

高松ゼミナール卒業論文

バブルはなぜ起きるのか

107-347 野村 雄基

目次

はじめに

一章 バブルの概要

- (1) バブルの定義
- (2) バブルと投機

二章 バブルの歴史

- (1) チューリップバブル
- (2) 南海バブル事件
- (3) 暗黒の木曜日
- (4) 日本のバブル
- (5) IT バブル
- (6) 21 世紀のバブル 証券化バブル

三章 バブルはなぜ起きるのか

- (1) バブルの条件
- (2) バブルの特徴
- (3) バブル発生のメカニズム
- (4) バブルを起こさないためには

四章 中国バブル

- (1) 中国バブルの要因
- (2) 中国バブルはどうなるのか

五章 まとめ

はじめに

株式投資やFXなどの資産運用をする際、切っても切り離せないものがバブルである。バブル期に資産運用をすれば利益が上がるかもしれないが、いったんバブルがはじけると経済は混乱し、株式投資をしていたものは回復できないほどのダメージを負ってしまう。

そうならないためにも、一章ではバブルとは一体何なのかバブルの概要を挙げ、二章では過去に起こったバブルを挙げていき、様々なバブルがどのようにして起こったのかをみていく。三章ではそれらバブルの歴史をもとにバブルが起こる原因を考察していく。四章では、今起きているとされている中国バブルについて考察していきたい。

一章 バブルの概要

(1) バブルの定義

バブルの定義でよく用いられている定義は、「資産価格のうち経済の実態から離れて上昇した部分」とされている。つまり実際の資産価格とファンダメンタルズ（本質）価格との差と定義される。わかりやすくいうと、株式や土地、物件などの資産の実際の価格が、何らかの異常な投機熱によって、本来あるべき価格から離れて高くなってしまった状態がバブルといえる。

(2) バブルと投機

また、バブルを理解する上で投機というものを考えなくてはならない。なぜならバブルと投機は密接に関係しているからである。投機という言葉の定義を、投資との違いで、様々な人物が述べている。

風刺化のフレッド・シュウェッドは、「投資の第一の目的が資本を維持することであるのに対して、投機の第一の目的は資産を増やすことにあり、この点で両者が区別できる」と述べている。オーストラリア出身の経済学者、J・A・シュンペーターは、「投資家と投機家のちがいは、短期売買の意図があるかないかにある」と述べている。少なくとも投機というものがこの定義に当てはまるなら、投機という短期売買による、資産を増やそうという行動が、バブルの原因である異常な投機熱を生み出すと考えられる。

二章 バブルの歴史

バブルがなぜ起きるのかを考察するにあたり、百の論拠を聞くよりも歴史から学びとる方が分かりやすいと考えられる。そこで、ここでは過去に起こったバブルを取り上げていく。

(1) チューリップバブル

バブルと思われるものは古代ローマの頃からあったとされているが、経済史の中で最初

にバブルとして登場するのは、17世紀のオランダで起こったチューリップバブルである。

このバブルの進展は三段階に分けられる。需要の不均衡による高値がついた第一段階、投機家が参入してきた第二段階、そして元手をもたない庶民を巻き込んだ第三段階である。

1630年代のオランダは、30年戦争で荒れる中欧を尻目に、繊維産業を中心とするブーム経済（好況期）に入っていた。オランダ東インド会社のバタビア（インドネシア）への入植が成功し、同社の株式は17世紀を通じて上昇を続けた。オランダは欧州一の経済力を手に入れ、消費天国になっていった。そのオランダにトルコからチューリップが入ってきた。チューリップはオランダの土地柄で良く育ち、やがて異国趣味を求める金持ちたちが富の象徴として競って買い求めるようになった。

チューリップ熱はゆっくりと蔓延していき、はじめは、あたかもアパレル業界が来年流行する洋服の生地や色、スカート丈を予測するように、チューリップ球根商人たちが来年人気の出そうなタイプの花びらを当てようとしたことから投機が始まった。次いで商人たちは、値が上がるのを見込んで、思惑で大量に球根を仕入れるようになった。チューリップ球根の値段は見る見るうちに上がり始め、球根が高くなればなるほど、チューリップは確実に儲かる投資対象として見られるようになった。

チューリップで短期間に莫大な富を得られるという噂が職人や農民などに広がると、彼らが徐々に市場に参入してきた。元手を持たない彼らはまず自分でも買える程度の球根から始めた。その程度の品種でも値は上がり、転売で利益を得るものが続出した。そしてそれに伴い、市場に大きな変化が起きた。これがコールオプション*に似た手法の開発である。これによりチューリップ市場は急激に加速していき、海外からも球根投資が広がり、バブルは絶頂を迎えることになる。

