

## 世界における資産バブルに対する政策対応の議論と日本への含意

内閣府 国際経済担当 参事官 茨木 秀行  
いばらぎ ひでゆき

本稿では、リーマンショックを契機とする世界金融危機に際して、主要先進国で議論されてきた資産バブルに対する政策対応の考え方について紹介するとともに、現在の日本における不動産など資産市場の状況に対する含意について論じる。具体的には、第1節では、世界金融危機の背景とそれを踏まえた資産バブルに対する欧米の政策対応について説明する。第2節では、世界金融危機と日本の1980年代のバブル経済との類似点について確認するとともに、こうした欧米及び日本のバブルの経験を踏まえて、現在の日本の資産市場の状況や政策対応について論じる。第3節では、第1節及び第2節の議論を整理するとともに、今後留意すべきポイントについて述べる。

### 第1節 2000年代末の世界金融危機の教訓

2007年に始まった世界金融危機を契機に、欧米の政府やG20などの国際的な協議の場では、資産バブルに対する政策対応のあり方が大きな議論になった。以下では、まず、今回の世界金融危機の背景について簡単に整理するとともに、バブルを予防するための政策対応についての議論を紹介する。

#### (1) 世界金融危機の背景

米国のサブプライム・ローンの破綻を発端とする世界金融危機の直接的な原因は、それに至るまでの期間において、アメリカ、スペイン、アイル

ランドなどにおいて住宅価格の大幅な上昇とそれに伴う信用の増加がみられたことである。こうした過度の信用創造の背景には、長期にわたる金融緩和の継続、経常収支不均衡を背景にした国際的な資本流入による過剰な信用創造、金融規制の不備や制度的な歪みがあった。

#### (長期にわたる金融緩和)

第一に、金融政策については、2000年代に入ってから、多くの先進国でインフレの低下と景気変動の縮小がみられる中で、世界的に低金利が続いていたことがある。米国では、2000年代初めのITバブル崩壊後のデフレ懸念から、政策金利が長期にわたり低い水準に保たれたほか、スペイン、アイルランドでは、ユーロ導入に伴い金融政策が欧州中央銀行(ECB)に一元化されたため、自国の景気過熱に対して金融面から引き締めが行えない状況にあった。こうした長期にわたる低金利の継続は、資産価格を上昇させ、それが担保価値の上昇を通じてさらに信用を拡大させるという増幅効果を持ったほか、中央銀行が低金利継続にコミットしたことにより、投資家は将来の金利変動リスクを心配することなく、リスクの高い投資を行うことが可能であった。

#### (国際的な資本流入による過剰信用)

第二に、過剰な信用創造は国際的な資本の流入によっても促された。スペインやアイルランドで

は、ユーロの導入によって国際金融市場へのアクセスが大幅に改善したことにより、国外からの資金流入が国内の信用増加と住宅価格上昇をもたらした。住宅ブームによる投資の増加が経常収支の赤字を拡大させた。米国でも、2000年代半の新興国や石油産油国の貯蓄増加による世界的な貯蓄過剰(Global saving glut)を背景に、新興国や産油国からの大規模な資本流入があったことに加え、欧州金融機関も格付けの高い米国の証券化商品等への投資を大幅に増やしていた。こうした海外からの資本流入が、不動産を担保とした証券市場の大幅な拡大を後押しし、資産価格上昇に貢献した可能性が指摘されている。

#### (金融規制・監督の不備や制度的な歪み)

第三に、金融規制・監督については、サブプライム・ローン関連証券のような特定の資産に対して多くの金融機関がエクスポージャーを持つことのリスクや、自己資本比率規制などが信用や資産価格の振幅を拡大する効果を持つリスクなどについては、危機以前においては十分な注意が払われていなかった。この背景には、「個々の金融機関が健全であれば、金融システム全体としても健全である」という従来の考え方に従って、マクロ的なリスクを十分に認識していなかったことがある。また、イノベーションによる金融取引の複雑化や金融のグローバル化によって、本源的なリスクの所在を把握することは極めて難しい状況だった。また、多くの国では、企業や家計が借入を行うことに対して、税制面での優遇を与えており、こうした制度的な要因も過大な債務の蓄積を促した面がある。

