

No. 1008 (2018. 6.26)

資産価格バブルと日本経済の現状

はじめに

I 資産価格バブルについて

- 1 日本の「バブル経済」
- 2 資産価格バブルの背景

II 日本における今回の景気回復局面

III 資産価格バブルへの懸念

- 1 不動産
- 2 日本株
- 3 国債・債券

4 仮想通貨

IV 今後の見通しなど

おわりに

- 大規模な金融緩和を背景に、我が国を含む世界の経済は緩やかな成長を続けてきた。資産価格は上昇基調で「資産価格バブル」が懸念されているが、今般のバブルは発生していても局地的であり、かつての「バブル経済」のような経済全体を覆うものではない。
- 我が国では、地価が全国的に上向き、不動産市場が都市部を中心に活況を呈し、銀行の不動産融資も拡大傾向にあることから、不動産バブルへの警戒は強い。
- 特に日本株について、昨今の株高基調を「官製バブル」と見る向きがある。日本国債を含む債券と仮想通貨についても、それぞれバブルに陥っているとの指摘が見られる。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 かわばた かずま 川端 一摩

第1008号

はじめに

近頃、我が国を含む世界の経済を「適温経済」と表現する記事などが見受けられる¹。適温経済は「ゴルディロックス・エコノミー（Goldilocks Economy）」の訳語であり、英国の童話“Goldilocks and the Three Bears”に由来するこの「ゴルディロックス」には、ほどよい状態は決して長続きしないとの戒めが含まれている。

ここ数年来、大規模な金融緩和がもたらす低金利や緩和マネー²を背景に、世界経済はおおむね低インフレで緩やかな成長を続けてきた。その一方で、金融市場にとってぬるま湯とも揶揄されるこうした適温経済が、経済活動の様々な局面で「資産価格バブル」を生み出しているのではないかと懸念され始めている。

資産価格バブルとは、ある資産において、人々の期待する価値が本来の価値から大きく上振れし、理屈で説明できないほど実勢価格が高騰してしまった状態である。本稿では、この資産価格バブルについて確認したうえで、我が国の経済が置かれている現状を資産価格バブルの観点から整理する。

I 資産価格バブルについて

1 日本の「バブル経済」

我が国は、1980年代後半のいわゆる「バブル経済」期において、過去最大級の資産価格バブルを経験したところである。

1985（昭和60）年9月のプラザ合意³を契機に、我が国は円高による不況に陥ったが、景気の底上げに向けた積極的な金融緩和は、景気が好転し内需が急速に拡大していく中でも続けられた。その結果、地価は必ず値上がりすると喧伝された「土地神話」などと相まって、不動産や日本株の価格が急騰し、巨額の資産価格バブルが生み出されることになった。

この時期の最大の特徴は、不動産や日本株における資産価格バブルとその余波が国民生活の細部にまで広がり、国全体が実体経済をはるかに超えた好景気に熱狂したことであった。バブル経済は、個別の資産や金融・経済などの範疇に留まらない社会現象であったと言える。そして、いわゆる「バブル崩壊」に伴う資産価格の急落は我が国に「失われた20年」をもたらし、今日にまで影響を残している。

なお、こうしたバブル経済に伴う「バブル景気」は、1986（昭和61）年12月から1991（平成3）年2月まで51か月間にわたった。1988（昭和63）年あたりから多くの国民が好景気を感じ始め、バブルの空気は1992（平成4）年初頭まで続いたと言われる。

* 本稿執筆のためのインターネット情報などへの最終アクセスは、2018（平成30）年6月18日である。

¹ 例えば、「時事深層 2018年 経済の読み方—“適温経済”に落とし穴はないか—」『日経ビジネス』1923号、2018.1.8, pp.14-16, 18; 「スクランブル 適温経済、株高支える」『日本経済新聞』2017.10.18.

² 中央銀行の金融緩和政策により市場に供給された資金は、緩和マネーと呼ばれている。

³ 1985（昭和60）年9月22日、ニューヨークのプラザホテルで開催された先進5か国（G5）蔵相・中央銀行総裁会議において、ドル高是正に向けた国際為替調整が合意された。このプラザ合意の後、我が国は急激な円高・ドル安に苛まれた。

2 資産価格バブルの背景

資産価格バブルの発生までの背景は様々であるが、おおむね「金融緩和の長期化」と「資産価格上昇への過度の楽観論」に大別することができる。⁴

金融緩和が長期に及べば、それだけ金利は低い水準に抑制され続ける。継続的な低金利の結果、大量の緩和マネーが金融市場に流れ込み、資金の供給量が需要量を上回る「カネ余り」の状態が生まれる。実需への行き場を失った資金は、往々にしてリスク資産⁵への投機的な投資・運用に回され、ひいては資産価格バブルにつながることになる。

資産価格上昇への過度の楽観論は、その資産に対する、「将来は必ず値上がりする」といった人々の思惑や期待によって形成される。これは「ユーフォリア」⁶と呼ばれる現象で、土地神話に象徴されるように、我が国でも「バブル経済」期において顕著に見られた。

