

バブルの発生・崩壊とその教訓

第1セッション

モデレータ	池尾 和人（慶應義塾大学経済学部教授）
パネリスト	翁 邦雄（京都大学公共政策大学院教授）
〃	小幡 績（慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授）
〃	櫻川 昌哉（慶應義塾大学経済学部教授）
コメンテーター	深尾 光洋（慶應義塾大学商学部教授）
〃	柳川 範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）

（2009年9月開催）

【事務局】 本日は、「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究」の成果を踏まえたラウンドテーブル・ディスカッションの第1セッションとして、「バブルの発生・崩壊とその教訓」について、先生方にご議論頂きます。議論のモデレータは、「バブル／デフレ研究」の不良債権、銀行政策、土地政策分科会を取りまとめて頂きました、慶應義塾大学の池尾和人先生にお願いしております。パネリスト（報告者）としては、京都大学の翁邦雄先生、慶應義塾大学の櫻川昌哉先生、同じく慶應義塾大学の小幡績先生、コメンテーターとして、日本経済研究センター（当時）の深尾光洋先生、東京大学の柳川範之先生にご議論に参加頂きます。それでは、池尾先生、議事進行をよろしくお願い致します。

【池尾】 本日、モデレータ役を仰せつかりましたので、まず段取りに関して、若干時間を頂きます。お三方に報告をして頂くわけですが、持ち時間（各15分）は必ず厳守をお願いします。焦点を絞って頂いて、最もご主張したい点について発表を頂ければと思います。その辺のご協力をよろしくお願い致します。これが1点目です。

次に、このディスカッションに際して事務局が設定している問題意識が4つございます。具体的には、

- ① バブルはなぜ繰り返すのか、
- ② バブルを未然に防止する方策は何か（どう把握し、どう対処するか）、
- ③ バブル崩壊後の政策はどうあるべきか、
- ④ 日本のバブルの経験から導かれる教訓は何か、

0. 「バブル」とは何か.

機関投資家・ヘッジファンド等の sophisticated professionals が支配的な市場で起こる問題

(バブルは、純粋にマクロ的な現象か?) .

▶エイジェンシー問題：Allen, F. and D. Gale, "Bubbles and crises," chapter 9 of *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, 2007.

▶戦略的相互依存：バブルと分かっている、「パーティで音楽が鳴っている間はダンスをやめられない」という現象。群衆行動等は、行動経済学的な理由以外でも起こるのではないか.

1. バブルはなぜ繰り返すのか.

バブルは昔から繰り返し起こってきたといえる一方で、近年はその頻度が上がってきているのではないか？

- ・先進国経済はおしなべて成熟化してきて、実体経済的には低収益率化しているにもかかわらず、投資家の要求収益率はきわめて高いというギャップ.
- ・日米での緩和的な金融政策の継続.

2. バブルを未然に防止する方策は何か (バブルをどう把握し、どう対処するか).

新時代症候群 (New Era Syndrome). ← 新時代が来た可能性は定義的に完全には否定できない.

3. バブル崩壊後の政策はどうあるべきか (今次世界金融危機への対応も念頭に置きながら).

過剰流動性の結果に流動性供給で対応するというジレンマ.

"This crisis did not come about because we issued too little money but because we created economic growth with too much money, and it was not sustainable growth. If we want to learn from that, the answer is not to repeat the mistakes of the past." (独メルケル首相の FT Interview)

4. バブルの教訓は何か.

です。ただ、翁先生も同様の問題意識をお持ちのようなのですが、①～④の設問の前提として、そもそもバブルは何かという設問が当然あるはずで、この理解が違っていたりする可能性が非常に大きくて、そうすると、その後の議論が全部空中戦になりかねないところがあります。ですから、事務局の設問に加えて、0番目として、「バブルとは何か」を聞きたいと思います。ファンダメンタル価値を上回る価格という定義であれば、皆さん一致すると思いますが、それがどういう趣旨のメカニズムで起こるかというところの理解が違うと思いますので、バブルとは何かということを最初に取り上げて、その後、事務局から送られてきた設問の、①バブルはなぜ繰り返すのか、②未然に防止することは可能か、③起こってしまった後どうすればいいのかということと、最後に④教訓ということで、都合5つの項目に関して議論をしていくということです。それで、これらに関する1枚紙(上掲)を用意しま

したので、参照して下さい。

繰り返しになって恐縮ですが、まともに議論をすると定義と①ぐらいのところで終わってしまうのではないかという危惧が非常にあるので、そのあたり、あまり論点が行ったり来たりするのも問題だと思いますが、前提のところにもあまりこだわり過ぎない形で、必要に応じて事後的な対策の話などについても触れて頂ければということです。深尾先生と柳川先生からコメントを頂く時も、一応この5つの設問が今日のディスカッションの柱だということを押まえて質問をして頂ければと思います。

時間をできるだけ節約してやるということで、議事次第よりまだ5分ほど早いですが、準備が整っているようですので、まずは翁先生のご発表からスタートして構いませんか。では、15分ということでお願いします。

【翁】 それではお話しします。池尾先生がおっしゃった通り、私は事務局に与えられたテーマにバブルの定義を足して、基本的には自分が最近興味を持っている中央銀行サークルでの議論や考え方、特に連邦準備制度を中心とした議論を念頭に置きながら、主に金融政策の観点で考えていること、あるいはその人たちがどう考えているかを議論します。

最初の「⑩バブルとは何か」ですが、池尾先生のお話にもあったように、ファンダメンタルズというのがあって、それへの上乗せ分としてバブルがある。それについて大まかに、マクロ的には2通りの考え方があります。1つは、内生的なタイプとして考えるもの。将来のファンダメンタルズについての行き過ぎた楽観（ユーフォリア）の影響としてバブルができる。この場合、バブルは金融政策の影響を受けるようなものになります。BIS（国際決済銀行）のエコノミストやジョン・テイラーなどの理解はこういうタイプです。

一方、外生変数的な考え方というのは、典型的には合理的なバブルがありますが、自己実現的な値上がり期待による投機、そして資産価格がファンダメンタルズから乖離して上昇する。これは行動経済学的な背景があるのかもしれないし、そうでないかもしれない。いずれにせよ、この場合、バブルとファンダメンタルズは本質的な関連を持たないので、政策の影響は分からない。バーナンキ・ガートラーなどの考えは典型的にそうです。

事務局の設問の「①バブルはなぜ繰り返すのか」について、これには3つの論点が挙げられます。1つは、バブル現象は「抛り代」がさまざままで、特

定の対象だけではないので、何か抑えればバブルが起きなくなる、土地だけとか、株だけというものではないということです。さらに比較的同質的なものでも、バブルは割と簡単に繰り返しできてしまう。球根の例を挙げていますが、チューリップマニアの1637年崩壊というのは有名ですが、少し小規模でヒヤシンスの1730年や、グラジオラスの1919年など繰り返し発生しているというようなこともあります。「抛り代」はたくさんあります。

それから、誘惑する力が強い。バブルの拡大過程では、チューリップであれ、サブプライムローンで手に入った家であれ、それを転売することで周りに濡れ手に粟で利益を上げた人たちがどんどん出てきます。そういう意味では、射幸心をあおる力が非常に強く、人を引き込む力が強い。引き込まれる人がいる間は歯止めが掛からない。これはねずみ講と一緒です。

それからもう1つの要素として、崩壊するまではバブルではないということです。住宅市場の土地神話というようなユーフォリア・タイプの大きなバブルは、「新時代の到来」「画期的なイノベーション」など、楽観を正当化するストーリーが常に生み出されるので、バブルとしてブレーキをかけることへの抵抗は必ず強いものがあります。そういう要素から、バブルというものは非常に繰り返しやすいということだと思います。

「②バブルを未然に防止する方策は何か（バブルをどう把握し、どう対処するか）」という設問ですが、結論として、バブルを未然に防止するというのは無理だろうと思います。バブルというのはクラッシュして初めてバブルなので。市場経済でバブル現象を緩和することはできるのかもしれませんが、未然に防止するということはそもそも無理ではないかというように考えています。

それから、把握できるか、どう対処するかですが、これには幾つかの考え方があります。Fedのコーン副議長のスピーチ等でも読み取れるのですが、金融危機前の主流派的な見解では、バブルの拡大期というのはバブルの大きさは識別できないし、最初の論点とも関係しますが、金融政策が投機的バブルの部分に影響を及ぼせるという保証もない。だから、バブル膨張期には静観するしかない。崩壊期に大胆な金融緩和で対処すればいいということで、後始末戦略が中心でした。ただ、リーマン・ショック後の被害は非常に甚大だったので、今回の金融危機の後になって、連邦準備制度の中でも後始末戦略の見直しの気運が高まっているというのが現状だと思います。

例えばサンフランシスコ連銀のイエレン総裁は、自分は常にではないけれども、ある場合には *leaning against the wind* の政策を取らざるを得ないと思うと言っています。ニューヨーク連銀のダドリーは、金融政策の手段を短期金利に限定するなら、確かに資産価格バブルに対処するには向いていないけれども、単にバブルの拡大を無視すればよいという後始末戦略ではない。金利が最適なツールでなければ、別のツールを探す必要があるのだという話をしています。そうすると、多分この話はマクロプルーデンス・ポリシーの方に心が向いていくということだろうと思います。そういうことが議論されているのが現状です。

次に③の論点、「バブル崩壊後の政策はどうあるべきか」という話ですが、要は、金融政策出尽くしの後の非伝統的な政策というものをどう考えるかということがポイントだと思います。今回登場したのは信用緩和で、これはカウンターパーティー・リスクを含め、信用リスクが金融システムの機能低下の中心的な原因になった場合には確かに有効なオプションだろうと思います。ただ、本来、中央銀行の守備範囲を超える財政政策の領域になるので、中央銀行の独立性を損ないかねないという批判は連銀の中からも外からも非常に強いということがあります。

こういうポリティカルにデリケートな問題を捨象すれば、非伝統的政策のあり方の要点は、金融システムの機能低下の原因によって流動性対策、信用リスク対策の異なった組み合わせを選ぶ、ということだろうと思います。

それから、フットノートの話題ですが、準備預金への付利の話にも触れておきます。なぜこの議論をするかというと、最近、中央銀行のバランスシートの膨張度合いを、金融政策努力やインフレ・リスクの尺度とする議論をよく見かけますが、これは量的緩和の発想で、信用緩和とはあまりフィットしないからです。今回の金融危機では、金融システム安定化のために準備預金への付利を行いながら、各国の中央銀行は大量の流動性供給を行っています。

準備預金に金利を付けるのは、オペレーション上は売出手形と同じように、中央銀行の利付の負債を供給することなので、資金吸収としての性格と紙一重ということですが、準備預金に付利しながらバランスシートを拡大することは、資金の供給と吸収を同時に行う両建てオペレーションなので、量的緩和とは必ずしも言えない。金融システムがもし安定していて、金融緩和政策を目指す場合には、準備預金への金利は理論的にはマイナスにした方がよい。

その方がポートフォリオ・リバランスの誘因を強めることができるからです。スウェーデンのリクスバンクのマイナス金利が特に注目されたのはこのためです。

ですから、連邦準備制度がバランスシートを大きく拡大させているから、インフレをもたらす恐れがあると、ジョン・テイラーなどもそういう議論をしています。それは非常に短絡的な議論で、金融システム危機の下では、金融政策と LLR (Lender of Last Resort) 的な政策が複合的に発動されるのが通常で、マクロ政策の尺度だけで金融政策を見ようとすると間違えるのではないかという点がここでのポイントです。

