



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 日本におけるバブル経済の形成：1980年代

1980年代後半、日本では株価や地価などの資産価格が高騰し、本格的なバブル経済が引き起こされた。本ケースでは、日本を取り巻く1980年代の国際経済環境、とりわけ日米関係に注目し、いかにしてバブル経済が形成されるに至ったのかを記述している<sup>[1]</sup>。

## 1970年代のスタグフレーション

1980年代の国際経済に影響を与えた1970年代の経済面での大きな出来事として、71年のニクソン・ショックを起点とした変動相場制への移行、73年と79年の二度にわたる石油ショックが挙げられる。

まず、1971年8月、アメリカのニクソン大統領（当時）は金とドルの交換停止を発表した。それまでの国際通貨体制であるブレトンウッズ体制の基盤となっていたのは、ドルが金と定められたレートで交換できることと、各国が自国通貨とドルとの交換比率をあらかじめ固定していたことであった。しかし、その基盤の一角が、ニクソン・ショックにより崩壊した。

その後、新たなレートでの固定相場制の再構築が図られ、同年12月のスミソニアン協定によってドルの固定レートの切り下げが行われた。しかし、1973年にアメリカやイギリスなどの先進国の多くは変動相場制に移行し、ブレトンウッズ体制は終焉を告げた。

ブレトンウッズ体制ではドルと各国通貨の交換レートが固定されていたが、1960年代後半にドルへの信認が低下する中、日本は固定レート維持のために外国為替市場でドル買い・円売り介入を行っていた<sup>[2]</sup>。円売りの結果、円が市場に供給され、日本におけるマネーストック<sup>[3]</sup>の伸

<sup>[1]</sup> バブルの歴史は古く、17世紀にオランダで発生したチューリップ投機の話は有名である。チューリップの球根が投機の対象となって価格が高騰し、一つの球根が馬や馬車と交換可能になったとされる。

<sup>[2]</sup> ドル買いにより、ドルの価値を維持しようとした。

<sup>[3]</sup> 以前はマネーサプライと呼ばれていた。2008年、マネーサプライの統計の見直し時期に、欧米に倣って呼び方が変更された。

本ケースは、東 晋司と慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授 中村 洋が、公表資料ならびに同研究科 田中 滋教授からの示唆・コメントを基にクラス討議の基礎資料として作成したものである。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/> へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 東 晋司、中村 洋（2011年6月作成）

びが急増し、インフレーションを進行させる下地が形成されていた。

こうした状況下で1973年に第一次石油ショックが起きた。石油ショック直後の1974年には、ほとんどの国が10%を超えるインフレーションとなった<sup>[4]</sup>。日本でも狂乱物価といわれる異常なまでのインフレーションが起きた。失業率は1%台と低く保たれていたが、1974年の消費者物価指数（対前年比）は23.2%を記録している（**図表1**参照）。石油価格の上昇とそれを受けての一般物価水準の上昇は、実質所得を低下させて消費の減少を引き起こし、1974年～75年の景気後退につながった（**図表2**参照）。つまり、石油価格の上昇に伴う景気後退とインフレーション<sup>[5]</sup>が併存するスタグフレーションに、日本を含む先進国は悩まされることになった。

その後、1977年頃から先進諸国の景気が順調な回復を見せ始めていたが、1979年のイラン革命を契機に第二次石油ショックが発生した。こうして、高いインフレーション率を持ち越す形で1980年代は幕を開ける。

## 1980年代前半のアメリカ：金融引き締めとレーガノミックス

### FRBによる金融引き締め

1980年頃の経済指標の中で最も注目すべき指標の一つは、金利水準であった。1979年の第二次石油ショック以降に生じたインフレーションを抑制するため、FRB（Federal Fund Board、連邦準備制度理事会<sup>[6]</sup>）は金融引き締めを行った。1981年には公定歩合（連邦銀行割引率）を14%にまで引き上げ、フェデラル・ファンドレート（Federal Fund Rate）<sup>[7]</sup>も20%弱の水準まで上昇させた（**図表3**参照）。

こうした歴史上稀有な高金利水準は、世界的な信用収縮を生み出し、石油ショックによるインフレーションともあいまって、アメリカ経済は1980年と82年にGDP<sup>[8]</sup>の変化率がマイナスになるほど、厳しい不況に直面することになった（**図表2**参照）。景気動向に遅れて推移する失業率は1982年～83年にかけて10%程度まで上昇した（**図表4**参照）。

その後は、不況と金融引き締めにより、しばらく続いたインフレーションも漸く沈静化の兆し

<sup>[4]</sup> 当時の「列島改造ブーム」による拡張的財政政策とそれまでの金融緩和による過剰流動性を背景として第一次石油ショックによりインフレーションが加速した。

<sup>[5]</sup> スタグフレーション（stagflation）は、stagnation（景気停滞）とinflation（持続的物価上昇）の造語である。

<sup>[6]</sup> アメリカ中央銀行制度を担う全国の連邦準備銀行（Federal Reserve Banks）を統括するのが、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB）である。

<sup>[7]</sup> アメリカの市中銀行が連邦準備銀行に預けている無利息の準備預金をフェデラル・ファンド（federal funds）と呼ぶ。これが市中銀行間で貸し借りされる際に、適用される時の利率がフェデラル・ファンドレートと呼ばれる。一方、公定歩合は、一般の市中銀行が中央銀行から資金を借りる際の金利である。

<sup>[8]</sup> 国内総生産（Gross Domestic Products, GDP）は、一定期間内に、国内生産活動の結果生み出された付加価値の総額。

を見せ始めた。消費者物価指数（CPI, consumer price index）で測った物価上昇率は、1980年に13.5%、81年に10.4%と高水準であったが、82年には6.2%、83年には3.2%にまで低下した（**図表4**参照）。

## レーガノミックス

1981年に発足したレーガン政権は、上述の不況を克服するために、「レーガノミックス（Reaganomics）」と呼ばれる経済政策を実行した。その主な政策手段は、①投資減税と個人所得税減税、②各種規制緩和と撤廃<sup>[9]</sup>、③伝統的な労使関係の転換を促す労働政策などであり、当初は基本的に市場機能を重視する小さな政府を標榜していた。

それらの中でも「①投資減税と個人所得税減税」は、1970年代後半以降に登場したサプライサイド経済学の考えを実行に移したものである。サプライサイド経済学者として代表的なラッファー（Laffer）は、**図表5**に示されているラッファー曲線が実在すると主張した。この図によれば、ある程度までは税率を上げれば税収は増えるが、税率が臨界点を超過してしまうと逆に税収は減少してしまう。加えて、臨界点を越えた増税は、様々なディスインセンティブを家計や企業に与え、その結果として経済は停滞するとした。特に彼が主張したことは、当時のアメリカ経済はラッファー曲線の頂点から右に位置し、ゆえに減税すれば税収が増えるだけでなく生産性向上にもつながる<sup>[10]</sup>、ということであった。

またレーガン政権は、ベトナム戦争敗退後のアメリカの威信を取り戻し、冷戦に勝ち抜くために、戦略防衛構想（Strategic Defense Initiative, SDI）に代表される軍拡を押し進めた。それに加えて、社会保障支出の抑制が思い通りには進まなかったため<sup>[11]</sup>、政府支出は増大した。一方で、財政の収入面においてもサプライサイダーが主張するようには税収が増加しなかったために、結果的に大幅な財政赤字が発生した（**図表6**参照）。

## アメリカの「双子の赤字」と貿易不均衡問題

レーガノミックスによる減税と軍拡などによる政府支出の増大は、教科書通りに需要を拡大させ、アメリカの実質経済成長率は1982年のマイナス成長から83年には4.5%、そして84年に

<sup>[9]</sup> 1980年代にかけて、経済学では産業組織論が注目を浴びた。その背景には、財政政策、金融緩和といったカンフル剤的な政策ではなく、産業の体質そのものを変えていく必要があるという認識があった。そして体質改善のためには、企業が公平に競争をする環境を整えることが必要であるという議論が、規制緩和、産業政策（産業力強化）につながった。アメリカのレーガン政権やイギリスのサッチャー政権が行なった規制緩和は、この経済学の考えを反映したものである。

<sup>[10]</sup> 中谷巖（1993）『入門マクロ経済学 第3版』（日本評論社）参照。

<sup>[11]</sup> 世界経済白書（1987年度版第2章第3節）参照。

は7.2%と高水準のプラス成長を示した（図表2参照）。

しかし一方で、1970年代末からの金融引き締め策によるアメリカの高金利は、外国からの資金流入と1980年代半ばまで続くドル高をもたらした（図表6、図表7参照）。すなわち、アメリカ以外の世界各国の投資家は、アメリカでの高い金利で資金を運用するために、積極的にアメリカの金融商品に投資した結果、アメリカへの資本流入がもたらされた。さらに、ドル建てのアメリカ金融商品への投資のために、外国為替市場で自国通貨を売ってドルを買う動きがドル高につながった。

