

バブルと金融危機

横浜国立大学大学院 国際社会科学研究院 高橋正彦

1. バブル期の日本経済

(1) バブル経済の意義

バブル (bubble=泡沫) の意義：資産価格が、ファンダメンタルズ (fundamentals=経済の基礎的条件) から説明できる合理的な水準を著しく超えて上昇すること。

歴史上のバブルの代表的事例：

- ①オランダのチューリップ・バブル (17世紀初)
- ②英国の南海泡沫事件 (1720年)
- ③米国の地価・株価高騰 (1920年代) →世界大恐慌 (1929年～)
- ④日本の第一次世界大戦後の大正バブル (1919～1920年)

世界のバブルは百数十回？ うち1/4は住宅関連。バブルはなぜ繰り返されるのか？

(2) 日本のバブル経済

日本における先のバブル経済 (1987～1990年) の特徴

- ①資産価格 (地価・株価等) の急激な上昇
- ②経済活動の過熱
- ③マネーサプライ (通貨供給量)・信用の膨張

先のバブル経済の規模

2. バブルの発生・拡大のメカニズム

(1) 期待の強気化

複合的な要因が重なり合うことによって、化学反応のように、バブルが発生・拡大＝期待の強気化のプロセス<図表1>

(2) バブルをもたらした要因

①金融機関行動の積極化

漸進的な金融自由化 (1980年代中心) →大企業の銀行離れ (disintermediation) →金融機関の収益率の低下傾向→不動産担保の中小企業向け貸出、不動産関連貸出の積極化

国際決済銀行 (B I S = Bank for International Settlements) の自己資本比率規制

②長期に亘る金融緩和

日本銀行（中央銀行）による長期の金融緩和→投機家の資金調達の容易化→資産価格上昇
金融緩和は、バブル発生の必要条件であったが、十分条件ではなかった？

③税制・規制要因（→土地供給抑制）による地価上昇の加速

相対的に土地保有に軽く、売買益に重い税率

農地が宅地転用可能となる期待を織り込んだ価格形成

④規律付けのメカニズムの弱さ

メインバンク（主取引銀行）によるチェック機能の低下、株式持合いの影響、原価主義の会計原則、ディスクロージャー（企業内容開示）の遅れ→企業のコーポレート・ガバナンス（企業統治）面での問題

金融自由化の進展、金融機関自身のリスク管理の不備、金融規制・監督体制の見直しの遅れ→金融機関のコーポレート・ガバナンス面での問題

⑤日本全体としての自信

経済の好調、国際的なプレゼンスの拡大（「世界最大の債権大国」、日本的経営の成功、東京の国際金融センター化→日本全体としての自信（Japan as No. 1?）、ユーフォリア（陶酔的熱狂）を醸成

3. バブル期の日本銀行の金融政策運営

（1）金融緩和のプロセス

プラザ合意（1985年9月）後の円高・ドル安進行（約2年間で1ドル=250円→120円程度）による「円高不況」→公定歩合（日本銀行貸出の基準金利）を計5回、2.5%引き下げ（1986年1月～1987年2月）→当時としては既往最低の2.5%の公定歩合が2年3か月継続

当時の金融政策運営の特色：

①国際的な政策協調の枠組み

②円高阻止

③内需拡大による経常黒字縮小

「前川レポート」（「国際協調のための経済構造調整研究会」報告書、1986年4月）

（2）金融引締めへの転換の模索

景気回復（1987年春頃～）、マネーサプライの高い伸び、資産価格の上昇→日本銀行、「乾いた薪」への懸念表明（1986年夏頃～）→窓口指導（貸出増加額規制）で「節度ある融資態度の堅持」を指導（1987年4～6月期～）→短期市場金利（コールレート）の高め誘導（1987年8月末～）→米国の株価暴落（ブラックマンデー、1987年10月19日）により、高め誘導を中断→海外主要国、金利引上げに転換（1988年夏頃～）

(3) 金融引締めプロセス

消費税導入(1989年4月)後、インフレ予防のため公定歩合を引き上げ(1989年5月、2.5%→3.25%)→引締め転換以後、公定歩合を計5回、3.5%引き上げ(～1990年8月)、6.0%へ→景気、マネーサプライはなお拡大、資産価格は一部下落(株価のピークは1989年末)