そういう議論を踏まえて、「④バブルの教訓は何か」ということを考えたいと思います。最初に、バブルはどのようなものと考えべきかということですが、どうもバーナンキヤコーンなど、連邦準備制度の首脳の人たちは、バブルを金融政策の影響を受けない外生的なものとして仮定して分析してきた、あるいは議論してきました。しかし、例えば低金利を維持するという予想に誘発されるユーフォリア・タイプの資産価格の上昇のようなものは、ファンダメンタルズと関係のない外生的なバブルと考えると、非常におかしなことになる。ですから、バブルにはいろいろなタイプがあり得て、それを常にファンダメンタルズと無関係なものとするのは適当ではないというのが第1の教訓です。

次に、Fed がやってきた後始末戦略は、バブルへの対応としては誤りだったのかを考えてみたいと思います。中央銀行の政策の説得力を左右するのは金融経済のトラック・レコードなので、今のところ Fed View への批判、あるいは間違っているのではないかという見方が強いのは、ある意味、当然だろうと思います。ただ、理論的に考えると、BIS View がいいとも言い切れません。BIS View というのが、ファンダメンタルズとバブルの区別にこだわらずにクレジットサイクルを抑制するという考え方だとすると、結果的に金融的不均衡が大きくなり過ぎず、資産価格の大幅な変動は均されるかもしれない、従って金融システムの安定には効果があり得るかもしれないけれども、もし資産価格の上昇の背後にある市場の見方が正しく、楽観が正しい予測だった場合には、不必要に景気を抑えるので、社会的厚生を低下させてしまうことになります。ですから、Fed View の見直しに前向きなイエレンやダドリーというような人たちが、機械的に leaning against the wind の金利

政策が良いというところまでは踏み込まずに、ケース・バイ・ケース、ないし工具箱の別のツールを探すというような方向を模索しているのは、やはり機械的な *leaning against the wind* で行くと、大きな社会的なコストを伴い得ると考えているからだろうと思います。

したがって、教訓の2番目は、今回の経験で BIS View が Fed View に対して理論的に優越しているということが示されたことまでは言えないということです。主要な資産価格の大幅な変動に対してどういう対応をするかは、ケース・バイ・ケース、あるいは時代、国民性、要するにミニマックスで行くのか、それとも期待社会厚生を最大化するのかということに影響されてくるということです。

最後に、規制・監督についての教訓に触れたいと思います。バブル現象がもたらす金融危機についての規制・監督のポイントは、ブーム時の行き過ぎをどうやって是正するかということだと思います。ただ、問題は現実の規制・監督が議論され、導入されるのは、常に危機が起きて、危機の記憶が生々しく、規制の必要性についての世論の後押しが得られて、しかも本当は規制が必要のないサイクルのボトム近辺です。これに対して、規制が本当に必要なのは、危機の記憶が薄れて新時代の到来に世論が酔っている強力な拡大期ということになって、この2つの時期には相当隔たりがあります。本質的な問題はそこにあって、それでどうするかということを考えて方がいいということだと思います。

その意味で、最近面白いなと思ったのは、以前、IMF（国際通貨基金）にいたシカゴ大学のラジャンの、こうした認識を踏まえた上でどうするかという議論です。循環的影響から金融システムを遮断して安定性を維持するための新しい規制・監督のキーワード、一彼がそういう言い方をしているわけはありませんが—として *comprehensive*（包括的で）、*contingent*（状況に応じて）、*cost effective*（コスト対効果のある）という3つのCを挙げています。

comprehensive というのは、規制対象外の組織へ業務がどんどんシフトしていくのを防止するには、最初からレバレッジを伴うような金融機関にはあまねく規制が適用される必要があるということです。*contingent* というのは、規制は必要なときに最大の効果を発揮するけれども、それ以外のときは金融機関を縛り過ぎないことが望ましい。そうでなければ、割と早い段階からこ

れは邪魔だといわれてしまうので、そういう contingency が重要であるということです。cost effective というのは、それと関係があるのですが、必要のないときに縛り過ぎないということは、コスト対効果を高めるといふことと同時に、金融機関のループホール探しの誘因を下げるということになります。そういう意味で3つのCということです。私はこの議論は説得力があると感じたので、3番目の教訓としてまとめておいてもいいのかなと思いました。要するに規制・監督の必要性和世論の支持というのは逆相関する可能性が高い。それを踏まえると、規制・監督が長期的実効性を持つためのキーワードは、comprehensive (包括的で)、contingency (状況に応じて)、cost effective (コスト対効果のある) の3つのCということになります。

【池尾】 時間を守って明解なご発表を頂き、ありがとうございました。それでは、引き続き櫻川先生からお願いします。

【櫻川】 櫻川です。私はマクロ経済全体の中でバブルをどのように位置付けるかというスタンスで発表をさせていただきます。

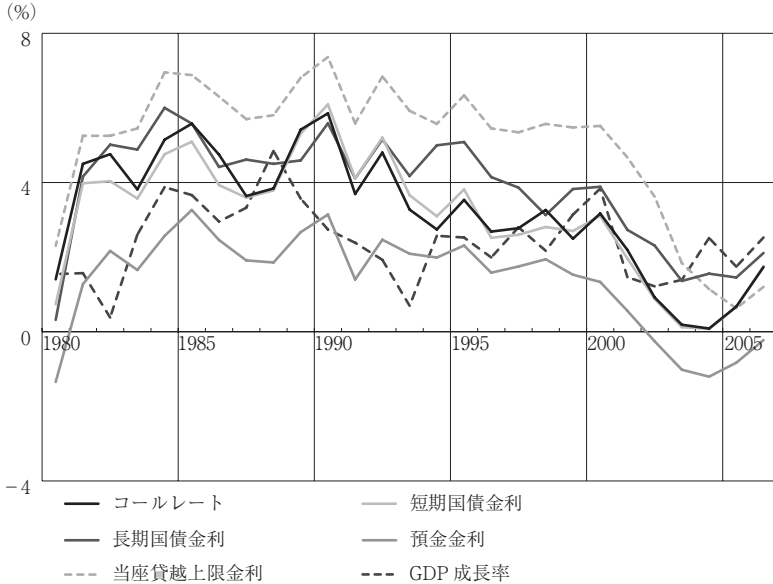
池尾先生が設定された最初の設問についてですが、バブルをどういう風にとらえているかという、非常に単純で、価格がファンダメンタルズを上回るものは全部バブルであると考えています。ですから非常に広くとらえておりまして、例えば、地価のバブルや株価のバブル、貨幣、日銀の発行する日銀券、それから国債もバブルになり得るというイメージで考えております。いわゆるバブルの中でも、「緩やかなバブル」というものと「激しいバブル」のようなものが区別できる可能性はあるという話を後々していきます。

まず、2000年以降の世界経済の非常に大きな特徴は、世界的な低金利であるということをご承知の通りです。「金利と成長率の図」をご覧ください。

G7の7カ国平均の値を、実質値で表記しています。濃い点線で書いてあるのはGDP成長率です。一方、金利についてですが、金利といってもいろいろありますので、5種類ほど図示しています。傾向として最も低いところに位置しているのは預金金利で、一番高いところに位置しているのが当座貸越上限金利です。その両者に挟まれるかたちになっているのが国債の金利などです。

先進国の経済成長率は過去20年、おおむね3~4%でずっと安定していますが、2000年以降、金利が非常に下がってきている。特に2004年以降になると、すべての金利が成長率を下回るということが起きています。この原因

図1 金利と成長率の図 (G7 の平均)



出所) IFS : International Financial Statistics.

をめぐって、世界的な過剰貯蓄であるというようなことがいわれており、貯蓄と投資のバランスで考えると、貯蓄が過剰になれば、当然金利を引き下げることが働くというロジックで議論されてきました。

しかし、世界の地域ごとの貯蓄率を World Bank のデータを利用して測ってみると、世界平均を表すグラフは大体 22~23% でこの 20 年ぐらい安定しています。バーナンキなどが過剰貯蓄だとかとってアジアをやり玉に挙げてかなり批判しましたが、事実はちょっと違うようです。むしろ各地域間の貯蓄率にバラツキがあり、中国のように貯蓄率が非常に増えている国もあれば、アメリカのように逆に貯蓄率が下がっている国があって、相殺し合っている結果、世界の平均は安定しているのです。

では、なぜこういうことが起きたのか。世界全体で、貯蓄に比べて投資が少ないという、いわゆる過小投資の影響だと思います。特に世界的な低金利は実際に 1998 年ぐらいから起きていて、ちょうどアジア危機の直後で、アジアの国々が海外からの借り入れで過剰な投資をすることを控えるようになった時期に対応しています。実際に中南米の諸国なども、その頃から海外

資金で投資するというをやめており、いわゆるエマージング・マーケット系の国々における投資が意外に伸びていないというのが、私の現時点での暫定的な結論です。

標準的な経済学では、金利は常に成長率より高い。ラムゼイ型の成長モデルでは人々が合理的に行動する限り、バブルは起きないということになっています。ところが、明らかにそれとは違う現象が過去10年間、世界的に起きています。最初の図のデータでお見せしたように、金利と成長率の関係も逆転している。

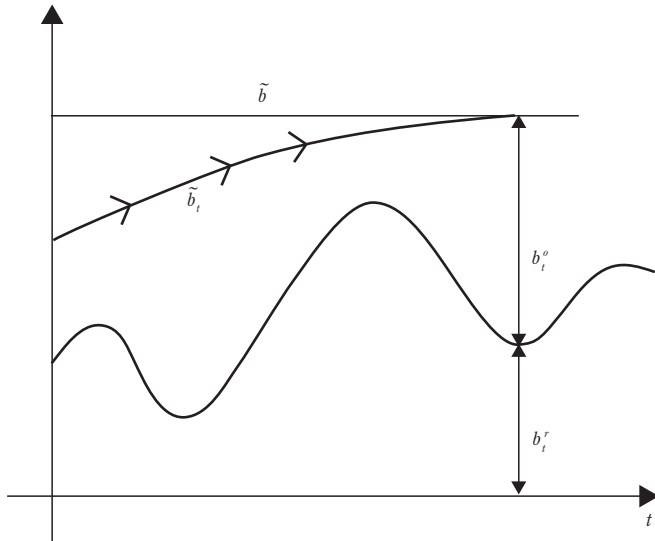
実際、人間が死なないモデルだと、成長率よりも金利が大きいのですが、人が死ぬという、より現実的な仮定を導入すると、金利と成長率の関係は逆転することが知られています。ご存じの方は1985年にティロールが書いたバブルの論文などをイメージされると分かりやすいかと思います。金利と成長率が逆転したときに、銀行預金をするよりもバブル資産を購入する方がもうかります。モデルの世界では、バブル資産は経済と同じペースで成長すると考えますから、バブル資産の収益率は成長率と等しくなります。ですから、利子率が成長率を下回るとき、人々はバブルを持つということになり、バブルが持続可能になり得るのです。ここでバブル資産というのはどんなものかを考えているかという、貨幣、国債、株式、不動産、それから資源、あるいは絵画などを指します。しかも、必ずしも価格が暴騰するようなバブルではなくて、成長率と同じぐらいの率で緩やかに伸びていくようなバブルをイメージしています。

さらに議論を進めていくときに、利子率といったときに意味があるのは一体どの金利なのか。銀行金利に限るならば、預金金利なのか、借入金利なのか。この区別はものすごく大事です。今まで議論されている世界では、安全資産の金利である預金金利になります。従って、成長率より預金金利が低いときにバブルは発生するわけです。

ここで意地悪な質問をするとすれば、成長率が預金金利と借入金利の中間に位置するときはどのように考えたらいいのか。そのときは、自己資本でバブルを買うということはあるけれども、借金をしてまではバブルを買わない。ですから、バブルは起きるけれども、そこで激しいバブルの高騰のようなことは起きない。これが、ティロールが描いた世界と整合的な世界です。

ところが、現実においては時々、借入金利よりも成長率が高いときがあり

図2 バブルの代替



出所) 櫻川作成.