また、最近では、世界的に進展が目覚ましいフィンテック⁷や人工知能（AI）などの技術革新が、実体経済に影響を与えつつある⁸。こうした技術革新とそれを受けての規制緩和は、資産価格バブルの膨張を後押しするものと考えられている⁹。

II 日本における今回の景気回復局面

世界金融危機¹⁰に伴う景気後退から脱し、2012（平成24）年12月に始まった我が国の景気回復局面は、2017（平成29）年秋に「いざなぎ景気」（1965（昭和40）年11月から1970（昭和45）年7月までの57か月間）を超え、既に第2次世界大戦後2番目の長期間に及んでいる。このままであれば、2019（平成31）年1月には戦後最長の「いざなぎ景気」（2002（平成14）年2月から2008（平成20）年2月までの73か月間）を上回る。

今回の景気回復局面にあって特徴的なのは、多くの国民が好景気を実感として捉えていない点である。図1は、内閣府「景気ウォッチャー調査」¹¹における「家計動向関連」の景気現状判断指数（季節調整値）などの推移であるが、景気が上向いた2012（平成24）年12月から現在までの間において、この指数は人々の好況感と不況感の分岐点である「50」に届かないことが少なくない¹²。

⁴ 小林慶一郎「WATCHERS 専門家の経済講座 バブルは再び起きるのか」『読売新聞』2017.11.8; 「十字路 満たされつつあるバブルの条件」『日本経済新聞』2017.10.27, 夕刊。

⁵ リスク資産は危険資産とも呼ばれ、高利回りが期待されるが元本割れの危険もある資産の総称である。株式、社債、不動産や投資信託などが該当する。預貯金や国債などは、リスク資産に対して安全資産と称される。

⁶ ユーフォリアとは、根拠のない行き過ぎた幸福感や陶酔感のことである。

⁷ フィンテックは、金融（ファイナンス）と情報技術（テクノロジー）が融合した金融サービスの総称である。

⁸ 例えば、「社説 テック社会を拓く 不要な規制や慣習を取り除こう」『日本経済新聞』2018.1.7; 白戸智「AIで500万人の雇用創出 フィンテック、VR産業中心に」『エコノミスト』95巻25号, 2017.6.27, pp.26-27。

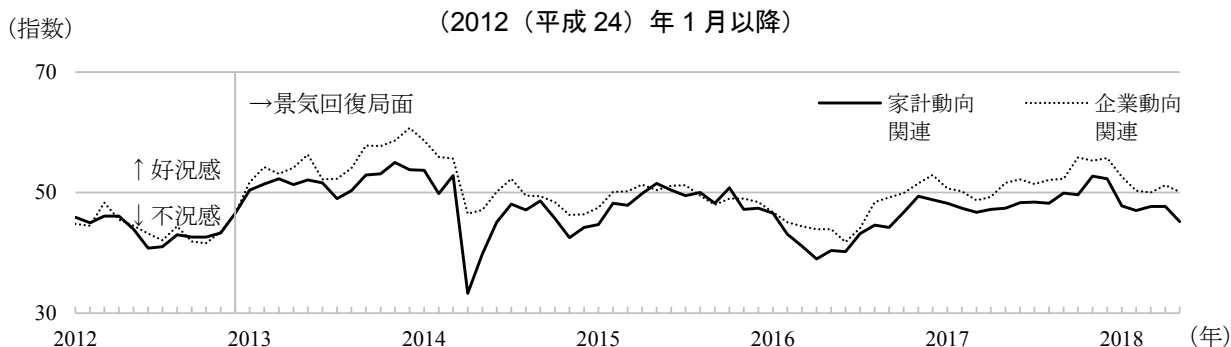
⁹ 小林 前掲注(4); 『日本経済新聞』前掲注(4)

¹⁰ 米国では2000年代、住宅価格の上昇を前提とした、低所得者に向けた高金利のローンであるサブプライム住宅ローンが重用された。しかし、住宅価格の下落とともにサブプライム住宅ローンの不良債権化が急速に進み、金融市場が混乱する中、2008（平成20）年9月15日に大手投資銀行であったリーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）が経営破綻した。このリーマン・ショックを引き金に世界金融危機が発生し、世界は同時不況に陥った。

¹¹ 景気ウォッチャー調査は、景気の動きを身近で観察できる職種の人々（タクシードライバー、小売店の店長やレジャー業の従業員など）を対象とした、生活実感としての景況感に関する月次のアンケート調査である。その結果は「街角景気」とも呼ばれている。

¹² 「景気ウォッチャー調査 2001年-2018年 季節調整値 全国分野・業種別、地域別DIの推移」内閣府 HP <<http://www5.cao.go.jp/keizai3/watcher.html>>

図1 景気ウォッチャー調査における景気現状判断指数（季節調整値）の推移



(注) 2012(平成24)年1月から2018(平成30)年5月まで、毎月の指数をグラフ化した。

(出典) 「景気ウォッチャー調査 2001年-2018年 季節調整値 全国の分野・業種別、地域別のDIの推移」内閣府 HP <<http://www5.cao.go.jp/keizai3/watcher.html>> を基に筆者作成。

また、後述するように、不動産や日本株などの価格は上昇基調でバブル化すら危惧されているが、その恩恵については、資産を保有していない層¹³には及んでいないとされている。この点、現時点では、資産価格の上昇が国民生活の底上げにつながっているとは言い難い。¹⁴