しかし国中が踊ったバブルもついに終わる日がやってくる。1637年1月にチューリップの球根が20倍に跳ね上がった後、2月にはそれ以上の幅を持って急落した。これはある男がいつものように転売しようとしたところどういう訳かできなかったことから、パニックが始まり起こった。球根の売買には多額な信用売買が行われていたため、他の業者に恐怖心を起こさせるには充分だった。誰もが直ぐに売ろうとしたが、もはや買い手はなく、どうすることもできなくなっていた。暴落の波が社会全体に広がり、人々はパニック状態となり売りが売りを呼ぶことになった。国や裁判所が救済に乗り出すが、時既に遅く、暴落は誰にも止めることが出来なかった。

（2）南海バブル事件

南海バブル事件は、イギリス国中を巻き込み、人類史上最大のネズミ講であると言って良いほどのバブルを講じた事件である。政府も関与し、国中全体を巻き込んだこの大規模バブルはバブルの語源になったとされる。

18世紀初期のイギリスは、大英帝国の繁栄が長年続いたおかげで、市民は金持ちになっていたのに対し、投資機会が不足していた。そこで政府は、政府の国債元利払い能力に対

する信頼回復のためと投資対象を生み出す必要性に迫られたことが相まって、1711年に南海株式会社を設立した。この会社は1000万ポンド近い国の債務を肩代わりし、その見返りに南米貿易権を独占的に与えられた。当時、東インド会社が、目覚ましい利益をあげていたこともあり、南海株式会社の株に人気が集まった。株価が急騰することによって、突然、多くの人が金持ちになり、それを見た他の人々も我も我もこのブームに殺到し、ますます株価を押し上げるようになった。

南海株式会社だけでは、投資をしたくてうずうずしている人々の欲求を満たすことはできなかった。そこで市場は、最初から参加できる新しいベンチャーを探し求めた。プロモーターたちは、次々と新規公開株を手がけることで、大衆の飽くなき欲望を満足させようとし、一見天才的なものから荒唐無稽なものまで、ありとあらゆるベンチャーが市場に持ち込まれるようになった。こうして打ち上げられた1000近いプロジェクトはいずれも突飛さといい加減さでは勝るとも劣らないものばかりだったが、巨万の利益を約束するという点だけは共通していた。これらの多くはまるで水泡のように、大体一週間ぐらいですぐに消えていったため、こういったプロジェクトを「バブル」と呼ぶようになった。

バブル会社に投資した人たちの皆が皆、投資先の会社の事業計画が実現可能と信じていたわけではない。それらのアイデアが可能だと信じるには「分別」がありすぎたのである。ところが、誰もが「自分たちよりもっと愚か者が存在する」という理屈を信じて疑わなかった。株価が上がり、買い手がつけば、その前に買った人たちは利益を得られる。したがって、ほとんどの投資家は、自分たちの行動はバブルが膨らんでいる間は「全く理にかなったもの」だと信じていた。

ほとんどのバブル会社は投機熱に水をさすことなく潰れていったが、本当の破局は1720年の8月に南海会社そのものの、取り返しのできない失策によって起きた。それは経営者や幹部社員たちが自ら仕組んだものだった。彼らは株価が会社の実体とは何の関係もないことに遅ればせながら不安を抱き始め、夏の間に自分たちの保有する株を手放したのである。このニュースが漏れたために株価は下がり始め、ほどなく株価は急落しパニック状態に陥った。政府の役人は信頼を回復しようと無駄な努力を払ったが、多くの人が破産し、イギリス経済は大混乱となった。

（3）暗黒の木曜日

チューリップバブルも南海バブルも、今となっては古い話である。同じようなことが、進歩した現代社会でも起こりうるのだろうか。そこで次にアメリカの歴史を振り返り、なじみの深い例を見る。

投機の舞台として、環境がこれほど整ったことはかつてなかった。その当時のアメリカは比類なき繁栄の極みにあり、アメリカのビジネスに信頼を置かないというのは不可能だった。1928年に入ると、株式投機は国をあげてブームとなり1928年3月から29年9月初めまでの1年半の間の株価上昇率は、それまでの5年間の上昇率に匹敵した。もちろん、

一般に考えられているほど、全国民が株式投機にうつつを抜かしていたわけではないが、少なくとも投機は過去のバブルと同様に広範な広がりを見せており、その度合いも過去に例がない程だった。より重要なのは株式投機が当時のアメリカ人の生活の中心を占めるようになってしまったということだ。

この時、砂上の楼閣作りの手助けをしたいと、投資家に愛想笑いを浮かべて近づいてくる証券業者がたくさんいた。株価操作は、そのひどさの度合いにおいて最高潮に達していた。その最たる例がプーリング操作である。以下にプーリング操作によって、どのように株価操作が行われたかを説明する。

