

バブルと銀行行動*

北原 徹

経済学

(1994年8月30日受理)

はじめに

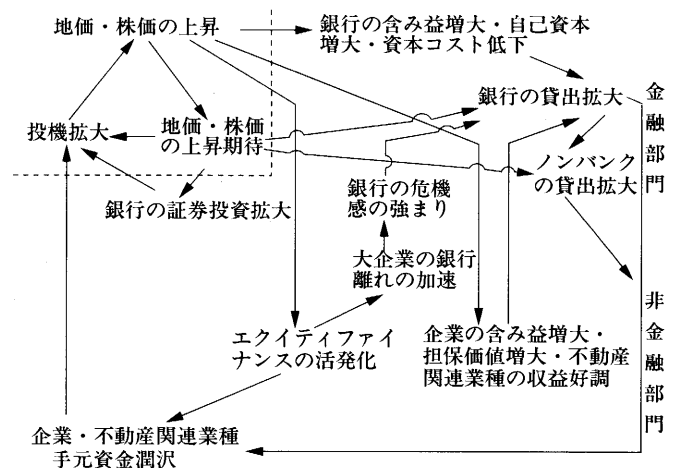
1980年代後半において日本の地価・株価は急騰に急騰を重ね、85年初を基準にピークで地価（6大都市）で3.1倍、株価（日経平均）で3.2倍にもなった。その後90年代に入ると、逆回転を始め、地価・株価は急落していった。こうした資産価格変動の大スイングは、歴史上も例を見ないほどのものであり、バブル（資産価格の自己増殖的高騰）が発生し、膨張し、崩壊していったプロセスと考えることができよう。バブルの発生・膨張と時を同じくして、むしろやや先駆けて、銀行は積極的な業容拡大行動を展開するが、バブル崩壊後には、一転してその行動は消極化することになった。こうした銀行の行動のあり方は、バブルの動きと深い関わりがあったと考えられる。本稿では、バブルの発生・膨張・崩壊のプロセスとメカニズムを分析すると共に、そのプロセスに深い関わりを持った銀行の行動について分析していきたい。

1. バブルの自己増殖メカニズム

時間的順序は逆になるが、バブルの発生について分析する前に、地価・株価といった資産価格が急騰を続け、バブルが膨張している局面・段階で働いているメカニズムを整理しておこう。その後、第2節においてバブルの発生プロセスを分析することにする。まず、資産価格が自己増殖的に高騰している段階において、それに関連した主要な要因の間の因果関係を図式的に表現しておこう。

図表1について、簡単に説明しておこう。左上の小区画の中の三角形の因果関係が、資産価

図表1 バブルの自己増殖メカニズム



* Bubble and Bank Behavior : Toru KITAHARA (Department of Economics) (Received August 30, 1994)

格が自己増殖的に高騰する基本メカニズム（以下、基本メカニズムと呼ぶ）である。現実の地価・株価の上昇は、さらなる上昇期待を生み出し、地価・株価の上昇期待はキャピタルゲインを目指す資産投機を拡大させ、投機拡大による資産需要増大は現実の地価・株価を上昇させ、上昇期待の正しさを裏付ける¹⁾。かくして三角形の因果関係は自己運動を続け、資産価格は自己増殖的に高騰することになる。こうしたバブルの自己増殖の基本メカニズムが構造的に成立するための条件としては、次の2つが挙げられよう。

①図表1で、基本メカニズム以外の残りの部分は、基本メカニズムを資金的に支える資金フローメカニズムである。資金フローメカニズムの存在は、バブルの自己増殖的拡大が持続するための必要条件である。

②地価・株価の期待上昇率 $>$ 借入金利、という予想が社会の中で広範化していること。資産投機の自己増殖的拡大・持続のためには、信用創造による継続的資金供給が不可欠である。上記不等式は借入資金による投機、信用創造による投機資金供給が行われる条件である（以下、投機条件と呼ぶ）²⁾。

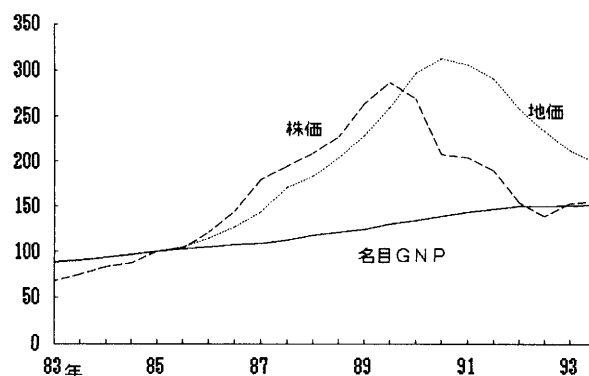
ここで、本稿の分析全体のベースになっている投機的金融（資産投機向け貸出）の特質・特殊性について、予め整理して述べておこう。通常、特定分野への貸出拡大は借入需要が満たされるのに伴い、貸出の飽和状態をもたらすと考えられる。ところが、資産投機向け貸出の拡大はそれ自体が、資産価格上昇→資産価格のさらなる上昇期待→資産投機のための借入需要増大、というプロセス（基本メカニズムの作動）を通じて貸出の飽和状態をもたらすことなく、さらなる借入需要を引き起こす（貸出が貸出を呼ぶ）点に特徴がある。そこで、資産投機分野への銀行間貸出競争は、一定の大きさのパイを銀行間で奪い合うのではなく、パイの大きさそのものを拡大させるという効果を持つことになる。こうして、金融は実物経済から自立化し、肥大化する。

しかし、バブルはいつかは弾ける。バブルが弾ける前に逃げた者は利益を得、逃げそこなった者は損失を被る。早々に逃げる者は意気地なしで、もうけそこない、逃げおくれた者はまぬけで、カネをすってしまう。このことは、資産投機向け貸出を行う金融機関についても当てはまる。逃げ後れた金融機関はババをつかまされ、不良債権を抱え込むことになる。

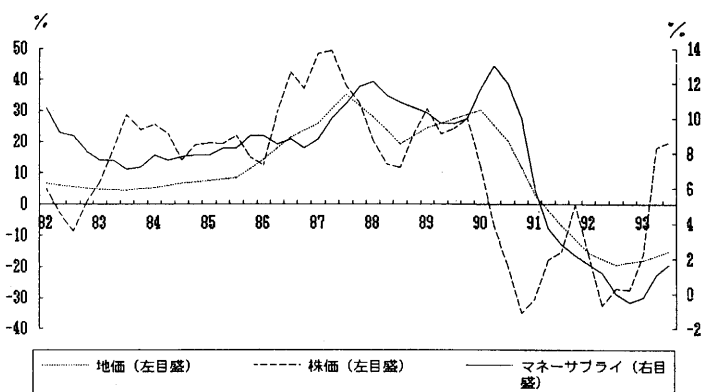
本章では、バブルという言葉は、ファンダメンタルズから乖離した資産価格という意味に狭く限定するのではなく、図表1の基本メカニズムが作動している状況下での資産価格とやや広く使っていきたい。従って、ファンダメンタルズからの乖離がいつ、どの程度の大きさに生じたかといったことを問題にする

図表2 地価・株価のバブル

(i) 地価・株価の推移



(ii) 地価・株価・マネーサプライの上昇率（対前年同期比）



(備考) (i) では、1985年上半期=100。

地価は6大都市市街地価格指数。株価は日経平均株価。マネーサプライはM₂+CD平残。

(資料) 日本銀行『経済統計月報』、日本不動産研究所「市街地価格指数」より作成。

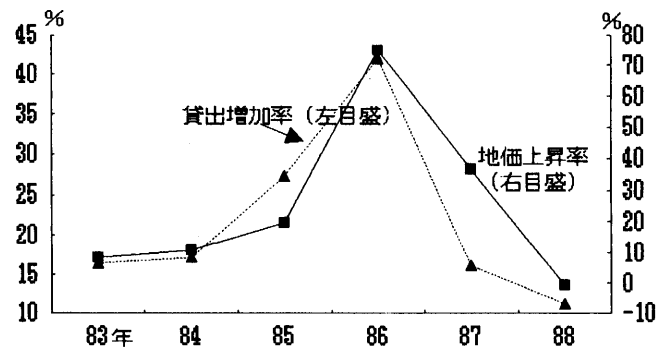
のではなく、図表1の基本メカニズムに焦点を当て、その発生、展開、崩壊を銀行行動との関連を中心に考察していきたい。基本メカニズムの発生、崩壊がいつであるのかという問題については、図表2の地価・株価上昇率の動き及び以下展開される分析内容から判断して、発生時点を1986年、崩壊（開始の）時点を株価については1990年、地価については1991年と考えることができよう。

2. バブルの発生プロセス

図表1に示されているのは、バブルの基本メカニズムが確立し、自立的運動を続けている段階で働いているメカニズムである。本節では、そうしたバブルの基本メカニズムが確立してしまう以前の段階での、バブルが発生してくるプロセスについて、基本メカニズムが立ち上がっていくプロセスについて分析しよう。

まず、地価のバブルについて考えていこう。地価バブルの発生プロセスを分析するには、地価高騰の発端であり、全国への地価高騰波及の源である東京の商業地の地価の動きに注目する必要がある。東京の国際金融センター化、東京への一極集中によるオフィス不足という実需要因（結果的に見れば、大幅に過大に見積もられていたが³⁾）もあり、東京都商業地地価は1984年頃から上昇率を高め、86年には74.9%の上昇を示した。この背後には銀行による不動産業向け融資の拡大がある。特に注目されるのは、東京を営業拠点とし、いち速く不動産向け融資を拡大していた都市銀行と信託銀行の動きである。両者の不動産業向け貸出増加の動き（信託勘定を含む）は、図表3に示されているように、ほぼ完全に東京都商業地地価の上昇に対応している。こうした銀行貸出の拡大に支えられて、東京の商業地地価の高騰が実現したと考えられる。東京都商業地の場合、過大に見積もられたとは言え、当初は実需要因によって地価上昇期待が存在していたと思われる。そうした状況の下で、土地取得が拡大し、資金が急速に流入し、投機的取引が発生し膨張するという事態が生じてきた。こうして、図表1のバブルの基本メカニズムが立ち上がっていき、自立的な運動を始めていったと考えられる⁴⁾。この動きが東京圏の住宅地地価に波及し、さらに地価上昇ムードを強め、全国に波及していった（第5節図表9参照）。

図表3 東京都商業地公示地価動向と都銀・信託の不動産業向け貸出



(資料) 国土庁『国土利用白書』平成元年版、日本銀行「経済統計月報」より作成

次に、株価のバブル発生について考察しよう。そのためには、1986年当時の「カネ余り」を取り上げる必要がある。当時の状況をいくつかのデータで整理してみると、実物経済的背景としては、法人企業部門の資金不足幅の縮小がある。82年の対GNP比3.9%（ピーク）→85年1.8%→86年1.3%（ボトム）→87年2.2%→90年9.0%（ピーク）。

企業金融面での動きを見ると、まず主要企業の手許流動性比率の推移は、82年度の1.09ヶ月分（除く短期保有有価証券0.75）をボトムとして、一貫して上昇傾向を示し、89年度にはピークに達し、2.02（1.58）となった。その後は反転低下し、1992年度で1.59（1.05）である。上昇幅が最も大きいのは85年度から86年度にかけてであり、85年度1.16（0.79）→86年度1.49（1.00）→87年度1.71（1.21）。

法人企業部門の金融資産運用／資金調達比率（両建て比率）は、82年52.7%（ボトム）→85年90.2%→86年99.9%（ピーク）→87年81.4%→92年3.5%であり、企業が、負債面の資金調達と資産面の金融資産運用との両建ての拡大（金融の自立的拡大・肥大化）を最も強めたのが1986年であることが分かる。

金融資産運用の中で、株式・投資信託・信託（特定金銭信託、ファンドトラストが中心）の占める割合は、86年には顕著に上昇している。83年4.6%（ボトム）→85年10.3%→86年28.4%→87年44.3%（ピーク）。

この時期、特金・ファントラは一気に膨張拡大し、その残高は、84年度末5兆円→85年10.7兆円→86年23.1兆円。

特金・ファントラで資金を運用したのは法人企業だけではなく、金融機関、特に資金運用難に悩む中小金融機関もそうであった。金融機関の信託（投信を含む）設定増加額は、84年中1.6兆円→85年2.5兆円→86年8.2兆円（ピーク）→89年5.3兆円。

こうした動きを反映して、全国銀行信託勘定で保有されている株式は激増している。85年中83.4%増→86年141.9%増→87年77.9%増。

株式市場の動きを見ると、株式の売買回転率は86年を境に急上昇している。85年0.48→86年0.76→87年0.98→88年1.00（ピーク）。

その中で86年に売買シェアを大きく高めているのは、金融機関と事業法人である。

こうした状況における、株価のバブルの生成プロセス、バブルの基本メカニズムの立ち上がりプロセスについて考えてみよう。図表2に示されているように、1983年以降株価は底固い動きを示している。これは、1970年代の原油価格高騰という制約から世界経済が解放されたことを基礎的条件としていると思われる。ともあれ、こうした株価の底固さを背景として、急速に金利が低下したことが株価の上昇と先高観を生み出したと考えられる⁵⁾。1986年に公定歩合は、1月の5%から11月には3%の水準まで急速に引き下げられていった。株価の先高観に基づく株式投資を極めて簡便に実行する手段を企業・金融機関に提供したのが、特金・ファントラという制度的装置である。1980年12月の法人税基本通達改正により特金・ファントラを利用した場合、有価証券の簿価分離が認められ、かつキャピタルゲインを信託配当の形でインカムゲイン化できる、という大きな利点が得られることになった。こうした措置は金融自由化の一環と考えられるが、これが株価のバブル発生につながった訳である。企業の特金・ファントラの大半は、財テク融資によって支えられていたと言われる（バックファイナンス付特金・ファントラ）。特に、特金・ファントラを受託する立場にある信託銀行は、バックファイナンスを絡ませた特金・ファントラの受託競争を展開することになった。融資難に悩む中小金融機関は直接に特金・ファントラを大いに利用した。また投資信託も86年には法人向け商品を積極的に開発し、急増させた。さらに低金利状況の中での個人の高利回り商品志向の強まりは、生保への資金流入を急拡大し、生保による株式投資・特金設定を増大させた。87年1月の政府のNTT株放出は、財テクムードを一気に煽り、舞い上がらせることになった。因みに、企業がエクイティファイナンスで調達した資金が、再び財テクに振り向けられ株価高騰を煽るといふ動きは、バブルの基本メカニズムの生成プロセスではなく、基本メカニズムが成立し、確立した段階（1987年以降）でのことである。非金融法人企業の株式・債券発行による調達金額は85年7.8兆円→86年9.1兆円→87年12.6兆円→89年26.3兆円（ピーク）となっており、87年から激増している。

バブルの基本メカニズムの立ち上がりプロセスについて、ここで再度整理しておこう。当初は東京の商業地に対する実需拡大による地価上昇、金利の急低下による株価上昇であったものが、土地に対する過大な実需見通し、特金・ファントラという株式投資を簡便に組織的に行う装置の存在、金融機関の積極的な融資姿勢という状況のなかで、投機的取引が急激に膨張し、図表1のバブルの基本メカニズムが

立ち上がっていき、自己運動的なバブルへと転化していったと整理することができよう。なお、当初の株価上昇の要因としては、金利の急低下が主要なものと考えられるが、東京の商業地地価急騰に象徴される日本経済の先行きへの強気の見通しも作用したであろう。

