

バブル初期段階の株価高騰について：1983-85年

——泡沫の期（2）——

一ノ瀬 篤

序

前稿（「バブルの形成に関する代表的論議：論点整理」（本誌第29巻第3号，1997年12月。以下では「論点整理」と略記）で，バブルの形成に関する代表的論議を検討し，バブル形成論で留意すべき点を指摘した⁽¹⁾。

以下では，これらの諸点に注意を払いつつ，一体，バブルはいつから，何故に発生し膨張していったのかを具体的に検討する。本号では，バブル生成の初期段階にあたる1983-85年の株価動向に考察を限定する。本稿の特色は，脚注1に挙げた3点のうち，とくに1986年から1989年にかけて為銀部門に短期外資が異常流入している点への注目にあるが，バブル初期段階を扱う本号でも，その前兆（1984-85年の為銀への短資大量流入）を問題視したい⁽²⁾。

(1) 留意すべきは，第一にバブル発生の時期を可能な限り明確にすること，第二にファンダメンタルズ自体の中に異常要素（バブルの母体）が含まれ得る点に注意すること，第三に1986年以降の為銀への異常な短資流入とバブルの関係を明確にすること，であった。第三点については宮崎義一『複合不況』（1992年）に簡単な指摘がみられるが，課題はその一層の究明である。

(1) 1983-85年の株価上昇

前稿でみたように、株価（日経225種平均）については、1983年から顕著な上昇が始まっていた。83年の上昇率は対前年比で19%であり、これ自体は戦後経済史の実績に照らして異常な上昇とはいえない。

しかし、84年にも対前年比19.9%の上昇が続く。この結果、年末の時価総額の対 GNP 比は56%に達した。1952年の独立後、現在に至るまでの全国取引所上場株式時価総額（年末）の対 GNP 比動向を示すと第1表の通りである。

これを見ると、84年の株価上昇が、すでに相当に異常なものであったことが分かる。年末の株式時価総額で見ると、72年のいわゆる「過剰流動性インフレ」期に、対 GNP 比52.3%に達したのが、バブル期までの最大値記録であり、これが不自然な高騰であったことは、その後あまねく認められているといつてよい。ところが、84年末には株式時価総額の対 GNP 比はすでに、その水準を超えていたのである。

株価は引き続き85年にも前年に比べて19%上昇する。時価総額の対 GNP 比は実に61.8%という未曾有の高さに達する。ここまで来ると、この株価上昇が異常であったことを認めぬわけにはいかないだろう。なお、この時期の対 GNP 比の大上昇が主として「株数」の増加によるものでないこと（逆に言えば、「株価」の上昇によること）は、第1表の原資料である東証の『年報』（第1表参照）を一瞥すれば明かである。

なぜこのような株価上昇が1983年頃から生じたのだろうか。第一に、株価

(2) 純流入額（資産増と相殺後）で見ると、1986年約605億ドル、1987年約688億ドル、1988年約452億ドル、1989年約205億ドルである。4年間の累計は約1,950億ドルになる。各年の年間平均為替相場で換算すると1986年約10.2兆円、1987年約10兆円、1988年約5.8兆円、1989年約2.8兆円である（上記換算に基づく4年間の累計は約28.8兆円）。バブル初期段階の対応数値は後述。（出典：日銀国際局『国際収支統計月報』第306号，平成4年1月，71頁）

第1表(1) 全国取引所上場株式時価総額の対 GNP 比率推移：1952-73年

年	(A) (100億円)	(B) (100億円)	B/A (%)	年	(A) (100億円)	(B) (100億円)	B/A (%)
1952	637	68	10.1	1963	2,559	772	30.2
53	753	89	11.8	64	2,966	769	25.9
54	782	78	10.0	65	3,281	880	26.8
55	886	110	12.4	66	3,842	974	25.4
56	995	170	17.1	67	4,530	964	21.3
57	1,125	175	15.6	68	5,329	1,313	24.6
58	1,179	241	20.4	69	6,226	1,903	30.6
59	1,361	393	28.9	1970	7,305	1,682	23.0
1960	1,621	564	34.8	71	8,158	2,352	28.8
61	1,985	643	32.4	72	9,473	4,955	52.3
62	2,166	800	36.9	73	11,526	4,003	34.7

・ Aは GNP， Bは各年末の全国証券取引所上場株式時価総額
 (出典) 東京証券取引所『証券統計年報』平成8年，10頁
 日銀『経済統計年報』昭和47年4頁，昭和49年4頁

