

バブルの歴史

1. はかなき泡

古代ギリシャの書物や日本の方丈記にもあるように、人間は古来、自らの生をも含め、はかないものを水の流れや浮かんでは消える泡にたとえてきた。経済の「バブル(泡)」も同じである。

バブルの定義は以外に難しい。よく用いられるのは、資産価格の変動のうち、経済の基礎的条件では説明できない部分という定義だ。しかしこの定義は、基礎的条件が何かを明らかにしない限り不完全である。

バブルは「投機」とも密接に関係している。経済学者のシュンペーターは、証券価格の変動から利益を得ようとする行為が「投機」で、証券が表す事業からの収益に興味を持つのが「投資」であるとした。ケインズは資産の全期間にわたる収益を予測する活動を「事業」と呼び、市場の心理を予測する行為を「投機」と呼んだ。また大恐慌時に元チェース銀行会長のウィギンは、ウォール街では失敗した投資が「投機」、成功した投資は「賢い投資」と呼ばれると米議会で証言した。

経済史の大家キンドルバーガーによれば、人間は硬貨、チューリップ、国債、外貨、会社、銀行、輸出入商品、運河、土地、金などあらゆる資産を投機の対象としてきた。経済史の通説によると、18世紀の米国では土地投機こそ最大の産業だったという。同世紀、日本でも大坂の米市場では投機取引が盛んに行われた。しかし、投機がバブルと呼ばれるためには、およそ次のような条件が必要になる。

好調な経済の下で発生する 少数の専門家だけではなく、多数の素人を巻き込む社会的な広がりをもっている 急速に膨らみ、一定期間継続し、必ず破裂する その最中に人々は幸せを味わい、それが終息した後には、あれは異常なできごとだったと後悔する 後遺症は、時に何十年もの経済的停滞をもたらすことがある という点である。

投機やバブルが個人や個別企業の財政状態にかかわるだけなら問題は少ない。投機で利益を上げる人は、相場が安い時に買って高い時に売った人だとして、フリードマンは投機による市場価格の安定化効果を強調したほどである。

しかしバブルが破裂した後、経済全体に長く大きな傷跡を残すことがあるとすれば、放っておけない。

(2003.6.6)

2 . チューリップ熱

経済史を概観しバブルの話で最初に登場するのは、17世紀オランダのチューリップ投機である。我々からみれば不思議だが、チューリップ球根の価格が急騰し、その後急落した現象は、投機市場の不安定性と非合理性を示す好例として、キンドルバーガーやチャンセラから多くの経済学者の文献に登場する。

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）への入植は成功し、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、カルビン主義の実直さを捨てて、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（語源はターバンを意味するトルコ語といわれる）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求めるようになった。

特に珍重されたのは、センパー・アウグストゥスという花卉に斑が入った種類で、栽培しても、めったにきれいに斑が入らないことから、その球根は希少品として珍重された（実は、斑は球根がウイルスに侵された結果だったが、当時そのような知識は誰にもなかった）。

1634年から37年にかけて、センパー・アウグストゥスの球根1個の価格は2,000ギルダー（普通の市民の年収8年分）から6,000ギルダー（25年分）にも高騰した。織工、紡績工、靴職人、パン職人、八百屋や農民までもが投機に参加した。取引の主流は業者同士の相対契約から、カレッジと呼ばれる小屋などを舞台にした一種の市場取引に変わっていった。まだ畑で育てていない球根の先物取引である。

しかし、1637年2月、チューリップ市場は突然崩壊し、小規模取引業者などは甚大な被害を被った。ただ、株式取引に専念していた大手の金融機関に大きな被害はなかった。

経済史に詳しいガーバーは、こうした動きを外国産の珍しい植物をめぐる市場の自然な反応と位置づけ、経済の基礎的条件で説明できると主張する。記録の乏しい歴史の解釈として、本当にバブルだったのかどうかは分からない。ただ、チューリップ熱の崩壊が、長期にわたる国民経済的大恐慌をもたらさなかったことには、論争当事者も含め多くの人が同意している。

