

# Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：景気回復支えた307兆円のキャピタルゲイン

～今年4、5月の株価下落では▲58兆円を失う～ 発表日：06年6月16日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 永濱 利廣 (03-5221-4531)

## (要旨)

- 国民経済計算によれば、2004 年末の土地・株式資産額は 1,704 兆円になり、2年連続で拡大した。これを元に 2005 年末の土地・株式資産額を試算すると、2004 年末から+188 兆円の 1,892 兆円に増加していることになる。
- 更に四半期末値を試算すれば、土地資産額が 2005 年 9 月末をボトムに既に上昇に転じており、土地・株式資産額は 2006 年 3 月末で更に 1,946 兆円まで拡大している。この結果、四半期末値のボトムであった 2003 年 3 月末の 1,636 兆円から拡大した同資産額は+307 兆円 (+18.8%) に上る。
- 2003 年度以降の資産効果を需要項目別に計測すると、家計消費支出で+2.1 兆円 (+1.0%) 民間設備投資で+2.9 兆円 (+4.0%) 民間住宅投資で+0.7 兆円 (+4.1%) 輸入で+0.3 兆円 (+0.6%) となり、2003 年度以降の名目 GDP は資産効果で+5.4 兆円 (+1.1%) 押し上げられたという試算結果を得た。2003 年度以降の名目 GDP の拡大が 15.9 兆円 (+3.2%) であることからすれば、その約 3 分の 1 は土地・株式の資産効果によりもたらされたことになる。
- つまり、日本経済が長期間拡大を続けてきた背景には、土地・株式資産額の増加が内需の拡大を後押ししたことも重要な要素となったと推測できる。しかし、2006 年 5 月末の株式時価総額を前提とすれば、株式資産額で今年度既に▲58 兆円のキャピタルロスが発生しており、この逆資産効果は名目 GDP を▲0.9 兆円 (▲0.2%) 程度押し下げると試算される。求められるのは、景気見合いで緩和的な金融政策を維持することで資産価格を持続的に拡大させ、サプライサイドの源泉となる設備投資の活性化により潜在成長率を高めることだ。

## ●持ち直しが明確になった資産価格統計

資産価格の持ち直しが明確になってきた。4月28日に発表されたSNAストック統計によれば、2004年末時点の株式+土地資産額は1,704兆円となり、2年連続で拡大した。この背景としては、株式資産額が2年連続のキャピタルゲインを計上したことに加えて、土地資産額のキャピタルロスが縮小していることが指摘できよう。3月24日に発表された2006年1月1日付の公示地価でも、三大都市圏都心部ではほぼ全ての地点が上昇したことから、全体での地価下落は続いているものの、下落率は緩和している。

資産価格に関する経済統計には、株価の統計である日経平均株価やTOPIXのほか、地価の統計である市街地価格指数、公示地価など数多くの統計がある。資産価格の基調判断を行う際には、これら複数の統計を合わせてみることとなるが、それぞれの統計の示す方向が食い違うことがあり、指標を個別にみているだけでは判断が困難である場合が少なくない。資産価格を包括的に捉えている統計としては、国民経済計算(以下SNA)の土地や株式の資産額があるが、同統計は暦年統計であり、

速報性が無いという問題がある。また個別の資産価格統計は、株価や地価といった特定の資産価格の動きはわかっても、資産額が全体としてどのような状態にあるかは判断しにくいという問題点を抱えている。

また、資産価格の変動が経済に及ぼす影響も注目されるが、GDPの需要項目毎に資産価格から受ける影響も異なる。従って、資産価格が実体経済に及ぼす影響を見る上では、GDPの需要項目毎に見ることが必要であろう。

そこで本稿では、上記のような問題点を踏まえた上で、2005年度末までの土地・株式資産額を試算し、資産価格の基調判断をより正確に行うことを試みる。そして、需要項目別に資産効果の状況を分析し、これまでの資産価格の変動が実体経済にどのような影響を及ぼしてきたのかを明らかにする。