## (2) 世界金融危機を踏まえた政策対応の在り方

### (金融政策による対応)

今回の世界金融危機を踏まえると、短期的な物価上昇率の安定だけを注視するような金融政策運営のあり方には修正が必要であろう。物価の安定は、マクロ経済にとっても、金融システムの健全性にとっても重要な基礎だが、他方で、金融市場

が不安定化すれば、安定したインフレの達成は困難になる。こうしたことを考えれば、中央銀行は2~3年という短期的な将来だけでなく、やや長めの視野を持って資産価格や信用変動に伴うリスクを点検し、発生の確率は低くとも実現すれば大きな影響を持ち得るようなシステミック・リスクには常に注意を払うことが重要である。

一方、金融政策が、短期及び中長期の物価安定という目標を超えて、さらに資産価格のバブル防止や金融システムの安定を目指すべきか、そして、そのために政策金利操作を行うことが望ましいかどうかについては、大きな意見の対立がみられる。政策金利操作を中心にした金融政策も積極的にバブルの予防に用いる必要があるという立場からは、長期にわたる金融緩和の継続は、投資家のリスクテイクを助長しバブルの温床になりやすいため、予防的な金融引き締めは必要であるとの主張がある。また、金融市場で銀行のような規制部門が縮小していることを考えれば、通常の金融監督だけではバブルを予防するには不十分であることから、金融政策も用いるべきとの指摘もある。しかしながら、金融政策を通じてバブルを予防するためには、そもそもバブルの可能性をある程度の確率で識別する必要があるが、実際には、バブルの識別は大変難しい。IMFの研究でも、銀行貸出、経常収支、住宅投資等の指標を用いてバブルの予知が可能かを調べているが、これらの指標が警告を示した場合に実際にバブルが発生する確率は50%にとどまっており、バブルの予知は難しいと結論づけている(IMF(2009))<sup>1</sup>。

また、資産価格に対する政策効果という観点からも、政策金利の変更が特定の資産価格に与える影響は極めて限られたものであることを考慮する必要がある。したがって、バブルを予防するためには相当程度の金融引き締めが必要となり、そうになると景気を著しく悪化させる懸念も出てくる。こうしたことを考えると、金融政策運営にあつ

<sup>1</sup> IMF(2009), "Lessons For Monetary Policy From Asset Price Fluctuation", Chapter 3, World Economic Outlook, October 2009

ては、バブルの発生や崩壊によるマクロ経済や金融システムへの影響を考慮する必要はあるものの、政策金利をバブル予防のための中心的な手段として用いることは難しいと考えられる。

#### (金融規制・監督による対応)

バブルの予防に関して、金融政策の役割が限定的だとすると、資産市場や金融システムの安定に対して中心的な役割を果たすのは、金融規制・監督ということになる。とりわけ、今回の世界金融危機後には、マクロプルーデンス政策の観点から、金融システム全体に影響が及ぶような問題を引き起こす可能性があるリスクを抑制することを目的とした金融規制・監督の運用が重視されている。これは、従来のプルーデンス政策が、個々の金融機関の破たんを防ぎ、預金者や投資家を保護することを目的としていたのとは、大きく視点が異なる。金融システム全体に影響を及ぼすようなリスクとは、具体的には、多くの金融機関がサブプライム・ローンのような特定の金融資産に集中して融資している場合や、海外からの借入に大きく依存している場合などが該当する。また、銀行の自己資本比率規制も、好景気の時には貸出し先のリスクの過小評価により信用拡大を増幅し、不況期には逆に一層の信用縮小を促す傾向があることが指摘されており(プロシクリカリティ)、これも金融システム全体からみれば大きなリスクに含まれる。