ドル高により、アメリカの輸出品は輸出先での現地通貨建て価格が上昇し、価格競争力が失われた<sup>[12]</sup>。加えて、外国の輸入品のドル建て価格が低下し、外国からの輸入が急増し始めた<sup>[13]</sup>。さらに、レーガノミックスにおける内需拡大が、アメリカ人の消費水準を高め、アメリカの輸入増加を加速させた。その結果、1983年以降、経常収支<sup>[14]</sup>の赤字幅は拡大し、1985年には対GDP比率でマイナス2.8%の経常収支赤字となった（図表6参照）。

その結果、1980年代半ばにかけて、アメリカ経済は財政赤字と経常収支赤字（貿易収支赤字）という、「双子の赤字」問題を抱えることになった<sup>[15]</sup>。経常収支の赤字をまかなっていたのが、上述の外国からの資金流入であった（補論1「国際収支における経常収支と資本収支」参照）。つまり、経常収支赤字は外国からの資金流入（資本収支の黒字）を意味し、その外国資金によって連邦債が購入され、財政赤字がファイナンスされるという状態であった。

## 日本経済への好影響

他方、日本経済の視点に立ってみると、アメリカの内需拡大とドル高（円安）は日本からの対米輸出増につながるため、日本経済にとって好都合であった。日本からの対米輸出は増大し、日本の経常収支黒字（対GDP比）は、1980年代初頭から86年の4.3%を頂点とするまで拡大していった（図表6参照）。

<sup>[12]</sup> 例えば、1ドル＝100円から1ドル＝200円にドル高（円安）になると、1ドルのアメリカ製品の日本円での価格は100円から200円になる。

<sup>[13]</sup> 一方で、1ドル＝100円から1ドル＝200円にドル高（円安）になると、1,000円の日本製品のドル建て価格は、10ドルから5ドルに低下する。

<sup>[14]</sup> 「経常収支」の主な項目は、(1) 財貨の取引を計上する「貿易収支」、(2) 旅行・輸送等のサービス取引を計上する「サービス収支」、(3) 利子・配当金等の受払を計上する「所得収支」である。

<sup>[15]</sup> 経常収支の大きな部分を占める貿易収支と財政収支には密接なつながりがある。このつながりを見るために、経済学における基本的な恒等式  $(Y = C + I + G + EX - IM)$  から得られた以下の式に注目する。

$$\{(Y - C - T) - I\} + (T - G) = EX - IM$$

Y：生産、C：消費、I：（実物）投資、G：政府支出、T：税、EX：輸出、IM：輸入

ここで、民間貯蓄投資バランスである  $\{(Y - C - T) - I\}$  を除けば、政府財政収支  $(T - G)$  と貿易収支  $(EX - IM)$  は表裏一体の関係にあることが分かる（ $(Y - C - T)$  は貯蓄を表す）。例えば、政府財政収支が赤字の場合  $(T - G < 0)$ 、貿易収支も赤字  $(EX - IM < 0)$  になる。このような密接なつながりから、単に二つの赤字ではなく「双子の赤字」と呼ばれる。

## 保護貿易主義の台頭

当時のアメリカ議会では、膨らむ経常収支赤字を縮小させるために、保護貿易主義が台頭し始めた。日米の経済摩擦は日本の高度成長期の初期から問題となっていたが、1980年代の二国間の貿易不均衡拡大によってさらにクローズアップされた<sup>[16]</sup><sup>[17]</sup>。

## プラザ合意からルーブル合意

1985年9月、アメリカの呼びかけに応じ、G5（米・英・日・西独・仏の先進5カ国）の財務担当大臣と中央銀行総裁がニューヨークのプラザホテルにて会合を開き、ドル高是正と対外不均衡是正のための政策協調に合意した（プラザ合意と呼ばれる）。具体的には、ドル高是正に関し、「為替レートは基礎的経済条件をこれまで以上によく反映すべき」であり、各国が外国為替市場で協調介入を行うとともに「主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度のさらなる秩序ある上昇が望ましい」ということで合意した<sup>[18]</sup>。また、日独などの貿易黒字国は内需拡大を、アメリカなど貿易赤字国は財政赤字の縮小に努力することが確認された。

当時、アメリカの経常収支赤字はGDP比で3%を超える勢いで拡大していた（図表6参照）。経常収支の赤字分の多くは貿易収支とサービス収支の赤字分であるため、それらの輸入超過分が外国からの資金流入（資本収支の黒字）によって賄われるという構造になる<sup>[19]</sup>。大幅な経常収支赤字をこのまま放置しておけば、アメリカの対外債務が累積してドルの信頼が揺らぎ、国際通貨体制が不安定になることを主要国メンバーが認識していた。

プラザ合意後、各国は協調してドル売り・円ならびにマルク買いの市場介入を行った。その結果、合意時点での1ドル=230円台から翌年1月には200円を切った。合意からちょうど一年後の1986年9月には1ドル=150円台半ばまでドルの価値が下落し、プラザ合意における想定以上にドル安円高が一気に進んだ（図表7参照）。

## 円高不況

その結果、1985年6月から1986年11月までの17ヶ月間、日本は円高不況と呼ばれる景気後

<sup>[16]</sup> 田中（2002）は、当時のアメリカから日本への批判を、「集中豪雨的輸出への批判」、「巨額のマクロ的貿易黒字への批判」、「日本の輸入市場の閉鎖性への批判」の3つに類型している。田中隆之（2002）『現代日本経済—バブルとポスト・バブルの軌跡—』（日本評論社）参照。

<sup>[17]</sup> アメリカ政府が、この保護貿易主義を抑制しようとしたことも、後述のプラザ合意形成の一因となった。

<sup>[18]</sup> 財務省HP（[http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7\\_600922.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7_600922.htm)）〔2010年9月アクセス確認〕参照。

<sup>[19]</sup> 資金の流入を資本収支の黒字と呼ぶのは、借入れ証書を輸出していると考えると分かりやすい。

退を経験する<sup>[20]</sup>。ドル安円高により、日本の輸出産業が悪影響を受けたためである。日本の実質 GDP の変化率（暦年）は、1985 年の 6.3%から 1986 年には 2.8%まで鈍化した（図表 2 参照）。

## Jカーブ効果

ただ、プラザ合意後の急激なドル安円高を受けても日本の経常収支黒字は減少するどころか逆に増加を示し、1986 年に日本の経常収支黒字は対 GDP 比で 4.3%のピークを示した（図表 6 参照）。

その一つの要因は「Jカーブ効果」である。ドルに対して円高が進めば、円建て価格が変化しないという前提の下で、日本の輸出製品のドル建て価格が上昇するため価格競争力が弱まって日本の輸出数量が減少することが予想される。しかし、部品などは急には調達先を変更できない。そのため、数量調整が遅れてしまうとドル建ての日本からの輸出額は増加する（ただし、円建て輸出額は変化しない）。一方で、円高により円建ての輸入品価格が低下し、輸入数量の増加が期待されるが、当初の数量調整が小さい時期には、円建ての輸入額が低下する（ドル建ての輸入額は変化せず）。その結果、円建てでもドル建てでも日本の貿易収支黒字が拡大する（Jカーブ効果の図示は補論 2 参照）。

同様に、アメリカの経常収支赤字は 1987 年（対 GDP 比で 3.4%）まで拡大し続けた。ようやく減少に転じたのは 1988 年であった（図表 6 参照）。

## 日本の金融緩和

こうした状況のなかで、日本銀行（以下、日銀）は過度な円高の阻止と、内需拡大による不況克服を狙って金融緩和政策を実施した。1986 年 1 月に公定歩合（現在の基準割引率および基準貸付利率<sup>[21]</sup>）を 5%から 4.5%に引き下げたのを皮切りに、翌年の 1987 年 2 月までに立て続けに 5 回の緩和策を実行し、公定歩合は 2.5%の水準まで低下した<sup>[22]</sup>（図表 8 参照）。一方で、1985 年に赤字国債依存を脱却する方針が打ち立てられていたため、積極的な財政政策の発動はしばらくの間見送られていた<sup>[23]</sup>。

<sup>[20]</sup> 景気基準日付における第 10 循環後退期である。

<sup>[21]</sup> 1994 年の金利自由化以降、政策金利が公定歩合から無担保コールレート（金融機関が 1 年以下の短期資金の貸借を行うコール市場での金利）に変更したことを反映して、2006 年から公定歩合という用語は統計上「基準割引率および基準貸付利率」に変更された。本ケースでは、用語の統一上、公定歩合という言葉を使用する。