### ●2005年末の土地・株式資産額は3年連続で拡大の可能性

SNA資産額の推計方法によれば、株式資産額は株式時価総額等を用いて、また土地資産額は公示地価等を用いて算出される。この関係を用いて当研究所が開発した資産額総合判断指標では、SNA資産額が公表されていなくても、同時期の基礎統計が存在すればSNA資産額が試算できる（レポート末補足1参照）。そこで以下では、各基礎統計との関係から2005年末におけるSNAの各資産額を試算した（各資産の取引額の予測が困難なことからSNAの推計方法を完全に再現して正確なSNA資産額を特定するのは不可能なため、各資産の取引額をゼロと仮定して1996年末から2004年末までのSNAの各資産額と基礎統計の関係からキャピタルゲイン・ロスの額を求めた）。その結果、株式資産額は+208兆円のキャピタルゲインを通じて667兆円、土地資産額は▲19兆円のキャピタルロスを通じて1,225兆円となった（資料1）。合計すれば2005年末の土地・株式資産額は1,892兆円となり、2004年末の実績値（1704兆円）からさらに+188兆円のキャピタルゲインを計上したことになる。

つまり、2004年末から2005年末までの我が国の土地・株式資産額は、バブル崩壊以降初めて3年連続で拡大した可能性が高いといえよう。

資料1 土地・株式資産額の実績および予測

単位：兆円

資産	2004年末実績				2005年末予測			
	水準	前年差			水準	前年差		
		取引	調整			取引	調整	
株式	459	50	-5	55	667	208	0	208
土地	1,245	-43	3	-46	1,225	-19	0	-19
計	1,704	7	-2	9	1,892	188	0	188

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「公示地価」より

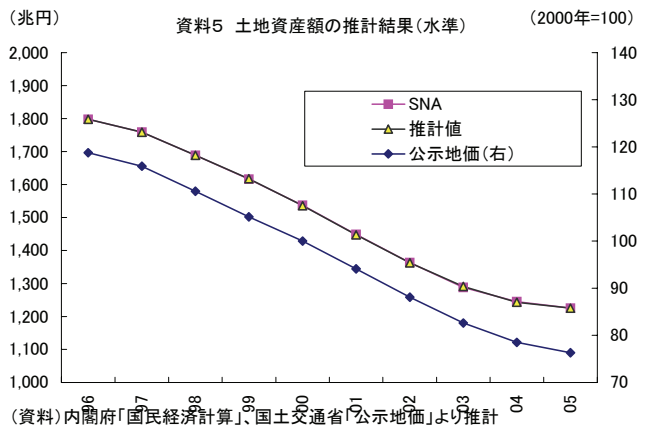
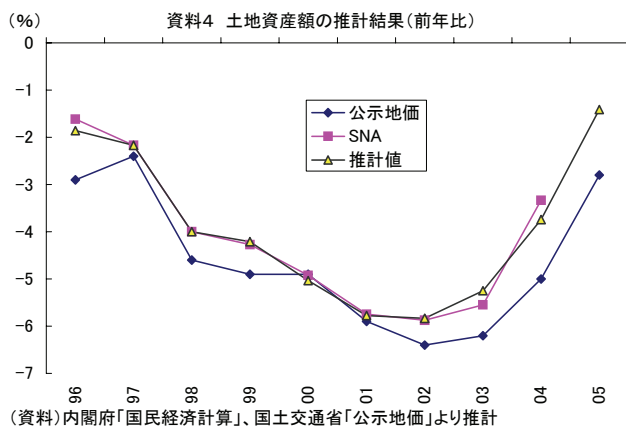
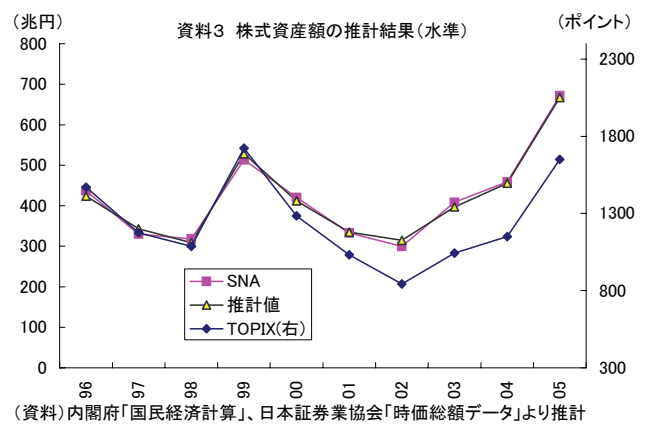
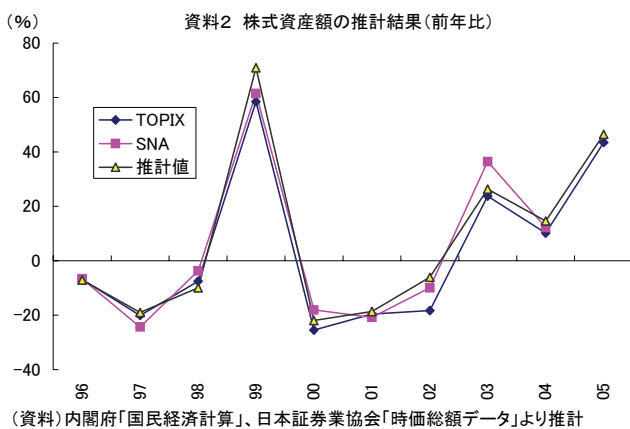
(注)取引は資本取引による増減、調整はキャピタルゲイン・ロスを示す。

