

バブルと危機は繰り返す

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 世界のバブル発生と崩壊の歴史

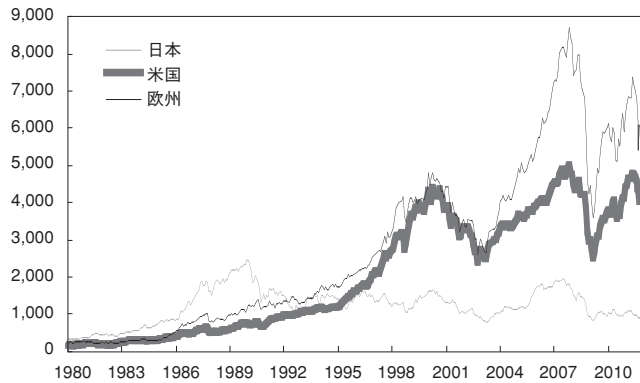
歴史的に、世界は多くのバブルとバブル崩壊、そしてそれに起因する危機を繰り返してきた。これらのバブル崩壊は、その後の経済、政治、社会などに対して大きな影響を与えた。17世紀のオランダのチューリップバブル、18世紀の英国の南海バブル事件、1920年代の米国の「狂騒の20年代 (Roaring twenties)」(その後の大暴落、大恐慌、世界恐慌) など、バブルの歴史は長い (注1)。

そして、戦後の世界と日本の代表的なバブルとして、1970年代日本列島改造ブーム、1980年代日本の資産バブル、1990年代ITバブル、2000年代米国住宅バブルがある。1971年のブレトンウッズ体制 (固定相場制) 崩壊後、10年に一度、大きなバブルが生まれていることに注目したい。

バブルとは、金融資産や不動産の価格がファンダメンタルズ価値から大きく乖離し、しかも、それが長期間に亘って持続することによって発生する (注2)。過度に資産価格が高い状況が長く続くと、それが消費などを増加させるような資産効果が発生し、そして、過剰投資が起こる。その結果、経済成長率が本来の実力よりも高くなり、景気が過熱する。

1980年代の日本が経験したバブルからは、①資産価格の急激な上昇、②経済活動の過熱、③マネーストック・信用の膨張、という3現象が挙げられる (注3)。これらを総合すると、

(図表1) 1980年以降の日米欧の株価の推移



(注) 1979年末=100

(出所) MSCI、シティグループ証券

現代のバブルとは、資産価格の長期かつ大幅な上昇、それに伴う景気過熱が同時に発生することを意味する。

ラインハート、ロゴフは、米国のサブプライム危機を発端とする世界的な金融危機は、過去8世紀間の歴史を振り返ると、決して特別なものではないと述べる^(注4)。そして、歴史の教訓として、長期間にわたる信用膨張と財務レバレッジの高まりは、大きなバブルを生み、そして、バブル崩壊は、長期間にわたる経済の低迷をもたらす^(注5)。

バブルは、景気が好調であるにもかかわらず、過度な金融緩和が実施され、それが長期的に持続するために発生する。好景気なのに、金融緩和が長期化するのには、インフレ率が低いからである。好景気が長期化しても、何らかの事情が発生して、低インフレ、そして、低金利が持続する場合がある。

資産価格決定の理論的なフレームワークは、収益還元モデルである。このモデルによると、資産価格は、その資産が将来生み出す収益の合計を、現在価値に割り引いたものである。そして、資産価格は、将来の収益、金利、リスクプレミアムによって決定される。理論的には、高成長、低金利、リスクの低下が揃い、それが長期化すると、バブルが発生する。

バブル発生の条件(好景気、低インフレ、低金利)の中でも、特に重要なのは、低金利である。戦後のバブル発生の共通点は、中央銀行による過度な金融緩和が長期化することである。そして、金融緩和政策を転換した時点では、すでに遅すぎており、金融引き締めペースも遅れることが多い。

