

## 問われるファンダメンタルズの正常化

慶應義塾大学 経済学部 教授 白塚 重典  
しらか しのり

日本経済は1980年代後半以降、資産価格バブルの発生・拡大と崩壊に伴い、非常に大きな景気変動を経験した。同様に、米国経済も2000年代前半から半ばにかけて、その後のグローバル金融危機の引き金となる住宅バブルを経験した。しかしながら、バブル崩壊後の影響が収束に向かった後の経済活動や資産価格の回復には大きな開きがみられた。日本でも昨年末に政策金利が30年ぶりに0.5%を超える水準に引き上げられ、ようやく金利のある世界が現実のものになっている。本稿では、こうした金利のある世界を展望して、日米のバブルの経験を踏まえ、先行きの資産価格の行方について考えるポイントを整理していきたい。

「バブル」という用語が意味する内容は論者により異なるが、本稿では、翁・白川・白塚(2000)の定義に従い、①資産価格の急激な上昇、②マネー・信用量の膨張、③経済活動の過熱という金融・経済変数に関する3つの兆候によって定義する。そして、バブルの中でも、資産価格の上昇が信用量の膨張によって後押しされる形で進む事象に注目し、この点を強調するために、資産価格・信用バブルという用語を使う<sup>1</sup>。

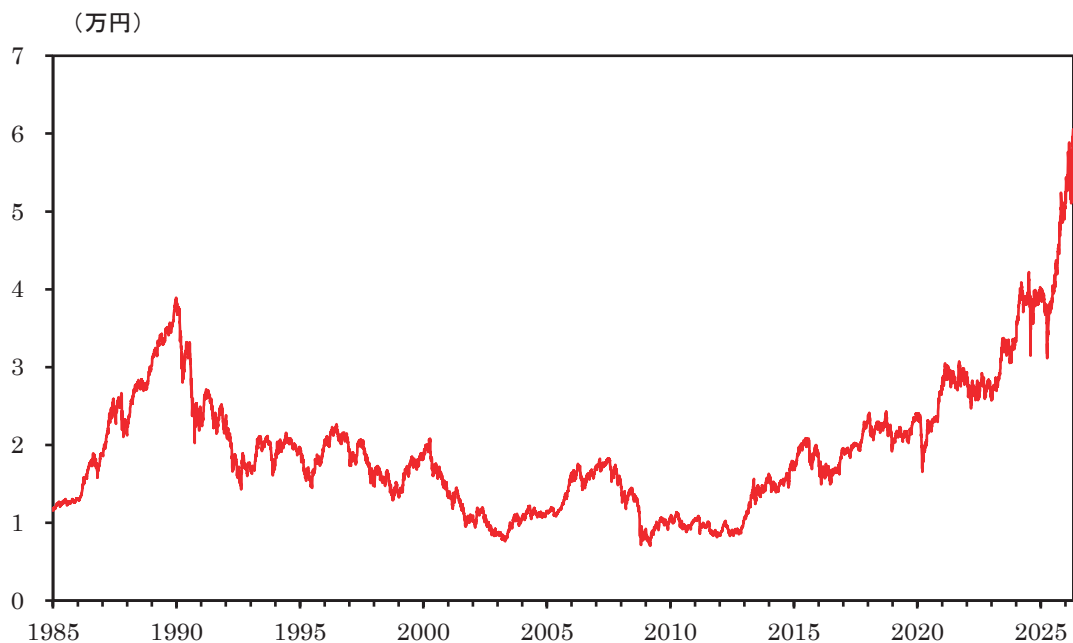
### 1. 日本の資産価格・信用バブルの経験

まず、わが国の資産価格・信用バブルの経験を簡単に振り返っておこう。わが国の株価は、1980年代半ばから急ピッチで上昇し、1989年末に当時の史上最高値である38,915円を記録した(図1 上段)。その後、終値ベースでは、2024年9月まで、実に25年近くもこの水準を超えることはなかった。また、地価も、大都市の商業地を中心に上昇し、株価にやや遅れて1990年から91年にかけてピークに達した(図1下段)。地価は、最近時点でもなお、1990年代初頭と比べて大幅に低い水準で推移している。

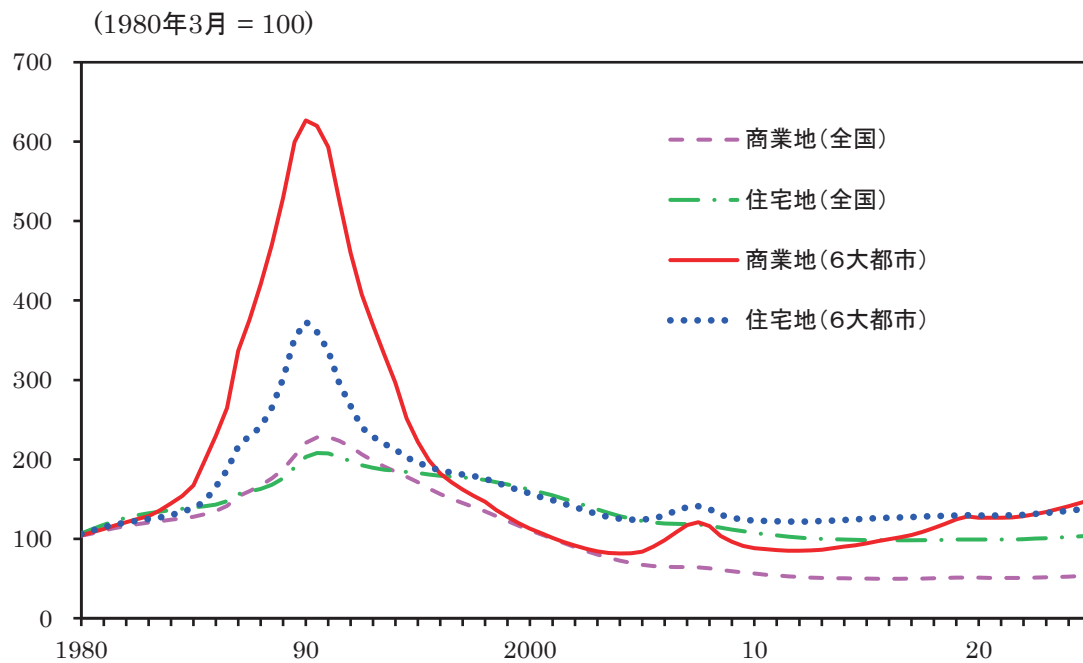
こうした1980年代後半の資産価格の上昇の背後では、経済全体として信用量が大きく膨張し、資産価格上昇を後押しした。信用量の水準を測る代表的な指標は、信用量=GDP比率であり、この比率は、1980年代初めの140%程度から1980年代末には200%を超える水準にまで上昇した(図2)。こうした信用量の膨張を伴う資産価格バブルでは、さまざまな金融変数の長期的なトレンドからの大幅かつ持続的な乖離として捉えられる金融面での不均衡(financial imbalances)が累増し、バブル崩壊後の経済的なコストが極めて大きなものとなる。