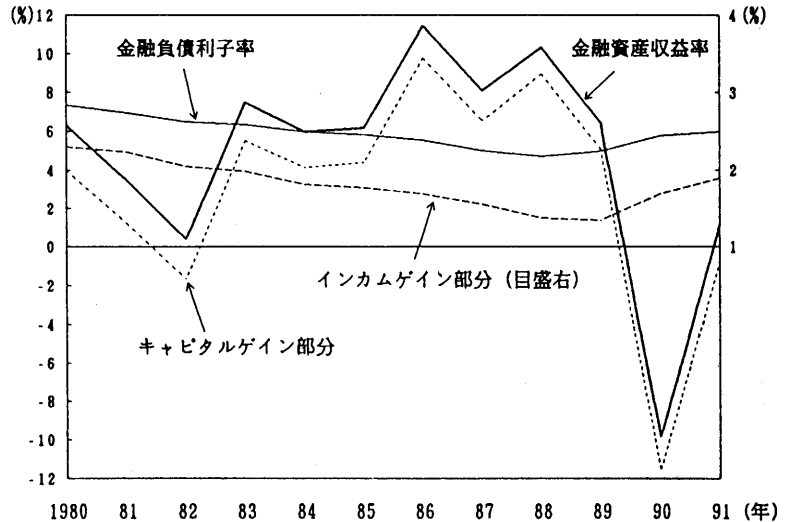
3. 地価・株価とマネーサプライ

地価・株価の高騰とマネーサプライとの理論的関連については、大きくわけて2つの考え方がありうる。1つは、マネーサプライの増加が先ずあって、それが資産購入に振り向けられ、その結果資産価格が上昇する（外生的貨幣供給）という捉え方である。もう1つは、地価・株価について何らかの要因によって上昇期待が発生し、あるいは上昇し出し、それに伴い資産への投資や取引が拡大し、それが銀行貸出を引き出し、マネーサプライを増大させる（内生的貨幣供給）という捉え方である⁶⁾。これまで述べてきたバブルの発生プロセス、基本メカニズムの立ち上がりプロセスの内容から考えて、1986年段階での地価・株価の高騰開始のメカニズムについては、後者の内生的貨幣供給の考え方が正しいと思われる。バブルの発生原因についての所謂「カネ余り」論では、先ずカネ余りが存在し、そのカネが資産購入に向かい、資産価格が高騰したと考えており、上述の外生的貨幣供給論であるが、それは事態を正しく捉えていないと思われる。そのことは図表2において、マネーサプライの上昇開始（87年半ば）が地価・株価の高騰開始（地価で86年の初め、株価で86年の半ば）に遅行している（外生的貨幣供給論が正しいければ、マネーサプライが遅れて変動することはないはず）ことから裏付けられよう。86年頃、前節で見たような企業の金融面でのポジションや取引の拡大が生じたのは、金融活動の拡大が収益面で有利だと判断されたからである。第1節で述べた、投機条件（地価・株価の期待上昇率 > 借入金利）が基本的には成立しており（図表4）、それを土台として、企業の金融活動・資産投機が急拡大し、それに伴い銀行貸出やマネーサプライも伸びていったということであり、上述の内生的貨幣供給論が想定する状況である。

86年当時の状況を、内生的貨幣供給論の立場からより立ち入って考察してみよう。当時のような設備投資停滞による企業部門の資金不足幅縮小という時期には、銀行借入の返済を通じて貸出やマネーサプライが内生的に縮小するというメカニズムが作動することになる。現実には借入返済の動きは生じている。全国銀行（信託勘定を含む）の製造業大企業（資本金10億円以上）向け貸出残高は、86年には借入返済により7.6%の純減となっている

（因みに、85年は1.6%の純減、87年は15.3%の純減）。しかし、全体としての銀行貸出残高はこの時期にもかなりの伸びを示している。経済の中で、一方では、借入返済を通じる貸出やマネーサプライの内生

図表4 企業の金融資産収益率と借入金利



(備考) 1. 経済企画庁「国民経済計算年報」により作成。
 2. インカムゲイン部分は、受取利子及び配当の金融資産残高に対する比率。
 3. キャピタルゲイン部分は、金融資産の調整勘定の額の金融資産残高に対する比率。

(資料) 『経済白書』平成5年版183ページ。

的縮小という動きが生じ、他方では、金融取引・資産投機の有利性から借入を拡大するという動きが生じ、後者の動きが強いことの結果として差し引き貸出が伸びていったということである。財・サービスの取引だけでなく、資産の取引も含めて、経済が全体としての取引に必要とする貨幣が内生的に供給されている事態だと捉えることができよう⁷⁾。

次の問題として、バブルの自己増殖メカニズムが確立し、自己運動を続けている段階における、地価・株価とマネーサプライとの関連については、どう把握すべきだろうか。その段階においては、図表1に示されているように、地価・株価の高騰とマネーサプライの増大との間には相互促進的な関係が成立することになる。しかし、バブルの自己増殖過程において基本となり、運動の中心となるのは、図表1の基本メカニズムの部分であり、資金フローメカニズムはあくまでそれを支える役割を果たすものと考えられるべきであろう。その意味で、マネーサプライが主導的であるとは考えられず、基本メカニズムの作動により銀行貸出やマネーサプライの増大が引き起こされるという内生的貨幣供給の考え方が正しいと思われる⁸⁾。また、バブルが膨張している時期においても、図表2に示されているように、マネーサプライの動きが地価・株価の動きに遅行していることは、外生的貨幣供給論の考え方が誤りであることを示している。図表2において、株価も地価もマネーサプライもすべてバブル期に2つの山を形成しているが、その時間的順序は株価、地価、マネーサプライの順である。第1の山は株価で86年後半から87年前半、地価で87年半ば、マネーサプライで87年の終わりから88年の前半であり、第2の山は、それぞれ、88年の終わりから89年、89年の後半から90年の前半、90年の初めから半ば以降までである⁹⁾。

最後に、バブル崩壊以後の92、93年には、マネーサプライや銀行貸出は伸び悩み、ゼロ成長といった状態であり、地価・株価も低迷を続けている。この状態を、マネーサプライの伸び悩みが原因で地価・株価が低迷していると分析することはできない。まったく逆であり、地価・株価の低迷による資産投機の有利性の消滅・投機条件の逆転が、投機的金融ポジションの整理と借入金の返済をもたらし、銀行貸出やマネーサプライを縮小させている（原因の1つ）のである。

4. 都市銀行の業容拡大行動

1986年頃は、都市銀行の業容拡大行動が激しくなっている時期でもある。地方銀行や相互銀行の行動との違いに着目して時期区分して、比較すると図表5のようになる。

貸出業種別に見ると、図表5の第I期において地銀との伸び率格差が大きいのは、不動産、物品貸貸業、個人、サービス（物品貸貸を除く）であり、その他金融業（ノンバンク等）については余り格差がない。第II期の都銀の貸出伸びの数字は実態を過小に表示していると考えられる。というのは、この時期インパクトローンや海外店からのユーロ円貸出が大きく伸びており、そのかなりの部分は都銀によるものであるが、図表5は国内店舗の円ベース貸出の数字であるため、こうした貸出を含んでいないからである¹⁰⁾。

第I期には、都銀の預貸率やマーケット性資金依存度は大きく上昇している（図表6参照）。また図表7に

図表5 都銀・地相銀の貸出残高伸び率

	84年6月～87年6月(第I期)	87年6月～90年6月(第II期)
都銀	48.1% (年率14.0%)	36.3 (10.9)
地銀	28.3 (8.7)	42.8 (12.6)
相銀	24.7 (7.7)	39.0 (11.6)

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

見られるように、1984年から89年前半にかけて、都銀は貸出先確保のため、貸出金利を低く抑える低利路線を採ったと考えられる。この時期には、他行融資を肩代わりする形で自行融資を拡大するといったことも盛んに行われ、その際自行の既存融資先の金利はなかなか下げないが、他行の肩代わりをするときには金利を下げるといった差別価格政策も採られていたようである¹¹⁾。

こうした都銀の激しい貸出攻勢の中で、不動産関連の貸出が急拡大し、東京の商業地を先導役として地価のバブルが発生したと考えられる。また、財テク関連が大きいと考えられるインパクトローンや当座貸越という形の貸出は顕著な伸びを示し、法人企業部門の借入増加額中のインパクトローン及び当座貸越のウェイトは、85年の29.9%から86年には60.2%に達している。

次に、こうした都銀の業容拡大行動の動機や要因について考察していこう。都銀の業容拡大行動の動機・要因を分析するには、大きな背景としての預金金利自由化と大企業の銀行離れの動きを取り上げる必要がある。金融自由化の大きな柱としての預金金利自由化が、この時期徐々に進みつつあり、さらに今後大きく進展するという状況にあった。預金金利自由化は、規制のお蔭でこれまで銀行が得ていた収益（規制レント）を剥落させ、銀行に対し収益上大きなインパクトを及ぼすことになる¹³⁾。こうした預金面での収益悪化に対して、当然銀行は貸出面での収益拡大で埋め合わせようとする。その方法は、大きく分けて2つある。①貸出利鞘の拡大と②貸出量

図表6 都銀の預貸率・マーケット性資金依存度の推移

	84年6月	87年6月	90年6月	93年6月
預貸率	90.8%	101.1	97.7	117.9
マーケット性 資金依存度	8.3%	10.6	10.4	17.1

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

(備考) マーケット性
資金依存度 = $\frac{\text{コールマネー} + \text{売渡手形} + \text{CD} + \text{日銀借入金} - \text{コールローン}}{\text{総資産} - \text{コールローン}}$

図表7 都銀・地銀の貸出金利設定行動（金利格差）

年月	都銀貸出金利－CDレート	地銀貸出金利－都銀金利	年月
1981. 7	平均 -0.439%	平均 0.363%	81. 7
83. 11	-0.763 (都銀貸出金利抑制)		86. 4
86. 7	-0.312	0.497 (都銀貸出金利抑制)	88. 1
88. 1	-0.696 (都銀貸出金利抑制)		89. 4
89. 6	-0.387	-0.024 (地銀貸出金利大幅抑制)	90. 9
90. 9	-0.065 (都銀貸出金利引上げ)		91. 4
92. 4	+0.841 (都銀貸出金利大幅引上げ)	0.423	92. 1
93. 12			93. 12

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

(備考) 月次データの平均。貸出金利は短期貸出約定平均金利。CDレートは期間90日～180日未満のもの。82年6～11月と85年11月～86年1月の期間は、それぞれ短期市場金利の「高目誘導」と「高目放置」によりCDレートは一時的に傾向的動きから離れた変動的動きをしていることから、これらの時期は計算期間から除いている。貸出金利はCDレート対し時間的に遅れて変動するので、貸出金利マイナスCDレートの計算においては3ヵ月前のCDレートを使っている¹²⁾

の拡大である。戦略①を実行するには、銀行間のかなりの協調的行動が必要である。戦略②を採用すると、貸出需要を掘り起こす必要があるだけでなく、顧客の獲得合戦が不可避になり、銀行間の競争が激化することを覚悟せざるをえない。

大企業の銀行離れの影響に関しては、大企業の銀行離れが貸出市場を狭隘化させ、銀行業の over-capacity (組織面、人員面、設備面で) をもたらす、ということがもっとも重要である。これは銀行にとって大きな脅威であったと思われる。さらに、預金金利自由化もこの over-capacity を強めるように作用する。金利自由化に伴い、預金獲得の手段が人海戦術によるサービス競争から金利競争に移ってくると、預金獲得用の人員が余剰化するからである。この状況での銀行の戦略的対応策は、大きく分けて2つある。① over-capacity の調節、縮小再編成と、②銀行の capacityに見合う貸出需要の獲得・掘り起こしである。戦略①は、競争相手も同様の縮小再編成戦略を採る状況の下では容易であるが、相手が貸出拡大戦略を採ったのでは中々困難である。戦略②を採れば、銀行間の競争は激化する。

金利自由化に対する戦略①と銀行離れに対する戦略①とは内容的に対応しており、両方を合わせて1つの戦略と考えることができる。防衛的協調戦略と呼ぼう。戦略②についても両方合わせて1つの戦略と考え、これを攻撃的競争戦略と呼ぼう。各銀行が攻撃的競争戦略を採れば、銀行貸出市場ではシェア拡大競争が激化し、競争的寡占の状態になる¹⁴⁾。各銀行が防衛的協調戦略を採れば、銀行貸出市場では協調的に金利利鞘が引き上げられ、協調的寡占の状態になる。競争的寡占概念は、独占的市場行動をベースにした従来の寡占理論(協調的寡占)に対して、高度成長期の日本の寡占企業のダイナミックで競争的な行動を捉えるために提起されたものである。本稿では競争的寡占を、寡占企業が一斉に激しい量的拡大競争、シェア拡大競争に走り、そのために低価格路線が採られている市場状態とし、協調的寡占を、寡占企業間での競争が抑制され、協調的行動の下で高価格が維持されている市場状態と規定し、両者の概念を使って分析を進めていきたいと思う。このように、銀行行動を分析する理論的フレームワークとして、寡占間競争と戦略的行動といった寡占理論を使っていきたい。銀行を price-taker と見なし、需要曲線と供給曲線との交点で金利水準が決まるとし、銀行行動を供給曲線に影響する要因として捉える完全競争理論は、現代の日本の銀行行動を分析するには不適切であり、有効ではないと考えられるからである。

預金金利自由化と大企業の銀行離れという状況の下で、都市銀行は攻撃的競争戦略に突き進むことになり、銀行貸出市場は競争的寡占の状態に陥ったと考えられる。図表5の第I期における都銀の貸出の急速な伸び、貸出急伸を資金面から支えるマーケット性資金依存の増大、貸出先確保のための低利鞘路線といったことは、攻撃的競争戦略が採られたことを示すものであろう。なお後の議論を先取りすれば、バブル崩壊後には、銀行の戦略は大転換して防衛的協調戦略に変わり、その結果、銀行貸出市場では協調的寡占状態が実現することになったと解釈できよう¹⁵⁾。

問題は、1984年頃の段階で都銀がなぜ攻撃的競争戦略を採用し、貸出量の拡大に走ったかである。基本的理由は、貸出需要の拡大が見込めると判断したからであろう。需要拡大が見込める局面で防衛的協調戦略を採れば、攻撃的競争戦略を採る競争相手に出し抜かれて、不利な立場に追い込まれるだけだからである¹⁶⁾。では、なぜ貸出需要拡大が見込めると判断したのであろうか。1つは、不動産やノンバンクからの貸出需要がこの時期急速に伸びており、この傾向が持続すると判断されたからであろう。金融・経済の国際化に伴い世界経済の中で日本の役割が飛躍的に上昇し、東京が国際金融センター化するという大きな流れが、そうした強気の判断を支えていたと考えられる。もう1つは、これまで都銀が手がけていなかった中小企業・個人向けの貸出拡大が、従来の他業態マーケットへの進入が、新規顧客開拓努力の結果かなりの成果を挙げつつあり、今後も拡大していけると判断したからであろう。こうした動きの

