

バブル本格化段階における為銀海外短資 取入れと株式市場：補足考察

——泡沫の期（3）——

— ノ 瀬 篤

本誌前号の拙稿において、バブル初期段階（1983—85年）の為銀短資取入れと株価高騰との関係について述べた（「バブル初期段階の株価高騰について：1983—85年」『岡山大学経済学会雑誌』第30巻第1号）。為銀取入れ短資が迂路を経て株式市場に流入し、株価の高騰をもたらしたのではないか、という趣旨であった。

バブル形成の本格段階になると、この短資取入れ額は格段に巨額になり、また周知の通り株価の高騰も加速化する。そこで、為銀取入れ短資が株式市場に流入しうるルートもしくはメカニズムについて、より詳細に考察しておくことが適切だろう。そのメカニズムが明瞭になれば、なぜ1986—89年にかけてあのように巨額の為銀短資取入れ（各年の年中平均為替相場で換算すると4年間累計で約29兆円）⁽¹⁾が生じたのか、その重要な一因を理解できることになる。

為銀が取り入れた短資が株式市場に流入する経路については、いくつか考えられるが、前号ではそのうちの一つだけを例示的に取り上げた。これを詳細化して再現するところから始めたい。以下の（1）の（A）がそれである。なお、以下本号の考察では、株式投資の主体としては、バブル膨張期に株式市場への資金流入の主要パイプとなった特金・ファントラのみに焦点を当てる⁽²⁾。

(1) 企業がインパクト・ローンを借り入れて特金・ファン トラで運用する場合

以下では企業（本稿では銀行以外の企業を意味し、製造業、商業等の一般企業の他、生保、損保、証券会社など為替業務を営まない機関投資家を含む。したがって機関投資家も含まれるが、機関投資家はこれより狭い概念となる）がインパクト・ローンを取り入れて円転換し、これを特金等に運用する場合を想定しているが、仮に現実にインパクト・ローンが直接そういう用い方をされない場合でも、考察は意義を失わない。なぜなら、インパクト・ローンが他目的のために導入されても、それによって企業の資金が潤沢になれば、余剰資金が特金等に回るので、企業の資金全体を見れば、インパクト・ローンが特金等に運用されているのに等しいからである。現実には後者（インパクト・ローンが直接には特金などに向かわないとしても企業の資金潤沢化を通じて間接的に特金等への投資を増大させるケース）の方が多いと推測される。

さて、前号で述べたメカニズムを以下の（A）で補足再説しておこう。以下では、プラザ合意以降の円高・ドル安局面を想定している。（A）は先物為替予約が捨象されたケースになっている。

（A）企業が先物為替売り予約をしない場合

- ①為銀はたとえば1987年1月に海外短資を取り入れ、3か月インパクト・ローンの形で企業にドルを貸す⁽³⁾。
- ②企業はこのドルを直ちに銀行に売って円転し、信託銀行に特金等として信託する（上に述べたように、仮にこの円転手取り金が高目的に用いられても、これによって企業の資金はそれなかりし場合に比べて潤沢になり特金等への資金運用が可能になるので、総体としての効果には大差はないことになる）。

この時の相場を1ドル=152円とする(1987年1月のインター・バンク直物相場1ドル=154円を基準として、対顧客買い相場を2円ドル安に想定。実際の開差はもう少し小さいが、後の先物ディスカウント値と区別するために大きめに表示)。

③銀行は②によって買い持ちとなるので(ドル借り+ドル貸し+ドル買い)、企業から買ったドルを別の顧客(海外投資のためドルを必要とする機関投資家)に売る。相場を1ドル=156円とする(上記直物相場を基準に対顧客売り相場を2円ドル高に想定)。

④機関投資家は入手したドルでアメリカ債券等を買う。

⑤インパクト・ローンの返済期限がくると、企業は特金等を解約して代金で銀行からドルを買い、これを当初のローン返済に充てる。この時のドル直物レートを1ドル=143円(1987年4月の現実の値)、対顧客売り相場を145円とする。