(図表 2) 世界の経済成長率、インフレ率、長期金利の推移 (年平均)

(%)	経済成長率	インフレ率	長期金利
1980年代	3.2	16.6	7.4
1990年代	3.1	18.2	6.1
2000年代	3.6	4.0	3.3
2010年代 (2010年~2018E)	4.1	3.8	2.2

(注) 2013年以降の経済成長率、インフレ率はIMF予想。長期金利は、1985年以降、2010年代平均は、2010年~2013年7月末までの平均。

(出所) IMF、シティグループ証券

2. 世界的なインフレ率の低下

好景気、低インフレ、低金利の条件が揃う経済状況を生み出す要因として、構造的なインフレ率の低下がある。そして、景気が良くなっても、インフレ率が低水準にとどまること、バブル発生の条件を揃わせることになるのである。

世界のインフレ率が構造的に低下することを、デイスインフレーションと呼ぶ。そして、景気の拡大にもかかわらず、インフレ率が上昇しない現象を、フィリップス曲線のフラット化と呼ぶ。内閣府は、フィリップス曲線のフラット化の主因として、経済のグローバル化やそれに伴う競争激化を挙げている^(注6)。IMFによると、1980年代と2010年代を比較すると、世界の経済成長率は上昇するが、インフレ率が大きく低下する見通しである。つれて、金利も大きく低下している。

先進国は、1970年代のインフレの時代を終え、1980年代以降、長期的な低下傾向にある。そして、1980年代、1990年代に頻発した新興国のハイパーインフレは、経済改革の成功によって、21世紀に入り、すっかり影を潜めた^(注7)。

世界のインフレ率低下は、①グローバル化やIT技術の革新^(注8)、②世界の中央銀行の金融政策能力向上^(注9)、による。シティグループ証券は、世界景気回復にもかかわらず、先進国のインフレ率は2012年の1.8%から2016年には1.4%へ低下すると予想する^(注10)。

景気が好調でも、低インフレが続けば、必然的に低金利が続く。このため、景気のサイクルのピークの度に、高成長、低インフレ、低金利というバブル発生の条件が整うことになる。これが、およそ10年おきにバブルが発生する理由である。言い換えれば、次の景気のピークにも、バブル発生の条件が揃う可能性が高い。

■ 3. バブルと危機は繰り返す

世界は、バブルの発生と崩壊を繰り返してきた。大型の危機に対応して、過度な金融緩和を実施し、その修正が遅れるため、バブルが発生する。つまり、危機の中で次のバブルの芽が生まれるのである。いずれもバブル崩壊後の極端な金融緩和とその長期化が、次のバブルの萌芽となったというのが、教訓である。以下、金融緩和が過度に長期化する理由である。

(1) バブルの認識が遅れる。

過去の実績から見て、バブルの最中にバブルを認識することは、ほとんど不可能である。ITバブル崩壊後の2002年に、アラン・グリーンズパン連邦準備制度理事会（FRB）議長が述べたように、バブルは崩壊して、初めてバブルとわかるのである（注11）。

かつて、グリーンズパンは、名指揮者を意味するイタリア語である「マエストロ（巨匠）」と称され、FRB議長として卓越した手腕が高く評価された。グリーンズパンは、2004年に、「家計部門の負債については、心配し過ぎ」と指摘している（注12）。「住宅バブルがあるとしても局地的なものであるだけに、大きな懸念はない」というものである。ところが、既に、当時、住宅バブルが発生しており、それが崩壊したことによって、リーマン・ショックを引き起こした。

リーマン・ショック発生直後の議会証言で、グリーンズパンは、過去40年間機能してきた経済政策が、リーマン・ショック時には機能しなかったと述べている（注13）。そして、「これまでほどの大きな危機になるとはとても想像できなかった」と述べている。

このように、バブルが発生している最中に、バブルを認識することはたいへん難しい。このため、当然のことながら、適切に金融を引き締めて、バブルの発生と崩壊を防ぐことは困難である。