<sup>[22]</sup> その後、1989 年 5 月までの 2 年 3 ヶ月の間、据え置かれることになった。

<sup>[23]</sup> 国の財政赤字を補填するために発行される赤字国債は、1965 年度に発行された後、しばらく発行されていないが、第一次石油ショック後の 1975 年度から再び発行されるようになった。財務省 HP (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/policy/sengo.pdf>) [2011 年 1 月アクセス確認]。

## ルール合意

プラザ合意によるドル安への転換が予想以上に進んだため、1987年2月にルール会議（G5財務担当大臣・中央銀行総裁会議）においてドル安を阻止するための合意がなされた<sup>[24]</sup>。しかし、アメリカの貿易不均衡是正には、さらなるドル安が必要という考えもあって各国の協調は不十分であり、ドルの下落を止めることはできなかった。その結果、1988年にはドル/円・レートは1ドル=120円台で推移することになった（図表7参照）。

## ブラックマンデー

1987年10月19日（月）、ニューヨーク株式市場では朝から先物と現物を問わず売りが殺到し、様々な業種の代表的な銘柄から構成されるダウ平均（Dow Jones Industrial Average, DJIA）は前週末比22.6%の大暴落となった。いわゆる「ブラックマンデー（暗黒の月曜日）」である。東京市場もこの影響を受け、翌日には日経平均で3,836.48円も値を下げた。その下落率（前日比14.9%）は当時史上最悪のものであった（図表9参照）。

このブラックマンデーの要因としては、様々な指摘がある。一つの要因としては、ドル安への懸念が挙げられる。アメリカの経常収支赤字拡大に伴う対外債務の増大は、ドルへの信任をゆるがせていた。さらに、西ドイツがインフレーション抑制のために短期金利を引き上げたことからマルク高ドル安予想が起き、この予想から円高ドル安が連想された。そのため、アメリカ資産（ドル建て）などを大量に保有していた日本の生命保険会社などの機関投資家が、ドル暴落による為替差損回避をねらってアメリカ国債を売却したことが、ブラックマンデーの一つの引き金になったとされている<sup>[25] [26]</sup>。

また、アメリカ国債の売却により、国債の利回りが株式の利回りを大きく超えて高騰したため<sup>[27]</sup>、アメリカ人投資家を巻き込んで株式を売って国債を買う動きが広がり、ブラックマンデーにつながった<sup>[28]</sup>。加えて、このドル安懸念に関連し、アメリカが金利を引き上げる観測が高まってい

<sup>[24]</sup> 財務省 HP ([http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7\\_620222.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7_620222.htm)) [2010年9月アクセス確認] 参照。

<sup>[25]</sup> いわゆる“Brady Report”といわれる“Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms,” submitted to The President of the United States, The Secretary of the Treasury, and The Chairman of the Federal Reserve Board (1988) 参照。日本語の資料としては、日本経済新聞社編（1985）『ゼミナール 日本経済入門』、伊藤光利（2002）「第15章 長期超低金利政策の政治経済学—「現実認識」と影響力構造—」『平成バブルの研究 下 崩壊編』（東洋経済新報社）参照。

<sup>[26]</sup> 日本人投資家がアメリカの国債を大量に購入できるようになったのは、1984年の実需原則（先物為替取引を輸出入等の実需に基づく場合のみ認めるという原則）の撤廃と円転換規制（外貨を円に転換することへの規制）の廃止後である。

<sup>[27]</sup> 国債の売りにより、国債の取引価格が低下し、償還価格との差で表される利回りが上昇した。

<sup>[28]</sup> アメリカの30年物国債の利回りはブラックマンデー直前には10%を超えていた。為替差損リスクのないアメリカ人投資家にとって、魅力的な金利水準であった。

たことも、株価に対して不利に働いた<sup>[29]</sup>。

ただ、下落幅を拡大させたのは、コンピューターの普及によりプログラム売買が活発化していたことである。プログラム売買では、ある程度あらかじめ決められた範囲以上に株価が下落すると、損失を最小限にするために自動的に売り注文を出すようにプログラムされていた。その結果、  
5 売りが売りを呼ぶ展開となった。

加えて、ブラックマンデーの2ヶ月前に、ポール・ボルカーがFRB議長を辞して、アラン・グリーンスパンに議長職を引き継いでおり、FRBへの信頼が十分形成されていなかったことも、市場の不安心理の台頭を招いた。

## バブルの形成①：長期に及ぶ日本の金融緩和

日本において、株価は1986年から、地価は87年から上昇し始めた（図表9、図表10参照）。このような資産価格の高騰の背景にあるのは、1980年代後半の長すぎた過度な金融緩和であった。資産価格が上昇し始める中でも、日銀は1987年2月にも公定歩合を3%から2.5%に引き  
15 下げた（図表8参照）。

当時日銀は、低金利政策に由来する過剰流動性の存在と資産価格の上昇を認識していた<sup>[30]</sup>。しかし、金融引き締めに移ったのは、資産価格の上昇が顕著になった1989年6月であった。

金融引き締めに移るのが遅れた理由としては、次の3点が指摘できる。第一に、円高の再来を懸念し、金利水準を低く据え置いた。日本で低金利になれば、日本で債券を購入するより、より金利の高い国で債券を購入した方がより魅力的な投資となる。その結果、外国為替市場で円を  
20 売って金利の高い国の通貨を買う動きが誘発され、円高が阻止されることになる。

第二に、「ブラックマンデーの再来」を懸念し、金融引き締めのタイミングを失った。金融緩和で円安を誘導することでドル先安感の台頭を阻止して、アメリカ株への投資のリスクを軽減しようとした<sup>[31]</sup>（ドル先安感が台頭すれば、ドル建てのアメリカ株式の円換算額の低下が予想さ  
25

<sup>[29]</sup> “Analysis: G20 doesn’t even try to put brave face on debt mess,” Reuters, 2010.

<sup>[30]</sup> 日銀の情勢判断資料によれば、既に1986年春の時点で「最近の既存資産（土地や株式など）価格の上昇が、直ちに全般的な物価上昇につながる懸念があるとするのは速断に過ぎようが、これがこれまでの金融緩和を一つの背景である点にもかんがみ、マネーサプライ動向にも充分注意を払っていく必要がある」と述べている。また、同年夏の情勢判断では「金融緩和を一つの背景として都市部地価、株式等資産価格の騰勢が続いている」としている（第3次利下げ時点）。さらに、1987年夏の情勢判断資料には「最近のマネーサプライの高い伸びの背景には、企業や家計のキャピタル・ゲイン指向が高まり、名目総需要に直接つながらない既存資産取引が活性化する一方で、金融機関がこうした取引に伴う資金需要に弾力的に貸し応じていることが大きく寄与している。ただ、こうした財テクの拡大や金融機関の融資姿勢の積極化も、間接的には金融緩和長期化の帰結という面が大きく、その意味では、これまでの金利低下がマネーの伸びの高まりにつながっていることは否めない」とし（第5次利下げ時点）、幾度と行き過ぎた感がある金融緩和へ警鐘を鳴らしていた。

<sup>[31]</sup> 一方、西ドイツでは日本より1年早く1988年の半ばから、金融引き締めに移った。経済企画庁「年次世界経済報告（平成2年、各国編）」（<http://wp.cao.go.jp/zenbun/sekai/wp-we90-2/wp-we90bun-4-13z.html>）〔2010年9月アクセス確認〕。



れる)。

第三に、生産性向上と円高による輸入物価の抑制により物価が抑制されていたことも、金融緩和の長期化につながった(図表1参照)<sup>[32]</sup>。1980年代半ばは、消費者物価の上昇率は2%を超えていたが、1986年～88年にかけては1%を下回っていた。そこで日銀は、金融引き締め of 緊急性は低いと判断した。

このように低金利が長期間にわたって維持されたため、投資家/投機家は低コストで大量の資金を調達することが可能になった。

## バブルの形成②：金融自由化の影響

加えて、金融自由化による企業の資金調達・運用の多様化がバブル発生の温床となった。

### 企業の資金調達の変化

1980年代後半、金融自由化の進展に伴い企業の資金調達・運用が多様化し、エクイティ・ファイナンスという手法が普及し始めた。エクイティ・ファイナンスとは、新株の発行を伴う資金調達のこと、増資のほか、転換社債やワラント債<sup>[33]</sup>などで企業が資金調達することである。

例えば、企業は転換社債を発行して借金するが、株価が上昇していれば、これらの転換社債は株式に転換される。その結果、企業は借金を返済しなくてすむようになる。また、株価の上昇が見込まれると、企業側も有利な条件でエクイティ・ファイナンスを行えるようになる。