もちろん実際には企業はいちいち上記の手順を踏む必要はなく、銀行に145円を渡すだけでよい。

⑥銀行はインター・バンク市場において143円で1ドル調達し、海外に返済する。

実際には⑤、⑥のような特金の解約やインパクト・ローンの現実の返済は必ずしも行われる必要はなく、インパクト・ローンは借り継がれ、特金等の契約は継続されると見てよい。

さて、上記における為銀、企業、機関投資家各々のメリットは何か。

まず為銀について。為銀は円転規制撤廃(1984年6月)によって外資導入は格段に容易になったが、しかし総合持ち高規制は適用されるので、直接には為替差益は得にくい。上記でも円高化による為替差益の主要部分は掬いとれていない。しかし、少なくとも第一にインパクト・ローンの形での貸付拡大による増収(海外短資借入金利と国内貸付金利の差)、第二に上記②、③、⑤および⑥の対顧客売買価格差、第三に同日のうちの相場変動を利用する微

妙な為替差益，を取得できる。

第三について言えば，たとえば⑤と⑥において，企業が午前中に1ドルの債務に対して145円を銀行に手交し，銀行が午後インターバンク市場で142円（午前比べて1円分円高化）で1ドル入手して，当初の対外債務を返済すれば，銀行はスクエア・ポジションを守りつつ，為替差益を入手できる（対顧客売買価格差を別としても午前と午後の価格差1円を掬える）。上記で「円高化による主要部分は掬いとれていない」と記したのは，主要でない部分は取得しているという含意である。

他方，企業はまず第一に為替差益を入手できる。企業は②で152円で売った1ドルを⑤で145円で買い戻しているので，7円の差益を取得している。このケースでは企業が円転の主体であり，この間，売り持ちだったからである。第二に企業はインパクト・ローンという形で借りることによって，低利で，かつ場合によっては銀行に課される窓口規制をくぐり抜けて，資金を入手できる。なお窓口規制のくぐり抜けは銀行にとってもメリットとなる。第三に企業は，特金等を通じて価格が上昇しつつある証券に投資して，順調に行けばキャピタル・ゲインを得ることが出来る。

機関投資家はこれまでよりは安く感じられるドルで相対的に高金利のアメリカ債を取得できる。他方，先物売りでカバーをとっていないのでドル下落による損失の心配はあるが，反面，将来のアメリカ利率の低下で債券価格の上昇を期待できる面もある。もっとも，それはクラッシュを経てのことになるかもしれない。

本誌前号の拙稿で述べたのは，以上のケースである。要するにこれは，企業がインパクト・ローンで入手したドルを円転して特金等に運用するケースであった。また，企業の先物為替予約によるリスク・ヘッジも度外視されていた。このケースでは企業，銀行双方にインパクト・ローン利用への誘因があることになるが，とくに円高が予測される限り，持ち高規制に制約されず，為替差益を取得できる企業にとっての魅力が大きい。

さて、現実にはインパクト・ローンの7割ないし8割は借り手企業の先物為替売り予約をともなっている、と言われる⁽⁴⁾。これを考慮に入れると、上記のメカニズムはどのように変化するだろうか。以下では部門全体としての企業、部門全体としての為銀を念頭に置く。ミクロ的な解決をマクロ的解決と混同しないための予めの用心である。

