



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2021年2月22日

経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2002年8月にグリーンズパン元FRB議長は、「バブルかどうかは後になってみないとわからない」という趣旨の発言をした。この認識は市場参加者の共通認識として正しいとみて良いだろう。株価は期待を織り込んで形成される。経済成長の経路が過去の延長線上より上方屈折する格好で高い期待を織り込む株価について、期待が実現したらバブルではなく、実現しなかったらバブル崩壊となるのだ。

直感的に分かり易い事例を上げると、日本の1960-70年代の高度成長期だ。当時は株価も上昇したが、高度成長が実現したために株価が崩れるバブル崩壊とはならなかった。もし高度成長が実現せず平凡な成長率だったら、さしずめ「所得倍増計画未達バブル」とでも命名されていたことだろう。類似の例はグリーンズパンがFRB議長だった1990年の米国経済にもある。当時は失業率が約5%を下回るとインフレが加速するとされていた。このインフレ加速が始まる失業率の水準はNAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) と呼ばれ、物価と雇用の2つを政策目標とするFRBにとっては最も重要な政策判断の基準だった。当時のグリーンズパン議長の最大の功績は、NAIRUの低下を確信してインフレを恐れずに低金利政策を維持し、景気の拡張期間を引き伸ばしたことだとされている。当然、株価も上昇した。その実績があるからこそ冒頭のグリーンズパン元FRB議長の言葉は重みを持つ。

さて、昨今の株価について、バブルであるかどうかの議論が沸き起こっている。一日に世界全体で400万人を超えるペースでワクチン接種が始まった今、問うべきは、株価の持つベクトルが、コロナ禍が終息した後の景気や企業収益と整合的なのかどうかだろう。世界の株価は、結局は米国と連動する。ここでは米国の状況を中心に議論を進める。

既にバブルの領域に達していたという見方は、ワクチンの普及でコロナ禍が終息すれば、金融緩和による流動性は吸収され、財政再建のための増税が始まるとみる。更に、コロナ禍が人心に深い半永続的な傷痕を残し、潜在成長率が下方屈折するという悲観的な見方もある。多くの世界銀行など国際機関や主流派の経済学者はこの悲観的な見方に与する。

一方、コロナ禍がワクチンの普及で終息したら、景気が反動で抜群に良くなるという見方もある。この見方の根拠は主に2つある。1つは積みあがった預金だ。コロナ禍で消費を抑制した結果、2020年9月末までで、米国は約2兆ドル、日本でも25兆円の個人預金が積み上がった。年末年始以降の経済対策で、この残高はもっと増えているはずだ。米国は4兆ドルに達する可能性もある。コロナ禍が終息したら、この巨額の預金が消費に向かうとの見立てだ。既にその兆しはある。ワクチンの普及が速い英米では、ワクチンを打った後の夏のバカンスの予約が急増している。もう1つはオンラインの普及など技術革新で、これを根拠に英国のエコノミスト誌は、「狂騒の20年代」と呼ばれる空前の好景気だった1920年代に続いて二度目の20年代ブームが来るとも主張する。ただ、これらの楽観的な見方はごく少数派だ。

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。



経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

バブルであるのかないのか、をシンプルに図示してみよう。IMFなど国際機関は、2020年の夏場頃から、しばしば図の株価と消費者信頼感指数の高い相関を根拠として、乖離した高水準の株価にはバブルの要素があると警告を発してきた。



今後のシナリオは大きく分けて3つある。第一は消費者心理が低水準で低迷したままとなり、株価が崩れるシナリオ（青線矢印①）だ。しかし既に接種が始まったワクチンの有効性を勘案すれば、その可能性は低いだろう。第二はワクチンの普及で人々の生活がコロナ禍の前に戻れば、消費が活発化して消費者心理が回復するシナリオだ（赤線矢印②）だ。実現するとすれば、原動力は既に積み上がった巨額の預金だろう。第三として第一と第二の中間もあるだろう。

他方、バブルであるかどうかを後から振り返るのではなく、現在進行形で見分ける方法は、キンドルバーガー、ガルブレイス、ミンスキーなど故人の経済史学者の研究の蓄積がある。こうした先哲の研究の蓄積から、過去のバブルと比較しつつ、今の状況をまとめたのが下の図表だ。数学的方法論である数学的帰納法をバブルの歴史に応用したいわば歴史的帰納法の考え方だ。