したがって、今般の我が国の経済においては、個別の資産が局地的なバブルに陥っている現象こそあっても、世間一般に「ユーフォリア」は発生していないと考えられる。現状は、1980年代後半の「バブル経済」の頃のような、日本中が熱狂に沸き立つ状況にはない。

Ⅲ 資産価格バブルへの懸念

現在、我が国において資産価格バブルの発生が懸念されている具体的な資産としては、不動産、日本株、日本国債を含む債券及び仮想通貨が挙げられる。

1 不動産

(1) 地価の動向

昨今の我が国において、地価は全国的に上昇基調にある。

公示地価¹⁵は2018(平成30)年、全国の住宅地・商業地・工業地の平均で2017(平成29)年を0.7%上回り、3年連続の上昇となった。都市部にあつては、前年比で東京圏が1.7%、大阪圏が1.1%、名古屋圏が1.4%の上昇である。地方圏も前年比0.041%と僅かながらプラスとなり、「バブル崩壊」直後の1992(平成4)年以来26年ぶりに上昇に転じた。目を引くところでは、訪日外国人によるリゾート需要の拡大を背景に、ニセコのスキーリゾートを抱える北海道倶知

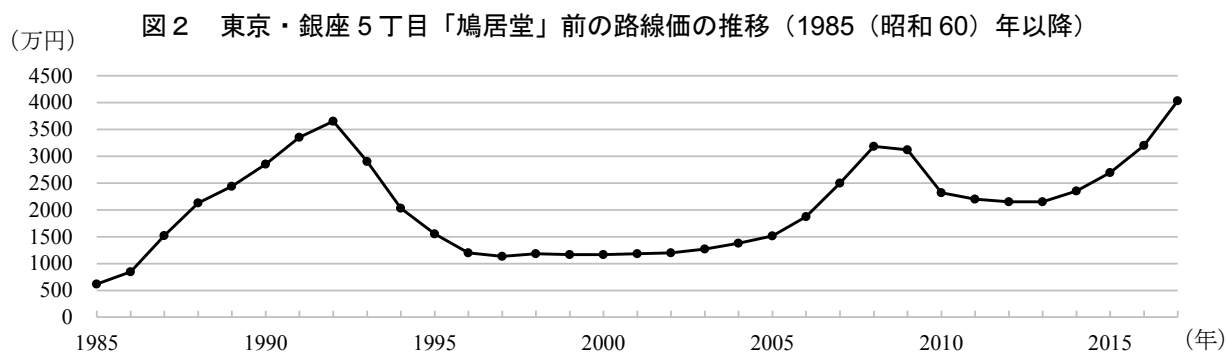
¹³ 2017(平成29)年の金融広報中央委員会の調査によると、2人以上世帯の31.2%、単身世帯の46.4%が金融資産を保有していない(「家計の金融行動に関する世論調査」金融広報中央委員会 HP <<https://www.shiruporuto.jp/public/data/survey/yoron/>>)。

¹⁴ 例えば、「ゆるみとゆがみ 日本経済の明と暗③ 単身世帯 貯蓄ゼロ4割」『日本経済新聞』2018.6.14; 「けいざい+ 黒田日銀の課題(中) 「好景気」の実感 富裕層どまり」『朝日新聞』2018.2.22。

¹⁵ 公示地価は、国土交通省による毎年1月1日時点の土地評価額であり、その年の3月に公表される。住宅地・商業地・工業地に分けて算出され、土地取引を行う際の価格の目安とされることが多い。

安町において、公示地価が前年から30%を超える急騰を見せている¹⁶。¹⁷

路線価¹⁸は2017（平成29）年、全国平均で2016（平成28）年を0.4%上回り、2年連続の上昇となった。図2のとおり、全国最高値である東京・銀座5丁目「鳩居堂」前¹⁹の路線価は、前年比26%増の1平方メートル当たり4032万円を記録し²⁰、1992（平成4）年の3650万円を上回って過去最高額を更新した。また、各都道府県庁所在地にあつては、27都市で都市内の最高路線価が前年からプラスとなり、そのうち10都市では上昇率が前年比で10%を超えている。²¹



（出典）各年の「財産評価基準書 路線価図・評価倍率表」国税庁 HP <<http://www.rosenka.nta.go.jp/index.htm>>などを基に筆者作成。

（2）都市部における不動産市場の概況

不動産市場は、都市部を中心に活況を呈している。2018（平成30）年3月期の決算において、オフィスビル賃貸の好調を主因として、住友不動産は6期連続、三井不動産は4期連続、三菱地所は2期連続で過去最高益を更新した²²。

現在、東京都心ではオフィスビルが新築ラッシュにあるが、オフィスの空室率は2018（平成30）年3月、2008（平成20）年3月以来10年ぶりに3%を下回った²³。2019（平成31）年末²⁴には更に空室率が低下すると見込む調査もある²⁵。