(B) 企業が先物為替売り予約を行う場合

- ①まず(A)の①はここでも不変である。
- ②企業は入手したドルを円転し(1ドル=152円)、特金等に運用する。ここまでは同じ。さてここでは企業は銀行を相手方として先物為替の買い予約を結ぶ。先物レートは、アメリカ金利が相対的に高いので、直物の154円に対してディスカウントがつくが(実際にはこの頃、約1円)、対顧客売り相場ではそれよりもドル高になる(上記の例通り2円高とする)ので1ドル=155円としよう。
- ③銀行のポジションは先物を含めるとスクエアである(海外からドル借り+インパクト・ローンでドル貸し+直物ドル買い+先物ドル売り)が、キャッシュ・ポジションでは円資金が不足するので機関投資家にドルを売る(1ドル=156円)。総合ポジションは売り持ちになる。総合持ち高をスクエアにするために、銀行は機関投資家との間でドルの先物買い予約を結ぶ(1ドル=151円)。
- ④機関投資家は入手ドルでアメリカ債券等を買う[(A)と同じ]
- ⑤インパクト・ローンの期限がくると、企業は155円払って先物ドル買い予約を履行し、当初のドル債務を返済する。155円払って152円で売ったことになる。
- ⑥銀行は入手した155円で機関投資家との間のドル買い予約を履行する。ただし、151円で買う予約だったので4円の差益を得る。入手したドルで、海外債務を返済する。

さて、この（B）ケースでは為銀、企業、機関投資家各々のメリットは何か。

銀行は直物では152円でドルを買い、156円で売って4円の差益、先物でも151円で買って155円で売り4円の差益を得ている。取引相手別で見れば、対企業取引では152円でドルを買い、155円で売り、対機関投資家取引では156円で売って151円で買い戻している。しかしこれらは、相場変動による為替差益ではない。銀行は（A）のケースと同様、為替変動差益は得ていない。得ているのは、直先両取引における対顧客売り相場と買い相場の開きに他ならず、これは相場変動がなくても入手しているものである。（A）で見た為銀の第二メリットにすぎない。ここでは銀行は円転の主体ではなく、総合持ち高でスクエアなので、為替変動差益を得にくいのである。もっとも銀行は（A）の場合と同様、インパクト・ローンによる利子収入と海外短資への利払いとの開差を取得することが出来るし、今見たように対顧客売買相場の開差を取得している。ただし（A）で見た第三の利益は、ドル買い価格が予約で決められているために、消失する。

他方、このケースでは企業も相場変動による差益を得ていない。資金ポジションをスクエアにしているからである。ただし、低利の資金調達、窓口規制のくぐり抜け、等については（A）の場合と同じである。

機関投資家は（A）の場合に比べると、先物でカバーをとっているので日米金利差をより確実に掬いとることができている。

さて、（1）における（A）、（B）二つのケースを比較すると、企業が為替差益の主要部分を取得できるか否かというちがいがあり、円高が予測される場合には（A）の場合の方が、為銀短資取入れに対する誘因が大である。企業の資金需要が大であれば、為銀も貸出条件を有利に運べるので、取入れに熱心になる。したがって、1986年からの驚異的な為銀短資取入れ増大の第一の原因は、プラザ合意以降の円高予測のもとで（A）ケースを活用して為替

差益を掬い取ろうとする企業の期待，これによるインパクト・ローン利用の増大にあったと言えよう。

しかし，1986年以降は先物予約型を含むインパクト・ローン全体が増えている。企業が為替差益を取得できるオープン型だけが増えたわけではない。これはなぜか。当初は利子率の低下や利益の上昇によって始まった1983年からの株価高騰が，企業の証券投資意欲を高め，企業はその資金源を直接間接にインパクト・ローンに求めたためである。これが為銀の短資取入れ激増の第二の原因である。その際，為替変動リスクをヘッジして国内証券に投資したいという企業の方が多数派であったために先物予約型インパクト・ローンが主流になったのだろう。

こうして，株価高騰が海外からの資金取入れを呼び，後者がまた株価高騰を生む，という循環構造が定着するのである。

しかし，為銀の短資取入れの激増は決して企業の国内証券投資意欲の増大によってのみ生じたのではない。為銀自身の行動にも大きな誘因があったと考えられる。節を改めて考察しよう。