<sup>1</sup> Blinder (2010)は、こうした信用膨張に後押しされ、その崩壊後に経済全体に大きなマイナスの影響を及ぼすバブルを信用膨張型バブル(credit-fueled bubble)と呼んでいる。

(1) 株価（日経平均）



(2) 地価（市街地価格指数）



備考：株価は月末終値。  
資料：日本経済新聞社、日本不動産研究所。

図1：資産価格の動向



備考：信用量は、民間非金融部門に対する総与信供給量。  
資料：Bank for International Settlements。

図2：信用量=GDP比率

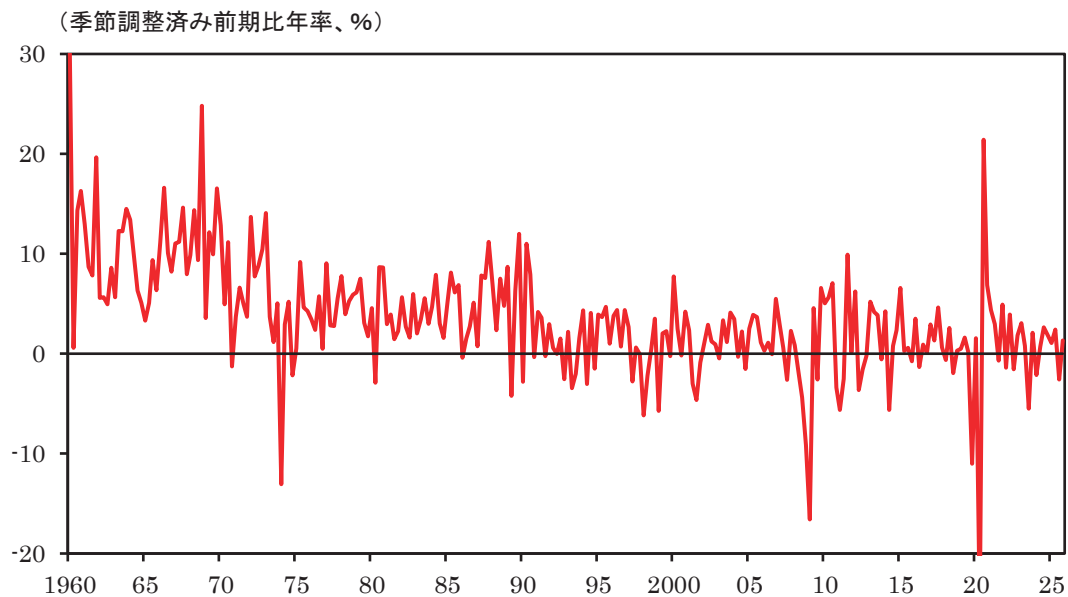
1980年代半ばから後半にかけては、図3下段に示したように、統計として表れる物価上昇率は比較的落ち着いていた。そうした中、金融政策は、プラザ合意後の円高による景気下押しの影響に対処するため、政策金利として中心的な位置付けにあった公定歩合を、当時としては史上最低水準の2.5%に、1987年2月から1989年5月までの長期にわたって据え置いた。このため、低金利が永続的に継続されるとの期待が醸成され、長期金利も低位安定し、将来に対する経済主体の期待を著しく強化させることにつながった（図4）。

当時を振り返ってみると、プラザ合意後の成長率低下は極めて限定的で、日本経済は円高に対する

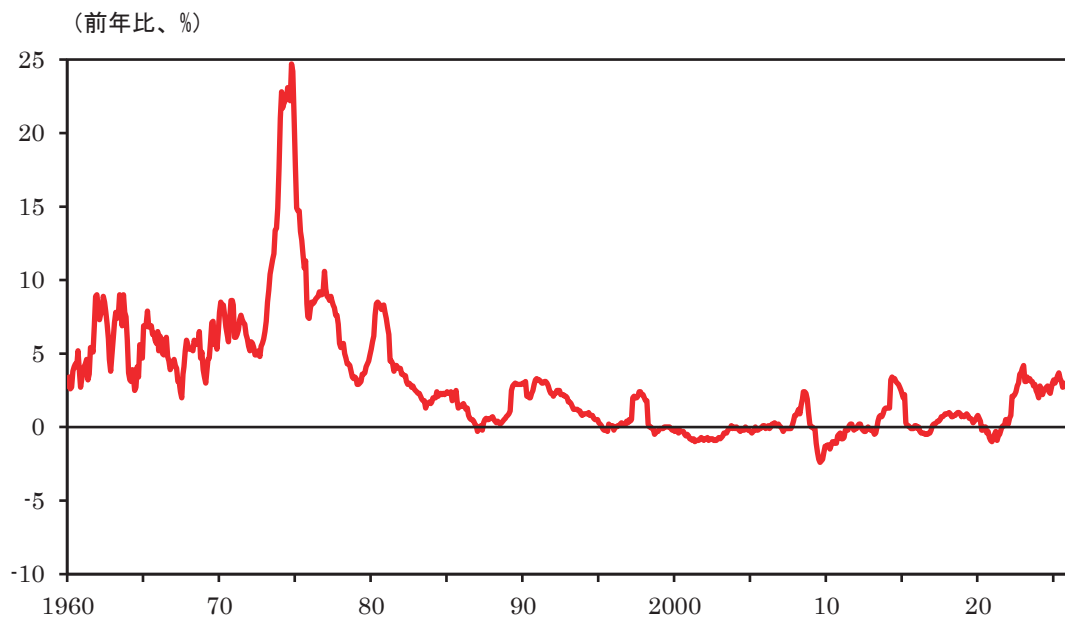
構造調整が比較的速やかに進展した（図3上段）。この点は、むしろ、日本的経営の成功（ジャパン・アズ・ナンバーワン）や世界最大の債権国化、そして日本経済の高いパフォーマンスなどから日本全体としての自信が強まり、人々の将来に対する期待が強化していくことにつながった。特に、日本の地価は下落しないという土地神話も強まった。こうした強化した期待が資産価格の上昇、景気の加熱、マネー・信用量の膨張という資産価格・信用バブルの3つの兆候の背後にあった。