その結果、エクイティ・ファイナンスは株価の上昇につれて急増し、1987年から89年の3年間で約60兆円もの資金が調達された<sup>[34]</sup>。特に、海外における資金調達の手段として大きな伸びを示したのがワラント債であった。この時期は円高基調であったため、将来の償還時にドルで返済する約束をしても、その間に円高が進むと、実際に支払う円での金額は少なく済む。実際、為替の先物予約をワラント債発行に組み合わせることで、金利をゼロないしマイナスにすることも可能であった<sup>[35]</sup>。

このような調達手段は、主に大企業(特に製造業)によって行われた。また、短期の資金調

<sup>[32]</sup> 1997年の消費者物価の変化率が2%弱急上昇した一因は、1997年4月に消費税が3%から5%に増税されたことである。

<sup>[33]</sup> 転換社債の場合、株式に転換すれば社債自体は消滅するため借金を返済する必要はない。一方、ワラント債は新株予約権の付いた社債であり、新株の買い付けが行われても社債は償還日まで消滅しない。ワラント債は1981年の商法改正によって発行が認められた。2002年の商法改正により、転換社債とワラント債とも、同じ「新株予約権付社債」という分類に分けられることになった。

<sup>[34]</sup> 公社債引受協会「会社債月報」参照。1985年においては、5兆円程度であった。

<sup>[35]</sup> 日本経済新聞社編(1985)『ゼミナール 日本経済入門』、田中隆之(2002)『現代日本経済—バブルとポスト・バブルの軌跡—』(日本評論社)、三橋規宏・内田茂男(1994)『昭和経済史(下)』(日経文庫)参照。

達手段としてコマーシャル・ペーパー<sup>[36]</sup>（CP）の発行が発達し、これらも大企業で利用された。このようにして、大企業は直接金融による資金調達を拡大させていった。逆にいえば、伝統的な間接金融による資金調達（銀行からの借入れ）の枠に余裕が生じた。

5

## 銀行行動の変化

銀行は、優良な貸出し先である大企業を直接金融に奪われた結果、新たな貸出し先の開拓に乗り出す必要性が生じた。その新たな貸出し先として注目されたのが、建設・不動産・ノンバンクのバブル3業種、ならびに家計および中小企業であった<sup>[37]</sup>。特に、バブル3業種では、不動産購入のための融資が大きかった（**図表 11** 参照）。

10

このような銀行における貸出し先のシフトは、貸出しリスクを高めるものであるが、そのリスク管理体制は弱体化していた。例えば、新たな貸出し先に対する融資の審査においては、金融機関側は高い情報収集・分析コストを支払わねばならないが、土地の価格が上昇していることから、単に土地などの不動産を担保とすることによって済ませていた。

15

また、**図表 12** では、民間金融機関の個人預貯金額と銀行の貸出総額の推移が示されている。1980年代を通じて、個人預貯金額は順調に伸びたが、その伸びを上回る率で、銀行の貸出総額が伸びた。特に、1989年の銀行の貸出総額の伸びは突出していた。

20

## 「財テク」ブーム

企業が調達した資金は、本来の用途である設備投資ではなく、特定金銭信託（特金）やファンド・トラスト（ファントラ）<sup>[38]</sup>を通じて株式市場で運用された。いわゆる「財テク」ブームである。1985年末に8兆8千億円だった特金・ファントラ残高は、1989年末には42兆円を超えた<sup>[39]</sup>。

25

株式市場への流入資金増大は株価上昇につながる。当時、日本の株式市場では7割が企業間の持ち合い株で、市場に流通している株式は全体の3割であった。市場への資金流入増大により、その少ない3割の株式を手に入れようとして売買が行われて、価格が引き上げられた<sup>[40]</sup>。

さらに株価上昇は、低い金利で多くの資金を調達できるエクイティ・ファイナンスの増加につながった。そして、そこで得た資金を財テクとして株式市場での資金運用増加、さらに株価

30

<sup>[36]</sup> コマーシャル・ペーパー（CP）は、企業が短期の資金調達のために発行する無担保約束手形のこと。

<sup>[37]</sup> 田中隆之（2002）『現代日本経済—バブルとポスト・バブルの軌跡—』（日本評論社）参照。

<sup>[38]</sup> ファントラでは、資金運用の委託者が概括的に運用先や運用方法を指定し、具体的な運用先や方法については受託者の裁量に委ねられる。一方、特金では、委託者が具体的なところまで決め、受託者に裁量の余地はない。

<sup>[39]</sup> 三橋規宏・内田茂男（1994）『昭和経済史（下）』日経文庫。野口悠紀雄（2008）『戦後日本経済史』新潮社。

<sup>[40]</sup> 上川龍之進（2002）「第3章 バブル経済と日本銀行の独立性」『平成バブルの研究 上 形成編』（東洋経済新報社）。

上昇へと自己増殖システムが働いた<sup>[41]</sup>。

株式への投資を行ったのは一般企業、銀行や生命保険会社などの金融機関ばかりでなく、一般投資家も参加した。とりわけ、民営化したNTTが1987年に上場した後、規模としては大きくはないものの一般の個人投資家の株式市場への参入が盛んになった。

## 先物取引と裁定取引

株価の上昇をさらに加速させたのが、金融自由化によって可能になった新たな取引手法の先物取引<sup>[42]</sup>である(1988年に開始)。1985年～86年の円高不況からの脱却により、市場で将来の株高が予想されるようになると、その手法を駆使して、「先物売り・現物買い」という裁定取引が行なわれるようになった。将来の株高が予想される場合、この裁定取引により、割安な現物の株価を買い、より高値の先物の価格で売ることによって、投資家/投機家はリスクなしで利益を上げることが可能になった。このように裁定取引は、資産価格上昇を前提にして利益を確実に生み出す金融取引であった。さらに裁定取引における「現物買い」が日経平均株価を押し上げ、先高感を一層高めた<sup>[43]</sup>。

## 株価と地価の高騰

図表9は、日経平均株価の推移を表したものである。1986年に入り平均株価は急騰し始め、ブラックマンデー直後には一時的な下落をみせるものの、1989年末までの4年間にわたって上昇し続けた。1989年12月30日の大納会には38,916円という史上最高値を記録した。

当時の企業は全般的に利益を増やしたが、現実には起こった株価の高騰を説明できるほど利益を増やしたわけではなかった。株式の基本指標として、PER(Price Earnings Ratio、株価収益率)がある。PERは、株価を一株当たり純利益で割ったものとして定義され、この数値が高いほど利益に比べて株価が割高であることを意味する。1985年末にPER=35.2であったのが、89年末にはPER=70.6と約2倍の数値を示した。つまり、89年の株価は利益に比べて相当な割高であった。

<sup>[41]</sup> ただ、エクイティ・ファイナンスは将来の株式数増加の可能性はある。エクイティ・ファイナンスが増加したことで、株式が供給過多となったことが、その後のバブル崩壊の一因になった。

<sup>[42]</sup> 現時点において、ある一定時期の将来の売買について、あらかじめ決められた価格での取引を約束すること。

<sup>[43]</sup> 裁定取引での先物売りは1988年から日経平均株価ならびにTOPIX(東証株価指数)双方で可能になったが、裁定取引での現物買いとの関係で、利便性が高かったのは、日経平均株価である。現物の日経平均株価自体は、単なる数字のため直接的には売買できない。しかし、日経平均株価であれば、その構成銘柄を単位ごと組み入れれば、日経平均株価に連動するポートフォリオを容易に構成することができる(日経平均株価は、採用銘柄の各株価を50円額面に換算し合計した上で、「除数」という数字で割って算出される)。ここで重要なのは、この手法では構成銘柄を均等に買うことになるため、発行株数が少ない品薄株の株価が大幅に上昇することである。その大幅高が日経平均株価全体を押し上げることに大きく寄与した。

