

バブルの歴史の視点から見た新型肺炎ショック

歴史で読み解く世界の金融市場(4)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. 新型肺炎ショックで世界的に株価急落

新型コロナウイルスの影響で、今年に入って、世界の株式市場は急落している。世界の株式相場は、2009年3月を底にすでに11年間上昇を続けており、かつその上昇率もかなり高い。現在の株価水準はITバブルや住宅バブルをはるかに上回っており、バブルが崩壊

するおそれもある。そこで、世界のバブルとバブル崩壊の歴史を振り返り、今後の相場の見通しの示唆を得る。

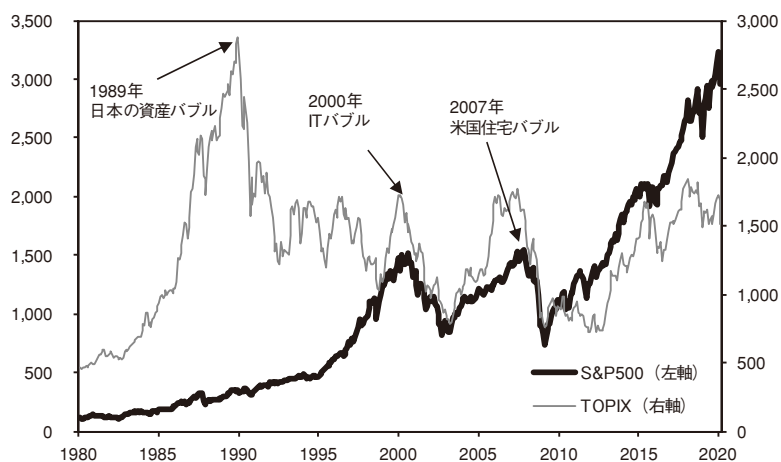
歴史的に、世界は多くのバブルとバブル崩壊を繰り返してきた。17世紀のオランダのチューリップバブル、18世紀の英国の南海バブル事件、1920年代の米国の「狂騒の20年代 (Roaring twenties)」(その後の大暴落、大恐慌、世界恐慌) など、バブルの歴史は長い。そして、戦後の世界と日本の代表的なバブル(あるいは、ブーム)として、1970年代日本列島改造ブーム、1980年代日本の資産バブル、1990年代ITバブル、2000年代米国住宅バブルがあった。

バブルとは、金融資産や不動産の価格が実質的な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1)。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

〈目 次〉

1. 新型肺炎ショックで世界的に株価急落
2. 日本のバブル発生と崩壊の過程
3. 名議長グリーンズパンと二つのバブル
4. 金融政策の失敗が米国住宅バブル崩壊を生んだ
5. FRBの独立性は明文化されていない
6. トランプ政権におけるFRBの金融政策

(図表1) 日米株価の推移



(出所) ブルームバーグ

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。景気過熱は、株式市場や不動産市場の過熱を生み、それが長続きするとバブルとなる。

バブルが発生する条件は、①好景気、②低インフレ、③低金利、が同時に揃うことである。一般に、好景気であれば、インフレ率と金利は上昇する。しかし、何らかの理由でインフレ率と金利が低い状態が続くと、好景気下の金余りが起こる。これが長期化するとバブルとなる。

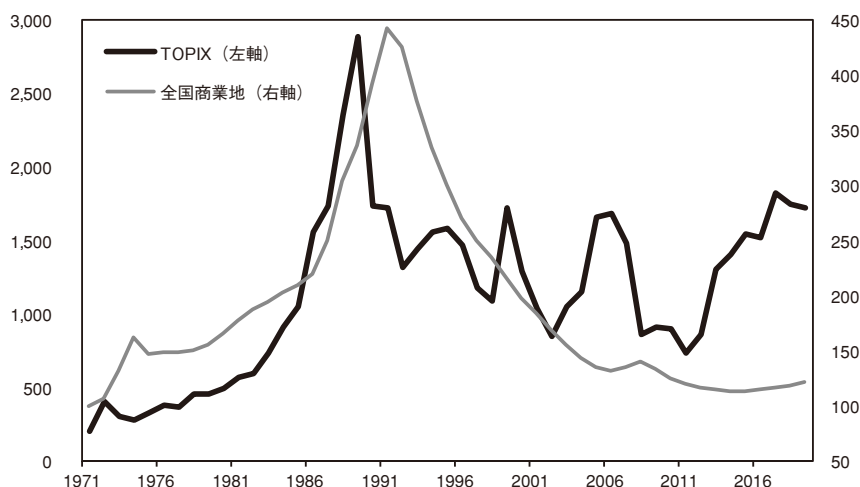
1990年の日本のバブル崩壊、2000年ITバブル崩壊、2008年リーマン・ショックは、金融市場が崩れた影響で実体経済が悪化した。そして、次回も、株価急落がきっかけとなって、世界の景気が悪化することは大いにありうる。