ここで注意すべき点は、資産価格・信用バブルは、ユーフォリア的な現象であり、決して合理的バブルではないということである。合理的バブルは、

(1) 経済成長率



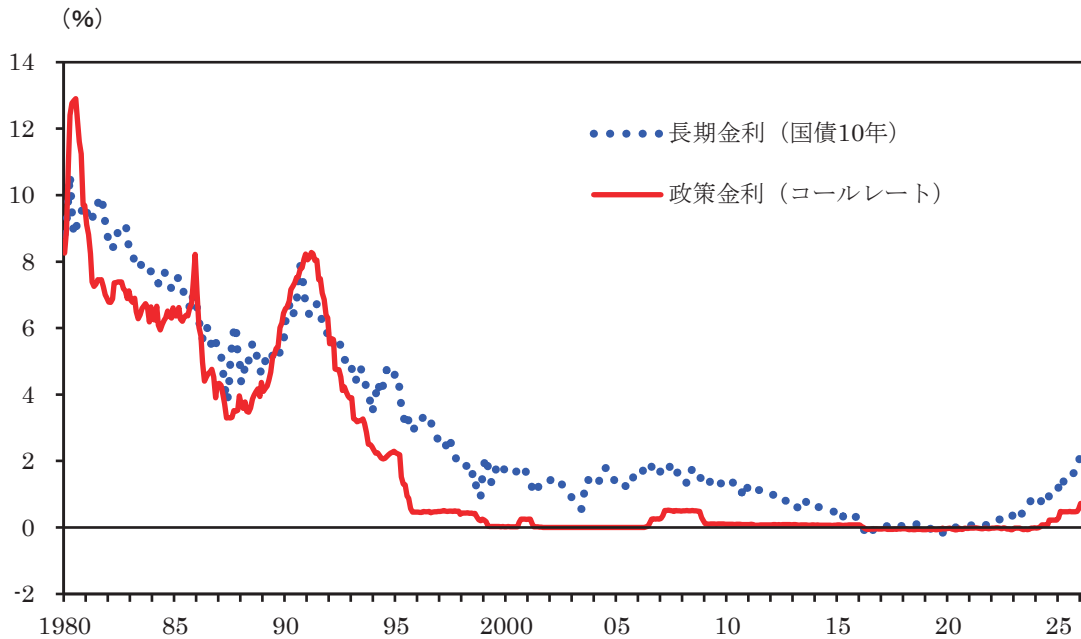
(2) 消費者物価上昇率（総合除く生鮮食品）



備考：経済成長率の欄外の時点は、2020/Q2の-25.9%。

資料：内閣府、総務省。

図3：日本の経済成長率・インフレ率



資料：日本銀行、財務省。

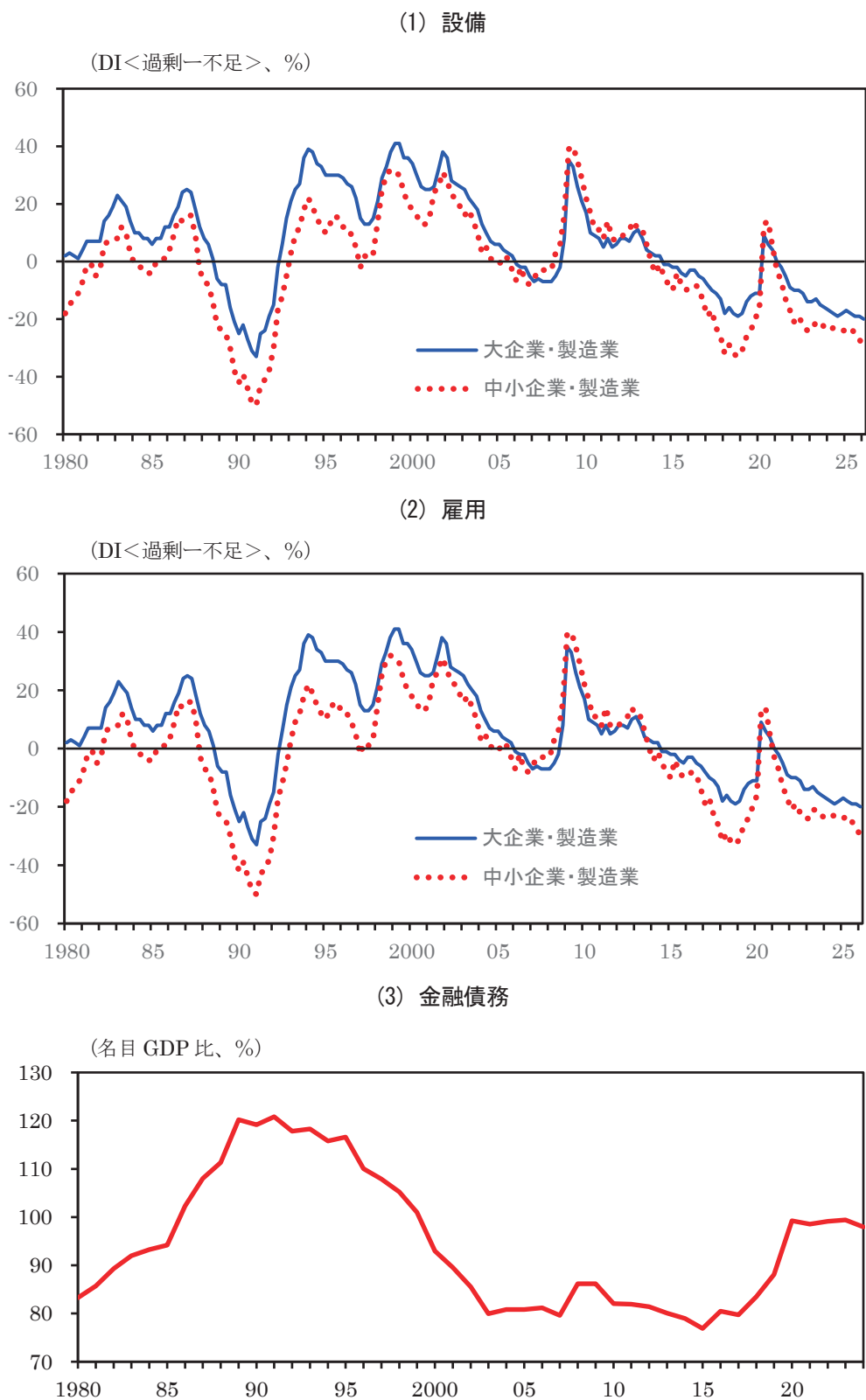
図4：日本の長短金利

経済主体が経済ファンダメンタルズを正確に認識し、かつ資産価格はバブル崩壊確率を織り込んで形成される。これに対し、ユーフォリアでは、将来の経済ファンダメンタルズについての行き過ぎた楽観的な期待が数年間にわたって続いた後、それが崩壊するというプロセスをたどる。

資産価格の上昇が合理的バブルによるものであれば、経済ファンダメンタルズに関する判断は影響を受けない。これに対し、ユーフォリアであれば、経済ファンダメンタルズが上方シフトしたという認識を必ず伴う。こうした合理的バブルとユーフォリアの違いは、資産価格上昇を評価していくうえで決定的に重要なポイントとなる。バブルを支えていた極めて強化した期待が修正されな

いまま持続した場合、バブルの拡大と崩壊はより深刻なものとなり、実体経済に対して直接的、あるいは金融システムを通じて間接的に大きな損失をもたらすことになる。

日本経済における行き過ぎた楽観と確信度の強まりは、企業部門において、生産設備、雇用、負債という「3つの過剰」の蓄積につながった(図5)。資産価格・信用バブルの崩壊後、こうした「過剰」の調整は、長期にわたり、失われた20年、30年とよばれる長期停滞という、極めて大きなコストをもたらすものとなった(図3 上段)。事後的にみれば、日本のバブル期において、地価の変動は、金融部門、非金融企業部門に共通する重要なリスク・ファクターとなっていたと考えられる。



資料：日本銀行、内閣府。

図5：3つの過剰