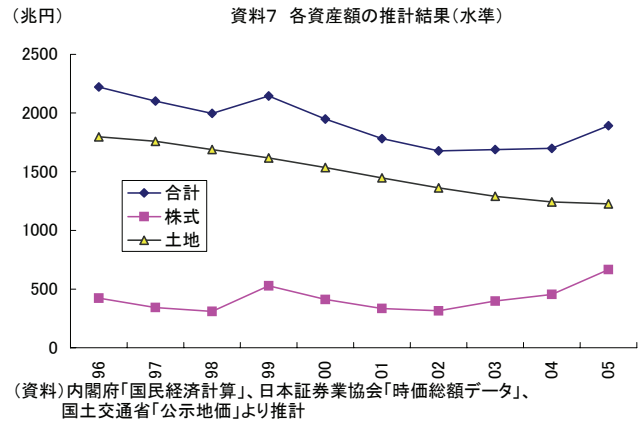
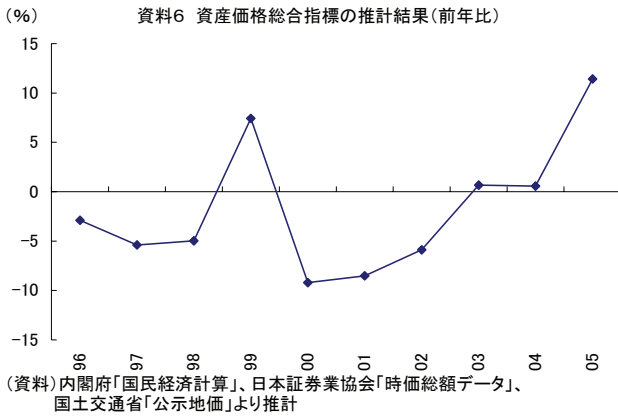
2005年末予想については資本取引が無いと仮定。

上記で作成した暦年ベースの株式と土地の資産額の動きをTOPIX、公示地価と比較すると、まず推計した株式資産額の前年比については、概ねTOPIXの株式資産額に近い動きをしていることがわかる（資料2）。ただ、最近の動きについては、TOPIXが2002年～2003年には下振れしている。事実、推計した株式資産額は96年～2002年まででみると、TOPIXとの対比で言えば、上方バイアスが見られる（資料3）。これはTOPIXでは勘案していないがSNAでは織り込まれている