中で、都銀は70年代後半以来の貸出の長期低迷状態（75年～83年の貸出の平均伸び率は、9.4%であった）から脱け出るチャンスであり、新しい形で事業を展開するチャンスだと判断したかも知れない。将来的に貸出需要の拡大が見込める局面では、競争相手に先駆けて顧客を取り込むこと（銀行の営業基盤の拡充・深化）が、競争に打ち勝つには極めて大切である。一旦顧客関係が形成されると、取引関係を長期的に継続していくことが銀行・顧客双方にとって、取引コスト・情報コストの面で有利になる。そこで、顧客の貸出需要が拡大していけば、銀行は自動的に貸出を拡大していけると言ったら言い過ぎかも知れないが、貸出拡大において極めて有利な立場に立つことができることは確かである¹⁷⁾。また、貸出市場の中で既存の借入先に比べて新規の借入先が多いほど、銀行の顧客拡大努力はより大きな効果を発揮し、将来的な貸出需要確保につながるため、銀行行動はより攻撃的になると考えられる¹⁸⁾。この時期の都銀にとって、不動産・ノンバンク向け融資や中小企業・個人向け融資という分野は新しく拡大しつつある分野であり、新規の借入先が多いことが、都銀の攻撃的競争戦略採用を促進したと思われる。こうして都市銀行は攻撃的競争戦略に走ることになり、銀行貸出市場は競争的寡占状態になった¹⁹⁾。

こう考えてくると80年代の銀行貸出市場の状況は、高度成長期に多くの産業で、将来的需要拡大を見込んだシェア拡大競争が寡占企業間で激しく（過当に）展開され、競争的寡占の状態になったのと基本的には同じ状況と見なせる。競争的寡占の成立条件を市場構造の面から考えてみると、企業規模に顕著な格差がないある程度の数の企業が同一市場に存在することが1つの有力な条件であるが、この点では都市銀行業界は競争的寡占状態になりやすい条件を備えていると言えよう。ドイツの銀行業界のように1つの銀行が飛び抜けて規模が大きいガリバー型の市場構造の場合には、逆に競争的寡占の状態にはなりにくいと考えられる²⁰⁾。

都銀が攻撃的競争戦略を採用した、その他の理由としては、次の5点が指摘できよう。①金融自由化が今後本格化していき、金融面でのビジネス・チャンスが拡大していくという状況の下で、自由化の個々の具体的措置というより全体としての自由化ムードが、銀行に対して何をやっても良いという感じを与えたと思われる。心理的に規制から解放され、何をやっても良いというムードの中では、大胆でチャレンジ的な行動戦略が採られがちであろう。②金融自由化の中で短期金融市場の整備、資金調達手段の多様化がいち早く進展し、都銀にとってより機動的で弾力的な資金調達が可能になり、資金面から拘束されることなく、積極的な貸出攻勢が可能になったことである（Liability Management Banking²¹⁾）。③情報関連投資の累増、大規模な情報ネットワークの形成に伴い銀行業が装置産業化し、スケールメリットによる単位コストの削減が可能になってきたことである。スケールメリットが働けば、量的に拡大すればするほど、コストは削減され、収益の改善、競争力の強化につながることになる。金融・保険業の資本装備率（資本ストック／就業者数）の上昇テンポは、70年代までは製造業を下回っていたが、80年代入り後はほぼ一貫して上回っている。こうしたことの結果として都銀の経費率（営業経費／資金量）は、83年度の1.33%から88年度の0.88%へ急速に低下した²²⁾。高度成長期においては、多くの産業でこうしたスケールメリットが存在し、スケールメリットを先取りし、潜在的メリットを現実化するための激しいシェア拡大競争が寡占企業間で展開された。④終身雇用といった日本的企業慣行の下での従業員の高年齢化という状況に直面し、銀行においても本体を離れた出向・転籍といった形での従業員の雇用確保が重視されるようになってきた。貸出を拡大し、貸出先・取引先を増やすことは、従業員の出向・転籍先を確保することにつながり、組織体としての銀行にとって自然な行動であったと思われる。⑤規制時代の量的拡大即収益拡大というパフォーマンスが残存していたことである。一般に、長年続いた行動様式を急に変えることは難しく、変えるには大きなショックや決定的な行き詰まりが必要であろう。その大きなショックと決定的な行き詰まりが、バブルの崩壊とそれによる不良債権の激増であった。

5. バブルの膨張プロセスと地銀・相銀の行動

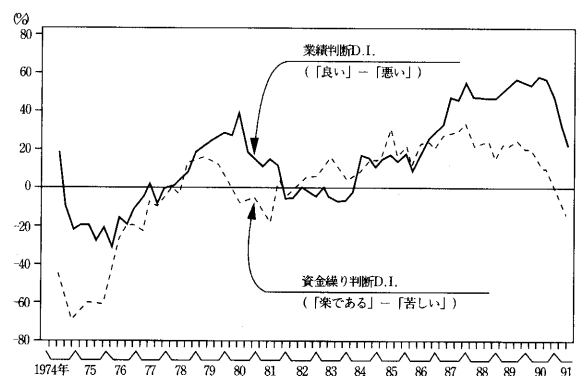
東京都の地価上昇は、1987年以降急速に沈静化し、88年にはほぼ横這いとなる。この動きはドラスティックで、目を見張るものがある。この時、図表3に示されているように、都銀・信託の不動産業向け貸出も歩調を合わせて伸びを鈍化させている。なぜ、こうしたことが起こったのであろうか。これは、不動産市場や金融市場の内部要因によるものではなく、外からの政策当局の措置によるものと考えられる。具体的には、金融機関に対する大蔵省の土地関連融資の自粛指導である。85年7月に始まった自粛指導は、徐々に強められ、87年7月からは特別ヒアリングが実施され、地価高騰地域の金融機関に対し個別案件にまで踏み込んだヒアリングが行われるようになった。見事な時間的対応関係及びこの時期不動産業の資金繰り判断D.I.が急速に低下している（図表8参照）ことから判断して、土地関連融資の自粛指導が不動産向け貸出伸びの鈍化・地価上昇の沈静化を引き起こしたと考えてよいだろう。土地需要側からの高値警戒感による地価の自律反転という見方もありうるが、図表8の不動産業の業況判断D.I.はこの時期にも高水準を維持し、低下の兆しは見られないことから判断すれば、そうではないと思われる。図表1のフレームワークで考えれば、バブルの基本メカニズム自体の自律反転が生じたのではなく、バブルの自己増殖の必要条件である資金フローメカニズムの強制的停止によって地価の反転が生じたことになる。また、東京における地価バブルの膨張は、オーソドックスな金融引き締め政策によってではなく、直接的規制・選択的信用規制によって食い止められたことになる。この事態をどう評価すべきだろうか。金利引き上げによるオーソドックスな金融引き締め政策によってバブル潰しをやるべきだったのであろうか。否、当時のように景気が悪化（円高不況）している状況の下でのバブルに対しては、全般的金融引き締め政策よりバブル破裂に焦点を当てた選択的信用規制政策を採用したことは評価できるであろう²³⁾。但し、87年の措置は地価高騰地域の金融機関に対するものであり、地域的に限定されており、尻抜け的であり、図表9に示されるように、東京圏以外への地価高騰波及を防ぐことはできなかった。

また、このことから判断して、金融自由化の進展に伴い大蔵省・日銀の金融機関に対する検査・監視の体制・態度が従来に比べ緩んだ、といったことはなかったと考えられる。当局の監督体制に関しては、1985年6月の金融制度調査会答申「金融自由化の進展とその環境整備」において、自由化・国際化の進展の下で、金融機関経営の健全性確保や信用秩序維持という環境整備が行政にとっての重要課題だと謳われ、金融検査の充実が強調された。それを受けて87年8月には、大蔵省検査においてCAMEL方式が導入された²⁴⁾。こうしたことを考えると、バブル発生の原因を、金融自由化に伴う当局のグリップの弱まりとそれによって可能となった銀行のなりふりかまわぬ行動、と考えることはできないと思われる。日本の官僚機構が、自由化になったからといってそう簡単に権限を縮小し、民間に対するグリップを従来に比べて弱めるとも考えられない²⁵⁾。

ところが、東京圏の地価が安定化したにもかかわらず、図表9に見られるように、大阪圏や地方の地価が高騰し始め、地価バブルが全国的規模で発生することになった。これは、なぜであろうか。

東京に比べての地価の割安感（経済合理的には安くても当然であるが、東京が上がるのであれば、東京以外

図表8 不動産業の「業況判断D.I.」および「資金繰り判断D.I.」の推移



(資料)『日本銀行月報』1991年9月号21ページ

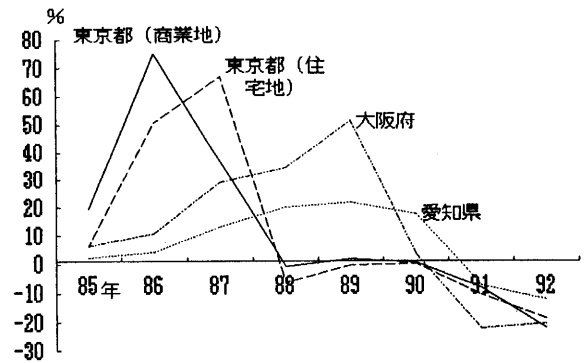
の地価も上がって当然という感覚・ムードの広がり)、東京での荒稼ぎに味をしめた(また、東京での荒稼ぎには参加できず、指をくわえていたが、地元では荒稼ぎができそうだとの思惑を持った)不動産関連業者・金融機関の動き、があったと思われる。株式投資においては、ある分野の銘柄群が集中的に買われ、それが高騰してくると、物色の対象を割安感のある他の分野の銘柄群に移し、引き続き集中的な買いが続けられる、ということがよくあり、循環物色と呼ばれるが、そうした循環物色が土地に関しても行われたという面が存在するだろう。結局、東京が地価バブルの模範を示したので、その他の地域もそれに倣った、ということではなかろうか。

このことを資金供給面から確認する、面白いデータが得られる。次の図表10は、貸出残高(全国銀行銀行勘定)の都道府県別構成を適当に組み替えたものである。第I期(84年6月~87年6月)においては、東京の構成比が大きく上昇しているのに対して、第II期(87年6月~90年6月)においては、東京以外の首都圏や近畿・愛知の構成比が大きく伸びており、逆に東京の構成比は急低下している。

また、近畿圏や地方での地価バブルの発生には、業態別には地方銀行や相互銀行の不動産向けの積極的な貸出拡大が貢献したと思われる(図表11参照)。逆に近畿圏や地方での地価バブルの発生・膨張は、地銀・相銀に対し不動産関連の貸出機会を大幅に拡大することになった。第1節で投機的金融の特殊性ということで述べたように、資産投機向けの貸出の拡大は資産価格高騰を通じて、それ自体がさらなる借入需要を引き起こすという特徴をもっているため、自己増殖的に拡大する傾向が存在するのである。

ところで、図表5及び11に見られるように、第II期において地銀・相銀は全体として貸出をかなり拡大している。この時期、地銀・相銀は積極的貸出拡大戦略、そのためには競争激化もいとわないという攻撃的競争戦略に出たと思われる。その背景としては、次の3点が指摘できよう。①第I期の都銀の攻撃的競争戦略の下での貸出攻勢により、地銀・相銀は遅れをとり相対的に地盤が沈下し、さらには従来からの営業基盤を脅かされつつあった。それに対する焦りと巻き返しのため、地銀・相銀は反攻に出て、対抗的な形で攻撃的競争戦略に踏み出さざるを得なかったという事情がある。図表7によれば1989年から91年にかけて、地銀の貸出金利が都銀に比べて低めに抑えられ、低利路線が採られていることも、地銀・相銀の攻撃的競争戦略を窺わせるものであろう²⁶⁾。②さらに、1989年には相互銀行が普通銀行に一斉に転換した。やや伸び悩みの感のあった相互銀行業界には、普通銀行への転換に伴い、あるいはそれを睨んで、業容拡大を戦略目標とする大胆な競争戦略に打って出る条件が存在したと思われる。相互銀行

図表9 地価高騰の波及



(備考) 大阪府と愛知県については、商業地と住宅地の平均。
(資料) 国土庁『土地白書』平成5年版より作成。

図表10 貸出残高の地域別構成比

	84年6月	87年7月	90年6月
東京	46.37%	49.77	45.40
首都圏(除く東京)	6.32	6.54	8.06
近畿(除く大阪) プラス愛知	9.52	9.15	9.78

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

の攻撃的競争戦略に対して、競合関係にある地方銀行は対抗的・防衛的に競争戦略を採らざるを得ないし、これを機により積極的・攻撃的に競争戦略に踏み出すという動きも見られた。このことも広い意味では、金融自由化の影響と考えてよいだろう。またこうした中で、兵庫銀行を典型とする関西系相銀の不動産・ノンバンク関連融資の拡大は特筆に値し、大阪圏の地価バブルの発生・膨張に大きく寄与したと思われる。③攻撃的競争戦略成功の

鍵になる将来的貸出需要の拡大が、地価・株価バブルの膨張、地価バブルの全国への波及に伴い、地銀・相銀にとってもある程度見込めると思われる状況になってきたことがある。

地銀・相銀の攻撃的競争戦略の結果、地域の貸出市場は競争が激化し、競争的寡占状態となった。その中で、第II期の地銀・相銀の貸出が大幅に伸びたものと思われる（勿論、景気拡大の結果、貸出が拡大したという面はあるが）。こうしてこの時期に地銀・相銀は攻撃的競争戦略に出るが、バブル崩壊に伴い攻撃的競争戦略は行き詰まり、都銀同様防衛的協調戦略に転換することになる。

次に、株価バブルの膨張プロセスに関しては、1987年10月のブラックマンデーによる暴落の後の再高騰が注目される。なぜ、再高騰し、株価のバブルは膨張し続けたのであろうか。まず指摘しておくべきことは、大蔵省による株価対策が採られたことである。具体的には、生命保険会社に対して、総資産利回りの計算上、特金の評価損を計上しなくてよいという特別の会計処理方法を許した。この措置により、生保は決算対策のための株式売却（益出し）をやらずに済んだ。また事業会社に対しては、1988年4月以降契約の特金・ファントラについて低価法、原価法の選択を許すことにし、株式市場への資金流入を促した（流入期待を高めた）。こうした大蔵省の対応は全体として、投資家に対し買い安心感を与えた。

しかしより重要なことは、ブラックマンデーの際の暴落は外的影響によるものであり、実体経済の力強さを含めて国内的には株価高騰を持続させる要因に変わりはないと考えられたことであろう。さらに、ブラックマンデーで示された国際金融・経済の不安定性を抑止する役割を、世界最大の債権国である日本が低金利を持続させることで果たすべきだし、それが日本に課せられた歴史的使命だとする、日銀アンカー論・債権国低金利論がはびこり、それに対応して高株価が持続するという考えが強かったことがある。こうした当時の思潮を受けて、日銀も低金利政策を持続させた²⁷⁾。逆に、株価回復の動きは、日銀アンカー論的思潮をさらに強めることになった。

6. バブルの自己増殖メカニズムの中での銀行行動

第1節で、地価・株価の期待上昇率>借入金金利、がバブルの自己増殖メカニズムの成立前提であることを指摘したが、そうした期待は投資家・投機家だけでなく、資金を提供する銀行も共有していなければならない（貸出が行われるためには、借手の確信と共に貸手の確信が存在しなければならない）。ないしは、貸出金を回収するのに十分な担保が確保されていなければならないが、担保評価自体もかなり地価・株価の期待上昇率に依存している。バブルの自己増殖期には不動産の値上がりを見込み、それを先取りして織り込み、銀行の貸出の審査基準・適格性の判断基準や担保評価が甘くなった。一般論としては、銀行は事業家に比べて保守的ないしは堅実な見方をするものである。しかし銀行の攻撃的競争戦略