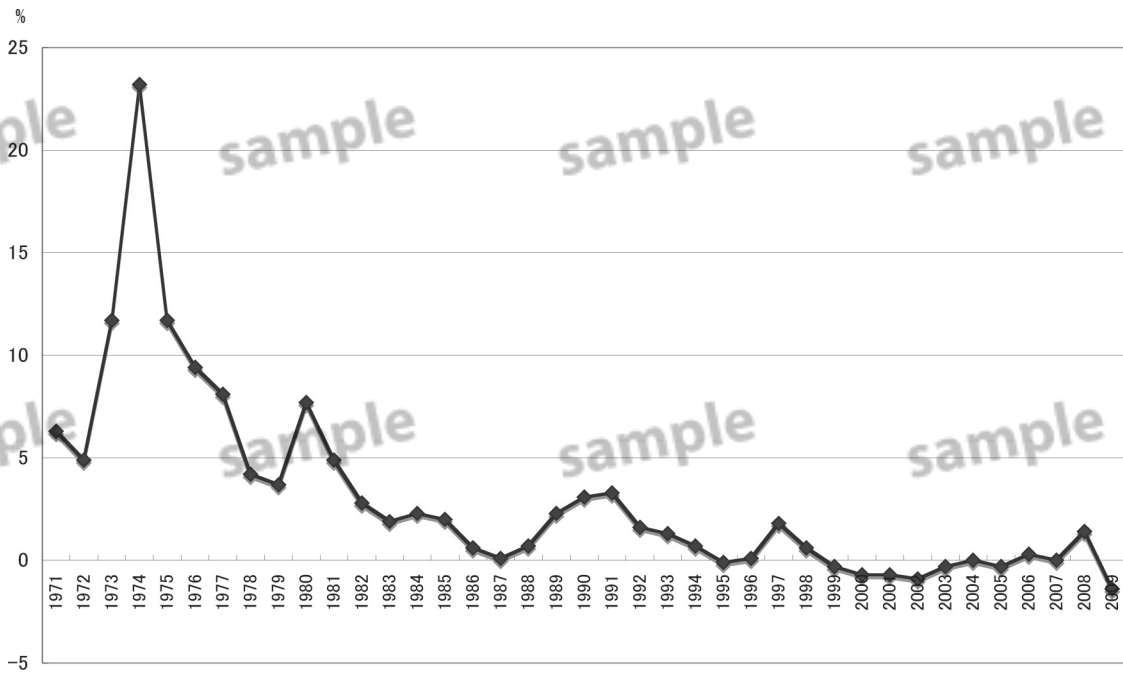
地価についてもほぼ同様な動きをみせている。図表 10 は、全国住宅地、全国商業地、三大都市圏住宅地、三大都市圏商業地の公示価格の推移であり、1974 年におけるそれぞれの公示価格を 100 と基準化したものである<sup>[44]</sup>。1987 年からトレンド線は急勾配になり、1991 年にピークに達したのは、すべての価格指数で共通しているが、特に三大都市圏商業地・三大都市圏住宅地の上昇率で突出しているのが特徴である。

その背景にあったのは、土地転がしといわれる手法であった。当時、地価は下がらないという「土地神話」が存在し、地価の先高感が存在していた。投機家は、地価の上昇を見込み、転売を目的に土地を購入し、地価の上昇で利幅がある程度確保された段階で他の業者に売却した。このように複数の業者で転々と、購入と売却が繰り返されたことから、「転がし」と呼ばれるようになった。加えて、金融緩和により、低金利で大量の資金が調達できたことが、土地転がしを後押しした。

---

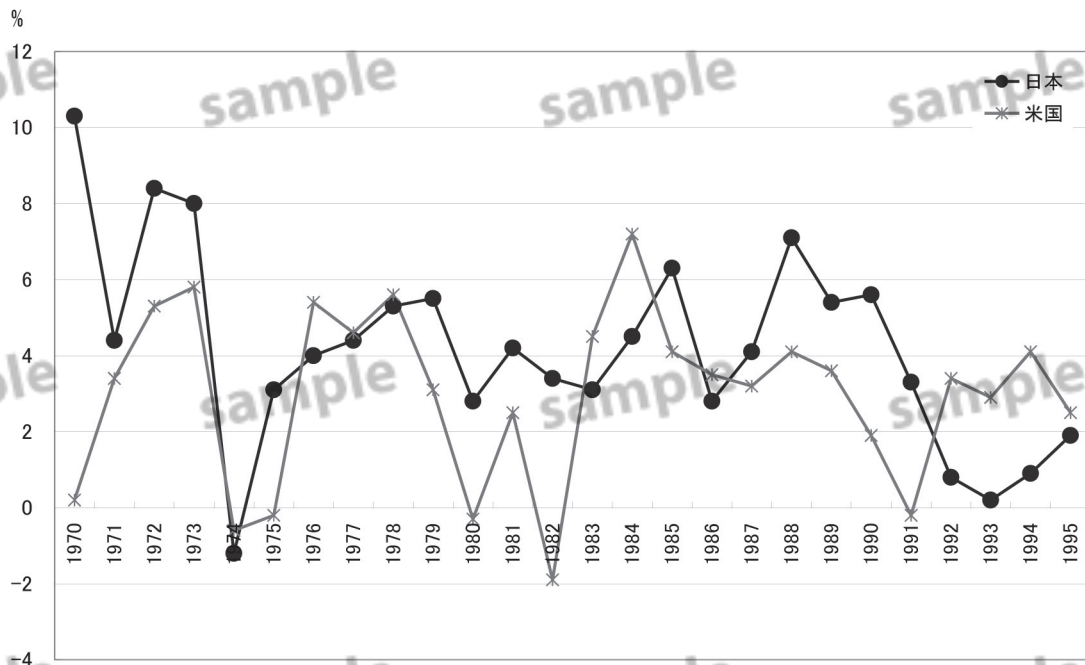
<sup>[44]</sup> 三大都市圏とは、東京圏・大阪圏・名古屋圏を指す。

図表 1：日本の消費者物価指数（対前年比）



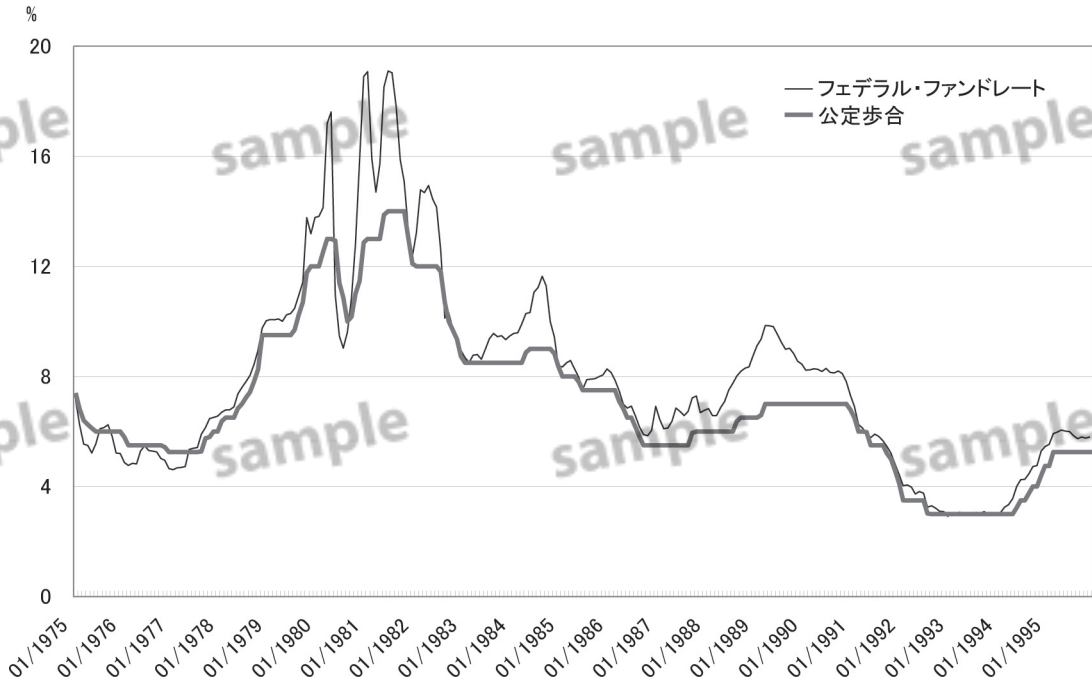
出所：総務省

図表 2：日米の実質経済成長率 (%)