第二部や新興市場、更には新規株式上場や非上場株式の影響により時価が拡大したことを反映したものと考えられる。

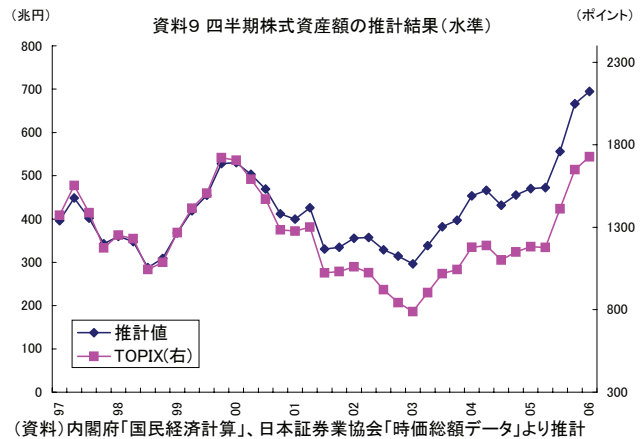
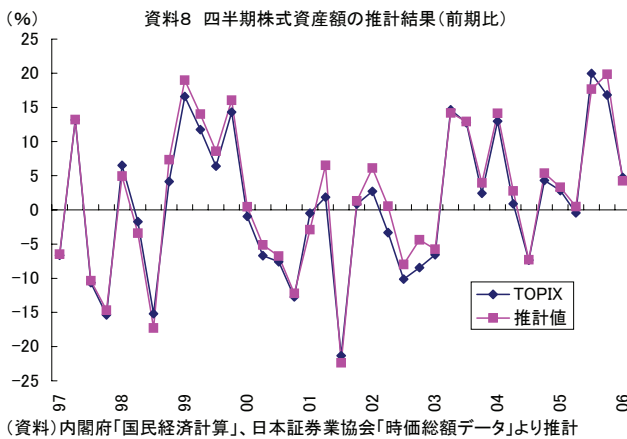
次に推計した土地資産額について前年比を見ると、公示地価は均してみれば前年比で下方にかい離している。事実、推計した土地資産額は、2000年後半以降では公示地価ほど下落していない（資料4、5）。このかい離には、SNAの土地資産額と各種土地統計とのかい離の要因としてしばしば議論されるいくつかの要因があると考えられる。例えば、SNAの土地資産額は土地の価格そのものである一方、「公示地価」や「市街地価格指数」は調査地点の地価変化率の単純平均であり、言ってみれば北海道の地価の10%変化と東京都心の土地の同率変化を同等に取り扱うことになっている。また、用途地域別のウェイトが異なっている可能性があり、仮に首都圏商業地のウェイトが市街地価格指数で小さければ、SNAの土地資産額よりも変動が過小に出る可能性がある。また、SNAの土地資産額が耕地や非課税地の変動の影響を受けることも、SNAと公示地価のかい離の要因となりうる。



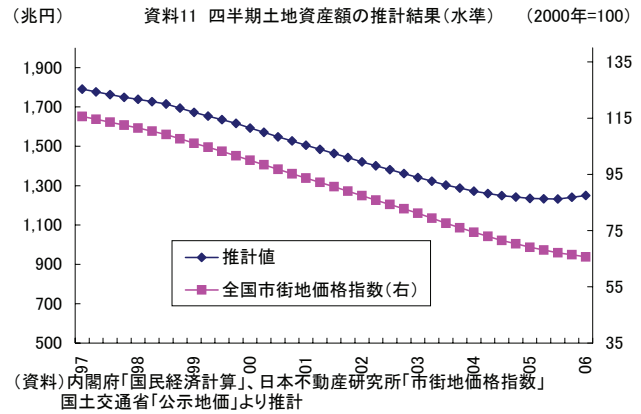
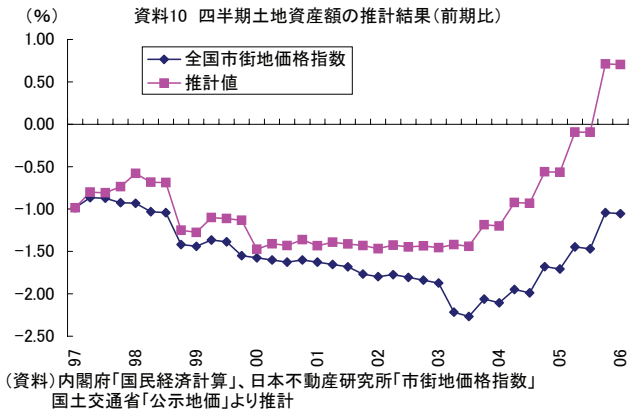


