

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー

Journal of Credit Theory

第2号 *No. 2*

(投稿/査読無し)

➤ <研究ノート> 資産インフレ（バブル）の形成（2）

.....元三菱 UFJ 信託銀行 足立一夫1

《研究ノート》 資産インフレ（バブル）の形成（2）

足立 一夫* **

Backgrounds of the Assets Inflation (Bubble Economy) (2)

Kazuo ADACHI* **

*元三菱 UFJ 信託銀行

** 信用理論研究会入会以来いろいろご指導賜りました故吉田 暁先生へ

要旨 山口義行氏は資産インフレ（バブル）の形成について以下2つの原因を挙げる。①ユーロ円インパクト・ローンの増加が不動産バブルを形成した。②都市銀行の個人および中小企業向け融資攻勢が中小金融機関の貸し出し機会を奪い、その結果中小金融機関の証券信託預け入れが急増して証券バブルになった。

しかし乍ら①はユーロ円インパクト・ローンの増加というよりむしろ外貨インパクト・ローン（外貨インパクト・ローン残高は「全国銀行」貸出残高に含まれる）の増加によるところが大きい。②についても、金融機関（都市銀行及び中小金融機関）の特金、ファントラの預け入れは中小金融機関より都市銀行の方が圧倒的に大きく、金融機関よりもむしろ事業会社などの方が大きい。従って中小金融機関の証券信託預け入れ急増が証券バブルを招いたというのは誤りであるということ指摘しておきたい。

キーワード : 特定金銭信託, ファンド・トラスト, 為替介入

目次

はじめに（問題の所在）

1. ユーロ円インパクト・ローン

1. 1 ユーロ円インパクト・ローンによる銀行貸出の増加が「資産インフレ」（不動産バブル）の原因か

1. 2 ユーロ円インパクト・ローンとは何なのだろうか

2. 都銀の中小企業、個人向け融資の急増とそれによって貸出機会を奪われた中小金融機関の証券信託預入の急増が資産インフレ（証券バブル）を形成したのか

2. 1 都銀の融資攻勢と中小金融機関のシェア・ダウン
(以上前号)

2. 2 中小金融機関の証券信託預入の急増と証券バブルの形成（以下本号）

3. 外貨インパクト・ローンの増加はドル安＝円高と「現金」準備（円）の不足をもたらし、日本銀行の為替介入を誘発することになるのか

おわりに

2. 2 中小金融機関の証券信託預入の急増と証券バブルの形成

以下では、後半部分、中小金融機関の証券信託預入の急増が資産インフレ（証券バブル）を招来させる要因になったという見解について検証してゆきたい。

中小金融機関が貸出機会を奪われ、運用難から証券信託へ預け入れたということについてはかつて別稿¹においてファンド・トラスト²（以下、「ファントラ」と略称）、特定金銭信託³（以下、「特金」と略称）などの委託者は誰なのかということも含めて批判しておいた。（図表2-5参照）

山口氏の株式市場への「資金シフト」論は以下のよう展開される。

（1）前節でみたように都銀の中小企業や個人向け融資攻勢によって中小金融機関は中小企業等向貸出

¹ 足立一夫（2010）

² 指定金外信託。信託銀行が事業会社などから信託財産として金銭を受け入れる際、金銭の運用対象の範囲は指定されているが具体的な運用方法については任されている金融商品。信託終了時に、信託財産を換金せずに現状のまま受益者に交付する。

³ 特定金銭信託とは、委託者である投資家が、受託者

である信託銀行に金銭を信託し、委託者または、委託者と契約を行った運用代理人（投資顧問会社）からの運用指図書に基づき有価証券への運用ならびに事務管理を行う金銭信託の一つ。一般的には「特金」と略される場合が多いが、この場合には金銭信託契約としての狭義の特金と、営業特金など金融犯罪用語としての特金の双方の意味を持つ場合がある。

の業態別シェア（増加額ベース）を大幅に減少させ、その結果、彼らは貸出機会の減少を他の資金運用形態で補わざるをえなくなった。

(2) 経済企画庁『経済白書』（昭和 62 年版）掲載の「金融機関資産運用の 61 年（1986 年）中増加額」（p.272）の相互銀行・信用金庫の資金運用増加額の構成比をみると、信託形態での運用を含む「現金預け金」が 37.7%を占め、「貸付金」の 36.2%を上回っている。

その結果、同白書 86 年末金融機関資産運用の推移（構成比）でも相互銀行・信用金庫は「現金預け金」の比重が増し、「貸出金」の比重が減少している。（「金融機関資産運用の推移（構成比）」⁴を参照。ただ、「現金預け金」「貸出金」の増減はあくまで構成比上の増減であって、残高ベースでの増減ではないことに注意しておきたい）

(3) こうした資金の流れに加えて、土地関連の資金が、土地関連業者や地主の手を経て証券市場へ流入した。

このような結果から、86 年に入って以降株価の上昇率が急速に高まるという事態が生じたというのである。しかし、中小金融機関を中心とした証券信託への預け入れの実態についてはもう少し慎重な検証が必要である。

まず証券信託預け入れ考察の前に、信託の基本的な概念について整理しておきたい。

金銭の信託とは信託銀行が顧客（委託者）から信託財産として金銭を受け入れることによって成立する信託のことで、①「金銭信託」と②「金銭信託以外の金銭の信託」とがある。

①の「金銭信託」は、信託終了時に信託財産を金銭で顧客に交付する信託のことであり、特定金銭信託とは「金銭信託」のうちの 1 つであり、運用方法が特定された金銭信託のことをいう。

一方②の「金銭信託以外の金銭の信託」は、信託引き受けの際には信託財産受け入れを金銭とするが、終了時には信託財産を現存する財産のままで交付するものをいい、ファンド・トラストというのは信託財産を有価証券で運用することを目的とした（委託者が運用範囲を指定）、指定単独運用の金銭信託以外の金銭の信託（指定金外信託）のことをいう。