(2003.6.10)

3 . 仏とジョン・ロー

18世紀、外国との抗争や放漫財政のついで破産状態にあったフランスの再建を請け負ったのは、決闘の殺人で国外に逃れたスコットランド人の博徒、ジョン・ローだった。

ローはばくちなどの経験から価値の根源はモノの本質ではなく、その希少性にあると信じた。株式でいえば、珍しさで需要が増えれば、それだけで相場は上がると読んだのだ。また貨幣は本質的に価値があるからお金として用いられるのではなく、価値があると国民が思い込めば、それがたとえ金銀でなく紙切れであっても用いられることを見抜いていた。そして彼は貨幣が増えると経済取引も連動して増えると経済取引も連動して増えるという説の先駆者の一人でもあった。

そうした理論を携えローは1716年に紙幣発行権をもつ銀行を仏に設立した。紙幣の大量発行による商取引の活性化を目指したもので、金銀貨ではない紙幣が国民に受け入れられるように、国民がその紙幣で納税する仕組みを考案し政府に認めさせた。

そして次に、その紙幣を最大限活用して資産価格を上げることを狙い、植民地アメリカ・ルイジアナの開発会社、通称ミシシッピ会社を設立した。同社はローの銀行から紙幣を借りて貴族などが保有する国債（その価値は財政難で大きく下がっていた）を買い入れ、その相手などを対象に、紙幣でミ社株を買うように仕向けた。

つまり、紙幣は増発されながら銀行 ミ社 投資家 ミ社 銀行などと循環し、この間に多くの人々が価値の下がった国債を、値上がり益の期待できるミ社株にスワップ（交換）したことになる。

こうした効果からミ社株は短期間に千リーブル（仏の旧貨幣単位）から一万リーブル超に高騰、ミ社も株主も政府も全員が勝者となり、ロー自身も財務長官に登りつめた。

しかし、株価はまさに需給で決まっていた。ミ社はインド会社とも名乗って手広く植民地事業を手がけたほか、たばこ専売会社や造幣局なども吸収したが、植民地事業は赤字で、収入源は大量に保有する国債の利息収入だけだった。やがて1720年、株を売って得た紙幣を金に交換する動きで売りが出始めたのを機に、ミ社の株価は暴落、彼はひそかに仏を脱出した。

ローが試みた銀行（紙幣）、財政（国債など）、事業会社（株式）の一体管理の手法は「ロー・システム」と呼ばれるが、それはまさに、資本主義経済システムの縮図であり、彼の足跡は資本主義の光と影そのものである。

(2003.6.11)

4 . 南海泡沫事件

英国の南海（サウス・シー）会社は、1711年設立され、株式発行で調達した資金で英国債を引き受けた。この会社も前回述べたジョン・ローの植民地事業会社ミシシッピ会社も、金融面では資金を国債で運用する会社型投資信託といえる。当時の金融革命の中で生まれた新機軸だった。

南海会社も政府の免許を得て植民地事業を運営し、やがて独占的な奴隷貿易権を与えられる。政府はこうした独占権と引き換えに、国際を引き受けさせたのだ。

南海会社は1720年1月ごろから英国債の購入を加速させた。しかし、資金調達のためには株を売らねばならず、それには株の値上がりを演出する必要がある。同社は追加の国債引受枠を認可してもらい、首相、蔵相や国王の愛人にまで株の購入権の形で賄賂を贈り、株式発行価格の自由な決定権を得た。

300万ポンドの購入枠一杯の国債を買うのに必要な株は、額面を100ポンドで発行すれば3万株となる。しかし一株200ポンドで時価発行できれば、3万株は国債取得費を差し引いて300万ポンドの「利益」を生む。この計画案が議会を通過するや、南海会社の株価は高騰した。