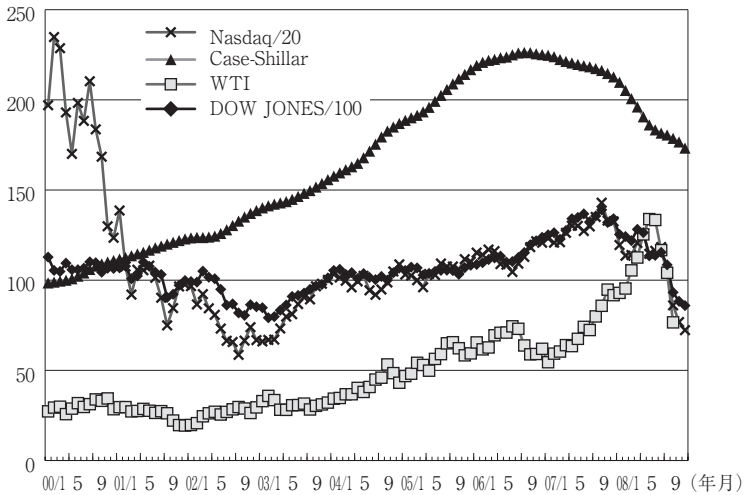
ます。そのときに激しいバブルが発生すると考えることができるのではないかとというのが、今、私が考えていることです。

いわゆるバブル経済というものは一体どういう特徴があるのかを、3つにまとめてみました。まず、金利が成長率を下回るときにバブルは発生する。次が、バブルと経済は同率で成長する。つまり経済が3%で成長すれば、バブルも3%で成長する。最後に、バブルの総和とGDPが同率で成長すればいい。ここでいうバブルの総和とは、1つ1つのバブルではなくて、経済全体が支えることのできるバブルの総量と定義することができます。そして、均斉成長経路上では、バブルの総和とGDPが同率で成長すれば、バブル経済は持続可能であるということです。ということは、複数のバブルがあるときには、個々のバブルがランダムウォークしても構わない、ただし、足し合わせた合計が規則的な動きをすればいいというようなかなり過激なインプリケーションになってきます。

「バブルの代替」という議論がありまして、それが図2で描かれているものです。

バブルの総和は右上がりの漸的に水平なところに向かってるように描

図3 アメリカのバブル

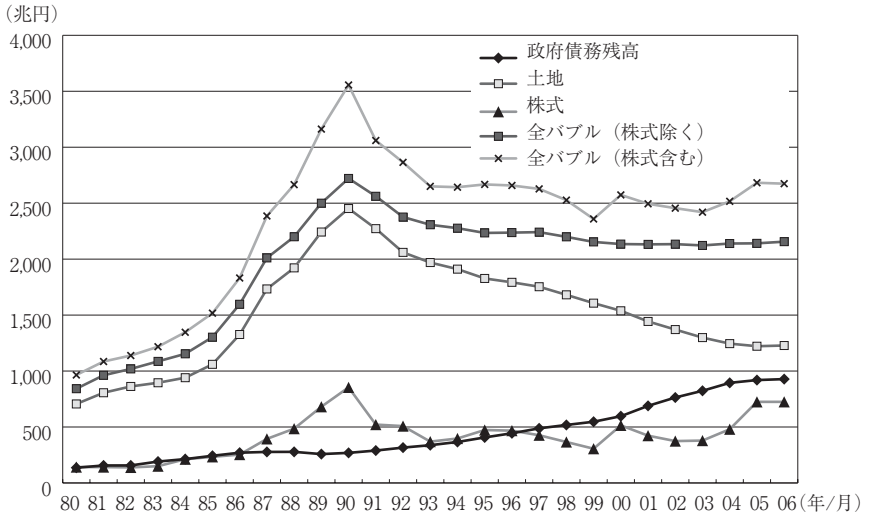


出所) Bloomberg他.

かれますが、2つのバブルがあったときに、ここでぐにゃぐにゃと描いたように、配分はどんどん変わっても構わない。こういうことも理論の枠組みで、別に行動経済学を前提としなくても、合理的な個人を前提とした世界で説明は可能です。

実際、ここで述べた世界観に近いことが現実に行き起きているかどうかということを見ていきます。次に描かれているのが「アメリカのバブルの図」です。Nasdaq と記されたグラフは2000年頃のITバブルではじけた後、住宅地価格指数を表すケースシラー指数 (Case-Shillar) のグラフが徐々に上がりだしてきています。そして2006年ぐらいでピークを打って下がりだすと、石油価格指数を表すWTI (West Texas Intermediate) のグラフが、その頃から上がりだしてきています。このように、バブルが1つはじければ、ほかのバブルも全部はじけるのではなくて、人々が、1つのバブルがはじけたら、余ったお金を次のバブルに投資しようとするので、次から次へとバブルの投資先が変わっていくことで、結局、このようなことが起きるのではないかということが傍証としてあると思います。ただ、量的な関係で、消えたバブルに等しいサイズの新たなバブルが生まれるかどうかということまでは、この図では分かりません。ただ、質的な傾向はあるということです。

図4 日本のバブル代替



出所) 国民経済計算年報。

次に日本を見ていくと、やはり金利と比べて成長率が高い時期（1980年代半ば以降）に、いわゆるバブルが発生しています。あのときには激しい地価の暴騰がありました。

その後、だいぶ安定してきましたが、名目成長率と預金金利が大体同じぐらいです。そういう意味では、緩やかなバブルのようなものは、日本経済でもずっと維持可能な領域にあると見てよいのではないのでしょうか。

最後の「日本のバブル代替の図」ですが、これは日本のバブルを全部足してみようとしたものです。どのように考えたかという、バブルの疑惑のある資産は全部足してみる。政府債務である国債と日銀の発行する貨幣、それから土地と株を全部足し合わせたものが一番上に描かれているグラフです。2,600兆円ぐらいのところ、1992年以降ものすごく安定しています。ですから、1990年初め頃のバブルの崩壊の後、地価は一本調子で下がっていますが、そこで失ったお金はどこへ行ったのかという、実はじわじわと国債がその資金を吸収してきたと考えれば、日本では土地から国債へのバブルの代替があって、地価下落で金融システムがガタガタになったけれども、財政は維持されていると解釈できます。国債残高は非常に増えているのだけれど

も金利は安定しているということが一応、この枠組みで説明できます。

最後に、バブルの教訓をどのように考えたらいいか。最初に池尾先生がおっしゃったように、バブルは頻繁に起きるとというのが基本的な認識です。利子率が成長を下回ってきているというのは、実は最近10年だけの特徴ではなくて、ひょっとしたら歴史的趨勢かもしれない。なぜかという、長い歴史のスパンで見ると、人々の教育水準は非常に上がってきています。それはどういうことかという、人々が遠い先の将来までちゃんと計算することができるようになる、つまり我慢強く行動することができるということです。利子率は歴史的にもそうですが、低下傾向になる。一方で、技術進歩によって、産業革命のあたりから、世界の経済成長率はどんどん上がっている。ですから、教育水準が上がってくれば、成長率は上がって利子率は下がってくるので、これは逆転しても別におかしくありません。人間が賢くなると、ひょっとするとバブルが起きやすくなるのかなと。これはどのように考えたらいいか、まだ分かりませんが、バブルをほぼ前提として排除してきたこれまでのマクロ経済学は、基本的に変容を迫られていると僕は思っています。

個人的なことですが、私はどうもこの辺が気に入らないので、自分が書いた論文の中では、いわゆるラムゼイ・モデルを使ったことはほとんどありません。マクロ・モデルでは必ずといっていいほど世代重複モデルを使っています。要するにバブルを排除しているという点が僕には気持ち悪かったということです。

バブルへの処方せんですが、利子率と成長率の問題だと考えれば、主要国が協調利上げをやっていくのが有効な手段になり得ると思います。自分の国だけやると、ほかの国が利下げをしているときには（負の）隣人窮乏化効果のようなことが起きますから、それは事実上できないけれども、協調利上げというのは少なくとも短期的な効果があるのではないかと。それから、バブルをもたらしているのは、過剰貯蓄と過小投資の問題が基本的にあって、余剰資金がバブルへ流れていくということですから、これを解決すべきであろうと思います。そのためには、時間はかかると思いますが、金融商品を開発していくなどして、金融システムを強くしていく必要がある。特にアジアにお金が余って、それがアメリカなどに流れていって今回バブルが悪い方向に進んだということを考えると、やはりアジアのお金はアジアの中でうまくリサ

イクルできるような仕組みを考えるのが望ましいのではないか。そういうことを考えると、例えば伊藤隆敏先生などがおっしゃっているアジア・ボンド・マーケットの構想などは、実はそこにはまるのではないかなと思います。以上です。

【池尾】 ありがとうございます。順調な時間進行で来ております。では最後のご報告になりますが、小幡先生、よろしくをお願いします。

【小幡】 小幡です。よろしくをお願いします。まず、要領よく、挙げられている論点に対する答えということから始めたいと思います。

まず、バブルとは何か。櫻川先生も広い定義ですが、私の場合、経済はすべてバブルという立場を取っていますので、基本的にすべてバブルです。どういう意味かという、成長経済というか、流動性のある資産市場というのは常にバブルにならないといけない。つまり、資産市場ですから、将来のものを折り込んで価格が形成されているのに、値上がりをみんな期待しているという、もともと非常に矛盾しています。流動性があるということは誰かに売ってもらうということですから、そういうマーケットにおいては必然的にバブルが起きるということです。

それは「①バブルはなぜ繰り返すか」につながりますが、これはみんなバブルが好きだからということです。好きだからというのはどういう意味かという、必ずチャンスがあるということです。バブルは早めに乗って早め降りれば必ずもうかるということは、基本的には時期を限れば、回収率がプラスの宝くじというか、全員が勝つくじのようなものなので、取りあえず乗る。ですから、チャンスがあれば乗る。その背後にあるのは、（池尾先生がまとめてくださっているように、）個別に言えばエージェンシー問題で、プロのファンド・マネージャーであれば、アップサイドはもらう、ダウンサイドは首になるだけなので、怖くも何ともない。アップサイド20億円、ダウンサイド0であれば、基本的には乗る。そういうエージェンシー問題があるところへ、そういうプロがたくさん市場に集まれば戦略的相互依存になって、みんなが乗るのであれば乗った方が得だということになるので、バブルは繰り返すということです。

ですから、プロのマーケットであればあるほどバブルは起こりますし、金融市場が高度化することによってプロが増える。つまり、資本と頭脳の分離と呼んでいますが、プロの運用者が増えれば増えるほどエージェンシー問題

は激しくなって、かつ競争も激しくなるということで、現代においてはより一層バブルが頻繁に激しく起こるということだと思います。

未然に防止する方策については、バブルは把握できるかできないかということですが、個人的に、投資家として言う、そのマーケットにいれば必ずバブルは分かりますが、分かっている乗った方が得だと。そして、バブルは壊れたら困るので、バブルだと一般には言わないというのが基本です。なぜそれが防止できないかという、つぶすと怒られるので、つぶすインセンティブが誰にもなくなり、つぶせないということです。ですから、防止するためには、つぶしても怒られない立場に立った人がつぶす権限を持つということですが、これは本来、中央銀行の役割だと思います。今回のアメリカのケースでは、それを嫌がってバブルをなかなかつぶさなかったということです。

3番目は、過剰流動性供給に金融政策で対応するのはジレンマではなく、適切なものだと思います。問題は、バブル崩壊後には、実体経済もバブルに巻き込まれているので大不況になることです。これは金融機関及び個人がファイナンス的にだけでなく、メンタル面でもダメージを受けたということで、山高ければ、谷深しとなり、長くなるので、これには財政政策、ないしは実体経済の問題として対処せざるを得なくなります。