以下、この図表を解説する。

以下、この図表を解説する。

	日本バブル(1990年前後)	リーマンショック(2006-8)	2020年以降
(1) 危機	1985年プラザ合意で始まった円高	911テロ(2001)とイラク戦争(2003)	コロナ禍
(2) 恐怖	円高恐怖症	目に見えないテロ	感染の恐怖と史上最悪の景気後退
(3) 金融緩和	当時としては史上最低金利	低金利の長期化	最後の貸し手から最初の貸し手へ
(4) 財政政策	公共投資	ブッシュ減税	給付金で所得急増
(5) 過度な楽観(夢物語)	日本が米国に代わり覇権国になる	優しい保守主義とオーナーシップ社会	ESG、脱炭素、AI、ロボアドバイザー
(6) 投機対象	不動産(土地、マンション、原野)	世界中の住宅、証券化商品	ESG銘柄、暗号資産(仮想通貨)
(7) 先導セクター	不動産、建設、銀行	住宅	不動産、ペニー株(ボロ株)
(8) 金融の技術革新	NTT株、エクイティファイナンス	NINJYAローン(無責任な貸出)、GDS	FIRE(老後資金作り)とロビンフット
(9) バブルの正当化	PER50倍でも土地の含み益で問題なし	証券化商品(CCCがAAAIに化ける)	特別買収目的会社(SPAC、空箱)
(10) 投資の大衆化	投資雑誌創刊ラッシュ	市場経済万能論(「歴史の終わり」)	ロゴフ、シラー、無形資産評価
(11) 株価予測	日経平均10万円	値上がり益を返済原資とする住宅投資	ネット掲示板、スター・ユチューバー
(12) 崩壊のきっかけ	「鬼平」による利上げ、バブル怨念論	損失見積り過ぎの過小評価	日経平均4万円

出所: 各種報道をもとに当社作成

(1) 危機の発生

バブルは、危機の後、危機対応をやり過ぎることで発生することがパターン化している。しかもざっと10年毎に繰り返すリズム性がある。日本は1990年前後のバブル崩壊で世界の動向とは周期性がずれた。しかし米国は、1990年頃の商業不動産バブル崩壊はその少し前の1987年のブラックマンデーで株価が急落した後

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡す「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2021年2月22日

経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

に低金利政策が長引いたことで発生した。2000年前後のITバブル崩壊は、90年代後半の日本の金融危機、アジアの通貨危機、ロシアやトルコのデフォルト、等の危機の連続で低金利政策を長引かせたことが原因だった。2008年のリーマンショックの引き金となった不動産バブル崩壊は、イラク戦争のための財源調達で低金利政策が長引いたことだった。

危機対応をやり過ぎるとバブルになる。ワクチンが普及した後にこそ要注意すべきだろう。特に米FRBは、黒人の失業率など格差にも配慮せざるを得ない状況に追い込まれている。

(2) 危機意識

危機対応をやり過ぎる原因は高い過剰な危機意識だ。日本の90年代のバブル崩壊では、後から振り返れば、円高によるデメリットはあるにしても、円高による輸入物価の下落などメリットも大きかった。しかし、メリットを受ける人はこっそりほくそ笑む一方、デメリットを受ける人は声高に主張する。また、野党や一部のメディアは危機を煽る傾向がある。コロナ禍への対応でも2020年9月末までで米国は2兆ドル、日本でも25兆円もの個人預金が積み上がった。これは危機対応をやり過ぎたことの証左である可能性が高い。本当に危機なら預金は減るはずだ。

(3) (4) 金融政策と財政政策

危機による景気の下押しを緩和するには、経済対策による景気の上押しだ。その手段には財政政策と金融政策がある。財政政策は機動性がなく、後に財政再建（増税）が課題となるため、金融緩和に過度な負担がかかることが常態化している。

(1)から(4)を整理すると、適切な危機対応とは、危機による景気の下押し効果と危機対応による景気の上押し効果が、天秤にかけると釣り合うということだ。危機対応が過少だと危機は収まらない。だからこそ、危機対応はやり過ぎる傾向が強くあるのだ。

(5) 過度な楽観

過度な楽観とは、実現しなかった楽観だ。日本の高度成長のように、実現した楽観は過度ではないので、株価もバブルとはならない。バブルは後から振り返れば荒唐無稽な夢物語を織り込む。日本のバブルは、日本が米国に取って代わって世界の覇権国となり、東京が世界の金融センターの地位をニューヨークから奪えば、オフィスが足りなくなるという期待から始まった。2000年前後の米国のIT革命は、ITによって景気循環が消滅する上に、潜在成長率が上昇して高い経済成長が永遠に続くという荒唐無稽な期待から生じた。バブルの間に流行語となる過度な楽観を象徴する言葉は、バブル崩壊で真実ではないと判明した時点で死語となるので、後世の世代には理解しがたいものとなる。