図表11 不動産業向け貸出伸び率

	84年6月～87年6月（第I期）	87年6月～90年6月（第II期）
都銀	145.8%(年率35.0%)	39.3 (11.7)
地銀	60.4 (17.1)	63.0 (17.7)
相銀	51.3 (14.8)	54.9 (15.7)

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

の下では、競争相手に先駆けて顧客を獲得し、シェアを拡大することが戦略的目標となるため、審査基準や担保評価を少々甘くしても、新規顧客を確保しようということになりがちである。また、企業の株式・債券発行による資金調達は、第2節で述べたように、1987年から急激に拡大している。バブルが自己増殖していく中での、こうした大企業の銀行離れの加速は銀行の危機意識を強め、それを埋め合わせるための貸出拡大行動にプレッシャーをかけた。さらに、各銀行が攻撃的競争戦略を採用し、貸出市場が競争的寡占状態になることにより、貸出競争は極めて激烈なものとなり、審査基準や担保評価を甘くしてでも貸出を伸ばそうという傾向はさらに強められた²⁸⁾。特にノンバンク向け貸出では、ほとんど無審査の状態であった。銀行の経営組織の面でも、審査部の権限は弱められ、独立性は低下し、営業部に従属することになり、審査機能は著しく低下した。こうした銀行の経営組織面での変化も、攻撃的競争戦略に従い、それを推進するためのものであり、経営組織は戦略の具体的表現であった²⁹⁾。こうしたことがさらに、銀行間の貸出競争を激化させ、貸出量を現実大幅に拡大していくことになった。「銀行の信義もへったくれもなく、サラ金同様、業界全体が目先のカネだけを追いかけて競争するようになり、一種のヒステリー状態に陥った」³⁰⁾。

攻撃的競争戦略は基本的には貸出の量的拡大を目指すものであるが、当然のことながら、収益を確保しつつ量的拡大が図れるのであれば、それに越したことはない。預金金利の自由化進展による規制レントの剥落、エクイティ・ファイナンスの活発化による大企業の銀行離れの加速化の下での銀行の金利交渉力の低下という状況の中で、銀行は収益圧迫を恐れて、収益重視路線を打ち出す。しかし、攻撃的競争戦略の下での収益重視路線は、利益が出れば何でも良いという現場に対する管理・評価システムを生み出し、どうしても短期のその場限りの利益の偏重になり、貸倒れリスクをも考慮した長期の利益を重視するという姿勢を失わせることになった³¹⁾。「支店に対するノルマは収益一辺倒に変わり、客の懐に手を突っ込んで洗いざらい銀行にもってこいといった雰囲気であった」³²⁾。手っ取り早い収益向上策として、株・土地（さらにはゴルフ場会員権・変額保険等）がらみの融資が積極的に手がけられ（そうした取引を機敏に大胆にやれるのが、センスのある銀行マンであった）、大きくバブルを膨張させることになった。高騰してきた資産価格とそのさらなる上昇予想に依存し、信用リスクを軽視した貸出の拡大は、銀行のバランスシートを資産価格下落に対して極めて脆弱で、危ういものにしてしまった³³⁾。

銀行の攻撃的競争戦略は低利鞘を有力な武器としているため、当然銀行収益面にマイナスの影響を及ぼすことになる。攻撃的競争戦略を続けていくには、当面の収益悪化に耐える体力や貸出面以外での収益確保が必要になる。この貸出面以外での収益確保の重要な手段となったのが、有価証券の売却益であった。バブル膨張期において、都銀の収益構造の中で有価証券売却益の比重は飛躍的に高まった。ネットの金利収入と非金利収入の全体の中での有価証券売却益の占める割合は、1986年の13%から、87～89年には約30%まで上昇した。またバブルで株価が高騰を続ける中で銀行は大規模なエクイティ・ファイナンスを実行することができ、これにより大量の自己資本を調達し、銀行の体力を強化することができた。こうした有価証券売却益による収益面での支えやエクイティ・ファイナンスによる大量の資本調達が、都銀の攻撃的競争戦略の持続をより容易なものにした。

バブルの自己増殖メカニズムが作動し、バブルが膨張している最中では、銀行の貸出は現実かなりのスピードで拡大しており、銀行の攻撃的競争戦略の正しさを裏付け、その戦略を維持・拡大するように作用した。また国際化という大きな潮流の中で、ストック価格の大幅見直しに象徴される巨大な地殻変動が債権大国日本で生じつつあるという思い、社会的ムードは、強気の見方を煽り、そうした新たな状況に相応しい銀行戦略として、ダイナミックな攻撃的競争戦略を心理的に推進する役割を果たした。

7. ノンバンクについて

バブルの発生・膨張プロセスを分析する際、ノンバンクの果たした役割は見逃せない。ノンバンク（住専を除く）の事業者向け融資残高は、1986年度～89年度にかけて年率49.5%も増加した（図表12参照）。その中で不動産業向けは、91年9月末時点で24.4兆円、ノンバンク全融資の37.8%である。全国銀行の不動産業向け融資は、49.5兆円、10.2%であり、ノンバンクの不動産業向け融資比率の高さが顕著である。また、バブル発生時点である1986年のノンバンク融資の伸びには、目を見張るものがある。こうしたノンバンクの動きが、第2節で取り上げた都銀・信託の不動産業向け貸出の増大と共に、バブル発生に大きく貢献したと思われる³⁴⁾。89年10月大蔵省は、ノンバンクの業界団体に対し土地関連融資の自主的自粛措置を要請したが、これが90年度の融資の伸び率低下につながったのであろう。

ノンバンクの資金調達には金融機関からの借入に圧倒的に依存しており、その比率は90年3月時点で79.4%である（住専を除く）。銀行から不動産投機・財テク向けへの迂回した資金供給の大きなパイプになっている。それを貸手側から見た図表13によると、ノンバンク向け貸出の伸びが顕著であるのは、信託銀行と長期信用銀行である。これは、大企業の銀行離れの影響を最も強く受けた両業態が、その代わりとなる貸出先の確保に力を入れた結果である。

ノンバンクの貸出が伸びた理由は、①借手側から見れば、審査が甘く（担保さえあればよい、値上がりを見込んで甘く担保評価してくれる）、手続きが簡単で時間がかからない（クイックレスポンス）ことである。投機はタイミングがすべてであり、投機資金の供給はクイックレスポンスが命である。この点では銀行の当座貸越も、投機にとって最も都合のよい性質を備えている。②ノンバンクは金融面のニッチ産業（昔ニッチ産業、今ニッチもサッチもいかない産業）であり、金融自由化の流れの中でイノベティブと高く評価されるムードがあり³⁵⁾、それが当事者をして大胆で積極的な行動を採らせた（金融自由化のムード面での影響）。③薄利をボリュームでカバーするという傾向が強く（ノンバンクには銀行からの移籍役員が多いが、そうした役員が銀行でのボリューム志向体験の影響かも知れない）、積極的な貸出拡大行動を行った。④ノンバンクに対して、上述のように、金融機関がほぼ無審査で競って資金を供給するという状況の下で、ノンバンクは貸出のための資金確保が極めて容易であった。⑤銀行が免許制であるのに対して、ノンバンクは貸金業法に基づく登録制であるため比較的自由に設立が可能であり、実際ノンバンクの数は急速に増えた。⑥また、当局の金融検査・考査の上で、また社会通念上銀行本体としては貸出しにくい問題含みの領域にも、ノンバンクは融資できることも、ノンバンク貸出拡大の大きな理由である。この面では、ノンバンクは銀行を補完する存在であり、銀行の資金供給活動を補完的に拡大する存在であり、上で見たように、貸出難に悩む銀行の貴重な大口の顧客である。

しかし資金の貸手という面で、ノンバンクは明らかに銀行と競合する存在であ

図表12 ノンバンクの融資伸び率

	1986年度	87	88	89	90
ノンバンクの事業者向け融資	59.6%	54.6	35.0	50.1	23.9

(資料) 大蔵省

図表13 業態別ノンバンク向け貸出の伸び（1985年～89年）

都銀	地銀	信託銀行	長信銀	相銀	全国銀行貸出総額の伸び
2.18倍	2.53	2.99	2.65	1.50	1.74

(備考) ノンバンクとは、証券・保険以外のその他の金融業+物品貸貸業。全国銀行には、相銀及び信託勘定を含めている。

(資料) 日本銀行『経済統計月報』より作成

り、貸出市場への新規参入者である。ノンバンクの大胆な貸出拡大行動は、貸出市場での競合関係を強め、競争を益々激しいものにした。その中で特に問題とすべきことは、審査が甘く、手続きが簡単であるというノンバンクの貸出のやり方が、それと競合し、競争関係にある銀行の貸出のやり方にも影響し、審査態度を甘くしたと思われる点である³⁶⁾。こうした金融機関の全体としての貸出態度の弛緩は、投機的金融を拡大させ、バブルの発生・膨張に大きく貢献したと思われる。

8. 金融機関の玉突き現象

都市銀行業界が攻撃的競争戦略に突き進むと、新規に発生してくる貸出需要を巡って都銀間で競争が激化するだけでなく、従来都銀が手がけていなかった中小企業・個人分野へも攻撃的に進出し、地銀・相銀・信金等との競合関係が激化してくる。第5節で見たように、都銀の貸出攻勢の中で、遅れをとり地盤の沈下や営業基盤の侵食を被りつつあった地銀・相銀は反攻に出たが、それは、都銀との競争関係を強める方向だけでなく、下位業態である信用金庫・信用組合等の従来からのマーケットへ進出するという方向でも強化された。こうして金融機関の間の競争は、生き残り競争、組織防衛競争という色彩を強めてくる。上位業態の下位業態の市場への玉突きの進出の影響を最も強く受けるのは、限界的立場にある金融機関である。そこで、バブル期における金融機関の玉突き現象と限界金融機関の動きを見ていくことにしよう。

まず、信用金庫について。都銀を初めとする上位業態金融機関の中小企業・個人分野貸出への進出、従来信用金庫の地盤であった分野での貸出競争の激化に伴い、信用金庫の預貸率は、83年末の74.7%からずると低下し、87、88年には70%まで下がった。金融機関の玉突き現象が生じたわけである。但し、その後かなり回復し、91年には73.1%まで上昇した。貸出の回復がバブル期の後半に生じた点は、第4節の図表5に示されている地銀や第二地銀の動きと同様であり、景気拡大の影響と共に、地価バブルの全国への波及による（逆に、貸出拡大が地価バブルを全国に波及させた面もある）ものと思われる³⁷⁾。

次に、農林系金融機関の動きについて見ていこう。従来から資金運用難に苦しんでいた農林系金融機関（農業協同組合・信用農業協同組合連合会・農林中央金庫）の貯貸率（3機関の貸出金合計／農協貯金）は、80年代には下がり続け、80年末の76.3%から88年には58.8%まで低下した。その後は信金・第二地銀同様、貯貸率は回復し91年には65.3%まで上昇した。その理由も、信金・第二地銀と同じと考えられる。この間注目すべき動きは、ノンバンク向け貸出の急激な膨張である。信連のノンバンク向け貸出（コールを除いた金融機関貸付がそれに当たると見なす）の3機関貸出金に対する比率は、81年末の0.1%から91年には何と9.4%に達するまでに急カーブで上昇している。85年～89年の間に、2.98倍となり、第7節の図表13に示されている信託銀行のノンバンク向け融資拡大と同じペースであり、金融機関の中で最も急速に拡大した。

さらに重大なことは、信連のノンバンク向け貸出（かなりの部分は住宅金融専門会社向けと思われる）がその後もっと急激に膨れ上がっていったことである。90年、91年の2年間年率71.1%のハイスピードで増大した。因みに、この間の全国銀行（第二地銀・信託勘定を含む）のノンバンク向け貸出は、年率2.5%増に過ぎず、ほとんど横這いである。これは、89年10月から開始された大蔵省による、金融機関のノンバンク向け融資に対する特別ヒアリングの影響と考えられる。バブル末期・崩壊開始期における資産投機関連融資の拡大、しかも他の金融機関が手を引いていく中でのバブル関連融資の拡大は、まさにバブルの最後のババをつかまされるということに他ならない。その結果、住宅金融専門会社の救済・再建の過程では、農林系金融機関を救済するために住専を救済するという状態になってしまった。信連がこ

うした行動をとった理由としては、資金運用難に苦しんでいたということは当然あるが、それと共に、これまで行われてきた当局による融資規制は抜け穴を探した金融機関に対して必ず利益をもたらしたという要因も作用したと思われる³⁸⁾。しかし、今回は事情が異なり、バブルのハバをつかまされることになった。

農林系金融機関の貯証率（3機関の有価証券合計／農協貯金）は、貯貸率の動きに対応して、80年末の47.9%から86年（バブル発生元年）の56.1%まで上昇し、その後反転し91年には40.4%まで低下した。

最後に、住宅金融専門会社についてであるが、その融資の伸び率は下の図表14のように推移している。89年というバブルの末期に急増している点が顕著な特徴である。87年もやや伸び率が高くなっているが、大蔵省の金融機関に対する土地関連融資の自粛指導の抜け道として、住専が利用されたことを示しているのかも知れない。

住専は元来、個人向け住宅融資を促進するために金融機関によって設立されたものであるが、都銀を初めとする銀行の住宅ローン分野への進出激化により、市場を奪われることになった。金融機関からの借入に依存しているため比較的貸出金利が高い住専は、新規顧客の獲得が困難を極めただけでなく、既存融資さえも銀行に肩代わりされて市場を奪われ、生き残り策として不動産分野に進出していった³⁹⁾。これは、典型的な金融機関の玉突き現象である。住専の最大手の日本住宅金融の融資残高構成比を見ると、1984年には81%であった住宅関連融資が、92年には64%まで低下した。またバブル末期の融資の激増は、バブルで生じたカスを住専が最後につかまされたことを示している。

これまでに論じてきた金融機関行動について、それとバブルの発生・膨張との関連という観点から、全体的に整理しておこう。都銀の攻撃的競争戦略採用を発端として、市場の争奪をめぐって、銀行間で、上位業態と下位業態との間で激しい競争が展開され、その結果生じたのが、金融機関の玉突き現象である。新たな貸出機会の拡大という期待と従来の営業基盤の喪失という危機感が共存する中で金融機関が生存を賭けて競争し、貸出機会を無理に掘り起こし、過剰な信用創造に突き進んだことが、マクロの結果としてバブルを生み出した。さらに、第1節で投機的金融の特殊性として述べたように、銀行間の貸出競争激化が資金需要というパイの大きさそのものを拡大させ、バブルを膨張させた。そうしたプロセスの中では、金融イノベーションという性格を持つノンバンクも大きな役割を演じた。

バブルが膨張していく中で資金需要も拡大し、銀行の攻撃的競争戦略による業容拡大行動は成功したかに見えた。しかし、バブルは永続しない。バブル崩壊により、バブルの覆いは取り払われ、資金需要は一気に収縮することになった。バブル崩壊とそれに伴う銀行行動の変化については、次節以降で論じていくことにする。

