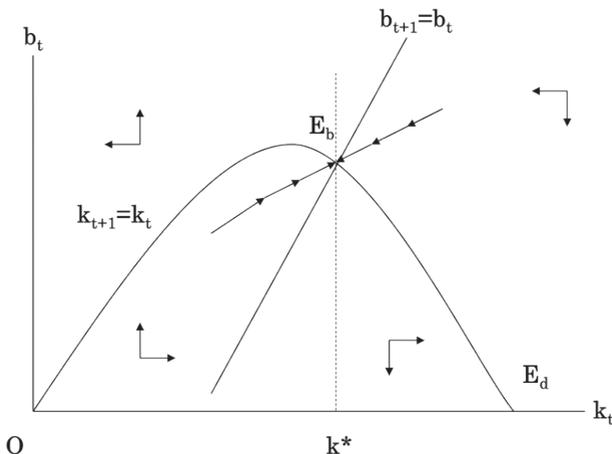
3. 2種類の定常均衡と均衡経路

2つの均衡条件を充たす定常均衡とそこへの均衡経路を考えるため、 $k_{t+1} = k_t$ とした場合の資本蓄積式（(1)式）と $b_{t+1} = b_t$ とした場合の裁定条件（(2)式）を、横軸を（1人当たり）資本 k 、縦軸を（1人当たり）バブル b とした位相図に示したのが、図表2-1である。同図表において、資本蓄積式と裁定条件の交点となっている E_b 点が一つの定常均衡であり、バブルが正の値となっているので、bubbly 定常均衡と呼ぶ。もう一つの可能性は、バブルが存在せず（ $b = 0$ ）、資産選択の裁定条件自体が適用されない状況で、図表2-1では、 E_d で示されている定常均衡である。この場合は、バブルが存在しないので、bubbleless 定常均衡と呼ぶ。それぞれの定常均衡について考えてみる。

① Bubbly 定常均衡（ E_b ）と均衡経路

Bubbly 定常均衡（ E_b ）においては、1人当たりバブルの額 b が正の値に収束している。1人当たりのバブルは増加しなくとも、ある世代の保有するバブルを購入する次世代の人口が成長率 n で増加することから、定常状態でも、バブルの価格は、 n の収益率で増加する。定常状態における資本水準は、図表

図表2-1



〔出所〕 筆者作成

2-1では、 k^* で示されている。

さらに、定常状態以外の状態では、矢印で示された方向に均衡が移動していく。経済が bubbly 定常均衡 (E_b) に収束していくためには、同図表の E_b に収束していく矢印で示された鞍点経路 (saddle path) 上に経済が存在する必要がある。当初、 k^* 以外の資本水準にある経済において、鞍点経路上の1人当たりバブルの額に対応するバブルの価格が付されれば、経済は、次第に bubbly 定常均衡 (E_b) に収束していくことになる。

定常状態においては、 $b_{t+1}=b_t$ なので、裁定条件((2)式)より、次の式が得られる。

$$n = f'(k^*) \left[1 + \frac{(t_g - t_d)}{1 - t_g} \right] \quad (3)$$

一般的には、キャピタルゲイン課税の実効税率の方が他の資本所得税の実効税率よりも低い ($t_g < t_d$) ので、(3)より、 $f'(k^*) > n$ が言えることになる。Tirole [1985]により、税制を考慮しない場合、利子率が経済成長率よりも高い動学的に効率的な経済においては、バブルが生じないことが理論的に示され、先進主要国は、Abel et al. [1989]により動学的に効率的であることが確認されていたことから、合理的バブルが生じる余地はないと理解されてきた。しかし、Kunieda [1989]は、利子率が成長率よりも高い動学的な効率的な経済においても、バブルが税制上優遇されていれば、バブルが生じうることを示したことになる。

② Bubbleless 定常均衡 (E_d) と均衡経路

もう一つの定常均衡は、バブルが存在せず、資本蓄積式のみから決定される bubbleless な定常均衡で、図表2-1では、 E_d で表わされている。これは、Diamond [1965, 1970]のOLGモデルの定常均衡に対応する。

バブルを含むモデルが、他のモデルと異なる点の一つが、均衡が複数あることである。Bubbleless 定常均衡に収束する均衡経路も複数存在する。バブルが存在するが、その規模が、鞍点経路上のバブルの水準よりも低い場合、図表2-1の位相図の矢印に従って、経済が移動し、最終的には bubbleless 定常