## ●四半期ベースでは土地資産額も既に底打ち

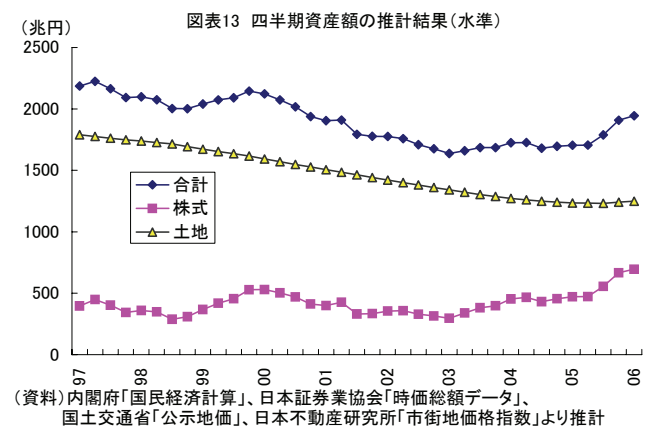
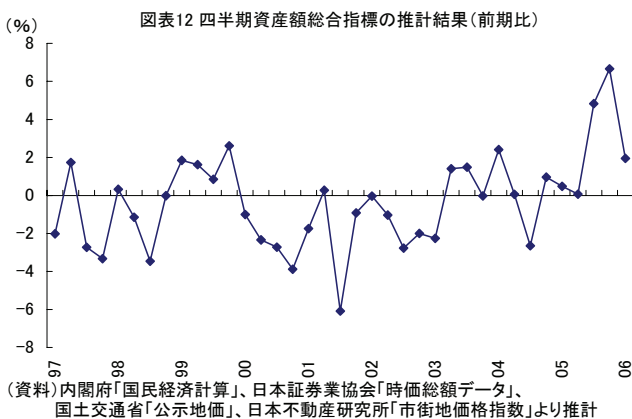
続いて、四半期で推計した各資産額の動きを確認しておこう。まず株式資産額を見ると、四半期の前期比の動きもTOPIXと変動パターンが概ね似ていることがわかる(資料8)。そして、肝心の2006年入り後の動きを見ると、2006年以降も株価が上昇したことなどから2006年3月末には約695兆円にまで増加していることになる(資料9)。



一方、土地資産額を見ると、四半期の前期比の動きは四半期分割した全国市街地価格指数と変動パターンは似ているが、概ね推計値の伸び率の方が高くなっている(資料10)。そして、水準の動きを見ると、2006年3月末時点で市街地価格指数が依然として下落基調にあるのに対し、土地資産額では2005年12月末以降上昇に転じており、四半期の動きで見れば我が国の土地資産額は既に上昇に転じていることがわかる(資料11)。このため、2006年入り後の動きを見ると、四半期データのボトムである2005年9月末の約1,232兆円から2006年3月末時点の約1,250兆円まで約+18兆円拡大していることになる。



以上を踏まえて、合計した資産額について2004年以降の動きをそれぞれ見ると、前期比は2004年9月末にマイナスに転じたものの、それ以降はプラスで推移していることがわかる(資料12)。また、水準を見ると、株価の下落を受けて2004年6月末をピークに一旦低下基調にあったが、2004年9月末をボトムに上昇に転じている。そして、2006年3月末の土地・株式資産額は約1,945兆円に増加し、ボトムとなる03年3月末の約1,637兆円から約307兆円拡大している(資料13)。内訳を見ても、株式資産額は2003年3月末をボトムに拡大基調にあり、土地資産額も2005年9月末をボトムに拡大に転じていることから、2006年3月末までの水準で見れば既に我が国の資産価格は緩やかに拡大しており、資産デフレから脱していることがわかる。



## ●+307兆円の土地・株式資産拡大で名目GDP+5.4兆円拡大

こうした土地・株式資産額の拡大は、GDPの需要項目毎に異なる影響を及ぼす。そこで以下では、①家計消費、②民間企業設備、③民間住宅投資、④輸入の4項目の関数を推計して土地・株式資産額の変化から受ける影響を見た(補足2)。すると、土地・株式資産額が+10%拡大すれば、家計消費支出が+0.53%、民間企業設備が+2.30%、民間住宅投資が+3.33%、それぞれ増加する関係があることがわかる。以上より、2002年の名目GDPの構成を基準とすれば、土地・株式資産額の+10%拡大により名目GDPが+0.69%程度拡大することになる。

また、需要項目別に関数の弾性値を比較すると、名目GDP+0.69%の拡大により家計消費支出が+0.47%、民間企業設備が+1.88%、民間住宅投資が+0.93%拡大する。一方、控除項目である財・

サービスの輸入が+0.68%拡大することになる。従って、こうした乗数効果も含めれば、土地・株式資産額+10%の拡大により名目GDPは+1.14% (+5.7兆円)程度拡大することになる(資料14)。

資料14 土地・株式資産額が10%拡大したときの資産効果

	直接効果		乗数効果		資産効果	
	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)
家計消費	0.53	1,190	0.47	1,062	1.00	2,252
民間企業設備	2.30	1,650	1.88	1,351	4.19	3,001
民間住宅投資	3.33	599	0.93	168	4.26	767
財・サービスの輸入			0.68	344	0.68	344
名目GDP	0.69	3,439	0.45	2,237	1.14	5,676

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「公示地価」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「外国為替相場」より試算。