第1表(2) 全国取引所上場株式時価総額の対 GNP 比率推移：1974-94年

年	(A) (100億円)	(B) (100億円)	B/A (%)	年	(A) (100億円)	(B) (100億円)	B/A (%)
1974	13,400	3,747	28.0	1985	31,744	19,622	61.8
75	14,817	4,478	30.2	86	33,125	29,303	88.5
76	16,642	5,492	33.0	87	34,548	34,560	100.0
77	18,553	5,364	28.9	88	36,739	48,807	132.7
78	20,447	6,906	33.8	89	39,130	63,012	161.0
79	22,182	7,202	32.5	1990	42,747	39,360	92.1
1980	24,010	7,995	33.3	91	45,449	39,199	86.2
81	25,682	9,486	36.9	92	46,741	29,928	64.0
82	26,970	10,124	37.5	93	47,035	33,552	71.3
83	28,057	13,123	46.8	94	47,318	37,102	78.4
84	29,845	16,750	56.1				

・ Aは GNP， Bは各年末の全国証券取引所上場株式時価総額
 (出典) 東京証券取引所『証券統計年報』平成8年，10頁
 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1990年版72頁，1995年版74頁
 日銀『経済統計年報』平成6年246頁，平成8年248頁

第2表 主要企業*業績の推移：1980-85年

年 度	経 常 利 益 (億 円)	総 資 本 経 常 利 益 率 (%)
1980	60,520	4.22
81	50,653	3.28
82	49,761	3.10
83	61,213	3.45
84	76,431	4.09
85	76,001	3.93

(出典)

*原則として金融・保険を除く資本
金10億円以上の上場会社。社数は
515～620社。
日銀『経済統計年報』昭和59年、
257-258頁、昭和61年、265-266頁

を何よりも大きく規定する企業収益について見ると、83年から85年にかけての時期は第2次石油危機不況からの景気の回復過程にあり、利益は増加の傾向にあった。主要企業（全産業）の経常利益と経常利益率（対総資本）を示すと第2表の通りである。

他方、株価を規定する第二の主要要因としての利子率の動きを見ると、第3表の通りである。

短期、長期いずれを見ても、80年代に入って金利が低下傾向にあることが明らかである。なお、公定歩合は1981年12月に6.25%から5.5%に引き下げられて以来、2年近くその水準のままであったが、1983年10月に0.5%引き下げられて5.0%になっている。その後2年余り、この5%が持続されたのは周知の通りである⁽³⁾。

1983年からの株価上昇の基礎に、これらファンダメンタルズの変化があることには疑いの余地がない。さて、この株価高騰にはバブルの要素があった

(3) その後「円高不況」の1986年に0.5%ずつ4度（1, 3, 4, 11月）引き下げられて、3%となった。

第3表 利子率の動向：1980-86年

年	コール・レート*	長期国債 利回り**
1980	10.9%	8.8%
81	7.4	8.2
82	6.9	7.6
83	6.4	7.4
84	6.1	6.5
85	6.5	5.9
86	4.8	5.2

*東京・有担保無条件物・中心レート，年利。年平均値

**最長期物，年利。月末値の平均値
(出典)『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』
1990年版，199-200頁

のか否か。

「論点整理」の第1表で示したように，景気ボトムの1982年の平均株価（日経225種）は7,399円だった。この水準を起点とし，上記第2表の経常利益，第3表の長期利率の変化を加味して，1983-85年の「妥当」な株価⁽⁴⁾を算出すると

$$1983年 \quad 7,399円 \times \frac{61,213億円 \div 7.4\%}{49,761億円 \div 7.6\%} \doteq 9,382円$$

となる。以下同様に算出すると，

$$1984年 \quad 約13,249円$$

$$1985年 \quad 約14,513円$$

である。現実の225種平均株価は，1983年8,808円，1984年10,560円，1985年12,565円であった。通常の考え方（ファンダメンタルズ依拠思考）では，こ

(4) ここで「妥当」というのは，単に1982年株価をベースとして，その後の企業利益と長期利率の動きが（そして，そのみが）比例的（正または，逆比例的）に株価を動かした場合の値という意味にすぎない。