マクロプルーデンス政策は、金融政策とは異なり、金融市場の特定のリスクに対してピンポイントで対応ができるというメリットがある。具体的な政策としては、不動産バブルを予防するための手段として、不動産融資の担保掛目に関する規制や所得に対する借入比率に上限を設定すること等が挙げられる。また、銀行の自己資本比率規制に伴うプロシクリカリティへの対応については、バーゼルⅢにおいて、総与信のGDP比の動向などを参考にして適切な自己資本のバッファを確保すること等が導入された。加えて、システム上重要な機関については、破たんした場合の金融システ

ム全体への影響や「大き過ぎて潰せない(too big to fail)」というモラルハザードの問題を考慮し、金融監督の強化や自己資本の上乗せといった措置がとられている。

マクロプルーデンス政策の運営にあたっては、多くの国で中央銀行と金融監督当局の連携が強化されているが、特に、金融システム監視における中央銀行の役割が大きくなる傾向がみられる。これは、マクロプルーデンス政策の運用には、マクロ経済情勢に関する情報分析と金融システムに関する情報の双方が必要であることを反映している。このように、金融政策とマクロプルーデンス政策を協調して運用することにより、物価安定と金融システムの安定という二つの政策目標への対応がより容易になり、金融政策運営の負担を軽減させることができると考えられている。他方、金融システム健全化のための規律の厳格化がマクロ経済に悪影響を及ぼす危険性があるために、場合によっては、マクロ経済への懸念から金融健全化措置が遅れるといったモラルハザードを生じさせる危険性も指摘されており、この点は注意が必要である。

#### (経常収支不均衡・国際資本移動に対する政策)

経常収支の不均衡や国際的な資本移動が国内の信用に与える影響を考えると、バブルへの包括的な対応のためには、国際的なレベルでの取組みが極めて重要な鍵を握っている。実際に、世界金融危機が発生した後には、G20など国際的な枠組みの中で、マクロプルーデンス政策、経常収支不均衡問題、国際資本移動等の重要な経済課題が議論されてきた。経常収支の不均衡自体はただちに問題とはならないが、資本流入の急激な反転などにより国内金融市場や資産市場の調整をもたらすリスクがあるほか、過大な資本流入が国内の信用供給を加速し、バブルにつながる危険性もある。経常収支不均衡の是正にあたっては、その原因に応じた各国別の取組みが必要であり、G20では、大幅な経常収支の不均衡が存在する国に対して個別の是正策が提言されている。金融のグローバル化

とそれに伴う国際資本移動の活発化は、メリットもある半面、特に新興国にとってはマクロ経済政策運営を困難なものにしている。資本流入の急増に対する政策対応としては、金融政策による対応よりも、マクロプルーデンス政策や財政政策の引き締めが有効である。国際資本移動を直接規制することについては、最後の手段としての必要性は認められるものの、抜け穴を防ぐなど執行上の実効性の問題があるほか、必要な資本の流入まで制約するリスクもあることを考慮する必要がある。

## 第2節 日本経済への含意

### (1) 世界金融危機と日本の1980年代バブルとの類似性

既に述べてきたように、今回の世界金融危機の発生は、①長期にわたる金融緩和の継続、②マクロ政策や経常収支不均衡を背景にした過剰な信用創造、③金融規制の不備や制度的な歪みを反映した不動産投資への過大なインセンティブ、といった大きく3つの要因が関与していた。こうした3つの要因は、日本がバブルを経験した1980年代後半から90年代初めについてもある程度当てはまる。

#### (1980年代の資産バブルの背景となった要因)

第一の金融政策については、1985年9月の「ブラザ合意」以降、急激な円高への対応から、公定歩合は86年から87年にかけて史上最低の2.5%まで漸次引き下げられ、その後も、1987年10月の「ブラック・マンデー」による米国の株式市場に対する懸念もあって、史上最低の公定歩合は89年5月まで据え置かれた。この間、物価上昇率が低位で安定していたことは、2000年代の欧米諸国の場合とも共通しており、この点も低金利政策が続いた背景の一つとなった。