このように、資産価格の動向は資産効果を通じて実体経済に少なからず影響を与えている可能性がある。そこで、次にSNA資産額の基礎統計から先行きの資産額総合指標を算出する手法を応用し、2006年3月末までにおける需要項目別の資産効果を試算した(資料15)。なお、株価や地価自体も当然実体経済から影響を受けていると考えられる。これを別途推計したところ、土地・株式資産額が拡大した+18.8%のうち+9.3%ポイントは2003年度以降の名目GDPの拡大に見合う部分であるとの結果を得た。そこで本試算では、+18.8%のうち実体経済の拡大以外によりもたらされたと思われる+9.5%ポイント分でもたらされるGDP押し上げの効果を資産効果と仮定して試算した。

結果を見ると、家計消費支出では+2.1兆円、民間設備投資では+2.9兆円、民間住宅投資では+0.7兆円の押し上げ要因となっている一方で、財・サービスの輸入では▲0.3兆円の押し下げ要因となっていることがわかる。つまり、名目GDP全体では2003年度以降で+5.4兆円(+1.1%)押し上げた計算になる。2003年度以降の名目GDPが+15.9兆円(+3.2%)拡大していることからすれば、そのうちの3分の1程度は資産効果によりもたらされた試算することが出来る。

以上の結果は、マクロで見れば土地・株式資産の拡大による資産効果は、家計や企業を通じた経済規模の拡大に多大な影響を及ぼしてきたことを示している。

資料15 2003年度以降の土地・株式資産額の拡大による資産効果

	直接効果		乗数効果		資産効果	
	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)
家計消費	0.50	1,130	0.45	1,009	0.95	2,139
民間企業設備	2.19	1,567	1.79	1,283	3.98	2,851
民間住宅投資	3.16	569	0.89	160	4.05	729
財・サービスの輸入			0.64	327	0.64	327
名目GDP	0.66	3,267		2,125	1.08	5,392

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「公示地価」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「外国為替相場」より試算。

## ●求められる金融政策の慎重な舵取り

結局、試算によると 2005 年末の SNA 土地・株式資産額は、バブル崩壊以降初めて 3 年連続で拡大しており、それは株式資産のキャピタルゲインと土地資産の下げ止まりによってもたらされたものだ。しかし、2006 年 4 月以降、株価は下落に転じた。この背景には、日銀の量的緩和解除に続きゼロ金利解除が予想されたことも少なからず影響しているものと思われる。今後は、こうした資産価格の下落が家計や企業を通じて経済に悪影響を及ぼす可能性も否定できない。ちなみに、2006 年 5 月末の T O P I X を前提とすれば、株式資産額は約▲58 兆円減少したことになり、4、5 月の株価下落による逆資産効果として、タイムラグを伴い名目 GDP を約▲0.9 兆円 (▲0.2%) 程度押し下げると試算される (資料 16)。

資料16 2006年度以降の株式資産額の縮小による逆資産効果

	直接効果		乗数効果		資産効果	
	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)
家計消費	▲ 0.08	▲ 187	▲ 0.07	▲ 167	▲ 0.16	▲ 355
民間企業設備	▲ 0.36	▲ 260	▲ 0.30	▲ 213	▲ 0.66	▲ 472
民間住宅投資	▲ 0.52	▲ 94	▲ 0.15	▲ 26	▲ 0.67	▲ 121
財・サービスの輸入			▲ 0.11	▲ 54	▲ 0.11	▲ 54
名目GDP	▲ 0.11	▲ 541	▲ 0.07	▲ 352	▲ 0.18	▲ 894

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「公示地価」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「外国為替相場」より試算。

足元の日本経済は、民間企業のバランスシート調整や金融緩和を支えにして需要不足体質を克服する段階にある。これからはグローバル化や少子高齢化が進む中で潜在成長率を高めるべく、行き過ぎたインフレやバブルを未然に防ぎながら、サプライサイドを効率化する状況を政策的に作り出すことが求められよう。しかし、株価が下落する状況下で拙速な金融引き締めを実施すれば、景気失速を引き起こすリスクがあることには注意が必要だ。