⁴ 経済企画庁（1987）p. 273

⁵ 「法人企業部門の資金運用面の動きをみると、信託（特金・金外信）が前年比 2.7 倍（前年同+80.2%）と引続き著伸」（p. 11。傍点は引用者）、「個人部門の資金運用・調達は、前年までいずれも低調に推移していたが、61 年は

たしかに山口氏が引用するように、日本銀行（1987）には「高利回りを呈示した信託（含む投信）の有価証券保有増が著しいが、… 法人企業、個人から受入れ

図表2-5 証券信託の委託者（投資家）別構成比（推定残高ベース）

	ファントラ (含指定単)	特金 (含特金外)
生損保		25%
金融法人	20%	40
事業法人等	80	35
計	100	100

(注)三菱信託銀行『調査情報』(No.126)平成元年10・11月号より転載

図表2-6

(単位：兆円、%)

1) 全国銀行		年間増加額	構成比
資金量		24.9	100.0
(自由金利預金)		15.2	61.0
(規制金利預金)		5.2	20.9
(債券)		4.5	18.1
運	コール手形	2.5	5.6
	有価証券	10.2	23.0
	(国債)	2.5	5.6
	(株式)	1.2	2.7
用	(外国証券)	2.2	5.0
	貸付金	30.7	69.3

2) 相互銀行・信用金庫

資金量		6.4	100.0
(自由金利預金)		3.7	57.8
(規制金利預金)		2.7	42.2
運	現金預け金	2.6	37.7
	有価証券	1.7	24.6
用	貸付金	2.5	36.2

(備考)日本銀行「経済統計月報」により作成

(注)「経済白書」(昭和62年版)より転載

た投資資金だけでなく、中小企業金融機関を中心とした金融機関からの信託資金（特金、金外信、投信）が含まれており、後者が 61 年中の設定増加分の約 3 割を占めている」（p.20。傍点は引用者）との記述がある。しかし上記記述の注（脚注）は「金融機関の信託（含む投信）設定状況」となっており、「中小企業金融機関を中心とした金融機関の信託（含む投信）設定状況」となっているわけではないことに注意しておきたい。

そして同じ日本銀行（1987）の「昭和 61 年の資金循環」では、法人企業部門および個人部門の資金運用について以下のような記述⁵があり、証券信託預入の

運用が資金余剰の拡大を背景に 5 年ぶりに 2 桁の伸び（前年比+24.2%）となった。運用対象についてみると、国債、株式等が利食い売り等となった一方、保険が貯蓄性の強い一時払養老保険の好調や変額保険の導入などから、高伸した前年をさらに上回る約 4 割の伸びとなった

急増は中小企業金融機関だけではないことがわかる。

さらに、斉藤美彦（2006）には、都市銀行が特定金銭信託やファンド・トラストを積極的に利用していた旨の記述⁶がある。

なお、山口義行（1991c）の p.49 では、経済企画庁（1987）を引用するかたちで、「金融機関運用資産の 86 年中増加額」（傍点は引用者）の表が掲げられている。（図表 2-6 参照）そこでは 1)全国銀行、2)相互銀行・信用金庫を対比し、相互銀行・信用金庫の運用には「現金預け金」が載っているのに対し、全国銀行の運用には「現金預け金」の記載がない。

そうした点からは、『経済白書』掲載の表は都市銀行など全国銀行が証券信託預入を行っていないよう

に思わせる⁷のであるが、都市銀行でも多くの特定金銭信託の預入があったことは、上記斉藤氏のいうとおりである。

『経済白書』（昭和 62 年版）に載っている「金融機関運用資産の 61 年中増加額」が日本銀行「経済統計月報」からどのように作成されたのかは定かではないが、筆者も同じように作表を試みた。（81 年から 87 年まで暦年での増加額により作表。ただし筆者は「全国銀行」ではなく、「都市銀行」で作表した。図表 2-7「金融機関運用資産残高」、図表 2-8「金融機関の運用資産年間増加額」を参照）

図表 2-8「金融機関の運用資産年間増加額」からは、都市銀行は 81 年こそ預け金残高を減少させてい

図表2-7 金融機関運用資産残高 (単位百万円)

	都市銀行								相互銀行							
	コール手形	預け金	有価証券	うち(国債)	うち(株式)	うち(外国証券)	貸付金	資産合計	コール手形	預け金	有価証券	うち(国債)	うち(株式)	うち(外国証券)	貸付金	資産合計
Dec-80	94,443	28,272	167,191	63,409	36,758	5,923	713,416	1,228,394	22,651	9,579	37,663	11,351	2,342	—	214,317	330,076
Dec-81	110,240	25,575	173,636	59,769	42,145	8,083	788,012	1,312,426	21,557	8,141	47,201	13,165	2,942	562	236,038	356,071
Dec-82	120,007	31,091	177,382	56,381	47,155	11,387	870,949	1,419,032	23,177	8,974	49,655	12,527	3,104	860	258,836	382,861
Dec-83	146,448	37,879	191,681	62,259	52,073	13,175	964,389	1,557,071	23,185	9,370	53,152	14,785	3,550	1,115	280,931	409,091
Dec-84	140,192	45,523	201,348	60,012	59,424	18,910	1,081,281	1,701,858	23,283	9,519	53,961	14,025	3,869	1,655	285,124	413,046
Dec-85	160,411	55,322	221,017	58,726	65,637	28,027	1,234,712	1,939,702	22,095	8,675	60,383	15,316	4,728	5,482	305,887	440,018
Dec-86	179,564	68,638	262,198	72,032	72,285	35,534	1,412,234	2,204,683	23,050	8,146	70,789	17,088	5,890	8,888	313,591	462,365
Dec-87	191,517	83,783	310,139	85,047	87,610	38,885	1,605,604	2,509,891	25,052	9,188	77,807	19,093	8,151	9,074	348,983	514,794