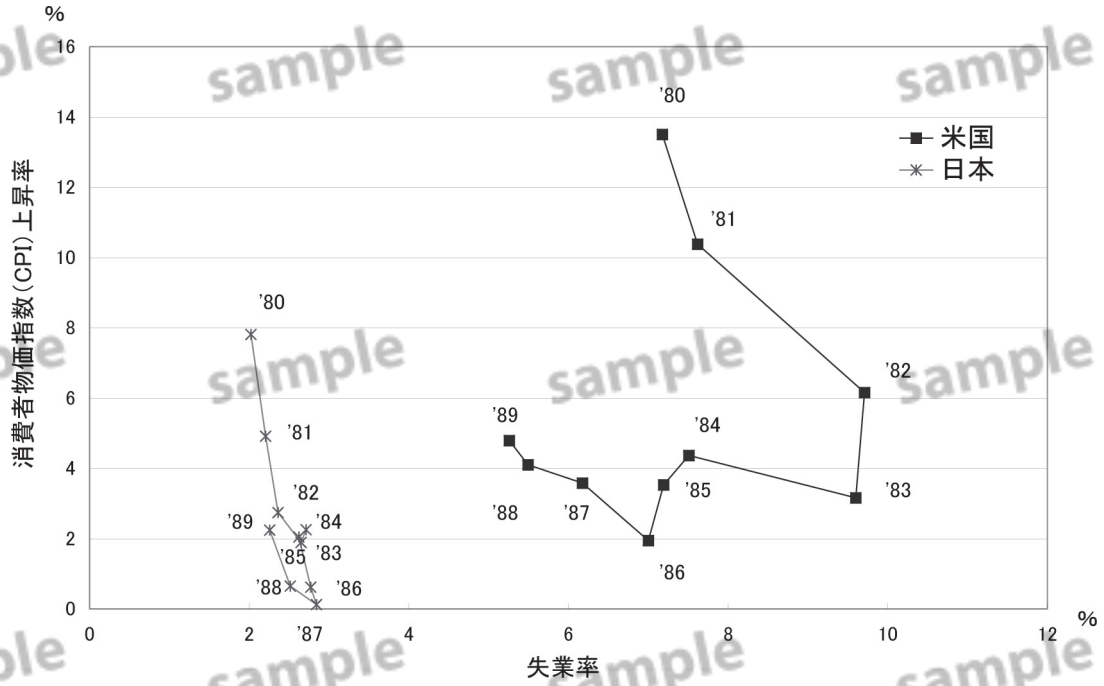
出所：アメリカ商務省、経済財政白書（長期経済統計）

図表 3 : アメリカのフェデラル・ファンドレート（月次）と公定歩合の推移



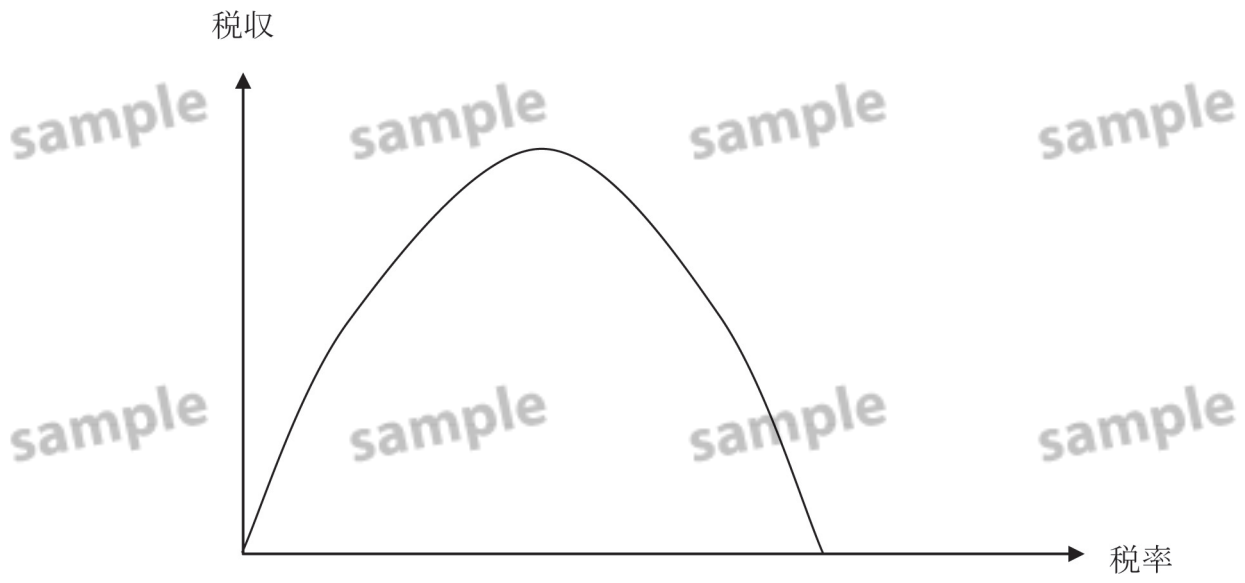
出所 : Board of Governors of the Federal Reserve System

図表 4 : 物価版フィリップスカーブの散布図



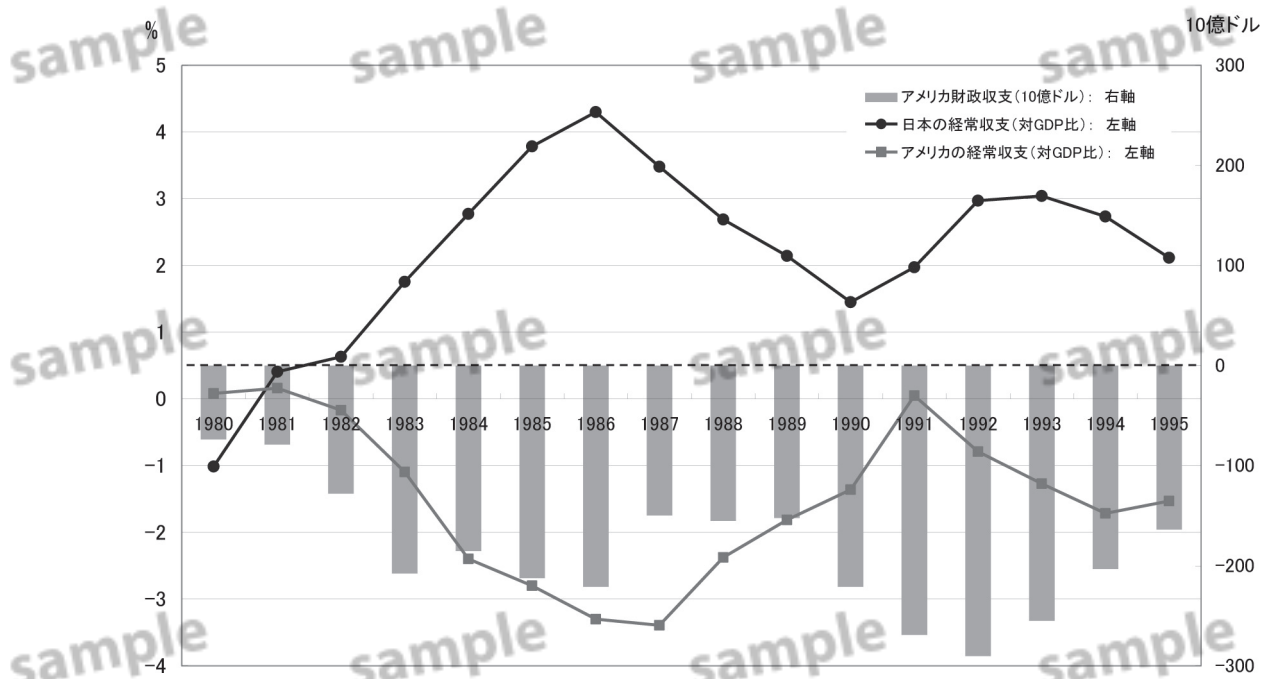
出所 : IMF World Economic Outlook Database