第二の過剰な信用創造については、株式市場の活況によって企業は増資や転換社債等による資本市場からの資金調達を増やし、それを金融や不動産投資に充てるといった、いわゆる財テクが活発に行われた。また、不動産価格が継続して上昇し

ていたために、場合によっては、担保価値と同等あるいはそれ以上の借入れが可能となるケースもあるなど、無理な借入が行われた。この点は、2000年代の米国におけるサブプライム・ローン問題と似た状況があったと考えられる。

第三の金融規制や制度問題については、1980年代はちょうど金融自由化が急速に進展した時期であり、製造業大企業の銀行離れや、金融機関の資金調達コストの上昇を背景に、銀行は新たな収益機会を求めて不動産業への融資やノンバンクへの融資を拡大させた。こうした規制の緩いノンバンク経由での不動産融資が増加したことは、2000年代の米国において、SIV（ストラクチャード・インベンスメント・ビークル）など銀行本体の外にあるファンドを通じたリスク資産の拡大が行われた点と類似している。

### (2) 日本におけるバブルの可能性についての現状評価

今年の3月に国土交通省が発表した公示地価によると、全国平均では6年連続の下落であるものの、東京、大阪、名古屋の三大都市圏の平均では、住宅地、商業地ともに上昇に転じた。また、アベノミクスによる大胆な金融緩和、機動的な財政政策、投資を喚起する成長戦略の3本の矢により、物価もデフレ状況を脱しつつあり、株価も一時期と比べて回復するなど、日本経済全体として活性化しつつある。こうした動きが今後バブルにつながる可能性があるのかどうか、以下では、バブル発生に関連する3つの要因、つまり長期の金融緩和、過剰信用の発生、規制の歪みといった側面から、現在の日本の状況の評価してみよう。

#### (金融政策)

第一の金融政策の観点からは、現在、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続することにコミットしている。日本銀行の見通しによれば、消費税率引き上げの影響を除いたインフレ率が2%近くまで

上昇するには2015年度になってからであり、インフレ期待が2%程度で定着するまでさらに多少の時間がかかることも考慮すると、当面の間は金融緩和の状況が継続することが見込まれる。このように金融緩和継続が明らかに見通される状況では、よりリスクの高い投資が行われる危険があることには注意が必要である。ただし、そもそも量的・質的金融緩和政策自体、その政策効果として、国債のような安全資産から株やその他のリスク資産に投資家の資金が移動すること（ポートフォリオ・リバランス効果）を期待していることから、問題は、リスク資産の価格上昇がどの程度金融システム全体のリスクに悪影響を与えるかを点検する必要があるということだろう。日本銀行は、デフレから脱却し2%の物価上昇率を達成するという大きな金融政策の目標を持っており、そうした目標の達成を妨げずに、金融部門の不均衡の発生をいかに抑えるかという微妙なバランスが求められる。

#### （信用の状況）

第二の信用創造の程度については、マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗するなか、大幅に増加しており、前年比では5割台半ばの伸びになっている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、資金需要面からみても、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。こうした中、銀行の貸出残高の前年比は2%台半ばのプラスと増加に転じてきているが、今のところ、金融危機の影響が出る前の2008年の伸び率にはまだ達していない。家計の可処分所得に対する債務の比率は、2000年代初めの水準から30%以上低下して130%台にあり、国際的にみても、米国よりは若干高いものの、イギリス、カナダ、オーストラリア、北欧諸国等に比べれば低い水準にある。