	信用金庫								相互銀行・信用金庫 合計								
	コール手形	預け金等*	有価証券	うち(国債)	うち(株式)	うち(外国証券)	貸付金	資産合計	コール手形	預け金*	有価証券	うち(国債)	うち(株式)	うち(外国証券)	貸付金	資産合計	
Dec-80	5,907	27,376	36,603	56,709	14,866	1,446	—	263,472	408,666	28,558	46,182	94,372	26,217	3,788	—	477,789	738,742
Dec-81	5,338	34,756	43,713	69,122	17,159	2,000	2,906	280,557	444,133	26,895	51,854	116,323	30,324	4,942	3,468	516,595	800,204
Dec-82	5,704	38,158	49,312	75,856	17,301	1,820	2,945	303,047	479,388	28,881	58,286	125,511	29,828	4,924	3,805	561,883	862,249
Dec-83	6,665	42,535	55,210	77,997	17,892	2,063	3,633	326,408	513,902	29,850	64,580	131,149	32,677	5,613	4,748	607,339	922,993
Dec-84	7,512	51,263	65,749	81,142	18,214	2,509	4,947	347,259	554,005	30,795	75,268	135,103	32,239	6,378	6,602	623,383	967,051
Dec-85	7,055	57,214	76,745	83,300	19,283	3,123	7,212	365,419	591,169	29,150	85,420	143,683	34,599	7,851	12,694	671,306	1,031,187
Dec-86	8,256	75,570	100,867	90,227	17,976	5,531	7,839	382,360	637,786	31,306	109,013	161,016	35,064	11,421	16,727	695,951	1,100,151
Dec-87	7,830	86,148	97,606	96,810	17,943	8,843	7,456	414,627	697,533	32,882	106,794	174,617	37,036	16,994	16,530	763,610	1,212,327

(注)信用金庫の「預け金」には金銭信託を含む。
信用金庫の「預け金」欄上段は全信連預け金の残高。
* 1982年以降の信用金庫の預け金には金銭信託等を含む。

	全国信用金庫連合会							
	コール手形	預け金	有価証券	うち(国債)	うち(株式)	うち(外国証券)	貸付金	資産合計
Dec-80	3,385	242	8,111	1,057	49	—	15,346	—
Dec-81	7,171	235	14,611	1,255	66	266	13,217	—
Dec-82	3,151	3,310	16,957	3,080	68	398	13,669	—
Dec-83	3,151	4,791	23,301	9,094	70	400	14,109	—
Dec-84	2,340	5,731	24,291	11,437	111	397	15,026	—
Dec-85	2,414	5,603	26,700	13,982	264	405	17,546	—
Dec-86	4,114	7,941	29,511	13,485	336	1,698	16,018	—
Dec-87	4,009	14,865	34,968	17,332	438	2,477	19,422	—

(注)全信連の「預け金」には金銭信託を含む。
(備考)日本銀行「経済統計月報」により作成

ほか、投資信託も株式投信が引続き大幅に増加、前年低調だった公社債投信も回復し、投資信託全体では前年を4倍近く上回った。」(pp. 14-15。傍点は引用者)

⁶ 「1980年代半ば以降都市銀行等の金融機関における特定金銭信託・ファンド・トラストの利用は急増した。これについては、従来の有価証券投資がグループ企業および取引先の株式取得といったいわば政策投資的側面が強かったのにたいし、短期的な運用成績に関心が強く、その意味でバブル期特有の事態がこの間発生したとみてよいであろう」(p. 130)

有価証券の新規の保有を「特定金銭信託を利用して行えば、投資有価証券勘定で保有する証券と簿価を分別し

て経理できるため、簿価の上昇や意図せざる含み益の吐き出しを回避することが可能となる」(p. 130)からであった(簿価分離)。これを活用した都市銀行等の金融機関も相互銀行、信用金庫等と同様に積極的に証券信託預入を行っていた。

⁷ 図表 2-6「金融機関資産運用の 61 年中増加額」において、全国銀行の運用には「コール手形」「有価証券」「貸付金」の3つが計上され、相互銀行・信用金庫の運用には「現金預け金」「有価証券」「貸付金」の3つが計上されている。しかしそれは全国銀行に「現金預け金」がない訳ではなく、61年中にはあまり増加がみられなかったということを表すにすぎない。

るものの、82年以降は毎年預け金残高を増加させている。一方、相互銀行・信用金庫も毎年預け金残高を増加させていることが読みとれる。

うしたデータをみる限り、都市銀行の個人・中小企業向け融資攻勢によって貸出機会を奪われた相互銀行・信用金庫が運用に困って証券信託への預け入れを大

図表2-8

金融機関の運用資産年間増加額

(1) 都市銀行

(単位: 億円)

	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年
コール手形	158	98	264	-63	202	192	120
預け金	-27	55	68	76	98	133	151
有価証券	64	37	143	97	197	412	479
(国債)	-36	-34	59	-22	-13	133	130
(株式)	54	50	49	74	62	66	153
(外国証券)	22	1,139	18	57	91	1,775	34
貸付金	746	829	934	1,169	1,530	1,775	1,934
資産合計	840	1,066	1,380	1,448	2,378	2,650	3,052

(2) 相互銀行・信用金庫

(単位: 億円)

	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年
コール手形	-17	20	10	9	-16	22	16
預け金	57	64	63	107	102	236	-22
有価証券	220	92	56	40	86	173	136
(国債)	41	-5	28	-4	24	5	20
(株式)	12	0	7	8	15	36	56
(外国証券)	35	3	9	18	61	40	-2
貸付金	388	453	255	160	479	246	677
資産合計	615	620	607	441	641	690	1,122