図表14 住宅金融専門会社の融資伸び率

1985年度	86	87	88	89
1.4%	11.5	14.9	13.3	35.8

(資料) 大蔵省

9 .バブルの崩壊

さて、どのようにしてバブルは崩壊していったのであろうか。この問題について、株価と地価の場合に分けて考えてみよう。まず、株価バブルの崩壊についてであるが、株価のバブルは自ら弾けたという要素があるかも知れない。バブルは元々経済の基礎的条件からかけ離れた資産価格の騰貴であるため、投機拡大によりバブルが膨張すればするほど、基礎的条件からの乖離は大きくなり、内部崩壊のポテンシャルも高まると考えられるからである。1989年末の段階では、株価水準は経済の基礎的条件から大きく乖

離してしまうところまで至っていたと考えられる。しかし、バブルが現実に崩壊するか否かは、内部崩壊のポテンシャルと図表1に示されるバブルの自己増殖の運動エネルギーとのバランスの問題であり、確定的なことは言えない。89年末段階での株価見通しについては、専門家の間ではほぼ強気一色であり、弱気は皆無の状態であった。

バブル崩壊に導いたと考えられるよりはっきりした要因は、金融引き締め政策による金利の上昇である。投機条件式（株価の期待上昇率 $>$ 借入金利）に対して、金利上昇は、直接に右辺の借入金利を引き上げるだけでなく、株価の上昇期待を弱めることにより左辺の株価の期待上昇率を低落させ、結局、バブルの自己増殖メカニズムの前提を掘り崩すことになる。超金融緩和政策から引き締め方向に転換したのは、1989年の5月である。しかし、その後も株価は上昇を続け、下落に転じるのは90年に入ってからである。なぜ、このように株価の下落、バブル崩壊は遅れたのだろうか。実体経済の好調という要因の影響もあるかも知れない（平成景気がピークを打つのは、91年4月である）。しかし、より重要と思われるのは、市場参加者の金利観である。第5節でも述べたように市場では債権国万年低金利論という見方が強く、日銀が政策的に金利を上げようとしても、それは一時的なもので長続きしえず、結局反転して元の低金利に戻ると踏んでいた。金融自由化の中で金利を決めるのは市場であり、日銀は添え物にすぎない。低金利が続けば、それに応じて株価は上昇を続けるというわけである。結局、当時の日本経済にバブルの自己増殖メカニズムが定着し、強力に作動しており、少々の金利引上げではその動きを食い止めることができなかった、ということであろう。これまでのように株価上昇が持続するだろうというユーフォーリアの下で、投機的資金需要の金利弾力性は相当低下していたと思われる⁴⁰。ところが、日銀による金利引上げが繰り返される中で、89年末から90年初めにかけて、国内金利の上昇が基本的潮流として続かざるをえないと金利観が180度転換した。これにより株価の上昇期待は打ち砕かれ、株価が急落した。それより少し先駆けて、金利観の転換により債券価格も急落（長期金利は急騰）した。

次に、地価バブルの崩壊についてであるが、金利上昇で株価が値崩れを起こしたにもかかわらず、地価はその後にも上昇を続けた。しかし90年後半から上昇率は急速に鈍化し、91年からは下落に転じた（図表15）。こうした地価の動きを引き起こした要因は、背景的要因としては金融政策の引締方向への転換があるが、直接的要因は時間的対応関係から判断して、1990年4月から実施された金融機関に対する不動産向け融資の総量規制（不動産向け貸出の増勢を総貸出の増勢以下に抑制する）だったと思われる。そうすると、地価バブルはオーソドックスな金融政策ではなく、直接規制・選択的信用規制によって崩壊させられた（崩壊の口火が切られた）ことになる。全般的金融引き締め政策の強化だけで地価バブル潰しをやろうとすると、実体経済への悪影響・衝撃が強すぎたと思われる。それ程日本の地価バブルは強烈であった。地価高騰の永続というユーフォーリアが席卷している状況の下では、投機資金需要の金利弾力性は極端に低下していたであろう。銀行の積極的貸出行動にブレーキをかけるにしても、バブルの自己増殖メカニズムの下で攻撃的競争戦略が全速回転しており、銀行はリスク意識をほとんど無くし、その行動を政策的にそう簡単にコントロールできないような状態にまで到っており⁴¹、政策当局もそれを充分認識できていなかったと思われる⁴²。こうした状況下では、引き締め政策と共に選択的信用規制を併用することが合理的であろう。但し、不動産向け信用の選択的規制は余りに遅すぎた。また、第1節の図表1のフレームワークで考えると、資金フローメカニズムの強制的遮断によって、地価バブルの基本メカニズムの反転が生じたということになる⁴³。

図表15 6大都市市街地価格指数

	1989年9月	90年3月	9月	91年3月	9月
対前回上昇率	13.6%	14.5	5.1	-2.0	-5.0

（資料）日本不動産研究所「市街地価格指数」

10. バブル崩壊と銀行行動

1990年初頭からの株価の急落・株価バブルの崩壊開始は、株式の含み益と高株価の下でのエクイティファイナンスとに依存した銀行のBIS規制達成を困難にただけでなく、経済の先行き見通し、とりわけ資産関連取引の見通しを不透明にするという点で銀行に対して大きなインパクトを与えたと思われる。こうした状況の下での不動産業向け融資の総量規制は、地価高騰の持続性に対する疑念を生み出し、銀行にとって不動産向け融資のリスクを高めるように作用したであろう。バブルが弾けた時、逃げそこなった者はババをつかまされ、大きな損失を被ることになるが、銀行も例外ではない。こうした不安の中では、貸し手リスクは高まり、従来の融資拡大路線は危険なものに思えてくる。銀行はこれまでの攻撃的競争戦略を見直す必要に迫られつつあった。こうして不動産向け資金供給が細ってきた91年に入ると、地価が現実的に低落し始め、先行き不安は益々現実味を帯びてきた。これまでの貸出行動により、バランスシートの中に高騰した地価・株価が組み込まれており、銀行は資産価格の下落に対して極めて脆く危うい状態になっていた。銀行の貸出は急速に慎重化してきた。しかし、貸出の慎重化が地価・株価の下落を加速し、不良債権を増加させ、新規貸出のリスクをさらに高めるといふ悪循環を生み出すことになった。第1節の図表1のメカニズムが逆方向に回転している状態である。貸出は萎縮し、消極化し、貸出審査基準は極めて厳しいものになった。貸出は坂道を転がり落ちるように、急落を始めた。90年6月から92年6月にかけて、貸出伸び率は都銀で10.8%から2.4%へ、地銀、第二地銀でそれぞれ14.3%、13.8%から3.6%、2.4%へ急落するというありさまであった⁴⁴⁾。

膨れ上がった資産や組織の見直し・効率化の必要性が改めて認識され、銀行の戦略は攻撃的競争戦略から防衛的協調戦略へと転回することになった。銀行の防衛的協調戦略とは、第4節で述べたように、預金金利自由化による規制レント剥落への対応策としての貸出利鞘の拡大、大企業の銀行離れによる over-capacity への対応策としての over-capacity の調整・縮小再編成（リストラクチャリング）を内容とするものであり、業界全体としての協調的な行動の下でそれがスムーズに実現可能であるというものである。こうした戦略転換の下で、銀行の積極的貸出攻勢といったものはすっかり影をひそめ、貸出の審査基準・適格性判断基準は極めて厳しいものとなった⁴⁵⁾。銀行の経営組織の面でも、90年代に入ると審査部門の営業推進セクションからの独立確保、審査機能の強化が図られることになり、経営組織も戦略転換に従い、それを具体的に表現するものとなった。貸出拡大路線の放棄に伴い、また激増した不良債権を将来の利鞘で埋めていく緊急の必要性から、貸出金利や利鞘の面でも、低利鞘路線から高利鞘路線に転換した（第4節の図表7参照）。BIS規制クリアー問題についても、これまで攻撃的競争戦略の下でのクリアーが目指されていたが、この段階でその路線は挫折し、防衛的協調戦略の下でのクリアーへと転換することになった。防衛的協調戦略と協調的寡占状態の下でのBISの自己資本比率規制は、その持つ最低資産収益率規制という側面、そのカルテル効果が前面に出ることになり、銀行の貸出利鞘拡大を促進することになった。

攻撃的競争戦略から防衛的協調戦略への銀行の戦略転換がなぜ生じたのかを、1984年段階で攻撃的競争戦略へ踏み出した時の理由と対照する形で整理しておこう。攻撃的競争戦略へ踏み出した時の基本的理由は、貸出需要の拡大が見込めるということであった。それに対してこの段階での防衛的協調戦略への転換の基本的理由は、その逆であり、将来的に貸出需要の拡大が見込めないと期待が変化したことと思われる。将来的な貸出需要動向についての期待変化をもたらしたものが、バブルの崩壊と従来の路線・戦略の破綻であった。バブル崩壊による銀行の信用リスク拡大と不良債権増大・バランスシート悪化は、それまでの攻撃的競争戦略の行き詰まりと破綻を意味していた。攻撃的競争戦略の前提となっていたのが

貸出需要拡大についての強気の見通しであったが、その貸出需要拡大がバブルの発生・膨張に支えられた一時的で、極めて脆いものであったことがはっきりと示された。将来についての貸出需要判断は180度転換し、極めて弱気で慎重なものになり、それに応じて貸出戦略は防衛的協調戦略へと転換した⁴⁶⁾。また、90年後半から91年にかけての一連の金融不祥事件（不正融資仲介、偽造預金証書）の発覚は、攻撃的競争戦略の問題点の噴出という面を持ち、防衛的協調戦略への転換に弾みをつけたと思われる。

バランスシート悪化による銀行のリスク許容力低下が戦略転換をもたらしたという捉え方もある⁴⁷⁾。しかしバランスシートの悪化それ自体もさることながら、バランスシート悪化がバブルの持続とその下での貸出需要拡大というそれまでの期待が裏切られる形で発生した（従って、当然期待は変更を迫られる）ことが、より大きな衝撃として銀行に戦略転換を迫ったと考えられる。従って、銀行のリスク許容力低下は戦略転換の補助的要因ではあるが、よりドミナントな要因は将来的貸出需要についての期待の誤りとその変更と考えるべきであろう。また、この時期BIS規制クリアー問題が大きく表面化し、それが戦略転換の原因であるようにも見えるが、しかしながら、戦略転換はBIS規制といった外的制約によるものではなく、将来的な貸出需要動向についての判断変化という内的要因に基づくものであり、それはBIS規制がなかったとしても戦略転換を促すことになったであろう。このことは、BIS規制の適用を受けない地銀・第二地銀・信金においても同様に戦略転換が生じていることから窺われる。

ところで、貸出の消極化にもかかわらず、第4節の図表6に示されているように、都銀の預貸率・マーケット性資金依存度は未曾有の高水準に達している。90年6月から93年6月にかけて、預貸率は97.7%から117.9%へ、マーケット性資金依存度は10.4%から17.1%へと急上昇している。どうして、このような事態が生じているのだろうか。従来、預貸率・マーケット性資金依存度の上昇は、貸出の拡大に伴っていた（例えば、第4節図表6で見たように84年6月から87年6月にかけて）が、今回は逆に貸出停滞という状況下で生じている。これは、基本的には預金が急減しているためである。バブルの時期、都銀は貸出拡大のためマーケット性資金への依存を高めたが、同時に預金金利を比較的高めに設定することにより自由金利預金をかき集めていた。ところが、バブル崩壊に伴い防衛的協調戦略へ転換し、貸出が消極化したため無理に預金をかき集める必要がなくなった。さらに、低金利局面ではマーケット金利は割安となるため、収益面からもマーケット資金依存は好都合である。こうして、預金吸収努力を意図的に弱めた結果、預貸率・マーケット性資金依存度が高まった。貸出拡大に伴うマーケット資金依存の上昇を積極的LM Bankingと呼び、今回のような意図的な預金減少放置に伴うマーケット資金依存の上昇を消極的LM Bankingと呼ぶことができるだろう。積極的LM Bankingは攻撃的競争戦略の下でのLM Bankingであり、消極的LM Bankingは防衛的協調戦略の下でのものである。

最後に、銀行の戦略転換の持つ意味について考えてみよう。84年段階での都銀の攻撃的競争戦略の採用は、前述のように、将来的に貸出需要拡大が見込めるという判断に基づくものであった。需要拡大が見込める分野は、急速に拡大しつつある不動産・ノンバンク向け貸出市場と他業態市場への進出による中小企業・個人向け貸出であった。しかし、こうした貸出需要拡大は、かなりの期間にわたって持続するという性格を本来的に持っていなかったと思われる。不動産・ノンバンク向け貸出の大きな部分は投機的金融であり、第1節で述べたように、投機的金融は一定期間は自己増殖的に拡大するという性格を持つが、しかしそれは長期持続可能なものではなく、早晚バブル崩壊と共に行き詰まる。中小企業・個人向け貸出の拡大は、下位業態の地盤への進出を通じて実現されるという性格が強い。長年にわたって培われてきた下位業態金融機関の営業基盤を都銀が根こそぎ奪うというようなことは、本来的に無理であり、また余りに細かいリテイル分野に進出することは、都銀の業務になじまず、非効率なものになってしまう。こうしたことから、都銀の中小企業・個人向け貸出の拡大もある程度までは可能であっても、

そこには自ずから限界がある。この分野でも、貸出需要拡大は長期持続可能なものではなかったと考えられる⁴⁸⁾。従って、貸出需要拡大の見込みに依拠した攻撃的競争戦略とその結果としての競争的寡占状態は、本来的に長期持続可能なものではなかった。その無理が露呈したのが、バブル崩壊とそれによる銀行の不良債権累増であり、攻撃的競争戦略と競争的寡占の行き詰まりにより、防衛的協調戦略への戦略転換が余儀なくされ、協調的寡占状態へ移行することになった。高度成長期の日本の産業においては、需要成長が長期持続可能であるという条件が存在し、そこで競争的寡占状態が実現していた。しかし80年代の銀行貸出市場においては、そうした条件が備わっていないにもかかわらず競争的寡占状態に突入した。その無理は、競争的寡占状態を短期的なものにただけでなく、資産価格の自己増殖の高騰というバブルを発生させることになったと考えられる。また、需要成長が期待できない産業において競争的寡占となった場合、通常、激しいcut-throat-competitionとなり、泥沼的な価格戦争に陥り、共倒れ状態になってしまうため、競争的寡占状態そのものが一時的なものでしかありえない。ところが、銀行業において競争的寡占が成立した場合、第1節の投機的金融の特殊性として述べたように、銀行の貸出競争自体がバブルの発生・膨張を通じて貸出需要を拡大するという性質があるため、競争的寡占状態は一般の産業の場合に比べれば長続きしうることになる。

11. バブルの発生原因

これまでのバブルの発生・膨張・崩壊のプロセスを銀行行動を中心に分析してきたが、最後に、バブルの発生・膨張の原因と考えられるその他の要因を取り上げ、概括的に論じておこう。

(1) 国際化幻想

地価高騰の発端は、金融・経済の国際化に伴い東京が国際金融センターとなり、そのためのオフィスが決定的に不足しており、ビルはいくら建てても追いつかないという見込みである。大阪圏の地価高騰には、関西新空港建設が大きくムード面で影響しているが、新空港により世界と関西を直結するパイプが国際化時代にふさわしく巨大化し、関西は飛躍するという思いが存在した。また、経済の国際化の進展・世界経済での日本の役割の飛躍的向上が債権国日本の金利を恒常的に低くするという見込みが、株価高騰に決定的な役割を果たした。国際化の流れの中で、日本を巡って何か起きつつあるというムードが社会に蔓延した。当時頻繁に使われたウォーターフロント開発という言葉は、世界と日本との繋がりを一瞬にして感得させるキーワードであった。こうした社会的ムードの中では、日本の実体経済の円高不況からの回復やその後の5%成長は(87年度から90年度までの実質GNPの平均成長率は5.1%)、恒久的繁栄の新しい時代の始まりとさえ受け止められた。日本人は経済活動に関し、とりわけ土地・株式への投機に関し一億総強気の状態になった。こうしたことを合わせて考えてみると、バブルの発生原因として、日本の金融・経済の国際化に絡んで過大な思い込みが生じ、幻想が社会的に膨れ上がり(共同幻想)、それがバブルという形で発現したと考えることもできよう。