わが国のデフレは、1990年代初頭における資産価格バブル崩壊の帰結としての側面を持っていることは否定できない。しかし、その負の遺産ともいふべき不良債権問題やその背後にあった企業の3つの過剰（生産設備、雇用、債務）の解決に長期の時間を要した結果、需要・供給両面の要因の相互作用によって、景気循環の増幅にとどまらない、構造的・継続的な影響がもたらされた。これは、バブル崩壊に伴うマイナスのショックが、設備投資や新規雇用の継続的な落込みを通じて経済の成長トレンドを下方屈折させるという履歴効果と呼ばれるメカニズムが大きかったと考えられる。

## 2. 米国住宅バブルの経験

米国におけるサブプライム住宅ローン問題の源泉となった住宅バブルも、日本の1980年代後半の資産価格バブル同様、典型的な資産価格・信用バブルであった。米国の住宅価格の推移をみると（図6）、10大都市を中心として、1990年代末から2000年代半にかけて急ピッチで上昇していることがわかる。同時に、信用量=GDP比率も（図7）、1990年代後半から2000年代半にかけて120%程度から170%程度まで上昇している<sup>2</sup>。

この時期の米国経済は、「大いなる安定(Great Moderation)」と呼ばれる経済繁栄の時期を迎えていた。大いなる安定という名称は、1990年代半ばから2000年代初頭にかけて、産出量とインフレに代表されるマクロ経済指標のボラティリティが、大幅に低下したことから名づけられた。特に図8に示したように、インフレ率は、水準の低下とともに、変動も極めて小幅化していることが確認できる。

こうしたマクロ経済指標の安定化について、2004年の講演で、当時FRB理事であったバーナンキ（のちにFRB議長）は、構造変化、マクロ経済政策運

営の向上、幸運の3つの仮説を提示した（Bernanke, 2004）。

3つの仮説について若干敷衍すると、まず、構造変化は、経済制度、技術、ビジネス慣行など、経済の構造的な特徴がマクロ経済へのショックをよりうまく吸収できるようになったことに注目する。たとえば、企業の在庫管理技術の進歩、金融市場の高度化と厚みの増大、さまざまな産業での規制緩和などが指摘される。次に、マクロ経済政策運営の向上については、金融政策によって物価安定が実現されたことが強調される。最後に、幸運という仮説では、経済に生じたショックが小さく、かつ頻度も低下したことに起因していると考えられる。