現時点では、後世から見て過度となる可能性のある楽観は、一部のIT関連セクターにはあるが、経済全体ではまだないとみて良いだろう。

(6) (7) 投資対象、先導セクター

過度な楽観は、経済全体が均一的ではなく、一部のセクターが主導することで始まる。その背景にはそれぞ

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2021年2月22日

経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

れの時代に応じた何らかの大きな社会の変化がある。

アフターコロナの社会像は、なぜか日本ではまだほとんど報道される機会がない。目の前のコロナに関する報道一色といって良い状況だ。しかし、米国では IT 関連の技術が新しい時代の扉を開けると期待されている。それを象徴するのがいわば投資の神様の世代交代で、レイ・ダリオからキャシー・ウッドに変わった感がある。キャシー・ウッドは、投資信託の運営会社であるアークキャピタルマネジメンツの経営者で、コロナ禍の時代の課題を解決するのはオンライン（診療、会議、授業）や技術新として、ハイテク株に相場を張って大きく当たった。

くしくも 2021 年は 3-4 年毎に繰り返す IT のサイクルがピークをつける年だ。このサイクルは IT の技術革新と通信技術の世代交代で発生する。2009、2012、2015、2018、そして今回はコロナ禍の中でも明確に 2020 年に底打ちして回復過程にある。しかも、4G から 5G への世代交代にも重なっている。早くも 아이폰 12 から派生する技術で次世代の商品やサービスが続々と開発されることが期待されている。

(8) 金融の技術革新

バブルが発生する時は往々にしてバブルに向かって金が流れる金融の新商品が開発される。新商品なので、規制の体系が追いつかない場合が多く、リスクとリターンの関係性が誤解されることが多い。高い成長が期待されるセクターがあれば、そこに資金を注入してビジネスをするのは当然の経済的行為だろう。昨今の米国なら FIRE ブーム、特別買収目的会社 (SPAC)、ロビンフッターなどだ。確かにこうした分野には既に行き過ぎ感はある。しかし、まだ世界中に波及したわけでもなく、行き過ぎ感のデメリットが顕在化しているわけではない。1 月下旬のゲームストップという会社をめぐる仕手戦には明らかに行き過ぎ感がある。ただ、現状はまだ直ぐ忘れ去られる程度の行き過ぎ感と評価してよいだろう。

(9) バブルの正当化

バブル的な状況になると、過去とは違うので、何かがおかしいという見方が自然に出てくる。しかし、いや、別におかしいわけではない、というバブルを正当化する論理的に正しいかのように見える主張も出てくる。そして、社会全体の総意として、後者が前者に勝つことでバブルが正当化される。

現状においても、かつてはバブルに警告を発する大御所の米国の経済学者だったシラーやラインハートが、バブルではないという趣旨の発言をしている。まだごく少数派なので過度に問題視する必要はないが、注視すべき兆候ではある。

尚、バブルが崩壊すると、バブルを正当化した主張は誤りだったことが判明するので、こうした主張は消えて後世の世代の目に触れることはほとんどなくなる。これが、バブルの時代の熱狂感が伝わりにくい最大の原因だ。

(10) 投資の大衆化

過度な楽観論理が巷に溢れ、株式投資で一儲けした人が増加すれば、我も我もとなるのが人間の心理だろう。こうして投資家層が広がるのは金銭欲がある人間の常だ。人間にそうしたニーズがあれば、投資商品を作る業者、投資を紹介する雑誌やサイトが増えるのは当然だ。ユーチューブの動画ならすぐ公開が可能だ。最近では、

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。



エコノミスト・ストラテジストレポート

経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

動画で相場動向を解説したり、推奨銘柄を出すユーチューバーがスターのような扱いを受けている。中には簡単に月に100万円以上稼ぐ人も少なからずいる。また、日本ではゴールデンタイムのお茶の間に株式投資を煽るような番組も増えている。まだ憂慮すべきレベルではないが、注意すべき兆候ではある。

(11) 極端な株価予測

(5) 過度な楽観、(9) バブルの正当化、(10) 投資の大衆化、が相まって、大衆に分かり易い一言で先行きを表現するのが極端な株価予想だ。バブルの時には往々にして極端な数値予測が出る。昨今の日本では、一部に日経平均株価4万円との予測が出ている。

ただ現状は、まだコロナ禍により景気が良くなるという予測は少数派なので、まだ極端な予測を見かけることはほとんどない。年末年始に出そろった今年年末の株価予測では、日経平均株価の平均は30,000円弱、31,000円以上は少数派だった。まだ憂慮すべき状況にはなっていない。

なお、米国では極端な予測は余り出ることはない。個人個人が専門家として過去を背負う文化があるからだと推察される。

(12) バブル崩壊のきっかけ

景気の状態に応じてその時々最適な金融政策が実施され、結果として株式相場は4つの局面を繰り返す。それを示すのが下の図表だ。

株価 = 一株利益 * 株価収益率 (PER)