均衡に収束する。また、当初よりバブルが存在しない場合には、図表2-1の横軸の上を経済が移動し、最終的に bubbleless 定常均衡に収束する。

4. キャピタルゲイン課税の税率引き上げの効果

(1) 新しい Bubbly な定常状態への移行

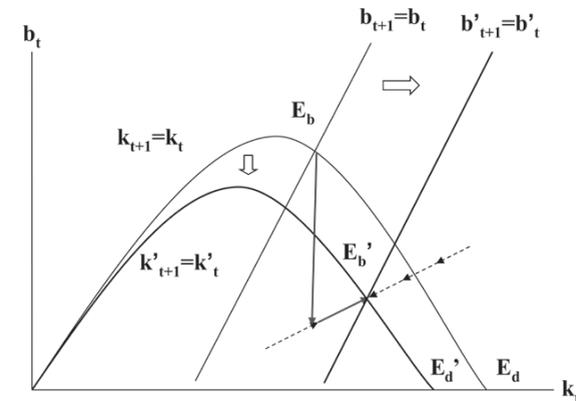
キャピタルゲイン課税の税率を引き上げると、資産選択におけるバブルの税制上の相対的な有利さが縮小する。このため、ポートフォリオ中のバブルの割合が減少し、代わりに生産的資本の割合が増加する。このポートフォリオ代替効果は、図表2-2においては、 $b_{t+1}=b_t$ カーブの右方へのシフトで表される。

他方、資本の得た利益が全額配当として支払われない限り、キャピタルゲイン課税引き上げにより、資本からの所得の税負担は重くなる。それにより、貯蓄が抑制される¹⁾。図表2-2においては、 $k_{t+1}=k_t$ カーブの下方へのシフトに対応する。

新しい定常状態は、bubbly 定常均衡の場合(図表2-2の E_b') と bubbleless 定常均衡の場合(図表2-2の E_d') の2つのケースがありうる。

まず、新しい bubbly 定常均衡への移行のケースの場合、キャピタルゲイン

図表2-2



○
〔出所〕 筆者作成

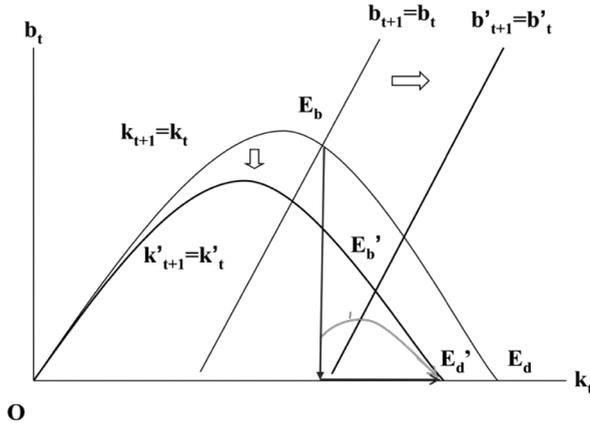
増税により、Keen et al. [2010] が指摘したように、バブルの増加率はより高くなる必要がある。しかし、当初の資産価格を維持したまま、より高い増加率でバブルが増加しようとしても、新しい鞍点経路の上方に位置するので、いずれバブルは経済全体を上回る規模となってしまい、持続不可能である。従って、資産価格は、新しい bubbly な定常均衡 E_0' に収束する場合は、まず新しい鞍点経路まで下落し、その後、経済は鞍点経路に沿って移動し、新しい bubbly 定常均衡に達する。しかし、新しい定常状態の下でのバブルの規模は、 $b_{t+1}=b_t$ カーブが右方へシフトし、 $k_{t+1}=k_t$ カーブが下方へシフトしていることに鑑みれば、図表2-2で示されているように、増税前のバブルの規模よりも必ず小さくなる。従って、Keen et al. [2010] の指摘とは異なり、キャピタルゲイン増税により、バブルの規模は抑制される。また、キャピタルゲイン増税後の新しい bubbly な定常状態においては、家計の資産選択において、バブルより生産的資本を保有するインセンティブが増えるので、生産的資本は増加する。資産バブルが存在する場合に、キャピタルゲイン課税強化により、資本ストックが増加する可能性があるという驚くべき結論は、Kunieda [1989] の重要な指摘の一つである。