(2) バブル崩壊に気づくのも遅れる。

バブルの最中にバブルを認識するのも難しいが、バブル崩壊に気づくのも遅れやすい。いずれの場合も、決定的に景気が悪化して、初めて、バブル崩壊が起こったことが理解できたのである。1989年12月18日に、日本株の史上最高値であったが、その後、株価急落の中で、日銀は公定歩合を3度引き上げた。金融緩和に踏み切ったのは、1991年7月のことであった。

(3) 中央銀行に対する政治圧力が高まる。

歴史的に、政治的な圧力により、中央銀行による金融引き締めが遅れるケースが見受けられる^(注14)。中央銀行総裁は、政治家によって任命される。そのため、中央銀行が独立していると言っても、金融政策に関して、政治家や政府による影響が生じる。

特に、米国の場合、FRBの政策目標として、物価の安定に加えて、実体経済の運行指標である雇用の安定が掲げられている。雇用が回復するときには、既に景気が回復軌道に乗っていることが多いため、金融引き締めが遅れる傾向にある。金融引き締めの遅れは、バブルを生む。米国は、世界最大の経済規模と株式市場を持つため、ITバブル、住宅バブルのように、米国のバブルは世界のバブルへと転化する。

(4) 偶然、バブルを助長する大型事件が発生する。

大きなバブルが発生するには、偶然という要素も見逃せない。日本のバブルは、1985年プラザ合意後の急激な円高、1987年ブラックマンデー時の世界的な株価下落に対応して、低金利が維持されたことの影響が大きい。

ITバブル崩壊後、米国同時多発テロ、エンロン事件、アフガン戦争、イラク戦争などと、数多くの突発事象が重なったため、金融緩和が長期化した。これが、米国住宅バブルを招いた。

■ 4. バブル発生は防げない

バブルは、制御可能という考え方がある^(注15)。バブルになりそうであれば、中央銀行は、金融緩和をやめ、早期に金融引き締めに変換すればいい。確かに、理屈はそうである。しかし、米国住宅バブル、ITバブル、そして日本のバブル崩壊の例を見ても、実行するのは難しいことは歴史が証明している。バブルの対応について、中央銀行でも、次のように、見解が分かれる^(注16)。

Fed（連邦準備制度）ビュー

「金融政策は資産価格の変動を主たる目的とすべきでない」という考え方である。中央銀行は、バブルを抑制するのではなく、バブル崩壊後にそのダメージを最小化すべく金融政策を実施すべきと考える（clean up the mess型金融政策）。フレデリック・ミシュキンFRB理事（当時）は、バブルを防ぐために、金融政策を発動すべきでない^(注16)と述べた

(注17)。バーナンキ、ガートラーは、インフレの安定は中央銀行の政策目標とすべきであるが、資産価格の安定を中心的な目標とすべきでないと主張する(注18)。

ドナルド・コーンFRB副議長(当時)は、資産価格の変化に対応して、金融政策を実施するのは、①バブル発生を迅速かつ正確に認識する、②金融引き締めがバブルの拡大を防ぐことに有効である、③市場の大きな下落が経済の極端に大きな悪化をもたらす、といった条件が同時に満たされる場合のみであるとする(注19)。

しかし、第一条件のバブル発生のすばやい認識は、前述のように、ほとんど不可能である。したがって、現実には、バブル防止のために金融政策を発動することは不適切である。

BIS (国際決済銀行) ビュー

「金融政策は資産価格の変動をある程度念頭に置くべき」という考え方である。資産価格上昇期に、早期に金融引き締めを実施し、バブル抑制を試みるのが望ましいと考える(leaning against the window型金融政策)。中央銀行の使命は、物価の安定であるが、それだけで経済の安定が得られないことは、歴史が証明している(注20)。そのため、資産価格上昇に対しても、中央銀行が、予防的引き締めなどによって対応することが、バブル発生の防止に役立つ(注21)。