バブルの教訓は何かというと、別がないというか、いつものことが起きたということです。ただ、今申し上げた構造がより明確になった、つまりプロが投資しているからこそ起こるとか、決してなくなるものではないということが、今回の教訓としてより明らかになったと言えると思います。以下、もう少し詳しく、時間のある限り、説明させていただきます。

まずバブルの防止政策について、櫻川先生と反対の立場を取りますが、金利政策は効かないと思います。なぜかという、初期の段階で高金利であれば、確かにバブルは起きにくいでしょう。ただ、いったんバブルが起きてしまえば、金利を上げて手遅れではないかと思っています。例えば大恐慌前の1920年代のバブルのときには、最後は金利をかなり上げていましたが、バブルは最後により激しくなっはじけました。日本も金利だけではなかなか効かない。私は、金利ではなくて量が効くと思っています。

なぜ金利が効かないかという、ファイナンスするコストが上がれば、その分、そのコストに見合うリターンを狙って投機してくるので、より投機的

な投資行動が促されます。このような場合、いったんバブルが始まった後に金利を上げるのは逆効果になることが多いと思います。

一方、数量規制の方は、バブルは、結局、量の問題、どれだけ資本あるいはお金を動員できるかというところにかかっていますので、資金流入を絞れば一先ほどの翁先生の議論にありましたように、すべての投資家、すべての機関、すべてのマーケットに対してコンプリヘンシブに効かせないといけないわけですが、日本の不動産の総量規制にも見られたように、非常に効果的だと思います。

今回の危機（リーマン・ショック後の危機）の背景となったバブルの場合、世界的に見て数量的に資本が余ったというマクロ現象がすごく大きかったのではないかと思います。それをマクロ的背景としつつ、ミクロ的には、既に説明したように、高度な金融市場の発達によるエージェンシー問題が激しくなっていました。証券化というのはその象徴で、信用をあえてずたずたに切ることによって、信用なしに投資できるような関係を作ったということです。ですから、いったんバブルが終わればひどいことになります。信用のない金融の崩壊は必然なのです。

次に、今回のバブルはリスクテイク・バブルだということです。バブルが必然だというのは、みんなバブルが大好きであることによっています。リスクはリスクであるからリスクであって、リスクと思わない人が多数になればリスクではなくなります。それはどういうことかということ、お金がマクロ的に余っていて、国債の金利が下がり、何かもうちょっとリスクがあってもリターンが欲しいと思っているときでも、誰も投資していない資産はリスクが高過ぎて投資できない。そういうところへの投資は、流動性がなくてリスクが高いので割安になっている。そういう場合に、その資産をある一定規模以上の有力な投資家が買えば価格が上がってくる。世界全体でリターンの機会が少なくリターンが渴望されている状況では、特定資産にある程度の投資が流れれば、その流れにみんな乗りたいと思う。そうすると、最初にリスクのある資産に対して、リスクを取って投資した人は、それを売れば、リスクなしにもうかることになった。そうすると、マクロ的にお金が余っているときにリスク資産に投資するのは有利な戦略だということになり、リスクを取ることがはやった。それがリスクテイク・バブルです。

これは現代金融市場の宿命と言えると思います。先ほども触れたように、

資本同士の競争，つまり投資先が枯渇してきて運用先を求めている状況で，投資家に投資先・運用先の争奪戦が起こると，もうかる機会により一層殺到する。リスクテイク・バブルが起きた場合に，そのもうかる市場を見逃す手はないので，皆が入ってくることになります。

ここでは先ほどお話しした資本と頭脳の分離も生じています。バブルだと分かって冷静に回避する投資家は，前半では必ず損をします。なぜなら，隣の人はバブルに乗って，自分はバブルに乗らないと，お金を預けた人から怒られる。つまり，みんな2倍にしているときに20%しか増やしていないやつは駄目ということで首になる状況ですから，まじめに運用して首になるのだったら，バブルに乗った方がいい。それがはじけてもたかだか首になるだけですから，勝負した方がいいということになるのです。

そういう状況では，2倍になってみんなうれしいのですが，今度は出資者は2倍にしてもほめてくれない。なぜかというと，全員2倍にしているので，普通という評価なのです。そうすると，ライバルに勝たなければいけないのでどうするかというと，レバレッジを効かせる。つまり，どうせ倍になるのだったらありったけ動員した方がいいということで，10億円預かっていても，さらに50億円借りて60億円を投資して倍にすれば7倍にして返すことができるので，出資者は喜ぶという，レバレッジ競争になるのです。

そうすると，さらにバブルは激しくなります。なぜかというと，全員がレバレッジを効かせるということは，ファイナンスができれば，デットの出し手があればということですが，トータルの投資総額は増えます。一方，投資対象は増えないとすると，投資対象資産は確実に値上がりする。つまり，このマーケットの構造を読めば，リスク資産に必ず投資した方が良くなって，バブルに乗れば乗るほどもうかる。それで先に乗った者勝ちということになるということです。

ですから，プロであればあるほどバブルは起こりやすい。現代の金融市場においては，金融資本は構造的に自己増殖本能を持つことになり，それを止めるのは難しいということです。ちょっとメディアチックですが，私はこれをキャンサー・キャピタリズムと呼んでいます。

今後についてですが，金融資本主義が終わったという見方もできると思います。という1つの理由は，櫻川先生のお話にもちょっとつながりますが，世界的に先進国においては高度成長期は終わり，オイルショック後，実体経

済の方でリターンの機会がなくなった。一方、金融資本は積み上がっている。途中でいろいろなバブルも起きたので、お金が余る。そうになると、投資先がないので、金融資本が金融市場の中だけで膨張したいという欲望が高まったので、バブルが起きてはじけた。そのようなとらえ方をすると、金融資本が余ったのは史上初めてというのにはちょっと怪しい部分もありますが、その反動だとすると、今後いわゆる BRICs 等が実体経済で金融資本の膨張を上回るスピードで成長してきたとしても、そこでもうかったお金は、金融資本となり、結果的に金融資本は余り続けますから、金融資本がいったん実体経済の成長を上回ってしまった以上、金融資本というのは余るので、資本の希少価値はどんどん減っていくことになります。

ということは、今後、余った金融資本が反動で金融市場で増える機会を奪い合う戦いは、すごい局地戦になるのではないかと。金融市場の中ではお金は余っていますが、すごく局地的な金融市場においてバブルが起こるのではないかと思います。ただ、時代が進んで、ファイナンシャリーにもメンタリーにも世界全体が回復してくれば当然バブルは再び起こるわけですが、この先は当面、全面的なバブルは起こりにくいのではないかと考えています。

最後に、時間がないので詳しく説明できませんが、局地的バブルが起きた例として、分割バブルの話に触れたいと思います。2003～2005年頃、日本で株式分割をすると株価がすごく上がるという現象が見られました。なぜそんなことが起こったかという、これは分割された株が2ヵ月間だけ取引できないという制度に由来していました。つまり、分割された株は2ヵ月後にやってくるので、その間は株が手に入らないことになり需給バランスが崩れたのです。この場合、そのバブルは2ヵ月後には必ず終わるはずで、ゲームの終わりは決まっています。しかもそれは誰もが分かっている。にもかかわらずバブルは起きた。つまりこれはバブルだと分かっている、みんながゲームをしているということを端的に表す例になっています。以上で終わりです。ありがとうございました。

【池尾】 どうもありがとうございました。それでは、コメントを頂くということでもよろしいでしょうか。5分から最大10分ぐらいでコメントを頂きたいと思います。では、深尾先生からお願いします。

【深尾】 3人の発表を伺って、頭の中が非常に整理されたというか、むしろ悲観的になったというのが正直なところです。私ももともと悲観的で、そもそ

もバブルが事前に止められるとは、あまり思っていません。ただ、「何もできない」とまでいうのはちょっと言い過ぎではないかと思っています。

中央銀行の金融政策について、仮にインフレ・ターゲットを採用するにしても、インフレ・ターゲットには、通常、幅があるわけです。例えば2%プラス・マイナス1%というようなターゲットを設けている場合には、そのプラス・マイナス1%の間では金融政策に自由度があるわけです。そうすると、資産バブルだなど、小幡先生の見識によればマーケットはみんな分かっているという話ですので、中央銀行にも分からないはずはない。そのような状況であれば、むしろ金利を高めに置いて、インフレ率はインフレ・ターゲットの幅の下限を目指すぐらいの締め方にして、ある程度バブルを冷やすのが望ましいと思います。金利を引き上げても完全にバブルを止めることはできないでしょうが、バブルの山をある程度削ることは可能だと思います。小幡先生の意見では金利引き上げはむしろバブルを加速するのではないかという話ですが、私は金融をある程度締めておけば、全体としてみれば将来の実物資産や株式投資の予想収益率などが下がってきますから、ある程度はバブルの加熱を抑制できるのではないかと思います。逆にバブルの崩壊過程では金利を低めにしてインフレ・ターゲットの上限を目指すような金融政策をすれば、バブルの崩壊のペースを緩めることができます。そこでインフレ・ターゲットの上限と下限の間の金融政策運営の自由度を用いてセカンダリーな目標、つまりバブルをなるべく大きくしないし、つぶれたら被害をなるべく小さくするといった形の政策ができるのではないかと思います。

中央銀行の目的関数の形状で言えば、レキシコグラフィックな関数というか、一般物価の上昇は必ず達成するのだけれども、それを達成できる一定の範囲内において裁量を使うことで、多少は資産バブルを抑制できるのではないかと思います。

2つ目のポイントは、現在の銀行資本規制はかなりプロシクリカルだという点です。例えば貸倒の引当率についてみると、過去数年の実際の貸し倒れ率を使って引当をしているので、景気がいいときは当然少ない引当金でよいのですが、景気が悪くなるとたくさん引当金が必要ですから、自己資本がサイクルを拡大するように動く。この対策としては、自己資本比率規制において、使うデータを例えば過去30年なり、非常に長期にして、その期間における最悪のケースに耐えられるだけの資本をバッファとして持たせること

が考えられます。例えば貸し倒れ率であれば、日本の金融不況時、例えば1998～2003年ぐらいの一番悪化した頃の比率で引当を置いておきなさいと規制する。その代わりに、景気が悪化しても引当率を上げる必要はないという形でやってみようか。

そうすると利益が出ないと銀行は言うかもしれませんが、そうであれば、従来の短期間で計算した引当率から計算される利益は損益計算書に計上してもいいけれども、その利益は配当してはいけないという規制が考えられます。つまり、好況時の会計上の高い利益は不況期にそなえて内部留保で保有させるというやり方があるのではないかと。つまり、利益として認識してもいいけれども、配当不能な形で資本を積んでおきなさいと規制する。景気が悪くなった場合は、銀行はその引当金をバッファーにする。バブルは完全に抑えることはできないし、これからもバブルは起こってくるだろうと思いますが、自己資本比率に対する規制のプロシクリカリティを変える、あるいは金融政策にある程度自由度を持たせた上で裁量的に動かすことを認めるのが望ましいと思います。

また金融政策運営にインセンティブを導入することも考えられます。中央銀行の政策委員について、政治的に不人気なバブルの最中に引き締めをしてバブルを止めても政治的なペナルティを受けないような身分保障をすることはあり得る。例えば中央銀行のトップの給与を上げると同時に、上げた部分は全部退職金に積んでおいて、退職後10年間したところで運営に問題がなければ（事後的に見て正しい行動をしていれば）支払うなど、中央銀行の幹部の報酬もそういう形で、バブルを起こさないようにするインセンティブを与えることも考え得るのではないかと思います。以上です。

【池尾】 では、引き続き柳川先生お願いします。

【柳川】 とても重要なことをいろいろ多岐にわたってご議論されたので、話すことはたくさんありますが、手短かに5点ぐらいにまとめてお話をさせていただきます。

1点目は、池尾先生が最初に提起されたバブルとは何かという話で、お話を伺っていると、1個に決めることはできなくて、多分いろいろなものが入っているのだらうと思います。それをバブルという言葉で全部片付け過ぎているのではないかと。バブルにはもう少しいろいろなタイプのものがあるので、言葉を変えるのがいいのかどうか分かりませんが、分類して議論をこな