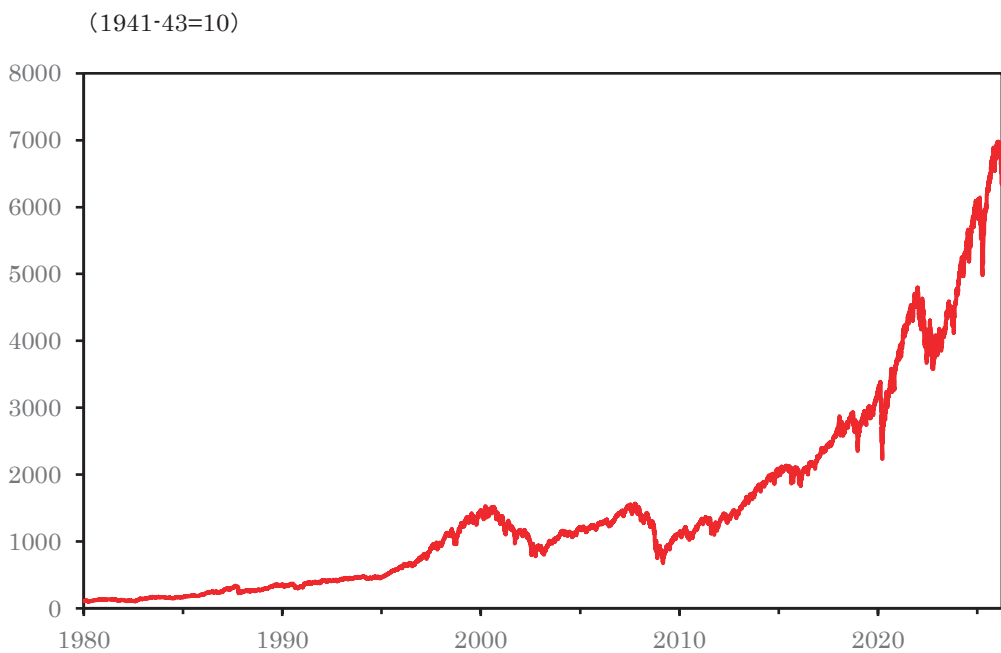
さらに、これらの3つの要因は、お互いに関連している可能性も高い。特に、物価安定がもたらされた結果、相対価格や実質金利の変動の観察が容易化し、経済主体の動学的な意思決定もより安定的かつ継続的な方向に変化したと考えられる。これにより、外的なショックに対する産出量やインフレの反応もより安定化した可能性が考えられる。

こうしたマクロ経済の安定化の中で、金利変動も安定化し、特に、2004年から06年にかけての金融引締め局面では、FF金利が漸進的に引き上げられる中、長期金利は極めて安定的に推移した（図9）。こうした状況を当時、FRB議長であったグリーンズパンは、「謎(conundrum)」と呼んだ（Greenspan, 2005）。その背景について、バーナンキは「世界的な貯蓄余剰(global saving glut)」という表現で、世界的な資金余剰から低金利が継続するとの予想が広範化しているとした（Bernanke, 2005）。

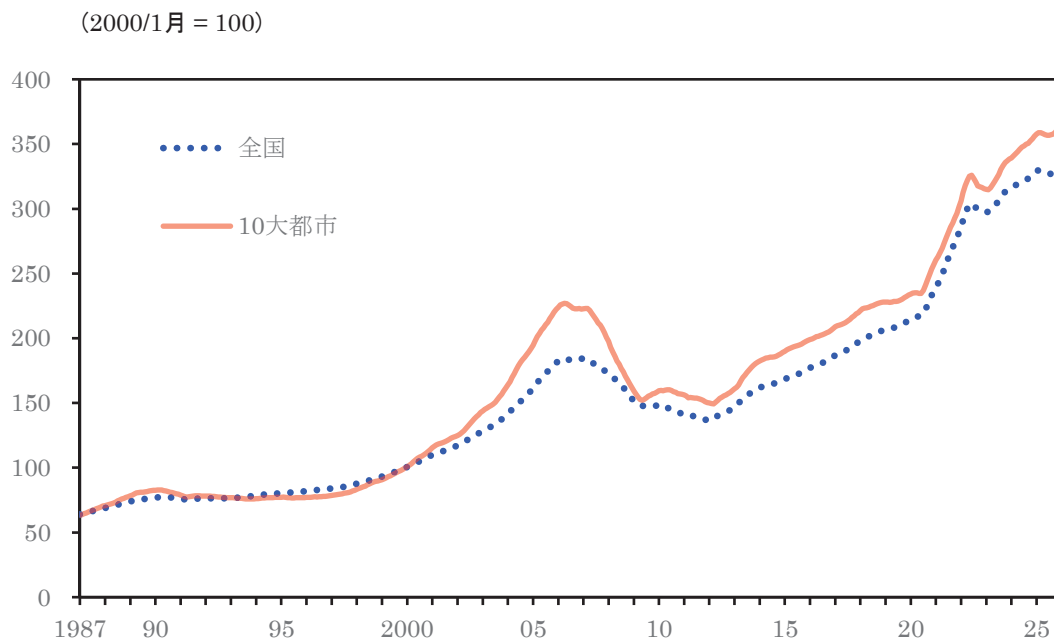
しかしながら、米国においては、こうした低金利環境のもとで、グローバル金融危機の引き金となる住宅バブルが膨張しつつあったことは見過ごされていた。わが国の1980年代後半以降の資産価格バブルの経験と同様、低インフレ・低金利環境のもとで、良好な経済パフォーマンスが継続し、政策当局者も含め、人々が先行きに対して非常に強気かつ楽観的になっていった。こうした中、家計部門への信用供与が大きく増加し、バブルを大きく膨張させ、その崩壊が極めて大きな経済的コス

<sup>2</sup> 米国の信用量=GDP比率は、1980年代にも大きく上昇している。この時期には、やはりS&L(Saving and Loan Corporation)問題と呼ばれる不動産関連融資が膨らみ、1990年代にこれが不良債権化し、その処理が大きな問題となった。

