

# バブル期の動き

02E 1 5 5

近藤 健一郎

ばぶるとは？

バブル発生の出発点

バブルの発生

バブル発生の背景

バブルの形成

バブル崩壊

不況後の日本経済

金融不安

金融再生への道

現在の金融再生法

預金保険法 102 条のやり方

金融機能強化法

## バブルとは？

バブルとは、一般的には経済が実態以上に泡（バブル）のように膨らんだ状態のことです。難しくいえば、地価や株価のような資産の価格が、それらの合理的評価の基礎になる利子・収益性・生産性といった基礎的条件を大幅に上回っている状態を指しています。要するに土地や株の価格が実際の価値よりも高すぎる状態のことです。

## バブル発生出発点

日銀が金融緩和として公定歩合（金利）を引き下げすぎたという点にあります。1985年9月のプラザ合意の後、円高不況の発生を恐れた日銀は、不況対策として金融緩和政策を行いました。金利を下げて貸し出しを増やし、流通通貨の量を増やそうとしました。しかし、金利を下げすぎました。資金を借りやすくなったので安いコストで借りたお金で土地や株を買い始めたんです。当時は土地神話という。土地は必ず上がると信じられていた。

一方、円高で輸入品や輸入原材料が安く輸入できるようになったため、輸入関連産業では金余り現象も起きました。余ったお金が土地や株に向かったんです。

こうして、土地や株などの資産の価格が上昇しました。土地や株が値上がりして儲かった人は、多額の資本利得を手に入れました。そして、気が大きくなり、高級品を買います。こうして、消費が拡大していくことを資産効果といいます。

## バブルの発生

80年代後半、地価や株価の上昇が大幅かつ継続的なものとなるにつれ、国民全体に、さらなる値上がり期待が高まっていった。この価格上昇期待が、株式投機による財テクブームや地上げなどによる過度な土地投機につながり、自己増殖的に資産価格を上昇させた。資産残高の著しい増加は、消費面では資産効果<sup>\*</sup>により耐久消費財を中心に消費額を増加させ、企業にとっては資産の担保能力の増大により新たな事業展開や設備投資のための資金調達を容易にした。

## バブル発生の背景

(1) 85年のプラザ合意<sup>\*</sup>以降、経常収支の黒字是正を目的とした内需拡大策により、5回にわたって公定歩合が引き下げられるなど、積極的な金融緩和措置がとられた。これによりマネーサプライが長期にわたって増大し、余剰資金（過剰流動性）が土地、株式等へと向かった。

(2) 長期にわたる金融緩和により、金融機関の融資姿勢が積極化したものの、70年代半ば以降製造業の銀行離れが進んでいたため、中小企業や個人向け、さらには不動産業や