こうした見解は、BIS固有のものではなく、ECBにも見られる(注22)。さらに、リーマン・ショック後、FRBでもこれを支持する意見がある。ジャネット・イエレンFRB副議長は、「バブルの抑制はリスクを伴うが、リーマン・ショックの経験に照らすと、バブルを放置すると悲惨な結果を招く」と、BISビューに理解を示す立場をとっている(注23)。

コーンは、Fedビューに関する最大の誤算として、バブル崩壊の破壊力を過小評価していた点を挙げている(注24)。ただし、①バブルの認識が可能か、②中央銀行が投機的バブルに影響を及ぼせるか、については疑問があるとして、従来Fedビューを維持している。実際、金融政策によるバブル制御の難しさも、実証研究で示されている(注25)。

BISビューに基づく政策が実行可能であれば、それが望ましいのは明らかである。しかし、バブルの発生も、バブルの崩壊も、早期に認識し、かつそれに適切に対応することは著しく難しい。現実には、過去同様、今後も、中央銀行がバブルを防ぐことは困難であろう。

■ 5. バブルは姿を変えてやってくる

歴史的に、一つとして、同じパターンのバブルはない。1980年代は、日本の不動産と金融、1990年代はIT、2000年代は米国の住宅と、その主役はすべて異なる。そして、それらの主役は、次のバブルでは、二度と主役になることはない。たとえば、バブル崩壊後、日本では不動産価格が急騰することはないし、米国のIT株がかつてのような上昇を見せることはない。一旦、バブルが崩壊すると、その傷跡は大きいため、容易には復活できないのである。このように毎回のパターンが大きく異なるため、歴史の教訓を生かすのは容易でない。

バブルを正当化する見解が世間に広く認められることも、認識を甘くする。1980年代の日本では、Qレシオなる尺度が登場し、異常に高い株価を正当化する動きがあった。1990年代には、ニューエコノミーという言葉が生まれ、IT革命によって、世の中は全く変わったと言われた。最近では、低成長、低金利が長期に亘って定着していることを指すニューノーマルという言葉があるが、これも低金利、債券高を正当化するために使われることがある。

主要先進国の中央銀行は、インフレ率上昇につながるリスクは少ないと判断し、歴史的な金融緩和をかなりの長期に亘って実施する見込みである。FRBは2015年央まで、事実上のゼロ金利を続けると見られる。イングランド銀行、欧州中央銀行も同様である。日銀は、少なくとも、2015年春まで「異次元の金融政策」を続けると見られる。

その結果、次の景気のピークでは、バブル発生3条件が揃うこととなろう。無論、これらの条件が揃ったからといって、直ちにバブルになるわけではない。しかし、バランスシートの増大に伴い、強大な影響力を持つ中央銀行が、万が一、さじ加減を誤れば、バブルが発生する可能性がある。

この15年間に、1998年頃のアジア危機、ロシア危機、LTCM危機、2000年のITバブル崩壊、2008年リーマン・ショックと、世界は三度のバブル崩壊を繰り返したことになる。重要なポイントは、バブルとその崩壊の衝撃が、回を追うごとに、巨大化していることである。これは、世界の金融市場が巨大化している以上、必然である。

しかも、金融市場のグローバル化、証券化、IT化が進んでいるので、危機が短期間に世界中に伝播する。つまり、時代とともに、バブルは巨大化し、その上、バブル崩壊のダメージも巨大化しているのである。

2010年代後半に、バブル発生3条件が揃い、何らかのきっかけで、相場がオーバーシュートし、結果として、バブルが発生することはありえる。シティグループ証券は、世界の

経済成長率が2012年の2.5%から2017年には3.7%まで上昇すると予想する^(注26)。一方で、2017年のインフレ率は3.2%、短期金利は3.4%と比較的低位にとどまると予想する。