の間、現実株価は「妥当」な株価に対してアンダーシュooting気味で、バブルは生じていないことになる。

しかし、筆者は「論点整理」で述べたように、株価上昇率の過去の実績や、株価総額の対 GNP 比トレンド線からの乖離などを検分して異常値が見出される場合にバブルを認定した方がよいという素朴主義を旨としており、この立場から1984年以降はバブルの発生を認定すべきであると判断する。

この素朴主義を別の角度から説明しておきたい。株価を規定するファンダメンタルズの第一要因である企業利益については、営業利益でなく経常利益を用いるのが普通であり、かつ妥当でもある。ところが、経常利益は営業利益に金融上の諸損益等を加えたものであり、保有有価証券の評価益や売却益が含まれる。したがって、株価が上昇している時期には、諸会社の金融上の利益(評価益や売却益)が含まれる⁽⁵⁾。となれば、そのような経常利益をファンダメンタルズとして株価の「妥当」な水準を算出してみても、そこには論理上の堂々めぐりが含まれてしまう。別の表現をすれば、ファンダメンタルズ自体にバブルが入っている場合には、いかに株価がファンダメンタルズの動きの枠内に納まっても、株価にはバブルが含まれてくるのである。

実際、この時期の法人企業(金融・保険を除く)の「営業」利益伸び率は、1984年にこそ前年に比べて13.1%伸びているものの、前年の83年、後続の85年には殆ど横ばいにとどまっている⁽⁶⁾。「経常」利益は、対前年比で85年にこそマイナス0.7%の伸びにとどまっているが、83年には23.1%、84年には24.8%と、大きく成長している(上掲、第2表)。つまり、1983-85年の経常利益の増加の大半は、金融取引上の利益と考えてよいのである。

要するに、ファンダメンタルズで株価上昇を説明しても、バブル解明の観

(5) 売却益を別としても、特金やファントラを除けば、新たに株式を購入した際の保有総株式評価額については新旧株式の簿価分離が認められず、評価益が生じることを想起しよう。

(6) 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1985年版、350頁、1990年版、346頁

第4表 国際収支動向：1980-90年

(億ドル)

年	経常収支	長期資本収支	短期資本収支	誤差脱漏	総合収支	金融勘定	
						外貨準備増減	その他
1980	-107	23	31	-31	-84	49	-133
81	48	-97	23	5	-21	32	-53
82	69	-150	-16	47	-49	-51	2
83	208	-177	+0	21	52	12	39
84	350	-497	-43	37	-152	18	-170
85	492	-645	-9	40	-123	2	-125
86	858	-1,315	-16	25	-448	157	-605
87	870	-1,365	239	-39	-295	392	-688
88	796	-1,309	195	28	-270	162	-452
89	572	-892	208	-220	-333	-128	-205
1990	358	-438	215	-208	-72	-78	6

(出典) 日銀『経済統計年報』平成5年330-331頁

点からは、甚だ不十分であるという他ない。一般通念では奇異に聞こえるかもしれないが、ファンダメンタルズの中のバブルを、すなわちファンダメンタルズとしての経常利益に反映されてくる株価上昇を、説明せねばならない。さて、改めて一体何が1983年以降、株価をかくも押し上げたのであろうか。

(2) 為銀の短資取入れ増加

後に見るように、1984年以降の株式市場では、全国銀行の株式買越し額が飛躍的に増加する。これがこの時期の株価を押し上げた主因と推測される。何が銀行をしてそのような行動をとらせたのか。

何よりも我々は、この時期の国際収支の異変に注目すべきだろう。第4表を見よう。

第4表の金融勘定の「その他」(金融機関の1年未満の貸借取引で、殆どが為銀部門のもの)を見ると、1984年から短資ネット流入額が巨大化し、さら

に1986年からは異常な値になっていることがわかる。他方では、84年から、長期資本収支の流出超過（資本輸出）が異常に巨額になっていることに気づく。

この二つの現象は、たしかに一般的にそう言われるように、80年代に入って日本の対外投資が活発化し、その大きさが経常黒字額を上回ったために、為銀が不足分を短資取り入れで補った、と理解してよいだろう。しかし、現実にはかなりの補足が必要である。

第一に、為銀は受け身的にのみ行動するわけではない。自らの利益になる場合には積極的に短資を取り入れて、為替差益や金利差、あるいは運用益を得ようとする⁽⁷⁾。

第二に、為銀の取り入れた短資は、別段、もっぱら長期資本輸出の原資となったわけではない。事後的にはそういう形になり、結果として国際収支表に総括的に表示されるとしても、そこに至る過程では、国内金融市場に様々のインパクトを与えることになる。