キャピタルゲイン増税に伴い、新しい bubbly 均衡に移行する場合の古い定常状態と新しい定常状態における経済厚生と比較も考えることができる。一般的な場合には、経済厚生は、増加・減少の双方の可能性があるが、当初のキャピタルゲイン税の実効税率が0に近い状況の場合は、キャピタルゲイン増税で経済厚生は必ず上昇することを示すことができる（詳細は、Kunieda [1989] を参照されたい。）

(2) Bubbleless な定常均衡への移行

これまででは、新しい定常状態が bubbly な定常状態であることを前提に論じてきたが、キャピタルゲイン増税により、資産バブルが完全に崩壊（クラッシュ）することもありうる。資産価格の下落が非常に大きく、完全に崩壊した場合、即時に bubbleless 均衡に移行し、次第に bubbleless 定常均衡に収束す

図表2-3



〔出所〕 筆者作成

る（図表2-3の横軸上の矢印に対応する）。または、キャピタルゲイン増税直後には、資産バブルは若干残るものの、次第にbubbleless定常均衡に収束する可能性もある（図表2-3の E'_d に向かう曲がった矢印に対応する）。この場合も、生産的資本は必ず増加する。経済厚生については、増減の両方の可能性がある。

（3）他の税制によるバブル抑制

キャピタルゲイン課税がバブル抑制に効果的なのは、資産選択の裁定条件において、キャピタルゲイン増税が、バブルの税制上の有利さを縮小させるからである。これまでは、生産的資本からのキャピタルゲインにも、同率のキャピタルゲイン課税がなされることを仮定してきたが、バブルの発生している（あるいは発生する可能性が高い）資産を特定して、その資産に係るキャピタルゲインのみの特別なキャピタルゲイン課税を行うことも可能である。例えば、不動産にバブルが生じていることが明らかな状態では、不動産譲渡益税を強化することが考えられる。バブルのみに課するキャピタルゲイン税の税率を t_s とすると、資本蓄積式（1）は変わらないが、資産選択の裁定条件（2）式は、

次のように修正される。

$$((1-t_d)a + (1-t_g)(1-a))f'(k_{t+1}) = (1-t_s)((1+n)b_{t+1}/b_t - 1) \quad (2)'$$

バブルのみの課税強化 (t_s の引上げ) は, (2)' 式の右辺のみに影響するため, 全資産に対するキャピタルゲイン税の同率の税率引上げよりも, より強力にバブルの税制上の有利さを縮小させる。このため, 図表2-2の $b_{t+1} = b_t$ カーブは, より大幅に右方にシフトする。他方, 資本蓄積式(1)には変化がないため, $k_{t+1} = k_t$ カーブはシフトしない。従って, バブルに伴うキャピタルゲインのみの税率引上げは, 経済が新しい bubbly 定常状態に移行する場合, 同率の全てのキャピタルゲインに対する税率引上げよりも, 資本ストックを大幅に引き上げる²⁾。ただし, 現実には, バブルの生じる資産を見分けることに困難が伴うことも想定され, その場合には, バブルのみに課税強化を図ることは難しいかも知れない。

また, キャピタルゲイン課税でなく, バブルが生じている資産に資産保有税を課すことも考えられる。資産保有課税強化により, バブルの資産選択の税制上の有利さが失われれば, バブルは抑制される (Kunieda [2016])。我が国の不動産バブルの際には, 地価税の導入と固定資産税の課税強化が図られた。

(4) 税制のバブルへの効果の実証研究の難しさ

上述のように, バブルを明示的に組み入れたモデルにより, キャピタルゲイン課税増税等の税制が資産バブルにどのような影響を与えるかを理論的に考察することができる。しかし, 本モデルに基づいて, 税制がバブルにどのように影響を与えるかを実証的に分析しようとする時, 根本的な問題がある。すなわち, 本モデルは, 基本的に複数均衡モデルであり, キャピタルゲイン課税の減税で, バブルが発生する場合 (bubbly 均衡) と発生しない場合 (bubbleless 均衡) がありうる。従って, 単純に, 依存変数として資産価格, 独立変数の一つとしてキャピタルゲイン税率を入れて, 回帰分析を行う場合, 本モデルが正しいとしても, 複数均衡のため, キャピタルゲイン税率の係数が統計的に有意とならない可能性がある。

