

The Plaza Accord and the Bank of Japan's Credit thereafter

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/24617

プラザ合意とその後の日本銀行信用

宮 田 美 智 也

目 次

はじめに

- I プラザ合意体制とその破綻
- II 「円高不況」・経常収支黒字と企業の海外進出
- III 「円高不況」と経常収支黒字に対する政策的対応
- IV 好況末期の日本銀行信用と資産市場

おわりに

はじめに

1976年～90年の日本経済はそれ以前の（第1次、第2次）高成長期（56年～65年、66年～75年）、それ以後の低成長期（91年～）と区別して、歴史的に中成長期と規定できた⁽¹⁾。しかも、その15年のうち最初の約10年間は73年半ばから75年の前半にかけて起こった（第2次）高成長期の強蓄積の整理過程、すなわち恐慌期に続く不況期として歴史的に位置づけられた。それらが歴史的に不況期という意味は、後に確認するように、その間にはもちろん景気に波動（中間景気）はあったことを認めているからである。本稿はその中成長期の最後の5年間、つまり80年代後半の5年間を対象として、その間の資本蓄積状況を日本銀行信用の動向との関連で分析する。

その際、アメリカの外国為替市場政策を視野に入れる必要がある。アメリカの外国為替市場政策とはアメリカによる為替ドルの管理政策、すなわち（国民通貨としてではなく）国際通貨としてのドルの管理政策のことだが、それをここで視角に収める必要があるというのは、日本では中成長期を通じて為

替ドルの利害のいわば体制内化が進み、とりわけ80年代半ばにはそれは一つの頂点に達したからである。具体的には、84年までに最大の対外純債権国、しかもドル建て債権国へ成長した⁽²⁾ことを指す。

そして、それとは裏腹に、アメリカは85年に最大の対外純債務国へ転落した。83年以来資本輸入国になっていたのである⁽³⁾。それらは後述するような理由で、アメリカにそれまでのその外国為替市場不介入政策に変更を迫り、それがプラザ合意（85年9月）に具体化される。したがって、本稿の考察はそこから始める。実際、80年代後半中成長期における日本銀行信用はそのプラザ合意をいわば起点として展開したのであり、その解消後も金融政策運営はその延長線上で国際協調（対米協調）的に緩和政策を強制された。

しかも、その85年度は75年度以後肥大化した公信用（国債累増）があらたな段階に突入した年度という意味でも画期をなす。10年もの国債の大量満期到来が始まる年度だからである。その大部分が借換債で処理され、利払い資金もまた巨額化せざるをえないが、そのような実体経済に源泉をもたない資金が市中資金に大量追加されるようになるのである。

そして、それらは中成長期にあつて好転してきた景況に対し、そのオーバー・シュートをもたらす。国内不均衡（資本の過剰蓄積）の拡大が誘発され、通常資産市場といわれる土地市場を含む擬制資本市場において投機ブームが起こり、個人消費が盛り上がる。本稿はその間の経緯を論じる。

(1) 宮田美智也「国債の累積と金融制度」（『金沢大学経済学部論集』第25巻第1号（2005年3月））第1節。

(2) 日本銀行編『国際比較統計』1988年、128ページ。

(3) 同、124、128ページ。

I プラザ合意体制とその破綻

1. 問題の設定

アメリカの資本収支が黒字（資本輸入国）になるのは83年である。それはアメリカ経済（多国籍企業体制）を支える資本輸出基盤の喪失を物語る。そ

して、84年には対外債務国に転落した。レーガン政権は81年1月の発足以来取ってきた外国為替市場不介入政策を転換しなければならない。

資本輸入国にして対外債務国となったアメリカは、外国に財政資金の形成源泉を求めなければ市中金利は暴騰し（クラウディング・アウト）、国内均衡が維持できないか、あるいはすでに存在するその不均衡がいつそう助長されることになるが、財政資金をドル建てで外国に依存するうでは、為替ドルの管理はこれを従来のように外国に押し付ける（benign neglect）のではなく、みずからもそれに責任をもって当たることを求められるからである。

しかも、資本輸入国にして対外債務国アメリカが外国からのドル建て投資を誘引しうるには、以上のように為替ドルの変動に伴う投資リスクの軽減を図るだけでなく、金利収益を自国内投資よりも魅力的にしなければならない。金利の対外格差の維持ということであり、ドル金利はマルク金利や円金利よりも高いことが必要となる。アメリカは西ドイツや日本など投資国（債権国）の協力を得なければならない。

なお、この場合、アメリカは外貨建てではなく自国通貨ドル建ての債務国（資本輸入国）であり、つまり対アメリカ投資国（資本輸出国）はドル建て債権国であり、それゆえ、アメリカはあたかも債権国であるかのように、自国の利害（国内均衡）を優先させた国際協調を投資国に求めうる立場にあることに留意がいる。もちろん、その求めにどのように対応するかは投資国みずからの決めることである。一般的にいて、金利の変動（景気の動向）は国際間で必ずしも同調的ではないだけでなく、国内均衡を維持するうえで適正と考えられる金利は国によって異なるはずだからである。

さて、アメリカは資本輸入国にして対外債務国としては以上2つの政策の実行を迫られるにいたった。一言でいえば、アメリカも国際通貨ドルの管理上「優雅なる無視」政策を放棄し、それに国際協動的に参加しなければならないのであったのである。実際、その第1の政策の具体化がプラザ合意であり、第2の金利協調政策もその後実現される。しかし、そのような国際協調関係（プラザ合意体制）は長続きしなかった。本節ではそのプラザ合意からその破綻にいたる過程を追跡する。

2. プラザ合意体制

上述してきたようなアメリカの政策転換の具体化は、まず85年9月ニューヨーク5ヵ国蔵相・中央銀行総裁会議（Group of Five, G5）での為替市場への協調的介入の容認に現れる。それは通常プラザ合意とよばれるが、そこでは為替ドルの「秩序ある」下落を促すために、G5は「密接に協力する用意がある」とされ、アメリカは為替ドルの「秩序ある」下落のために市場への協調的介入を認め、実施したのである⁽³⁾。

つぎは金融政策（金利の引き下げ）面でのG5間協調である。それは翌86年1月ロンドンでのG5で議題に上げられた。その際には合意にいたらなかった⁽⁴⁾ものの、プラザ合意の成果（為替ドル下落）が背景にあり、後述するようにその後間もなく国際的協調利下げが始まる。そして、その過程で開かれたのが、同年5月の東京サミットである。G5間で協調が進展していることを「歓迎」し、経済政策の「多角的な監視」（サーベイランス）をすること、またカナダとイタリアを加えたG7を新設し、各国の経済目標及び見通しに整合性があるかどうか、年に1回は見直すことが宣言された⁽⁵⁾。

以上の事実は理論的につぎのことを含意している。すなわち、アメリカは変動為替相場制度下でも国際通貨として機能するドルに対し、国際協調的な管理体制を敷くことを認めたということである。アメリカの債務国への転落がその根底にあった。そのような為替ドル管理上の国際協調関係はプラザ合意に始まることだったから、以下ではすでに先に記したように、それをプラザ合意体制とよぶ。

事実、その後もアメリカはその体制のなかで行動した。すなわち、86年10月、為替ドルが160円台で乱高下している市場状況に鑑み、その月末に行われた宮沢（大蔵大臣）・ベーカー（財務長官）の共同新聞発表は、市場への協調介入を含む政策協調によってその安定を図ることを謳った⁽⁶⁾。もう一つ、87年2月のルーブル合意もそれを証拠づける。ドルが（予想外に）140円台に下落したにもかかわらず、アメリカの対日貿易収支が好転しないなかで、各国は当面の水準で相場を安定させ、貿易不均衡の是正に努力するという6ヵ国蔵相・中央銀行総裁会議（イタリアは欠席）でみられた合意のことである⁽⁷⁾。

3. プラザ合意体制の推移

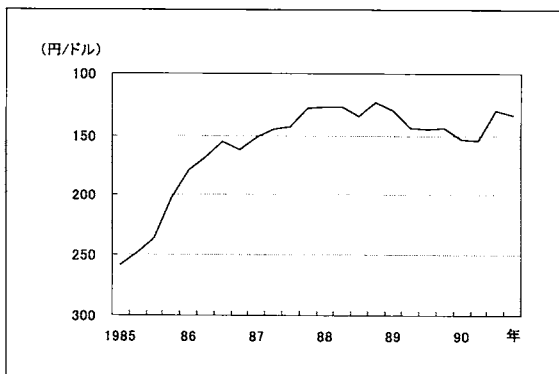
プラザ合意体制は以上のように理論的に国際的な為替ドル管理体制という意味合いをもつ。国際的な為替ドル管理といってももちろん、中心をなす主体は米日独（西独）の3極である。その意味で、変動為替相場制度上に構築され、ドル体制といわれる国際通貨制度は、85年秋プラザ合意を機に米日独によるドルの共同管理時代に入ったといえることができる。しかし、いうまでもなく、ドルの発行権はアメリカにある。その限りでの国際通貨としてのドルの国際的な管理体制ということであり、そこに国際協調体制としてのこの体制の維持の脆弱性が集約されている。

それでは、そのようなプラザ合意体制は発足後どのように推移したのか。本項の考察はまずドルの円相場の動き（第1図）の追跡から始める。

為替ドルは9月下旬のプラザ合意以前から弱含みに転じ、その当時240円前後をつけていた。その後協調介入が功を奏し、その1ヵ月余り後の10月末にはそれは210円水準へと13%も下落する。これはプラザ合意当時当局者が描いていた「秩序ある下落」の水準であった。短期間に目標が達成されたわけである。11月以降協調介入はほとんど行われていない。しかし、それ以後は市場の圧力が働き、ドルは急激に下落していく⁽⁸⁾。

すでに指摘したように、固定為替相場制度の崩壊と変動為替相場制度の定着の過程で金融次元な
 かんずく短期資本取引
 次元のドル為替取引が
 膨張し、したがってそ
 れが貿易次元での取引
 よりも為替相場の形成
 上強い影響力をもつよ
 うになってきていた。
 市場の圧力とはそのよ
 うなドルの供給圧力に
 ほかならない。アメリ
 カは為替ドル管理への

第1図 為替相場の推移



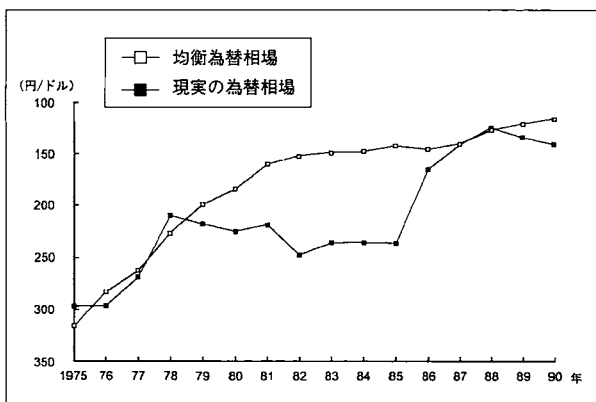
注 各四半期末の終値。
 出所 日本銀行編『経済統計年報』各年報。

日独共同参加を認めたとはいえ、その発行権（国際通貨国としての特権）の制約まで合意したのではなかった。

86年10月には為替ドルは160円台、さらに87年2月には140円台になる。その11月には121円15銭と既往最安値を更新後、88年1月120円45銭の最安値がつき、120円台水準はおおよそ88年6月あたりまで続く。7月以降130円台をつけるようになるものの、11月、12月にはまた120円台に回帰する。その後は89年11月121円15銭をつけたのを境に90年春にかけ、趨勢的にみて円安に転じる（4月160円35銭）。この間の大蔵省・日本銀行の介入規模については後に触れる。

このように為替円高は85年9月下旬から88年一杯と、おおよそ3年2ヵ月余りにわたって続き、その間87年11月までの2年数か月という短期間に円相場は2倍高くなった。しかしながら、それは現実相場の均衡相場（貿易財の購買力平価にもとづく相場）への鞘寄せにはよかならなかった。とくに81年以後のアメリカのドル高容認政策のもとではなはだしくなっていた両者の乖離が解消されたにすぎなかった（第2図）からである。年間を通じてみた場合、87年と88年では両者は一致している。為替円の大幅な割安状態を謳歌し、それに馴致してきた日本にとって、問題はそのような鞘寄せが短期間に進んだことにあった。