(2) 金融政策

バブルの発生局面において、1986年からの政策的金利引き下げは、投機条件(地価・株価の期待上昇率 > 借入金利)を成立させる上で、極めて重要な役割を果たした。金融政策による公定歩合・短期金融市場金利の引き下げは、一方では銀行の貸出金利を引き下げ、他方では低金利状況を作ることで資金運用対象としての株式・土地の魅力を高めた。83年以降の株価の底固さという背景の下での金利の急低下は、

強い株価の先高観を醸成したと考えられる。こうして政策的金利引き下げは、投機条件式の右辺、左辺双方に働き掛けることにより、それを成立させ、株式投機を拡大させ、バブルの自己増殖メカニズムを立ち上がらせていった。この時の金融緩和政策は、実体経済に直接に影響を及ぼし実体経済を拡大させる効果は比較的弱かった、ないしはかなりの時間的遅れを伴ったのに対して、資産投機を誘発し、資産価格を高騰させる効果は極めて強力なものであった。

こうした超金融緩和政策が採られた背景には、日本経済の輸出依存型から内需主導型への構造転換を、財政政策を使わず金融政策だけに頼って実現していくというマクロ政策の組み合わせがあった。対外黒字削減をこうしたマクロ政策の組み合わせで、金融政策主導の超緩和政策で行うことは、民間の銀行活動を活発化させ拡大させるということであり、銀行を防衛的協調戦略ではなく攻撃的競争戦略の方向へ追い込むことであった⁴⁹。このマクロ政策の組み合わせは、80年代末から90年代初頭にかけての経常黒字減少により成果を上げたかに見えたが、バブル崩壊とその後の長期にわたる複合不況の下で経常黒字が再拡大しただけでなく、国内景気の深刻な悪化と金融システム不安の発生により、大規模な財政支出拡大を余儀無くされた。80年代後半の財政政策の出し渋りは、バブルの発生・膨張につながり、その崩壊による90年代前半の大規模な財政出動という形でつけが累積して回ってきた訳である。

また、公定歩合2.5%という超金融緩和状態の2年3カ月もの長期持続は、その中で債権国万年低金利論という考えを生み育て、従来からの土地神話を益々深く信奉させ、バブルの自己増殖メカニズムの定着、強化に大きく貢献した。この中で、銀行の攻撃的競争戦略は強まり、貸出市場は激しい競争的寡占状態に陥り、資産投機関連の貸出へ深入りしていくことになった。元来バブル自体は、管理通貨制や金融政策とは無関係に発生しうるものであり、それは歴史的事例によって示されている。しかし金融政策の役割は経済の安定化であるのだから、本来的にはバブルの発生・膨張を防止することが金融政策に期待されているはずである。ところが80年代後半の日本では、それとはまったく逆に、バブルを膨張させる役割を果たすことになってしまった。さらに、長期の超金融緩和政策がバブルのより一層の拡大を許すことにより、また引き締め政策に政策転換してからの政策効果を弱め、効果発現を遅らせることにより、バブル崩壊の衝撃を強めたと考えられる。

80年代後半において資産価格は急騰したのに対して、一般物価は極めて安定しているというコントラストが鮮やかであった。こうした価格変動の跛行性は、基本的には円高不況下の低金利という状況がもたらしたものであるが、金融政策の目標が一般物価の安定にあり、資産価格の動向は政策運営上さほど考慮されていなかったことが、価格変動の跛行性の拡大・長期持続を許すことになった。

(3) 金融自由化

金融自由化の個々の具体的措置というより全体としての自由化ムードは、金融機関に対して何をやっても良いという感じを与えたと思われる。一般的な抽象論としては、何をやっても良いという中で、個々の金融機関がどういう業務を選びどのように遂行していくかは、その金融機関の自主的判断の問題である、と言えよう。しかし実際には、何をやっても良いというムードの中で、金融機関は一斉に不動産等の投機的分野への貸出を拡大させていった。自由化のバスに乗り遅れるなという訳である。預金金利自由化による規制レントの剥落・銀行収益の圧迫という背景も存在した。業界全体が一斉に同じ方向に走り出せば、競争は激しくなり、競争に打ち勝つにはどんなことでもやらざるをえない、ということになってしまう。こうした付和雷同的行動は規制時代の残存物であり、バブルの原因は自由化ではなく、規制時代の行動様式から脱却できなかった金融機関にある、という見解がある。金融自由化の動きがもっと進んでおり、もっと徹底化されていれば、金融機関の行動は付和雷同的にならず、収益重視の差別化

が行われていたであろう、というわけである⁵⁰⁾。しかし、自由化により将来有望な（と思える）分野に新規参入が可能となれば、競争相手より一刻でも早く市場を確保しようと金融機関が一斉に行動するのは、過去の規制時代のあり方がどうであれ、ほぼ必然ではなかろうか。現実には誰が競争に勝ち、シェアを確保するかは、結果的にしか判明しないのだから。従って、金融自由化はその第1幕目として、金融機関の積極的・攻撃的な一斉行動とそれによる過当な競争及びバブル的現象を生じさせ、金融機関の間の差別化や棲み分けは、そうした過当競争が行き詰まったり、バブルが崩壊してしまったことの結果として始めて生じてくる動きであり、それは第1幕目を前提した金融自由化の第2幕目であると考えべきであろう⁵¹⁾。金融自由化がもっと進み、徹底化されて第2幕目になっていけばバブルは生じなかったという議論は、第1幕を抜きにして第2幕は開かないのだから無意味である。こうしたことは日本に限らず外国でも同様であり、多くの国で金融自由化に伴い不動産バブルが生じることになったのである⁵²⁾。また、日本の企業・金融機関の特金・ファントラは、規制緩和、広く言えば金融自由化の結果として利便性が高まり、利用が急拡大した訳であるが、そこでも付和雷同的に一斉に行動するという事態がやはり見られた。銀行ほどには規制を受けて来なかった一般の企業でも、やはり付和雷同的に一斉に行動したのである。こうしたことから、金融の自由化がバブルの原因の1つだと考えることができよう。自由化を進めて行く立場からは、第1幕目をどうコントロールして、第2幕目に軟着陸させるかを模索する必要があるだろうし、それは自由化を徹底すればそれですべてがうまくいくというような簡単なものではない。

むすび

本稿での分析は、次のようにまとめることができる。一旦確立したバブルの自己増殖メカニズムは自己運動を続ける性質を持つが、確立以前の発生段階のメカニズムとしては東京都心商業地に対する需要の急増や金利の急低下が投機的取引を呼び込み、資産投機が拡大する中でバブルの自己増殖メカニズムが立ち上がっていくというものであった。バブルの崩壊の原因は政策的なものであり、金融引き締め政策による金利水準の上昇及び不動産向け融資の総量規制であった。こうしたバブルの発生・膨張に大きく貢献したのが、金融機関の行動であった。80年代半ばには、都市銀行は攻撃的競争戦略に踏み出し、資産価格の先行きへの強気の見方の下で、大胆に貸出を拡大していった。こうした都銀の攻撃的行動は、地銀、相銀、信金さらには農林系統金融機関や住宅金融専門会社へも玉突き的に大きな影響を及ぼし、金融機関の間の貸出競争は極めて激しいものになった。貸出機会を無理に掘り起こし、金融機関全体として過剰な信用創造に突き進んだことが、バブルの発生・膨張につながった。バブル崩壊後には、貸出需要見通しの急落の下で、銀行は攻撃的競争戦略から防衛的協調戦略へと急転回を遂げるようになった。

注

- 1) 現実の地価・株価の上昇がさらなる地価・株価の上昇期待を生み出すことは、直観的にはもっともらしいが、そのメカニズムについてより立ち入って考えてみよう。土地や株式といった資産への投機において肝心なことは、長期的客観的経済状況を吟味してその価格の動向を予測することではなく、マーケットが何を考え、近い将来どういう方向へ動きそうかを予測することである。マーケットの動きを先取りし、値上がりする前に買い、値下がりする前に売るということである。そうした資産投機において必要とされるのは、その資産がもたらす将来の経常的収益や利率の動向そのものをどう予測するかではなく、投資家全体として（つまりマーケットが）資産価格の動向をどう予測しているかを読むことであり、他の投資家も同様にマーケットの予測を読むとするだろうから、さらに、マーケットがマーケット

の動きをどう読むか、を先回りして読むといったことである。これはケインズが『一般理論』第12章「長期期待の状態」の中で展開した、美人投票の考え方である。こうした状況の下では、現実に地価・株価が上昇すると、マーケットがそれを基にさらなる地価・株価上昇を予測するだろうと各投資家は読んで、（たとえ自分では高すぎる水準まで上昇してきていると考えたとしても）自らも地価・株価の上昇を予測することになる訳である。

2) 借入資金による資産投機が行われる条件としては、厳密には投機からの収益の一部として資産のもたらす経常的収益を計上しなければならないが、現実の投機プロセスでは経常的収益はほとんど無視されていると思われるので、ここでもその部分は無視することにする。

3) この点については、例えば経済企画庁〔1993〕160ページのデータを参照。西村〔1990〕は、土地の生産性の激変が将来予想の大きな誤りを引き起こし、地価の理論価格からの乖離をもたらしたと主張している（129ページ）。

4) 山田〔1993〕も、同様の見解を述べている（145ページ）。

5) 株価を決定するのは名目金利ではなく実質金利であり、当時円高による物価上昇率低下のため実質金利はさほど低下していないのだから、金利低下が株価上昇を引き起こしたとは考えられないというオーソドックスな立場からの議論がある。例えば、翁・植田〔1991〕152ページ、吉富〔1993b〕83ページを参照。この点について考えてみよう。 r を名目利子率、 p を物価水準、 s を実質株価（例えば、消費財バスケットで測った株式の相対価格）、 d を実質配当、 π を予想物価上昇率、下付きの $_{+1}$ は次期を表すものとし、金融市場での利子取得と株式投資との裁定関係が成立する状況を想定すれば、次の式が成り立つ。

$$(1+r)ps = p_{+1}s_{+1} + pd \quad (1)$$

$$\text{変形すると} \quad s = (\Delta s + d) / (r - \pi) \quad (2)$$

但し $\Delta s = s_{+1} - s$ 、 $\pi \Delta s \approx 0$ と近似

これに対して、名目金利に焦点を当てる形の定式化を行うと、(1)(2)に対応する式は、次のようになる（ S は名目株価、 D は名目配当）。

$$(1+r)S = S_{+1} + D \quad (3)$$

$$S = (\Delta S + D) / r \quad (4)$$

ここで、名目金利 r が低下した時の株価への影響を考えると、同時に予想物価上昇率 π も低下するなら、実質金利 $(r - \pi)$ は変化せず、(2)式で考えると株価は変化しないのに対して、(4)式で考えると株価は上昇するように思える。しかし、(2)と(4)は同じことを表現しているのだから、違った結論が出てくることはありえないはずである。違った結論が出てくるように思えるのは、実は π が低下した時、 Δs も ΔS も共に一定に留まるとしているからであり、 Δs と ΔS が共に一定に留まるという想定は矛盾している。 π が低下した時 Δs が一定ということは、 π が低下する前と比べると $p_{+1}s_{+1}$ （ $= S$ 名目株価）は低下するということであり、 ΔS は π の低下分だけ低下するということになる。逆に、 π が低下した時 ΔS が一定ということは、 $p_{+1}s_{+1}$ が一定に留まり、従って Δs は増大するということである。

では、株式市場の予想形成の仕方としてどちらの想定が相応しいであろうか。予想物価上昇率 π が低下した時その分だけ名目株価の上昇予想 ΔS が小さくなるというオーソドックスな想定では、 π 低下に伴い将来の名目の企業収益や配当 D が低下し、それを織り込んで ΔS が小さくなると考えている。しかし、 π が低下しても、それが一時的なものであり遠い将来まで持続するものではないと考えられていれば、 ΔS の低下はほとんど生じない。また、 ΔS の予想形成が遠い将来までの名目配当予想に基づいて行われるのではなく、現在の株式市場についての状況判断から行われるといった場合には、 π 低下は必ずしも ΔS に影響しないことになる。注1で述べたようなケインズの美人投票的状況では、そうした予想形成が行われている。1980年代後半の日本では、一般物価は極めて安定していたのに、資産価格は急騰したという価格変動の跛行性に特徴があった訳であり、86年段階においても π 低下により株価上昇予想 ΔS がそれに引きずられて小さくなるといったことはなかったと考えられる。こうした状況では、実質金利が低下していないので金利の面からは株価は上昇しないはずだという議論は当てはまらず、名目金利が低下しているため株価は上昇すると考えるこ

とができる。またこうした投資家行動は、貨幣錯覚（名目金利と実質金利の混同）に基づく非合理的なものではなく、市場の中に存在する者として十分合理的なものである。

6) 内生的貨幣供給論とは、マネーサプライは経済内部の動きから独立に外生的に決定されるのではなく、経済が必要とする貨幣が銀行貸出を通じて内生的に供給された結果として決定されるものである、という考え方である（北原〔1991〕、〔1992a〕を参照）。現代の経済における貨幣供給は、銀行貸出（信用供与）を通じて行われるものであるから、必ず借入利率の支払いを伴っている。従って、新たな貨幣が供給されるのは、借入利率を支払っても十分な償いがある支出機会が経済に存在するからであり、また、経済に必要なを超える余分の貨幣が存在すれば、それは借入利率節約のため返済に向けられ、借入返済を通じて内生的に消滅していくことになる。こうした銀行貸出とその返済という循環を通じて、必要とされる貨幣だけが経済に存在していくことになる。この考え方を、資産価格とマネーサプライとの関係へも拡張することができるが、それが本文の考え方である。以下、本稿の内容と内生的貨幣供給論との関連についても論じていくことにするが、それは主として注で扱うことにする。

7) 資産取引を含めた、経済の全体としての取引に必要な貨幣と内生的貨幣供給との関連については、北原〔1991〕第8節を参照。

8) バブルの基本メカニズムの作動によって銀行貸出の増大が引き起こされると言っても、銀行は受動的に行動しているわけではない。投機資金の借手が地価・株価の上昇期待を持っているだけでなく、資金の貸手である銀行の側も地価・株価の上昇期待を共有しているからこそ不動産向け融資や財テク融資に応じるのだし、さらにはそうした融資を積極的に勧誘することにもなる。