こうした中、都市部では新築マンションの価格が高止まりしている。首都圏における新築マ

¹⁶ 例えば、「地価上昇の支え手（上）ニセコ坪単価は「都心並み」」『日本経済新聞』2018.3.29；「訪日需要 地価けん引」『読売新聞』2018.3.28。

¹⁷ 「平成30年地価公示」国土交通省 HP <http://www.mlit.go.jp/totikensangyo/H30kouji_index.html>

¹⁸ 路線価は、国税庁による毎年1月1日時点の土地評価額であり、その年の7月に公表される。主要な道路に面する土地を対象としており、相続税や贈与税を算定する際に使用されることが多い。

¹⁹ 1986（昭和61）年以降、東京・銀座5丁目「鳩居堂」前の路線価は、32年連続で全国最高値を付けている。

²⁰ 「29 財産評価基準書 路線価図・評価倍率表 平成29年分（最新）」国税庁 HP <<http://www.rosenka.nta.go.jp/index.htm>>

²¹ 例えば、花谷美枝「FLASH! 路線価 銀座は「バブル超え」過熱感が高まる東京」『エコノミスト』95巻28号、2017.7.18, pp.11-12；「銀座、過去最高を更新」『日経流通新聞』2017.7.5。

²² 「住友不、9%増益」『日本経済新聞』2018.5.11；「三井不、4期連続最高益」『同』2018.5.12；「三菱地所、株価出遅れ」『同』2018.5.15；「不動産3社 営業益最高」『同』2018.5.6。

²³ 「最新オフィスビル市況 東京 2018年4月号」三鬼商事株式会社 HP <https://www.e-miki.com/market/datacenter/prt/21_201804.pdf>

²⁴ 2019（平成31）年4月30日の翌日に改元が予定されているところであるが、現時点では新元号が不明であることから、本稿においては、同日以降も平成の元号を使用している。

²⁵ 「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2018」2018.4.27. 森ビル HP <<https://www.mori.co.jp/img/article/180427.pdf>>

ンション1戸当たりの平均価格は、2017（平成29）年度には5921万円となり²⁶、6214万円を記録した「バブル経済」期の1990（平成2）年度に次ぐ水準となった。都市部の新築マンションに対しては、もはや平均的なサラリーマンが実需で購入できる価格帯から逸脱しているとの指摘も見られる。²⁷

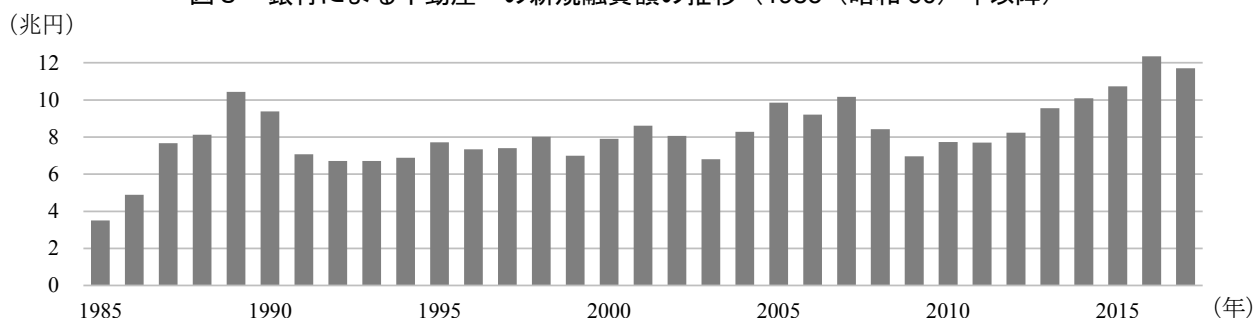
また、中古マンションの価格も高水準に至っている。首都圏においては、2017（平成29）年の中古マンション（70平方メートル換算）1戸当たりの平均価格は3577万円となり、2000（平成12）年以降の最高価格を2年連続で更新した。特に、東京都では4825万円を記録し、1994（平成6）年以来23年ぶりの高値となっている。²⁸

（3）不動産融資の動向

地価の上昇や不動産市場の活況と相まって、全国の銀行による、不動産に対する新規の融資が拡大を続けている。

各年の不動産融資額は、2016（平成28）年に過去最高となる12兆2千億円を記録し、「バブル経済」の絶頂にあった1989（平成元）年の10兆4千億円²⁹を2年連続で上回った。2017（平成29）年には、個人向けアパートローンへの融資が減少した³⁰影響から、この不動産融資額は6年ぶりに前年を下回ったが、それでも11兆7千億円と高水準を維持している。³¹（図3）

図3 銀行による不動産への新規融資額の推移（1985（昭和60）年以降）



（出典）「貸出先別貸出金」日本銀行時系列統計データ検索サイト <[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/fameccgi2?cgi=\\$nme_a000&lstSelection=LA01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/fameccgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=LA01)> を基に筆者作成。

²⁶ 「首都圏マンション市場動向—2017年度（2017年4月～2018年3月）—」2018.4.16. 不動産経済研究所 HP <<http://www.fudousankeizai.co.jp/share/mansion/322/sf2017.pdf>>

²⁷ 例えば、「この数字 5921万円 新築マンション、高根の花に」『日本経済新聞』2018.4.21；「過去最高値でも諦める必要はない 迫る不動産購入の三大好機」『週刊ダイヤモンド』105巻48号, 2017.12.16, pp.70-71.