(1) 株価

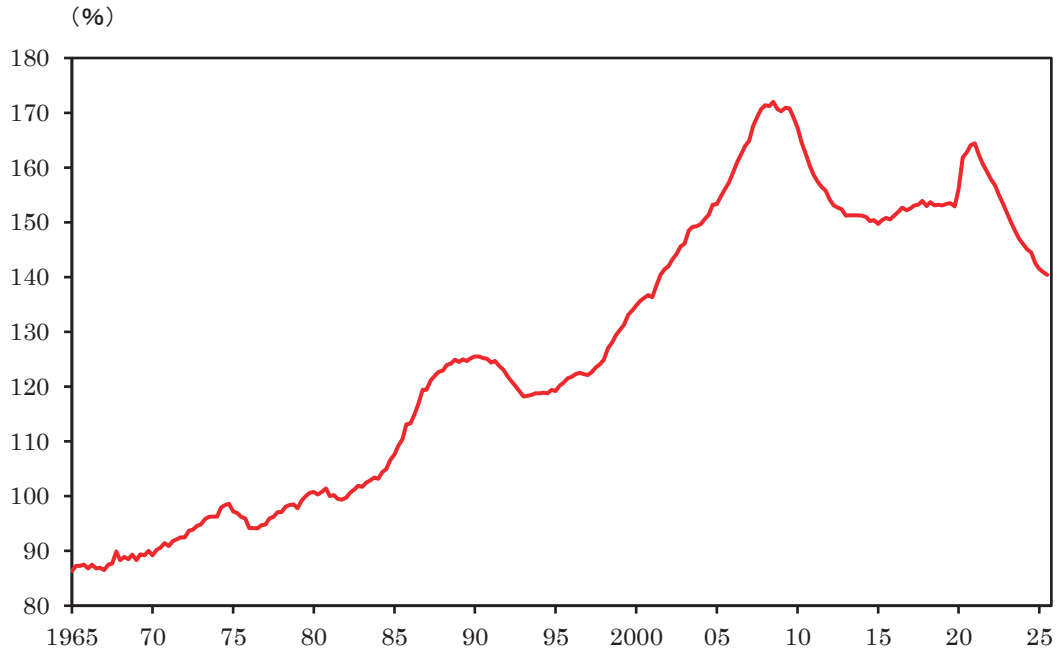


(2) 住宅価格



備考：株価は S&P500、住宅価格は S&P Cotality Case-Shiller Home Price Indices。  
 資料：S&P Global。

図6：米国の資産価格の動向



備考：信用量は、民間非金融部門に対する総与信供給量。

資料：Bank for International Settlements。

図7：信用量=GDP比率（米国）

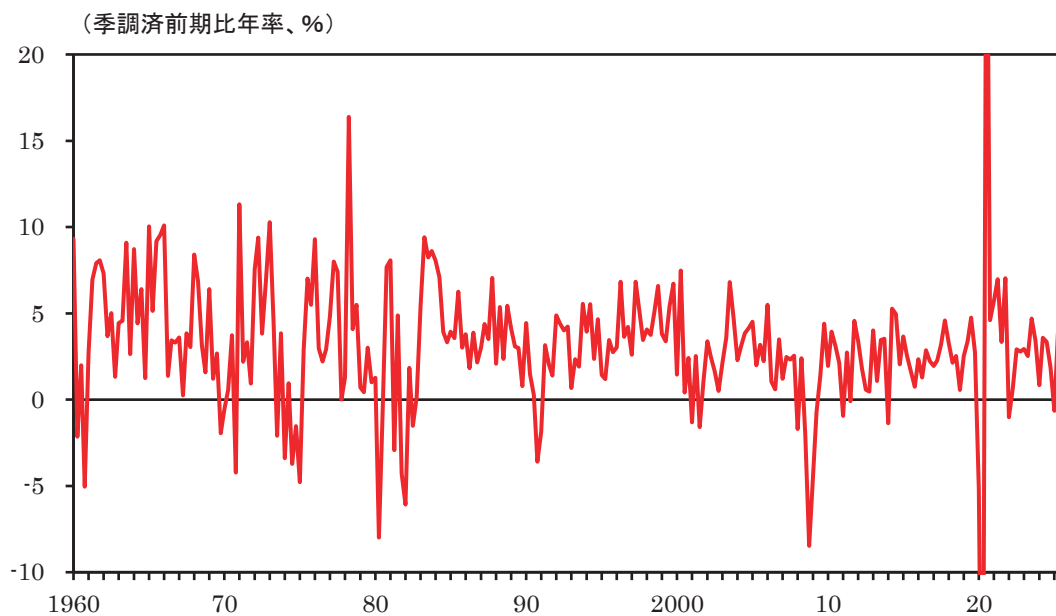
トをもたらしたといえる。

グローバル金融危機以前においては、特に米国のような市場型金融システムにおいては、金融機関同士だけでなく、より広範な経済主体に対してリスク分散が可能と考えられてきた。つまり、金融システムは、金融市場を経由することで、資金とリスクの分配をより効率的に行うことができるというのが支配的な考え方であった。しかしながら、現実には、金融機関から最終投資家にリスクを移転する過程に、信用量やレバレッジの膨張、期間ミスマッチの増大といった形でリスクを増幅するメカニズムが組み込まれていたことになる。

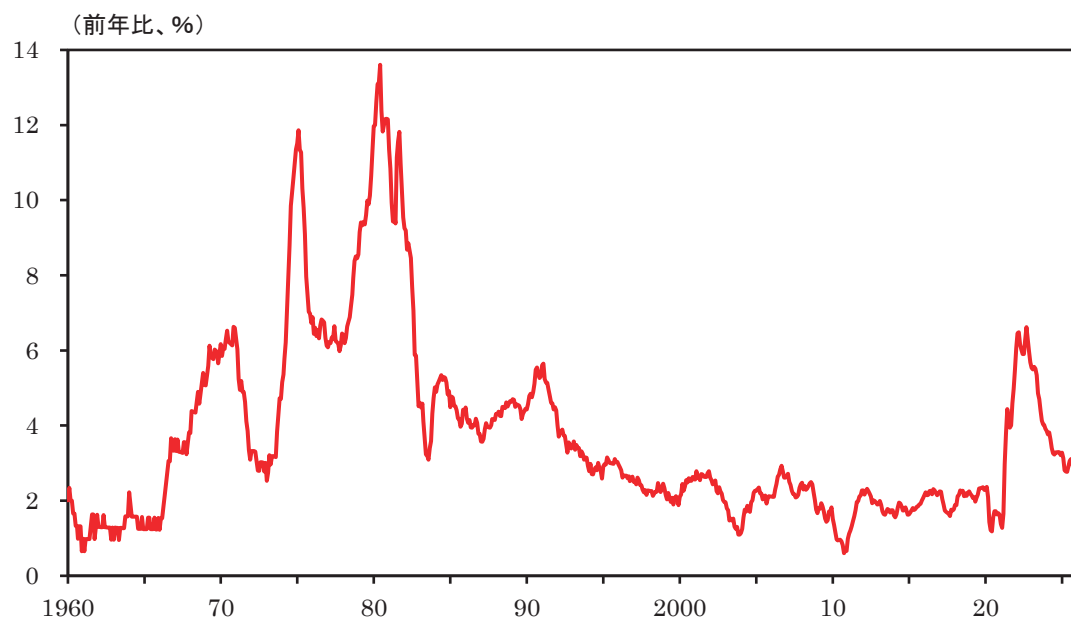
米国における住宅ローンに関連する証券化商品ビジネスは、一般に、「組成・転売型ビジネス」