ノンバンク★（リース、信販、住宅金融会社等）向け貸出が急増し、結果的に、土地・株式に対する投機行動を資金面から支えることになった

第二次大戦の敗戦は日本の経済にも大きな打撃を与えた。終戦後の1945年には、日本の工業生産設備の30%から60%が被害を受けていたと言われ、日本の総発電量も、1940年の346億kWhから1945年には219億kWhまで落ち込んでいる。戦争による死傷者など人的被害も大きく、労働者の全体的な技術力・熟練度はかなり低下しており、また植民地を失ったいま、戦前の孤立外交の結果として原材料・エネルギーの輸入も遮絶されていた。こうしたなかで敗戦直後の日本経済は激しいインフレに悩まされ、これを解消するために採用された1949年のドッジ・ラインは、逆にドッジ・デフレと呼ばれる生産の縮小・失業の増加をもたらした。こうして、日本経済は戦後五年ほどのあいだきわめて不安定な地位におかれ、日本の経済復興はなお前途多難と思われたしかし、この状況を好転させたのが、アメリカの援助と朝鮮戦争の特需である。アメリカは、日本の政治的・経済的独立と民主主義化という方針にもとづいて的確な経済援助を行い、日本の復興に寄与した。また、1950年に始まった朝鮮戦争は、アメリカの前線基地となった日本に、莫大な額の軍事特需をもたらし、日本産業を強く刺激した。このような幸運にも助けられて1950年以降の日本は高い経済成長率を示し、1955年には経済白書が「もはや戦後ではない」と宣言するまでの急速な復興をみせた。。このような急速な発展は当初、谷深ければ山高し、つまりゼロからの出発が高い成長をもたらした結果だと考えられていた。しかし、低成長に移行するとみられていた1960年代以降も、日本は予想に反して10%を上回る高成長率で経済発展を続けてゆく。いわゆる高度成長期の始まりである。池田内閣の低金利政策や所得倍增計画に助けられて設備投資が大幅に増加し、相次ぐ技術革新による国際競争力の強化が加わって、この時期、GNPにも増して輸出が増大していった。このようにして、日本は技術立国・産業立国として経済的独立をとげ、国際社会の重要な一員へ復帰していったのだった。こうした日本(やヨーロッパ)の経済の相対的地位の上昇と、対するアメリカ経済の相対的比重低下の中で、1973年より変動為替相場制が導入された。いっぽう折しも、中東産油国の発言力向上を背景として、同年OPECによって行われた石油価格の切り上げは、工業エネルギーを石油に頼っている先進諸国の経済を混乱に陥れた。第一次石油危機である。石油依存度の高い日本経済はこれによってインフレ・経常収支悪化など、少なくない打撃を受けた。この石油危機は小康ののち1980年に第二次のそれを迎えるが、結果的に1970年代を通して日本経済を振り返ると、二次にわたる石油ショックにもかかわらず日本経済はすばやく立ち直り、なお成長を続けていたとみることができよう。このことの理由としては、労使協調によるコストプッシュ・インフレの回避、省資源・省エネ政策による原材料輸入の節約、技術革新による輸出品の高付加価値化などが考えられる。こうして、70年代の石油危機を乗り切った日本は巨大な貿易黒字を抱える世界有数の経済大国となったのである。

このような経緯を受けて迎えた日本の 1980 年代は、産業の成熟・生活水準の向上といった事情を反映して、大量生産・大量消費の社会と文化をもたらした。この過程で経済の国際化が進み、膨大な貿易黒字を抱える日本は世界最大の経済大国として繁栄の限りを尽くすかにも見えた。しかし、経済発展の陰で蓄積されてきた日本経済の矛盾は次第に覆いがたくなり、やがて、急激に下降と後退へ向かうことになる。これが、1980 年代を通じて起こったバブルの形成とその崩壊のプロセスであった。

## バブルの形成

1983 年 11 月に来日した米・レーガン大統領は、レーガノミックスと称される経済方針に基づいて、日本の金融市場・資本市場の開放を強く求めた。これを受けて、1984 年から、日本の金融市場・証券市場において大幅な自由化措置がとられることになる。金融自由化の大きな眼目のひとつは、1984 年 4 月 1 日から実施された実需原則の廃止である。それまでの日本には、実体取引に対応しない(投機的な)先物為替取引を禁止する実需原則と呼ばれるものがあり、これが金融市場の安定に寄与していた。しかし同時に、この原則が日本の金融市場の硬直性・閉鎖性をもたらし、外国資本の参入を拒んでいるという批判が、アメリカを中心になされてもいた。これが 1984 年に廃止されることによって、日本においても自由な先物為替取引を行うことが可能となり、投機的な株式投資への道を開いた。

金融自由化のもうひとつの眼目は、6 月 1 日から実施された、円転換規制の撤廃と呼ばれるものである。それまで、海外からの投機資金の国内流入の抑制、日本の金融・資本市場の安定といった目的のために、日本の金融機関は、外貨から円への転換(円転)や、円から外貨への転換(円投)を、量的な制限のもとでしか行うことはできないことになっていた。しかし 1984 年 6 月の自由化は、この円転換規制を撤廃し、円と外貨の転換を量的な制限なく自由に行えるようにしたのである。これによって、一方では外国資本が日本の金融・資本市場に流入し、円転残高が 84 年 5 月末の 2700 億円から 86 年の 5 兆 2000 億円へと増大するとともに、他方で対外証券投資も飛躍的に伸び、1977 年の 17 億 8000 万ドルから 1986 年の 1020 億ドルへと膨らんでいくことになる。次に、この翌年、G 5 において「プラザ合意」と呼ばれるものが成立し、先進諸国間で、ドル高是正のための積極的な介入政策の必要性が確認されることになった。日本政府はこの考えに基づいて、進行する円高に対処するために公定歩合の継続的な引き下げを実施していった。この引下げは、1987 年 2 月には、公定歩合 2.5%の線まで至ることになる。そしてこのような政府の動きが、日本の市場にマネー・サプライの激しい上昇を引き起こしていった。