しかし、資産価格がバブルによるものか、ファンダメンタル価格によるものを、次の点から確認することは可能である。

- ① バブルが存在する場合、キャピタルゲイン税や資産保有税の強化は、バブルの崩壊をもたらす可能性がある。その場合、資産価格の下落幅は、増税分の現在価値よりも大きくなりうる。これに対し、ファンダメンタル価格の場合、税の資本化による資産価格の下落幅は、現在および将来の税の増収額の現在価値に等しい。
- ② 課税強化により資産バブルが崩壊した場合、その後、税率が以前の水準に戻されても、資産価格は課税強化前の価格まで回復しない可能性がある。これに対し、ファンダメンタル価格の場合には、税率が元に戻れば、資産価格も課税強化前の水準に回復する。

この2点を確認することで、資産価格の高騰がファンダメンタルによるものか、バブルによるものか判断できる。

Ⅲ. 日本の土地価格バブルと土地税制改革

我が国においては、1980年代末以降、不動産バブルに対応する土地税制改革の方向性を巡る議論がなされた。その際、政府税制調査会等においては、土地譲渡益税・土地保有税（固定資産税・地価税）の導入・強化が提案され、1990年代初めに、地価税導入、固定資産税の課税強化および土地譲渡益課税強化といった土地税制改革が行われた。

これに対し、一部経済学者等は、ロックイン効果を重視し、不動産の供給を増やし、地価を下げるために土地譲渡益税の軽減が必要と論じた（宮尾 [2001]、山崎 [1999] 等）。しかし、彼らの議論は、バブルを明示的に組み入れない部分均衡モデルで議論しており、しかも、不動産の売り手は農家のみとし、不動産の買い手は転売をしないと仮定するなど、非現実的な仮定に基づくものであった（問題点の詳細については、國枝 [2009] の説明を参照されたい）。本稿で示したモデルは、政府税制調査会で提案された土地譲渡益税や土地保有

税の導入・強化こそが、バブル抑制に貢献することを明らかにしている。

我が国の地価は、土地税制が強化された1990年代前半には下落に転じる。地価下落を受けて1996年以降、土地税制政策は軽減の方向に転じる。地価税は停止となり、不動産譲渡益税は軽減された。こうした土地課税軽減にもかかわらず、2000年代半ばまで地価は下落を続けた。

土地税制強化後に地価が大幅に下落した一方、1990年代後半以降、土地税制が軽減に転じても、地価が上昇に転じなかったことは、本モデルの結論と整合的である。

ただし、我が国のバブル対策のもう一方の主要な政策である金融引締め（日本銀行の金利引上げ、不動産融資規制）の開始時期と、土地税制強化のタイミングが近いことから、土地課税強化の地価下落への効果と金融引締めの地価下落への効果を切り離すのは困難という問題がある。

IV. 1870年代初頭の日本におけるうさぎバブル（Rabbit mania）と兎税

資産保有税の導入が、バブルを明確な形で抑制した事例としては、明治初期の我が国における「うさぎバブル」と兎税導入によるバブル崩壊がある（東京都 [1963]、川崎 [1976]）。

明治初めの1872-73年に、輸入された外国品種のうさぎが東京の富裕層の間でペットとして流行し始めた。次第にうさぎの価格が上昇し始め、うさぎのオークションが頻繁に開催されるようになる。うさぎの価格は急上昇し、投機目的での飼育が東京の旧士族を中心にさかんになる。投機的バブル特有の狂乱的な事態も発生する。図表2-4のような大相撲の番付表に似せた当時の著名なうさぎを列挙した「うさぎ番付表」も作られた。

事態を憂慮した東京府は、うさぎのオークションを禁止するが、外国人居留地で外国人の名前を借りて、オークションは続けられた。このため、東京府は、1873年12月に兎税を導入することを決定した。同税は、登録されたうさぎ