4. バブルの発生・拡大と金融政策

(1) バブル発生要因としての金融政策

景気拡大下での低金利持続→低金利永続への期待→資金調達の容易化→資産価格の上昇

(2) 金融政策運営によるバブル発生防止の可能性

金融政策が十分に引締めの的であれば、バブルを防ぎ得たか？

当時の低インフレ(1988年の消費者物価上昇率は0.7%)環境下で、金融引締めは困難？

(3) 早期の金融引締めによるバブルの規模抑制の可能性

早期の金利引上げにより、バブル拡大・崩壊の影響を軽減可能？

(4) プルーデンス(金融システムの安定化)規制強化によるバブル対応の妥当性

大蔵省による不動産関連融資の総量規制(銀行局長通達)導入(1990年3月)→地価下落

5. 金融引締め遅延の背景——(1) 当時の経済・金融情勢

(1) 景気

一般に、バブル前半期(1987年～1988年前半)には、景気回復力を過小評価：

①プラザ合意後の円高不況、国内経済の空洞化への懸念

②経済界の意見は、円高デフレの影響を受ける製造業が主流

バブル後半期(1988年後半～)にも、景気過熱への懸念は希薄：

日本経済の生産性、潜在成長率が上昇したとの認識＝「ニューエコノミー」への移行過程？

(2) 物価

日本銀行のインフレ懸念の妥当性：

①物価はバブル期末にかけて上昇

②バブル期の物価は概ね安定を維持

③バブル崩壊期のデフレ・スパイラル(景気悪化と物価下落の悪循環)の危機まで含めると、物価は不安定

(3) マネーサプライ、信用量の膨張

「マネーサプライと物価の統計的關係は不安定化」との見方が有力化

(4) 資産価格の上昇

資産価格上昇の金融政策運営上の警戒信号としての活用は不十分

6. 金融引締め遅延の背景——(2) 政策思想の影響

(1) 国際的な政策協調

世界最大の債権大国→「金利上げが国際的な政策協調体制を崩壊させる」との議論＝アンカー（錨）論

(2) 円高阻止

ルーブル合意（1987年2月）：「為替レートを当面の水準の周辺に安定」

→金融政策を為替相場に割り当てる議論が有力化

(3) 内需拡大による経常黒字縮小

早期利上げに対する有力な反対論に

(4) 財政政策との関係

「財政再建路線の下で、財政政策の発動の遅れが金融政策への負担を高め、超金融緩和によりバブルを招いた」との議論

当時、日本銀行は政府（大蔵省）の広範な監督下にあり、金融政策の独立性に影響？→日本銀行の独立性とアカウントビリティ（説明責任）強化のため、日本銀行法を改正（1998年4月施行）

(5) バブルの弊害に対する認識不足

「バブル崩壊の影響は、発生・拡大時の影響に比べ、非対称的に大きい」との認識が不足
バブル崩壊による弊害：

①強気の期待の修正に伴う経済活動の低下

②資本設備価値の減価、供給能力の低下

③資産価格の下落により、借り手・貸し手の資産内容が悪化（不良資産・債権が増加）し、自己資本の減少を通じて、信用のアベイラビリティが低下

三つの過剰（雇用・設備・負債）からのバランスシート調整→合成の誤謬（ミクロの企業行動→マクロ経済への影響）

→経済の縮小均衡・長期停滞＝「ポスト・バブル不況」、「複合不況」、「失われた20年」

バブル崩壊（1990年～）後の日本経済の特徴：

- ①資産価格の大幅な下落と消費者物価のデフレ基調（デフレ・スパイラル？）
- ②長期に亘る実質経済成長の停滞
- ③マネーサプライの伸び率低下
- ④企業等の資産劣化と銀行等の金融機関の不良債権（回収困難・不能な債権）累増
景気悪化→企業等の信用不安・破綻、不動産の担保価値下落→不良債権問題→金融仲介機能低下（金融機関の損失増加→自己資本毀損→リスクテイク能力低下→クレジット・クランチ（貸渋り））→金融機関の破綻（バブル崩壊後の銀行等の破綻処理は182件）→金融危機（1997年：北海道拓殖銀行・山一証券等の破綻、1998年：日本長期信用銀行・日本債券信用銀行等の破綻→預金保険の発動、公的資金の投入等）→実体経済との負の増幅作用

7. 日本銀行にとっての教訓

（1）先行きを展望した（forward-looking）金融政策の重要性

バブルの拡大過程で、バブルであるかどうかの判断は困難（経済構造変化の可能性？）。弾けてみなければ分からない？

物価安定、金融システムの安定のための環境維持に力点を置いた金融政策運営が重要

（2）マクロ的なリスクの把握

- ①需給ギャップ
- ②マネーサプライ・信用量
- ③資産価格
- ④金融機関行動
- ⑤リスクの相互作用

（3）政策思想への働きかけ

中央銀行としての考え方の明確な説明が必要

（4）制度設計の重要性

金融規制・監督、法制、税制、会計等の制度設計に関する発言が重要

8. 米国発の世界金融危機

（1）米国の住宅バブルとサブプライムローン問題

米国でのIT（情報技術）バブルの崩壊（2000年）→同時多発テロ事件（2001年9月11日）→米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB=Federal Reserve Board）は、