第2図 均衡為替相場の推移



出所 経済企画庁編『経済白書』（平成6年）282ページ。

金利政策に関する協調行動に視点を移す。すでにみたように、プラザ合意にもとづく市場介入が控えられたにもかかわらず、為替ドルは85年11月以後も下落を続ける。翌86年1月、前述したように金利の国際協

調が論議されたロンドン G5 が開かれる (18日～19日) ころ、為替円は202円程度にまで上昇する。円高対策 (内需拡大策) として金融緩和が求められる。ロンドン G5 直後の1月30日、日本銀行は公定歩合を5.0%から4.5%に引き下げる。これは日本単独の引き下げであった。協調利下げはその後に始まる。

すなわち、同年3月7日、米独は同時に公定歩合を、前者は7.5%から7%へ、後者は4%から3.5%へ引き下げる。日本の引き下げはその3日後である。4.5%を4%に引き下げる。その後4月には日米が同率 (0.5%) の引き下げをし、アメリカは日独に対し3%の金利格差を確保する。

そうしてその年の夏アメリカは2度の引き下げを行い、日独との金利格差は2%に縮小する。それに対し、日本は11月に3%に、翌87年2月には2.5%に引き下げる。アメリカがドル安に歯止めをかけることを約束したルーブル合意の見返であった。他方、1月に3%に引き下げていたドイツも、12月には同じく2.5%へと引き下げる。この87年の9月にはアメリカは引き締めへ転じていた (5.5%→6%) ので、この12月の時点で日独両国との金利格差は3.5%に拡大する。

金利政策の3極間協調は以上のとおり順調に展開された。しかし、それは3極経済とも金利引き下げを要する局面にあったからにすぎない。破綻は翌88年夏に現実化する。項を改め、そこに論点を進める。

4. プラザ合意体制の破綻

上述のとおり、87年秋以降アメリカは引き締め期に入っていた。日独両国ともその後翌88年夏までにそれぞれ国内均衡上の理由で金利引き上げを策していた。しかし、現行の水準で金利格差を維持しておきたいアメリカは、両国にその見送りを要請する。しかし、広く知られているように、ドイツはそれを拒む。7月と8月にそれぞれ0.5%ずつ公定歩合を引き上げ、3.5%とする。他方、日本はアメリカの要請に応える。日本が金融引き締めへ転じるのは、翌89年5月以降のことである。

88年夏、西ドイツは金利政策の国際協調体制から離脱した。アメリカの自己中心的な経済運営 (為替ドル政策) に対し自国の国内均衡化を優先させた

結果だったが、ヨーロッパ（ユーロ）に経済運営の軸足を移すという歴史的に決定的な選択をしたことになる。いわゆるドル離れにほかならない。それは米日独3極を主軸とする国際通貨ドルの共同管理体制、つまりプラザ合意体制の含意した国際的な為替ドル管理体制に破綻をもたらす。

それに対し、経済次元だけでみても、日本に西ドイツのようなドル離れの行動は望むべくもなかった。先に指摘したように、日本は際立ったドル建て債権国であり、為替ドルの利害はその経済のなかにいわばビルトインされているからである。金融引き締めが先延ばしされる。その結果、そのタイミングが遅れ（日本銀行信用の膨張）、すでに国内均衡を失っていた経済はその不均衡をより拡大させる。財政政策も投資意欲を過剰にかき立てるようなタイミングで発動されていたからである。それでは、それは何をもたらすか。

しかし、それを扱うのは最後の課題とし、IV節に回す。その前に、すでに確認したようにプラザ合意後に急進展した為替円高について、それは日本経済に対し国内均衡と国際均衡という点でどのような影響を及ぼしたか、そして企業はその円高に対しどのように行動したかを考察し（II節）、ついで円高の影響に対する政策当局の対応を検討しておく（III節）。政策的対応とは金融政策と財政政策の運営のことであり、IV節での論究の対象は、それらの不適切さが引き起こした問題にほかならない。

(3) 『日本経済新聞』1985年9月23日、24日及び25日。

(4) 同、1986年1月20日。

(5) 同、1986年5月7日。なお、以上のようなプラザ合意関連のくわしい経緯については、近藤健彦『プラザ合意の研究』（東洋経済新報社、1999年）第1章、参照。

(6) 『日本経済新聞』1986年11月1日。

(7) 同、1987年2月23日。

(8) 近藤、前掲書、第2章第1節、参照。

II 「円高不況」・経常収支黒字と企業の対外進出

1. 問題の設定

78年度以降80年度まで10%台の高い伸びを示した「国民経済計算」上の設備投資の伸び(前期比, 名目)を81年度以降についてみると, 81年度4.0%, 82年度1.4%, 83年度3.9%, 84年度12.4%と推移し⁽⁹⁾, その好調は85年にも受け継がれていた。同年第2四半期, 第3四半期に4%台に達している(第1表)とおりである。同じことはその「成長寄与度」からも指摘できる。それは81年度9.8%, 82年度4.1%, 83年度12.4%, 84年度26.3%, 85年度30.2%と推移している⁽¹⁰⁾からである。

経常収支黒字は81年1.1兆円(47.7億ドル), 82年1.8兆円(68.5億ドル), 83年5.0兆円(208.0億ドル), 84年8.4兆円(350.0億ドル), 85年11.5兆円(491.7億ドル)と, とくに83年から激増していた⁽¹¹⁾。

以上, 設備投資の動向から日本経済は85年度までに国内均衡的には好循環過程に入っていたことがうかがえる。つまり, 中成長期にあって歴史的に不況期とされた時期を脱しつつあったということである。しかしながら, 国際均衡的には経常収支黒字の大幅拡大という形で不均衡化が急進展しつつあった。そこに急激な

第1表 設備投資, 鉱工業生産及び
経済成長率の伸び

年・四半期	項目	設備投資 (名目)	鉱工業生産	経済成長率 (名目)
1985	I	1.6	0.0	1.6
	II	4.5	1.1	2.1
	III	4.1	△0.2	1.2
	IV	1.5	0.0	1.7
86	I	△0.7	△0.2	0.3
	II	0.8	0.0	2.1
	III	△0.9	△0.2	0.5
	IV	0.8	△0.1	0.4
87	I	1.6	1.0	1.2
	II	4.9	0.0	0.4
	III	4.1	3.6	2.0
	IV	1.5	3.4	2.4
88	I	7.3	2.9	1.9
	II	△1.4	1.5	0.9
	III	6.8	1.3	2.5
	IV	3.3	1.4	1.3
89	I	2.9	3.1	2.0
	II	0.4	0.8	0.9
	III	△0.4	△0.2	2.9
	IV	△0.7	0.4	2.2
90	I	△2.1	0.9	1.0
	II	△2.7	2.1	3.2
	III	△2.0	1.6	1.3
	IV	△3.3	1.3	1.3

注 伸びはいずれも前期比。

出所 大蔵省編『財政統計月報』各月号。

為替円高が起こったのである。それでは、それはうえのような国内均衡と国際不均衡に対しどのような影響を与えたのか。本節はまずそれを究明し、ついで円高に対する金融機関を含む企業の対応行動を検証する。

2. 「円高不況」と経常収支黒字

第1表によると、設備投資の伸び¹⁾(前期比, 名目)は為替円高の始まる85年最終四半期から急減し始め、その後ほぼ86年一杯停滞を続け、87年からは上昇過程に転じている⁽¹²⁾。その「成長寄与度」も86年度には前年度の30.2%から4.7%には激減している。円高を機に、盛り上がりつつあった景気の腰が激しく折られたことがわかる。

それは主要企業(原則として資本金10億円以上の上場会社)を対象とする日本銀行「企業短期経済観測」にもとづく調査結果(第2表)からも裏づけられる。総売上高の伸びが製造業、非製造業とも(つまり全産業で)85年度下半期から86年度を通じてマイナスを記録し、しかも製造業の輸出は85年度下半期から伸びを減退させているからである。これはすぐ明らかにするように、多くはドル建てで行われる輸出の円代わり金(円換算の輸出額)が減少したためであり、それによる国民的な購買力の伸びの縮減が非製造業の総売上高の伸びの低下につながったのである。すなわち、総売上高(全産業)の低下(不況)は為替円高によることがわかる。

第2表 主要企業の総売上高、設備投資及び経常利益の推移 (単位: %)

項目 年度	全産業			製造業			非製造業			
	総売上高	設備投資	経常利益	総売上高	輸出	設備投資	経常利益	総売上高	設備投資	経常利益
1985	2.9 △3.3	5.6 △1.9	△9.9 1.5	1.0 △3.5	2.5 △7.3	4.7 4.1	△6.5 △22.0	4.3 △3.2	6.3 △6.3	△16.6 54.0
86	△8.3 △2.0	△0.2 5.0	△22.0 23.3	△6.1 △2.8	△9.7 △3.6	△7.0 △13.5	△26.6 15.7	△9.9 △1.4	5.4 18.6	△16.6 31.2
87	5.0 4.5	△0.8 2.4	△3.6 25.1	3.1 4.5	△2.4 △0.2	1.3 7.6	20.1 24.2	6.3 4.6	△1.9 △0.5	△26.0 26.5
88	4.2 3.2	11.0 7.6	4.4 17.1	4.6 4.0	2.4 4.5	14.2 16.5	16.0 12.8	4.0 2.6	9.1 2.0	△13.0 25.8
89	7.6 9.5	6.9 8.8	△2.8 10.8	3.9 3.6	3.1 2.3	8.3 5.5	3.8 7.3	10.2 13.3	5.9 11.2	△12.9 17.3
90	0.4 3.8	3.8 4.2	△5.5 3.7	5.2 5.1	6.8 4.5	4.7 6.6	△2.3 △5.0	△2.4 3.0	3.2 2.6	△11.0 20.0

注 1) 各年度の上段は上期、下段は下期の数値。

2) 設備投資は工事ベース。

出所 日本銀行編『経済統計年報』1992年。

第3表 日本の経常収支の動向

年	経常収支				経常収支			
	貿易収支		輸出		貿易収支		輸出	
	円表示	(兆円)	輸出	輸入	ドル表示	(億ドル)	輸出	輸入
1985	11.5	13.1	41.2	28.1	491.7	559.9	1740.2	1180.3
86	14.2	15.3	34.4	19.1	858.5	928.3	2055.9	1127.6
87	12.5	13.9	32.4	18.5	870.2	963.9	2246.1	1282.2
88	10.1	12.2	33.3	21.1	796.3	950.1	2597.7	1647.5
89	7.9	10.6	37.2	26.6	571.6	769.2	2695.7	1926.5
90	5.2	9.2	40.4	31.3	357.6	635.3	2803.7	2168.5

注 円表示額はドル表示額の中心相場（月中平均相場）による換算額。

出所 第2表に同じ。

それでは、為替円高によって経常収支黒字はどのように変化したか。第3表によって考察を深めていこう。

まずドル表示の輸出額の推移をみると、それは決して減少していないことがわかる。たしかに88年以降貿易収支黒字が減少し出している。しかし、それは後述のように内需拡大策や市場開放策に刺激されて輸入が増加し出したためであり、為替円高によって輸出が減り出したからではない。円高はその間一貫して輸出の減少をもたらしてはいないのである。円高は輸出抑制的には働かないこと、一般的に言い換えると、変動為替相場制の経常収支調整機能には限界があること、それが証明されている。

経常収支（貿易収支）への為替相場変動の影響については、輸出入価格の変化からその数量の変化にいたるまでにタイム・ラグが存在することを説くJカーブ効果論が有力である。それは為替相場下落の場合について命名されたものだが、為替円高の場合でいうと、すなわちこうである（逆Jカーブ効果）。それは輸出価格（ドル建て）の引き上げをもたらすので、輸出額の低下を補うために輸出数量の増加が図られ、輸出額は増加する。他方、輸入価格（ドル建て）は不変で、そのうえ数量も変わらないから、経常収支黒字（貿易収支黒字）は増加する。しかし、それは初期的なことであり、やがて輸出数量が減り、輸出額は低下し、反対に輸入価格は円ベースでは低下するので輸入数量が増え、輸入額が上昇するから、経常収支黒字（貿易収支黒字）は減少してくる⁽¹³⁾と。