### (a) バブルと個人

個人資金の領域では、低金利の公定歩合と膨大なカネ余りに加えて、民営化された NTT の株が 1987 年 2 月に上場され、個人投資家の株式投資への関心を高め、証券ブーム

を引き起こした。また、高額所得者の脱税の温床として批判にさらされていたマル優(少額貯蓄非課税制度)が 1988 年 4 月に廃止され、個人の資金運用形態にも変化が生じたという事情が、この背景に存在する。

#### (b) バブルと企業

企業の領域では、大企業の銀行離れと財テク取引の増加が注目される。それをもたらしたのは、企業の資金調達・資金運用の両面にわたる構造の変化であった。1980 年代以前の日本企業の資金調達の形態は、もっぱら銀行などの金融機関からの借入金に頼るところの大きい間接金融方式であった。しかし、金融自由化と、企業の自己資金調達能力の高まりを背景として、企業の資金調達の方法に大きな変化が現れることになる。その典型が、エクイティ・ファイナンスによる資金調達である。エクイティ・ファイナンスとは、株式の時価発行増資のほか、転換社債(一定の条件のもとで株式に転換できる事業債)、1981 年の商法改正によって認められた新株引受権付社債(いわゆるワラント債)など、企業が投資家から直接融資を受けることのできる資金調達方法の総称である。このような方法によると資金の調達コストを低く押さえることができるため、企業にとってはより効率的な資金運用が可能となる。金融自由化による外資の流入と、すでにみた個人の投資熱の高まりを背景として、こうした調達資金が 1980 年代に急増し、もともと上昇しつつあった企業の自己資金調達能力の増大に拍車をかけた。このことが日本企業を従来の銀行融資依存体質から脱却せしめ、とりわけ大企業の銀行離れをもたらすことになる。間接金融方式から直接金融方式への移行である。一方、このようにして自己資金調達能力を高めた企業にあっては、調達した資金の運用のあり方も大きく変わっていった。エクイティ・ファイナンスによる巨額の調達資金は、企業の正常な事業活動に比してあまりに過大であったため、この過剰資金は、株式投資等の財テク目的に利用されることになる。折しも、1984 年の日米金利差が約 3 % と大きかったことから、日本企業の財テク取引・対外証券投資の増大が促進され、国内でも、特定金融信託・ファンドトラストなど、すでに所有している有価証券の簿価と切り離して会計処理のできる新しいタイプの投資形態が登場したため、キャピタル・ゲイン獲得を狙った、企業による株式への有利な資金運用が活発化していったのである。そして大企業においては自己資本比率の上昇、中小企業においては借入金依存度の上昇がみられながら、これらの資金がさらなる投資にまわされたため、資金の手元流動比率は拡大していった。

#### (c) バブルと銀行

大企業の銀行離れがすすむことによってそれまでの融資先を失うことになる銀行等の金融機関は、代わって中小企業を対象とした融資に力を入れることになった。特に、バブルの増殖によって地価・株価が暴騰してきていたため、これらの資産の担保的価値も高まり、土地担保融資・株式担保融資が促進されることになる。しかも、貸付ける銀行と借受ける企業の双方にとって利点のあるこのような方法は、すでに正常な事業活動のための資金は調達できているはずの大企業によっても、さらなる株式投資・土地投資に

円高不況対策  
超低金利

借金して投資

資産インフレ  
土地・株  
値上がり

資産効果  
消費拡大

経済のストック化

まわすために利用されていく。このようにして銀行から融資を受けた企業が、その資金を先行きの地価・株価上昇を見込んだ土地・株式購入にあてて、これがますます地価・株価の現実の上昇を引き起こすという、「相乗効果」が生じてきたのである。これが「金融資産と金融負債の両建て化」と呼ばれる現象であり、際限のない信用創造・バブルの形成をもたらした直接の原因であった。