(2) 為銀が自ら外資を円転して特金・ファントラに運用する場合

ここで，「機関投資家の海外証券投資資金需要に応えるためにその原資としての海外からの短期借りが増えたのではないか」という通説的理解を検討すべきところに来た。機関投資家はこの頃，先行きドル安予測が強くなったので，既保有アメリカ証券についてはインパクト・ローンや先物売り予約を組んで為替リスクをヘッジしておく必要に迫られていたばかりでなく⁽⁵⁾，新規購入アメリカ証券については直物買いを単独に行うのではなくて，先物売り予約やインパクト・ローンでカバーしておく必要にも迫られていたのである。

機関投資家にとって、アメリカ金利が相対的に高い限り、新規にアメリカ証券を購入する誘因はあるが、ドル安が予測されるので（a）先物で売り予約をしておくか、（b）又は借りたドルでアメリカ債券を買うかせねばならない。（b）はいわゆる直接の「外・外」投資であって、国内金融市場を素通りするので、株価高騰と為銀の短資取入れの関係について考察している本稿では除外する。

さて（a）について。為銀は海外短資を取り入れて機関投資家に売る（為銀自らの円転）。後者はこれでアメリカ証券を買うが、リスク・ヘッジのために為銀との間で先物売り予約を結んでおく。機関投資家は直物ドル買い・先物ドル売り、銀行はその逆となる。為銀は直物ドル売りの対価である円資金を特金等に投じる。期限が来ると、為銀は特金等を解約して円資金を確保し、先物ドル買い約束を履行する。機関投資家等はアメリカ債券を売って取得ドルを為銀に売る。為銀は取得したドルを当初の借入返済に充てる。

ただし、先にも見たように、現実には期限が来てもこういう取引はいちいち行われまいだろう。為銀は新たに海外短資を取り入れて当初の借入返済に充て、機関投資家は新たに取得した円資金（生保の保険料など）で為銀からドルを買い、それで先物ドル売り約束を果たす。そうすると、アメリカ債券の保有は続けられる。為銀はドル売りの対価として取得した円で先物ドル買いを履行できる。

さて、ここで二つの点に注意せねばならない。第一に為銀はこの取引から追加的な利益を掬い取っている。上記の数値例を適用すると、為銀は直物では156円で売って先物では151円で買い戻すことになる。5円の差額のうち4円は対顧客売買価格差であるが、残る1円は先物ディスカウント分である。前述（1）の（B）においては機関投資家との取引で得た先物ディスカウント分は、企業との取引で失ってしまう。ディスカウント分は企業が取得している。しかし、ここでは企業との取引なしに機関投資家等とだけ取引しているので、為銀はディスカウント分を留保できるのである。この1円は年率に

直すと約2.7%であるから、決して小さな数値ではない。ドル安予測が立つときには、為銀としては海外短資を取り入れて自ら円転すれば、確実に先物ディスカウントを取得できる。

こうして、1986年以降、円高が予測されるようになって機関投資家は従来に比べると、カバー付の海外投資を増やすことを余儀なくされたが、それは為銀に確実な先物ディスカウントの取得を保証することとなり、為銀の短資取入れ激増の第三の原因（第一、第二の原因は前々頁、参照）となった、と見てよい。

第二に注意すべきは、それまでは為銀にとって、今説明したような対機関投資家取引は出来なかった、ということである。

為銀としては1980年以降は、それまで禁じられていた本邦為銀によるインパクト・ローンが認められた（1980年3月および同年の新外為法）ので、これを多用すれば、円転規制が撤廃されていなくても売り持ち回避は容易に出来るようになった。