プーリング操作とは緊密な協力者とともに、大衆投資家を徹底的に手玉にとるものである。一般に、プーリング操作は何人かのトレーダーが手を組み、特定の銘柄を操作する。その中で、才があるとされるものがプール・マネジャーに選ばれる。プール・メンバーは通常、取引所のスペシャリストを自分の味方につけて、取引に参加する。スペシャリストとはブローカーのブローカーで投資家から注文を受けて実際に証券取引を行う人である。つまり、スペシャリストを味方につけることは、現在の株価以下の買い注文と、現在の株価以上の売り注文がどれだけ来ているかがわかるということであり、一般投資家がどのような形で市場に参加しようとしているのかがわかるということである。

この段階で、プール・マネジャーはプール・メンバー同士で売買キャッチボールをさせる。例えば A はある銘柄を B に 40 ドルで 200 株売却し、B は同じ銘柄を 41 ドルで再び A に売り戻すのである。これらの売買は全国にティックータブを通じて流れ、アメリカ中の証券会社の店頭に押しかけてタブを見つめる大衆投資家に、架空の取引があたかも現実のように伝達される。このような活動は実際には見せかけの取引にすぎないのだが、まだ一般に知られていない材料に基づいて、何か大きな取引が背後で行われているかのような印象を作り出すのである。またそれを作り出すために、プール・マネジャーに買収されている予想屋や市場解説者たちが、わくわくするようなことが起きようとしていると伝える。またプール・マネジャーは、会社にも手を回して発表されるニュースにもいい話が増えてくるように根回しする。そしてタブ操作と管理されたニュースの流れの歯車が噛み合うと大衆は大抵乗ってくる。

この全員参加のゲームにいったん大衆が乗ってくるとその時こそプロがこっそり栓を抜く時だ。今や大衆が買いに向かってきたために、プール側は売りに回る。プール・マネジャーは大衆投資家が気づく前に、はじめは少しずつ、そして次第に大量の株式を、市場に供給する。その結果、ジェットコースターのような値動きのなかで、プール・メンバーは多額の利益を上げ、大衆は気がついた時には、急落した株式をつかまされているのである。

1929 年 10 月 24 日、株価は垂直的に暴落、世界大恐慌の引き金を引く「暗黒の木曜日」となった。いったん崩壊が始まれば、信用取引の追い証の圧力と情報の混乱が心理パニックに拍車をかけ、大銀行による買い支えも群衆の狼狽売りの勢いを止められなかった。最終的に株価は最高値の 7 分の 1 に下落し、1929 年のピークを回復するまでに 22 年もの歳

月を要することになった。

（４）日本のバブル

バブルは海外だけでなく、日本でも過去に起こっている。日本のバブル経済は、大幅な経常収支黒字と円高のもとで 1986 年頃に生成し、1990 年頃に崩壊した。日本経済史上、空前の財テク・ブームを巻き起こし、経済は過熱していた。

1980 年代日本は対米貿易黒字と対米資本収支赤字を抱えていた。米国の国内貯蓄＝資金不足のもとでレーガノミックス（レーガン大統領の経済政策）を実施した結果、米国の相対的な高金利によって日本からの資本輸入が増加し、対日資本収支が黒字になった。また、強いアメリカ強いドルが理想とされ、ドル高と内需拡大政策によって日本からの輸入が急増し、対日貿易赤字を余儀なくされた。

こうして日本の対米貿易黒字と対米資本収支赤字は、貿易・資本自由化という市場経済のメカニズムのもとで、ごく自然的な成り行きであり均衡状態であるといえる。しかし、米国は当時自国の景気低迷の原因を日本の貿易黒字にあると不平を唱え、この不均衡を是正すべく日本政府に「黒字減らし」を要求してきた。米国はこの「黒字減らし」を過大評価して、ついに 1985 年の「プラザ合意」を先導し「円高」を国際社会に容認させた。

プラザ合意によって円高は急激に進行した。当時の世論は「円高不況論」（円高によって日本の輸出が減り、国内産業が不況に陥るという考え）が支配的であり、日本政府は円高に対する総合経済政策を決定し、低金利による内需拡大・公共事業投資・住宅および都市再開発事業の促進などを実施した。1986 年 1 月末から 1987 年 2 月まで約 1 年強のうちに公定歩合が 5 回にわたって 5% から 2.5% という低水準にまで半分も下がった。

しかし、同時期には円高になっても日本は依然として膨大な貿易黒字を抱えていた。先の低金利政策と相まって、結果として国内には過剰流動性を発生させてしまった。銀行にもお金が余っていた。厳しい競争の中で銀行経営を成り立たせるためには、余った預金を安易に企業や個人に融資せざるを得なかった。多くの企業や個人は、借りた資金を株や不動産のような投機色の強い投資に使い、財テクに明け暮れていた。

一方、貿易摩擦が避けられるような投資案件として国内のリゾート開発が持ち出され、ついに 1987 年に総合保養地整備法（リゾート法）が施行された。日本国土の約 20% が開発計画の中に入るといわれるほど一大ブームを巻き起こして、不動産価格のバブルに拍車をかけた。土地・ゴルフ・リゾートマンションなどの価格が投機で急騰した。この不動産バブルを可能にしたのは、「土地の神話」（地価は絶対に下がらないという信仰）と金融機関のあまり余った預金によるものであった。