いと、全部を一括してバブルだといっていると、この先、議論が随分乱暴な話にしかならないのではないかという気がします。

翁先生のところから少しお話がありました。が、そもそもファンダメンタルズが動いているというように判断すべき話と、ファンダメンタルズから明らかに乖離している話とは多分区別すべきです。それから、なぜ乖離しているかということでも、やはりいろいろな理由がありそうだということです。小幡先生のお話の最後の方に出てきたような相場操縦的な話や、仕手株がバツと上がって行ってガタツと落ちるようなこともバブルと言えばバブルですが、そういう話と、櫻川先生が議論されているようなマクロ的な大変動とは、メカニズムがよく似ているので、経済学的・抽象的には同じかもしれませんが、随分違う話だろうと思います。それから、ゲーム的な状況で起きている場合とそうではない場合とでもかなり違うと思います。その辺の整理がまずは必要なのかなと思いました。

それに関連して、プロ向けのマーケットの話は私も非常に共感する部分がありますが、では自分のお金を持っているプロは、こういうときにどういう対応をしていたのだろうかという話や、あるいはプロがいなかった時代にもバブルは起こっていたので、そここのところはどう答えるのか等、幾つかそういう疑問を感じました。あまり個別に突っ込んでいくと時間がなくなってしまいますが、何かお答えをお持ちであればぜひ教えて頂きたいというのが1点目です。

2点目は、金融政策や低金利の影響が随分話題になりましたが、いわゆる基本的なマクロ経済学の教科書に出ている議論では、金融緩和策をすると低金利になり、それにはGDPを押し上げる、ないしはインフレを引き起こすという話が出てくるわけです。そのインフレとバブルの発生との関係は一体どうなっているのでしょうか。私自身、反省と疑問の気持ちをずっと持ち続けているのですが、今日の話では、金融緩和で低金利にすると資産価格が上がるということになっていました。そういうことは事実でしょうが、典型的なマクロの教科書であれば、それはインフレになったはずなのです。なぜインフレにならずに資産価格が上がったのか。ここの部分にお答えを出して頂くのはなかなか大変だとは思いますが、これはやはり非常に大きな疑問です。これに答えないと、金融政策というのはそもそもインフレのコントロールだったはずですが、それを資産価格のコントロールに向かわせるべきかどう

か、という大きな命題には答えられないのではないのでしょうか。

それに関連する3点目として、言い方は皆さんいろいろ違ったのだと思いますが、余ったお金がバブル資産に、あるいはバブルに流れていく、それで資産価格が上がるのだという話をされたかと思います。しかし、流れていくには流れていく理由が必要なはずで、単にお金が余るだけでは、そちらに自然には流れていかないのだと思います。流れていくための必要条件が要るのだと思いますが、その必要条件が何なのかということがよく分かりません。そこをどのように考えればいいのか。小幡先生のお話でいくと、とにかくみんながワッと流れるのだという感じですが、そこにはやはり何か必要条件があるのではないのでしょうか。心理的な要因ですべて動くのかどうかというあたりがちょっとよく分かりません。バブルはなぜ繰り返すかという前半のあたりです。

4点目に、未然防止策とか政策の対応などの話でいくと、やはり Fed View のような話は、こういう事態になってくると私も非常に違和感があります。翁先生のお話にも関連する部分ですが、この点は、バブルは未然に防止できるのか、バブルは把握できるのかという話を地震予知に置き換えて考えると、分かりやすいような感じがします。地震は未然に防止できるのか、地震の事前情報は予知できるのか、把握できるのか。これは当然、できるのかできないのかというと、防止は100%はできません。把握も100%はできません。バブルも100%は防止できません。100%は把握できません。地震予知の場合は、しかしその努力を続ける、少しでも把握できるようなところに注力をするという方向に向かうわけです。それについてはお金の使い過ぎだという議論もあるかもしれませんが、そちらの方向に向かうわけです。金融政策の場合もそのような方向で考えていく、少なくとも中央銀行は考えていくべきなのではないのでしょうか。

Fed View は、地震予知の話でいくと、地震は予知できない、だから地震予知の学者ができることは、地震が起こった後、できるだけ素早くがれきの山の撤去ができる技術を身に付けることだけだという話になってしまうので、それではあまりにもひどい。結局、大地震のような大きなことは、起きた後では取り返しがつかないから予知が必要なわけです。今回のバブル崩壊も、今回だけなのかもしれませんが、起きてしまうと、やはりそこで素早くは手を打てないことがある程度分かっているのだから、事前の予知がどこまでできる

か分かりませんが、そういう努力をしていかななくてはいけないのかなという気がします。

5番目は、マクロ・プルーデンスや、様々な金融安定化政策については、金融の安定化や危機回復対策としてはいろいろ議論があって、深まってきていると思いますが、私はこれがバブルの未然防止策としてどこまで役立つのかという点がさっぱり分かりません。ここはまだ議論が全然できていない気がします。金融安定化のために、いろいろな自己資本規制や報酬規制をすれば、それがバブルの防止につながるかどうかという点、そこは全然つながりがないような気がするのです。これは別に考えないといけないのではないのでしょうか。少し長くなってしまい申し訳ありません。以上です。

【池尾】 どうもありがとうございます。では、ディスカッションをする時間を1時間近く確保できましたので、それに入りたいと思います。まず設問のうち、バブルは何かという定義の話と、バブルはなぜ繰り返すのかというメカニズムの話は関連していますから、この2つを併せたぐらいのところを最初に少し議論したいと思います。

柳川先生がコメントの1番目におっしゃったことが、まさにまず議論すべき点だと私も思います。バブルと一言でいい、資産価格のファンダメンタルを超える上昇といっているけれども、その背後にあるメカニズムなどを考えたときに、幾つかの類型なりタイプに分けてとらえるべきではないか。それを1つとしてとらえてしまうと、どうしても議論が乱暴になってしまうのではないかということは、私もまさに思っているところです。

私が当初考えた整理でも、「バブルは純粋にマクロ的な現象か」という問いを考えたのですが、マクロ的現象としてのバブルというのも確かにあると思うのです。櫻川先生がお話しになったようなバブルは、まさにマクロ的現象としてのバブルという話だと思います。それに対して、小幡先生が議論しているような、機関投資家というか、そこでは洗練されたプロ投資家 (sophisticated professionals) と表現していますが、そういう人たちが主たるプレーヤーであるような市場で起こる話の場合、それはそれで純粋なマクロ的現象とは違うメカニズムで動いているところがあります。ここを分けて議論しなければいけないと思います。

純粋にマクロ的現象としてとらえられるバブルについては、対策に関して、金融政策による対応などがある程度有効だという議論をしていけると思

いますが、金融市場のマイクロ・ストラクチャーなどに根ざして起こるような出来事については、それに金融政策で対応しろというのも、ちょっと筋違いという話になると思います。このあたりは、バブルとっているけれども、それは何種類ぐらいに分けて理解するのが今後の議論にとって有益か、もしご意見があればお願いしたいと思います。

マクロ的な現象としてのバブルというのがありますよね。それ以外もあるだろうということについてはどうですか。

【小幡】 それは、実体経済を幅広く巻き込むバブルと金融市場だけで起こるバブルという分け方もあるということですね。

【池尾】 そうですね。

【小幡】 それはありますよね。

【翁】 きれいに分けられるかどうかが結構問題で、小幡先生の言っておられるような個別市場についてのバブルは、それこそチューリップも、サブプライム・ローンで借りた住宅にも起こりうるので、必ずしも洗練された投資家だけには限らず、多様な資産市場で起こるものです。しかし問題は、バブルのメカニズムそのものが、マクロ変数にも入り得るものなので、例えばバーナンキやガートラーが金融政策のモデルに組み込んだバブルは不安定化投機タイプのものになっているのです。そのことは、いわばミクロ的なバックグラウンドとして小幡先生がされたような話とも整合するので、マクロとそんなにきれいに分かれないう、連続的につながってしまう可能性があるということです。ですから、分けなければいけないという、いろいろな要素があることは確かだけれども、違う箱に必ずしも入ってなくて、箱をまたがっているものがあるかなりそう気になります。だから議論が混乱しがちだという要素もあるのではないのでしょうか。

【櫻川】 私はバブルを広くとらえておりまして、頭の中でいいバブルと悪いバブルがあると考えています。同じような資産であっても、いいバブルのときと悪いバブルのときがあると思います。例えば貨幣などでも、物価が安定している状況では、それは流動性の供給であるとか、経済取引を円滑に進めて経済の規模を拡大させるわけですから、これはいいバブルであると。ところが最近のジンバブエでのハイパーインフレのようなことが起きたりすると、貨幣の存在が経済活動を混乱させているので、それをいいとは言えない。

地価についても、地価バブルというと1980年代後半のあのバブルを思い

出して悪いバブルととられがちですが、1960年代や1970年代の高度成長期においては、日本の企業が土地を担保にすることで借入れを円滑にすることができていたので、あの時期にバブルが悪いかという、必ずしもそうではなくて、むしろ地価バブルがいい方に働いていたのではないかと思います。

そういうことを考えると、同じ資産のバブルであっても、行き過ぎなければいいバブルもあるし、行き過ぎると悪いバブルとなるので、バブルというものを評価するいろいろな軸があると思いますが、あまり切り刻むとかえって混乱する側面もあるのではないかと思います。

【池尾】 櫻川先生がおっしゃっているバブルというのは、資産価格の持続的上昇というような現象と、どこで区別されるのですか。資産価格が経済の成長率と同じようなペースで上昇しているという事態を全部バブルと呼ぶのかという……。

【櫻川】 データなどを見てみると、やはり高度成長のときに経済が大体8～10%の率で成長しているときに、地価は14～15%で上昇したりしています。均斉成長だったら10%までがファンダメンタルズで、残りの5%はバブルという考え方ができると思います。その5%のバブルがいい方向に働いていた時期があったと思います。非常に持続的な成長の中で、バブルの部分がプラスの方向に働いていたのではないかなという認識です。

【深尾】 不動産価格は、私も長期でグラフを書いたことがあります。市街地価格指数と名目GDPの比率を見ると、1950～60年代は割と安定しています。1960年代の終わりから1970年代初めの大インフレのときに1回上がって、下がっています。ただし地価の絶対水準は下がってなくて、物価が上がったので、名目GDPに対する地価比率が下がっている。ですから、1回上がって、下がっているのですが、その後は今度、1980年代バブルで上がって、今はもうバブル前よりも下がった状態にあります。ですから、1960年代の地価の上昇全体をバブルというのはどうかなという感じがします。ただ、通貨については物価が安定しているときに、わずか十数円で印刷できる1万円札が、1万円ですっと流通し続けるというのは、バブルをうまく生かして使っているのだらうと思います。そういう意味では、ファンダメンタル・バリューからうんと違った価値の紙切れが経済で動き続けるというのは、うまいバブルの使い方なのだらうと思います。

【池尾】 ではちょっと設問を変えて、定義から、バブルはなぜ繰り返すのか

というところに比重を移したいと思います。それこそ今日もご紹介がありましたチューリップ・バブルから始まって、バブルというのは昔から繰り返して起きているということが事実である反面、最近というか、21世紀に入ってからバブルが起こる頻度ないし広がりが増大しているのではないかという話がもう一方であると思います。ですから、バブルに類型があるということと似た話になりますが、昔から繰り返しているという意味での共通のメカニズムのようなものと、やはりそれを加速化させている、ないしは増幅しているような要素なり変化なりが最近起こってきているのかどうか。それは、既に議論していることで言うと、金融市場の機関化現象が加速化しているというようなことがやはり影響しているのか。近年になってバブルは増えているのではないかという、そのあたりはいかがでしょうか。