図表2-5



〔出所〕 郵便報知新聞，1973年

1羽につき当時としては非常に重い1ヶ月1円の税額で課税がなされる。うさぎが非登録の場合には2倍の税の支払いを求められる。

兎税導入が発表された直後、東京からうさぎが姿を消す。それまで大切に育てられてきた多くのうさぎが捨てられたり、衣料用・食用に殺されたりした。うさぎの価格も暴落した。(図表2-5は、飼い主がうさぎを手放す様子を擬人化して描いた当時の大津絵である。) 非合法のオークションでの取引なの

で、残念ながら、うさぎの良質な価格データは存在しないが、当時の新聞記事情報によれば、高額なうさぎについては、単純な仮定の下で推計した兎税の将来にわたる税負担の現在価値以上にうさぎの価格が下落したと見られる(Kunieda [2016])。その後、1879年に兎税は廃止される。しかし、兎税廃止後もうさぎバブルは再発することはなかった。

兎税導入のうさぎバブルへの影響は、兎税導入でバブルが崩壊し、後に兎税が廃止されてもうさぎの価格が回復しなかったという点で、本稿のモデルと整合的と考えられる。うさぎバブルの事例は、税制がバブル抑制に効果的であることを示している。

V. 最近のバブルのモデルと税制

(1) 最近の合理的バブル・モデルの進展

米国の住宅バブルが世界金融危機の背景にあったことから、マクロ経済学の実験分野を中心に、バブルに関する分析が再び活発となった。そうした分析の中では、既存のバブルのモデルの問題点も指摘された。すなわち、従来のバブルのモデルにおいては、バブルの発生によって、家計貯蓄は生産的な資本から非生産的なバブルへの投資に移行する。従って、バブルの発生で、資本ストックやGDPの低下が観察されるはずである。

しかし、日本のバブル期、米国のITバブル時および住宅バブルのような現実のバブルは、企業投資が活発な好況時に発生している。

最近の合理的バブル・モデルは、この点を説明しようとして、資本市場の不完全性を考慮したモデルを構築している。情報の非対称性等の理由により、資本市場は不完全であり生産的な投資機会があっても、資金調達ができないという非効率性が存在している。そうした場合でも、Kiyotaki and Moore [1997]が示したように、資産を担保に提供することで、信用制約を緩和できれば、生産的な投資が実施され、効率性も向上することになる。最近のMartin and Ventura [2012], Farhi and Tirole [2012], Miao and Wang [2012], Hirano

and Yanagawa [2013] 等のモデルは、合理的バブルのモデルに、こうした点を組み入れている。

例えば、Martin and Ventura [2012] のモデルは、Diamond [1965] の2期間 OLG の枠組みの中で、現役世代が資本市場の不完全性から投資機会を持ちながら、借入ができない状態を想定する。ここで、現役世代は自らバブルを生み出すことができ、その場合は、バブルを他人に売却することで投資資金を得て、投資を実現することができるかと仮定する。さらに、現役世代の中に生産的な投資機会を有する者と非生産的な投資機会を有する者の2種類が存在するとする。非生産的な投資機会を有する者は、自らバブルを生み出す代わりに、生産的な投資機会を有する現役世代の生み出すバブルを購入することも選択できる。また、Tirole [1985] のように、退職世代から現役世代へのバブルの売却も存在するため、結局、3種類のバブルの存在が想定されている。

退職世代が売却するバブルは、Tirole [1985] のモデルと同様に、生産的な投資を代替するクラウディング・アウト効果を持ちうる一方、投資機会を有する現役世代が生み出すバブルは、投資を促進するクラウディング・イン効果を持つ。バブルによるクラウディング・イン効果による生産的な投資機会の実現の影響が大きければ、Tirole [1985] のモデルと異なり、景気拡大的な bubbly 均衡も可能となる。また、Kunieda [1989] は、バブルと生産的資本の間に税制上の取扱いの違いがある場合は、経済が動学的に効率的でも、バブルが発生しうることを示したが、同様に、信用制約が存在する場合においても、動学的に効率的な経済下で、バブルは発生しうることになる (Martin and Ventura [2012])。