²⁸ 「首都圏、中古も高値 昨年2.9%上昇、2000年代最高」『日本経済新聞』2018.1.23；「三大都市圏・主要都市別／中古マンション70㎡価格年別推移（17年・年間版）」2018.1.22. 東京カンテイ HP <<https://www.kantei.ne.jp/report/c2017.pdf>>

²⁹ 1990（平成2）年3月27日、バブル経済下で高騰を続ける不動産価格を抑制するべく、大蔵省（当時）は各金融機関に向けて、不動産融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑えるよう行政指導を行った。この不動産融資に対する「総量規制」は、バブル崩壊のひとつの引き金になったと言われている。（例えば、「バブルとその余波⑤ 不良債権の重荷 崩れた大手銀行」『日本経済新聞』2017.12.16.）

³⁰ 2015（平成27）年の相続税制改正を契機に、資産家や個人投資家による節税を目的としたアパートの建設・経営と、これに対する地方銀行などによるアパートローン融資が急増した（例えば、「アパート融資 異形の膨張」『日本経済新聞』2017.3.26.）。こうした中、金融庁と日本銀行は、アパートの過剰供給や融資の過熱に警戒感を表していた（金融庁「平成27事務年度金融レポート」2016.9, p.13. <<https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>>; 日本銀行「金融システムレポート」2017.4, pp.75-76. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr170419a.pdf>>）。

³¹ 「貸出先別貸出金」日本銀行時系列統計データ検索サイト <[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/fameccgi2?cgi=\\$nme_a000&lstSelection=LA01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/fameccgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=LA01)>

(4) 不動産バブルへの懸念と 2020 年問題・2022 年問題

不動産については、各種の資産の中でも、とりわけ資産価格バブルに対する警戒が強く示されているところである。

昨今の不動産市場の動向をめぐっては、バブル状態にはないとの分析が見られる³²一方で、現況と「バブル経済」期の不動産バブル発生過程との類似点を指摘する向きもある³³。今がまさに不動産バブルの真ただ中であるとの見方や、近い将来の不動産バブル崩壊を予兆するような論調も見られ、特に、都市部の不動産バブルを懸念する声は小さくない³⁴。

こうした中、不動産市場において具体的に懸念されているのが、いわゆる「2020 年問題」と「2022 年問題」である。

不動産における 2020 年問題とは、五輪特需³⁵などを背景に拡大してきた不動産への需要が 2020 年東京オリンピック・パラリンピックの前後にピークアウトし、マンションなどの不動産価格が下落に転じるというものである。³⁶

2022 年問題は、より現実的な懸案である。2022（平成 34）年、都市部で「生産緑地」³⁷に指定されている農地の約 8 割が指定期限の終了を迎えるが、これを契機に、生産緑地であった農地の所有者の多くが、その農地を手放すと考えられる。そこで、農地から宅地への転用が進み、宅地が一挙に市場に放出されることが予想され、地価や住宅価格が下落するものと危惧されている。³⁸

なお、政府は 2022 年問題をめぐり、都市部の農地を保全するべく、企業や NPO 法人が農地所有者から生産緑地を借りやすくするための法整備³⁹などに取り組んでいる。

³² 例えば、みずほ総合研究所『経済がわかる 論点 50 2018』東洋経済新報社、2017、pp.138-141；塚崎公義「基礎から学ぶ資産バブル Q&A」『エコノミスト』95 巻 36 号、2017.9.19、pp.38-39。

³³ 例えば、小林 前掲注(4)；大槻奈那「資産バブル 成長率上回る住宅価格値上がり 緩和長期化すればバブル招く恐れ」『エコノミスト』95 巻 36 号、2017.9.19、pp.36-37。

³⁴ 例えば、「トリプルバブル」行く先は 仮想通貨は失速 株や不動産も？ 『毎日新聞』2018.2.2、夕刊；「不動産バブルはこれから 2 度崩壊する」『週刊朝日』122 巻 51 号、2017.9.29、pp.18-21。

³⁵ 日本銀行は、五輪関連の建設投資を 10 兆円規模に上ると試算している（日本銀行調査統計局「2020 年東京オリンピックの経済効果」『BOJ Reports & Research Papers』2015.12. <http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2015/data/ron151228a.pdf>）。

³⁶ 例えば、大前研一「2025 年、東京も人口減少へ。マンションが危ない」『プレジデント』55 巻 17 号、2017.8.14、pp.92-93；石澤卓志ほか「アナリストはこう見る！不動産 2020 年問題を疑え」『週刊東洋経済』6632 号、2015.12.5、pp.88-89。

³⁷ 1992（平成 4）年、都市部の農地の保全を目的に生産緑地の制度が導入された。生産緑地の指定を得ることで、農地所有者はその土地で農業を営む義務を負う代わりに、各種の税制優遇措置を受けることができる。指定から 30 年の時点で、農地所有者は指定の 10 年間延長か、市区町村に農地の買取りを求めるとのどちらかを選択する。ここで、指定が延長されず市区町村が買取りに応じなかった場合、他にその農地を買い上げる者がいない限り、生産緑地の指定は解除されることになる。