【櫻川】 世界的な金融市場の自由化の進展が非常に不安定に変動しやすい市場を作っているということ、先物を使った通貨アタックが仕掛けやすくなり、価格が乱高下する可能性は高まっていることなどがあり、その中でバブルも起きやすくなっているというのは当然あると思います。

では、2000年以降のバブル的な傾向が、もし金利がこんなに低くなかったら果たして起きたかという、私は少し疑問に感じています。例えば金利がもう少し高めにあれば、アメリカの住宅価格バブルはあのような形では続かなかった可能性も考えられる。そうすると、証券化の問題もこれほど拡大しなかったかもしれません。やはり世界的に貯蓄がどんどん増えていく一方で、エマージング・マーケットが思ったほど伸びてこなかったのも、世界経済全体における過剰貯蓄という傾向が定着してきたということが1つ大きな原因ではないかと私は認識しています。

【深尾】 Mark to Marketの時価会計と、それからもう1つは時価会計と似て非なるものでMark to Modelということがありますが、この2つで見かけの利益を作りやすくなったのではないかという気がしています。例えばデリバティブ取引では、Mark to Marketというのは嘘で、実際にはMark to Modelが行われています。しかもそのモデルはインハウスで定められ、各投資銀行は内部のモデルで価値を評価しています。

デリバティブ取引であれば普通は取引当事者の勝ち負けを足し上げると必ずゼロになるはずですが、全体の和がプラスになっている可能性がかなりあると思います。BISの統計を取り寄せてみましたが、CDS (Credit Default

Swap) で BIS 報告銀行の勝ち額 - 負け額の差額は、昨年 6 月時点でプラス 20 兆円ぐらいあります。CDS の想定元本は非常に高く、世界 GDP と同じぐらいありますので、BIS 報告銀行全体で見れば、BIS 報告銀行以外に対してもうかっている可能性もないわけではありませんが、20 兆円近いプラスが出ていて、ほとんどの時期でずっとプラスになっているというのはかなり怪しいと思います。ですから、デリバティブ評価でインハウスの Mark to Model を使うことによって、価値評価をある程度操作して利益が上がっているように見せ掛けるということが行われていると見ています。

もう 1 つは、流動性のないものを流動性があるかのように見せる技術が非常に発達しています。サブプライムなどはその典型ではないでしょうか。最近、怪しいといわれているのは、ノルウェーなどの森林を大学のエンダウメントの投資に入れて、それを Mark to Model で森林の成長率で推計することによって高い利回りを見せるということでお金を集めたりしているところがあるようです。そうすると、本来、売ろうと思うと買い手がほとんどないようなものに対して、複雑なモデル計算をしているのだということ信用させて利益が出るように見せる。これによって結局、運用している方は利益が上がっているように思うのですが、バブルが崩壊してみるとみんな損しているということが起りやすくなっている可能性はあると思います。

【翁】 確かに、昔に比べると非常にバブルが起きやすくなっているように見えます。それと多少関連するのですが、先ほど柳川先生が、なぜ今、金融緩和なのにインフレにならないのかということをおっしゃいました。それについては、大きな構図として、1980 年代の半ば頃からグレート・モデレーション（超安定化）といわれる時期がありました。問題はなぜグレート・モデレーションが起きたのかということなのです。グレート・モデレーションの原因としては、幸運の積み重ねという説、イノベーションという説と優れた金融政策（グッド・マネタリー・ポリシー）の 3 つが主な候補として挙げられています。バーナンキなどは優れた金融政策が主因だろうと言っていました。みんなそれを信じた。相当多くの人がそれを信じていれば、中央銀行は世界経済を安定させる力があるということで、その信認が、従来ならインフレが起きる非常に低金利の環境でも物価を安定させる、という構図になってくるわけです。

しかし、こうした低金利環境は資産価格の急騰につながりやすい。今の深

尾先生の議論はミクロの話でしたが、マクロ的な環境としてもそういうことが起こりやすい状況にあったということは間違いないのだと思います。そうしたいわば組み合わせの結果としてバブルが非常に起きやすくなってきているということではないかと思います。

【小幡】 バブルが頻繁に起こるようになった理由は2つで、まず1つは流動性だだと思います。取引頻度が高まり、取引効率が良くなったのでバブルが起きやすくなった。バブルは全員が転売してもうけるという前提で膨らみ続けるババ抜きゲームです。その時、取引の頻度が高くないと、バブルが崩壊するまでに売り切れない可能性が生じます。毎日取引されていれば、抜けようと思えばいつでも抜けられる。これは大事なことです。櫻川先生の議論にも似ていますが、流動性が低いときには流動性が高まることはプラスなのですが、とりわけ資産市場において流動性が高まり過ぎるとバブルが起きやすくなる。これはケインズも『一般理論』の中で述べています。バブル防止には、投資からの退出に縛りをつける、結婚と同様に出にくくすればいいのです。

もう1つの理由は同質化だだと思います。投資家が皆同じようになった。つまり、世界中がグローバリゼーションで、すべての資金を1カ所に動員できる。すべての出資者が同じようなプロのヘッジファンドに頼む。投資銀行も、商業銀行までもがヘッジファンド化したということは、同じスタイル、同じプレファレンス（嗜好）だということです。そうなると合理的であろうが、非合理であろうが関係ありません。むしろ合理的な方が危ない。なぜかという、合理的だから買うタイミングも売るタイミングも皆一緒になってしまうのです。ですから、全員が合理的な人たちだと、全く何も起きないか、すごいバブルが起きるかのどちらかになる。一方、有象無象がたくさんいる場合は、バブルっぼくても、ある意味、歯止めが利くということがあると思います。

こうした現象はいろいろなところで起きていますが、資産市場で一番激しい。これに対する対策を考える場合、前の話題に戻ってしまいましたが、バブルをいろいろ分けようとしても、翁先生もおっしゃったように、あまり明快には分けられないことがネックになる。その場合、バブルにおける価格の上昇度合いは無視して、取引量だけに注目するという手が考えられる。取引が膨らんできたら、これはおかしい、取引頻度が高過ぎるのはおかしいということで取引制限をかけるという方法が1つの考え方としてあり得ると思いま

す。昔、私自身が大蔵省にいたから言うわけではありませんが、ケインズ・タックスというか、トービン・タックスというのが1つの対策としてはあるかもしれません。あるいは、取引制限、総量規制でもいいのですが、取引に何かしらの制限をかけるという選択肢が考えられると思います。以上です。

【柳川】 まず、分けられないとか、原因がいろいろあるので細かく分類できないというのはご指摘の通りだと思います。ただ、処方せんをいろいろ考えていく場合には、原因が分からないとどうしようもない。複合的な原因の場合についても、どういう複合かということが分かっていると適切な処方せんは書けないので、やはりそこはある程度原因を考えていかなければならないと思います。

次に、例えば深尾先生がおっしゃったある種の情報の非対称性や、小幡先生が強調された戦略的な行動といった理由から、価格がファンダメンタルズからずれるということは、モデルなどでも比較的説明しやすいのです。ただ、それが持続的に上がって行って、ある所からすんと落ちるといって、いわゆる普通の人々がイメージしているバブルのような構造をもたらすには、私も幾つかモデルを動かしたことがあります。結構厳しい条件が必要です。イメージ通りのバブルが起きる状況はそんなに簡単には作れないのだと思います。

ですから、何をバブルと定義するかにもよりますが、ファンダメンタルズからずれていけばバブルだということであれば、そこは随分いろいろな可能性があると思います。ただ、もっと普通の人々がイメージするように、急激な高騰とその後の暴落をバブルというように小さく定義するとすれば、そうした現象が生じる原因はそんなに簡単には説明できないのではないのでしょうか。

それから、小幡先生がおっしゃった流動性と同質性の高まりというのが、私にはすごく面白くて、この2つは普通のファイナンスの理論だと、ある種の効率化をもたらす要因として挙げられるものでもあるわけです。それがバブルの原因にもなり得るといっては、非常にアイロニカルだし、多少パラドキシカルな話だと思います。この辺になぜバブルかというところの鍵があるのかなという気がします。

翁先生がおっしゃったイノベーションの話もそうで、イノベーションがあるからみんなが将来に楽観的になってバブルが発生する可能性が考えられま

す。ただ、櫻川先生のような見方をすると、むしろイノベーションが枯渇してきているからバブルの方に向かっていくのだという議論も可能です。そうすると、ありそうなだけけれどもないというような話が一番バブルが発生しやすい状況なのかなとも思います。この辺のところは、伝統的な見方とは違うメカニズムが働いていそうなので、その辺の解明が重要なのだらうという気がします。

【小幡】 ITバブルなどはありそうでないのか、あったのか分からないということになりますね。

【柳川】 そうしたことなのかもしれません。

【櫻川】 先ほどから柳川先生がおっしゃっていたインフレとバブルの関係はどのように考えればいいのかというと、インフレというのは貨幣バブルの縮小ですよ。他方、地価の高騰は地価バブルの拡大とみなすことができます。ですから、何かの理由があって、バブルが交替する、つまり貨幣バブルが地価バブルに代替するというメカニズムを考えれば両立はすると思います。

【柳川】 そうすると、なぜ最近になってインフレが起こりにくくなっているのですか。そこに構造的な理由はないのでしょうか。

【櫻川】 デフレが起きているのは、土地を売って貨幣を持つから、逆のメカニズムが働いて、地価バブルが縮小して貨幣バブルが拡大していると考えればいい。

【柳川】 なぜ逆は起きないのでしょうか。

【櫻川】 例えば1980年代の後半に余った資金が株や土地のバブルに流れるための必要条件が何かあるのではないかといった議論と関係しますが、東京でなぜ地価のバブルが起きたかというときに、東京というのはものすごく生産性が高く、地価が上がってもバブルではなくて、オフィスの生産性が高いのだということが当時はものすごく言われていましたよね。東京は経済価値の高いすごい都市なのだ。あの時のように、ファンダメンタルな部分で現実以上の期待が生じたときにバブルに結び付きやすい。ですから、やはりそういう何かがあるのだと思うのですね。

【柳川】 先ほどの話で、何か将来ファンダメンタルズが上がるという予想があって、それがバブルを招いたという議論でしょうか。

【櫻川】 だから、ファンダメンタルズへの過剰な期待感が一種のバブルの触

媒になってしまう。日本の場合だと、あの当時は投資信託という商品ができて、みんなものすごく期待していた。主婦までも投資信託を買って、株式のバブルを作った。それから最近のアメリカでも、いわゆる証券化のモデルというのが皆に過大に期待された。だから、新しい金融技術ができて、そのメッキがはがれていないときに、ものすごく人が殺到する。そういう疑惑のファンダメンタルズのショックが絡んだときに起きているような気がします。

【深尾】 櫻川先生に質問ですが、今、国債バブルというか、国債をみんな持つバブルになっているということですが、それがつぶれるときは何が起きると考えたらよろしいのでしょうか。

【櫻川】 国債のバブルがどうつぶれるかにもよりますが、一番ありそうなのは新規国債の入札が失敗する。そうすると多分、国債整理基金から資金を捻出したり、日銀引き受けで対処するのですが、表にその情報が漏れたときに、市場が反応して金利が上がる可能性がある。そうなると政府の資金調達が難しくなる。日本の財政は歳入の半分以上が国債になってしまっていますから、多分一般の支出がもう回らなくなるのではないかと思います。一番怖いのは、夕張で起きたように、大病院がみんな止まってしまうというような事態です。