不動産バブルの暴走を警戒し始めた大蔵省は 1990 年 3 月についに銀行に「総量規制」を通達して、事実上不動産融資を停止させた。ところが、不動産投機の資金が途端に切れたために、需要が急減し、今度は逆に過剰供給になって不動産価格が下がり続けてしまったのである。

一方、株価は、1989年5月からの公定歩合の上昇傾向と、株価が高騰しすぎという先行き不安の群集心理が働いて、株の売り注文が殺到したため株価は急落した。1989年12月の最高値 38,915 円を記録した後、翌 1990 年 10 月には 2 万円程度まで下がって、10 ヶ月の間で約半分近くも暴落した。このように不動産価格と株価がともに暴落したことで、日本経済のバブル崩壊は確実となり、誰もが予想しなかった平成不況という長い苦難のトンネルを潜り始めたのであった。

(5) IT バブル

IT バブルとは、1990 年代末期にアメリカ合衆国の市場を中心に起こった、インターネット関連企業の実需投資や株式投資の異常な高潮である。「ドットコム会社」と呼ばれる多くの IT 関連ベンチャーが設立され 1999 年から 2000 年にかけて株価が異常に上昇したが、2001 年にかけてバブルははじけた。通常、英語では「.com bubble (ドットコムバブル)」という。

1990 年代末期に、消費者との直接の双方向的通信を大量に処理できる e-コマースの可能性が現実化し、既存のビジネス・モデルを揺るがせた。このため多くの会社がインターネット関連投資に走り、これらのサービスを提供する IT 関連企業に注目が集まった。さらに 1998 年から 1999 年にかけて持続した米国の低金利が、ベンチャー創業資金や投資資金の調達を容易にしたことも原因の一つであった。

通信関連銘柄が多い NASDAQ 市場における株価総合平均指数は 1996 年には 1000 前後で推移していたが、1999 年には 2000 を突破し、2000 年 3 月 10 日にはピークの 5048 を示現した。同様の傾向は、米国株式市場だけでなく、欧州・アジアや日本の株式市場でも見られた。このような中で株式を公開したベンチャー企業創業者は莫大な富を手にし、シリコンバレーを中心にベンチャー設立ブームに拍車をかけた。米国ではこれをドットコム・ブームと呼んだ。当時、米国の経済学者はこのような現象を「ニューエコノミー」としてもてはやしたが、その後、連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げを契機に株価は急速に崩壊し、2002 年には 1000 台にまで下落した。

このような株価の崩壊のなかで、多くの通信向けビジネスを主とする IT 関連ベンチャーは倒産に追い込まれ、2002 年の米国 IT 関連失業者数は 56 万人に達した。ただし、ヤフーやアマゾン・ドットコム、イーベイなど一部の堅実なベンチャーのみが生き残ることができた。また、パソコンや通信設備の世界的な生産の減少と、これら製品に多く使われ、これら製品の生産増を当て込んでいた半導体の過剰設備、過剰在庫が不況に拍車をかけた。北米を中心に過剰な光ファイバーの敷設が行われ、敷設がされていながらも、稼働がないというダークファイバ問題を起こした。

欧州諸国のなかでも英語圏で賃金コストが低かった小国アイルランドに IT 関連企業の直接投資が相継ぎ、アイルランドはこのブームに乗って「ケルトの奇跡」と呼ばれる経済成長を達成した。バブルの崩壊はアイルランド経済にも痛手を与えたが、決定的なダメージ

を受けることはなかった。同じく英語人口が多いインドにもソフトウェア関連の投資が増加し、インド経済に好影響を与えた。

中国でも当時株式公開を行った联想集団などの IT 関連企業の株価はいきなり高値を付けた。その後、これら企業の株価は下落を続けたが、中国の IT ブームはようやく緒に付いたばかりであったので、大きな打撃を受けることはなかった。日本においても IT 関連株を中心に株価の相次ぐ下落が見られた。しかし、日本経済はバブル崩壊後からの長引く不景気により経済が低調であり、IT 関連投資は部分的であったため、米国を中心とした IT バブル崩壊の日本への影響は極めて限定的だった。

(6) 21 世紀のバブル 証券化バブル

21 世紀が不況から始まったことはあまり知られていない。世界経済は 2000 年秋の IT バブル崩壊の影響で悪化が進み、2001 年初めには本格的な下降局面にあった。そして 21 世紀の初日からわずか 2 日後の 2001 年 1 月 3 日には、連邦準備制度理事会 (FRB) の電撃的な利下げが発表された。