金融緩和として、政策金利であるフェデラルファンド（FF）レートを、当時としては既往最低の1%まで引き下げ→住宅ローン（信用力の低い個人向けのサブプライムローンを含む）の伸長→米国全土で住宅価格が高騰（＝住宅バブル）→FRBは金融引締めへ転換（2004年6月～）、FFレートを5%台まで引き上げ→住宅ローン金利も上昇→米国全土で住宅価格（2006年夏頃がピーク）が下落（＝住宅バブル崩壊）→担保価格の下落により、モーゲージ・バンク（ノンバンク形態の住宅ローン会社）等の金融機関は、融資の審査を厳格化→サブプライムローンを中心に、焦付きや延滞などのデフォルト（債務不履行）が続出し、不良債権が累増（＝サブプライムローン問題）→担保・差押物件である中古住宅の供給増加により、住宅価格がさらに下落

（2）米国における証券化の発展

米国では、住宅ローン債権（モーゲージ）を対象資産として、当該債権からのキャッシュフローを加工・信用補完して、RMBS（モーゲージ担保証券）等の証券化商品を組成する、新しい金融技術である証券化（securitization）が発祥・発展（1970年代～）→住宅ローン債権以外の金銭債権（リース債権、オートローン債権等）を対象資産とするABS（資産担保証券）等に発展（1985年～）→欧州・日本等にも証券化が拡大

（3）サブプライムローン問題から世界金融危機へ

米国では、住宅ローン（サブプライムローンを含む）の過半がRMBSに証券化（一部はCDO（債務担保証券）に再証券化）。モーゲージ・バンクがオリジネーター（原資産保有者）の場合、証券化を前提に貸出を行う、OTD（originate to distribute）モデルが主流<図表2>→住宅バブル崩壊後のサブプライムローン問題により、格付機関は、同ローン関連の証券化商品（RMBS・CDO）を大量・大幅格下げ（2007年夏～）→同証券化商品の多くがデフォルト、または流通市場での投売りにより大幅に値下がり→同証券化商品に投資していた各国の投資家・金融機関に多大な損失→世界中の金融市場で、信用収縮（credit crunch）と質への逃避（flight to quality）が拡大、世界同時株安も発生→FRBの緊急避難的な金融緩和により、ドル安・円高も進行→証券化商品にアレンジャー（仕組みの組成業者）・投資家として関わった、全米第5位の投資銀行（証券会社）のベア・スターンズが実質破綻（2008年3月）→同第4位のリーマン・ブラザーズが破綻（2008年9月15日）（＝リーマン・ショック）→「100年に1度」の世界金融危機から世界同時不況に波及する、金融と実体経済との負の相乗作用が進行→米国自動車メーカーの「ビッグスリー」も経営不振に、クライスラーとゼネラル・モーターズが破綻（2009年4月・6月）

9. 日米のバブルと金融危機から得られる示唆

（1）日米のバブル経済の共通点

中央銀行による金融緩和の長期化→資産バブル発生・拡大→金融引締めへの転換→バブル崩壊→金融機関の不良債権の累増→金融危機の発生・深刻化→実体経済との負の相乗作用

(2) 日米のバブル経済の相違点

①日本

銀行中心の間接金融（預金・貸出）優位の金融システムの下で、資産バブル拡大・崩壊→不良債権問題と金融危機は、国内の銀行（等の間接金融仲介機関）部門内に集中
…銀行破綻や取付け（bank run）を伴う、古典的な金融危機

②米国

証券・資本市場（株式・債券市場等）を中心とする直接金融優位の金融システムの下で、基軸通貨の米ドル建ての金融商品（証券化商品を含む）を通じて、世界の余剰資金が米国に還流→住宅等のバブル拡大が増幅→バブル崩壊後、証券化商品（RMBS・CDO）のデフォルト・値下がりの影響が、短期間で世界中に波及→世界金融危機
…証券化がバブル拡大・崩壊を増幅し、流動性枯渇（liquidity run）から危機が進行する、証券・資本市場発の「21世紀型バブル・金融危機」