(備考) 本表は図表2-7より作成(日本銀行「経済統計月報」より作成)

山口氏は都市銀行の個人・中小企業向け融資攻勢が中小金融機関の貸出機会を奪い、証券信託預入の急増を招いたという。たしかに相互銀行・信用金庫は預け金および有価証券も毎年残高を増加させてはいるが、それは都市銀行の融資攻勢に貸出機会を奪われ運用難に陥ったからというよりは、むしろ効率的な資産運用を図る目的から預け金、有価証券の残高を増加させているというように考えるべきなのではないか。(なお、信用金庫の場合も直接預け金で証券信託へ預け入れたものもあったかもしれないが、多くの場合は、全国信用金庫連合会への預け金をとおして証券信託へ預け入れられたという経路をとっている)

都市銀行の預け金は1982年以降順調に年間増加額を増加させ、特に1986年、1987年は大幅に増加させている。一方相互銀行・信用金庫も預け金を順調に増加させており、特に1986年は顕著な増加をみせているが、翌年の1987年は反対に減少に転じている。こ

幅に増加させ、その結果証券バブルになったという結論を短絡的に導き出すのは難しいのではないだろうか。

都市銀行の個人向け及び中小企業向け貸出分野への攻勢というデータと中小金融機関の証券信託預入が大きく増加したというデータ(それも1986年のデータ: 日本銀行(1987) および経済企画庁(1987))を結びつけるだけで、山口氏のように貸出機会を奪われた中小企業金融機関が運用難から証券信託預入を急増させ、それが証券バブルを形成した主役だったとするようなシナリオを描けるのだろうか。たしかに中小金融機関が証券信託預入を急増させたのは事実であるが、それが証券信託預入急増の中心であったわけではない。中小金融機関の証券信託預入は都銀に貸出機会を奪われたからという理由だけでなく、資金運用効率を高めるという目的も同時にあったのである。

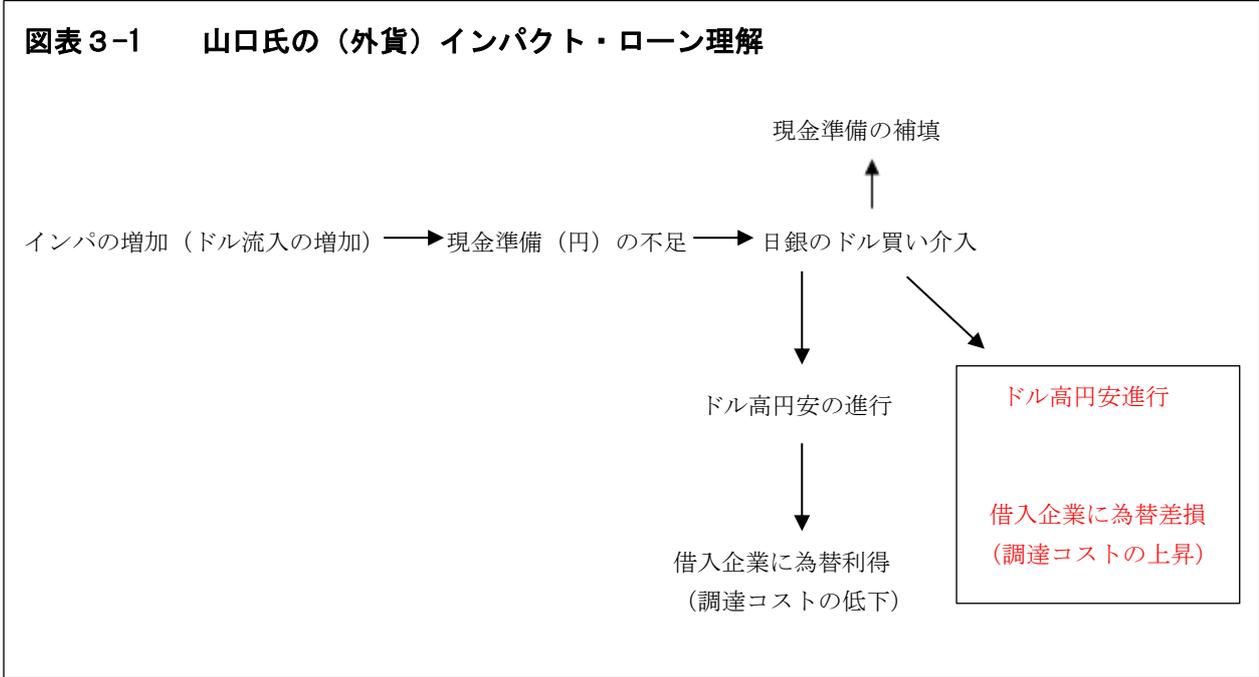
このように、「都市銀行の個人向けおよび中小企業

向け貸出分野への攻勢→中小金融機関の貸出機会を奪う→運用難から証券信託預入に傾斜→証券バブルの形成」というような短絡的に描かれるシナリオではないのである。

3. 外貨インパクト・ローンの増加はドル安＝円高と「現金」準備（円）の不足をもたらし、日本銀行の為替介入を誘発することになるのか

山口義行（1992a）における（外貨）インパクト・ローンの説明（pp.60-61）をすんなりと理解することは難しいのであるが、出来るだけ丹念に氏の記述を辿ってロジックを図示すると図表3-1のようになる。

先物為替予約のないオープン・インパクト・ローンと考えているようであるが）＝東京ドル・コール市場へのドル流入増加それ自身が為替相場に影響を及ぼすことはない（ドル安＝円高になるということはない）。また顧客がドルを銀行に買い取ってもらうことも為替相場に影響を及ぼすことはない（ドル安＝円高になるということはない）。但し、銀行は為替持高規制もあり、通常はインターバンクでその顧客から買い取ったドルを売却するので、その意味ではドル安＝円高要因にはなり得る。しかし当時急増したインパクト・ローンはほとんどが先物為替予約付きインパクト・ローンであり、ドル安＝円高要因とはなり得なかつ