経過を追うと、2001 年からの FF レートは 9.11 テロ事件の直前までに 6.5% から 3.5% にまで下げられた。そこに 9.11 テロ事件が起こって、経済悪化が進み、政策金利は 2003 年 6 月の 1% まで断続的に引き下げられた。

9.11 テロ事件のインパクトは、IT バブル崩壊に心理的な追い討ちをかけた。史上空前のテロ事件は、2001 年当初の楽観的な見方を超悲観論に転じさせる雰囲気を作り出した。

この FRB の利下げは、不幸にもテロ戦争とタイミングが一致したことによって、金融緩和の長期化を余儀なくされた。FF レートは 2003 年 6 月から 2004 年 6 月までの 1 年間にわたり 1.00% という超低利に抑え込まれた。

この金融緩和が果たした役割は、米国に隠れた資産インフレを作ったことだった。低金利は、家計の住宅取得を促し、住宅価格は 2003 年、2004 年と上昇基調を強めた。住宅価格の上昇は、株価下落のダメージを完全にカバーすることができ、4 年近く 2 桁の伸び率となった。住宅ローン会社は、家計が債務水準を増やしても、住宅さえ差し押さえれば損失は生じないと高を括り、債務者に対する審査はルーズになっていった。サブプライムローンはこうした過度の楽観によって多くの低所得者層に融資されたものである。

さらに住宅価格上昇を担保とした家計の信用拡張は、過剰消費体質を生み出した。ホーム・エクイティ・ローンは、住宅価格が値上がりし、ローン債務残高を上回るようになった部分に貸出枠を設定し、消費に回せる資金を融通できる仕組みである。所得水準が高くない人々は、ホーム・エクイティ・ローンを使うことで、高級車購入など身の丈に合わない消費に邁進することができた。このホーム・エクイティ・ローンという新型手法はまさしくバブルの申し子であるが、バブルの当時、新しい仕組みへの危険性には警鐘は鳴らされなかった。

しかし、なぜ簡単にこのような事態になってしまったのか。その原因は金融技術の複雑

さにあった。このサブプライムローン問題は証券化バブルによって金融技術が複雑になったためにおこったと言える。証券化とはキャッシュフローを生み出す資産に値段をつけて転売する金融技術のことである。企業の配当でも、オフィスの賃料、住宅の家賃、リース料でも、使用料を受け取る権利であれば、同じように証券化できる。将来キャッシュフローを積み上げて、金利で割り引いて現在価値に引き直し、販売価格を付ける。それらの権利を転売可能な証券に仕立て上げる証券化技術の進歩が、証券化市場を大きく育てた。

欧米の投資銀行は過去 10 年近く、各種の証券化商品を次々に組成し、巨大な利益を上げ、わが世の春を謳歌してきた。巨大利益の源泉は、金融技術の複雑さにあった。複雑さが魔法のように信じられ、米国では低所得者でも住宅取得の夢が叶えられる仕組みともてはやされた。投資家からは、リスクが少なく収益性が高い金融商品という評価を得た。格付け機関が AAA の最高品位を与え、当たり前のように投資家はそのラベルを受け入れていた時代が続いた。

その信認が崩れたのが 2007 年のサブプライム問題であり、2008 年のリーマンショックであった。なぜ、人々はこの巨大なバブルに気付かなかったのか。人々がバブルの台頭を許してしまうのは、その時のバブルがバブルではないと信じている点にある。資産価格の上昇に寛容な人々が過去のバブルとの相違点を強調して、「今回はバブルにあらず」という論調を作り上げるためである。

三章 バブルはなぜ起きるのか

バブルがなぜ起きるのかを考察するにあたり、バブルの条件、特徴をとらえ、バブルを理解することが重要である。

(1) バブルの条件

過去に起こったバブルを見ていくと共通点がでてくる。それは以下の点である。

- ① 好調な経済の下で発生し、その国の経済全体に金が余っている時に起こりやすい。
- ② 少数の専門家だけでなく多数の素人を巻き込む形で社会に広がる。
- ③ 急速に膨らみ、一定期間継続し、必ず破裂する。
- ④ バブルの後遺症は時に何十年もの経済の停滞をもたらす。

これらの点が満たされていることでバブルと呼ぶことができると考えられる。

(2) バブルの特徴

バブルの最大の特徴は、人々が楽観から悲観へ急降下することである。サブプライム問題を例にこの特徴を見ていく。サブプライム問題により低所得者の返済不能が相次ぐようになると、格付けが下がり、複雑さへの信認が失墜した。はじめは商品性の複雑さを了承して契約を結んでいたはずの人々が、事後的に根深い不信感に囚われる。

以前は「複雑だから何だかすばらしい」と思っていた認識が、「複雑さに騙された。もう何も信じられない。」という不信に変わる。バブル崩壊後に市場の交換メカニズムが機能不