以上2点を念頭に置きながら、為銀短資取入れの増加が実際に国内金融市場に与えた影響を考察しよう。まず、短資取入れ増加の原因を簡単に見ておきたい。

① 為銀による短資取入れ増加の原因

1984年からの為銀への短資流入増加は、同年6月から円転規則が撤廃され、為銀が長年束縛されてきた海外短資の取入れ規制から解放されたことの反映である。1985年には為銀の短資取入れが引き続き増加しているものの、

(7) 「金融勘定」が調整項目であるということから、何かこの勘定が受け身的な性格しかもたないと理解されることがあるが、誤りである（深尾光洋『国際金融』1990年、175頁もこの誤りを正している）。為銀はしばしば能動的に短資を「取り入れる」のである。1960年の短資流入規制緩和時、1971年のニクソン・ショック時、そしてブラザ合意以降の時期、の為銀の行動は、この適例と思われる。但し、先の二つのケースでは、主として経常取引に関連して必要な資金を短資で取り入れた点に80年代との違いがある。

84年に比べると減少していることから、84年6月の円転規制撤廃の影響を疑問視する人が居るかもしれない。しかし、第4表の為銀短資流入額はネット・ベースで表示されている点が注意されねばならない。この表には現れていないが、実は1985年においても、為銀短期負債は前年比べて飛躍的に増加している。これが純流入ベースの大増加に結びついていないのは、為銀が短期資産をも両建て的に大増加させたからにすぎない⁽⁸⁾。

1984-85年の為銀短資取入れの大増加は、このように84年の円転規制撤廃を鮮やかに反映している。

② 取入れ短資の使途

しかし円転規制撤廃は、為銀短資取入れ増加の消極的条件（取入れを可能とした条件）を満たしたにすぎない。積極的条件、つまり為銀にすすんで海外短資を取り入れさせた要因は何か⁽⁹⁾。

まず第一に、為銀以外の金融機関（とくに生保を筆頭とする機関投資家）や一般事業法人等（以下では、両者を合わせて、「機関投資家等」と略記する）が、海外の証券（殆どがアメリカ。株式は少なく、債券、とくに米財務省証券が多い）を購入するのに必要なドル資金を為銀に求めたという事情が考えられる。

第5表に示すように、80年代前半、アメリカはレーガノミクスの結果、金利が非常に高く、かつ85年9月のプラザ合意までは、ドルもほぼ（ただし85年2月以降は漸落傾向にある点、注意を要する）安定的に高かった。このため、日本の機関投資家等にとっては、かねてからの投資戦略上の直利志向と

(8) 為銀短期資産・負債残高の具体的数値は以下の通り（単位、億ドル）：1981年資産611負債1,006, 1982年資産611負債1,001, 1983年資産721負債1,073, 1984年資産776負債1,301, 1985年資産997負債1,610。（日銀『経済統計年報』昭和61年、261頁）

(9) 宮崎義一『複合不況』（中公新書、1992年）は、長期資本輸出の激増を強調しているが、円転規制撤廃との関係については、後者によって前者が増大した、と簡単に言及するにとどめている。（同書、112-115頁）

第5表 日米金利水準の比較：1981-90年（年中平均ベース，％）

年	日 本		アメリカ	
	コ ー ル ・ レ ー ト*	10 年 物 国債利回り	コ ー ル ・ レ ー ト*	10 年 物 国債利回り
1981	7.4	8.2	16.4	13.9
82	6.9	7.7	12.3	13.0
83	6.4	7.4	9.1	11.1
84	6.1	6.5	10.2	12.4
85	6.5	5.9	8.1	10.6
86	4.8	5.3	6.8	7.7
87	3.5	4.9	6.7	8.4
88	3.6	4.8	7.6	8.9
89	4.9	5.7	9.2	8.5
1990	7.2	7.0	8.1	8.6

*東京・有担保翌日物中心レート

(出典)『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1995年版460, 512頁
日銀『日本経済を中心とする国際比較統計』1992年, 72頁

もあいまって⁽¹⁰⁾、ドル債券には魅力があった。とくに84-85年には、長期物の日米金利差は、5～6％も開いており、機関投資家の米証券購入意欲は強かったと見てよい。