政治家に配ったのは、今日の企業経営者に支払われるストックオプション（株式購入権）にほかならない。政治家も南海会社の重役も株主も、すべて株高から利益を得た。株価は半年でほぼ10倍に上昇した。また、当時は実体に乏しい「バブル会社」が相次ぎ設立された。多くの会社に共通していたのは、南海会社と同様、植民地開発の夢を売りはするものの、実業部門は赤字で、株価上昇時にだけ、祭りの熱狂をエネルギーとして存続できた点である。

やがて1720年夏、バブルははじけ、南海会社の株価は2ヶ月で一気に5分の1に下落した。「南海泡沫事件」とよばれるこの騒ぎは、植民地などの国際情勢に絡んで政治家、官僚なども動員した装置で演出された社会心理劇だった。その頃の英語の用語法では、「バブル」は「詐欺を働く」という意味（動詞）でも用いられたそうだ。そして、この事件以降、株価の急騰から急落への喧騒がバブルと呼ばれるようになる。

後にガリバー旅行記を著すスウィフトは「バブル」（1720年）と題する詩でこう詠んだ。「あらゆる費用と手間を計算して / 遅すぎたが国全体が気づくだろう / 重役たちへの約束は風に過ぎず / 南海は一つの巨大な泡に過ぎなかったことに」（筆者訳）

(2003.6.12)

5 . 暗黒の木曜日

第一次大戦直後の反動不況を経て、1920年代の米国にはニューエコノミーが出現した。22～29年には平均実質成長率4.7%、失業率は3.7%と大幅な改善が記録された。

戦後の家族形成に合わせて住宅建設ブームが起こり、都市が電化されて家電製品が普及し、大衆車T型フォードが話題を呼び、電話、ラジオという通信革命、チェーンストアという流通革命など大型技術革新が相次いだ。

デュポン、ゼネラルモーターズなどの巨大企業の成長を可能にしたのは、前世紀に鉄道で培われた大企業経営のノウハウと、債券市場の発達である。企業利潤という言葉は搾取、詐欺といった下品なイメージを脱し、社会的貢献の証という意味に転じた。財界人のいう産業民主主義は、台頭してきた中産階級との共同戦線を意図していた。

時代の空気を映すかのように、市場は強気を通した。平均株価は26年から29年にかけて2.2倍に上昇した。米金融当局は欧州の中央銀行からの要請を受け、米欧間の金利差の是正を目指して27年に国内の金融を緩和したが、これがバブルをあおる結果となる。

ただ、29年にかけてマネーサプライ（通貨供給量）は大幅には増えておらず、資金がウォール街に集まったのは、信用取引の資金を融通するブローカーズローン市場と、株式発行で調達した資金で他社の株を買う会社型投資信託の発達によるところが大きい。

しかし、29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、大銀行などによる買い支えも群集のろうばい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、29年のピークを回復するまでに大不況の10年と第二次大戦を挟み22年もの歳月を要することになる。

株価はなぜ崩壊したのか。自壊説、新規発行過多説、金融引き締め説、30年に設立するスムート・ホーレー関税法（国内産業保護策で、ブロック化を助長）の衝撃先取り説などが当ても議論された。

経済学者ホワイトは、基本的に、既に悪化し始めていた実体経済への市場などの認識が、強気予想を支えきれなかった点をあげる。確かなことは、20年代米国のバブルは好調な経済の基礎的条件への過信に基づく、大衆的社会現象だったという点である。

(2003.6.13)

6 . ブラックマンデー

1987年10月19日、香港、マレーシア、シンガポール、ヨーロッパ市場で株価が暴落し、ニューヨーク市場では買いがまったく入らない状態となった。プログラム取引が原因とされた。機関投資家のコンピュータープログラムは、一斉に同じ銘柄の売りを指示していたからである。

ダウ平均株価の一日の下げ率22%は、29年10月の「暗黒の木曜日」のほぼ2倍、空前の大きさだった。この日は直ちにブラックマンデーと名づけられた。しかし今回も株価暴落の原因の特定は難しかった。長・短期金利上昇、株価収益率上昇、経常収支赤字拡大、さらにドルの軟化などが理由と考えられた。

