

## 時論

### バブルはいつも、紳士の顔でやってくる

世界を震撼させたリーマンショックからまもなく10年を迎える。量的緩和やマイナス金利など異例な金融政策を実施してきた主要先進国の中央銀行は、米国を筆頭に粛々とサブプライムバブルの後処理を続けている。その一方で、「人手不足がバブル期の水準を超えた」、「東証の時価総額がバブル期を超えて史上最高になった」など、足元の経済環境と平成バブルを比較するコメントが増えてきている。

リーマンショックですら既に10年前の出来事になっており、平成バブルにいたっては、巨大な携帯電話を肩に掛けたお笑い芸人のネタや、女子高生のダンス部が当時流行していたワンレンボディコンファッションで紅白に出場するなど、既に昔話の領域に入りつつある。筆者の周囲を見渡しても、労働力人口の大半は平成バブルを体感していない世代となっている。

バブル崩壊直前の平成2年度(1990年度)の経済白書を読むと、いくつかの興味深い記述がある。

- ・日本経済の息の長い拡大は86年11月を谷として始まった。今年7月現在で44か月連続の拡大である。「いざなぎ景気」に次ぐ長さであり、今後どこまで続くかはわからないが、現時点での腰の強さからいって「いざなぎ景気」に匹敵するものになる可能性もある。
- ・成長率との関係でみると就業者数、雇用者数の伸びが著しく、しかも拡大が長期になったため労働力需給が引き締まってきたことである。多くの業種、職種で人手不足が問題になっている。それにもかかわらず賃金上昇率が比較的安定している。
- ・90年に入って、いわゆるトリプル安現象が生じ、89年中の3回の公定歩合引き上げと併せて超低金利の時代が終わることとなった。
- ・今日、保護主義が強まりをみせており、それが世界経済の拡大ひいてはわが国の景気に影響を及ぼすという懸念もある。

これは巻末にある「むすび」からの抜粋であるが、単なる偶然だとしても、そのまま現在に当てはまるコメントが数多く目に付く。

翌年の平成3年度(1991年度)の経済白書は、「日本経済は50か月有余の長期の拡大過程をなお続けている。最近においては一時の高い成長に比べると拡大のテンポは減速してきているとみられるが、現時点で得られる情報の範囲では拡大局面が終わっていると判断できる材料がそろったということはない」との書き出しで始まっており、結局のところこれがバブル崩壊の転換点の経済環境となった。

平成バブルの発生を振り返ると、遠因はアメリカ経済であった。二度にわたるオイルショックによる原油価格の上昇、泥沼化したベトナム戦争や東西冷戦による軍事費の増加、日本やドイツなどが経済力を付けていく中でアメリカ企業の国際競争力の低下などの複数要因が重なり、70年～80年代のアメリカ経済は衰退期にあり、貿易赤字と財政赤字の双子の赤字の拡大が続いていた。双子の赤字を抱える基軸通貨国という矛盾の強まりとともに、円高ドル安が進みプラザ合意に代表される様々な国際合意等を経て、円は70年代の1ドル＝360円の固定相場から1988年には120円台にまで急進した。

昭和61年度(1986年度)の経済白書は、わが国の将来像について以下のように示唆している。

- ①外需依存の産業構造の是正、②最終需要の情報化、ソフト化、③ストックの充実、④民間活力を活

用した住宅・社会資本整備、⑤内需主導型の経済成長と市場アクセスの改善。

要約すると、「急激な円高でこれまでの輸出型産業構造が維持できなくなったので、製造業から非製造業への産業構造転換を進めるとともに、貿易黒字是正のためにも国民生活の質を高め内需を拡大する。ただし財政状態が悪化しているので、社会資本整備は民間の資金を活用する。」となる。

同様の内容は「前川レポート」でも指摘されており、これ自体は当時の日本が置かれた状況を考えると至極妥当な方向性であった。

それをサポートするために公定歩合は1年足らずで、5%から当時としては史上最低水準であった2.5%まで引き下げられた。また、民間資金の活用を目的とした、民活法(民間事業者の能力活用による特定設備基盤促進に関する臨時措置法)が制定されるとともに、日本電信電話公社、日本国有鉄道の民営化や国有地・公有地の民間払い下げなどが進められた。また、国民生活を豊かにするため内需拡大につなげるためにリゾート法などが整備され、地方公共団体の民活の一環として第三セクターによる事業が推進された。

結果として、政府放出のNTT株は高騰し、国有地も高値で売買され、幕張メッセやみなとみらい21などの副都心が相次いで開発されるなど、業種による濃淡はあるものの、結果として日本経済は円高ショックを比較的短期間で乗り越えることが出来た。

しかし、その先の顛末はご承知の結果となり、後始末には長い時間を要することになった。

一方で足元の資産価格の動きを見ると、債券市場や不動産市場などでこれまでとは異なるがバブル的な要素が醸成されているような違和感がある(詳細は、「経済の動き～商業地地価に見る草食系バブルの現局面」をご参照ください)。

リーマンショックによる世界的な金融危機に対して主要各国の中央銀行がマイナス金利導入など政策金利を大幅に引き下げたうえに、自らがリスクをとって金融市場に直接介入することによって沈静化に成功した。しかし、その一方で、超低金利政策の長期化やイールドの消滅などにより新たなリスクが蓄積する事となった。今後、金融政策の正常化が進む過程において、これまで超低金利環境の陰で積み上がってきたリスクが徐々に露呈してくる可能性がある。

歴史を見てもバブルの発生は、経済危機に対して、劇薬的ではあるがその当時の状況から判断する限りにおいては妥当な政策によって発生し、フローの景気拡大と資産価格の上昇をもたらす一方で、ストックとしての負債が増加して行った。多くのケースにおいてバブルを正当化するような新たな理論や分析がもてはやされ、バランスシートは資産・負債両面で拡大を続けた。しかし一旦フローの景気悪化や資産価格の下落が生じると、ストックである負債の巨大さが剥き出しになる。

かつてFRBのグリーンスパン議長は、「バブルは、はじめて初めてバブルだったと分かる」と語ったが、経済学的に見てもバブルの発生を未然に防ぐことは難しく、バブルが崩壊するタイミングを予測することは更に難易度が高い。バブルは紳士の顔でやってきて、微笑を残して去っていくが、微笑の裏の顔は極めて冷酷で残酷な表情をしていることは忘れてはいけない。

(調査部審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka\_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。