#### （金融規制）

第三の金融規制等の制度要因については、日本でも、バーゼルⅢにより、新たな自己資本比率規

制やレバレッジ比率の規制、大手行を対象としたシステム上重要な金融機関（SIFI）に対する追加的な資本バッファの導入といった措置が導入されつつある。さらに、かつてと比べて金融監督当局による資産内容の審査が格段に精緻化されていることなどを踏まえると、バブル期のような無秩序な信用創造が行われる危険性は大きく低下している。既に述べたように、日本だけでなく世界的に、景気循環に伴う金融の増幅機能を抑制するとともに、システミックなリスクを遮断するような方向に新たな金融規制が導入されている。こうした意味では、世界的にみて金融機関がバブルを助長するような行動をとるインセンティブは大きく低下していると考えられる。ただし、規制の外にある投資機関等については、未だに十分な監視の枠組みが構築されたとは言えない点は注意が必要である。

#### （3）日本におけるこれまでの政策的対応

世界金融危機後には、多くの先進国でマクロプラードン政策を意識した金融市場の改革や規制の導入が行われた。日本では、90年代のバブル崩壊とその後の金融機関の破綻を受けて、1990年代末から2000年代初めにかけて、金融庁の創設など金融監督体制が強化されるとともに、金融機関の破たん等の危機対応のための枠組みが整備された。日本銀行についても、1997年の日本銀行法改正により、金融機関に対して、その業務・財政状況を立ち入り調査する「考査」の契約を締結することができるようになるなど、金融市場の監視機能が強化された。さらに、今回の世界金融危機を受けて、マクロプラードン政策の考え方も明示的に採り入れられようになっている。

#### （日本のマクロプラードン政策）

現在の金融市場の監督体制の下では、マクロプラードン政策は、金融庁と日本銀行がそれぞれの機能を活かしつつ協力して対応にあたっている。「日本銀行のマクロプラードン面での取組み」（日本銀行(2011)）という報告書では、具体的な

取組みとして、①金融システムの安定性に関する分析・評価（マクロのリスク評価）、②ミクロプルーデンスに基づく考査・モニタリングとの連携、③最後の貸し手としての流動性供給、④決済システムの運営とオーバーサイト、⑤金融政策運営における金融システム面の中長期的リスクの点検、といった点が挙げられている。このように、日本銀行は、マクロの観点も含めて金融システムの健全性の点検を行うとともに、緊急時には最後の貸し手として流動性供給を行うことができる。また、金融政策運営についてみれば、その第二の柱として、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因として、金融面の不均衡について点検することを明示している。

ただし、日本銀行と金融庁との間の情報共有、意思決定にさらなる連携が必要との指摘もある。具体的には、2012年に行われた日本に対するIMFの金融セクター評価プログラム(FSAP)においては、現時点で差し迫った問題ではないとしつつも、マクロプルーデンス政策の枠組みについて、規制機関の間でのより公式な形での協力の枠組みを構築することや、日本銀行と金融庁の情報交換をより強化することが有益であるとの指摘がなされている。

こうしたマクロプルーデンス政策の運用にあたっての中央銀行と金融監督当局との連携という観点からは、1990年代初めにおける「総量規制」の運用の教訓を生かす必要がある。総量規制とは、1990年に導入されたもので、金融機関の不動産向け融資残高を総貸出残高の伸び率以下に抑えることを大蔵省の局長通達により求めたものである。総量規制の導入はマクロプルーデンス政策と似た側面を持つように見えるが、その目的はあくまで地価の抑制であり、金融システム全体の健全性を主眼とするマクロプルーデンス政策とは発想が大きく異なるものであった。総量規制について詳しく分析した植村(2013)では、当時の総量規制の運用の問題点として、①総量規制がバブル崩壊と時期が重なっており、地価下落や景気悪化の動きを

増幅するプロシクリカルな政策であったこと、②バブル生成を抑えるカウンターシクリカルなものとするためには、首都圏での融資の増加と地価の上昇が顕著であった、87-88年頃に導入することが適当であったこと、③「内需拡大による対外不均衡是正」という当時の経済政策の目標が、総量規制や金融政策のタイミングに影響を与えたとすると、政策そのものの妥当性や政策割り当ての問題、また、その前提として政府・日銀を通じた十分な対話や認識の共有が図られていたのかが疑問である、といった点を指摘している<sup>2</sup>。