現在の日本経済には、ミスマッチ失業等の潜在的な労働投入余力や、老朽化した資本の更新といった生産性の改善余地等が残されていることを踏まえると、少なくとも株価が下落基調にあるような状態では、金融緩和の持続により景気の腰折れを回避することが重要となろう。まず、依然として他国より相対的に低い経済成長率を高めることが不可欠であり、そのためには、景気回復の持続を通じて期待成長率を上昇させることや、金融緩和を通じて企業の資金調達コストを抑制することにより、民間の設備投資行動を促進させることが最優先だ。痛みを伴い景気失速を起こしかねない早期利上げよりも、経済成長率の底上げとインフレ加速リスク抑制の一石二鳥となるような潜在成長率を高める政策を実施し、持続的な経済成長を目指すことが今の日本経済には必要であろう。

## (補足1) 各資産額の推計結果

## (1) 推計方法

本項では2005年末資産額の算出方法の考え方を述べる。算出方法は以下の通りである。今、SNAのある資産額の暦年末値をY、その統計の参考指標となる統計（以下 補助系列）の暦年末値をXとする。Yを最小二乗法によってXで回帰させると、 $Y = a + bX$ という線形関係が成り立つ。

この関係が四半期でも成り立っているとすれば、Yの四半期末値をY'、Xの四半期末値をX'とすれば $Y' = a + bX'$ という関係も成り立ち、X'がわかれば四半期末のSNA資産額Y'も算出することが出来る。

こうした推計式の精度を上げるために、SNAの作成法に出来るだけ忠実に補助系列を加工した。しかし、推計値の暦年末値と、SNAの暦年末実績値との間には推計誤差がある。本試算においてはこの暦年末値ベースの誤差をダミー変数により修正する。

この手法より、資産額の実績値が公表されない四半期末値についても、説明変数としている統計が公表されていれば、推計式のパラメーターをかけることによって期末の資産額が推計できる。さらに、実績のある直近の資産額に、推計した資産額の前期比伸び率をかけることによってSNA公表前に四半期末資産額の動きを把握することが可能となる。

## (2) 株式資産額の総計

SNAの株式資産額は、上場・店頭登録株式と非上場株式に分けて推計されている。上場・店頭登録株式については、東京証券取引所・日本証券業協会が集計した時価総額データを用いて総額を確定し、資金循環勘定の「うち株式」の比率で資産側に配分している。非上場株式については、類似業種比準方式に準じる方法で総額を確定する。資産側の配分は、原則として公的部門を決算書・アンケートを用いて確定し、残額を資金循環勘定の「出資金」の比率を用いて配分している。

以上を踏まえ、株式資産額の四半期推計を試みる。まず、SNAの上場・店頭登録株式の推計に用いられる日本証券業協会「時価総額データ」を用いて、東証第一部・第二部・マザーズを合計した時価総額を補助系列として推計する。また、非上場株式等による実績とのかい離はダミー変数を用いて処理する。なお、SNAの株式資産額では、上場・店頭登録株式以外に、非上場株式（法人企業統計による）の結果も合わせて推計しているが、①公表時間が遅い、②年次統計である、ことからここではダミー変数を用いて処理している。また、時価総額は新規上場や上場廃止等によりデータが振れやすいが、こうした動きもダミー変数によって調整している。具体的な採用指標と推計結果は以下の通り。

被説明変数：SNA株式資産額（標本期間：1996年末～2004年末）

説明変数	定数項	東証 時価総額	02年以降 ダミー	98年以降 ダミー	自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
係数	4226	0.0012	38537	-27240	0.960	3.052
t値	0.15	14.00	3.30	-2.09		

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」より推計

## (3) 土地資産額の推計

SNAの土地資産額は、宅地、耕地、その他に分けて推計される。宅地については、国土交通省「地価公示」及び「都道府県地価調査標準価格」を用いて、住宅地区及び商業地区評価額を算出し、課税評価額の格差を利用して総額を確定している。なお、昭和44-48年期末宅地評価額の系列は、地価公示及び都道府県地価調査の対象地点が不十分な



め、日本不動産研究所「全国市街地価格指数」を基礎に作成した地域別宅地指数を用いて隔年の評価額を推計している。また、耕地、その他については、都道府県の田、畑、林地の評価額を基礎に推計する。

以上を踏まえ、土地資産額の四半期推計を試みる。まず、宅地の住宅地及び商業地については、SNAの宅地の推計に用いられる国土交通省「地価公示」を用いるが、四半期データが存在しないため、「市街地価格指数」を線形補完により四半期分割した6大都市圏と地方圏を補助系列として「公示地価」の三大都市圏と地方圏の四半期データを作成し、それを基にマクロの土地資産額を推計する。また、耕地、その他等による実績とのかい離についてはダミー変数を用いて処理する。具体的な採用指標と推計結果は以下の通り。尚、公示地価は2001年1月1日付=100として指数化した。