【深尾】 大病院が止まるのですか。

【櫻川】 営業停止です。働いているお医者さんや看護婦さんに給料が払えないとか、保険診療での対応ができないとか、そういうことはやはり怖いのではないのでしょうか。

【池尾】 それは財政破綻が具体的にどういう形態で起こるかということですが、やはり公務員の給与の遅配から始まるでしょう（笑）。

その前に櫻川先生がおっしゃっていたのは、柳川先生のコメントの3番目の話に対応していたと思います。最近よく指摘されていますが、過剰流動性を供給すれば必ずバブルになるかということ、そうではなくて、何かもっともらしいストーリーというか物語を共有するというのが触媒になってバブルになるというのが一般に定着した理解になっていると思います。それが分かっているから、いろいろと物語を仕掛ける人も出てくるということだと思います。最近であれば、自然エネルギー絡みなど、そういう新しい物語を語っている人がいますが、多くの人がそれに耳を傾けて物語を共有するようになるかならないかという話だと思います。

小幡先生がおっしゃっていた、流動性が高まったからだとか、同質化が進んだからだというのは、非常に説得力があると私は思いましたが、もう少し深いところでは、櫻川先生がおっしゃっていることとも同じだと思います。要するに先進国経済はおしなべて成熟化してきて、実体的には低成長化というか低収益化している。しかし、もっと成長したいとか、もっと収益を上げたいといった希望だけは強い。金融政策が緩和基調・低金利になっているのも、要するに成長を刺激したいという非常に大きなプレッシャーが後ろにあるからで、成長を刺激するために低金利が選択されている。つまり、实体经济のサステナブルな成長能力と、投資家というか、国民の期待収益率が高止まっていることとの間のギャップのようなものが、大きな背景となって、21世紀になりバブルが起りやすくなっていると言えないでしょうか。要するに、この2つのギャップを実態に基づかない資産価格の上昇で埋めるという構造が生じやすくなっているのではないかと思います。そういう理解でよいでしょうか。

【小幡】 賛成です。その通りではないでしょうか。

【池尾】 バブルの定義と、バブルがなぜ繰り返すかということに関しては、表現は違うかもしれませんが、小幡先生と私で考えていることが意外に共通しているというか……。

【小幡】 意外ではないですよ（笑）。

【池尾】 では先に進んで、未然防止と事後対策について。事前と事後で、バブルのパターンもいろいろありますから、まずは割と純粋にマクロ的現象としてのバブルというものを想定した場合、それを事前に察知して防止することは可能かどうか、あるいはそれが起こってしまった後にどういう対応を取ればいいのかというところについて、追加的にあればお願いします。

【翁】 先ほどの深尾先生のコメントですが、深尾先生の議論はいわゆる BIS View ですよ。バブルがあれば、それを抑えるように、均すように *leaning against the wind* の政策を取るべきだという考え方です。僕は必ずしも Fed View は好きではありませんが、柳川先生からも Fed View についての批判があって、それとも関連するので、少し Fed View の論理を整理しておきたいと思います。例えば、なぜ Fed が *leaning against the wind* に反対したか。1つの理由は、ある種の非線形性です。深尾先生のおっしゃっているモデルのイメージは、どちらかという線形で、金利を上げればそれに応じて少し

資産価格が下がると考えられているように思われます。

この点については、グリーンSPANが、2003年にジャクソンホールで、BISのホワイトに反論したのが非常に有名な話になっていますが、要するにバブルがあるときに1%金利を上げても、それは全く無視される。3%上げてもどうか分からない。10%上げたら効くかもしれないけれども、そのときには実体経済もノックダウンされてしまう。だから、それは無理だというのがFed Viewの考え方です。ですから、グリーンSPANの頭にあるモデルはすごく非線形なものです。

それからもう1つは、小幡先生の言われたこととも多少関係しますが、合理的バブル系列の、投機で純粹に作りだされる外生的なバブルのモデルを考えて、金利を上げた場合、それによってバブルがつぶれる確率が上がるとしましょう。その下では、バブルが継続する場合には、バブルはもっと加速することになります。というのは、加速しないとバブル崩壊のリスクを補償するような利回りが出せないからです。したがって、どちらの線に乗る場合でも、leaning against the windは結構危険なストラテジーだということになります。

それから、柳川先生のお話の中の地震の比喻で、予知をあきらめるなんてひどくないか、という指摘がありました。なぜ彼らがそれを是としていたかという、彼らは後始末戦略に自信があったんですね。地震の比喻で言えば、地震で家がバタバタ倒れても、その後に素早くクリーンアップできて、みんな助けられると考えていた。それにはITバブルの後の経験などもあって、絶大な自信があった。今回はその自信が粉々になりましたが、そういうことがFed Viewを形作っていたのです。予知しなくても平気なのか、という柳川先生の批判の対象については、今では、粉々になったと思いますが、一方でBIS Viewのような線形の世界を考えてはいけないというのは、例えばコーンなどは今でも根強く考えていると思います。ですから、そこは非常にかみ合い難い部分ではないかと思います。

【柳川】 後半におっしゃった、本当に駄目かどうかというのは、結局、後始末がどれだけ迅速に、また対応策がどれだけできるかということによります。今回についてはひどかったのは明らかですが、私も今回のようなものがすべて起きると思っているわけではないので、その点は少し慎重に考えた方がいいのだと思います。

ただ、1つ思うのは、leaning against the wind か Fed View のどちらかしかないというのはちょっと極端な気がします。確かに leaning against the wind は難しいのですが、だからといって、「我々にはバブルはコントロールできない、できるのは後始末だ」と断言してしまうことが本当に良かったのか。これからもそのように「地震の予知はできません、何もできませんから」と断言してしまうことが本当に望ましいのかという気はしています。おそらくは、2つの間にだいぶ距離があるので、もう少し中庸の策はあり得るのではないのでしょうか。極端に言うと、いろいろやるかもしれないと言いつつ、何もやらないというようなことも含めてです。この2つはちょっと両極端過ぎるのではないかという気はします。

【池尾】 グリーンスパン・プットという話がありますよね。結局、「何かあったときにはちゃんとしてあげるよ」とだけ言うというのは、リスクテイクを非常に後押しするような、インセンティブのゆがみを生んだ可能性は少なくともありますよね。

【深尾】 そのグリーンスパンと BIS のビル・ホワイトの意見の違いの話は、グリーンスパンの信頼性が非常に高い時代だったので、グリーンスパンが勝つという結果になったのではないかという気がします。現時点で同じ議論をしたら、「グリーンスパンは間違っている」ということになるという気がしてなりません。ですから、クレディビリティが非常に高いときの中央銀行総裁が少し傲慢になっていたのではないのでしょうか。

1では全く効かなくて、10上げなくては駄目だという話、確かにバブルをその場でつぶすには、それぐらいしないと駄目なのでしょう。しかし金融を多少引き締めてマクロの経済成長率を抑えれば、資産全体のリターンが下がるはずなので、個別商品のバブルは続き得るものが残るかもしれませんが、全体として見た場合の実物資産、あるいは金融資産の価格上昇は時価総額で見ると、ある程度抑制されるはずで、そうすると、落ちるときのロスも限定されるはずではないかと思います。

【池尾】 先ほどまでの議論の最後で確認したように、近年の世界経済は実体経済の収益率が低いのに、投資家の期待収益率が高い。そのギャップを資産価格の根拠なき上昇で補っているとすると、おっしゃったように実体経済の成長率を下げると、バブルを拡大させる帰結を生むというリスクがありますよね。そこがどうかという問題はどうか。

【深尾】 それは論理が逆であって、みんなの期待が非合理的なまでに高いのであれば、何回でもつぶせばいいのだと思います。つぶれて皆が何回も損をすれば期待収益率は下がる。ですから、これまでだます人がいて、だまされる人がいたからそのようになっていたわけで、何度もつぶせば起きにくくなると思います。

【池尾】 それはその通りで、私も世界中の投資家の期待収益率が実体経済の成熟化という現実とちゃんと向き合って、マイルドな期待収益率で満足するようになれば、すなわち低成長に慣れてくればバブルは起こりにくくなると思います。そういう意味ではその通りですが、その学習をどういう形でしてもらうのがいいのかということで、何度でもつぶすやり方で学習してもらうのがよいのかどうかという話です。

【櫻川】 私も深尾先生と全く同意見で、早いうちにつぶせば被害やコストも小さいので、その方がいいと思います。

話はちょっと戻りますが、深尾先生が言及された証券化の評価の話ですが、金融規制の枠組みについて BIS 規制に過大な期待を持ち過ぎているということが、実は世界の金融の不安定性を助長しているのではないかと考えています。どういうことかということ、BIS 規制の基本には、銀行の持っている資産は測れるはずだ、つまり評価できるはずだという考え方があると思います。しかし、なぜ銀行が存在するかということ、市場になじまないような、外部からは価値を測れないような貸出債権があり、それを沢山持ち、取引するためだという議論が、情報の非対称性を前提とした経済理論で指摘されています。銀行の資産は基本的に測れないものだという立場に立って考えれば、銀行資産は測れるはずだという1つの幻想に基づいて銀行を規制するという、かみ合わせの悪いものを強引にかみ合わせるような無理な試行錯誤をいろいろやってきたのが BIS 規制の歴史ではないでしょうか。

そうした状況で何が起きたかということ、本当は測れもしないのに、これは測れますよというようなお化粧をした証券化商品に対し、規制当局の評価が非常に甘いという逆のバイアスが働いて、それが金融機関における資産的なポートフォリオのシフトに影響を与えてしまった。結果として、今回の証券化におけるバブルがむしろ起きやすい状況が生じてしまった部分もあるのではないかという気がしますが、いかがでしょうか。

【池尾】 ちょっとその前に、小幡先生からご意見があるようです。

【小幡】 ちょっとずれてしまいますが、バブルの何が問題かと考えるときに、資産価格がすごく上がって、資産価格が暴落するという現象は、例えば原油の先物市場だけにとどまっていれば、ゼロサム・ゲームで、誰かが損をして誰かが得するというだけなので問題はない。問題になるのは、バブルが実体経済を巻き込む場合です。ITバブルのときと今回の危機の後始末で何が違ったかという点、今回の方が世界の实体经济に幅広く影響が及んでいる点です。したがって、バブル自体をつぶすかつぶさないかということよりも、バブルが实体经济をも巻き込むかどうかということ、それをどう遮断するか、その影響をどう抑えるかということが問題だと思います。

だいたい前の話題になってしまいましたが、柳川先生のおっしゃるインフレと資産価格上昇の問題について、私はプレーヤーが違うからだと考えています。つまり、お金がたくさん手に入ったときに、それが一般の人の手に入って、みんなが洋服を買いだと思えば洋服の値段が上がるのですが、それが物よりも資産に動員して、家を持ってハッピーになりたいと思えば家のバブルが起きます。今回の場合、お金を手にしたのが機関投資家とヘッジファンドだったので、資産市場に行くしかなくて、資産市場といっても、株が駄目だったら、次は原油先物というように、資源先物に行ったわけです。それは、不思議なようで不思議ではない部分もあると思います。

ですから、金融資産市場と实体经济とのリンクをどうコントロールするかということに中心を置いた方が有益かなとは思いますが、ただ、それをどうやるべきかはまだ分かりません。

【池尾】 古典的なファイナンスのパラダイムの立場に立てば、金融資本市場の機能の最大のもは情報発信なので、金融資産市場で形成される価格は、効率的なものでないと困る。効率的でなければ、誤ったメッセージを送って必然的に实体经济のゆがみを起こしてしまうという話になる。したがって、影響を断ち切ろうとしたら、バブルは一切起こしてはいけないということになるのではないかと思います。これは古典的過ぎるかな（笑）。

【深尾】 BIS規制について少しお話ししたいと思います。私自身、BIS規制を作る方に回っていたことがあるので、全く利害フリーの立場ではありませんが、例えば2次のBIS規制で格付けなどを入れて非常に複雑にしたということには私は批判的です。あまりに複雑にし過ぎて分かりにくくなってしまったのです。ただ、何らかの自己資本を持たせる、あるいはレバレッジに