(2) 信用制約が存在する場合のバブルと税制

バブルが景気拡大に資する可能性が存在することは、バブルに対する政策のあり方にも影響を与えうる。

金融政策の分野では、資産バブルに関し、中央銀行の金融政策は物価安定のみに焦点を合わせればよいという FED view と、資産バブル抑制にも配慮す

べきとする BIS view があり、論争があった。同論争の暗黙の前提は、金利引上げによる引締め策は、バブルを抑制するとの理解であったが、Gali [2014] は異議を唱えている。また、国債管理政策の分野では、Kocherlakota [2009], Miao and Wang [2015] 等が、担保に用いる資産の不足からバブルが生じるのだとすれば、政府が国債を発行し、担保となる資産を提供することを提案している。(もっとも、國枝 [2014] が論じたように、我が国においては、既に大量の国債が発行されており、国債の担保に活用できるとの利便性を反映したコンビニエンス・イールドも低下している可能性が高く、現在の我が国において、バブル対策としての国債発行の必要性は低いと考えられる。)

筆者の知る限り、税制との関係はこれまで論じられていないが、信用制約が存在する場合には、キャピタルゲイン課税のバブルへの影響は、複数の経路を通じたものとなる。

一つは、Kunieda [1989] が指摘したバブルのクラウディング・アウト効果を抑制する経路である。キャピタルゲイン課税の強化は、ポートフォリオ代替効果を通じ、生産的投資へのシフトを促す効果があるのは、上で説明したとおりである。

他方、キャピタルゲイン課税強化によるバブル崩壊で、資産価格が低下すると、信用制約がより厳しくなる。最近の合理的バブルのモデルでは、バブルの信用制約緩和を通じたクラウディング・イン効果が重視されているが、キャピタルゲイン課税強化によるバブル縮小で、信用制約が厳格化し、生産的投資が抑制されるおそれがある。

このように、信用制約が存在する場合には、キャピタルゲイン課税強化には、ポートフォリオ代替効果を通じた生産的資本の増加というメリットがある一方、バブル抑制に伴う信用制約の厳格化による生産的資本の減少というデメリットがありうる。このため、どちらの効果が大きいかによって、キャピタルゲイン課税強化の経済全体への効果が決まってくる。

もっとも、信用制約が厳しい部門（ベンチャー等）が事前にわかっている場合、その部門におけるバブルが生じうる資産に対するキャピタルゲイン課税軽

減等の政策減税で、トレードオフを回避できる。そうした政策により、バブル縮小による信用制約の厳格化を通じた生産的投資の抑制というデメリットを回避しつつ、他の資産からのキャピタルゲインにつき課税強化を図ることにより、バブルのクラウディング・アウト効果を抑制することが可能となる。経済全体に影響を与える中央銀行の一般的な金融引締めと比較して、税制には、差別的課税を通じたトレードオフの回避が可能という利点がある。

なお、これらの議論はバブルが合理的であることを前提にしているが、現実には、合理的バブルのモデルと異なり、ITバブル時のドット・コム投資等に見られたような合理的ではないバブルが重要な役割を果たしている可能性にも留意する必要がある。

いずれにせよ、現在、合理的バブルを組み込んだ新しいマクロモデルが積極的に開発されており、そうした中での税制の役割の分析は今後の重要な研究テーマである。

VI. 結 論

税制は投機的バブルを抑制する有効な手段となりうる。資産バブルの重要な特徴は、収益がもっぱらキャピタルゲインの形で実現されることであり、キャピタルゲイン課税はバブル抑制に有効である。キャピタルゲイン課税強化の効果につき、バブルを明示的に組み込まないモデルに基づき、否定的な議論もあるが、資産バブルに対する税制の効果は、バブルの持続可能性への影響を通じるものであり、Kunieda [1989] のモデルのようにバブルを明示的に組み込んだ一般均衡モデルで分析する必要性がある。我が国における2つの資産バブルとその崩壊の事例（不動産バブル、うさぎバブル）も、本稿のモデルと整合的である。

これに対し、最近の合理的バブル・モデルでは、バブルが信用制約を緩和して、生産的投資を促進する可能性に注目しているが、その場合、キャピタルゲイン課税強化は、信用制約を厳しくし、生産的投資を阻害してしまうおそれがある。

ある。その場合、バブル対策としてのキャピタルゲイン課税の活用は、クラウディング・アウト効果とクラウディング・イン効果のトレードオフを考慮する必要のあることになる。しかし、信用制約の厳しい部門における資産からのキャピタルゲインを税制上優遇するという差別的課税を活用することで、トレードオフの回避は可能と考えられる。