中央銀行は政治的な圧力を受けがちであ

り、さらに、雇用などの遅行指標にも留意が必要であるため、その政策発動が後手に回ることが少なくない。上述の3度のバブルの発生と崩壊時の共通点は、中央銀行は①過度に金融緩和する、②遅れて金融引き締めに向かう、③遅れたために過度に金融引き締めすることである。言い換えると、中央銀行の政策がバブルを生んだとも言える。

一般には、金融政策において中央銀行の独立性は重要とされる。しかし、以下に述べるように、過度な独立性は弊害を生むことがあり、政治による適切なチェックが必要な場合もある。そこで、以下、中央銀行の政策を軸に3度のバブルを検証し、それらから教訓を得る。

(図表 2) TOPIXと全国商業地公示地価の推移



(注) 全国商業地公示地価は、1971年を100として指数化。

(出所) 国土交通省、Astra Manager

2. 日本のバブル発生と崩壊の過程

日本のバブルは、1987年頃から始まり1990年にピークを迎えた。二つの大きな危機が発生し、それに対応して過度な金融緩和が実施された。

1985年のプラザ合意によって、円相場は1ドル240円台から1987年には120円台まで上昇した。そして、プラザ合意以降のドルの急落が収まった1987年に、世界的な株安であるブラックマンデーが起こった。ただし、日本では、その影響は一時的にすぎず、株価(TOPIX)は1987年に10.4%上昇した。

日銀は好景気であるにもかかわらず、歴史的なドル安、株安に対応して、金融緩和を長

期に実施した。日銀が利上げを実施したのは、バブルのピークの直前である1989年であった。これが、株式や不動産などのバブルを生んだ。

1989年末に、株価がピークを打ち、バブルが崩壊し始めた。その後、経済成長率の低下、株価下落、地価下落、インフレ率低下(デフレ突入)、不良債権の増加、企業業績の悪化と、日本経済はバブル崩壊の後遺症に苦しんだ。これらは全て複合的であり、負のスパイラルに陥った。

1989年12月17日に、三重野康が第26代日本銀行総裁に就任した。12月25日に公定歩合は3.75%から4.25%へ引き上げられ、この時点以降、金融政策は引き締めへと転じた。TOPIXの史上最高値は三重野総裁が就任した翌日の12月18日の2,884.8であった。そして、

TOPIXは1992年安値まで61.8%も下落した。

遅れて、不動産バブルも崩壊した。それまでは土地は値下がりしないという土地神話があったが、全国商業地公示地価は1991年のピークから2006年まで70.2%下落した。

日銀は、株価が39.8%下落した1990年に2度、計1.75ポイント公定歩合を引き上げた。つまり、バブル崩壊後にバブル退治をしていたのである。当初、三重野総裁は、バブル退治に成功した「平成の鬼平」として高く評価されたが、今から振り返れば、これが日本経済の長期低迷とデフレの始まりであった^(注2)。

■ 3. 名議長グリーンズパンと二つのバブル

アラン・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、歴代米国連邦準備制度理事会(FRB)議長の中でも、高い評価を得ている人物の一人である^(注3)。その任期は18年を超え、歴代2位である。

その手腕は、就任直後の1987年10月19日のブラックマンデーで大いに発揮された^(注4)。当日の米国株の代表的指数であるS&P500の下落率は20.5%であった。これが引き金となり、世界的に株価が急落した。これは、大恐慌、世界恐慌のきっかけとなった1929年のブラックサザデーの再来と言われた。