まず山口氏は「インパクト・ローンのむやみな増加はやがて現金準備（円）の不足を引き起こすことになる。…インパクト・ローンの増加にともなうドルの流入の増加はドル安＝円高を促進するため⁸、それ自身が日本銀行の為替介入を誘発する役割を果たす。

そうして、インパクト・ローンの増加→現金準備（円）の不足→日本銀行のドル買い介入による現金準備の補填という信用拡張メカニズムが結局容認されていく」（pp.60-61）という。

しかし、インパクト・ローン増加（山口氏はそれを

た。

先物為替予約付きインパクト・ローンの場合も為替相場に影響を及ぼすことはない。厳密にいうと、インパクト・ローン実行により日米の金利差が縮小（ドル金利上昇、円金利低下）し、ドルの魅力、需要が減る可能性もあって、ドル安＝円高になる要因もある。しかしノミナルとはいえずワップ為替（直物の買為替・先物の売為替）を約定するので、為替相場に影響を与えることはないと考えてよい。

以上みてきたように、インパクト・ローンの増加に

⁸ インパクト・ローンの増加によってどうしてドル安＝円高となるのかについて特に説明はない。後の『バブル・リレー』にみられるように、国際過剰資本の流入＝ドル・コール市場などにドルの流入増加（過剰なドル流入）が起こり、その結果、ドル安＝円高になるというように考えているのだろうか。

山口氏は（外貨）インパクト・ローンはオープン・インパクト・ローン（先物為替予約のないインパクト・ローン）であると考えているようで、顧客に外貨（ド

ル）を貸し出すが、最終的に円が必要な顧客は銀行にドルを買取ってもらって円を手にするのだから、ドル安＝円高になると考えているのだろうか。

ただ山口氏は、山口義行（1991a）では「借手は為銀の先物予約を利用して事実上円資金を借りたのと同じような状態にしてこれを活用する」（p.96）というようにむしろ予約付き外貨インパクト・ローンも想定している。

よってドル安＝円高になるということはない。

つぎに、インパクト・ローンの増加（＝ドル流入増加）が銀行の現金準備（円）の不足をもたらすという点について考えてみたい。

山口氏は、銀行の貸出は「自ら当座預金を新たに設定することによって… 行う。企業はその当座預金に宛てて小切手を発行し、借り入れた資金をつかうことになるわけだがその振り出された小切手が他行に入金された場合には他行への支払いが必要になる—実際には、手形交換が行われて、交換負けが生じた場合ということになるが—。また、自行へ入金された場合でも、その預金が銀行券で引き出されることもありうる。銀行にとって、「現金」（日銀預け金および銀行券等）すなわちハイパワード・マネーが必要になるのはこのような場合である。これが日本銀行による信用供与や外国為替市場でのドル買い介入などによって賄われるなら、民間銀行全体で保有する「現金」＝ハイパワード・マネーが増加することになる」（山口義行（1991c） pp.41-42）と説明する。

さらに「インパクト・ローンの場合、… 無準備の円債務の増加—円預金を銀行が新たに設定して貸し付けた（信用創造した）のと同じ—であり、したがってインパクト・ローンのむやみな増加はやがて「現金」準備（円）の不足を引き起こすことになる。… 為替介入によって、円資金が供給されてしまうのなら、インパクト・ローンの増加にともなう「現金」準備の不足はドル資産—円預金の増加に対応して増加するドル資産—の売却によって補填されてしまう」（山口義行（1992a） pp.60-61）ともいう。

しかし山口氏は（外貨）インパクト・ローンの実行は通常の国内円貨貸あるいはユーロ円インパクト・ローンと同じである—円預金を銀行が新たに設定して貸し付けた（信用創造した）のと同じである—という意味で—というのに、なぜ（外貨）インパクト・ローンの場合だけ日本銀行による外国為替市場でのドル買い介入が必要とされるのだろうか。通常の国内円貨貸あるいはユーロ円インパクト・ローンの場合でも同じように現金準備の不足が起こるのであろうが、その場合には日銀信用による補填がなされ、ドル買い介入による補填は求められないのだろうか。

そもそも日本銀行の為替介入（ドル買い介入）は、本来急激なドル安円高を抑制するために行われるの

であって、個別銀行の資金繰りや銀行の「現金」準備の不足を補填する目的で行われるものではない。

筆者も当時銀行のディーリングルームのバックオフィスで仕事をしていたので、日銀の為替介入の実際をよく承知している。日銀の介入は多分ブローカーなどは通さず隠密裏にほんの限られた数行に対してダイレクト・ディールしていたはずで、従って（外貨）インパクト・ローンを実行した数多くの個別銀行の資金繰りを補填する目的などそもそもなかったのである。

当時の為替市場の介入を振り返ってみると、それまでのドル売り介入期（1984年9月3日～1986年3月17日。この時期は、米国の対外不均衡の是正を為替調整により行うことを目的として、各国間の協調体制が取られた時期である）と異なり、ドル買い介入期（1986年3月18日以降）は、ドル安円高の流れと、それを留める日本単独のドル買い介入が頻繁に行われた時期である⁹。山口氏のいうような（外貨）インパクト・ローン実行を行った個別銀行の現金準備（円）の不足を補填するための為替介入などではないのである。

山口氏は、（外貨）インパクト・ローンの急増と日銀による為替介入（ドル買い介入）が頻繁に行われたという二つの異なった事象をなぜ結びつけたのだろうか。おそらく（外貨）インパクト・ローンの急増によってドル安円高が進行する一方、日銀のドル買い介入（日銀がドルを買い入れ円対価を支払う）は市場に円を供給する効果があるからという理由で二つの異なった事象を結びつけたのではないかと推測される。