全に陥るのは、人々がバブル期のときから実態から遊離した価格設定をしていたことに付いて、表示価格が情報機能を完全に失うためである。

すべてのバブルにおいて事前と事後で、取引参加者の思惑ががらりと変わってしまう点が共通している。バブル生成過程では楽観が支配し、バブル崩壊後は悲観に縛り付けられてしまう。株価・地価のブームがやってくると、マーケット・プレイヤーの頭を陶醉感（ユーフォリア）が満たし、ブームが終わるときにはプレイヤーを憂鬱（デプレッション＝不況）が襲う。このコントラストは、一見すると全く異なる性格に見えるが、その実、対の関係性を成しており、片方がもう片方の原因になっていくことが多い。そしてそれこそがバブルが形成される要因である。

（３）バブル発生のメカニズム

バブル崩壊が中途半端にしか起きていないときは、投機の芽の復活は早い。なぜなら、皆が悲観にくれているときは、率先してリスクをとろうという者がいなくなり、未開拓のチャンスが数多く放置されているからである。実体経済と資産価格の間に、「売られすぎ」という歪みが生じて、裁定取引の機会が広がる。勇気のある投資家ならば、その不可思議な状態に気付きさえすれば、ほんの少しのリスクを覚悟するだけで、驚くほどに大きな先行利得をあげることができる。

これらの上昇局面では、時間が経過して先行者たちが多額の利益を上げたことが公に語られる段階になると、慎重なスタンスを決め込んでいた大多数の人々が、徐々に重い腰を上げて追随する。そのような段階になると、もはや当初の超過利潤は解消してしまっていることが多い。多数の追従者たちは、悲観の中でチャンスを見出すのではなく、楽観的なご神託を頼りに参入を決めていく。つまり悲観しすぎの不均衡が、やがて楽観しすぎの不均衡を生み出す原因をつくり、バブルが生まれるのである。

そしてこの種のバイアスは、経済政策の運営でも二重写しのように起こる。バブル経済が崩壊した後で、中央銀行は極端な政策緩和を打ち出す。中央銀行は景気悪化を癒すために、投機がコントロールできなくなるリスクを感じながらも、経済の早期健全化を目指して、行きすぎるくらいの緩和に踏み切る。これができるのは、中央銀行がいつでも投機を止めるためのブレーキを持っており、緩和を止める引き金を適当な転換点で引けると考えるからだ。

ところが、直面しているバブル崩壊が深刻なとき、中央銀行は思っていたようにブレーキを踏めない。バブル崩壊の傷が大きく、傷を負った企業や金融機関から慎重論やプレッシャーが出てくるので、投機拡大への対処はその摩擦力に難渋して遅れることがあり、金融引き締めはすべからず嫌われる。しかしそれらの企業や金融機関の声を聞いていると、もう一方で進む投機には対処できなくなる。過去の不均衡が原因になって、次の不均衡が作られるという、不均衡がバトンを渡していくような悪循環になっているのである。

(4) バブルを起こさないためには

そうした悪循環の歪みを起こさないためには、景気過熱を起こさず、経済対策のやりすぎも慎むことが肝要である。政治家や政策当局者は、過度に危機感を煽ることを慎み、人為的な景気でこ入れに走れば、将来の経済に歪みが起きやすいことを十分に承知しておくべきだろう。つまり、バブルを起こさないための堅実路線とは早めにブレーキを踏み、あまりに強くアクセルを踏み込まないことである。

本来、経済政策の理想は、引き締めすぎと緩和しすぎの双方を戒めて、平衡操作（スモーキング・オペレーション）に徹するスタンスを守ることである。緩和しすぎでバブルを作ってもいけないし、反対に引き締めすぎてバブルを崩壊させた場合でも、次のバブルの芽ができる。アクセルとブレーキを互い違いに強く踏んで、まるでジェットコースターに乗ったような政策運営が最も危険である。そうならないためには、金融市場や政治システムや金融・財政政策に過度な期待感を持たせて、景気を設計通り人為的に操作できるとは考えないことが大切である。

四章 中国バブル

今現在起きているとされているのが中国バブルである。中国バブルはどのようにして起こったのか、そして今後どういった展開をみせるのかを考察していく。

(1) 中国バブルの要因

①一度目のバブル

中国でバブルが始まったのは、2003年辺りからと言われる。2001年に中国がWTOに加盟して、本格的な経済発展に乗り出して間もない頃だった。株価は順調に上昇を続け、2006年末になると相当に加速感がついた。2007年の上海総合指数は、年初に2600ポイントだったのが、同年の秋には6000ポイントを超えるところまできた。

株価上昇の背後にあったのは、海外から中国本土に大量流入したホットマネー（熱銭）だ。ホットマネーの流入は、2007年合半と2008年後半に目立ってくる。日銀のレポートによると、2007年上半期は225億ドル、下期は702億ドル、2008年上期は1391億ドルとホットマネーの流入は勢いを強め、2008年下期になってマイナス1848億ドルと一転して流出増に変わった。2008年下期にはリーマンショックがあり、当初のバブルはここで潰えている。