しかし、輸入額増加はとにかく、89年になっても輸出額減少はみられない以上、それは正鵠を得てはいないといわねばならない。日本の輸出がやがて減るとみなすというのは、机上でのことにすぎない。つぎに証明するように、日米企業の対外競争力の現実がまったく問題視されていないのである。前に指摘したことだが、ここにおける為替円高は均衡相場への収斂であった。日本企業の対米競争力は円高によってその実体がそがれたわけではない。しかし、それは（外国為替市場の構造変化に押されて）短期間に進んだために、日本企業に対してはより一層急激に海外進出（多国籍化）を促すことになる。項を改めて検証するとおりである。

それでは、アメリカ企業（多国籍化できず国内に残留している企業）はどうか。Jカーブ効果論はその理論の構造上、それは為替円高によって対日競争力を回復させるものとみなす。日本の輸出はやがて減少してくるというわけだからである。しかし、現実には、アメリカの企業はそれまでの為替円の割安のために対日競争上疲弊し、非貿易財産業に転換するか、衰退に追い込まれていたのである。円高になったからといって対日競争上再生しうるようなものではない。

さて、為替円高になっても以上のようにドル表示でみた輸出は減るところか増加していた。つぎに輸入欄に目を向けよう。86年の輸入は前年比4.5%減と減少していることがわかる。円高が原因と考えられるが、なぜそのようなことが起こったのか。円高（輸出の円代わり金の減少）が景気抑制的に作用し、輸入減を引き起こすからである。円表示の欄に視点を移さねばならない。

円表示の86年の輸出額は前年比16.5%減である。ドル表示では増加しているのに、その円換算額では減少しているわけである。いうまでもなく為替円高の結果である。その違いが日本にとっては国民的な購買力（国民所得）の修正（削減）として現れ、それがすでにみたように輸入減だけでなく、全産業で総売上高の伸びの減少をもたらしたのである。その意味で、86年の景況はまさしく「円高不況」にほかならない。

為替円高は輸入を刺激していない。ここにも先に指摘した為替相場（変動）の経常収支調整作用のなさが現れている。円高はそれ自体としては経常収支

黒字の削減には効果を発揮していないのである。それゆえ、政府には経常収支黒字という国際不均衡の拡大に対し、別途対処する必要に迫られる。その処方箋を示したのが、後に取り上げるいわゆる前川レポート(86年4月、87年5月)である。

為替円高が86年のように輸入を抑制するのではなく、低価格(円ベース)での輸入を刺激する要因となり、いわゆる円高メリットが国民的に再配分されるようになるには、輸入規制や輸入品の流通隘路が撤廃される一方、内需が喚起されていなければならない。いわゆる前川レポートは論理的にそのような脈絡を含んでいる。貿易収支黒字減を通じて経常収支黒字減がもたらされるであろう。事実、経常収支の欄をみると、それが円表示では87年から、ドル表示では88年から認められる。輸入増加によるところが大きい。

3. 企業の海外進出と国際銀行業務規制

企業の対外進出は直接投資額でみると、別稿で取り上げるように、72年度～77年度までが各年度30億ドル前後(海外進出の第1波)、78年度～80年度は同50億ドル前後(同第2波)、81年度～83年度は同80億ドル前後でそれぞれ推移した後、84年度にはじめて100億ドル台に乗り、85年度にはその20%強の増加となっていて(同第3波)、86年度以降のさらなる増加をうかがわせていた。第1波は別として、第2波以後の直接投資はとりわけ日米貿易摩擦の激化への対応の結果であり、為替円安の条件下にもかかわらず進められたのである⁽¹⁴⁾。

その条件が一転し、円高となった(第2図、及び前出の第1図)。こんどは貿易摩擦回避目的に円高回避目的が加わり、直接投資は2重に刺激される。第4表にみられるように、86年度のそれは前年度比82.7%増を記録し、それを契機に89年度に向けて連年度激増している。投資先について主要な地域としてアメリカ、アジアに分けてみると、前者の構成比は約45%、後者のそれは12%程度とほぼ変化がない。投資先のアジア・シフトが始まるのはこれ以後のことである。

ところで、以上のような直接投資の増加は当然日本の金融機関には国際銀行業務展開の機会を広げ、その海外進出をそこに含んでいた。直接投資総額

第4表 対外直接投資の推移

(単位：億ドル，%)

項目 年	製造業	非製造業	うち金融・保険	その他	合計	うち対アジア	
						うち対米	うち対アジア
1985	23.5 (19.2)	95.4 (78.1)	38.1 (31.1)	3.3	122.2 (20.3)	54.0 (44.2)	14.4 (11.8)
86	38.1 (17.7)	179.5 (80.4)	72.4 (32.4)	5.7	223.3 (82.7)	101.7 (45.6)	23.3 (10.4)
87	78.3 (23.5)	250.8 (75.2)	106.7 (32.0)	4.5	333.6 (49.5)	147.0 (44.1)	48.7 (14.6)
88	138.1 (29.4)	326.3 (69.4)	131.0 (27.9)	5.8	470.2 (40.9)	217.0 (46.2)	55.7 (11.8)
89	162.8 (24.1)	505.2 (74.8)	154.0 (22.8)	7.4	675.4 (43.6)	325.4 (48.2)	82.4 (12.2)
90	154.9 (27.2)	406.2 (71.4)	80.5 (14.1)	8.1	569.2 (△15.7)	261.3 (45.9)	70.5 (12.4)

注 1) その他は支店、不動産。

2) カッコ内の数字は合計欄のみ対前年伸び率。その他の欄はすべて直接投資合計に対する割合を示す。

出所 大蔵省編『財政金融統計月報』第476号(1991年12月)。

に占める金融・保険分野のその割合をみてみると、81年度9.4%、82年度6.9%、83年度14.3%だったのが、84年度20.5%となり⁽¹⁵⁾、85年度から87年度までは30%台を記録し、88年度以後は低下してきているものの、90年度でも83年度の水準にある。

その間の日本の金融機関の積極的な海外進出は国際的にみて金融自由化(とりわけ金利自由化)が遅れているなかで進められたこともあり、国際銀行業界においていわゆるオーバー・プレゼンス問題を引き起こす。日本の金融機関は国際銀行業務上の規制に服することを求められる。「銀行の自己資本比率の国際的統一基準」いわゆる BIS(国際決済銀行)規制(88年7月)にほかならない。その中身の政治性が指摘されることが多い。しかし、国際銀行業務を営む金融機関に対し一定の経営規律を求め、国際金融リスクを共同管理しようというわけであり、8%という数字の妥当性は別として、その規制の成立自体つぎに解説するように、金融の国際化時代に必然的である。

一般に資本(企業)は借入によって負債を負う。ところが、銀行なる資本の場合、資産が負債によっても形成され、しかもそれがその本質をなすところにその利子生み資本としての特徴がある。債務を貸し付けることによって

利子を稼ぐ、これが利子生み資本としての銀行業務にほかならない。その場合、債務とはもちろん(当座)預金のことであり、それを創造することによって資産としての債権が得られる。

負債は返済されねばならない。しかも、銀行の負う負債の場合、それが要求払いである以上、返済の必要性は日常的に発生する。銀行には流動性リスクといわれる支払リスクが不可避的である。銀行はそのために預金業務(貨幣取扱資本業務)を営み、また銀行間信用市場を結成し、最後の貸手として中央銀行に頼る。しかし、負債に対しては、最終的には資産が充当されねばならない。この点でも、銀行は他の資本とは異なる。

その資産は借り手からの返済に依存するというリスクをもっているからである。まずは資産が流動化(現金化)され、それが負債の返済に当てられるというのではない。つまり、銀行の資産には不良化(貸し倒れ)の危険が付随し、それが現実化して負債(創造債務)が償却されねばならないときには、自己資本で対応する必要がある。見方を換えていえば、銀行の自己資本は創造債務のいわば担保なのである。この次元での銀行の支払リスクは資本リスクであり、流動性リスクとは違う次元で銀行を破綻させ、いわゆる金融システムなるものを動揺させる可能性を孕んでいる。

この銀行の資本リスクは国際銀行業務においては国内銀行業務の場合に比して高い。そこでは国債でさえ支払不能に陥ることがある。前者に従事する銀行の場合、より高い自己資本比率が要求されるのは当然ということになる。19世紀末から20世紀初頭にかけてのこと、イギリスの株式銀行は国際銀行業務(対外引受業務)へ進出することができたが、それは銀行合同運動のなかで合併差益(創業者利得)を獲得して自己資本の充実を成し遂げ、資本リスク負担能力の向上を実現できたからである⁽¹⁶⁾。

(9) 大蔵省編『財政金融統計月報』第513号(1995年1月)「主要経済指標」(折り込み)。

(10) 宮田「国債の累積と金融制度」26ページ(第3表)。なお「成長寄与度」の算出方法については、同、25ページ参照。以下で掲げる「成長寄与度」も同所による。

(11) 日本銀行編『経済統計年報』1992年、318、320ページ。

- (12) 鉱工業生産の伸びも同じような推移をしている（第1表）。85年のそれは停滞的（前年よりも低下している）だが、翌86年はそれよりもさらに悪くなっているからである。
- (13) 小峰隆夫『日本経済・国際経済の常識と誤解』（中央経済社、1997年）49-50ページ；同『最新日本経済入門』（日本評論社、1997年）143-145ページ。
- (14) 前掲『財政金融統計月報』第356号（1981年12月）52-53ページ；同、第428号（1987年12月）ページ。
- (15) 同、476号（1991年12月）54ページ。
- (16) 宮田『ロンドン手形市場の国際金融構造——アメリカとの関連における研究——』（文真堂、1995年）226-227ページ。

Ⅲ 「円高不況」と経常収支黒字に対する政策的対応

1. 問題の設定

臨時行政調査会設置法（80年12月公布）にもとづき翌年3月に発足した臨時行政調査会（第2次臨調）が、行政改革に関する最終答申を中曽根首相に提出したのは83年3月である⁽¹⁷⁾。引き続き、臨時行政改革推進審議会設置法（83年5月公布）にもとづいて設置された同審議会（行革審）が、最終答申を同首相に提出したのは86年6月である。それは「増税なき財政再建」を（第1次臨調に）引き続き行財政改革の基本路線とし、赤字国債依存体質からの早期脱却、建設国債の発行抑制、積極財政についてもそれは「増税なき財政再建」路線に反するだけでなく、その景気浮揚・輸入拡大への直接的効果には疑問があるなどと提言した⁽¹⁸⁾。

そのような80年代の半ばにかけての財政事情（国債の大量累積）は、81年度～85年度における国内総支出に占める政府支出の割合の低下という形で需要構造に現れ、その「成長寄与度」が82年度から急減しているのもそのためであった。需要創出政策上財政支出の動員は限界づけられていたのである。そこに上述のようにプラザ合意後急激な為替円高状況が現出し、日本経済はその結果「不況」に陥った。他方、前節でみたように、円高にもかかわらず86年の経常収支黒字はドル表示では前年比74.6%（円表示では23.5%）も増加していた。政府はそれらへの対応を迫られる。

本節はまずその結果「臨調・行革」路線が棚上げにされ、財政金融政策が積極化していく過程を追跡する。そして、その政策効果を確かめるとともに、当局は政策転換に当を得なかったことを指摘する。

2. 金融緩和政策と制約の解かれた裁量的財政政策

プラザ合意がなった85年半ば当時、政府は前述のとおり歳出の抑制を求められており、「円高不況」に陥っても財政政策の拡張は表向き制約されていた⁽¹⁹⁾。それには金融政策が割り当てられる以外になかった。86年に入るや4月下旬までに3次にわたる公定歩合の引き下げが行われる(5%→3.5%)。しかし、その間の為替円高が景気の足取りをますます重くし、しかも為替円高にもかかわらず経常収支黒字はかえって増加するという現実直面して、財政の出勤は避けられない状況となった。前述のように、プラザ合意体制のもと3月には金利の国際協調政策は実施過程に入っていたから、金融政策運用の余地は狭められていた。