結果としてみると、機関投資家等の海外長期投資に必要なドルは「概ね」經常黒字で賄われたと見てよい。それは以下に述べることから、逆算できる。第6表のB欄は為銀自身の対外証券投資の純増額を示している。これによると、84、85年の2年間で為銀自身が合計193億ドルの投資を行っていることが分かる。この間の為銀の短資取入れ額は295億ドルであった。そのほぼ3分の2が自らの対外証券投資の原資になっている。為銀の短資取入れは、むしろ為銀自身の投資資金になっているのである。上で機関投資家等の対外投資資金が「概ね」經常黒字で賄われたと述べたゆえんである。

(10) 以上の条件のもとでは、機関投資家等の対外証券投資はアンカヴァードでもよいことになる。実際にもそうであった。深尾、前掲書、166頁。山本栄治『国際通貨システム』（岩波書店、1997年）208頁

第6表 部門別の対外証券投資

年	日本の対外証券投資純増額 (A)		為銀の証券投資純増額 (B)		為銀部門以外の対外証券投資純増額 (A-B)	
	100億円	億ドル	100億円	億ドル	100億円	億ドル
1981	79	174	37	17	137	62
82	58	144	69	28	75	30
83	145	345	60	25	285	120
84	268	638	169	71	469	197
85	535	1,273	291	122	982	413
86	924	1,552	219	130	1,333	793
87	729	1,057	110	76	947	653
88	858	1,098	46	36	1,052	822
89	941	1,299	41	30	1,258	912
1990	290	421	32	22	389	268

日銀『経済統計年報』昭和59年256頁，平成5年65，335頁
『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1995年版264-265頁

さて問題は残る102億ドルがどのように用いられたかである。為銀自身の他の形態での対外投資に向けられたかもしれないし、非銀行部門に対して円を対価に売られたかもしれない。あるいはインパクト・ローンの原資となったかもしれない。為銀は上記で入手した円を対内投資や対内貸出に用いたかもしれない。

この点、確証は困難だが、かなりの確度で推測は出来る。この期の全国銀行の全体としての（対外，対内を含めての）投資行動について、非常に興味深い事実がある。第7表は全国銀行（本邦為銀に等しい）の貸出・有価証券投資残高の伸び率を示している。80年代には両者ともに拡大が著しいが⁽¹¹⁾、趨勢としては証券投資残高の増加のほうが目立つ。84年以降、わけて

(11) 証券投資のみならず貸出も増加していることは、証券投資増が貸出の減少を原資として行われたのではなく、銀行の全体としての資金量の増加に基づくものであったことを意味する。海外からの巨額資金の取入れは、まさにその条件を提供する。

第7表 全国銀行貸出残高および証券投資残高の伸び率

年	貸出残高の対前年 伸び率(%)*	有価証券保有残高の対 前年伸び率(%)**
1981	10.8	5.9
82	10.9	6.7
83	11.1	9.7
84	12.0	11.4
85	12.7	16.3
86	11.8	27.3
87	12.5	21.5
88	10.2	17.2
89	10.7	26.3
1990	7.5	4.3

*全国銀行「銀行勘定」

**全国銀行「銀行勘定」および「信託勘定(証券投資信託分を除く)」合計
(出典)日銀『経済統計年報』平成5年, 9, 65, 100-101頁

も85年以降の伸びが顕著である。84年の6月に円転規制が撤廃され、85年はその翌年であり、両年には為銀の短資取入れ額が著増していたことを想起しよう(上掲, 第4表。84-85の2年で合計295億ドル, すなわち約7兆円の取入れ)。

為銀は海外短資を取り入れて、その過半は対外証券投資の原資としたが、残りを対内貸出や有価証券投資、とくに83年から価格上昇が顕著であった株式に集中的に投資し、このために84年以降、株価の上昇が加速されたと思われるのである。

幾つかの補足を加えて、この推測を補強しよう。まず第8表を見ると、全国銀行の国内証券投資残高の中では、株式の増加が顕著であることが確認できる。第8表の項目で増加が最大なのは「外国証券」であるが、これについては先に述べた。為銀は84-85年に295億ドル(約7兆円)の海外短資を取り入れ、これによってまず外国証券を193億ドル(約4.5兆円)購入した。その残り(約2.5兆円)が国内証券投資、とくに株式に向かったと思われる。さて、証券のなかでも債券価格の上昇は比較的マイルドなものであるが、株価