## バブル崩壊

投資は、売買で儲けるのを前提として行います。住もうと思って土地を買った人は土地の値段が上がろうが下がろうが関係はありません。しかし、投資として買った土地や株は安いうちに買って値が上がったら売る。

大企業や一般の投資家や一般人も、みんな借金をしたりして土地や株をどんどん買うので、値は上がっていきました。そして、すごく上がったと思った瞬間に、大企業がバツと売ったんです。そうすると、値がガクッと落ち始めていきました。それを見て一般の人たちもあわてて売り始めました。

売れば売るほど値は下がりますから、暴落していきました。これが、バブル崩壊のメカニズムです。

そうすると、不動産屋を始め、土地や株の投資に失敗して損をした人がたくさんできます。そういう人たちが消費を抑えてしまうのです。不況の原因はこの消費の低迷にもあります。これを逆資産効果といいます。

つまり、不況の原因の一つは、バブルの後遺症です。

具体的には、土地や株の過剰投資と、バブル崩壊後の逆資産効果ということです。

他の原因としてこの状況に追い討ちをかけたのは円高です。輸出が駄目になって不況になりました。

### (a) バブル崩壊と個人

個人にとってバブル崩壊の影響は、まず資産の減少という形で現れた。1989年まで、バブル期の投資ブームによって株価・地価は高騰を続け、それに応じて国民の資産額も年々高い伸び率で増加しつづけた。1988年の国民総資産残高は5990兆円、1989年には6871兆円で、対前年度比ではそれぞれ12.2%、14.7%と二桁の伸び率を示している。1987年から1989年までの総資産について、土地の占める割合(寄与率)と株式の占める割合(寄与率)を見ると、それぞれ31.4%、27.3%となっており、これを例えば純固定資産の8.8%と比べてみれば、国民資産のうちのいかに大きな部分が土地と株式に依存していたかがわかるであろう。しかし、株価の暴落した1990年には、国民総資産残高は7106兆円と横ばいに推移し、対前年度比は3.4%まで下がった。これを株式に限って見ると、1989年の890兆円から1990年の594兆円へとマイナスを示し、対前年度比では実に-33%という驚異的な低落

を見せているのである。こうした動きが、後に見る逆資産効果や耐久消費財の売上低下、不動産需要の衰退などにつながっていったことは疑いがないであろう。

#### (b) バブル崩壊と企業

バブル期の企業は従来の銀行からの借入れにかえて、転換社債・ワラント債の発行による自己資金調達への依存度を高めてきた。株価の現実の上昇と、この株価上昇がずっと続いていくはずだという株価信仰とが、このような転換を可能にしていたと言える。しかし、株価暴落による信用連鎖の切断によって、この循環構造のもろさが一気に露呈し、これらエクイティ・ファイナンスの発行は著しく困難になっていった。1988年から1990年にかけての、日本企業による転換社債・ワラント債の発行額を示したものである。国内市場向けの転換社債と、海外市場向けのワラント債とが、1990年になって急激に落ち込んでいることがここからうかがえる。このような事情が、金融部門における貸出しの抑制と並んで、バブル崩壊後の企業の資金調達を困難にしていたことは想像に難くない。さらに、日本企業には、すでに発行されている膨大なエクイティ・ファイナンスへの償還を準備する必要も生じた。そもそも、転換社債やワラント債はいずれも、株式への転換手続や新株引受権の行使により株式に転換することが認められた社債であり、株価が上昇を続けていた時期には、この点を売り物として大量の社債を発行することができた。しかし、株価の暴落によってこれらの債権者には転換や新株引受のメリットがなくなったので、株式への転換がなされないまま償還日を迎える可能性が生じてきたのである。ところが、企業もまた、調達した資金の大部分を、キャピタル・ゲイン狙いの株式投資・土地投資に投じていたため、バブル崩壊によって業務純益を大幅に低下させており、これらの償還にあてる資金が準備されていなかった。