プラザ合意直後の前年10月に設置された首相の私的諮問機関「国際協調のための経済構造調整研究会」(会長前川春雄)が、経常収支不均衡は「危機的状況」にあると認識し、その縮減を「国民的政策目標」に掲げるよう提言し、そのための施策として内需拡大(住宅対策、都市再開発事業の推進、消費生活の充実、社会資本整備の推進)による国際協調型への経済構造の転換のほか、ここでの注目点としては、財政再建路線のもとでの財政の機動的運営、農産物市場開放などを提起した報告書、いわゆる前川レポートを出したのは、その86年4月初旬のことであった⁽²⁰⁾。

中曽根首相はそれを経常収支黒字縮減に向けた政府の方針とし、同年9月初めに経済審議会(首相の諮問機関)のなかに設置された経済構造調整特別部にその内容の具体化に当たらせる。それが同年12月中間報告として取りまとめられ、審議会は翌87年5月構造調整の指針(農業政策、規制緩和、財政政策、住宅政策、製品輸入の促進、労働時間短縮、経済協力の7項目について、中長期的のみならず3年以内の短期集中的な政策努力が必要と提言したいわゆる新前川レポートとして最終報告し、受け取った首相はそれを「最大限尊重し」「逐次実施していく」と言明した⁽²¹⁾。

すなわち、政府は86年9月初旬には「臨調・行革」路線の固守という方針からの転換（建設国債の活用）を具体化させたわけである。事実、その中旬には「総合経済対策」が打ち出される⁽²²⁾。公共投資などの拡大、住宅建設・民間設備投資などの推進、規制緩和・インセンティブなどの付与による民間活力の活用の推進など8項目からなる、当時としては過去最大の事業規模（3兆6000億円強、うち3兆円は公共投資などの拡大に充当）の対策であり、内需拡大とそれを通じた調和ある対外経済関係の形成が謳い文句であった。

その年の夏、前述のようにアメリカは2度も公定歩合を引き下げていた。日本にもその引き下げ余地が与えられたわけである。11月第4次公定歩合引き下げが行われ、翌87年2月にはそれはさらに2.5%とされる。しかし、金融政策にこれ以上の拡大余地はない。そうして5月、総事業規模6兆円以上の「緊急経済対策」が発動される。公共事業の繰り上げ発注、5兆円の財政措置による公共投資などの拡大、最低1兆円の減税がその柱であった⁽²³⁾。

以上が「円高不況」・経常収支黒字に対する金融政策の緩和化、財政政策の積極化の過程である。後論との関係上重要なのは、87年2月の公定歩合の2.5%への引き下げ及び同年5月の「緊急経済対策」である。前者は前にも指摘したように89年5月まで維持され、アメリカとの協調的な金利政策という側面を持っていた。後者は依然として解消されない経常収支黒字に対し、さらなる円高を避けるために発動された内需拡大政策であった。

それらが重要だというのは、後述するように、87年半ばには景気（実体経済）は飽和点に達しつつあったからであり、両者ともに国内不均衡化を覆い隠し（景気調整の先延ばしと景気過熱をもたらし）、結果的に不均衡を過剰拡大させるよう働いたからである。その意味で、いずれも国内均衡上は行き過ぎた積極政策であった。いわゆる前川レポートの評価にかかわることだが、あらかじめ指摘しておく。

3. 「円高不況」からの脱却と経常収支黒字の減少

経常収支黒字に対する政策効果からみていく。円表示での経常収支黒字が87年から減少し出していることは前節で確認した。それはその「成長寄与度」が87年度からマイナスに転じたことと符合する。経常収支黒字は依然として

続いていたが、その額は前年度に比べて減少し出したという意味であった。いわゆる前川レポートにもとづく内需拡大策をはじめとする経常収支黒字縮減策が奏功したことを認めねばならない。ただし、後にみるように、内需拡大策としての財政金融政策が行き過ぎたという点では、厳しく批判されるべきである。

それでは「不況」に対しては政策効果はどのように現れたか。第1表で「国民経済計算」上の設備投資の動向をまずみてみよう。86年停滞的だったその伸びは86年末から87年初めにかけて上がり出し、そのころには景気は底を打ったことを示している。鉱工業生産の推移からもほぼ同じことが指摘できる。87年になると、その伸び率は前年のマイナス水準から1.0%に転じ、その下半期から好調な伸びを示し出しているからである。

第2表からも遅くとも87年前半までに不況過程は終わっていたことが証明できる。まず非製造業では経常利益の伸びは各年とも上半期はマイナス、下半期はプラスというパターンを繰り返し、「円高不況」年の86年にはさすがに総売上高の伸びはマイナスだが、設備投資の伸びはプラスを記録し、反対に総売上高がプラスになった87年には設備投資の伸びがマイナスになるなど、為替円高との関係で有意な情報を得ることはできない。それに対し、製造業では86年後半には総売上高の伸びはまだマイナスながら経常利益の伸びはプラスに転じ、87年からはそのうえに設備投資の伸びもプラスになっていて、86年から87年にかけて「円高不況」脱却を果たしたことがわかる。そして、それが全産業としての87年後半からの各項目の伸びに現れた。

4. 設備投資の動向からみた好況過程

以上のとおり、87年初めには日本経済は「円高不況」を脱していた。86年に進められた金融緩和と政策的財政政策の発動がその効果を現したのである。ここからその後の好況期の推移をみていこう。すでに検討したように、その好況を牽引したのは設備投資だった⁽²⁴⁾から、その動向に注目して好況の実態を照らし出すことに注力する。

第1表によると、87年第1四半期に上昇の兆しをみせた設備投資の伸びは、同第2及び第3四半期のより高い伸びに引き継がれている。第2四半期

には好況過程に入ったことがうかがえる。翌88年第1四半期には7%を越える伸びを記録している。その直後第2四半期にはマイナスに急落したものの、それは一時的に終わり、以後89年第1四半期まで3四半期にわたってかなりの伸びを取り戻している。

以上の設備投資の伸び率からみると、87年第2四半期から89年第1四半期まで、ほぼ8四半期にわたる好況が続いたことになる。ただし、その間の88年第2四半期に伸び率がマイナスに陥っていた事実を見逃してはならない。後にも述べるが、設備投資（好況）は調整を迫られる段階に達したことを含意しているからである。しかし、それが実際に過剰化を露呈し出すのは89年第2四半期からである。そこには4四半期（1年間）のずれがあるが、そのようになった理由は後に明らかにする。

関連して、鉱工業生産の伸びを瞥見しておこう。87年第3四半期から88年第1四半期までの3四半期を通じて大いに盛り上がっていて、その間が好況（そのピーク）だったことを示している。その後88年第2四半期からはピーク時に比べると半減している。設備投資の伸びがマイナスに反転したのもその第2四半期であった。そのころには好況は調整過程に転じたことを裏づけている。そして、後述するような理由で、89年第1四半期に盛り返した後は、その第2四半期から翌90年第1四半期までの間頭打ちになっている。その後また復調しているが、それは設備過剰のもとで生産の過剰が進んでいたことを表現している。

さて、つぎに**第2表**における製造業に注目しよう。87年は好景気を反映して経常利益は上半期、下半期とも20%台の伸び率を示している。それが88年度の設備投資の高い伸びを呼んだと思われる。しかし、つぎの2つの理由でとくにその下半期の投資は過剰投資だったといわねばならない⁽²⁵⁾。

第1に、「国民経済計算」上の設備投資動向は88年第2四半期に急にマイナスを記録し、調整過程が始まる様相を呈しながら、第3四半期から大きく盛り返していたからである。すぐ後述するように、政策的に調整が先延ばしされたためである。第2に、88年度には総売上高の伸びは堅調ながら、経常利益の伸びは確実に低下し、そのうえ89年度にはさらに前者も低下し、後者はより明確に縮減しているからである。

5. 好況と財政金融政策

以上からつぎのことが明らかになった。すなわち、87年度が終わり、88年度に入るところには、実体的には投資の調整が始まる状況にあった。しかし、それが先延ばしされ、その結果過剰投資が誘発されたということである。つぎのような金融政策、財政政策運営の結果である。

まず87年2月公定歩合の2.5%への(0.5%)の引き下げ、同5月発動の「緊急経済対策」を指摘しなければならない。そのころにはすでに不況からは脱却できていたのである。日本銀行内部では87年6月以来金利引き上げへの合意が形成されつつあり、9月には年末には引き上げることが合意されていたといわれている⁽²⁶⁾とおりである。設備投資や鉱工業生産の伸び、成長率(名目)から総合的にみても、87年後半から88年第1四半期の間は好景気の頂点にあったのである(第1表)。その意味では、87年2月の公定歩合引き下げはプラザ合意体制に制約されたとはいえ、もっと小幅にとどめるべきであったし、「緊急経済対策」も6兆円もの大規模である必要はなかったことになる。

そのうえ、金融政策は(予定の)87年末になっても転換されなかった。日本銀行が内部的にその実行を合意した直後の同年10月、国際均衡(国際金融秩序)破壊要因が突発したためである。いわゆるブラック・マンデー事件である。為替ドルの暴落を防ぐうで低金利政策の続行(対アメリカ金利格差の維持)を強制されたからである。ここでもプラザ合意体制の呪縛は強固である。こうして好景気は88年第1四半期までは持ち越された。同年第2四半期には前述のように設備投資だけでなく、鉱工業生産も成長率も明確に伸びを低下させていた。

しかし、そこにカンフル注射が打たれる。同88年夏、金利引き上げは対アメリカ金利格差の縮小をもたらし、ドル売りを誘うという理由から、その見送り要請がアメリカからなされ、先に述べたとおりそれは受け入れられたからである。低金利政策の変更に対する強い制約が喧伝され、いわゆる低金利の永久神話が信憑性をもってくる。経常収支黒字も続いている。景気調整は先延ばしされる。もっとも端的には、88年第3四半期から89年第1四半期にかけて設備投資の伸び及び成長率が回復したのがその証拠であり、89年第1四半期には88年第2四半期以来低迷していた鉱工業生産の伸びも上伸した。

- (17) 『日本経済新聞』1983年3月14日。
- (18) 同, 1986年6月11日。
- (19) プラザ合意後の85年10月, 経済対策閣僚会議が「内需拡大に関する対策」を策定していたが, 公共事業も86年度分の繰り上げ発注, 地方債増発による地方単独公共事業の追加実施などと, 予算措置を伴わない(一般会計の歳出増加ゼロを取り繕った)内需拡大事業であった(『日本経済新聞』1985年10月15日)。
- (20) 『日本経済新聞』1985年10月15, 86年4月8日。消費生活の充実策とは消費拡大策のことだが, 掲げられている項目のなかでは所得税減税, 非課税貯蓄制の見直し, 週休2日制の早期完全実施が該当する。これ以後個人消費(大型消費)が盛り上がることは後述する。
- (21) 同, 1986年4月8日, 9月5日, 12月2日, 87年4月22日, 5月15日。
- (22) 同, 1986年9月19日。同年4月にも同じく「総合経済対策」が策定されていた。しかし, 財政出動は抑えられ, 公共投資も上期の契約率を過去最高にするということとどまっていた(同, 4月8日)。
- (23) 同, 1987年5月29日。
- (24) 宮田「国債の累積と金融制度」26ページ(第3表)。
- (25) 88年度設備投資の高い伸びは, 全国企業短期経済観測(製造業)でも認められる。中堅企業(従業員数300~999人), 中小企業(同50~299人)いずれも86年度はマイナス(Δ 13.9%, Δ 10.2%)であるが, 87年度に大きく回復させ(12.9%, 8.0%), 88年度には30%前後(29.4%, 31.8%)と高い伸びを示し(カッコ内は前者が中堅企業, 後者が中小企業の数字), とくに中堅企業の場合には89年度の増加率が4.7%(中小企業は10.9%)と低かったこともあってか, 90年度でも27.4%の伸びであることが注目される(中小企業は15.1%) (出所は第10表に同じ)。
- (26) 佐藤章『ドキュメント金融破綻』(岩波書店, 1998年)338ページ。

IV 好況末期の日本銀行信用と資産市場

1. 問題の設定

日本銀行が公定歩合を当時史上最低の2.5%に下げたのは87年2月であった。プラザ合意体制が内包する金利政策の国際協調にもとづく引き下げであった。しかし, それは金利引き下げ過程でのことであり, その国際協調の困難性は引き締め過程で現れる。事実, 上述のとおり, 日本銀行は87年末に引き続き, プラザ合意体制が破綻した88年夏にも引き締めへの政策転換に失敗した。そして, 前者は遅くとも87年第3四半期には頂点に達していた好