の典型的な事例と考えられてきた（図10）。このビジネスモデルのもとで金融機関は、住宅ローンをプールしたうえで証券化商品に変換することで、住宅ローンに付随する信用リスクや流動性リスクを自らのバランスシートから切り離し、さまざまな金融機関や投資家に移転させることになる。そうした過程の中で、金融機関は、住宅ローンを複数回にわたって組み換え、シニア、メザニン、エクイティといったトランシェを組成し、複雑な証券化商品を作り出していた。同時に、そうした金融機関は、コンデュイットやSIV (structural investment vehicle) といったオフバランスシート投資ビークルを通じて、期間ミスマッチとレバレッジを造成する投資戦略を拡大させていった。

(1) 経済成長率



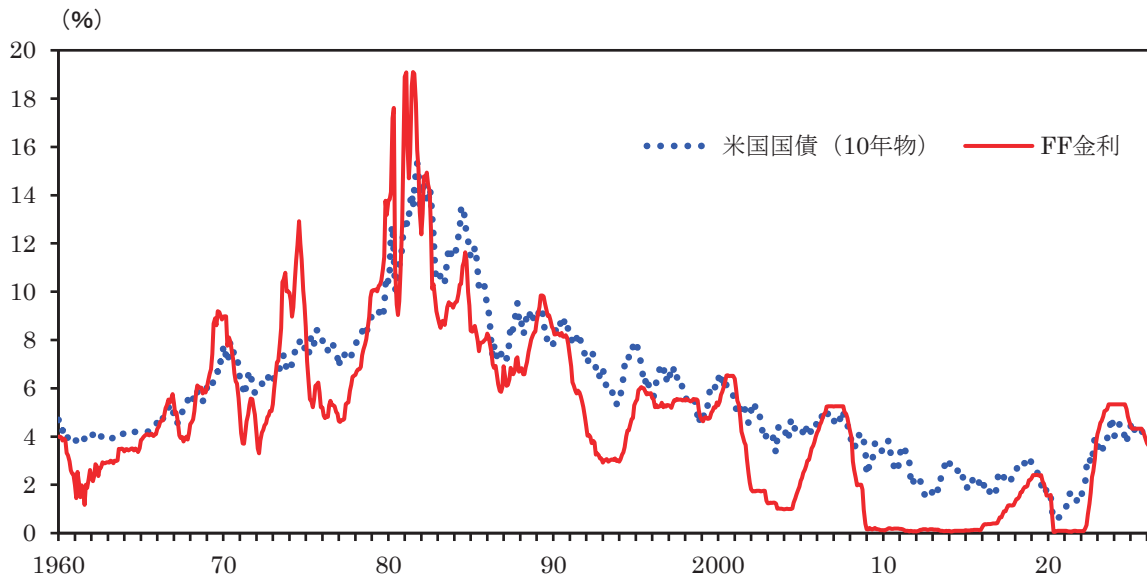
(2) 消費者物価上昇率（総合除く食料・エネルギー）



備考：経済成長率の欄外の時点は、2020/Q2が-28.0%、2020/Q3が34.9%。

資料：US Bureau of Economic Analysis、US Bureau of Labor Statistics。

図8：米国の経済成長率・インフレ率の推移



資料 : Board of Governors of the Federal Reserve System。

図9 : 米国の長短金利

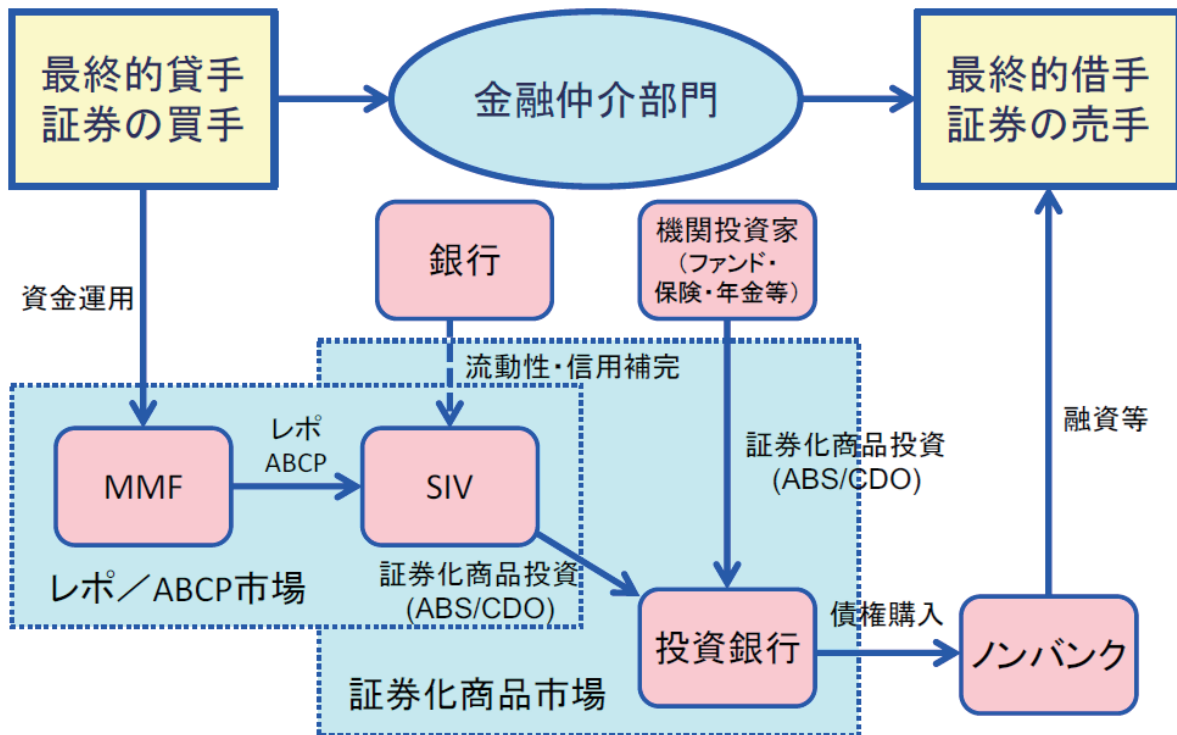


図10 : 組成・転売型ビジネス

こうした観察事実は、米国のような市場型金融仲介システムにおいても、多様な種類の金融機関によるネットワークが、貸手と借手をつなぐうえで極めて重要な役割を担っていることを示している。このため、そうしたネットワークは、しばしば「シャドバンキングシステム」と呼ばれることになる。さらに、シャドバンキングシステムは、金融機関から投資家にリスクを移転させる過程で、信用量やレバレッジの膨張、期間ミスマッチの拡大など、リスクを増幅させるメカニズムを内包していたが、そうしたリスクは、組成・転売型ビジネスを通じて、金融システムからすべてを切り離すことができる訳ではないことを示している。

ただし、若干注意を要するのは、市場型金融仲介システムと言っても、必ずしも情報の透明性が高いということではない点である。米国の証券化商品の取引は、高度に加工・カスタマイズされた金融商品が相対で取引されていた。市場型とは言っても、株式市場や債券市場で、標準化された金融商品が取引されることで、金融仲介活動が進められている訳ではない。結果として、リスクがどのように移転され、最終的に配分されていたのかが極めて捉えづらくなっていた。

### 3. 日米の資産価格・信用バブルの経験の含意

ここまで検討してきた日米の資産価格・信用バブルの経験からは、金融システムの違いによらず、物価安定のもとで、低金利環境が長期化し、資産価格の上昇を信用量の膨張が後押ししていた。そして、こうした信用量の膨張に後押しされたバブルは、その崩壊後に大きなコストをもたらす金融面での不均衡を累増させることになった。さらに、こうしたバブル拡大の背後では、経済の先行きに関する過度な楽観が強まっていたことも共通している。

しかしながら、バブル崩壊の影響が収束した後のマクロ経済のパフォーマンスには大きな開きがある（前出図1、図6、を参照）。また、バブル崩壊後は、日米ともに信用量の膨張は観察されないなか、資産価格の動向も極めて対症的なものとなっ