		景気	金融緩和	株価	特徴
①	金融相場	×	大幅緩和	◎	PER主導の上昇
②	業績相場	○	緩和～中立	○	業績主導の上昇
③	逆金融相場	○	大幅引き締め	×	PER主導の下落
④	逆業績相場	×	引き締め～中立	×	業績主導の下落

出所: 各種報道を元に、りそなアセット作成

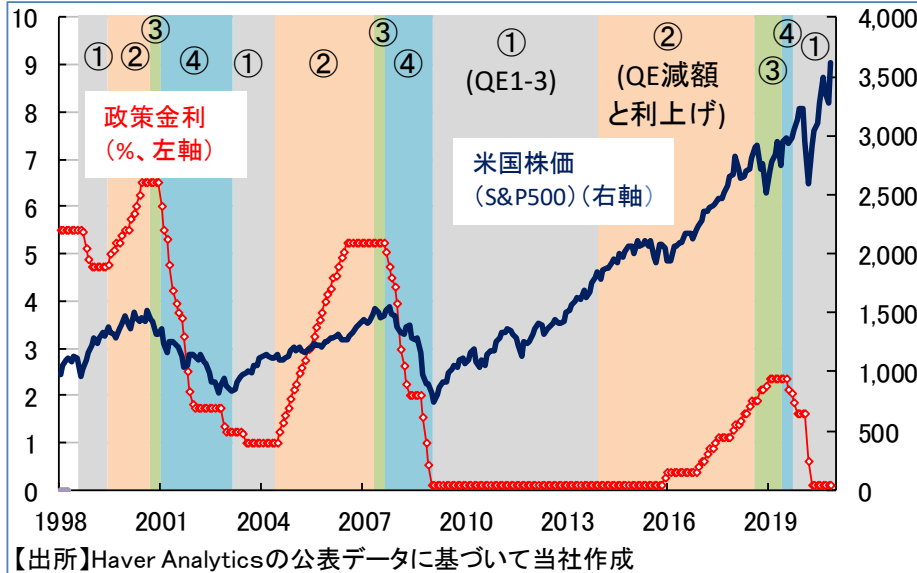
そして、現実の景気、株式相場、金融政策を検証すると、ほぼきれいに①から順番に④まで、そしてまた①に戻って同じことを繰り返している。コロナ禍以降は「不景気の株高」とも呼ばれる①の金融相場だ。順当にいけば、次は②の業績相場だ。イメージ的には、ここに入ると、企業収益は30-40%の増益でも株価は10-15%しか上昇せず、先に大幅に上昇したPERが低下する。株価が先に景気の回復を織り込むとは、こういう意味だ。そして②が一定期間経過すると、景気は過熱してインフレ懸念が強まってくる。そして、金融引き締めが始まると③の逆金融相場に入る。景気が良いからこそ金融引き締め(利上げ)が実施されるのだが、株価は先々の景気悪化を織り込んでピークアウトする。この概念を検証したのが次の図表だ。

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡しする「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。



経済史家に学ぶバブルの見極め方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一



投資哲学の観点で、現代の最も有名な投資家であるウォーレン・バフェットの師匠は「証券分析」の著者でもあるベンジャミン・グレアムだ。グレアムの師匠は伝説の投資家であるジョン・テンプルトンだ。テンプルトンは、「強気相場は、悲観の中に生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、幸福感の中で消えてゆく」という有名な言葉を残している。

これを足元の相場動向に当てはめると、以下のようになる。強気相場の起点は2020年3月の下旬だった。まだコロナ禍が猛威を振るっていた時期だ。この時期に株式相場が大底をつけたのは、まさに「悲観の中で生まれた」と言えるだろう。そして、多少の上下動はありながらも、11月のワクチン開発成功の報道を受け、世界中の株価はコロナ禍前の水準を奪還した。3月から11月の間は「懐疑の中で育った」といえる。この間に株価の上昇率は約50%に達した。11月以降は、ワクチン開発成功の報道を受けて「楽観の中で成熟に向かって」いる。とはいえ、まだワクチン開発に懐疑的だったり、コロナ禍克服後の経済成長率の下方屈折を懸念するなど総じてみればまだ楽観には遠い。逆に言えば、まだ株式相場には成熟の余地があるのではないか。そして、楽観が広まれば、既に述べた(9)バブルの正当化、(10)投資の大衆化、(11)極端に高い株価予測、などバブルの兆候がもっと強く出るようになると想定される。そうなると、本格的な金融引き締めが始まる。金融引き締めは、「幸福感の中で消えてゆく」兆候だ。

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。