況を88年第1四半期まで引き延ばさせ、また後者はその第2四半期には始まろうとしていた好況の調整を89年第2四半期まで先延ばしにさせた。

低金利政策とはたんに公定歩合が低いというだけでなく、その水準で市中金利が維持できるよう日本銀行信用を供給するということである。实体经济（景気過熱の防止という観点）からみれば、87年末までか、遅くとも88年初めにはそのような政策姿勢は変換されるべきであった。しかし、それは持続された。それは89年に向けて实体经济のなかには入り切れない日本銀行信用が供給され続けたことを意味する。その結果、それによって刺激された金融機関の信用創造機能はどこに向かい、何が起きるか。

本節はその考察を行う。具体的には、資産市場といわれる土地市場を含む擬制資本市場の投機化のメカニズム分析である。そのためには、日本銀行が外国為替資金特別会計の代理人として行う外国為替市場介入を理論的に捉え直して同行の信用供給の1つのルートとみなし、その再生産的な性格を検討しておく必要がある。関連的に、その他の供給ルートについても論及される。

2. 外国為替市場介入と日本銀行信用

日本の外国為替取引制度上は外国為替資金特別会計が「外国為替銀行の外国為替銀行」であり、外国為替市場介入においては日本銀行はその代理人にすぎない⁽²⁷⁾。したがって、介入実績は日本銀行の資金需給実績上財政資金の内数として、つまり財政要因による資金供給として示される。しかし、理論的には「外国為替銀行の外国為替銀行」は中央銀行でなければならない。実際、日本銀行はこの介入取引では制度上つねに受け身である⁽²⁸⁾としても、一般に信用を管理すべき中央銀行としては、そのような立場で、つまり代理人として行動した結果（信用供給）に対し、主体的に行動しうる金融政策（信用の調節・不胎化）手段は別に保持している。

さて、外国為替資金特別会計の発足は51年4月、IMFへの加盟は52年5月であり、以後はその加盟国の義務として、つまり固定為替相場制度のもとでも外国為替市場介入は外国為替平衡操作として行われていた。IMF8条国への移行（64年4月）の約1年前までは外国為替資金特別会計は変動幅（1ドル360円の上下0.5%）の上限下限で無制限に売買に応じ、その後は変動幅を

0.75%に広げ、その範囲内で随時介入操作して相場変動をなだらかにするようにはしていた⁽²⁹⁾からである。

しかし、相場変動をなだらかにするといっても、そこでの外国為替取引は貿易次元でのそれが中心であり、その限りではそれは再生産に内在的とみなすことができる。外国為替売り操作が限界に到達する（外貨準備の枯渇）と、国内不均衡が必ずしも限界に達してはいなくても、金融政策（金融引き締め政策）が発動されねばならなかった（「国際収支の天井」論）。

しかし、固定為替相場制度が決定的に動揺し出す70年前後以降、そして変動為替相場制度下ではドル為替による資本取引とりわけ短期資本取引が外国為替市場取引の大部分を構成するようになる（外国為替市場の構造変化）。為替平衡操作の国際的な義務からは解放されたとはいえ、短期資本取引目的のドル為替の大量流出入がその相場の乱高下を生むという局面も現れ、その実体経済への影響を緩和する必要上公的市場介入が大規模化せざるをえなくなる。そして、その限りで、つまり市況の局面によっては、このルート信用供給上の国民経済的に内在的という本来の性格が覆い隠され、外在的な側面が強くなる。取引対象となる（大部分の）ドル為替は再生産の内部から生まれたものではないからである。

それでは、再生産的に外在的なルートからの日本銀行信用の供給とは日本経済にとってどういうことか。貸出による日本銀行信用供給は後述のとおり国民経済に内在的である。それは再生産過程の需要に対応していた。それに対して、日本銀行が外在的なルートから供給する信用は、それらの受け手の金融機関にとっていわば再生産（日本経済）の外部から供給された支払準備金であり⁽³⁰⁾、それだけに前者の場合に比べて国内均衡上必要とされる範囲を大きく逸脱し、再生産に規定されない信用供給の自己運動を展開させる傾向をもつ。

しかし、後述のように同じく外在的なルートである国債買い上げによって供給された日本銀行信用は、それを現実化させることはなかった。日本銀行による国債買い上げが始められたのは、引受シンジケート団方式による国債発行が金融機関に信用の拘束・固定化（クラウディング・アウト）をもたらしたのに対し、それらをそこから解除するためであり⁽³¹⁾、信用供給は結果的に

その範囲にとどまったからである。すなわち、このルートから過剰な信用創造能力が創出されることはなかった。(第2次)高成長期であったこと、そして国債発行高も買い上げ規模も比較的少額だったこと、またその後は真性インフレーションが経験され、そのルートの利用が抑制されたことなどが、その理由として指摘できる。

それに対して、ドル買い上げの場合には70年代初めと後述する80年代末に現実化した。それでは、なぜそのようなことが起きる傾向があるのか。ドル代わり金に基礎づけられた金融機関の信用創造能力は、以下のような2つの理由で再生産過程(利潤の生産)に向けてではなく、価格差を求めた資本運動(投機取引)に向けて発揮されがちとなるからである。

第1はすでに指摘したように、短期資本取引としてのドル為替取引がその市場取引の大部分を占めるようになってきているという外国為替市場の構造変化である。金融取引次元で流入してくるドルの代わり金(日本銀行預け金)は、ハイパワード・マネーとしては国民経済の必要とする量とは関係がなく、それゆえそれを得た金融機関の貸出能力は、国民経済的に内在的要因化して拡大再生産を帰結するというよりもむしろ投機を刺激し、拡大させることになる。

もちろん、日本銀行はそのような金融機関の行動を抑制し、ドル代わり金を吸収する政策手段をもってはいる。しかし、その供給はドル相場の下落局面でのことであり、その点では金融緩和が必要とされていることから、その中和化に遅れをとったり、それが不十分となったりすることは避けられない。これが第2の理由である⁽³²⁾。

3. 日本銀行信用の供給(1)

——貸出形態と債券・手形売買形態の再生産論的考察——

外国為替市場介入は以上のとおり理論的には日本銀行信用供給の1つの方法である。その他、貸出と債券・手形売買操作ルートがあることは周知のとおりである。日本銀行信用供給の実績をみる前に、前項との関係上それぞれの再生産論的な性格をまず貸出から分析しておく。

銀行は与えた信用(銀行信用)の支払準備金形成のために、所得貨幣を預金として集積する。その信用の創造は支払準備金の形成に先行するというの

がこの場合（振替的信用創造）の論理であった。それは銀行は債務リスクから逃れられないことを意味する。そのために支払準備金の形成をめぐる高次的に銀行間信用（中央銀行預け金取引）が展開し、そこにおける国民的に最終的な信用の取入先が中央銀行であり、その取引形態が貸出であった。貸出による中央銀行信用は社会的再生産に内在的に供給される信用にほかならない⁽³³⁾。

中央銀行信用はそのように上向的に形成される。したがって、そのメカニズムを下向的に機能させようという貸出政策（金利政策）の論理が成り立つ。それは中央銀行に担われ、中央銀行は貸出政策の主体として国内均衡の達成を目指すものとなりうる。しかし、それは金本位制度下にあっては金準備高（Gold Reserves）に規制された。貸出政策を通じて国際均衡を図り、金準備を防衛することがその場合の中央銀行の使命であった。それは国内均衡命題に絶対的に優先する。

それに対し、金準備高が外貨準備高（Gold and Foreign Exchange Reserves）に疎外される管理通貨制度の現代では、その国際均衡の優先度は弛緩するものの、すでに述べたように、その均衡上外貨準備の許す範囲内でまずは外国為替平衡操作が行われ、やがて外貨準備が限界に達する局面では、それが貸出政策の変更（金融引き締め）によって防衛すべき対象とされる（固定為替相場制度段階）。そして、外貨準備高の大部分を外国為替（外貨）が占め、その相場の安定化が志向されるようになると、その市場への介入がいわば体制内化し、必要ならば（その介入規模に応じて）貸出政策（不胎化政策）が発動されるようになる（変動為替相場制度段階）。

ところで、現代の銀行は金融機関といわれ、銀行信用という範疇の信用だけでなく資本信用なる範疇の信用も与えている。中央銀行の貸出は、現代ではそのような両範疇の信用をも合わせて総括するという役目を担っているので、もう少し論歩を進めておく⁽³⁴⁾。

独占段階（金本位制度）では固定資本取引上の信用利用が社会的課題となってくる。しかし、そこでは減価償却基金をはじめとして社会的に長期遊休する貨幣（蓄蔵貨幣の第2形態）が大量形成されてくるから、その預託を受ける（固有の）金融仲介機関が（所得貨幣を預かる銀行とは別の範疇として）

生まれる⁽³⁵⁾。そこではその預金は理論的に「貸付可能な貨幣」範疇の預金を形成し⁽³⁶⁾、それを支払準備金とした信用供給の基礎とされ、その課題は克服される。この場合支払準備金の形成が信用創造に先行していることから、その信用は銀行信用とは区別されて資本信用、またその創造は振替的信用創造とは区別されて現金的信用創造とそれぞれ規定される。

しかし、独占段階の資本主義が（金本位制度段階から）さらに管理通貨制度段階に達すると、銀行と（固有の）金融仲介機関は範疇的に区別しにくくなり、金融機関という範疇で両者は括られるようになる（（固有の）金融仲介機関の歴史的役割の低下・消滅）。銀行でも「貸付可能な貨幣」が形成され、したがってそこも資本信用を授与できるようになり、また（固有の）金融仲介機関にも所得貨幣が流入してきて、そこでも銀行信用の供給が可能になるからである。つまり、銀行信用と資本信用を渾然一体として供給する信用創造機関が金融機関とされるのが現代にほかならない。

現代では中央銀行信用に昇華するのは以上のとおり、金融機関が振替的・現金的信用創造として創造した信用である。それらの創造信用が再生産過程に基礎づけられていることはいまでもなく、したがってそれに対する最後の貸手として営まれる中央銀行の貸出もまた再生産に内在的である。

さて、日本銀行が以上のような貸出による信用供給に加えて債券売買によるそれを開始したのは、新金融調節方式としての政府保証債を対象とする買いオペレーションが導入された62年11月からである。しかし、このルートが本来的な意味を持つてくるのは、66年1月に長期国債が発行され、その1年後の67年2月から国債買い上げ（無条件買いオペレーション）が行われるようになってからである⁽³⁷⁾。国債が本来再生産に外在的な存在である以上、趨勢的な信用需要に対応して行われるその買い上げによる日本銀行信用供給が国民経済的に外在的であることはもちろんである。しかし、それがその外在性を顕現させたことはなかった。前述のとおりである。しかも、その再生産的な性格とは別に、金利政策に即した売買操作によって季節的な市中金融調節の1つの手段となってくる。その限りでは、それは再生産的には中立的といわねばならない。

つぎに手形売買操作が開始される。手形市場の創設は71年5月だが、日本

銀行がそこでオペレーションを始めたのは、72年6月からである⁽³⁸⁾。短資会社との市場売買が中心だが、金融機関との相対取引も行われる、理論的には手形再割引であり、その市場は季節的な信用需給の調節という課題を担う現代日本的な手形再割引市場にほかならない。その意味で、その取引の再生産的性格は国債買い上げ操作による場合とは異なり、貸出の範疇に含めて考えることができる。なお、80年代になると、短期的な信用調節や市場間（銀行間市場と公開市場）の金利裁定の円滑化を目的としてオペレーション手段（対象、手法）の多様化が図られてきている⁽³⁹⁾⁽⁴⁰⁾。それによる信用調節が再生産には中立的であることはいうまでもない。

4. 日本銀行信用の供給(2) ——その動向——

日本銀行信用供給の実際に視点を進める。それは第5表に示されている。貸出及び手形・債券売買操作によって供給された日本銀行信用は、86年2兆572億円、87年1兆596億円、88年2兆5713億円、89年5兆5864億円にのぼっている。それだけで低金利政策が忠実に実行されているようにみえるほど巨額である。しかし、日本銀行は以上の金融調節ルートによる信用供給だけで史上最低の公定歩合水準を維持できたわけではない。それは外国為替市場ルートから「財政資金」として市中に供給された信用との関係で金融が調節された結果にすぎないからである。