資産バブルへの政策的な対応のあり方は、引き続き重要な課題であり、最近の合理的バブルを組み込んだ新しいマクロモデルも踏まえたバブルと税制のさらなる分析が強く望まれる。

[注]

- 1) 定常状態が安定的であるためには、利子が低下した場合には、貯蓄が減少する必要があり、本モデルでは、そのように仮定している。(Diamond [1970], Kunieda [1989]を参照されたい。)
- 2) バブルに伴うキャピタルゲインのみに対する税率引上げの下でのバブルの規模については、 $b_{t+1}=b_t$ カーブの大幅なシフトがバブルの大幅な縮小に働く一方、増税により $k_{t+1}=k_t$ カーブがシフトしないことから、キャピタルゲイン全般に対する同率の税率引上げと比較して、縮小しない場合もありうるが、貯蓄の利子弾力性があまり高くない場合には、縮小する可能性が高くなる。

[参考文献]

- Abel, A., N. Mankiw, L. Summers and R. Zeckhauser [1989], "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence," *Review of Economic Studies*, Vol.56, No.1, pp.1-19.
- Auxier, R., L. Burman, J. Nunns, and J. Rohaly [2016], "An Analysis of Hillary Clintons Tax Proposals," Tax Policy Center, March 3, 2016.
- Diamond, P. [1965], "National Debt in a Neoclassical Growth Model," *American Economic Review*, Vol.85, No.1, pp.83-95.
- Diamond, P. [1970], "The Incidence of an Interest Income Tax," *Journal of Economic Theory*, Vol.2, No.3, pp.211-224.
- Farhi, E., and J. Tirole [2012], "Bubbly Liquidity," *Review of Economic Studies* Vol.79, No.2, pp.678-706.
- Gali, J. [2014], "Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles," *American Economic Review*, 104(3): 721-52.

- Hirano, T., and N. Yanagawa [2013], "Asset Bubbles, Endogenous Growth and Financial Frictions," working paper, University of Tokyo.
- Keen, M., A. Klemm and V. Perry [2010], "Tax and the Crisis," *Fiscal Studies*, Vol.31, No.1, pp.43-80.
- Kiyotaki, N., and J. Moore [1997], "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol.105, No.2, pp.211-248.
- Kocherlakota, N. [2009], "Bursting Bubbles: Consequences and Curses," mimeo, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kocherlakota, N. [2011], "Two models of Land Overvaluation and Their Implications," mimeo, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kunieda, S. [1989], "Does Capital Gains Tax Reduce Capital Stocks?" in unpublished Ph. D. thesis "Fiscal Policy in Dynamic General Equilibrium Models," Harvard University.
- Kunieda, S. [2016], "Speculative Bubbles and Tax Policy," presented at International Institute of Public Finance Annual Congress in Lake Tahoe, NV.
- Martin, A., and J. Ventura [2012], "Economic Growth with Bubbles," *American Economic Review*, Vol.106, No.6, pp.3033-3058.
- Miao, J. and P. Wang [2012], "Bubbles and Total Factor Productivity," *American Economic Review* Vol.102, pp.82-87.
- Miao, J., and P. Wang [2015], "Bubbles and Credit Constraints," mimeo, October 14, 2015, Boston University.
- Tirole, J. [1985], "Asset Bubbles and Overlapping Generations," *Econometrica*, Vol.53, No.5, pp.1071-1100.
- 川崎房五郎 [1976], 『江戸ばなし文明開化東京 第1巻』, 桃源社。
- 國枝繁樹 [2009], 「税制」, 井堀利宏編『財政政策と社会保障』, 慶応義塾大学出版会, 277-328頁。
- 國枝繁樹 [2014], 「安全資産としての国債」, 平成25年度金融調査研究会報告書, 全国銀行協会。
- 國枝繁樹 [2016], 「金融危機後の金融関連税制：アップデート」, 平成27年度金融調査研究会報告書, 全国銀行協会。
- 東京都 [1963], 『東京市史稿 市街篇第54巻』。
- 宮尾尊弘 [2001], 『土地問題は解決できる』, 東洋経済新報社。
- 山崎福寿 [1999], 『土地と住宅市場の経済分析』, 東京大学出版会。