もうひとつ、ホットマネーの行き先には不動産投資があった。2007年・2008年には北京、上海といった大都市の不動産価格が急激に値上がりした。不動産価格の高騰は、沿海部から深く内陸部にまで波及していった。しかしこの不動産バブルの雲行きは、リーマンショックよりも手前から怪しくなる。2008年3月にはチベットで騒乱があり、5月には四川大地震が起こった。政情不安は、海外マネーを慎重にさせる。2008年にはこうした不安を抱えながら北京五輪が開催され、その直後にリーマンショックに見舞われた。不動産投資に手を染めていた欧米、オーストラリアの外資系金融機関は不動産開発プロ

ジェクトで取得していた資産を中国本土企業に営業譲渡するなどして、一斉に撤退をした。ホットマネーの逃げ足は速く、中国の不動産価格が暴落したのをみて、海外企業は次々に撤退していった。

②二度目のバブル

発端は、経済対策というカンフル剤が強く効きすぎたことにある。中国政府は、リーマンショックに続く景気悪化懸念に対処するために4兆元（53兆円）の超大型経済対策を打ち出した。まず自動車や家電製品を農村に普及させる「汽車下郷」や「家電下郷」を消費振興策として導入した。そして中国人民銀行は、リーマンショックのあった2008年9月に貸出金利を引き下げ、6年ぶりに預金準備率も引き下げた。同時に、2009年に5兆元以上を目標をと設定して新規貸出の増加を計画した。この新規貸出の増加は、4兆元の経済対策を金融面からバックアップして、事業者が公共事業などの資材仕入・機器購入・設備投資を円滑化することを企図していた。2008年夏まで引き締めスタンスで臨んでいた窓口指導を転換して、政府は銀行が貸出をどんどん増やすように指示し始めた。

この中国の景気支援のポリシーミックスは、金融面のほうが予想以上に実績を上げることになる「5兆元以上」という貸出増加の目標は、早々と2009年1月～3月にプラス4.6兆元の新規貸し出し増加でほぼ達成され、4月まででプラス5.2兆元とたった4ヶ月で年間目標をクリアした。その実績は、2009年中はプラス9.5兆元へと膨らんだとみられる。

貸出の用途は、半数がインフラ整備のための事業資金に回ったという見方とともに、残りの半数が不動産や株式のような投機に使われたという見方がある。

問題なのは、貸出急増に反応してマネーサプライが2009年末には前年比3割増へと膨らんだことである。インフレ率を大きく上回る貸出残高・マネーサプライの増加が起きているとき、その超過分のマネーはどこかに消えてしまっていることになる。貸出残高・マネーサプライの増加が起きているとき、銀行から企業に融資された資金は事業用決済に使われて、他の事業者の当座預金に流れ込む。事業用決済は、2009年の名目GDPの3～6%の伸び率に対応すると考えられるので、マネーの伸び率が超過している部分は金融市場の膨張に対応していると思われる。そしてその超過している伸び率2割強の部分が、資産バブルを含めた資産取引の拡大に用いられたマネーということだろう。

結局、中国経済復活のための強力な金融支援策は、その回復力以上に、不動産・株式などの資産取引に新たなエネルギーを与えたことになった。中国のバブルは、リーマンショックでは完全に潰れ切っておらず、実体経済の回復に先んじて復活を遂げるようになったのだろう。金融緩和の栄養は、実体経済の傷を癒すよりも、より優先的に投機活動に多大なエネルギーを与えて、資産バブルの芽を育ててしまったわけである。

上海、香港では、金回りが良くなった富裕層たちが、日本円で4億～5億円相当の

超高級・高層マンションに積極的に投資を行っている。飛ぶように売れる高級物件をみて、建設業者は高層マンションの建設をさらに活発化していく。投機の波に乗った人々の中から数多くの富裕層が生まれ、中国では今後 5 年間で富裕層の人数が倍増するという観測もある。日本からみれば、経済格差の拡大が政治問題化するような環境ではあるが、経済成長のスピードが速く、豊かさの水準が底上げされているときには、そうした矛盾が政治的にたたかれにくいのであろう。

（２）中国バブルはどうなるのか

過去のバブルを見ると、中国バブルと日本のバブルは非常に似ているところがある。そこで、中国バブルと日本のバブルの類似点と相違点を挙げ、今後中国バブルがどうなるかを考察していく。

①日本のバブルとの類似点

中国バブルと日本のバブルの似ている点は二つある。一つは高成長しているにもかかわらず金融緩和が継続されている所だ。日本でプラザ合意後の円高によるデフレ圧力や景気悪化懸念に対して積極的な金融緩和策が採られた。しかし、事前の危惧とは異なって大した不景気がなかった上に、国際的圧力を懸念して、金融引き締めへ転換が遅れ、金融バブルを加速させてしまった。現在の中国でも金融危機後の輸出急減に伴う不景気への懸念が依然として存在しており、高成長にもかかわらず、積極的な財政支出と緩和的な金融政策が継続されている。