第5表 日本銀行信用の供給

(単位：億円)

年	項目	貸出	債券・手形売買操作	外国為替市場介入	合計
1985		11,079	37,929	△ 7,931	41,077
86		20,658	△ 86	21,155	41,727
87		442	10,154	54,273	64,869
88		19,071	6,642	8,042	33,755
89		△15,288	71,152	△29,325	26,539
90		△ 6,420	△33,562	△19,149	△59,131

- 注 1) 本稿Ⅳ節2項の考察にもとづき、日本銀行「資金需給」から作成。
 2) 債券・手形売買操作は買入手形、TB売買(90年から)、FB売買・償還、債券短期売買及び債券売買の合計。
 3) △は回収、あるいは売却超過を表す。

出所 日本銀行編『経済統計年報』1992年。

外国為替市場介入実績をみよう。86年のドル買い介入実績は、同年の為替円高はつぎの87年のそれに比べるとまだその半分（1ドルにつき約20円）程度だったことによる。87年の大規模な買い操作は、同年は（為替円は160円ラインを突破して120円台に突入するという）急激な円高過程にあり、その抑制が意図されたことを物語る。「円高不況」の深刻化が懸念されたからである。

88年も買い介入が行われているが、小規模にとどまっている。為替円相場は120円台で推移し、過度な変動が生じなかったからである。それはまた、円相場120円台が当局が当時受け入れていた目標相場だったことを示している。89年には一転して3兆円に届こうという規模の売り介入が行われた。ただし、このルートによる信用は3月までは小幅だが、供給超過であり、回収超過は4月以降90年4月までのことである⁽⁴¹⁾。輸入が増え出したとはいうものの、為替円の軟化によって輸出が刺激され、経常収支黒字が拡大することが懸念されたためである。

以上からつぎのことが指摘できる。まず、86年については2兆1155億円、87年については5兆4273億円ものドル買い上げがなされたうえに、それぞれ2兆572億円、1兆596億円の信用が金融調節的に供給されていることについてである。これは、両年においてはドル代わり金は不胎化されていないことを意味する。「円高不況」対策として信用供給（市中金融緩和）に万全が期されたためであろう。

したがって、翌88年も低金利政策が継続されたが、前年ほどの信用の追加供給の必要はなかった。合計で3兆3799億円の供給超過ですんでいる。89年には後半から引き締めが始まる。貸出と為替市場介入が信用の回収超過となっているが、手形・債券売買操作によるその大幅供給超過によってそれが中和され⁽⁴²⁾、結局信用供給は前年よりさらに減少している。

5. 金融機関行動の資金的基礎

以上のように、86年以降89年前半まで日本銀行信用は外国為替買い介入をメインとして緩和的に供給された。金融機関は支払準備金（日本銀行預け金）を追加的に増強させることができた。貸出をさらに増やすことができる。そ

れは実体経済（現実的資本形成）に入っていく限りで景気に対し浮揚力となる。事実、すでにみたように87年初めには不況を抜け出すことができていた。しかし、その後の過程で後続する貸出がその受け入れ限度を越えて行われるならば、それは利潤（現実的資本形成）ではなく投機利潤を求めてうごめくことにならざるをえない。

86年以降金融機関は日本銀行による緩和政策のもと貸出を積極化しうる環境を与えられた。しかし、それだけでなく、金融機関はそれまでにみずからも投機利潤に参加できる盤石な資金的基礎を築き上げていた。大量保有国債に対して政府から多額の利子が支払われてきていたからである。というのは、それは金融機関にとってももちろん利潤だが、その再生産的な性格からしてつぎのように擬制資本市場回帰性をもつからである。

まずその巨額性を85年度分について単純計算によって確かめよう。金融機関の保有高は38兆9053億円であり（第6表）、年利7%（80年度から84年度までの間の中長期国債の表面年利率は8.5%～5.8%で推移しているので、その平均をとると、7.15%）として、2兆7200億円余りの利子がそこに帰属する。85年の日本銀行信用供給総額4兆1000億円余（第5表）の半分以上にのぼる額である。

第6表 国債所有者別現在額

（単位：億円，%）

項目 年度末	登 録 債					発行債	合 計
	政 府	政府関係 機 関 等	日本銀行	金融機関	そ の 他		
1985	409,021 (29.9)	2,304 (0.2)	44,423 (3.3)	389,053 (28.5)	387,131 (28.3)	134,172 (9.8)	1,366,104 (100)
86	484,317 (32.9)	2,612 (0.2)	36,346 (2.5)	428,709 (29.1)	404,171 (27.4)	117,102 (7.9)	1,473,257 (100)
87	548,035 (35.6)	3,236 (0.2)	58,169 (3.8)	468,727 (30.4)	370,278 (24.0)	92,685 (6.0)	1,541,130 (100)
88	605,001 (38.0)	3,069 (0.2)	32,894 (2.1)	533,002 (33.5)	338,383 (21.3)	78,599 (4.9)	1,590,948 (100)
89	618,092 (37.9)	3,080 (0.2)	68,045 (4.2)	527,818 (32.4)	344,815 (21.1)	69,127 (4.2)	1,630,977 (100)
90	640,368 (38.0)	3,792 (0.2)	88,294 (5.2)	509,206 (30.2)	377,630 (22.4)	66,181 (3.9)	1,685,471 (100)

注 カッコ内の数字は構成比。

出所 大蔵省編『国債統計年報』各年報。

それはもちろん85年度だけのことではない。75年度以降国債発行の大量化によるクラウディング・アウトの裏で潜行していたことであり、85年度にいたるまでに金融機関にはそのような資金が大量累積していたのである。しかし、それは実体経済（利潤の生産とその利子への分割の関係の形成）を通過して行われたわけではなかった。そこからその資金の再生産的性格が規定される。すなわち、（利潤を生み出すために借り入れられ）実体経済に入っていく可能性はきわめて低いということである。その源泉を同じくする擬制資本市場に回帰し（金融機関の株式保有増加）、そこを回遊するというのがその再生産的な本性にほかならない⁽⁴³⁾。

しかも、後論のために重要なことは、再生産的にそのような性格をもつ民間資金がとくに80年度以降事業法人（及び個人等）の手元にも大量形成されてきていたということである。事業法人・個人等の国債保有は別稿で観察したように、80年度以降増加し出し、その割合は82年度を境に市中金融機関とほぼ同じ（20%台後半）にまでになっていたからである。85年度でみると、金融機関に支払われたのとはほぼ同額の国債利子が事業法人（及び個人等）に支払われたことになる（第6表）。それは現実資本形成には向かわず、景況の回復に促されてその母体たる擬制資本市場に流入し、再生産的にはそこで空転するであろう。繰り返しになるが、実体経済（利潤）とは無縁な源泉から生み出された利子（資金）だからである。

さて、86年以後金融機関は以上のように、日本銀行信用によって支払準備金を追加的に増強できただけでなく、再生産過程とはかかわりのない源泉からも大量資金を利潤として得ることができた。それでは、それらにもとづいて金融機関は実際どのように行動し、その結果何がもたらされたのか、以下ではそれを検証していこう。

6. 金融機関の貸出

第7表は銀行（全国銀行及びそのうち都市銀行13行）の貸出金（残高）の増加状況を示している。貸出の伸長はまず都市銀行に現れている。87年第3四半期当たりまで顕著である。しかも、すぐ後に確認するように、そのような貸出増加は特定の業種への集中度を高めつつ行われたのであり、88年後半

以降いわゆる資産市場取引が投機化していく道筋はここにつけられたといえることができる。

しかし、87年最終四半期以後は都市銀行の貸出伸び率は低下し出し、88年第4四半期からは停滞している。公定歩合が2.5%に引き下げられたのは87年2月であり、同年の日本銀行信用はこの間最高額に達していた。87年末からの都市銀行の貸出金増加の推移はどのように理解すべきか。前段の指摘とは矛盾しないか。

それは、80年代後半以降の金融機関とりわけ都市銀行の営む貸出にはじつは第7表でその伸び率を計算された貸出金以外のものがあるためである。84年6月居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化に始まるユーロ円取引に注目しなければならない。金融の国際化はすでに日本の信用制度の深部に及んでおり、その流れに乗った都市銀行（大手為銀）は国内から海外店に円を送金し、それを国内向けに貸し付けるユーロ円インパクト・ローンを展開し出したのである（第8表）。ちなみに、89年末でみると、都市銀行の貸出金残高は195兆5227億円だから、ユーロ円貸付金残高はその6.8%程度にもなる。すなわち、第7表では都市銀行の貸出状況は87年末から低下傾向を示しているが、実際は貸出が抑えられたのではなかった。それは積極的な信用供給を行ったのである。

ここで全国銀行の欄に目線を移す。86年末から87年第3四半期まで（上伸期）、及びそれ以後89年

第7表 銀行の貸出金残高の伸び
(単位：%)

項目		全国銀行	都市銀行
年月末			
1985	3	13.8	13.1
	6	12.9	13.6
	9	11.6	12.6
	12	12.7	14.2
86	3	11.8	13.8
	6	12.3	13.9
	9	12.5	14.3
	12	12.9	14.4
87	3	13.1	14.4
	6	13.7	15.2
	9	13.5	14.1
	12	12.6	13.7
88	3	12.1	12.9
	6	11.6	12.2
	9	10.8	11.4
	12	10.3	10.4
89	3	10.6	10.1
	6	22.6	9.7
	9	24.3	10.9
	12	23.5	10.4
90	3	24.8	11.2
	6	11.4	10.8
	9	8.9	9.0
	12	7.5	7.5

注 対前年同月末の増加率。
出所 日本銀行編『経済統計年報』各年報。

**第8表 邦銀海外支店の居住者向け
ユーロ円貸付金残高 (単位:十億円)**

年月	項目	短期	中長期	合計
		1986	6	627
	12	1072	—	1072
87	6	2739	—	2739
	12	5180	—	5180
88	6	6141	—	6141
	12	7488	—	7488
89	6	8720	19	8739
	12	10955	2283	13238
90	6	13680	4698	18578
	12	15123	7741	22864

出所 大蔵省編『国際金融局年報』平成3年版、150ページ別表63。

第1四半期まで(低下期)の推移は、都市銀行のそれに大きく影響されていることがわかる。注目点は89年第2四半期から90年第1四半期まで高い伸びが示されているところである。これは都市銀行以外の銀行もその間貸出を大きく伸ばしたことを意味している。それでは、それはどこに向けられたのか。

れたのか。

全国銀行の業種別貸出先をみよう。その間大きな伸びを示しているのは、証券・保険以外の金融業(以下ではノンバンクとする)、不動産業及び個人の3業種である。第9表はそれらの前年比増加率と貸出総額に占める割合を表している。まず構成比をみると、それら3業種のそれは85年の23.7%から89年には36.1%にも増加している。製造業のそれが26.1%から16.7%に減少しているのと対照的である。それは産業構造の変化の反映でもあり、それがこの間急激に進展していることを物語っている。

つぎに前年比伸び率を問題の89年についてみると、個人のそれが断然高く49.1%にも達している。それに比べると見劣りするとはいえ、不動産業、ノ

第9表 全国銀行貸出残高の業種別構成比と伸び率 (単位:%)

年	項目		証券・保険業 以外の金融業		不動産業		建設業		個人		製造業	
	1985	6.8	15.4	7.7	23.2	5.7	11.3	9.2	8.1	26.1	5.1	
86	7.9	28.3	9.6	36.8	5.5	6.5	9.8	16.2	23.6	△0.9		
87	9.1	26.6	10.2	16.8	5.2	4.1	11.3	26.8	20.5	△4.7		
88	9.6	12.8	10.9	14.5	5.1	5.6	12.6	19.7	18.7	△2.0		
89	9.4	21.7	11.5	30.3	5.4	29.2	15.2	49.1	16.7	9.8		
90	9.2	3.2	11.3	3.5	5.3	4.2	16.3	13.0	15.7	0.0		