■ 6. バブルを防ぐ対策はあるのか

バブルは、所詮、バブルであるだけに、いつかは必ず崩壊する。そして、バブルの規模が大きければ大きいほど、崩壊の影響も大きい。それでは、バブル発生が防げないまでも、その規模を抑え、かつバブル崩壊の影響をより小さくするために、何をすればいいのか。

選択肢は、基本的には、早期の金融引き締め実施と金融規制の強化の二つである。

このうち、前者の実行は著しく困難である。世界最大の経済と金融市場を持つ米国が、Fedビューを捨て、かつ連邦準備法改正によって、景気の運行指標である失業率を、政策目標から外すという判断をせねばならない。この二つが早期に実現する可能性はゼロといっても過言ではあるまい。日本でも、翁邦雄京都大学教授らが中心となって、FedビューとBISビューに関する研究を進めてきたが、バブルへの対応という点では有効な政策提言には至っていない。

残る手段は、金融規制の強化である。これも、世界の金融市場の進化と成長に、規制が追いつかないという問題があるため、従来は大きな期待はできないとされてきた。しかし、ここきて、バブル抑制という視点からは、金融規制の強化において新たな動きが出始めた。

米国では、ITバブル崩壊後、金融犯罪に対する摘発強化が進んでいる。加えて、ブルーデンス規制が大幅に強化されそうだ。そして、リーマン・ショック後、こうした動きが加速している。

米国では、金融犯罪に対して、厳罰化の流れは強まっている。たとえば、HSBC資金洗浄事件では、課徴金約1,900億円と史上最高の金額となった。LIBOR事件では、UBSは合計約1,500億円の罰金を当局に支払った。内訳は、米司法省と米商品先物取引委員会約1,200億円、英FSA約240億円、スイス当局約60億円と、米当局への支払いが圧倒的に多い。これは、司法取引、懲罰的罰則、多数の規制機関の存在など米国独自の制度に起因する。

政治的に、金融不正摘発は重要である。たとえば、スピッツァーニューヨーク州司法長官は、ITバブル崩壊後、メリルリンチのアナリストの不正を摘発し、名を馳せた。そして、2007年、ニューヨーク州知事に就任した。クオモニューヨーク州司法長官は、リーマンブラザーズの会計事務所を摘発するなどして、名声を得た。同じく、2010年、ニューヨーク州知事に就任した。

金融規制強化も、政治的にたいへん有効である。オバマ政権は、ウォールストリートに対して、厳しい姿勢をとり続け、これが国民に支持されている。今年、メアリー・ホワイト元ニューヨーク連邦地検検事がSEC委員長に就任した。彼女のバックグラウンドと指名時のオバマ大統領の演説からは、ホワイト委員長は、当面、ボルカー・ルールの詳細決定や金融犯罪防止などを優先すると見られる。少なくとも、2016年まで、民主党政権が続くため、現在の政治状況では、ボルカー・ルールの詳細と運用は金融機関にとってかなり厳しい内容となろう。

米国は、「世界最大の金融市場から締め出す」というカードを武器に、米国内のルールの域外適用を進めてきた。米国内の金融規制が厳しくなれば、それは、少なくとも大手金融機関については、外国企業（たとえば、日本のメガバンク）であっても、大きな影響を受けることであろう。

金融政策によって、バブルを防ぐことができないのであれば、残された方法は、金融規制と金融不正摘発の強化によって、レバレッジ拡大や金融機関の活動を抑制するしかない。これでも不十分であって、2010年代後半にバブルが発生するリスクは大いに残る。しかし、金融規制における世界的な協調の強化など、やり方次第では大きな効果を持つこともありえよう。

筆者のように、米国金融機関の日本の現地法人の経営者という立場からすると、これらの規制強化はあまり歓迎できない。しかし、世界経済の安定という観点からは、米国における金融規制と金融不正摘発の強化と世界的な金融規制の協調の推進を歓迎する。