「しかも、その際、そうした介入によってドル安＝円高が進行する—あるいはそのことが予想される—とすれば、事態はさらに深刻なものになる。というのは、ドル安＝円高の進行はインパクト・ローンの取入れに為替利得を付け加えることになり、事実上その際の資金調達コストはさらに低下することになるからである」（山口義行（1992a p.61）¹⁰と山口氏はオープン・インパクト・ローン利用による為替利得についても付言する。

以上みたように、山口氏の（外貨）インパクト・ローンのロジックについてはわれわれ実務経験者からすると到底同意できないものがある。

山口氏は日銀のドル買い介入で現金準備の補填及びドル安円高が進行するというのだが、日銀のドル買

⁹ 小巻泰之、竹田陽介（2007）を参照。

¹⁰ 山口氏は、（注）で「当時、こうした先物予約なしのインパクト・ローンが全体のどの程度の割合を占めていたかは定かではない」（山口義行（1992a） p.62）と述べているが、筆者は先物予約付きの割合が圧倒的に大きかったと考えている。

もちろん当時、為替差益の取得を狙って投機的に先物予約なしのインパクト・ローンを利用した企業などがあったことを否定しないが、われわれが問題としている不動産業等向けに貸出されたインパクト・ローンは大半が予約付きのインパクト・ローンであった。

い介入の結果はむしろ前掲図表3-1の右側に赤字で書いた因果関係のようになるのではないだろうか。日銀のドル買い介入はドル安円高を進行させるのではなく、反対にドル安円高の抑制、ないしはドル高円安の誘導を狙っているのではないか。であるとすれば、(為替オープン)インパクト・ローン利用の企業にとっては為替差損が発生(調達コストが高くなる)し、どんどんインパクト・ローンが増加することにはならない。

いま一つ山口義行(1992a)で気になったのは、山口氏が岡正雄¹¹(1989)を引用¹²した上でこのインパクト・ローンの活用がたんなる規制逃れだけではないことは言うまでもないと述べる点である。

しかし、銀行による外貨建インパクト・ローンの推進は決して外国為替売買益を得ることを狙ったものではなく、むしろスプレッドによる利息収入が得られるから実行されたというのが実態であった。そもそも先物予約付きインパクト・ローンの為替はほとんどノミナルな為替(実為替ではないという意味)であって、直物の買為替も先物の売為替もどちらも1銭マージン(99銭サービス)くらいしかとっていなかったと記憶している。銀行にとって為替益が得られるといっても全く微々たるものにすぎない。

それとも岡氏も山口氏と同様に(外貨)インパクト・ローンは予約付きインパクト・ローンではなく、予約なし(為替オープン)インパクト・ローンを前提に、対願為替はほぼフル・マージンとっていたと考えているのだろうか。

おわりに

これまでみてきたように、山口氏は資産インフレ(バブル)の形成について以下のように主として二つのルートから説明している。

①ユーロ円インパクト・ローンが増加し、そのユーロ円インパクト・ローンの多くが土地関連であったとすれば不動産バブルを形成した。

②都市銀行が資金調達コストの低下(自由金利預金)を武器に、個人および中小企業向け貸出分野へ一層の進出→中小金融機関は貸出機会の減少(他の資金運用形態で補う必要)→信託形態での資金運用への傾斜→証券バブル(株価上昇)

しかしその説明については統計データの扱い方等に以下のとおり多くの問題があることを本稿では指

摘してきた。

(1)山口氏は、「全国銀行」貸出残高の前年比増加率が85年12.7%、86年12.5%、87年12.6%と3年間ほとんど変化がなく、86、87年と地価や株価が急上昇したことが説明できないとし、ユーロ円インパクト・ローンの残高を加えた前年比増加率を算出、提示する。しかし上記のように毎年それだけの前年比増加率を示すというのは3年間で「全国銀行」の貸出残高が42.8%増加するということを意味する。ユーロ円インパクト・ローンの残高などを加えなくても「全国銀行」貸出残高の増加を説明できるのではないか。

(2)山口氏は、ユーロ円インパクト・ローンの増加が不動産バブルの原因になったというが、むしろ外貨インパクト・ローンの方が貸出残高前年比増加率に大きく寄与している。(山口氏は、「全国銀行」貸出残高のなかには外貨インパクト・ローンの貸出残高が含まれているということについてあまりはっきり認識していないのかもしれない)

(3)山口氏は、ユーロ円インパクト・ローンというのは国内の銀行が一旦自分の銀行の海外支店に本支店勘定で円資金を送り、それを国内の企業に貸し出させるものだと説明する。しかしそのような「迂回」融資はユーロ円インパクト・ローンではなく、単なる邦銀海外支店の国内企業向け円建て貸出にすぎない。ユーロ円インパクト・ローンは、邦銀海外支店がユーロ市場からユーロ円を調達し貸出を行うものである。

(4)図表2-2「中小企業等向貸出の業態別構成比(増減額ベース)」から短絡的に都市銀行が中小金融機関の貸出機会を奪ったなどという結論を導き出せるのだろうか。

都市銀行はたしかに個人、中小企業向け貸出を大きく伸ばしているが、相互銀行、信用金庫も決してその残高を減少させているわけではない。都銀は消費者ローン、住宅ローンを中心とした個人貸および中小企業向け貸出、とりわけ不動産関連三業種(不動産、リース、その他金融業)向け貸出を急速、急激に増加させた。むしろ不動産等向け融資は、付随的に住宅ローン貸出(提携ローン等)を増加させたという側面もある。

(5)山口氏は、日本銀行(1987)および経済企画庁(1987)の記述をもとに運用難に陥った相互銀行・信用金庫等の中小金融機関が証券信託設定増加の主役である旨のストーリーを描く。