注 各項目の左側の数字は構成比、右側の数字は対前年伸び率を示す。

出所 日本銀行編『経済統計年報』各年版。

ノンバンクともそれぞれ30.3%増, 21.7%増の高い伸びを示している。しかも、ノンバンク向け全国銀行貸出はそこを經由して不動産業に貸し出されたこと、またこの89年に限っては建設業の伸び率が29.2%にも達していることを見逃してはならない。90年にはいずれも伸びを大きく減退させている。貸出が収縮した現れである。

以上、86年以後日本銀行信用供給に支えられて拡大された全国銀行の信用創造能力は、まずはおもにノンバンク、不動産業及び個人の3業種に重点的に向けられ、そのような信用創造活動のいわば到達点が89年のそれであり、その対象は同年には建設業にも及んだ。そして、翌年にはその整理を迫られることが確認できた。

それでは、そのような全国銀行の信用創造活動は88年から89年にかけて何をもたらしたのか⁽⁴⁴⁾。通常資産市場といわれる土地市場を含む擬制資本市場における投機の激化であり、個人消費ブームである。土地市場から取り上げる。

7. 土地市場の投機化と金融機関

84年5月「金融自由化と円の国際化」を盛り込んだ日米円・ドル委員会報告を受けて、東京金融市場の国際化が喧伝されるようになった。東京の商業地における外国金融機関によるオフィス需要が強まる。企業の東京への本社移転及び東京における本社機能の拡充、東京での情報・サービス関連の新企業の成立などによって、すでに前年から始まっていた東京商業地価格の高騰は一段と弾みがつく⁽⁴⁵⁾とともに、設備投資も誘発される(第1表)。

好循環が始まった。それが突然の為替円高によって反転する。「円高不況」に陥る。しかし、それにもかかわらず、地価上昇(6大都市商業地)の腰が折られることはなかった(第10表)⁽⁴⁶⁾。そして、早くも86年末までに、遅くとも翌年初までに「円高不況」を脱して始まった好況は、87年末から88年初めまでにその頂点に達し、その間実需を反映して土地市場は活況に沸く。

しかし、その後も金融緩和と政策は続行され、土地市場取引は再生産的基礎(実需)を離れてつぎのようにして投機化していく。

88年には主要企業(製造業)では経常利益の伸びが鈍ってきたにもかかわらず

第10表 住宅地価格の上昇率 (単位：%)

項目 年度末	(6大都市以外の) 全国市街地		6大都市	
	住宅地	商業地	住宅地	商業地
1984	2.7	3.2	5.5	12.8
85	2.2	4.1	9.6	28.9
86	4.5	7.8	27.0	33.9
87	8.4	13.3	23.1	41.6
88	5.5	10.1	15.3	25.1
89	12.7	14.2	33.2	27.7
90	11.5	9.7	2.1	3.3

出所 日本銀行編『経済統計年報』1992年。

らず、設備投資が大きく上伸する(第2表)。それはつぎのことを意味した。現実資本に転化した信用(銀行信用・資本信用)は、生産された剰余価値を実現してそのなかから返済され、好循環を描くものだが、そのような循環に円滑性が欠

け出した(経常利益の伸びの減退)にもかかわらず、他方で現実資本の形成(設備投資)が続けられた。

言葉を換えよう。信用と返済の循環とは貨幣資本と現実資本の循環のことであり、前者の循環の不円滑化は現実資本の過剰の顕在化のみならず貨幣資本の過剰の顕在化を意味する。貨幣資本は現実資本への請求権であり、後者の形成は前者の供給なしにはありえないからである。日本銀行が金利引き上げの2度目の機会を失した88年夏の日本経済は、そのような状況にあった。事実、現実資本の過剰性は89年にまず主要企業のうち製造業で現れた。総売上高、設備投資、経常利益のいずれも明確な下落を示している。

しかし、その間調整は行われないうまま、日本銀行信用とそれに基礎づけられた全国銀行の信用供給は拡大的に続けられ、しかもそれはノンバンク、不動産業向け及び建設業へ集中化する。現実資本の過剰が顕在化し、その形成に向けた信用需要が細ってきたために、言い換えると、現実資本の過剰化のためにその授信が再生産過程のなかに入り込めなくなったために、全国銀行にはその信用創造能力に余力が生じた⁴⁷⁾からであり、しかもその余力はつぎのような理由でそこに向けられる以外にないからである。

すなわち、授信能力には余裕があるのに、授信に対する返済の基礎を現実資本が生み出す利潤に求めえなくなった全国銀行は、その基礎は流通過程で発生する利潤(投機利潤)でもよとせざるをえなくなったからである。ノンバンクや不動産業の資本としての運動形式は投機資本と同じである。安く借り入れて(安く仕入れて)高く貸す(高く売る)といういわば値鞘稼ぎが

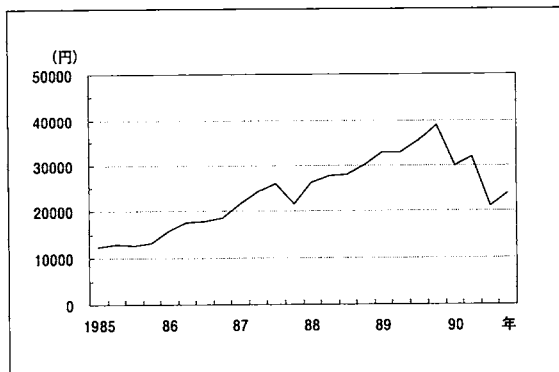
その本質だからである。したがって、それらは土地市場(売買差益実現の場)の活況に加えて受信の容易化(購買力の追加)という条件が整えば、そこにおいて投機資本的活動を必然的に展開する。建設業の89年度だけの受信の伸びの激増は、それがノンバンクや不動産業による仮需取引に乗ってビジネス・オフィス供給を激増させたことを物語る。

8. 株式市場の投機化と金融機関

株式市場に対象を移す。株式ブーム(第3図)については個人や事業法人による金融資産運用、いわゆる「財テク」行動が広く知られている。金融機関の融資活動が密接に絡んでいた。しかし、ここではそれらは論じない⁽⁴⁸⁾。88年度になると経常利益の伸びに陰りがみえてきたにもかかわらず、低金利状況のもとで株式ブームは続き、株価は89年度に入っても上がり続けたことをもって株式市場の実体経済からの乖離(投機の過熱化)現象とみなす。そして、上場株式の所有者別分布の推移(第11表)にもとづき、その間に株式の相互持ち合いが深化していったことを明らかにする。

すでに指摘したように、金融機関は85年度までに国債利子の受取を通じて、再生産的にみて株式取引を積極化しうる資金的基礎のうえに立っていた。株式市況が回復すれば、それは実行に移されるであろう。実体的に不況から抜け出すのは87年初めのことであり、株式発行市場の活況化は後述のように87年に始まるが、株式流通市場では早くも85年末から活況化が兆し(第3図)、金融機関にはそれを行動に移す機会が到来した。その上場株式保有比率に現れている。すなわち、それは

第3図 日経平均株価の推移



注 各四半期末。
出所 『日本経済新聞』。

第11表 上場株式の所有者別分布

(単位：%)

項目 年度	政府・地方 公共団体	金融機関	投資 信託	証券 会社	その他の国内 法人	個人	外国人	合計
1986	0.9	41.7 (6.0)	1.8	2.5	24.5 (5.4)	23.9(△1.6)	4.7	100
87	0.8	42.2 (6.5)	2.4	2.5	24.9 (7.2)	23.6 (3.8)	3.6	100
88	0.7	42.5 (6.4)	3.1	2.5	24.9 (5.2)	22.4 (0.3)	4.0	100
89	0.6	42.3 (4.2)	3.7	2.0	24.8 (4.6)	22.6 (5.9)	3.9	100
90	0.6	41.6 (1.0)	3.6	1.7	25.2 (4.1)	23.1 (4.9)	4.2	100

注 カッコ内は対前年度増加率。

出所 日本銀行編『経済統計年報』1992年。

85年度には39.3%だったが、86年度からはじめて40%台に乗り、87年度～89年度は42%強を維持している。

同じくその比率が上昇しているのは投資信託である。これは金融機関と並んで投資信託(特定金銭信託、ファンド・トラスト)がその間の株価形成(株価押し上げ)上大きな役割を果たしたことを示唆しているが、ここでは取り上げない⁽⁴⁹⁾。それに対して、個人は比率を低下させ、事業法人(「その他の国内法人」)のそれはほぼ不変である。個人の保有分が金融機関(及び投資信託)に流れ、事業法人の株式投資行動は株式市況に対しては中立的だった、つまり金融機関と事業法人の間では相互的ではなく金融機関が一方向的に保有を増やしたようにみえる。

しかし、その見方は正しくない。第一事業法人はすでに指摘したように金融機関と同じく、再生産的に株式投資に向かうべき遊休資金を大量擁していたのである。対前年度増加率に現れている。金融機関も事業法人もそれはほぼ同じような最高の増加率で推移しているとおりである。また、個人も86年度は別として、わずかではあるが、伸びを示している。これは何を意味するのか。公募増資(新株式発行数)の業種別構成比の変化(第12表)をみてみるとわかる。

好況(実需)に基礎づけられた流通市場の活性化は、87年度には前年度比3.3倍もの発行市場の拡大(増資)をもたらした後、投機化が始まる88年度にはさらにそれを2.2倍増にさせ、89年度には1.3倍増にさせるというように、3年間で上場株式数の激増を導き出している。しかも、金融機関の増資が85年度以後とりわけ87年度、88年度に激増し、その傾向は89年度まで続い

第12表 公募増資の業種別構成

(単位：%，億円)

年	項目 製造業				非製造業	うち金融・ 保険業		合計 (合計額)
		うち化学	うち鉄鋼	うち電機		うち商業		
1984	60.5	4.4	0.7	36.6	39.5	14.7	16.1	100 (6513)
85	32.6	2.1	1.1	11.1	67.4	8.2	46.3	100 (6316)
86	23.7	2.7	0.0	3.5	76.3	18.3	41.2	100 (20839)
87	12.1	1.4	0.0	2.0	87.9	6.1	74.5	100 (45638)
88	15.6	1.9	0.2	5.2	84.4	10.3	65.8	100 (58303)
89	36.0	4.5	9.9	5.7	64.0	10.7	48.0	100 (19754)
90	41.5	8.2	12.8	6.5	58.5	17.4	36.8	100 (8148)

出所 東京証券取引所編『証券統計年報』各年版。

ていることが重要である。

そのような金融機関の集中的かつ大量な増資は事業法人という受け皿があったから実現でき、その結果が事業法人の保有の伸び率に現れた。つまり、所有者別分布だけをみると、金融機関は一方向的に株式保有を増加させたようにみえるが、そのじつ事業会社との相互持ち合いは深化し、そのうえに金融機関は株式保有の積み増しを図ったのである。極端ないい方をすると、金融機関の増資は事業法人株の積み増し保有に必要な原資を得るためだったということになる。株式市場が投機化し、それにつれて株価は高騰を続けていたために、金融機関はそのように行動でき、個人もまたそこへの参加を刺激され、保有比率を低下させながらも保有額は増加させていたのである。

一般に増資は（その他の条件は不変として）自己資本比率を引き上げる。しかし、うえのような金融機関の行動はいわば資本リスクの担保たるべき自己資本をリスク金融資産（株式）で保有することを意味する。その価格下落に直面すると、自己資本比率は決して高くはなかったという実態が暴露されるはめに陥る（BIS 規制への抵触）。

9. 消費者信用の激増と個人消費ブーム

全国銀行信用は消費者信用として個人向けに拡大的に創出されていた。89年には前年比伸びは49%を越えていた（第9表）。それによる購買力はどこに向けられたのか。まず、土地市場の活況とその投機化は個人には地価上昇に先立つ住宅投資を刺激する。後にみるように、所得の増加は見込め、実際

に増加していたからである。そのような意味では、個人も住宅ローンの組成を促されることを通じ、土地投機に参加させられたことになる。住宅投資の動向をみてみよう。

その国内総支出構成比には目立った変化はみられない。しかし、対前年度名目増加率(カッコ内は実質)は85年度から90年度まで順次3.8%(2.7%), 9.6%(10.6%), 28.9%(26.3%), 6.1%(4.9%), 5.9%(1.0%), 9.1%(4.9%)と推移している⁽⁵⁰⁾。88年度以降伸びが落ちているのは、住宅地もとりわけ6大都市では商業地のそれに引きずられて価格高騰が進み(第10表)、その煽りを受けた結果であろう。