内生的貨幣供給論では、銀行貸出（やマネーサプライ）の大きさは経済内部の資金需要によって決定されると考えているが、だからといって、発生してくる借入需要がそのまま銀行に受け入れられ、そのすべてに資金が供給されるとしているわけではない。銀行は申し込まれた借入の内容を審査し、事業の収益性や担保価値を判断し、その結果貸出適格性に問題がないと判断すれば、借入需要に対して貸出を実行する。こうして銀行により適格と判断された資金需要が、有効な資金需要である。ところで有効需要論では、商品に対する単なる欲望は有効な需要ではなく、支払い能力に裏付けられた需要のみが有効需要である。これとのアナロジーで考えれば、借入需要のすべてが有効な需要ではない。貸借には必ず将来の返済が伴うわけだから、貸手側から見て返済見込みがある借入需要のみが有効な需要であり、有効な需要に対してのみ貸出が行われる。旧ソ連や東欧の資金需要は資金の必要ではあるが、資金の有効需要ではない。一般の商品で、支払い能力の有無によってその需要が有効なものか否かが判定されるのと同様に、貸借取引では、将来の返済能力の有無によってその需要が有効なものか否かが判定される。この点では、一般の商品に対する需要も資金に対する需要もまったく同じと考えられる。但し、将来の返済能力はあくまで将来に関わるものであり、現時点では不確定であるため、貸手側が主観的に判断せざるをえない、という点は大きな違いである。そこで資金需要の場合、それが有効なものか否かは貸手の判断に依存することになり、有効な資金需要の大きさは借手の側の資金需要量と共に貸手の判断にも依存することになる。銀行の貸出適格性判断のやり方や基準は一定不変で、いつでも、どの銀行でも同じということはありません、各銀行の適格性判断の如何が有効な資金需要の大きさを左右することになる。

9) 吉富〔1993a〕〔1993b〕もマネーサプライの増加が地価・株価の高騰を引き起こしたという見解に否定的であり、80年代後半のマネーサプライ増加は地価・株価のバブルを説明するには量的に見て不十分だと論じている（aの50ページ、bの84ページ）。

10) 貸出増加額計画（日銀窓口規制枠）の決定において、87年7～9月期から日銀による「節度ある融資姿勢」の要請が始まったことが1つの原因で、窓口規制を受けないインパクトローンや海外店からのユーロ円貸出が増えることになった。例えば、邦銀海外店の居住者向けユーロ円貸付金残高は、第II期（87年6月～90年6月）に15.8兆円増えているが（『大蔵省国際金融局年報』）、これは都銀の国内店円ベース貸出増加の約30%に相当している。バブル発生に対してインパクトローンやユーロ円貸出が果たした役割については、山口〔1991〕56～63ページ、向〔1993〕において強調

されている。

11) 『宝島』〔1992〕52ページを参照。

12) 銀行の貸出金利はCD等の市場金利に対して後れて変動する性質があるため、両者の比較により銀行の貸出金利設定行動変化を見るには、タイムラグによる歪みを取り除く必要がある。CDレートと都銀貸出金利との動きを、80年代末からの引き締め局面で見ると、上昇開始の時期はそれぞれ88年12月と89年2～3月で、ラグは2～3カ月であり、金利のピークは90年12月と91年3月で、ラグは3カ月である。こうしたことから図表7では、便宜的にラグを3カ月として計算を行っている。

13) 規制レントの大きさは金利自由化の進展度だけでなく金利の水準にも依存するが（低金利の時期にはレントは縮小）、実際に規制レントが低下してくるのは86年辺りからである。レントの動きについては、日本銀行調査統計局〔1991〕11ページ、経済企画庁〔1993〕76、520ページを参照。

14) 内生的貨幣供給論では、企業の資金需要に応じて銀行貸出が行われ、需要に応じる貸出を通じて経済が必要とする貨幣が内生的に供給されると考えている。そのことから、内生的貨幣供給論では銀行は常に受動的に行動するだけのトンネル機関に過ぎず、本文で述べた銀行の戦略的行動や積極的業容拡大行動といったものと矛盾するのではないか、という誤解が生じてくるかも知れない。しかし、そうではないことをここで整理して述べておこう。まず、ある時点において発生してくる借入資金需要に対し、借手の将来の返済能力の有無を銀行が主体的・能動的に判断し、それに基づいて需要に応じるかどうか決定されるという点は、注8で述べた通りである。次に、銀行は貸出需要に積極的に働き掛け、貸出を拡大するという努力を能動的に行っているが、その点は内生的貨幣供給論と矛盾するものではない。内生的貨幣供給論の性格を明確にする上で、有効需要論とのアナロジーで考えるのが有効だと思われる。有効需要論では、生産物を供給する立場にある企業が広告宣伝や販売活動を通じて需要に働き掛けることが否定されているわけではない。そうした需要に対する働き掛けは、資本主義経済では当然行われることとして前提し、それを組み込んだ上で、それでも結局のところ、生産水準を最終的に決定するのは有効需要の大きさである、というのが有効需要論の考え方である。内生的貨幣供給論も同様に理解すべきである。貨幣の供給主体である銀行は、資本主義企業として、資金需要に積極的に働き掛ける。それを前提とし、そうした働き掛けによる影響も含めた、全体としての資金需要（しかも、注8で述べた意味での有効な資金需要）に応えるように貸出が行われ、経済が必要とする貨幣が内生的に供給される。これが、内生的貨幣供給論である。

では銀行が積極的に貸出需要に働き掛けるとは、経済理論的には一体どういうことなのか、より立ち入って考えてみよう。①営業基盤、②貸出金利設定態度、③貸出適格性判断という3点から捉えることができると思われる。①営業基盤。個別銀行にとって、経済全体の資金需要が全てその銀行に対する資金需要になりうるわけではない。銀行が見ず知らずの相手にいきなり金を貸すようなことはありえず、従来からのつながりや取引があり、銀行にとって企業内容がある程度分かっており、信頼の置ける取引先からの資金需要でなければ、それに応えることはない。また、そうした何らかのつながりがなければ、その銀行に対して借入が申し込まれてくることもない。そうしたつながりや従来からの取引関係（顧客関係）が、銀行の営業基盤である。つまり、個別銀行に対する資金需要はその銀行がそれまでに培ってきた営業基盤から生じてくるものであり、逆に表現すれば、個別銀行に対する資金需要の大きさはその銀行の営業基盤に制約されており、経済全体に無色の資金需要が存在し、それに対してどの銀行も無差別に応えることができるというものではない。言わば、回路（営業基盤）が事前に敷設されている必要があり、それなしには電流（借入需要）は流れないのである。そこで、その銀行に対する資金需要が発生してくる土台である営業基盤を拡張し、より深く掘り起こすことにより、銀行は貸出需要に対して動的に働き掛けているのである。

②貸出金利設定態度。銀行は市場取引では、price-taker and quantity-setterであるが、顧客取引では、price-setter and quantity-takerである。貸出という顧客取引において、銀行はpriceである貸出金利を設定する。金融自由化が進展してくれば、市場金利水準に準じて、それに一定のマークアップを上乗せする形で貸出金利は設定される。上乗せさ

れるマークアップの幅は、銀行間の競争状態に依存するが、各銀行の貸出戦略によっても左右される。積極的に貸出を増大させる戦略が採られるケースでは、マークアップ幅が圧縮され、低利鞘にし、その分貸出金利が低く設定される。貸出金利が低く設定されれば、他の条件が一定であれば、当然借入需要は大きくなり、貸出を伸ばしていくことができる。また、貸出金利の低さは営業基盤拡張のための有力な武器である。

③貸出の適格性判断。上述のように、既存の営業基盤から借入需要が発生してくるが、銀行の貸出適格性判断のやり方や基準は一定不変で、いつでも、どの銀行でも同じということはない。適格性判断がからいこともあれば、甘いこともあるだろうし、消極的なこともあれば、大胆なこともあるだろう。また判断基準が厳しいこともあれば、緩いこともあるだろう。適格性判断が甘い程、大胆な程、判断基準が緩いほど、適格だと判断される企業数や資金需要は大きくなり、貸出を伸ばしていくことができる。バブルが自己増殖している中でこうしたことが現実には生じたが、その点については、第6節で取り上げることにする。

以上見てきたように、銀行はいくつかのやり方で貸出需要に積極的に働き掛け、貸出を伸ばしていくことができる。ある銀行に対する有効な貸出需要の大きさは、その銀行の営業基盤が広ければ広いほど、深ければ深いほど、貸出の適格性判断基準が緩ければ緩いほど、設定される貸出金利水準が低ければ低いほど、大きくなるということである。

15) 業容拡大を図るにしても、同時に利鞘や収益の確保ができるならそれに越したことはない。80年代後半銀行は貸出利鞘の拡大をストレートに実現するのではなく、短期貸出を長期貸出に切り換え、それに伴って結果的に利鞘を拡大するというやり方を採ったと考えられる。これは、銀行の攻撃的競争戦略と競争的寡占状態の下でストレートな形での利鞘拡大が難しいため、偽装された形での利鞘拡大が図られたものと解釈できよう。都銀の1年を超える長期貸出の比率は86年(3月末)の32.7%から91年の57.2%まで急上昇した(日銀『経済統計年報』)。バブル崩壊後には、防衛的協調戦略と協調的寡占状態の下でストレートな形であつ大幅に利鞘を確保するというやり方が採られるようになった(図表7参照)。

16) この状況は、囚人のジレンマのゲームによって表現できよう。銀行1(B1)と銀行2(B2)とが攻撃的競争戦略Aと防衛的協調戦略Dをめぐる競争している時の利得行列を、次のように想定しよう。

	B2	A	D
B1			
A	(8, 8)	(15, 5)	
D	(5, 15)	(10, 10)	

双方の銀行にとって攻撃的競争戦略Aが支配戦略であり、市場均衡では(A,A)の(8,8)が実現することになるが、これが競争的寡占の状態である。これに対して、貸出需要の拡大が見込めない局面では状況は一変すると考えられるが、それについては注46を参照。

17) Gottfries [1991] は、「せり」市場とは区別される顧客市場を customer flow dynamics model で捉え、そうした顧客市場における企業の価格戦略を分析しているが、そのモデルを使って、将来の需要拡大期待が企業の低価格・低マージン戦略を促進することが示せる。

18) Bills [1989] も Gottfries [1991] 同様、「せり」市場とは区別される顧客市場における企業の価格戦略を分析するため、品質情報不確実性と経験財という点に着目した理論モデルを提示し、需要拡大期には新規顧客獲得からの利益が大きいので、新規顧客獲得を目指した低価格・低マージン戦略が採られると主張している。このモデルは銀行貸出市場についても適用でき、1984年頃の都銀行動に対し妥当と思われる。

19) 1980年代後半の日本の銀行行動について、銀行の自己資本・免許価値低下が引き起こしたりリスク選択の拡大行動

として捉える考え方がある。例えば、堀内〔1993〕33～35ページを参照。その内容は次のようなものである。ゴーイング・コンサーンである銀行の経営組織が目には見えないが固有の資産（参入制限の下で取得している営業免許や銀行の営業基盤）として保有する価値を免許価値と呼ぶが、銀行は目に見える自己資本と見えない免許価値との合計だけ、実質的には自己資本を保有していると考えられる。証券化に伴う企業の銀行離れや金融自由化は、銀行が享受してきた独占利潤を減少させ、銀行の免許価値を低下させる。自己資本・免許価値が低下した銀行は、経営上の失敗のリスクは他人が負う形となるため、過度なリスクを選択するモラルハザードの誘因が強く働くことになる。1980年代後半の日本の銀行は、こうした理由から、過度のリスク選択に走ったというわけである。

しかし、こうしたモラルハザードの議論はアメリカのS&L（貯蓄貸付組合）については妥当しても、日本の銀行には当てはまらないと思われる。①モラルハザードによる過度なリスク選択が行われるのは、成功した場合の収益は自らのものにできるのに対し、失敗した場合の損失は銀行の自己資本・免許価値をはるかに上回り、その部分のリスクを他人に転嫁できることを見越してのことである。経営に失敗し、銀行の自己資本・免許価値をはるかに上回る損失が発生するという事態がかなりの確率で発生しうると想定した上で、銀行経営上のリスク選択の戦略が決定されたとは、80年代後半の日本の銀行について、到底考えられないからである。銀行の経営内容に対する大蔵省検査・日銀考査によると、貸出金の不良債権への分類率や要注意与信比率は80年代末にはむしろ改善傾向にあるとされており（例えば、日銀調査統計局〔1990〕84ページ、山口〔1990〕20ページを参照。またこのことは、金融当局もバブルの発生・膨張に伴う銀行の信用リスク拡大を十分把握・評価できていなかったことを示す）、銀行経営陣も同様の認識をもっていたと考えられるからである。②モラルハザードの議論は株主のリスク負担という観点から行われているが、日本の銀行（企業一般でも同様）の場合、経営上の意思決定において株主より経営者の権限が圧倒的に強く、経営者は経営の失敗や倒産に際し大きなペナルティを被り、経営失敗のリスクを他人に転嫁できるという立場にはない（銀行が瀕死の状態にあり、一か八かの大博打を打つしか生き延びる可能性がないという場合を除いて）と考えられるからである。この点については、池尾〔1990〕151～2ページを参照。

また、実質的自己資本比率の低下という事態は日本の銀行の場合、株式含み益減少・不良債権増大という形でバブル崩壊後に大々的に発生した訳であるが、そこではモラルハザードによる過度なリスク選択といった行動はまったく見られず、逆にリスク許容力低下による過度に慎重な貸出行動・貸し渋りが問題化している。こうしたことから、モラルハザードによる過度なリスク選択という要因は現実には余り重要とは考えられない。

20) 小林〔1967〕30ページを参照。

21) この時期の主な短期金融市場改革としては、84年6月の円転換規制の撤廃、85年7月の無担保コールの取引開始があるが、また都銀のコール及び手形での両建運用認可がそれぞれ84年7月と85年3月に行われた。さらに、85年10月の大口定期預金導入も都銀の資金調達手段の充実・多様化に貢献した。

LM Bankingは、内生的貨幣供給論と矛盾するものではない。内生的貨幣供給論では、銀行は資金需要に応じて先づ貸出を行い、必要になれば準備は後からマーケットなどを通じて調達される、と考えている（北原〔1991〕第3節、〔1992a〕113ページを参照）。LM Bankingとは、手元準備が増えるので、それを元手に貸出の拡大が行われる（信用乗数メカニズム）ということではなく、準備や必要な満期を持った資金のより機動的な調達が可能になるという環境の下で、貸出もより弾力的・積極的に行われるということである。需要に応じる内生的な貨幣供給がより行われやすくなり、内生的貨幣供給メカニズムがより完全なものになると考えられる。

22) 日銀調査統計局〔1992〕16, 24ページを参照。また伊丹〔1993〕においても、銀行業の装置産業化とそれが銀行の規模拡大行動を促すという点が強調されている（15, 207, 232ページ）。

23) この点については、北原〔1992b〕95～6ページを参照。

24) CAMEL方式（Capital, Asset, Management, Earning, Liquidity）の内容については、畠山〔1988〕を参照。

25) 金融当局の民間金融機関に対するグリップが従来に比べて弱くなったことはないが、そうだからといって当局が

バブル期の金融機関の状態を十分に把握できていたという訳ではない。注19で述べたように銀行の信用リスクは十分把握されていないかつ、また第7節で取り上げるノンバンクについてはその実態はほとんど把握されていないものと思われる。