³⁸ 例えば、「住宅地価に 2022 年問題 「生産緑地」が下落圧力に」『日本経済新聞』2017.11.25；塩澤誠一郎・牧野知弘「Q&A ニッポンの土地問題—土地の「2022 年問題」は起こるのか—」『週刊東洋経済』6754 号、2017.10.14、pp.30-31。

³⁹ 現行の制度にあっては、企業や NPO 法人が生産緑地を借りるためには、市区町村を経由する必要がある。これを、企業や NPO 法人と農地所有者が直に賃貸契約を結ぶことができるように改める法律案が、第 196 回国会において審議されている（「都市農地の貸借の円滑化に関する法律案」（第 196 回国会閣法第 43 号））。

2 日本株

(1) 日本株の動向

2016（平成 28）年夏あたりから、日本株はおおむね好調に推移している。

日経平均株価は 2017（平成 29）年 10 月、過去最長となる 16 営業日連続の上昇を記録した。日経平均株価の終値は同年 11 月 7 日に 22,937 円 60 銭を付け、1996（平成 8）年 6 月以来約 21 年ぶりに「バブル崩壊」後の最高値を更新し、2018（平成 30）年 1 月 23 日には 24,124 円 15 銭を記録している。その後、株価は世界同時株安のあおりを受けて下落局面に入ったが、大きな落ち込みにまでは至っていない。⁴⁰（図 4）



（注）1985（昭和 60）年 1 月から 2018（平成 30）年 5 月まで、毎月末の終値をグラフ化した。

（出典）日経平均プロフィール「ヒストリカルデータ」日本経済新聞社 HP <<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>> を基に筆者作成。

(2) 日本株バブルへの懸念と官製バブル批判

日本株の現状をめぐっては、その市場価格が日本経済の実力を的確に表していると評価する向きがある反面、ゆがみを内包していると警告するような論調もある。

前者としては、日本企業の業績や景気の回復がようやく株価に反映されているに過ぎないとの見解⁴¹や、日本企業による株主重視の経営への取組⁴²を海外投資家が評価し始めているとの見解⁴³などが挙げられる。

後者は、日本銀行による上場投資信託（ETF）の買入れ⁴⁴などから、株価が政策的にかさ上げされていると問題視している。実際のところ、日本銀行による ETF を通じた日本株の保有は、2018（平成 30）年 3 月末現在でその資産残高の 4%弱にまで及んでおり、日本銀行は上場企業の大株主の状態にあるとも言われている⁴⁵。昨今の株高を「官製価格」などと表現し、とりわけ

⁴⁰ 日経平均プロフィール「ヒストリカルデータ」日本経済新聞社 HP <<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>>

⁴¹ 例えば、伊藤嘉洋・平野憲一「兜町の大長老がズバリ診断 新次元の日本株 バブルではない」『日経マネー』428号、2018.2, pp.50-53; 「歴史的株高を聞く（下）」『日本経済新聞』2017.11.23.

⁴² 第 2 次安倍政権は、成長戦略の一環として企業統治（コーポレートガバナンス）改革を推進してきた。金融庁と東京証券取引所が取りまとめ、2015（平成 27）年 6 月に適用が開始された「コーポレートガバナンス・コード」においては、上場企業の行動原則として、株主やステークホルダーに対する責任が示されている。

⁴³ 例えば、「物言う株主 進化 日本株の保有額 最高」『日本経済新聞』2018.5.27; 『日本経済新聞』前掲注(41)

⁴⁴ 2018（平成 30）年 3 月末現在、日本銀行が保有する ETF の残高は購入時の簿価ベースで約 19 兆円、時価ベースで約 24 兆円とされている（「日銀、保有 ETF 24 兆円」『日本経済新聞』2018.4.3.）。

⁴⁵ 例えば、同上; 「株価を「かさ上げ」する ETF 買い 日銀の間接保有率上位 40 社」『週刊ダイヤモンド』105 巻 48 号、2017.12.16, pp.42-43.

株式市場について、いわば「官製バブル」の状態に陥っているとする批判は根強い。⁴⁶

なお、今後の日本株の動向に関しては、2018（平成30）年度末に日経平均株価が3万円に達するという強気の予測⁴⁷から、官製バブルの崩壊がもたらす株価急落の危険性を説く向き⁴⁸まで、見通しにかなりの幅がある。

(3) 米国株の動向

ちなみに、日本株と同様に、米国株も基本的に好調である。

NYダウ平均株価は2017（平成29）年1月に2万ドルに到達し、ここから2018（平成30）年1月まで過去最高値を更新し続けた。同月26日には、26,616ドル71セントを記録している。こうした米国株の動きをめぐっても、実体経済に裏付けられた健全な状態との見方がある⁴⁹反面、過熱ぶりとバブル化を警戒する声がある⁵⁰。

日本株に対しては、以前から米国株との連動性が指摘されている⁵¹。この点、今後とも米国株の動向を注視していく必要がある。

3 国債・債券

「バブルはいつも姿を変えてやってくる」などと言われる⁵²。国内外の過去の事例によれば、資産価格バブルは不動産や株式でしばしば発生してきたところであるが、今般の我が国では、これらの資産に加え、国債を含む債券においても資産価格バブルが警戒されている。