しかし日本銀行(1987)の「中小企業金融機関を中

にとっては、日本銀行の窓口規制外の貸出を行うことができるほか、外貨建インパクト・ローンについては、外国為替売買益を得られるというプラス面をもつ(p.39)

¹¹ 同氏は東海銀行調査部次長であった。

¹² 「インパクト・ローン取入れの自由化は、企業が国内市場での資金調達が困難なときのバッファとなり、日本銀行の規制の効果を弱めることになる。一方、銀行

心とした金融機関からの信託資金（特金、金外信、投信）… が 61 年中の設定増加額の約 3 割を占めている」との記述は金融機関の信託（含む投信）設定であって、中小企業金融機関の設定ではない。

当時都市銀行は特定金銭信託やファンド・トラストを積極的に利用していた（簿価分離が認められたこともあって）のであって、中小企業金融機関だけが信託（含む投信）設定していたわけではない。また証券信託の委託者をみると、金融機関よりもむしろ事業会社の方が多かったことが分かる。

（6）プラザ合意の直後にバブル期が始まったので「バブルが起きたのはプラザ合意のせいだ」、あるいは日銀が必要以上の金融緩和をしたからバブルが起きたと説明されることも多い。

円高不況は 1987 年には回復基調に入っていたものの、このプラザ合意によって、日本はドルを支えるために利上げをしにくくなった。（利上げをすれば、さらなる円高・ドル安への圧力になってしまうため）。結局、1989 年 5 月に 3.25% に引き上げられるまで、公定歩合は低いまま据置かれることとなり、この「金融の超緩和」が不動産や株式に対する過剰な投機を促しバブル景気をもたらしたという¹³。

山口氏も直接的に「金融の超緩和」による通貨供給量の増加がバブルの原因ということを行っているのではないが、不動産価格の上昇にはユーロ円インパクト・ローンの増加、そして株価の上昇は中小企業金融機関の証券信託預入の増加が資産インフレをもたらしたと主張、その意味では通貨供給量の増加が資産インフレ（バブル）の原因であるといっているのに等しい。しかしそれでは何故金融の超緩和下の現在バブルが起きないのか、通貨供給量の増加がなぜマクロの一般物価であるインフレ率を上げず、ミクロの資産価格だけを上げたのかということ十分に説明出来ない。

（7）高橋洋一氏はバブルが生まれた本当の理由は、「証券・土地規制の法的な抜け穴」があり、金融緩和と相乗効果でバブルが生じたと考えるのが妥当であるという。¹⁴

証券・土地規制の適正化をすることによってバブルは止まることとなった。1989 年 12 月 26 日、大蔵省証券局通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」を出し、証券会社が損失補填する財テクを営業自粛に、事実上、禁止した¹⁵。さらに

1990 年 3 月には大蔵省銀行局通達「土地関連融資の抑制について」（いわゆる「総量規制」の通達）を出し、不動産向け融資の伸び率を、総貸出の伸び率以下に抑える措置をとった。

このように山口氏の①、②の二つのルートだけによる資産インフレ（バブル）の形成に係る説明で必要十分なのだろうか。¹⁶

（2020.07.22 受理）

（参考文献）

- 足立一夫（2010）「国際過剰資本の流入と日本の不動産バブル—銀行による外貨貸付（外貨/ユーロ円インパクト・ローン）が大きな役割を演じたのか—」『社会科学論集』（埼玉大学）第 130 号、2010 年 6 月
- 荒木信義（1984）「日米円・ドル委員会と円の国際化」、『国際金融』（1984. 6. 15）
- 飯島寛之（2009）「過剰ドルをジャパン・マネーにした日本の不動産バブル」（山口義行編『バブル・リレー 21 世紀型世界恐慌をもたらしたもの』2009 年 2 月、所収）
- 伊藤 修（1995）『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会、1995 年 8 月
- 植村修一（2017）『バブルと生きた男 ある日銀マンの記録』日本経済出版社、2017 年 1 月
- 大蔵省（1984）「日米円ドル委員会報告書」及び「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望の発表について」、『国際金融』（1984. 6. 15）
- 大村 博（2013）『外国為替』金融経済事情研究会、2013 年 10 月
- 岡 正雄（1989）『金融グローバル化と銀行経営』東洋経済新報社、1989 年 4 月
- 貝塚啓明（1985）「金融の国際化について」、『フィナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）1985 年 12 月
- 唐澤伸行（1997）「香港における邦銀の活動を探る」、『経済学論纂』（中央大学）第 37 巻第 5・6 合併号、1997 年 3 月
- 軽部謙介（2015）『検証 バブル失敗』岩波書店、2015 年 9 月
- 北原 徹（1995）「バブルと銀行行動」、『東京学芸大学紀要 第 3 部門』第 46 集
- 國重博史（2016）『住友銀行秘史』講談社、2016 年 10 月
- 経済企画庁（1987）『経済白書』（昭和 62 年版）
- 経済企画庁（1993）『年次経済報告—バブルの教訓と新たな発展への課題—』（平成 5 年 7 月 27 日）
- 銀行研修社（1988）『図解・イラストによる 新訂外貨預金・

¹³ 高橋洋一（2016）pp. 142-143

¹⁴ 高橋洋一（2019a）pp. 24-25

¹⁵ 証券会社の違法に近い営業手法については高橋洋一（2016）pp. 150-155、高橋洋一（2019a）pp. 25-28、高橋洋一（2019b）pp. 103-104 などに詳述されている。

¹⁶ 川波洋一氏は川波洋一・上川孝夫（2016）の中で「バブルの形成過程」を説明（pp. 109-112）しているが、山口氏の説明に比べてより広い視点での叙述でありわれわれも充分参考にしたい。また上記高橋洋一氏の諸論考なども併せて充分参考にしたい。