第8表 全国銀行（銀行勘定+信託勘定*）の有価証券保有額増減（兆円）

年	有価証券保有高の増減						
	国債	地方債	社債**	株式	外国証券	貸付有価証券	
1983	4.7	1.1	-0.1	1.3	1.3	1.0	0.2
84	6.2	-0.4	-0.2	2.1	2.3	2.2	0.0
85	9.8	-0.2	-0.0	1.7	3.0	4.9	0.4
計	20.7	0.5	-0.3	5.1	6.6	8.1	0.6

*信託勘定の証券投資信託分は除く

**金融債、公社・公団債を含む

(出典) 第8表と同じ

はしばしば暴騰する。バブル初期段階における銀行が保有する証券残高増加の大きな部分を株式が占めているので、この限りでは第8表の証券保有額の伸び率が、たんに株価の上昇による自動的なものである可能性が残る（特金、ファントラ以外には薄価分離は認められないので、新たに株式を購入すると、薄価は上昇する）。そこで、この銀行の株式保有額増がたんに既保有証券価格の上昇を反映するにすぎないのか否かを確かめてみよう。

第9表は80年代の株式分布状況の推移を示している。これによると、1983-85年の総株数増加（2,678-2,394=284〈億株〉）のうち、金融機関の保有増が56%（1,090-931=159〈億株〉）を占めている。ところが、売買ベースでみると、1983-85年の差引買越し株数については、金融機関全体の買越し株数55億株のうち、全国銀行が44億株、つまりちょうど80%を占めている（資料、第9表と同じ、204-205頁）。この間の金融機関の保有株数の大増加は、金融機関の中の全国銀行の積極買いによるものと判断してよい。

全国銀行（都銀、地銀、信託銀、長信銀）の84年からの株式買いの激しさは第10表の年次別の買越し額の動向からも明かである。

第11表では念のために金額ベースで同じことを確かめている。バブル膨張の初期段階以降、全国銀行による積極的な株式購入行動が読み取れる。第

第9表 株式数で見た株式分布状況 (単位: 85年までは億株, 以降は売買単位数)

年	会社数	政府・地方公共団体	金融機関	証券会社	その他事業法人	外国人(個人+法人)	個人・その他	合計
1981	1749	5	892	40	607	107	656	2,307
82	1771	5	931	43	622	122	671	2,394
83	1790	5	971	48	645	156	667	2,492
84	1806	5	1,023	49	670	156	679	2,582
85※	1834	5	1,090	56	686	161	680	2,678
85	1833	2	134	6	77	18	80	318
86	1881	3	144	8	81	16	79	331
87	1924	3	155	9	87	13	82	348
88	1975	3	167	9	91	15	82	367
89	2030	3	177	8	95	15	87	384
1990	2078	3	179	7	99	16	91	394

・1985年に統計変更
(出典) 東京証券取引所『証券統計年報』1996年, 260-261頁

第10表 全国銀行株式買越し数の推移: 1975-92年 (単位: 100万株)

年	全国銀行買越額	年	全国銀行買越額	年	全国銀行買越額
1975	65	1981	458	1987	1,474
76	313	82	405	88	1,650
77	348	83	343	89	1,566
78	586	84	1,012	1990	-1,996
79	821	85	1,459	91	1,003
80	181	86	1,942	92	1,042

・東証第1部の数値。
(出典) 第9表と同じ, 212-213頁

7, 第8表における銀行の国内証券保有額の増加は, 決して市場価格の上昇による自動的結果のみを意味するのではなく, その最大項目である株式に焦点を合わせてみると, 銀行の積極的な買入れ活動の結果に他ならないことが分かる。銀行こそが猛烈に株式を買って株価を上げていたと言ってよい。

第11表にはあらわれていないが, 1983-85年について, 法人部門の内訳を

第11表 投資部門別株式売買代金（差引代金ベース）の推移 (100億円)

年	総合証券売買代金							
	自 己	委 託	「委託」の内訳					
			法 人	証 券 会 社	個 人	外 国 人		
							内全国銀行	
1981	21	-3	24	61	24	-5	-42	11
82	33	-4	37	52	25	0	-33	18
83	54	-4	58	73	46	-1	-86	73
84	1	-12	13	212	115	-2	-6	-192
85	53	-16	69	258	153	-8	-94	-87
86	53	-18	71	638	426	-10	-178	-379
87	-23	-101	78	927	559	2	-131	-719
88	150	-195	345	691	417	-15	-335	5
89	111	-382	493	935	541	-11	-266	-165
1990	38	-44	82	192	-120	7	137	-255