こうした点を現在の状況に当てはめると、マクロプルーデンス政策は予防的な措置としてバブル生成の早い段階で導入される必要があること、及び、デフレ脱却という大きなマクロ政策の目標とバブルの抑制という2つの政策目標の間でうまく政策割り当てを行う必要があることが示唆される。

### 第3節 まとめと留意点

第1節及び第2節においては、世界金融危機の背景とそれを踏まえた資産バブルに対する欧米の政策対応や、そうした欧米の経験と日本の1980年代のバブル経済との類似点について確認するとともに、現在の日本の現状や政策対応についてみてきた。これまでの日本や海外でのバブルの経験からすると、長期の金融緩和、過剰信用の発生、金融規制の歪みといった3点がバブルの発生と密接に関連しているが、日本の現状についてみれば、これらの観点からは大きな問題はみられていないと考えられる。しかし、今後についてみると、日本銀行にとっては、2%の物価安定目標と金融市場の安定という2つの課題をバランスさせつつ達成することは、大きな挑戦であることには違いない。特に、物価安定目標を達成するまでの間に、仮に金融市場の安定性をゆるがすようなリスクが生じ

<sup>2</sup> 植村修一(2012)「マクロプルーデンス政策の観点からみた1990年代の不動産向け融資の総量規制—クローンロジーと政策的含意—」RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-019、2012年11月

た場合には、マクロプルーデンス政策の枠組みをうまく活用して未然にリスクの顕在化を防ぐことができるかどうか鍵となる。

**(住宅価格の動向の国際比較)**

既に述べたように、日本では三大都市圏を中心に不動産価格が上昇に転じる動きがみられるが、国際的にみると、日本の住宅価格の動きは比較的落ち着いている。世界経済危機からの回復が進む中で、アメリカ、イギリスでは住宅価格が再び上昇に転じているほか、オーストラリアやカナダといったアングロサクソン系の国では中長期的な上昇傾向が続いている(表1参照)。また、住宅価格の水準がファンダメンタルズと比べて著しくかい離していないかをみるために、住宅価格と賃貸料との比率、住宅価格と所得との比率についてみると、日本では、1980年の水準を100とすると、どちらの指標も現在の水準は6割前後の水準にあり、バブル経済前よりも低い水準にある。したがって、総じてみれば、現在の不動産市場の状況は、かつてのバブル時の状況とはかなり異なっていると言えよう。

**(今後の留意点)**

ただし、今後のリスクについては、いくつか留意すべき点もある。現在では日本の不動産市場もグローバル化しつつあり、海外投資家の動向には注意する必要がある。例えば、Jリート市場においては、海外投資家は、投資口数の約3割を占めており、市場動向にも一定の影響を与える存在になっている。また、こうした直接的な影響だけでなく、海外投資家のリスク選好が弱まると、日本の株価の下落等を通じて不動産市況にも間接的な影響が出る可能性もある。海外投資家の動向に関する観点からは、2013年末から始まった米国FED(連邦準備制度)による資産購入額の縮小(テーパリング)に伴う海外投資家のリスクテイク行動の変化には注意が必要であろう。昨年5月に当時のバーナンキ議長が、今後のテーパリングの可能性に言及した後は、多くの新興国市場から資金の引上げの動きがみられるなど、世界の金融市場に動揺が生じたことは記憶に新しい。また、米国だけでなく、中国における不動産市場の動向やシャドウ・バンキング(理財商品等)の動向も、国際的な投資家のリスクテイク行動に大きく影響を与える可能性があり、留意する必要がある。

表1 住宅価格に関する国際比較

	2013年住宅価格の前年比上昇率(%)	住宅価格と賃貸料の比率(1980年=100)	住宅価格と所得の比率(1980年=100)
日本	-1.3	62	63
米国	6.5	104	90
英国	1.3	134	125
豪州	3.8	145	126
カナダ	1.5	167	131
ドイツ	4.6	91	83
OECD 平均	2.1	106	95

(出所) OECD エコノミック・アウトルック・データ