日本銀行による大規模かつ継続的な日本国債の買入れ⁵³は、我が国の債券市場に大量の緩和マネーをもたらしてきた。日本国債は極めて低い利回り⁵⁴を維持し、価格は高水準に至っている⁵⁵。国債をめぐるとこのような状況は、程度の差こそあれ米国や欧州でも見られるところであり、安全資産であるはずの国債におけるバブルの発生と崩壊が、世界中で危惧されている。⁵⁶

⁴⁶ 例えば、松本惇・池田正史「金融緩和が招いた「債務中毒」 近づく臨界点に打つ手なし」『エコノミスト』95巻43号、2017.11.7, pp.20-22; 「大機小機 危うい株価高騰」『日本経済新聞』2017.6.27.

⁴⁷ 例えば、「緊急 株価アンケート 市場関係者8人の最新予測」『週刊ダイヤモンド』106巻17号、2018.4.28・5.5, pp.154-155; 広木隆「日経平均3万円への道」アップデート」『ストラテジーレポート』2018.3.7. マネックス証券HP <https://info.monex.co.jp/report/strategy/pdf/strategy_20180307_1.pdf>

⁴⁸ 例えば、『毎日新聞』前掲注(34); 松本・池田 前掲注(46)

⁴⁹ 例えば、「十字路 米国の金融は健全」『日本経済新聞』2018.3.13, 夕刊; 「大機小機 復活する米国経済」『同』2018.1.20.

⁵⁰ 例えば、松本・池田 前掲注(46); 「日米同時株高 米株には過熱感も」『日本経済新聞』2017.10.20.

⁵¹ 例えば、「スクランブル ソニー株急落の「警告」」『日本経済新聞』2018.5.2; 「なるほど投資講座 株価と季節 ① 日米にクリスマスの熱気」『同』2014.11.11, 夕刊.

⁵² 例えば、藤田勉「バブルは姿を変える 「今回は違う」のワナ」『NIKKEI STYLE』2017.12.4. <<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO23933800X21C17A1000000>>; 「核心 バブルはいつも別の顔」『日本経済新聞』2014.7.21.

⁵³ 2018（平成30）年6月10日現在、日本銀行が保有する国債の残高は約462兆円である（日本銀行「営業毎旬報告（平成30年6月10日現在）」2018.6.12. <<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/release/2018/ac180610.htm>>）。

⁵⁴ 2018（平成30）年6月14日現在、日本国債の金利は5年債でマイナス0.108%、10年債でプラス0.046%である（「国債金利情報」財務省HP <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm>）。

⁵⁵ 債券の利回りと価格はトレードオフの関係にあり、利回りの低下は、その債券に対する投資の減退をもたらす。昨今、日本国債は政策的にマイナス金利に誘導されており、日本銀行による国債の積極的な買入れと相まって、国債市場の機能低下が懸念されている（例えば、「十字路 超低金利政策の弊害」『日本経済新聞』2017.10.6, 夕刊）。

⁵⁶ 例えば、斎藤満「FLASH! 金融市場の動揺 恐怖指数急騰の不安定相場へ 弾けきらない国債バブル背景」『エコノミスト』96巻8号、2018.2.27, pp.13-14; 「全てのバブルの元凶はこれ? 膨張する債券バブルの真相」『週刊ダイヤモンド』105巻48号、2017.12.16, p.41.

こうした国債の低金利もあって、今般、世界的にハイイールド債⁵⁷に対する投資が拡大している。その発行額の増加⁵⁸から、ハイイールド債市場の過熱を懸念する声も聞かれる。⁵⁹

また、2017（平成 29）年には新興国の政府・企業による債券の発行が急増し、新興国への資金の流入が進んだが、2018（平成 30）年 4 月の米国の金利上昇を契機に、この資金が新興国から米国に流出し始めている。新興国債券は敬遠される傾向が強まっており、一旦は膨らんだ新興国債券バブルの先行きが注目されている。⁶⁰

4 仮想通貨

仮想通貨⁶¹は歴史の浅い金融資産であるが、高い投機性を備えた金融商品として市場に受け入れられつつあり、近年、国内外で活発に取引が行われている。

「ビットコイン」に代表される仮想通貨の価格は、2017（平成 29）年後半に急騰した。しかし、各国政府による規制強化の動きや仮想通貨「NEM」の不正流出事件⁶²などの影響もあって、その後は 2018（平成 30）年春にかけて急落している。（図 5）

激しい騰落を示したこの一連の流れについて、仮想通貨バブルの発生と崩壊の過程と捉える見方は少なくない。⁶³



(注) 2017（平成 29）年 1 月 1 日から 2018（平成 30）年 6 月 18 日まで、毎日の始値をグラフ化した。

(出典) “Bitcoin (USD) Price.” CoinDesk HP <<https://www.coindesk.com/price/>> におけるデータを基に筆者作成。

⁵⁷ ハイイールド債は、信用リスク（債務不履行などのリスク）は大きいですが、その分利回りが高い社債である。

⁵⁸ 2017（平成 29）年におけるハイイールド債の発行額は、世界全体で 4340 億ドル弱とされている（「一目均衡 危機後 10 年、リスク随所に」『日本経済新聞』2018.3.20）。