就任直後であったにもかかわらず、グリーンズパンの行動は迅速であった。直ちに流動

性を大量に供給し、FRBはFF金利誘導目標を7.25%から6.5%まで引き下げた。1988年以降、世界的に株価は回復し、危機を乗り切った。

ところが、そのグリーンズパンをもってしても、大きな判断ミスをいくつか犯した。グリーンズパンは在任中に、ITバブルと米国住宅バブルの二つのバブルの発生を経験した。

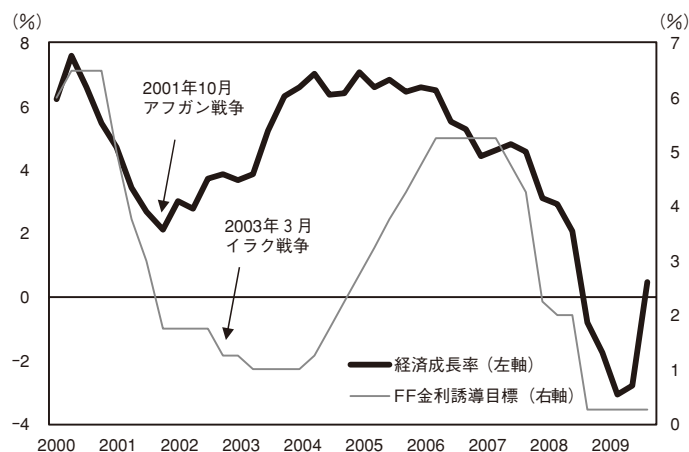
1990年代に、情報通信技術が発達し、インターネット、移動体通信、パーソナルコンピュータ(PC)が世界的に普及した。そして、1990年代後半には、米国を中心にITバブルが発生した。

この時期に、バブルを長期化させた要因が、高成長と低インフレの共存である。1990年に、冷戦が終結し、世界的に軍事負担が減少し、「平和の配当」が生じた。1990年代の米国の景気拡大期間は120ヵ月と史上最長であった。さらに、中国などから低廉な労働力が大量に供給された。また、アマゾンに代表されるEコマースなどの発達により、流通業のマージンが圧縮され、デシインフレが進んだ。

世界的にインフレ率が構造的に低下した結果、好景気下で、金利が低下した。こうしてバブル発生 of 3 条件が揃った。

1997年にアジア危機、1998年にロシア危機、LTCM危機(大手ヘッジファンドの経営危機)が立て続けに発生した。危機に対応して、主要国の中央銀行は大規模な金融緩和を実施した。1998年の米国の経済成長率は4.5%と

(図表 3) 2000年代の経済成長率（四半期、前年比）とFF金利（誘導目標）の推移



(出所) BEA、FRB

高水準であったが、FRBは3度、計0.75ポイント利下げを実施した。

つまり、FRBは本来であれば不要な利下げを実施したのであった。その結果、1999年にITバブルは加速した。

グリーンズパンは、1996年の講演で、米国株式市場の上昇に対し、「根拠なき熱狂 (irrational exuberance) が資産価格を不当に釣り上げている」とリスクを指摘した^(注5)。ところが、前述のように、1998年には3度も利下げを実施した。そして、実際にITバブルが崩壊したのは4年後のことであった。

2000年春以降、ITバブルは崩壊した。2000年エンロン事件、2001年米国同時多発テロ事件、アフガン戦争、2003年イラク戦争と多くの戦争、事件が発生し、株価下落期間は3年に亘った。

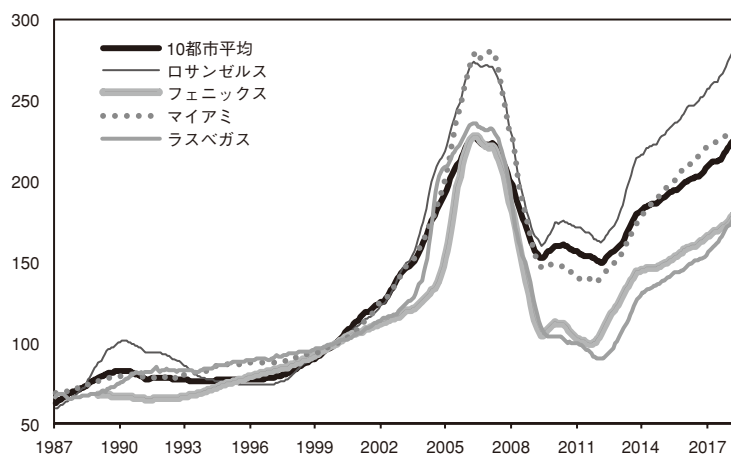
■ 4. 金融政策の失敗が米国住宅バブル崩壊を生んだ

ITバブル崩壊後の2002年にグリーンズパンは「バブルは崩壊して、初めてバブルとわかる」という名言を残した^(注6)。その言葉通り、グリーンズパンは米国住宅バブル発生が認識できなかった。

ITバブル崩壊後、米国の景気は2001年11月に底を打って回復に向かった。しかし、それ以降もFRBはFF金利を4度、計1.5ポイント引き下げた。最後に利下げしたのが景気の底打ちから1年7ヵ月後の2003年6月であり、当時史上最低のFF金利誘導目標1.0%を1年間継続した。