#### (c) バブル崩壊と銀行

銀行その他の金融機関もまた、バブルの崩壊によって大幅な収益低下に見舞われた。大企業の銀行離れを受けて、もっぱら中小企業対象の不動産担保融資・有価証券担保融資に力を入れてきた金融機関は、地価・株価の上昇のなかで無節操に貸出しを増大させてきた。しかし、バブル崩壊をきっかけにして不動産業向け融資、建設業向けの融資を中心に多くの貸倒れが発生し、金融機関に、いわゆる不良債権を大量に抱え込ませることになる。これが銀行の資産を大幅に目減りさせ、損益勘定を悪化させてゆく。金融機関がこうした不良債権の増大に対処するためには、自己所有の有価証券の含み益を表面化させて貸倒れ準備金に充当する必要があるが、このような対応は金融機関の自己資本比率を減少させることになる。ところが皮肉にも、1988年に導入された国際決済銀行規制(B I S規制)が、そうした対応にブレーキをかけることになった。B I S規制とは、国際業務を行う銀行の自己資本比率を一定以上に保つことを定めた国際統一基準である。日本の銀行が預金等による資金調達に大きく依存して自己資本比率の低いまま海外に取引を拡大していたことへの国際的批判などを背景として、1988年7月に日本を含む12か国間で決定された。ここでいう自己資本比率とは、自己資本を総資産で除したものであるが、その算定方法には特殊

バブル崩壊

過剰投資

値上がり  
土地・株

利食い  
土地・株の売り

値下がり

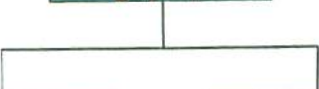
逆資産効果

消費抑制

円高

輸出  
不況

不況



## 不況後の日本経済

政府は平成の不況は1993年10月で終わり、1994年以降の実質経済成長率は上向き、回復の兆しは見えていると言っていました。しかし、民間では不況はまだ続いていると感じていたようです。1998年の実質経済成長率から明らかに不況に陥っているのが90年代後半であったらしいので1990年代を俗に、失われた10年といっています。

景気の回復が遅れた原因は経済政策の失敗とバブル期の不良資産の調整の失敗にあるようです。

橋本内閣は、1997年に消費税の2%引き上げ、特別減税の廃止、健康保険の自己負担率を1割から2割に引き上げる政策を行いました。

消費税の引き上げとは、増税です。景気が悪く流通通貨量が少ないときに、国民のお金を取り上げたので、ますます消費は低迷しました。景気が上向いていたときにやれば成功していたかもです。

1997年から健康保険の自己負担率が上がりました。サラリーマンが病院に行ったときの医療費自己負担が1割から2割になり消費者の負担が大きくなりました。さらに、小泉内閣は2003年より3割負担にしました。

このように、一般消費者の負担が大きくなると可処分所得が減り消費不況となります。

# 金融破綻

1997年 北海道拓殖銀行

1998年 日本長期信用銀行

日本債券信用銀行

2003年 ソニー銀行

足利銀行

## 金融不安

もう一つの原因として金融機関が抱える不良債権問題があります。1990年代後半金融機関がいくつかつぶれました。なぜかという、バブル期の過剰融資、つまり、貸し倒れです。銀行が不動産にお金を貸したけれど、貸した先の不動産屋がつぶれてしまいました。だから、貸付金の回収ができずに、貸した銀行も危ないということです。また、株が値下がりして証券会社も危ないという感じです。

金融機関が抱える不良債権問題については住専が問題になりました。

さらに「日本の金融機関や企業があぶない」というレッテルが貼られました。このため、世界の金融市場で日本の企業や金融機関が調達しようとする。高い利子をつけられるようになりました。

また、金融不安の中で銀行は自分を守るために中小企業への貸し渋りをしました。銀行がお金を貸してくれないために、借金ができず資金繰りに困りました。支払期限が来ても資金を借りることができず、不渡りを出してつぶれていきました。

最近では貸しはがしといい、銀行が返済期限前に債権を取り立てにやってくるこうもあります。

日本の金融不安を防ぐことが日本の世界への信頼を回復し、日本向けの投資を回復する。

## <1990年代後半の不況>

消費不況

金融不況

1、経済政策の失敗

+

1、ジヤパン・バブル

2、不良資産の調整の失敗

2、貸し渋り

3、貸しはかじ

## 現在の金融再生法

小泉内閣は金融再生関連法を恒久の法律とするために預金保険法102条を作りました。

この規定は基本的に金融関連再生法をそのまま導入したのですが1つ違うことは、国民の大切な公的資金を民間の銀行に投入するのですから、首相をトップに経済関連閣僚などで構成する「金融危機対応会議」という高い政治レベルの判断に基づいて投入を決定することにした点です。