(3) バブルと金融危機への政策対応

①バブルの発生・拡大の事前防止

バブルかどうかは弾けてみなければ分からず、中央銀行の金融政策により、バブルの発生・拡大を事前に防止することは困難（FRB等）？

米国では現在、これまでのFRBによる量的金融緩和（QE）の効果もあり、緩やかな景気回復が持続→一部地域での住宅価格の上昇、サブプライム・オートローンの伸長など、再度のバブルの萌芽も？ QE終了後、FRBによる2度目の利上げが後ずれ

日本では現在、日本銀行による量的・質的金融緩和（QQE）の下でも、デフレ脱却は困難な一方、金利変動リスクや、不動産向け銀行貸出増加などに要注意

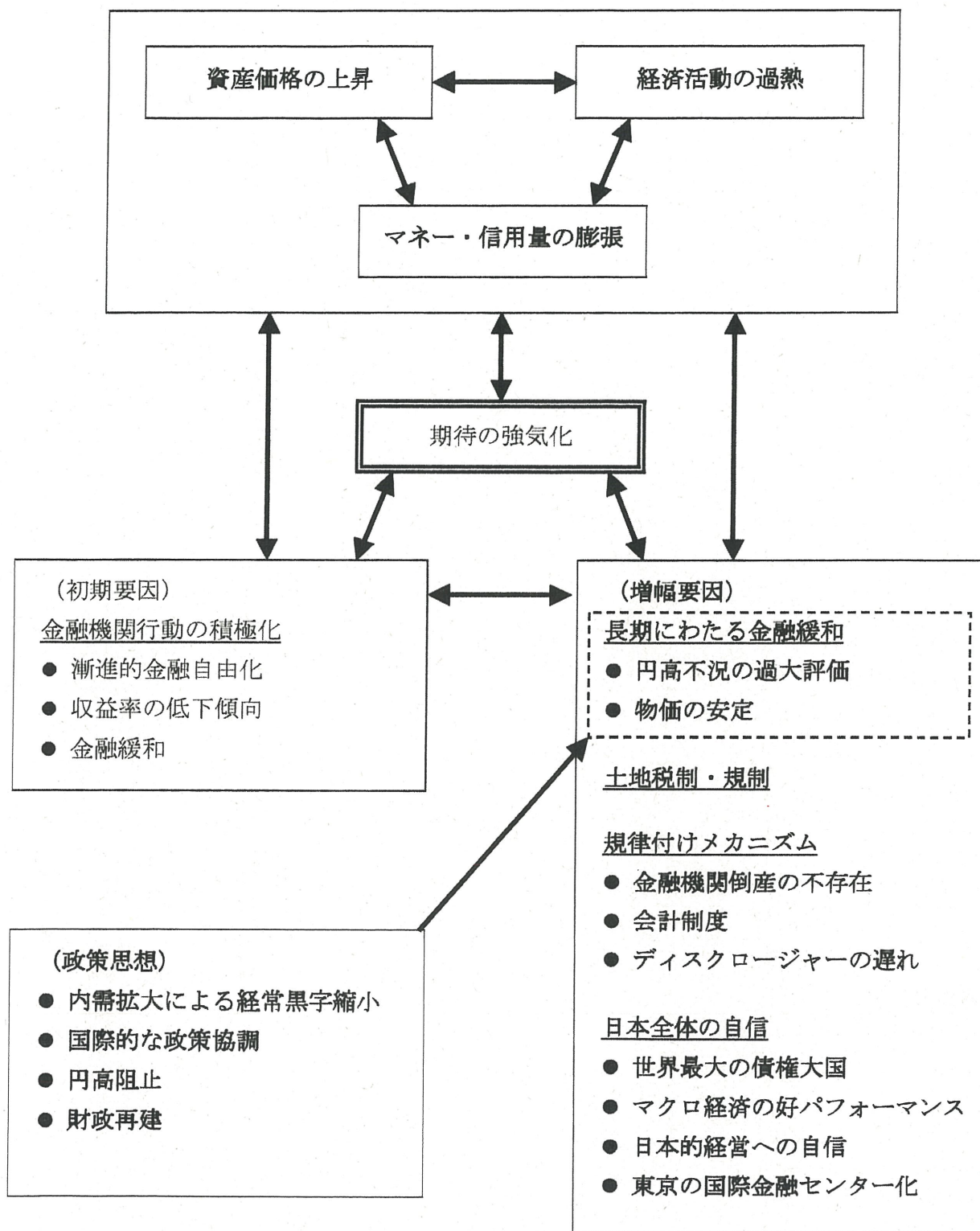
日本銀行は、金融活動指標等により、金融仲介活動に関わる過熱感の兆候を点検

②金融危機への事後対応

日本のバブル崩壊後、不良債権の抜本的処理等のプルーデンス（金融システムの安定化）政策が不十分なまま、伝統的金融政策（金利政策）を中心に、時間をかけて対応する、猶予政策（forbearance policy）には限界→銀行破綻時のセーフティネットである預金保険制度や、公的資金投入等を伴う破綻処理の枠組み（←住専問題）を整備→「金融再生プログラム」（2002年10月決定）の下で、大手行の不良債権問題がほぼ終了（～2004年度）→世界金融危機後、米欧等の政策当局・中央銀行は、非伝統的金融政策（QE等）や、プルーデンス政策を迅速に発動→国際的な政策協調の一方、一部に過剰な金融規制強化も？