図表 5 : ラッファー曲線



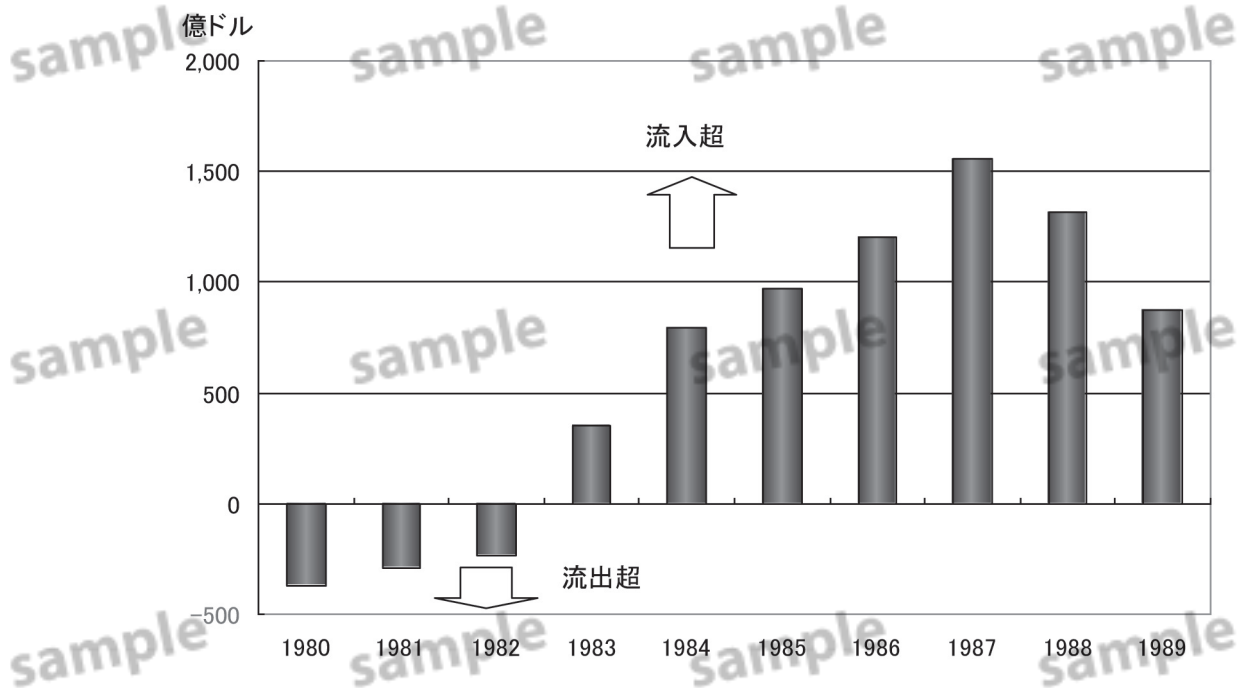
図表 6：アメリカの財政収支・資本収支と日米の経常収支

アメリカの財政収支と日米の経常収支（対 GDP 比率）



出所：IMF World Economic Outlook Database, 通商白書

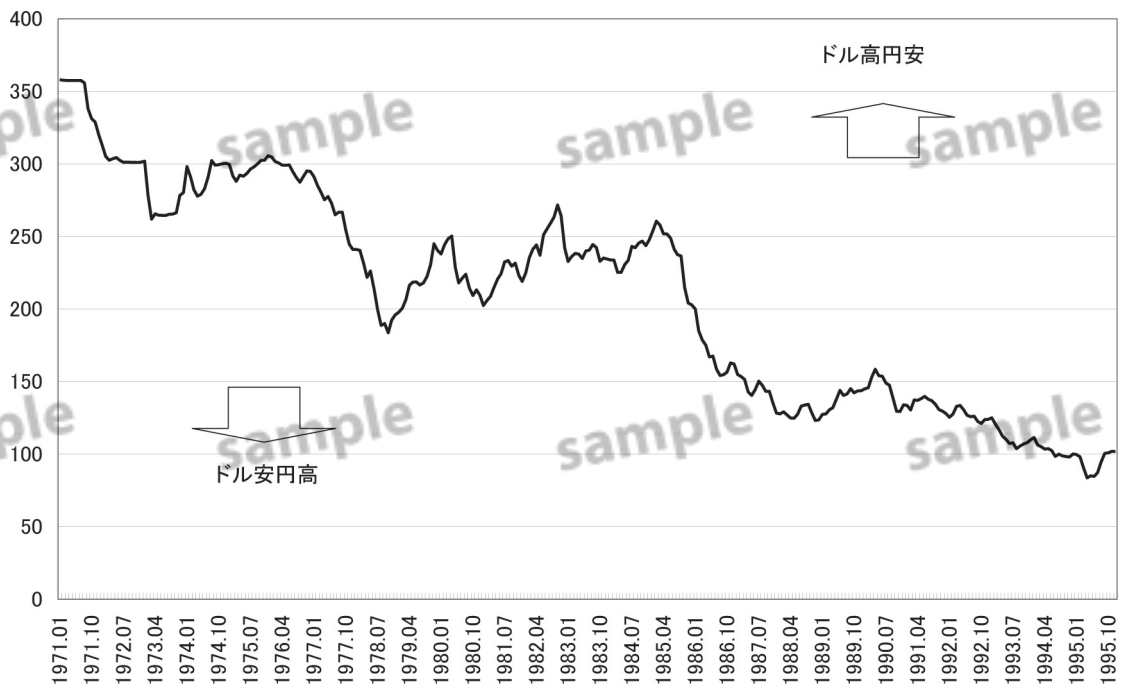
アメリカの資本収支



出所：アメリカ商務省、通商白書

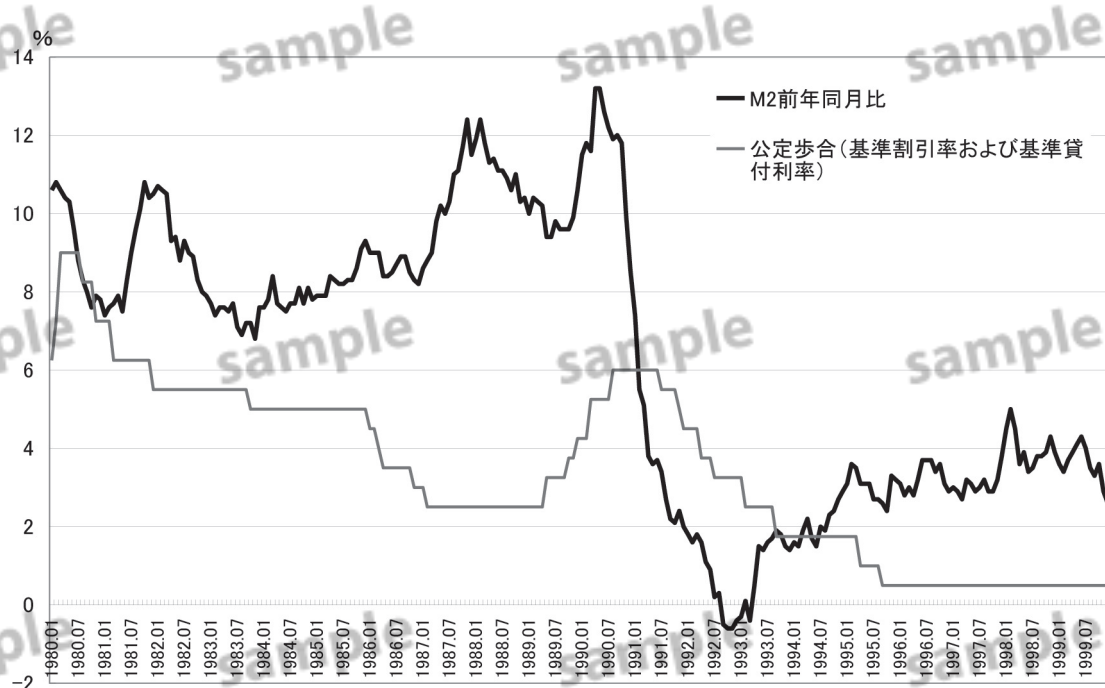


図表 7：日本円の対米ドル為替レートの推移（ドル／円）



出所：The University of British Columbia, PACIFIC Exchange Rate Service

図表 8：マネーストック伸び率と公定歩合の推移



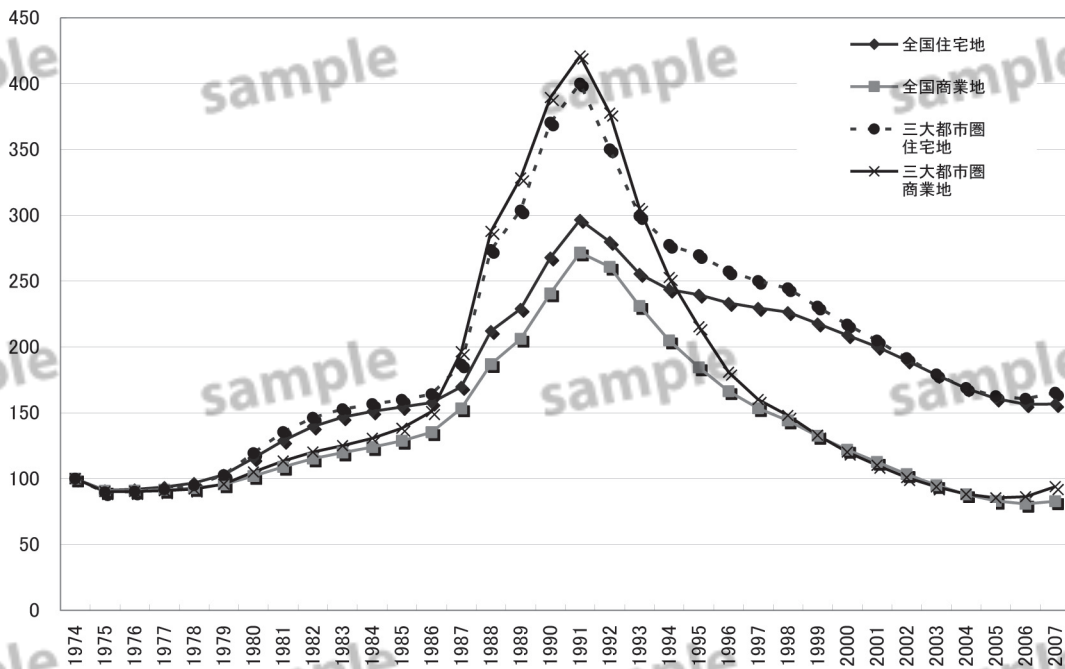
出所：日本銀行

図表 9：日経平均株価（月末値、円）



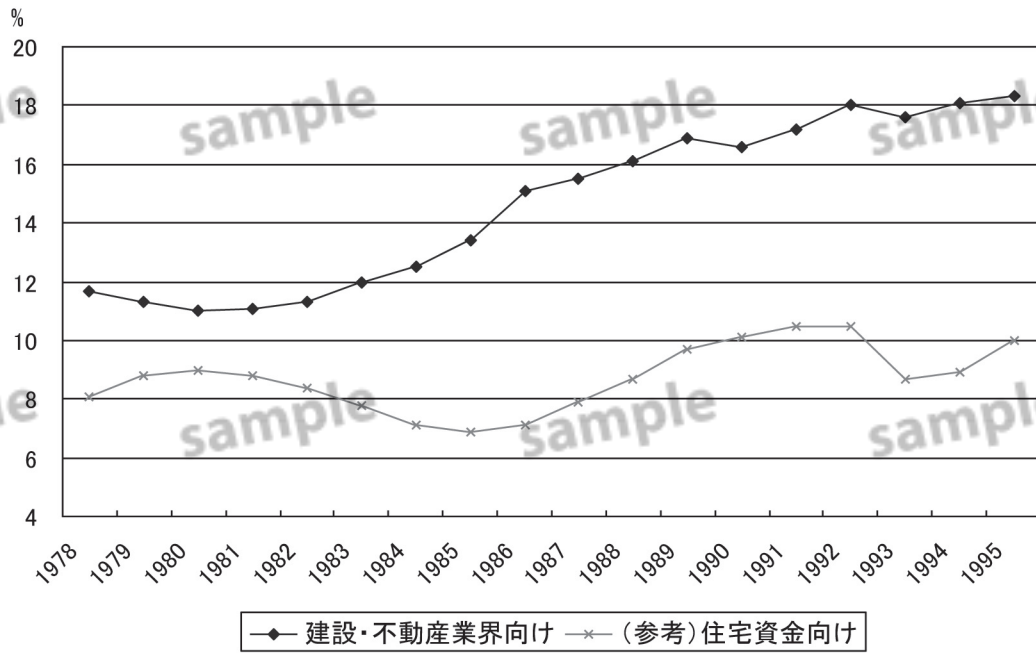
出所：日本銀行

図表 10：公示価格の推移（1974年の価格＝100）



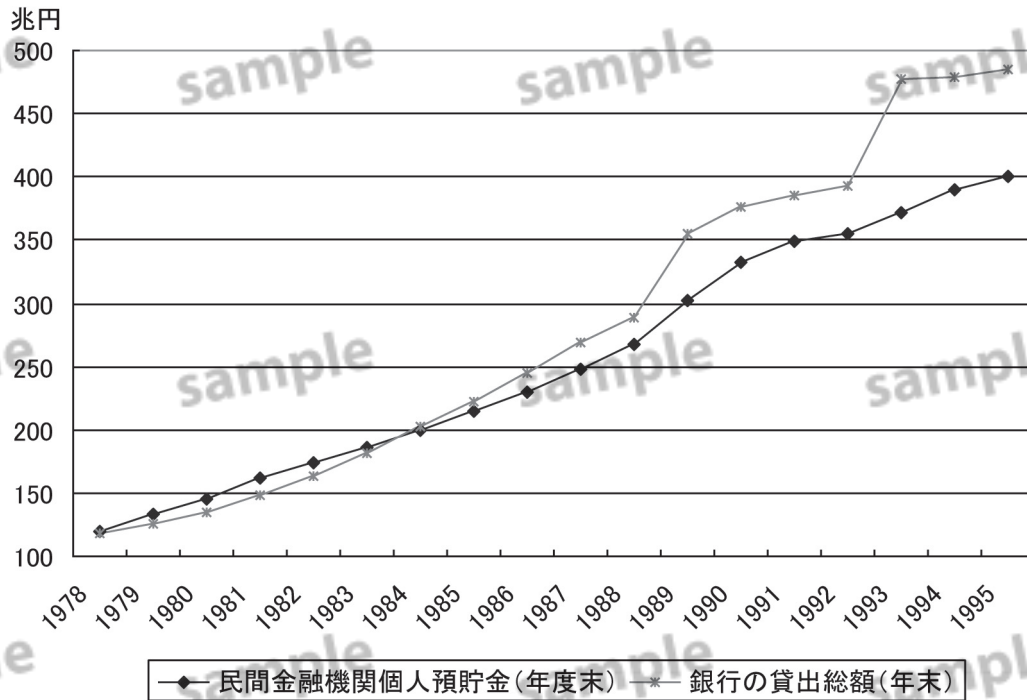
出所：国土交通省

図表 11：銀行の貸出残高のうち建設・不動産産業向けの比率の推移



出所：財政金融統計月報

図表 12：民間金融機関の個人預貯金額と銀行の貸出総額の推移



出所：財政金融統計月報

## 補論 1：国際収支における経常収支と資本収支

国際収支を構成する項目は「経常収支」、「資本収支」、「外貨準備増減」の3項目である。「経常収支」の主な項目は、(1) 財貨の取引を計上する「貿易収支」、(2) 旅行・輸送等のサービス取引を計上する「サービス収支」、(3) 利子・配当金等の受払を計上する「所得収支」である。