26) 地銀の貸出金利は都銀に比べて遅れて変動する傾向があることから、金利上昇局面では貸出金利格差(地銀マイナス都銀)は縮小することになる。89年から91年にかけては金利上昇期であるため、この時期の図表7の数字(-0.024%)にはこうしたタイムラグ要因による金利格差縮小効果が含まれており、この数字そのまま地銀の貸出金利設定行動を示すものと考えすることはできない。そこでタイムラグ要因を取り除くために、次のように考えてみよう。89年の本格的な貸出金利上昇の開始は都銀で3月、地銀で5月と2カ月のラグがあり、91年の金利ピークは共に3月である。そこで平均的に1カ月のラグがあるものとして、地銀の翌月の金利と都銀の当月の金利との格差を89年4月から91年3月までについて計算してみると、平均は0.140%となる。図表7の数字と比較するとかなり大きくなっているが、しかし他の時期と比較すればこれでも相当小さい値である。このことから、この時期の地銀の貸出金利設定行動は金利をかなり抑制するものであったと考えることができよう。また、89年1月からの新短期プライムレートの導入において地銀が都銀より遅れる傾向があったことが、地銀の貸出金利を都銀に比べ低くしたということも考えられる。しかし、地銀の貸出金利が都銀に比べて最も低くなっているのは90年の前半であり、その時期には地銀の新短プラ導入も完了していたと思われるので、図表7の数字(-0.024%)の小ささは新短プラ導入の影響とすることはできず、やはり地銀の貸出金利抑制行動によるものと考えべきであろう。

27) バブルの膨張にもかかわらず、日本銀行の金融引締政策への転換が89年5月まで遅れた要因としては、資産価格の安定が金融政策の目標として位置づけられていなかったことが基本的だと考えられるが、また日銀アンカー論的思潮も影響したと思われる。この点については、北原〔1992b〕95ページを参照。

28) 銀行が攻撃的競争戦略を採り、貸出の積極的拡大を図る場合、その手段の1つが、注14で述べたように、貸出の適格性判断である。攻撃的競争戦略の中では、適格性判断をやや甘く、大胆にし、判断基準を緩くすることにより、貸出需要に対して積極的働き掛けが行われる。バブルが自己増殖していくプロセスでは、こうした傾向がかなり強かったと考えられる。また、銀行間の貸出競争の激化は、こうした傾向をさらに強めた。なお、貸出競争激化による銀行貸出の適格性判断基準の弛緩という事態は、1980年代後半のアメリカでも生じたと言われている。この点については、『アメリカ経済白書』〔1990〕170ページを参照。

29) 営業推進と審査を1つの組織に同居させ、プロフィット・センターとしてクイック・レスポンスを可能にするという総本部制組織は、1979年の住友銀行を初めとし、ほとんどの都銀で80年代半ばまでに導入された。しかし、バブル崩壊後の審査機能の立て直しの中で、90年代に入ると審査部門の独立強化と総本部制から機能別への経営組織の変更が行われた。こうした点については、『金融ビジネス』〔1987〕、『金融財政事情』〔1991a〕〔1991b〕等を参照。

30) 『宝島』〔1992〕153ページ

31) 80年代後半に不動産関連や中小企業・個人向けを中心に貸出が伸びたことに対して、銀行の収益環境悪化(預金金利の自由化と大企業の銀行離れによる)への対応策としてハイリスク・ハイリターン路線が選択されたためという見方がある。しかし、銀行はリスクが大きいことを自覚しつつ、貸出を拡大していったとは考えにくい。収益確保のためにはハイリスクも仕方がない、吉が出てリスクが顕在化しないことを願いつつ、そうした分野への貸出拡張を行ったとは考えられない。この点については、注19も参照。むしろ、リスク意識が希薄なままで、リスク意識を欠いたままで、貸出拡大に奔走したというのが実情ではなかろうか。貸出拡張を目指す攻撃的競争戦略が採られていたことが根本的原因であり、そうした戦略の下で貸出拡大のためには向こう傷も問わないというやり方がまかり通り、リスク意識が希薄になり、リスク感覚が麻痺するという事態に至ったと考えられる。80年代後半の銀行行動を問題にする場合、ハイリスクと意識していたにもかかわらず、なぜハイリスク・ハイリターン路線に走ったかという問題の立て方は的を外しており、なぜリスク意識を欠いたままに、貸出拡大に走ったかという問題の立て方が正鵠を射ていると思われる。

32) 『宝島』〔1992〕181ページ

33) 資産価格の高騰とその下での銀行の業務活動の拡大が、銀行のバランスシートを脆弱化し、金融システムを不安定なものとするということは、ミンスキー〔1988〕が強調している論点である（例えば、220, 230ページを参照）。

34) ガルブレイス〔1991〕は、バブルの発生について歴史的に分析していく中で、目新しい（目新しく見える）金融的イノベーションがバブル発生に大きく貢献することを強調している（37～42ページ）。今回の日本のバブル発生に関しては、ノンバンクが、不動産や財テクへの貸出資金流入を拡大する新たなルートとなり、バブルの発生・膨張を大きく促進していく金融上の新機軸、イノベーションであったと考えられる。伊丹〔1993〕においても、72～3年と80年代後半との2つのバブルを比較して、後者の特徴としてノンバンクという新しい貸出ルートの存在が強調されている（202～5ページ）。

35) この点については、吉田〔1993〕74ページを参照。

36) 1991年12月に行われたノンバンク上位300社に対する大蔵省のアンケート調査によれば、審査部門の人員が5人以下という会社が62.8%を占めており（『金融財政事情』92年7月20日号26ページ）、審査能力がほとんどなかったと考えられる。

37) 80年代末以降預貸率が上昇するという形は、第二地銀についても見られ、87年末の78.9%から91年には85.3%まで上昇した。しかし、地銀についてはそうした傾向は見られない。

38) 原田〔1993〕70ページを参照。

39) 1980年代前半頃までは、「暗黙の紳士協定があり、住宅ローンの肩代わりなんてしなかった」と言われている（『宝島』〔1992〕53ページ）。しかし、80年代半ばには、登記所から謄本を入手し他行ローン利用の有無を確認し、ダイレクトメールで1件1件つぶし、既存住宅ローンを肩代わりしていくという手法が取られるようになり、銀行間の肩代わり融資競争が激化した。この手法は住友銀行が開発したと言われている（銀行問題研究会〔1993〕172ページ）。肩代わりの最大のターゲットは、住専であった。バブル期における都銀の住宅ローン急拡大については、吉田〔1993〕66ページを参照。なお、アメリカにおいても同様の事態が生じた。商業銀行の住宅ローン分野への進出に伴い、従来から住宅ローン分野に専念してきたS&L（貯蓄貸付組合）が苦境に陥り、商工業貸出や不動産分野に進出し、そこでの不良債権の増大から経営破綻を来すという事例が数多く見られた。この点については、日本銀行調査統計局〔1989〕14ページを参照。

40) ミンスキー〔1988〕は、ユーフォーリア的ブームの下では実物的・金融的投資の金利弾力性が低下してしまう点を強調している（185, 214ページ）。

41) 銀行貸出に対する政策的影響は、引き締め開始から1年4～7カ月遅れの90年9～12月頃から生じており、かなり遅れが目立つ。

42) 金融当局の認識については、注25も参照。銀行貸出の実態について当局が十分認識できていなかったことも、金融引締への政策転換の遅れの1つの要因と考えられる。

43) 資金フローメカニズムはバブルの基本メカニズムが持続的に作動するための必要条件であるから、それが外的に機能停止させられれば基本メカニズムは作動停止することになる。土地投機のための資金供給が遮断されれば、地価は上昇停止・下落し、そのこと自体が地価バブルの基本メカニズムの作動を停止させることになる。このことは、経済全体へのマネーサプライが抑制され、それに応じて地価が下落したということ（第3節で論じた外生的貨幣供給の考え方）を示すものではない。マネーサプライの低迷はバブルの崩壊の結果としてもたらされるのである。

44) こうした貸出伸び急落の最も大きな要因は、借手の側の資金需要の急落である。しかしそれと同時に、本文で述べたように貸手の側の貸出態度が急速に消極化し、萎縮したことも影響していると考えられる。

45) この時期銀行の「貸し渋り」が生じたのではないかという議論が行われたが、その問題について考えてみよう。日銀短観の貸出態度判断DIや貸出増加額に占める政府系金融機関シェアの動きを見ると、金融緩和期にもかかわらず金

融機関の貸出態度は厳しいままであり（特に中小企業に関し）、また貸出増の中の政府系シェアは大幅に上昇している。こうしたことは従来の金融緩和局面では見られない事態であり、貸し渋りが存在したのではないかと思われる（この点については、日本銀行調査統計局〔1993〕51ページを参照）。こうした貸し渋りの原因は、銀行側の貸出審査基準・適格性判断の厳格化であるが、バブル崩壊に伴う信用リスク拡大や不良債権激増が銀行に対して大きなショックを与え、従来の貸出戦略が一挙に大転換したため、一時的な行き過ぎや混乱が融資態度に発生したためと考えられる。支店長クレジットクランチという言葉は、こうした状況を表現したものであろう。ところで、貸し渋りは供給側の事情で資金供給が阻害されている状況だから、需要に応じて資金が供給されるという内生的貨幣供給の考え方と一見すると矛盾するように思われる。しかし有効な資金需要とは、注8で述べたように、銀行側から見て返済見込みのある借入資金需要のことであり、借手の財務内容悪化・担保力低下や銀行側の貸出審査基準・適格性判断の厳格化の結果として適格な借手が減少することは、有効な資金需要自体が減少するということであり、需要に応じて資金が供給されるという内生的貨幣供給論と矛盾するものではない。

46) 銀行の防衛的協調戦略への転換の状況を、注16と同様のゲームの利得行列で表現すると、次のようになろう。

	B2	A	D
B1			
A	(6, 6)	(9, 8)	
D	(8, 9)	(10, 10)	

貸出需要の拡大が見込めない局面では、攻撃的競争戦略はその成果に比べてそのコストや負担が大きくなることを、上記の利得行列は表している。この状態は、わざわざゲーム論を使って問題にする必要はないような状態であるが、市場均衡は(D,D)の(10,10)となり、協調的寡占の状態となる。

47) バランスシート悪化による銀行のリスク許容力低下については、吉富〔1992〕、日本銀行調査統計局〔1994〕53ページ、経済企画庁〔1994〕220～29ページを参照。

48) 84年段階での貸出需要の拡大見込みに関して都市銀行は、全体としての金融機関への貸出需要は程々の伸びであるにしても、都銀という業態または自行については貸出をかなり伸ばしていけると強気の判断をしていたのかも知れない。同様の状況は1990年代初頭の一般の企業においても見られる。企業の期待成長率（向こう3年間）を、日本経済全体の成長率と自業界需要の成長率とに分けて見ると、両者の乖離は通常プラス・マイナス0.2%の幅に収まっているが、90, 91年では自業界需要成長率が日本経済の成長率を0.4, 0.7%と大幅に上回っている。そうした強気の見通しの下で企業は過大な設備投資を実行し、過剰な生産設備を抱えこむことになった。この点については、日本銀行調査統計局〔1993〕43ページを参照。

49) 野口〔1992〕は、80年代後半に財政支出がもっと拡大し、それに伴い国債発行も増大していれば、銀行は資金運用対象の減少に苦しむことなく、貸出競争もあれほど激しいものにはならなかったであろう、という興味深い指摘をしている（137ページ）。

50) こうした見解については、例えば鈴木〔1993〕152ページ、資産価格研究会〔1993〕23ページを参照。

51) 自由化の第1幕目と第2幕目という考え方は、伊丹〔1993〕で述べられている（160, 164ページ）。

52) 諸外国のバブルについては、例えば経済企画庁〔1993〕143ページを参照。

参考文献

- 池尾和人〔1990〕『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社
- 伊丹敬之〔1993〕『日本の銀行業：ほんとうに発展したのか』NTT出版
- 翁邦雄・植田和男〔1991〕『金融・入門』JICC出版局
- ガルブレイス,J.K.〔1991〕『バブルの物語』鈴木哲太郎訳,ダイヤモンド社
- 銀行問題研究会〔1993〕『金融投機の経済学』新日本出版社
- 北原徹〔1991〕「貨幣供給の内生性と金利決定のメカニズム」『東京学芸大学紀要』第3部門(社会科学),42集
- 〔1992a〕「ハイパワード・マネーの制御可能性と内生的貨幣供給」ポスト・ケインズ派経済学研究会編『経済動態と市場理論的基礎』第5章,日本経済評論社
- 〔1992b〕「金融の自由化と金融政策」岡本馨男・井上裕・高山洋一・北原徹『国際化する日本金融』第3章,時潮社
- 〔1995〕「バブルと銀行行動」青木達彦編『金融脆弱性と不安定性』第3章,日本経済評論社
- 『金融財政事情』〔1991a〕「銀行組織改革の新思考」2月11日号
- 〔1991b〕「審査の復権」4月1日号
- 『金融ビジネス』〔1987〕「銀行の新組織革命」9月号
- 経済企画庁〔1993〕,〔1994〕『経済白書』平成5年版,6年版
- 小林好宏〔1967〕「わが国寡占市場における競争と協調」『季刊理論経済学』9月号
- 資産価格研究会〔1993〕「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」(会の正式名は,資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会)
- 鈴木淑夫〔1993〕『日本の金融政策』岩波書店
- 『アメリカ経済白書』〔1990〕(大統領経済諮問委員会)経済セミナー別冊
- 『宝島』〔1992〕『別冊168 銀行のヒミツ』JICC出版局
- 西村清彦〔1990〕「日本の地価決定メカニズム」西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』第5章,東京大学出版会
- 日本銀行調査統計局〔1989〕「米国の貯蓄金融機関を巡る最近の動きについて」『調査月報』8月号
- 〔1990〕「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」『調査月報』4月号
- 〔1991〕「近年における貸出金利の変動について」『日本銀行月報』9月号
- 〔1992〕「近年におけるわが国銀行業の効率化について」『日本銀行月報』1月号
- 〔1993〕「平成4年度の金融および経済の動向」『日本銀行月報』6月号
- 〔1994〕「平成5年度の金融および経済の動向」『日本銀行月報』6月号
- 野口悠紀雄〔1992〕『バブルの経済学』日本経済新聞社
- 畠山蕃〔1988〕「金融検査の視点多様化と金融機関経営」『金融財政事情』4月25日号
- 原田泰〔1993〕『狂騒と萎縮の経済学』東洋経済新報社
- 堀内昭義〔1993〕「銀行行動と金融システムの安定性」貝塚啓明・原田泰『90年代の金融政策』日本評論社
- ミンスキー〔1988〕『投資と金融』岩佐代市訳,日本経済評論社
- 向壽一〔1993〕「バブルの形成・崩壊に国際資金ルートが果たした役割」『エコノミスト』9月21日号
- 山口竹彦〔1990〕「考査からみた最近の融資の問題点」『金融財政事情』12月10日号
- 山口義行〔1991〕「『資産インフレ』の金融メカニズムについて(2)」『名城商学』第41巻2号,10月号
- 山田浩之〔1993〕「土地バブルは短期対策でつぶせ」『週刊東洋経済』6月26日号

- 吉田暁〔1993〕「銀行行動の変化」平和経済研究会議・独占白書委員会編『国民の独占白書第15号：バブル経済と銀行・証券』第3章，御茶の水書房
- 吉富勝〔1992〕「今回の資産デフレで信用秩序は揺るがない」『エコノミスト』11月9日号
- 〔1993a〕「『金融緩和がバブルの原因』のウソ」日本経済新聞社編『異説・日本経済Part 2』日本経済新聞社
- 〔1993b〕「バブル発生メカニズムの無理解」『週刊東洋経済』9月18日号
- Bils〔1989〕“Pricing in a Customer Market” *Quarterly Journal of Economics*, November
- Gottfries〔1991〕“Customer Markets, Credit Market Imperfections and Real Price Rigidity” *Economica*, August