- インパクト・ローン早わかり』1988年2月(初版1985年1月)
- 経済法令研究会(2014)『ゼミナール 外為実務Q&A [五訂版]』経済法令研究会、2014年6月(初版2001年11月)
- 小巻泰之、竹田陽介(2007)1980年代後半期と1990年代の為替介入効果の比較分析—1980年代後半の為替調整における公的介入:観測介入と口先介入の比較—、『経済学研究所紀要』(日本大学)第37号
- 斉藤美彦(2006)『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社、2006年9月
- 佐藤進(1992)「香港の外貨化傾向—過渡期における香港金融の「国際化」現象—、『経済論叢』(京都大学)第150巻第4号、1992年10月
- 新潮社(2017)『週刊新潮 昭和とバブルの影法師』(週刊新潮別冊)2017.8.30
- 高橋洋一(2016)『戦後経済史は嘘ばかり』PHP研究所、2016年1月
- 高橋洋一、田村秀男(2018)『日経新聞と財務省はアホだらけ』産経新聞出版、2018年12月
- 高橋洋一(2019a)『日本の「老後」の正体』幻冬舎、2019年3月
- 高橋洋一(2019b)『財政破綻の嘘を暴く「統合政府バランスシート」で捉えよ』平凡社、2019年4月
- 高島道夫(1987)『外貨預金・インパクト・ローンの推進』経済法令研究会、改訂版1987年6月(初版1986年12月)
- 竹内一郎(1985)「円の国際化—その国際的側面—、『上智経済論集』1985年3月
- 東海銀行(1984)「円の国際化・ユーロ円取引自由化とその影響」、『調査月報』1984年8月
- 東洋経済新報社(2017)『週刊 東洋経済』2017.5.20
- 東洋信託銀行国際部(1987)『ユーロ円取引のすべて』経済法令研究会、1998年1月
- 永野健二(2016)『バブル 日本迷走の原点』新潮社、2016年11月
- 日本銀行(1987)「昭和61年の資金循環」、『調査月報』1987年6月号
- 日本銀行(1991)「近年における貸出金利の変動について—金利自由化の下での銀行行動の一側面—」、『日本銀行月報』1991年9月号
- 農林中金総合研究所(2015)『総研レポート 都銀・地銀の住宅ローン戦略』2015年1月
- 野原久一(1984)「ユーロ円<上> ユーロ円債・ユーロ円貸付」、『金融財政事情』1984.7.9
- 福本智之(2014)「日本:金融自由化とバブル経済」長江ファイナンスサミットでの講演、2014年4月18日
- 船橋太郎(1985)「国内取引慣行・制度の国際化を推進(円建て取引の自由化<上>)」、『金融財政事情』1985.3.11
- 藤田誠一(1994)「国際資金循環と日本」、『国際協力論叢』(神戸大学)第2巻第2号
- 堀内昭義(1986)「ユーロ円市場と国内金融市場—金融政策への影響は?—」、『経済セミナー』1986年1月
- 三井嘉男(1989)「証券信託(ファントラ等)50兆円時代—現況とその社会的意義—」、『調査月報』(三菱信託銀行)平成元年10・11月号
- 棟近みどり(1986)「ユーロ円市場拡大の要因を探る—先物為替代替機能から—」、『上智経済論集』第31巻第2号、1986年2月
- 村上美智子(1997)「東アジアの国際金融センター」、『FRI Review』1997年10月
- 毛利良一(1994)「国際金融における日本の位置と役割—日本の資本供給国化を中心に—」(林直道編『現代資本主義論集』青木書店(1994年)所収)
- 山口義行(1991a)「「資産インフレ」と金融政策」、『中小工業研究』第26号、1991年1月
- 山口義行(1991b)「「資産インフレ」の金融メカニズムについて(1)—奥田宏司氏の所説の検討を手掛かりにして—」、『名城商学』第41巻第1号、1991年6月
- 山口義行(1991c)「「資産インフレ」の金融メカニズムについて(2)—奥田宏司氏の所説の検討を手掛かりにして—」、『名城商学』第41巻第2号、1991年10月
- 山口義行(1992a)「「資産インフレ」の金融メカニズムについて(3)—奥田宏司氏の所説の検討を手掛かりにして—」、『名城商学』第41巻第4号、1992年3月
- 山口義行(1992b)「「資産インフレ」の発生と現代の金融構造—過剰貨幣資本の運動メカニズム—」(高橋昭三編『資本市場の変容と経営財務』中央経済社、1992年6月、所収)
- 山口義行+小西一雄(1994)『ポスト不況の日本経済』講談社、1994年7月
- 山口義行(2002)『誰のための金融再生か』ちくま新書、2002年6月
- 山口義行(2010)「バブル・リレーと日本経済」、『信用理論研究』(信用理論研究会)第28号、2010年12月
- 山口義行(2015)「信用創造と金融仲介—バブル経済を理解するための理論的基礎—」、『立教経済学研究』第69巻第1号、2015年7月
- 山本栄治(2002)「香港における日系銀行」、『国際通貨と国債資金循環』日本評論社、2002年
- 湯浅由一(1988)「ユーロ円市場の展開と問題点」、『一橋論叢』第9巻第6号、1988年6月
- 横内正雄(2003)「1990年代の香港金融市場における邦銀」、『経済志林』(法政大学)第40巻第1号、2003年5月
- 横尾宣政(2017)『野村証券 第2事業法人部』講談社、2017年2月
- 吉川顕磨(1991)「1980年代後半における我が国の過剰資金問題と金融政策」、『金沢経済大学論集』第24巻第3号、1991年3月

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー
(Journal of Credit Theory)

2020年6月20日 第2号 発行

発行・編集：信用理論研究学会
〒802-8577 北九州市小倉南区北方4丁目2-1
北九州市立大学経済学部 前田 淳 研究室内

ISSN 2436-0414

Online in Japan