もう一つは土地神話によるものだ。土地価格は長期的に見れば下がることはなく、不動産を保有して得することはあっても損はないとの思い込みが土地保有への執着を強くし、日本の土地バブルは加速していった。中国でもこれに似た傾向があり、近年の住宅価格の上昇が所得増を上回っていて、早く住宅取得しないとますます住宅が買にくくなるとの気持ちは強い。さらに、金融商品がまだ十分には充実していない中で、住宅は有力な金融投資の対象となっており、自宅以外にも住宅を保有する富裕層が増えている。

②日本のバブルとの相違点

日本のバブルと中国バブルの異なる点は、中国では資産価格全般の高騰に至っていないことがあげられる。数年前に高騰したとはいえ、中国の株価は現在落ち着いた推移となっており、当時の日本のような株価の高騰は見られない。また、不動産バブルの認知度合いにも違いがある。当時の日本では、不動産価格高騰に警鐘を鳴らす向きはあったものの、対策が後手に回り、極端な地価下落とそれによる企業金融機関や個人への大きなダメージを防ぐことができなかった。一方、中国では、日本のバブルからの教訓もあってか、不動産バブルへの懸念が高まりつつあり、不動産取引への規制

も強化されつつある。2010 年 4 月 15 日には住宅ローンへの規制強化が発表された。それは、①初めての住宅購入の場合、頭金の割合を 20%から 30%に引き上げ（90 平米以上の物件が対象）、②2 軒目の住宅購入の場合、頭金の割合を 40%から 50%に引き上げ、③2 軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利は基準金利の 1.1 倍以上とすることを銀行に義務付けるなど、投機取引を抑制する規制が決定された。

これらの類似点、相違点をみていくと、中国バブルは日本のバブルと似ているようではあるが、日本の教訓を生かし、投機取引を抑制する動きを見せており、実際に住宅取引が減少してきているとの報道もされている。また注目したいのは、中国の GDP と人々の所得が高水準で伸びていることだ。バブルが崩壊する前の日本は、所得の伸びが鈍化していたために、バブルが崩壊した後、地価が下落してもなかなか不動産需要が回復しなかった。中国の場合、所得が大きく伸びているので、住宅価格がいったん下落すればほどなく需要が回復すると考えられる。仮に数年後に中国で不動産バブルが膨らみ、崩壊しても、その後の不況は日本と比べると軽く、かつかなり早く終わると考えられる。

中国バブルがいつ崩壊するかはわからないが、その兆候を見つける判断材料はある。一つは中国の経済成長率が鈍化した時に、政府がきちんと金融引き締めができるかどうかだ。これができなければ日本のバブルの教訓は生かされなかったことになる。もう一つは欧米諸国の経済状態である。今の世界経済は全体として不況であり、中国の好況が牽引している状態である。そして、中国バブルの一つの要因が海外からのホットマネーであることを考えると、欧米諸国の経済が回復した時、中国からホットマネーが引き上げられる可能性が高い。中国バブルを考える上で、この二点は非常に重要だといえる。

五章 まとめ

以上、バブルが起こる要因は、不況から始まっていることがわかった。不況があることでバブルが育つ。そして好況になってバブルが崩壊し、また不況になる。こうしてみるとバブルをなくすことは不可能であることがわかる。またバブルを加速させている原因として、人間の欲望が関わっているのは、歴史から見ても間違いない。ある意味でバブルというのはとても人間らしいものだといえる。

バブルをなくすことが不可能であるならば、一番正しい選択はバブルに関わらないことである。しかし、それでもバブルに関わろうとするならばバブルの最終局面での参加だけは避けなければならない。そうならないために重要なことは、自分が投機する対象について自分自身の頭で考えることである。社会全体がそのような風潮だからというのではなく、きちんとした理由による投機をしなくてはならない。

参考文献

エドワード・チャンセラー(2004)『バブルの歴史』日経 BP 社

バートン・マルキール(2007)『ウォール街のランダムウォーカー』日本経済新聞出版社

熊野英夫(2010)『バブルは別の顔をしてやってくる』日本経済新聞出版社

山崎養世(2005)『チャイナ・クラッシュ』ビジネス社

参考 URL

投資情報サイト Invest walker

<http://www.investwalker.jp/shisuu/stock-asia05SHCOMP.shtm>

WEDGE Infinity <http://wedge.ismedia.jp/>

未来航路 <http://miraikoro.3.pro.tok2.com/index.html>

バブルの歴史 <http://hayashiland.com/nikkei200306.pdf>

ウィキペディア <http://ja.wikipedia.org/wiki/>