⁵⁹ 例えば、同上；「②ハイイールド社債 利回り狩りで資金殺到 ローイールド化が顕著」『週刊東洋経済』6780 号，2018.3.10，pp.74-75。

⁶⁰ 例えば、「米金利上昇 揺れる新興国」『日本経済新聞』2018.5.8；長谷川克之「年間債券発行額 2 兆ドル突破 中東・アフリカ地域で急増」『エコノミスト』96 巻 7 号，2018.2.20，pp.78-80。

⁶¹ 仮想通貨は、紙幣や硬貨のような現物を持たず、電子データのみでやり取りされる通貨である。いわゆる電子マネーなどと異なり、仮想通貨を管理する国家や企業などは存在しておらず、国家による価値の保証もない。仮想通貨の先駆けである「ビットコイン」は、2009（平成 21）年 1 月に運用が開始された。

⁶² 2018（平成 30）年 1 月 26 日、我が国大手の仮想通貨取引業者であるコインチェック社が不正アクセスを受け、580 億円相当の「NEM」が流出した。

⁶³ 例えば、「仮想通貨 FX から流入」『日本経済新聞』2018.5.20；「仮想通貨 投機バブルが横行 通貨機能は不十分」『週刊東洋経済』6780 号，2018.3.10，p.77。

IV 今後の見通しなど

2018（平成30）年4月、日本銀行では、これまで5年間にわたって異次元の金融緩和を主導してきた黒田東彦総裁が再任された。2期目の黒田体制においては、従前どおり金融緩和政策を継続していくとの方向性が示されている⁶⁴。

他方、米国の連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）⁶⁵では2018（平成30）年2月、同国で金融緩和を進めてきたジャネット・イエレン（Janet Yellen）前議長に替わり、新たにジェローム・パウエル（Jerome Powell）議長が就任した。欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）⁶⁶では、ユーロ危機⁶⁷以降のユーロ圏における金融緩和を担ってきたマリオ・ドラギ（Mario Draghi）総裁の任期が、2019（平成31）年10月で満了となる。そして、我が国に先んじて、FRBやECBは既に金融緩和の出口に向けて歩み始めている⁶⁸。

金融の緩和から引締めへの転換に伴う金利の上昇や緩和マネーの減少は、現に発生しているかもしれない資産価格バブルについて、縮小や崩壊の方向に導くと考えられている。長きにわたる世界的な適温経済に対しても、もはや遠からず終焉が訪れるとの見方が少なくない。⁶⁹

ここまで述べてきたとおり、今般の我が国においては、不動産、日本株、国債を含む債券及び仮想通貨について資産価格バブルが疑われているところであるが、現時点では、これらが国内の経済全般に波及しているとまでは考え難い。ただし、局地的な資産価格バブルであっても、崩壊した場合、景気や経済活動に悪影響を及ぼすであろうことは言うまでもない。

おわりに

資産価格バブルは、弾けた後にバブルであったことが初めてはつきりと認識される、いわば事後的な評価であるとも言われる。米国などにおける「ITバブル」⁷⁰が崩壊した後、FRBのアラン・グリーンスパン（Alan Greenspan）議長（当時）は、「バブル崩壊によってバブルの存在を確認するまで、バブルを明確に特定することは非常に困難であった。」と述べている⁷¹。

いわゆる「バブル崩壊」と「失われた20年」を経験した我が国の経済において、資産価格バブルやその兆候に警鐘が鳴らされている現状を正しく受け止めたうえで、今なすべきことは何か。冷静な議論が求められるところである。

⁶⁴ 日本銀行「総裁再任記者会見要旨」2018.4.10. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2018/kk180410a.pdf>

⁶⁵ FRBは、米国における中央銀行に相当する機関である。議長は、大統領の指名と連邦議会の上院の承認によって任命される。

⁶⁶ ECBは、ユーロ圏の金融政策を一元的に意思決定する機関である。総裁は、各国首脳レベルの合意で決定される。

⁶⁷ 2010（平成22）年1月、ギリシャで隠蔽されていた財政赤字が表面化し、資金繰りが難しくなった同国は事実上のデフォルト（債務不履行）に陥った。このギリシャ債務危機は、南欧諸国からユーロ圏各国や周縁国にまで飛び火しユーロ危機となり、ユーロ圏の金融システムを揺るがした。

⁶⁸ 例えば、「欧州、年内に量的緩和終了」『日本経済新聞』2018.6.15；「米、金融引き締め独走」『同』2018.6.15.

⁶⁹ 例えば、「大機小機 適温経済から巡航経済へ」『日本経済新聞』2018.3.21；「「適温経済」は終わるのか」『週刊東洋経済』6777号，2018.2.17，pp.86-95.

⁷⁰ 1990年代末から2000年代初頭の米国などで発生したITバブルにあつては、インターネット関連企業への実物投資や株式投資が急騰した後、短期間でバブルが弾けた。

⁷¹ Alan Greenspan, "Opening Remarks," p.4. Federal Reserve Bank of Kansas City HP <<https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2002/pdf/S02Greenspan.pdf>>