つぎに国民経済計算上の個人消費支出に目を転じる。86年度から90年度までのその前年度比名目増加率(カッコ内は実質)は順次3.9%(3.8%), 4.4%(4.1%), 5.5%(5.5%), 6.2%(3.7%), 6.3%(3.6%)と推移し、年度を追うごとに上伸している⁽⁵¹⁾。これはいうまでもなく個人消費の大型化を意味する⁽⁵²⁾が、金融資産取引で得られた投機利潤(キャピタル・ゲイン)の支出(超大型個人消費)を含んでいるものの、基本的には個人向け全国銀行信用の供給に支えられたものである。

個人にそのような信用による住宅投資を含む消費(購買)を刺激したのは、好況の進展が雇用の拡大を通じてもたらした所得の増大である。それは信用による将来所得の先取り(個人消費ブーム)を誘発する。完全失業率はそれを86年度から90年度まで順次みていくと、2.8%, 2.8%, 2.4%, 2.2%, 2.1%と低減し、他方国民所得の対前年度伸び率は反対に、86年度から順次3.8%, 4.6%, 6.3%, 6.9%, 7.1%と年度とともに高くなっている。

以上のように88年後半以降とりわけ89年には、いわゆる資産市場のみならず個人消費市場でも信用(貨幣資本)の過剰形成が進む。しかも、それは実体経済の悪化(現実資本の過剰)を覆い隠しつつ進む。しかし、その覆いが破れるのは時間の問題であった。一方に支払能力を持たない「現実資本」(過剰設備)の山、他方に回収できない債権(不良債権)の山が現れ出る。89年が終わると明らかになることである。

- (27) そのような制度が形成された経緯は、宮田「規制的金融制度の確立と日本銀行」『金沢大学経済学部論集』第23巻第2号（2003年3月）24-33ページ、参照。
- (28) 為替介入操作においては周知のとおり、日本銀行は大蔵大臣（財務大臣）の代理人として行動するだけであり、（国際金融協力の場合は別として）その行う外国為替取引は外国為替資金特別会計との取引に限られる。たとえば、後者が外国為替資金証券（財務省証券）を償還するために保有外貨を手放す必要がある場合に、その相手方となる場合である。
- (29) 宮田「日本銀行信用と資本蓄積（続）」『金沢大学経済学部論集』第24巻第2号（2004年3月）38-39ページ。
- (30) 後述するように、それは現金的信用創造の基礎となる。それに対し、再生産に内在的な日本銀行信用は振替的信用創造と現金的信用創造を一体化させた信用創造の基礎となる。
- (31) 宮田「日本銀行信用と資本蓄積（続）」16-17ページ。
- (32) 以上の分析は、日本銀行の信用供給の方法に対し「内在的か外在的か」という角度から接近するのはよいとしても、それを二者択一的に捉えようとする見解の誤りを示唆している。わが国では70年代初めと90年代初めにいわゆるマネー・サプライに関する論争が起こっているが、それは以上のように外国為替市場介入も日本銀行信用の供給方法（管理通貨制度）に含め、それらの歴史的な推移をもとに総括される必要がある（建部正義『貨幣・金融論の現代的課題』大月書店、1997年、第6章は、そのような把握、認識に欠けている）。それらの論争が起こった背景には、とりわけ外国為替市場を通じる外在的な日本銀行信用の供給ルートが、後述するようなその内在的な供給ルートを抑えて前面に出てきたという、70年代初め及び80年代末の歴史的な状況があった。
- (33) 中央銀行信用によって総括される銀行間信用は、銀行信用（手形割引、当座貸越）を基礎として成り立ち、そして銀行信用（預金設定）は企業間流動資本取引（商業流通）に対して与えられ、その支払準備金は所得貨幣（一般的流通貨幣）から形成される（くわしくは、宮田『資本と金融』（晃洋書房、2002年）第4～第6章参照）ということから自明である。
- (34) くわしくは、宮田『資本と金融』第9章参照。
- (35) 日本金融史上のこととしていえば、特殊銀行制度を理論化したものである。現代的には長期信用銀行とか信託銀行にはかならない。
- (36) フィリップスの信用創造論における「本源的預金」とは、再生産論的にみてこの預金のことである。
- (37) 宮田「日本銀行信用と資本蓄積（続）」16-17ページ。
- (38) 同、44-45ページ
- (39) 対象はFB（81年5月）、CD（86年3月）、CP（89年5月）、TB（90年1月）などへ広げられ、国債については現先取引も導入されている（87年12月）。また、97年

11月からは現金担保付き国債借り入れ(レポ)オペレーションも始められ、99年3月には社債などを担保とする手形買い入れオペレーションが実施されている。

- (40) 71年8月には手形売付制度が創始されていたので付言しておく。これは日本銀行を受取人であると同時に支払人とする同行振り出し為替手形の売出を指すが、後述するようにドル買い上げによって過剰供給された信用の吸収目的のものであった。その手形は72年と73年に分けて買い戻されている(前原稿、18ページ(第7表)、50-51ページ)。
- (41) 日本銀行編『経済統計年報』1990年、33ページ。
- (42) そのような関連は89年6月1兆円余の為替売り操作に対する翌7月1兆1000億円の手形買入、9月2兆2000億円の手形買入に対する11月2兆円余の貸出回収(前掲『経済統計年報』1989年、34ページ)から明確にうかがえる。
- (43) これは生川栄治「金融革新の論理構造」『商経学叢号』(近畿大学商経学会)第34巻第3号(通巻第93号)1988年3月、52(370)ページの指摘に示唆を受けたものである。
- (44) その考察は通常「バブル経済」分析(たとえば、野口悠紀夫『バブルの経済学』(日本経済新聞社、1992年)第4章、第5章;宮崎義一『複合不況 ポスト・バブルの処方箋を求めて』(中公新書、1992年)3.;吉富勝『日本経済の真実 通説を超えて』(東洋経済新報社、1998年)第2章;奥村洋彦『現代日本経済論 「バブル経済」の発生と崩壊』(東洋経済新報社、1999年)第4章;田中隆之『現代日本経済 バブルとポスト・バブルの軌跡』(日本評論社、2002年)第4章など)として行われてきたものの一部と重なる。そこでは好況期から含めて「バブルの形成過程」とされるのが一般的だからである。
- 好況過程がその進行につれてバブル論者がいようなバブルを伴うのは当然である。実需が盛り上がれば、それにつれて思惑(仮需取引)が誘発されてくるのは、金本位制期でもみられたことである。もしこの時期にはそれがはなはだしく、それゆえバブルという言葉を使うとすれば、88年から89年にかけての状況に限られるべきである。金本位制のもとではありえなかったことだが、後述のように、現実資本の過剰化が顕現した後に仮需取引(投機取引)が盛り上がった経済状況に対してである。しかし、それにしても、「おわりに」の箇所ですべるような理由で、ことさらバブルという言葉を使うのは不適である、これがここでの考えである。念のためにいえば、この80年代後半に特有のことではなかったからである。
- (45) 国土庁編『国土利用白書』昭和62年版(大蔵省印刷局、1987年)20、21ページ。
- (46) 6大都市の商業地価格は一様に動いたわけではない。いうまでもないが、上昇率、タイミングには都市間格差がある(前掲『国土利用白書』32-36ページ;吉富勝『日本経済の真実』(東洋経済新報社、1998年)66-67ページ)。
- (47) これはいわゆる企業(とくに大企業)の銀行離れといわれる現象の金融機関における現れにはかならない。いわゆる企業の銀行離れ自体はそのオーバー・ボローイ

ングの解消として、中成長（投資の停滞）を背景に70年代後半から始まっていたことである（宮田「国債の累積と金融制度」31-32ページ）。しかし、ここにおけるその現象はとくに好況末期の現実資本の過剰化のために促されたものであることを強調しておく。

というのは、金融自由化とそれによって引き起こされた利鞘の縮小という、銀行のフランチャイズ・ヴァリュー（銀行が享受する各種の特権的価値）の低下をその原因とみなす見解（吉富，前掲書，74-81ページ）があるからである。銀行のフランチャイズ・ヴァリューの低下論自体はそのとおりである。しかし、それだけでは、ほかならぬ不動産部門へなぜ融資が集中したのかは説明できないのではないか。その点でのわれわれの考えはすぐ後述する。

- (48) さしあたり，宮崎，前掲書，129-141ページ；奥村，前掲書，112-136ページ；田中，前掲書，92-108ページ参照。
- (49) さしあたり，宮崎，前掲書，137-139ページ参照。
- (50) 出所は注(9)に同じ。次段以下に掲げる個人消費支出，失業率，国民所得に関する数字も同所による。
- (51) これは家計調査（全世帯）による消費支出の名目伸び率（カッコ内は実質）にも現れている。それは81年度から低下し始め，86年度には最低の1.1%（1.4%）にまでなっていたが，以後2.5%（2.2%），3.3%（2.7%），3.1%（0.2%），4.1%（0.8%）と推移している（出所は注(9)に同じ）。
- (52) 大型消費財を乗用車に代表させ，その86年から89年までの販売額の対前年増加率を示しておくとし，順次10.4%，6.3%，23.3%，25.5%である（経済企画庁編『経済白書』（大蔵省印刷局，1990年）457ページ）。

おわりに

現実資本の形成が過剰の域に達しているなかで供給され続ける日本銀行信用は，金融機関に対し借り手に価格差益を掬う取引（投機取引）を促すような信用創造活動を刺激する。その創造信用が再生産過程（現実資本の形成）のなかに入り込む余地はないからである。それゆえ，その取引は实体经济から遊離して営まれる，信用（借入）と価格差益による返済の自己運動を内容とするものとなる。88年後半以降89年を通じていわゆる資産市場（株式及び土地市場）において展開したことである。中成長期もその好況末期にそのように徒花を咲かせ，その終末を迎えたのである。

日本経済におけるそのような資産市場取引といわれる取引の熱狂状態は、そのときはじめて現出したのではなかった。(第2次)高成長期も同じようにその好況末期にはそのような状態に陥り、自己終焉を結果していた。株価は71年11月13日に2300円台に戻した後、73年1月24日5359円74銭の最高値へと、1年余りの間に2.3倍に高騰している。それに対し、今回は87年10月から89年12月までのほぼ2年2か月をかけて約1.5倍になっている(第3図)。また、地価は今回のように6大都市中心(第10表)ではなく、全国的に高騰していた。全国市街地の住宅地に限ってその72年度末以降75年度末までの価格上昇率をみておくと、順次14.4%、29.0%、26.1%、 Δ 4.0%である⁽⁵³⁾。

それでは、なぜ前回と今回とではいわゆる資産市場の動きにそのような違いが現れたのか。前回のそれは「輸出インフレ」「輸入インフレ」「信用インフレ」そして「財政インフレ」の各要因が結合してインフレーションの真性化が進む過程で、投機取引が土地市場を含む擬制資本市場のみならず卸売流通を下って一般的流通にも及んだ⁽⁵⁴⁾のに対し、今回のそれにおいては投機取引は土地市場を含む擬制資本市場内部でいわば自己回転し、そこからの利潤が個人消費を刺激することはあっても(一般的流通の拡大)、投機そのものが一般的流通を覆うことはなかったからである。

投機取引はそれが擬制資本市場のみならず総流通を覆い尽くし、しかも短期間に激化したという点では、今回よりも前回のほうがよりはなはだしいといわねばならない。高成長期終末のブームとその崩落(資本の蓄積過剰化とその自己破壊現象)に対する中成長期のそれとの違いである。そして、そのような違いは、具体的には、投機を引き起こしたおもな主体が前回は卸売流通(産業的流通)に位置する商社資本だったのに対し、今回は再生産的には周辺に位置するノンバンクと不動産業(そして追加的に建設業)だったことから生まれた。

(53) 前掲『経済統計年報』1977年、303ページ。6大都市の住宅地の価格上昇率は、宮田「日本銀行信用と資本蓄積(続)」66ページ(第11図)参照。

(54) 宮田「日本銀行信用と資本蓄積(続)」49-52、60-64ページ。