(出典) 東京証券取引所『証券統計年報』1996年, 206-209頁

形成するその他の投資主体の売買行動を簡単に見ておく。3年間を一括すると、事業法人とその他法人を合わせて約6,290億円、投資信託約7,230億円、生・損保約5,970億円、その他の金融機関約3,340億円の、それぞれ「買い越し」となっている。以上を合計しても2兆2830億円にとどまる。全国銀行の3兆1400億円(4,600+11,500+15,300=31,400〈億円〉)という買越額がいかに巨大であるかが分かる。

さらに、第11表と先の第4表とをつき合わせて観察すると、全国銀行の株式買越し額の動き(第11表)と為銀の短資取り入れ額(第4表)の動きが相当に平行的であることに気づく。ともに84年から飛躍的に増加し、86年から89年まで高原状態を呈し(89年の短資取り入れ額は相対的にはやや停滞したが)、90年には激減(為銀の短資取り入れはマイナス、つまりネット・ベースで返済に転じた)している。

為銀(全国銀行)が、バブル初期段階で活発に株式を購入した積極的理由

は、冒頭に述べたファンダメンタルズの良化であろう。とくに1983年の株価上昇には、まだ為銀の行動はさほど作用していないと思われる。この年に利率低下の進展や緩やかながら企業売上高の増加などを好感して株価がかなり上昇した（但し、この上昇にも、量的にはまださほどではないが、銀行自身の買い増しも貢献している）ので、銀行としては、1983年から大企業のエクイティ・ファイナンス依存傾向が出始めていたこともあり、84年からは上記の短資取り入れを原資として、猛烈な株式買い込みに出たのである。このためにバブルが発生し始めた。

表には示されていないが、全国銀行のなかでは信託銀行の株式買い入れが目立つ。これには特金、ファントラに対する簿価分離措置も大きく作用しているであろう。しかし、この会計上の措置は、すでに1980年末にとられていたことは注意を要する。全国銀行の積極的な株式購入行動は1984年から始まっているのであり、簿価分離措置は一つの条件を与えたにすぎないことを物語っている。積極買いを現実化するには、銀行の資金面での大変化が必要であり、円転規制撤廃による海外短資の大量取入れがその条件を満たしたのである。信託銀行に焦点を当てて事態を具体的に見ると、まず為銀一般が海外短資を取り入れて、これをインパクト・ローンの形で企業に貸す。企業はこれを円に換え、信託銀行に特金・ファントラの形で信託する。信託銀行はこの資金で株式を買い込む。為銀一般と信託銀行の区分を捨象すると、為銀は海外短資を企業に貸して円に転換させ、その円を自らに信託させるという迂路を経て、それで株式を買った、ということである。

簡単に言えばファンダメンタルズの良化があったところに銀行が折からの円転規制撤廃を利して海外短資を取り入れ、これを原資として株式の積極買いを始めた、という指摘に到着する。

最後に2点、補足しておきたい。

第一：銀行が対外・対内証券投資を積極化するには、経常黒字によるドルの累積があれば十分であり、その条件は84年からは満たされていた（第4

表), したがって為銀の海外短資取入れをことさらに重視する必要はない, という疑念が生じるかもしれない。しかし, 経常黒字による為銀へのドルの累積は, 為銀がそれと引換えに円を放出した結果に他ならない。為銀の資力は, 手数料収入などを別とすれば, 別段増えているわけではない。為銀自身による積極的な対外・対内投資への動因は生じない。しかし, 海外短資の導入は, 為銀にとっていわばネットの資力増加になり, 為銀自身の積極投資の動因になりやすいのである。

第二：為銀による外・外投資（実際には短期借り, 長期貸しとなる）の場合は別として, 為銀が海外短資を取り入れて企業がそれを借り, 円に転換し, その資金で特金・ファントラ運用すれば, 為銀の国内株式保有等は増えるだろうが, その分だけ, 対外投資は減って, 国際収支のバランスがとれなくなるのではないか, という疑問もありうるかもしれない。しかし, この問題は簡単である。機関投資家等が上記企業から入手したドルで対外証券投資等を行うので, 為銀自身の対外証券投資と合して, 経常黒字以上の対外証券投資が生じるのである。

なお, このバブル膨張の初期段階では, まだ為銀短資取入れは控え目な役割しか演じていないが, バブル本格段階になると, 経常黒字と並ぶほど巨額になり, バブル経済の主役の座に進出することになる。これについては次号以下で述べる。