一方、「資本収支」の主な項目は、金融債権債務の移動に伴う取引を計上する「投資収支」であり、日本においては、より細かく「直接投資」、「証券投資」、「金融派生商品」、「その他投資」の4項目に分けられる（ただし、国・地域により公表内容が異なることがある）。また「投資収支」以外に、「その他資本収支」という項目もある。

「経常収支」、「資本収支」、「外貨準備増減」の3項目の関係は、「誤差脱漏」を除けば、以下の式が成立する。

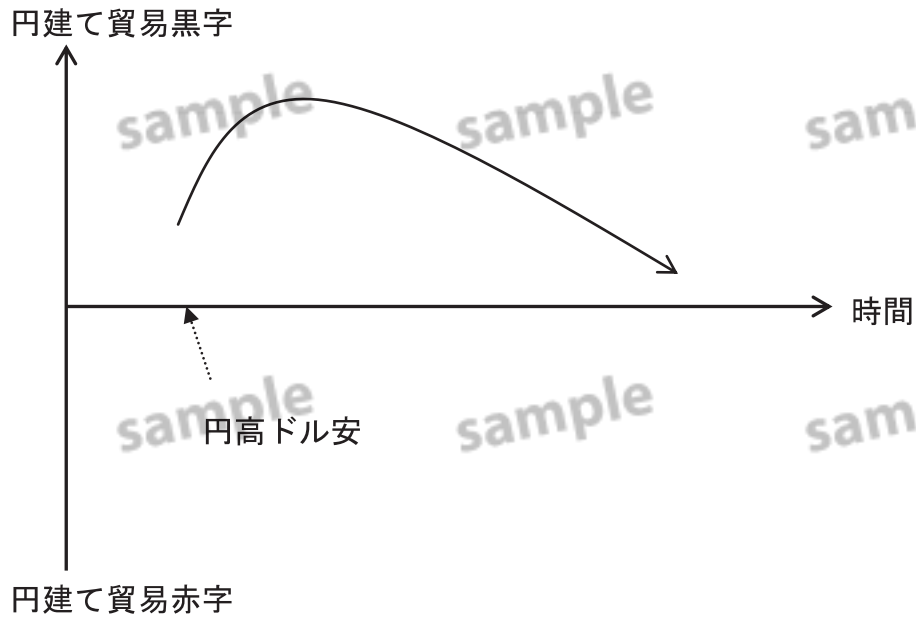
$$\text{「経常収支」} + \text{「資本収支」} + \text{「外貨準備増減」} = 0$$

ここで、外貨準備増減を無視すれば、経常収支の赤字（黒字）は資本収支の黒字（赤字）に等しい<sup>[45]</sup>。経常収支の赤字分の多くは貿易収支とサービス収支の赤字分であるため、それらの輸入超過分が外国からの資金流入（資本収支の黒字）によって賄われるという構造になる。一方、経常収支の黒字の国では、その黒字分は、自国に残す（外貨準備増）か外国への債権増加（直接投資および貸し付け：資本収支の赤字）に使われる。

<sup>[45]</sup> 資金の流入を資本収支の黒字と呼ぶのは、借り入れ証書を輸出していると考えると分かりやすい。

## 補論 2 : Jカーブ効果

Jカーブ効果を図示すれば、以下のようなになる。この図では、円高ドル安になっても、部品調達などの数量調整が遅れると、短期的には、むしろ円建ての貿易黒字が拡大することを示している。数量調整が行われる長期になれば、貿易黒字の縮小にはつながらない。



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---