ている（図3、図8を参照）。米国では、グローバル金融危機後、コロナ禍での下落局面もみられたが、株価、住宅価格ともに着実な上昇トレンドを辿っている。これに対し、日本では、株価、地価ともに長期にわたり低迷し、株価は2024年9月になってようやく、バブル期のピークであった1989年末の水準を35年近くの時間を要して超えている。また、地価については、最近では、大都市圏の商業地を中心に上昇基調にあるが、なお水準としては、バブル期の水準を大きく下回っている。

こうした日米の資産価格の違いは、きわめて当然のことではあるが、経済ファンダメンタルズの違いに帰着する。日本において、金利が長期にわたってゼロであった金利のない世界は、恒常的な低体温症の状態にあった。これは、単に金利がゼロであったというだけではない。低インフレと低成長も共存する凍りついた経済であった。金利がずっとゼロの世界は、金利が低くても、前向きな経済活動のためにお金を借りるインセンティブが欠如していた。

借りる方の立場からみると、もちろん金利は低い方がよい。しかし、金利のある世界は、前向きな経済活動が動き出していることの裏返しでもある。金利は物価とともに経済の体温計と言われる。経済の活動が活発になっていくと、金利や物価は自然と上昇していく。

金利のある世界では、再び、凍りついた金利のない世界に立ち戻らないよう、力強い経済を取り戻すことが急務である。この過程では、民間主導での生産性向上・経済成長を実現させていく必要がある。低金利だからと漫然と資金を手元に置いておくのではなく、金利というコストを支払ってでも、それを上回る利益を生む事業へ資金を投じることができるかが問われる時代になる。

そして同時に、分配面から経済主体の前向きな行動を支えていくメカニズムを定着させていくこともポイントになる。パイを大きくすると同時に、その分け方を、労働者への配分を厚くし、将来にわたる着実な所得拡大を実感できるようにしていくことが期待される。分配は、単なる利益の流出

ではなく、将来への投資であるとする視点も重要となる。

今後の資産価格の動向は、日本経済が再び低体温症経済に立ち戻らないよう、強固な経済ファンダメンタルズを確立していくこと、つまり経済ファンダメンタルズの正常化が問われることになる。

#### 参考文献

Bernanke, Ben S. (2004) “The Great Moderation”, Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>) .

\_\_\_\_\_ (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists.

Blinder, Alan S. (2010) “How Central Should the Central Bank Be?” *Journal of Economic Literature*, 48 (1), pp. 123-133.

Greenspan, Alan (2005) “Testimony,” Federal Reserve Board’s semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>)

翁 邦雄・白川方明・白塚重典 (2000) 「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」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、261～322頁。

白塚重典 (2001) 「望ましい物価上昇率とは何か? :物価安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」、『金融研究』第20巻第1号、日本銀行金融研究所、247～287頁。

\_\_\_\_\_ (2023) 『金融政策分析：理論と実践』、慶應義塾大学出版会。