対する制約をかけるというか、少なくとも何らかの方法で自己資本を測って、ある程度リスク・バッファーを持たせることは正しいと思います。

今回、一番ダメージを受けたのは投資銀行で、投資銀行は自己資本率規制が非常に弱く、特にアメリカの大手5社の投資銀行については、SECが2004年に自己資本率規制を弱めたために、レバレッジの上限がそれまでの十数倍から40~50倍まで拡大したと言われていました。このレバレッジのかけ過ぎは、やはりバブルを大きくしたのだらうと思います。ですから、やはり何らかの形で自己資本バッファーを持たせることには意味がある。それから資産価値は測れないといっても程度問題です。私は資産価値を全く測れないと考えることには反対で、もしそうなら、今の会計は何だという気がするのです。ある程度の価値は測れるし、一定のリスク・バッファーを持たせるためには、会計情報はある程度役に立つと思います。やり方としては規制という格好もあるし、開示ということもあり得ますが、何らかの形で開示なり自己資本比率に対する規制をかけることには意義があると思っています。

【池尾】 1つ質問ですが、早めにつぶせばいいという話がありました。翁先生のBIS Viewは必ずしも優れていると言い切れるわけではないという論拠と同じだと思いますが、バブルが起こるときには必ず「新しい時代が来た」ということが言われるわけです。昔とは違うのだ、これまでとは違う新しい時代が来たのだという話になります。定義的に新しい時代が来たということ完全を否定することは、論理的に不可能ですよ。これは過去の経験からすると、大体そういう話はまゆつばで、新しい時代なんて来ていないのですが、しかし、だからといって次が新しい時代ではないことを証明することはできないので、そこでバブルをつぶすのがよいのかどうかというところにジレンマがあるのだと思います。

【深尾】 私がコメントで申し上げたのは、「バブルをつぶせ」ということではなくて、「金融政策を一定の範囲内でleaning againstでやりなさい」というだけです。それでも膨らんでくるものは本物かもしれないし、偽物かもしれない。それは分かりませんが、少なくとも膨らみは少し抑えましょうということを申し上げているのです。ですから、全部つぶせと言っているわけではありません。

【池尾】 終わりの時間が迫ってきたので、起こってしまった後の事後対応に関して、追加的にご意見がもしあれば頂きたいと思います。

【深尾】 まず、何が起こったかということをしっかり公表することがすごく大事だと思います。例えばリーマンがつぶれましたが、その時、リーマンのシニア債務のマーケットバリュースが9%を切るぐらい、額面1ドルに対し9セント以下まで下がってしまいました。しかしなぜそこまで下がったのかは、未だ公表されていない。日本の場合は山一証券の破綻がありますが、あそこは日銀が全部リスクをかぶって1,111億円の損を出した。山一証券の総資産3.5兆円に対する債務超過率は3%程度です。ですから、資産を全部売ればほぼ全部返せていて、今から後知恵で考えると、山一証券はつぶさなくてよかったのではないかと私は考えています。それぐらいの小さな債務超過率なのです。これをしっかり公表していく。日本の規制・監督はむしろアメリカよりよほどましで、木津信組でさえ倒産後の資産価値は負債総額の23%ぐらいはあった。

ですから、なぜリーマンにあそこまでの損が出たのかを調査公表する必要があるでしょう。日本でも生命保険会社の破綻の後には、その原因が公表されていないものが非常に多い。生命保険会社は将来収支分析のシミュレーション結果を毎年、金融庁に出しています。破綻した生命保険会社について、事故調査委員会のような格好で破綻直前期に出したシミュレーション結果を公表させる。それで、なぜ破綻したのか、どこでまずいことが起きたのかということをしっかり事後的に後付けて公表する。これをしっかりとやっていくことによって、どこで何が問題になったのかが見えるようになる。エンロンの破綻などではその点は割と開示されていますが、今回の破綻、特にベアー・スターンズ、リーマンの実質破綻の後、何が起きていたのかをしっかりと見せていくことが大事だと思います。

【池尾】 どうもありがとうございます。では最後にバブルの教訓について、何か一言ずつぐらいあればお願いしたいと思います。翁先生は、教訓を3つも挙げて下さいましたが。

【翁】 追加的に1つ言うとする、深尾先生のお話を伺って改めて思ったのですが、中央銀行はそんなに万能ではないので、何でもできるとは思わない方がいいということです。

先ほどのグリーンズパンとホワイトの話に戻りますが、あのとき多くのエコノミストが、ホワイトらの議論を袋叩きにした後で、彼(グリーンズパン)がダメ押的に発言し、自分ですら1994年に金利を3%上げたけれどもバ

ブルは止められなかったということ論拠に上げました。彼のようなカリスマ性のある人でも、バブルを止められるとは限らないというのが、そのときの主張だったと思います。

BIS View と Fed View について言えば、私自身も BIS View の方がプロマイシングだと思います。しかし、今は、あまりにもトラック・レコードが落ちた結果、Fed View は全くけしからんという話になっているので、彼らが何を考えてきたかを正確に伝えた方がいいだろうと考えています。その上で、やはりそう考えても、中央銀行は万能だとは考えない方がいい。皆がそういうことを考えだすと、ろくなことにならないと思います。

【櫻川】 バブルの教訓は何かというと、20年前に日本で起きたものと非常に似たような形で、アメリカでも起きたという認識が大事で、やはり人間というのは非常に愚かであるということでしょう。ですから、10年後、20年後にまた起きるだろうという前提で、政策の枠組みや対策を考えるべきだということだと思います。バブルは地震のような天災ではなくて、経済の認識について我々のどこかに甘さがあって、その油断から作られてしまうという側面が強いと思います。バブルは防げないという議論もあるでしょうが、私はやはり、防げるという前提に立った政策づくり、そうした政策に向けたイマジネーションが必要だと思います。

それから、ティロールのバブル理論について補足しておきます。最近、彼は自らのバブル理論の拡張を試みています。そこでの主張は、資本市場の不完全性を導入すれば預金金利と貸出金利と資本の収益率を切り離した分析をすることができるということ、及び、バブルとの関係で最も重要な金利は何かと問われれば、預金金利が一番大事であるという点をクリアに説明しています。バブルを考える上で、資本市場の不完全性を考慮した拡張には見込みがあると私も思っています。以上です。

【小幡】 柳川先生に暗に質問されたようなので、プロは自分の金でどうしていたのかということにお答えします。自分自身がそう成功したわけではありませんが、プロは全力で早めにバブルに乗って、すごく早く降ります。まだこの後、逃したら嫌だなと思ったときには、オプション的にすごくリスクの高い、倍率の高いものを少しだけ掛け捨てで買います。要は、最初に全額倍になる定額預金を買って、1枚だけ宝くじを買って寝ている、あとは人に任せるとするのがプロの対処法ではないでしょうか。ですから、後半は人任せ

です。

リーマンの場合も、最後はオプション的に勝負した感じがあります。そのオプションを全力で行ったのでつぶれたということだと思います。事後の話もすると、ITバブル後、あるいはアジア金融危機後には、世界的に見て、これで資本主義が終わったという議論にはなりません。今回は終わったか終わらないかまだ分かりませんが、そういう議論がある。ですから、事前にも事後にも、バブルであるか、バブルだったか、ということは分かると思います。ただ、翁先生もずっとおっしゃっていますが、分かっているにもかかわらず止められないのが厳しいところで、その理由は昔からずっと変わっておらず、キンドルバーガーなども言っていますが、自分がつぶすとたたかれるのでつぶしたくないという、すくみ構造が主たる原因です。

深尾先生からご提案があったように、投資家が同質化しているということからするとそのカウンター・パワーが必要で、中央銀行に逆のインセンティブを持たせるという提案は、理論的にはそれがキーになるとは思いますが、現実的にはそれもなかなか難しかったというのが今までの経験です。先ほどの議論があったように、独立した手段を有する独立の機関が、それだけの役目を果たすというような何かを生み出さないといけないのかなと思います。

事後対応について最後に触れると、今回はこれだけの崩壊の割には事後対応がいいのではないかと考えています。日本のバブル崩壊のときと違うのは、やはり政治的な問題ではないでしょうか。私らしくなくきれい事に聞こえるかもしれませんが、今回は世界が一致団結、アメリカ国内も一致団結しているように見えます。日本のときは、土地バブルで、土地持ちに対する不満が残りつつ、あるいは大蔵省と日銀の間の責任というか、自民党と官僚かもしれませんが、みんな何となく責任をほかに押し付けていたところがありました。そういう意味では、全員が一遍にやられるとか、全部署が責任を感じるなり、入れ替わるなりしないと駄目という状況でした。

日本の崩壊のときもアジアの崩壊のときも、ヘッジファンドなど、崩壊してもうかる人たちが存在しましたが、今回は全員が崩壊して、全員が損していることが事後的に良かったと言えます。ですから、政治的に一致団結することが、事後対応としてすごく重要なのかなと思っています。以上です。

【池尾】 ありがとうございます。他に何かありますか。

【柳川】 あまり時間が残っていませんが、先ほどの金融政策とインフレやバ

ブルとの関係等で典型的に見られるように、マクロ経済学の標準テキストではなかなか説明できない部分があります。その意味でいうと、これだけ大きな問題が起こったわけですから、マクロ経済学をもう少しこういうバブルに合う形で書き換えていかないと、いろいろな議論が難しいのではないかというのを、今日のお話を伺ってあらためて思いました。

2番目は、レバレッジ規制についてです。私はレバレッジ規制にはあまり賛成ではないのでなかなか言いにくいのですが、バブルは防げないことを前提にすると、ダメージがどのくらい大きくなるかという話でいくと、借入れ次第でだいぶ変わってくる。借入れをした状態でつぶれてしまうと、後のバランスシートにそれが残るわけですね。極端ですが、お金持ちだけが投資をしていて、訳の分からない絵画をお互いに売り買いして価格が上がっていく話であれば、バブルがつぶれても、損は出るのかもしれませんが、資産でやっている限りダメージは少ないわけです。その意味で、レバレッジの効かせ方は、後々のダメージが大きいかどうかにかなり影響します。この点は、バブルを防げないことを前提にした次善の策を考える際には、考慮する余地があるのかなという気がします。

【深尾】 一言だけ。今回のバブルの崩壊の後、キャンサー・キャピタリズムという言葉が出てきましたが、これは普通のキャピタリズムの動きなのではないかと思っています。ただ、今回はやや崩壊の規模が大きかっただけの話ではないでしょうか。特異な現象というよりは、こういうことは数十年に1回ぐらいは起こるものであって、そうびっくりするほどのことはないと思います。もちろん国際的な広がり是非常にありましたが、バブルの発生と崩壊は起こるもので、むしろ起こらないと思っていた人たちの方がおかしかったのです。日本でも大きなバブルが起きていました。日本から見れば、アメリカでバブルが起きて当然だと見えるものです。そういう意味で、そんなにびっくりするような話、システムそのもの、市場経済、あるいは現在の資本主義の基本的な機構が大きくゆがんでいるというようなことではなく、むしろこういうものなのだと思います。ただ、うまくいかない部分は少しずつ直しながら使っていく必要がある。それだけのことで、突然、現在のシステムを全否定する人がいますが、彼らは単に無節操だけではないかと思います。

【池尾】 どうもありがとうございました。私のような者が言うのはおこがま

しいのですが、人間の認知バイアスとして、やはり20年間もグレート・モデレーション（超安定化）が続くと、永遠に続くと思ってしまうところがある。それを現実で否定されたのでショックが大きかったということだと思います。バブルの教訓は、人間はもっと謙虚でなければいけない。しかし、しばしば傲慢になってしまう、ということかなと思いました。

時間が過ぎましたので、一応以上で、今日のディスカッションを終わりにさせて頂きたいと思います。どうもありがとうございました。