<参考文献> 高橋正彦『証券化と債権譲渡ファイナンス』（NTT出版、2015年）

〈図表1〉日本のバブル経済の概念図

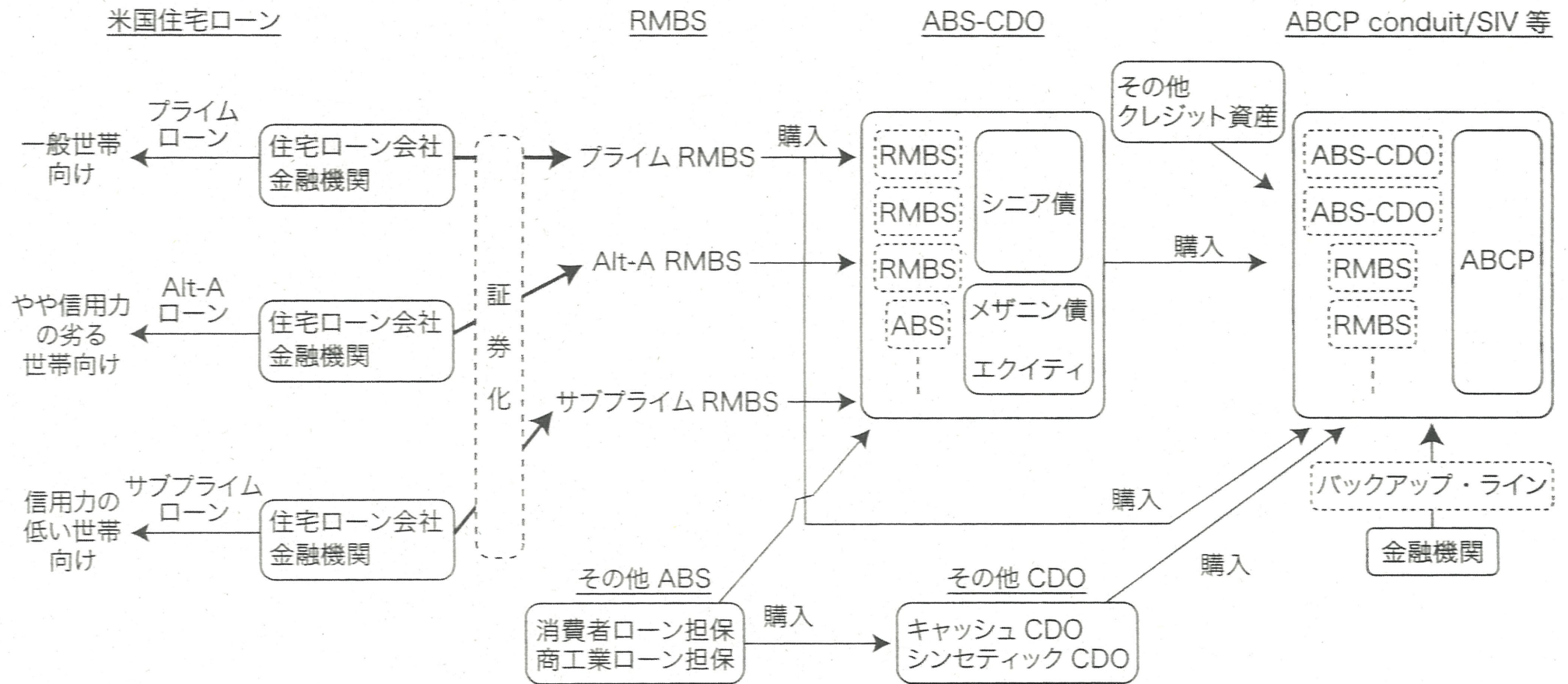


〈出典〉日本経済新聞社編『検証バブル 犯意なき過ち』

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)

翁邦雄・白塚重典「資産価格バブル、物価の安定と金融政策：日本の経験」(同上)

〈図表2〉 米国における住宅ローン証券化（民間ベース）の流れ



(出所) 日本銀行金融市場局『金融市場レポート——2007年後半の動き——』