レーガン政権の新保守主義経済政策は、一向に改善されない財政赤字と経常収支の赤字を残しながら、着実に米国の産業競争力を高めていた。好調な実体経済を背景に、70年代から始まった金融改革の象徴デリバティブ（金融派生商品）に、金融プロたちの期待が集まった。

とくに多用されたのは先物やオプション（買う権利や売る権利）であり、それらは5%程度の証拠金さえあれば取引できる投機の商品だった。すでに82年4月21日には、シカゴのS & P先物の取引額はニューヨーク市場の現株取引を上回るなど、現物を飲み込む勢いとなっていた。

さらにジャンクボンド（ハイリスクで高金利の債権）が人気を博した。ジャンクボンドで調達した資金で経営不振企業を買収し、大胆な経営改革で株価を上げてその企業を売り放つといった手法で高利益を上げる個人や資産運用会社などが注目を集めた。

こうした金融革新の背後には、コンピューターと通信技術の発達があった。今や一日何兆ドルもの国際資金が、市場のわずかな収益機会を見逃さず、光の速度で動いていた。

ブラックマンデー後いくつかの金融機関が破綻し、預金保険が実行された。米当局は29年の過ちに学び、破たんが金融の世界に限定されるように積極的な金融支援策をとった。そのため実体経済への影響は小さく、米国は88、89年と87年より高い実質経済成長を実現した。

結局ブラックマンデーは、その後に続いた上げ相場の踊場に過ぎなかった。90年代には早熟なノーベル賞学者の理論を背景に、相場が上がっても下がっても利益を上げるヘッジファンドが、世界の市場を席卷した。やがてそれに転機が訪れるのは、大手ファンドが破たんする98年のことだった。

(2003.6.16)

7. 日本のバブル

先進国へのキャッチアップをめざして競争力を高めてきた日本の製造業は、1980年代、世界市場で恐れられる存在となった。労働生産性、技術力、日本的経営、企業系列、品質管理、官庁と経済界の協力関係。それらすべてがナンバー・ワンとしての日本経済を支えていた。一人当たり国民総生産（GNP）は米国を超えた。

次は金融産業だ。世界最大の債権国日本の首都東京こそ、世界の金融センターにふさわしいとして金融自由化が進められた。新株引受権付き社債など株絡み債を大量発行する企業の手法は、18世紀のミシシッピ会社や南海会社と同じ手法だった。

「財テク」が企業の合言葉になり、余資は不動産市場に流れ込んだ。東京の地価上昇は、日本中の都市に伝染していった。後から振り返れば87年以降の資産価格の上昇はバブルそのものだった。

日本の銀行は二つの特異性を持っていた。不動産担保融資への偏重と、株式を資産として保有できたことである。地価上昇で銀行の融資は大胆になり、株高でさらにその傾向は強まった。与信と資産価格上昇の循環は投機以外の何物でもなかったが、日本だけは違っていると信じられた。経済の中に水膨れした資産と負債が増えていった。

日経平均株価は89年末の38,915円をピークに下落する。日本のバブルは突然破裂したのではない。少しずつ空気が抜けるようにしぼんでいった。地価も91年から長期の下落傾向に入る。

バブル崩壊の影響は直ちには表れなかった。90年、91年と日本経済は高めの実質成長率を維持した。しかし、資産価格が暴落して92年以降バランスシート不況に突入する。97年以降続出した金融機関の破たんや再編、近年のゼロ成長などは構造的な問題とバブルの後遺症が重なったことの結果である。

バブルを防げなかった、バブル崩壊の影響から実体経済を守れなかったとして、今も政策当局に責任を押し付ける声は多い。しかし、歴史が教えるように、バブルは「100年に一度の事件」であり、技術や政治体制を超えて、過信や集団心理が引き起こす人間の社会的愚行なのだ。そして、同じ愚行でも戦争よりはるかにましだと割り切ったうえで、国民全員がその清算に取り組むべきなのだ。デフレ経済の長期化は、そのことを教えているのである。

= おわり

(2003.6.17)