2004年の米国の経済成長率は3.8%と、2000年以降最高の水準まで上昇した。好景気

(図表 4) 米国主要都市の住宅価格指数の推移



(出所) S&P/Case-Shiller Home Price Indices

と低金利は必然的にバブルを生み、とりわけ、住宅価格が大きく上がり始めた。フロリダ州、カリフォルニア州、アリゾナ州、そしてラスベガスがあるネバダ州の住宅価格は、2001年から2006年までの5年間に約2倍になった(FHFA住宅価格指数)。

やがて、FRBが急速に金融引き締めを行った。2004年6月から2006年6月までの3年間に17度、計4.25ポイントもFF金利を引き上げた。2006年2月にベン・バーナンキが議長に就任したが、4ヵ月間に3度、計75ベース利上げを実施した。急激な金融引き締めにより、住宅バブルは崩壊した。

2007年には、サブプライムローン貸付機関の資金繰りが悪化し、破綻が相次いだ。2008年に、名門投資銀行リーマン・ブラザーズが経営破綻した。続いて、世界的な大手生命保険会社AIGも経営に行き詰った。世界の大手

投資家が米国のサブプライムローンの証券化商品に投資していたため、米国住宅バブル崩壊は、世界的な金融危機に発展していった。

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た^(注7)。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。

もちろん、リーマン・ショックはFRBだけの責任ではない。金融政策のみならず、ブルーデンス政策(金融システム安定化政策)の充実によって、総合的にバブル抑止策を実行することが可能となる^(注8)。しかし、これらは十分に整備されていなかった。こうした反省から、2010年代に、バーゼルⅢなどの銀行の自己資本規制や国際会計報告基準(IFRS)などの制度の整備、そして、金融安

定化理事会（FSB）などのプルーデンス監督組織の充実が実行された。

■ 5. FRBの独立性は明文化されていない

政治家と中央銀行の関係は難しい要素を多く含んでおり、歴史的に、中央銀行はしばしば政治からの強い介入を受けてきた。連邦準備法にはFRBの独立性は明示されていない。このため、戦前は、戦費調達のために、政府が金融緩和圧力をかけることが多くあった（注9）。世界の中央銀行の独立性の歴史は比較的新しく、1980年代以降のことである。

1979年に、第二次石油危機が発生し、米国のインフレ率は11.3%（年平均）に達した。そこで、カーター大統領がミラー議長を実質的に解任し、中央銀行業務の経験が長いポール・ボルカーをFRB議長に指名した。政治圧力をはねのけ、ボルカーは政策金利を10.6%から20.0%まで引き上げた。その結果、インフレ率はピークの14.8%（前年同月比、1980年3月）から大きく低下した。ボルカーは、二度に亘る石油危機に起因するハイパーインフレを収束させたとして、高い評価を得た（注10）。

この頃から、中央銀行の独立性の重要性が次第に認識され始めた。その後、ボルカー、グリーンズパン、バーナンキ、イエレンら優れた議長の功績により、高度な専門性を有する金融政策に関しては専門家に一任すること

が適切であるとの評価が概ね定着した。その結果、FRBの独立性は、成文法で明示することなく、慣習的に形成された（注11）。

こうしたFRBの実績の結果、FRBは政権交代による影響を受けにくい体制が出来上がっている。例えば、グリーンズパンは、共和党のロナルド・レーガン大統領が最初に任命したが、その後、共和党ジョージ・H・W・ブッシュ大統領、民主党ビル・クリントン大統領、そして最後は共和党ジョージ・W・ブッシュ大統領と4名の大統領に再任された。その前任のボルカーは、民主党のジミー・カーター大統領に任命され、その後、共和党レーガン大統領に再任された。

FRBは、政府内での独立性（independent within the government）を維持しうる制度となっている（注12）。しかし、決して、これは政府からの独立（independent from the government）ではない。FRBは、政府の経済・財政政策のフレームワークに沿う形で、独立して金融政策を実行できる。大統領は、特別な理由のある場合のみFRB理事を解職できるが、その実行は厳しく制限されているため、実態的に大統領からのFRBの独立性を支持する見解が有力である（注13）。

よって、政府の基本的な方針の枠内で、FRBは具体的な金融政策の実施を一任されていると解釈できる。FRBは、あくまで政府機関であるので、大統領をはじめとする政府と十分な意見交換、協議が必要である。また、議会などに対して十分な情報発信を行う

義務がある。

ちなみに、日銀法にも、日銀が独立しているとは明記されていない。主要先進国で政府からの独立性が明記されている中央銀行は、欧州中央銀行（ECB）のみである（EU機能条約130条）。