被説明変数：SNA土地資産額（標本期間：1996年末～2004年末）

説明変数	定数項	公示地価		99年以降 ダミー	98年以降 ダミー	97年以降 ダミー	自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
		三大都市	地方					
係数	120614	10875	2735	23571	20761	10081	1.000	2.616
t値	8.91	15.35	3.48	5.04	4.05	2.60		

(資料) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「公示地価」より推計

被説明変数：三大都市圏公示地価（標本期間：1996年末～2005年末）

説明変数	定数項	六大都市市街 地価格指数	自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
係数	20.034	0.845	0.998	1.754
t値	16.7	66.9		

(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、国土交通省「公示地価」より推計

被説明変数：地方圏公示地価（標本期間：1996年末～2005年末）

説明変数	定数項	地方圏市街地 価格指数	97年以降 ダミー	98年以降 ダミー	99年以降 ダミー	00年以降 ダミー	01年以降 ダミー	自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
係数	10.560	0.878	1.682	0.887	1.654	1.494	0.344	1.000	2.917
t値	14.90	146.12	10.59	5.56	10.27	9.27	2.10		

(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、国土交通省「公示地価」より推計

(補足2) 各需要項目別関数の推計結果（推計期間1980-2003年）

説明変数間の相関を考慮して各関数の連立方程式をSURにより推計した。なお、見せ掛けの相関を除去するために全ての変数について対数階差をとって推計した。

(1) 家計消費支出関数：自由度調整済決定係数=0.861 D.W=1.654

$$\Delta \text{Log}(\text{家計消費支出}) = 0.006 + 0.781 \times \Delta \text{Log}(\text{家計可処分所得}) + 0.053 \times \Delta \text{Log}(\text{土地・株式資産額}(-1))$$

(t値) (1.849) (8.051) (2.045)

(2) 民間企業設備関数：自由度調整済決定係数=0.802 D.W=1.700

$$\begin{aligned} \Delta \text{Log}(\text{民間企業設備}) &= 0.043 + 2.728 \times \Delta \text{Log}(\text{名目 GDP}) - 2.331 \times \Delta \text{Log}(\text{企業純固定資産(-1)}) \\ (\text{t 値}) & \quad (2.140) (5.454) \quad \quad \quad (-4.413) \\ & \quad \quad \quad + 0.230 \times \Delta \text{Log}(\text{土地・株式資産額(-2)}) \\ & \quad \quad \quad (1.838) \end{aligned}$$

(3) 民間住宅投資関数：自由度調整済決定係数=0.400 D.W=1.417

$$\begin{aligned} \Delta \text{Log}(\text{民間住宅投資}) &= 0.010 + 1.552 \times \Delta \text{Log}(\text{家計可処分所得}) - 2.374 \times \Delta \text{Log}(\text{住宅純固定資産(-1)}) \\ (\text{t 値}) & \quad (3.437) (2.817) \quad \quad \quad (-3.205) \\ & \quad \quad \quad + 0.331 \times \Delta \text{Log}(\text{土地・株式資産額(-1)}) \\ & \quad \quad \quad (1.651) \end{aligned}$$

(4) 財・サ輸入関数：自由度調整済決定係数=0.556 D.W=2.315

$$\begin{aligned} \Delta \text{Log}(\text{財・サ輸入}) &= 0.025 + 0.979 \times \Delta \text{Log}(\text{名目 GDP}) - 0.979 \times \Delta \text{Log}(\text{実効為替レート}) \\ (\text{t 値}) & \quad (0.988) (1.708) \quad \quad \quad (-5.147) \end{aligned}$$

(5) 可処分所得関数：自由度調整済決定係数=0.827 D.W=1.323

$$\begin{aligned} \Delta \text{Log}(\text{家計可処分所得}) &= 0.001 + 0.870 \times \Delta \text{Log}(\text{名目 GDP}) \\ (\text{t 値}) & \quad (0.157) (10.320) \end{aligned}$$

(6) 土地・株式資産関数：自由度調整済決定係数=0.627 D.W=1.569

$$\begin{aligned} \Delta \text{Log}(\text{土地・株式資産額}) &= -0.047 + 2.853 \times \Delta \text{Log}(\text{名目 GDP}) \\ (\text{t 値}) & \quad (-2.271) (5.885) \end{aligned}$$