## 預金保険法102条のやり方

まずは、破綻前の銀行です。破綻した場合、金融機関の規模が大きいために金融危機が発生する恐れがある時には、特別公的管理（一時国営化）として、受け皿となる銀行を探すこととしました。金融再生法と同じ方法を預金保険法が恒久化しました。

また、国際決済銀行が定める自己資本比率8%以上を満たせなくなった銀行に対して、そのレベルに応じたリストラを条件に公的資金を投入することができます。これは従来と同じです。その代わり旧経営陣は総退陣して、国から派遣した経営陣が不良債権処理や受け皿銀行を探すこととなります。これが一時国営化ということです。

次に、破綻後の銀行です。金融機関が破綻した場合、金融庁は金融整理管財人を派遣して業務を管理しつつ、受け皿となってくれる別の金融機関を探すのです。受け皿が見つからない場合は、預金保険機構の全額出資によるブリッジ・バンクを設立し経営再建をはかります。

## 金融機能強化法

金融機関が破綻する前に予防的に公的資金を投入する道を拡大して、合併や資本増強を促して金融機能を強化することを目的としています。

2003年までの時限措置で

- 1、合併などの組織再編を行う金融機関や健全な金融機関に公的資金を投入することを認めています。
- 2、投入を受ける金融機関は、収益などの経営強化計画を提出して、未達成の場合合経営者らの責任が問われる。
- 3、投入枠は2兆円。
- 4、預金保険法は金融危機の発生が前提になっているのに対して、金融機能強化法は金融危機の発生は前提になっていない点がこととなります。

とにかく、銀行はつぶさない措置をとったのです。

破綻前



金融危機対応会議



破綻後



特別公的管理

(国営化)



旧経営陣解雇



金融整理管財人派遣

国から経営陣派遣



公的資金投入



公的資金投入

篠波光



オリジィバンク

清算

## 金融再生への道

1998年自民党の小渕内閣の切り札は金融再生法でした。金融システムを再建して、日本経済への信頼を回復することです。そうすれば、外国人の日本向けの直接投資・証券投資が拡大し、日本企業の株価の上昇が期待できます。株価の下落は、株式を保有する金融機関や企業の経営を圧迫します。

もう一つ重要なことは、銀行の貸し渋りが企業の倒産を引き起こしているので、銀行の経営を改善して、企業への資金供給を円滑にすることです。

簡単にいえば、公的資金を破綻、または破綻の恐れのある銀行に投入して助けるということです。具体的は不良債権を公的資金で買い取るのです。

公的資金というのは国の資金ですが、結局のところ国民の支払った税金や国民からの借金である赤字国債です。

回収困難となった不良債権を国が買い取って代金を銀行に渡したり、破綻した銀行の預金者を保護しました。

1998年小渕内閣は次のような決定をしました。破綻状態にある金融機関は金融機能再生緊急措置法に基づいて一時国営銀行化して、国が任命した経営陣の元で経営を再建します。もちろん、金融再生委員会の監督に服します。そして、経営が健全化した段階で、第三者に譲渡します。この銀行を特別公的管理銀行といいます。

また、買受人となる受け皿銀行が見つからない場合、その受け皿銀行が見つかるまで破綻した銀行のつなぎ役となる公的銀行（ブリッジ・バンク＝つなぎ銀行）も作りました。

金融恐慌を防ぐには金融機関の破綻を前もって防ぐことが大切です。そこで作られたのが、金融機能早期健全化緊急措置法です。

この法律は国際決済銀行の自己資本比率8%以上という銀行の国際取引適格基準を用い、自己資本比率8%未満の銀行を不健全銀行と定義しました。その不健全度に応じたリストラ実施を条件に、公的資金を投入するというものでした。こうして、銀行の経営を健全化しました。

しかし、民間の銀行を国民の公的資金で助けていることを忘れてはいけません。もし、国民のお金を投入してもらった銀行が放漫経営を続けたり、あるいは経営陣が多額の給料や退職金をもらいつづけるということであつたら、国民は納得できません。