■ 6. トランプ政権におけるFRBの金融政策

前述のように、FRBの独立性は、議長が優秀であるからこそ形成されたものであり、実力で勝ち取ったものである。言い換えると、議長が優秀でない場合、成文法の規定がないだけに、厳しい政治的圧力がかかってくる。歴史を検証すると、歴代FRB議長は優秀であるものの、同時に多くの重大な判断ミスとしてきたことも事実である。

1980年以降の大統領とFRBの関係を大きく変えたのがトランプ大統領である。かつて、不動産王、あるいはカジノ王として知られたトランプ大統領は、米国破産法チャプターイレブン（債務免除条項）を過去4度申請して、借金弁済をした経験を持つ。その意味では、厳しい経験を通じて、現実のビジネスがよくわかっている。

トランプ大統領は、就任後、FRBパウエル議長に対して政策金利引き下げを要求してきた。2018年までは、パウエル議長はトランプ大統領の圧力に屈せず、就任後4度の利上げを実施した。しかし、米中貿易摩擦が激化

して、世界経済が減速する中での利上げは株価を急落させるきっかけとなった。さらに、2018年12月には、翌年に2度利上げする方針を示した。その結果、2018年の高値から安値まで、米国株は19.8%、日本株は25.9%下落した。

この時、トランプ大統領はパウエル議長を激しく非難し、議長解任を検討したとの報道まであった。ほどなく、パウエル議長は、市場とトランプ大統領の圧力に屈して、利上げ方針を撤回し、昨年3度の利下げを実施した。その結果、株価は大きく回復し、米国経済も回復し始めた。ビジネスの専門家であるトランプ大統領の判断が正しかったことは明らかである。

今後のリスクとして懸念されるのは、過度な金融緩和である。中央銀行が過度に金融緩和する原因の一つが、想定外の危機が発生することである。

例えば、1985年プラザ合意、1987年ブラックマンデーに対応して日銀が過度な金融緩和を実施し、日本のバブルを生んだ。同様に、1997年アジア危機、1998年LTCM危機時の金融緩和はITバブルを生む要因となった。2001年アフガン戦争、2003年イラク戦争があったからこそ、FRBが金融緩和を長期化し、これが米国住宅バブルを生む要因となった。今回は新型コロナウイルスの世界的な広がり、想定外のFRBの利下げにつながった。

理論的には、株価は将来の一株当たり利益を現在価値に割り引いたものの合計である。

新型コロナウイルスが、これまで世界の相場を牽引してきたテーマである情報通信や人工知能の長期的な発展に影響するとは考えられない。業績に対する影響が今期、来期のみにとどまると仮定すると、株価の本源的な価値は大きな変化はないはずである。

新型コロナウイルス騒動が沈静化しても、トランプ政権である限り、FRBの利上げは政治的にたいへん難しいものとなろう。とりわけ、2020年の米大統領選でトランプ大統領が再選された場合、その傾向が強まろう。よって、懸念すべきは、株価下落の長期化ではなく、過度な金融緩和実施によるバブル発生であるのかもしれない。

(注1) 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2) 金融・証券問題研究会編『平成の鬼平三重野康日銀総裁は日本経済を減ぼしたのか』（すばる書房新社、1992年）

(注3) Ray C. Fair, “A Comparison of Five Federal Reserve Chairmen : Was Greenspan the Best?”, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1577, March 2007

(注4) Ryan McKeon and Jeffery M. Netter, “What Caused the 1987 Stock Market Crash and Lessons for the 2008 Crash”, January 19, 2009

(注5) Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy

Research, Washington, D.C., FRB, December 5, 1996

(注6) 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7) 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8) Emmanuel Farhi and Jean Tirole, “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts”, NBER Working Paper No. 15138, July 2009

(注9) The Federal Reserve Bank of Richmond, “The 50th Anniversary of the Treasury – Federal Reserve Accord 1951 – 2001”

(注10) Marvin Goodfriend and Robert G. King, “The Incredible Volcker Disinflation”, NBER Working Paper Series, Vol. w11562, August 2005.

(注11) Speech by Chairman Ben S. Bernanke At the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan May 25, 2010, “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”

(注12) FRB, “The Federal Reserve System : Purposes and Functions”, October 2016 (Tenth edition), p. 9.

(注13) 公法的観点からみた中央銀行についての研究会「公法的観点からみた日本銀行の組織の法的性格と運営のあり方」（金融研究、2000年9月）