(3) 要約

以上を要約すると, 次の通りである。

- a) バブル初期段階(1983-85年)には, 巨額の経常黒字と為銀の海外短資取入れ急増(84-85年)があった。
- b) 量的に見ると, 経常黒字分はそのまま対外長期資本投資に向かったと見てよい。

- c) 為銀の短資取入れは円転規制撤廃が前提条件となり、為銀自身の対外証券投資のための資金需要が積極的推進条件となった。
- d) こうして、為銀自身による対外証券投資も増え、経常黒字以上の長期資本輸出が生じた。
- e) しかし他方で、為銀は取り入れた短資の相当部分（1983-85年で約2.5兆円）を一上記の迂路を経て一国内の証券投資に向けた。
- f) 銀行の証券投資の中では、株式投資が最も活発であった。
- g) このため、1983年に企業売上高の改善や利率低下の進展に伴って上昇傾向を強めていた株価が、84年以降加速的に高騰した。

一般的には、バブル期には大企業がエクイティ・ファイナンスを活発化させ、そのために銀行が融資先を失い、かつ金融自由化で利ザヤが縮小したので、不動産融資に追い込まれたと理解されている。誤った理解とは言えないが、それだけではエクイティ・ファイナンスの相手方、つまり大企業の株式を買った者が見えてこない。

ところが、以上の考察から明らかなように、エクイティ・ファイナンスにおけるエクイティの究極の購入者は他ならぬ銀行であった。第9、第10、第11表の銀行の買越しは流通市場での事態であるから、銀行がエクイティ・ファイナンスの担い手（買い手）とは言えない、という反論も予想できる。しかし、これは説得性に欠ける。今日の発行市場の最終投資家（最終消化者）は、明日には流通市場で売り手として登場しうるのである。銀行は流通市場で益々強力な買い手として機能し続けることでエクイティ・ファイナンスを支えていたのである。

銀行は大企業金融からはじき出されたわけではない。自らがエクイティ・ファイナンスの担い手になることで、姿を変えて大企業に資金供給を続けたのである。この銀行の活発な株式購入によって、株価はファンダメンタルズの動向通りに上昇した。しかし、ファンダメンタルズの動向そのものがバブ

ル含みの異常なものになっていたのだ。

上に述べたバブル初期段階のメカニズムが、バブル本格化段階でははるかに大規模に拡大再生産される。経常黒字は更に大きくなり、為銀の短資取入れ額はその経常黒字と並ぶまでに巨大化する。そして、それを原資として銀行は一方ではますます対外証券投資を活発化させ、他方では取入れ外貨を原資として国内証券投資を盛大に行う。

非銀行部門は一方ではこのルートで外貨を入手し、他方では経常黒字のためにたえず為銀に累積してゆく外貨を円と交換に入手することによって、長期資本輸出を大々的に行う。かくして、巨額の経常黒字を相殺して余りある巨大な資本輸出が行われ、その限りでは国内で金余りが生じにくい状況であるはずなのに、株式価格や地価が高騰する。これらについては、次号以下で述べる。

The Rise of Share Prices in the Early Stage of Bubble Formation : 1983–85

Atsushi Ichinose

Though a common view holds that bubbles began their formation from 1986, we cannot easily agree. Share prices, at least, began to contain bubbles from 1984. Though share prices during 1983–85 stayed within changes of so-called fundamentals, current profit of companies, which is one of the two fundamentals, contained profit from that very rise of share prices. Explaining bubbles through the concept of “fundamentals” will inevitably go around in circles. We should rather pay attention to the fact that at the end of 1984, the ratio of the total sum of shares to GNP, listed on all the stock exchanges, valued at current market prices, amounted to 56.1% which is an unprecedented high figure.

The bubbles in share prices owed greatly to the positive absorption of overseas short-term fund by foreign exchange banks from 1984. They took advantage of the abolition, in 1984, of so-called *yen-ten* regulation, which had long restricted, to a degree, the banks' conversion of dollars, taken in from overseas financial centers, into yen. After the abolition some parts of the converted money were vigorously invested into domestic stock market. Greater part of the money taken in was appropriated to their own external investment, and the rest to security investment, particularly in shares. Consequently, share prices were raised. It is not that big banks were excluded from financing to big firms but that they remained doing so, transforming themselves into by far the biggest undertaker of so-called equity finance. The above mechanism evolves extensively throughout the stages of full-scale bubbles.