(注1) エドワード チャンセラー著『バブルの歴史—チューリップ恐慌からインターネット投機へ』（日経BP社、2000年）

(注2) Brunnermeier Markus K. and Oehmke Martin, “Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk”, Handbook of the Economics of Finance, Volume 2, George M. Constantinides, Milton Harris & Rene M. Stulz, eds., North Holland, December 2012; Economic Theory Center Working Paper No. 47-2012, p.12

(注3) 翁邦雄、白川方明、白塚重典「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」（日本銀行金融研究所／金融研究、2000年12月）

(注4) Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, NBER Working Paper Series, Vol. w13882, March 2008

(注5) Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart, “After the Fall”, NBER Working Paper Series, Vol. w16334, September 2010

(注6) 「第3章 物価動向と財政金融政策 第1節 物価動向を巡る論点」内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）「日本経済2009-2010—デフレ下の景気持ち直し：「低水準」経済の総点検—」（2009年12月）

(注7) Assaf Razin, “Globalization and Disinflation: A Note”, NBER Working Paper 10954, December 2004

(注8) Claudio Borio and Andrew Filardo, “Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation”, BIS Working Papers No 227, May 2007

-
- (注9) Frederic S. Mishkin, 2007. "Inflation Dynamics," *International Finance*, Blackwell Publishing, vol. 10(3), pages 317–334, December
- (注10) Willem Buiter, "Global Economic Outlook and Strategy", Citi Research, July 17, 2013, p. 8.
- (注11) Remarks by Chairman Alan Greenspan, "Economic volatility", at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, FRB, August 30, 2002
- (注12) Remarks by Chairman Alan Greenspan, "The mortgage market and consumer debt", at American Community Bankers Annual Convention, Washington, D.C., FRB, October 19, 2004
- (注13) The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators Hearing Before the Committee on Oversight and Government Reform House Representatives One Hundred Tenth Congress Second Session, October 23, 2008, Serial No. 110–209
- (注14) 岡崎哲二「日本の金融政策とマクロ経済：歴史的パースペクティブからの再評価」(大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」June–1999)
- (注15) 香西泰、伊藤修、有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」(日本銀行金融研究所／金融研究／2000.12) 238～239ページ参照。
- (注16) 翁邦雄「1 バブルの生成・崩壊の経験に照らした金融政策の枠組み——FED VIEWとBIS VIEWを踏まえて」内閣府経済社会総合研究所「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第2巻『デフレ経済と金融政策』」(2009年6月)。
- (注17) Speech by Governor Frederic S. Mishkin, "Enterprise Risk Management and Mortgage Lending", at the Forecaster's Club of New York, New York, New York, FRB, January 17, 2007
- (注18) Ben S. Bernanke and Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility", NBER Working Paper Series Vol. w7559, February 2000
- (注19) Speech by Governor Donald L. Kohn, "Monetary policy and asset prices", at "Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice," a European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany, FRB, March 16, 2006
- (注20) William R White, "Is price stability enough?", BIS Working Papers No 205, April 2006
- (注21) Claudio Borio and Philip Lowe, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", Working Papers No 114, July 2002
- (注22) Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, "Asset price bubbles and monetary policy", June 2005
- (注23) President's Speech by Janet L. Yellen at the panel discussion for the Federal Reserve Board/Journal of Money, Credit, and Banking (JMCB) conference on "Financial Markets and Monetary Policy" Washington D.C., Federal Reserve Bank of San Francisco, June 5, 2009
- (注24) Speech by Governor Donald L. Kohn, "Monetary Policy and Asset Prices Revisited" at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference, Washington, D.C., FRB, November 19, 2008
- (注25) Kenneth N. Kuttner, "Monetary Policy and Asset Price Volatility: Should We Refill the Bernanke-Gertler Prescription?", Williams College, June 3, 2011
- (注26) Willem Buiter, "Global Economic Outlook and Strategy", Citi Research, July 17, 2013, p.8