しかし、上記（1）で見たように、インパクト・ローン利用方式は為銀にとって、先物予約を用いる場合も用いない場合も、画期的に有利とまでは言えないものだった。ところが円転規制撤廃（直先総合持ち高規制への移行）とともに、先物ドル買いを直物ドル売りと組み合わせるだけで持ち高規制に対応できるようになった。つまり、為銀はたんに直先総合持ち高をスクエアにしておけばよくなったので、上に説明したように、取り入れた海外短資を自ら円転し、得た資金を自ら信託銀行に預け、かくして生じた売り持ち分は機関投資家等から先物で買い予約をとっておけばよくなった。上に見たように利幅が拡大した。この利幅（先述の例では5円）は、対顧客先物買い相場151円と直物売り相場156円の開差による。インターバンク直物相場は154円であったから、先物買い相場151円との開き3円は対顧客手数料に相当する2円と直先スプレッド（ここではディスカウント）1円とからなる。

要するに先物にディスカウントがついている状況下でドルを借り入れて直

物で売り、先物で買い戻しておく、確実に利幅を稼ぐことが出来る。デイスカウントは基本的には日米金利差に由来するが、これを大量に掬い取るために障害があつては、折角の利益機会が生きない。円転規制の撤廃は、まさにその障害を取り払った。

こうして銀行は晴れて為銀短資を大々的に取入れ、これを自ら信託銀行に特金等の形で運用したと思われるのである。この結果、特金・ファントラの資金の7割は金融機関からの流入分と言われるようになり⁽⁶⁾、他方、特金等の大々的な買いによって株価は急速に高騰したのである。

(3) 為銀海外短資取入れ激増の原因：再考的整理

これまでの叙述と重複するが、ここで観察の角度を変えて、1986年以降何故に為銀の短資取入れが飛躍的に増加したのかを改めて考えてみよう⁽⁷⁾。

議論を明確にするために問題を端的に立てることにする。即ち「対外長期投資が大増加した⁽⁸⁾ ために為銀取入れ短資が激増したのか。それとも逆に為銀の短資取入れが大増加し、それが経常黒字と合して企業・銀行の金余りの状況をもたらし、その結果海外長期投資を増大させたのか」。ところで、この時期は概ね円高・ドル安が急進展する時期であった。したがって問題は「為銀の短資取入れ激増、対外長期投資激増、円高・ドル安の急進展」の3者の関連を考察することでもある。

結論を先取りすると、答えは折衷的にならざるを得ない。しかし、従来は中尾茂夫『ジャパンマネーの内幕』(岩波書店、1991年、第Ⅱ章4)以外には、この種の問題設定自体が存在しなかった⁽⁹⁾。わずかに一般的理解になっていると思われるのはたとえば宮崎義一の「日米金利差を狙って対米長期投資が盛んに行われ、円転規制撤廃による海外短資取入れがその原資となった」という趣旨のやや大まかな議論であろう⁽¹⁰⁾。一般には為銀短資大流入への注目自体が欠けているのである。

したがって「もっぱら対外証券投資の原資として必要であったがために海外短資が大々的に取り入れられたというわけではなく、先に為銀短資取入れの大増加があり、これが経常黒字と合わさって国内に金余り状態をもたらし、その圧力の結果資金が海外投資として流出することになった、という一面がある」という折衷的理解自体が、新たな観点となる。他方で為銀短資取入れの大増加は、世界最大の円・ドル市場である東京で根強い円高ドル安傾向を生み出す一因となったことも否定できない。

再び自問しよう。それでは何故に1986年以降、為銀短資取入れは激増したのか。しかし、その答えは概ね上記(1)(2)の考察で与えられている。これを整理的に述べて結びにしよう。

まず第一にプラザ合意以降、主要国が内部に矛盾対立を含みながらも、独特の協調利下げによって次第にドル高是正を図るようだ、という予測が強くなった。このため企業が本邦為銀のインパクト・ローンアンカヴァードの形で利用(ドル借り→ドル売り・円買い)した。結果として為銀短資取入れが増加した。これは受動的(海外投資のための資金調達、という意味)でない能動的な(為替差益獲得のための投機的な)短資取入れといつてよい。ただし、インパクト・ローンの主流はカヴァー付のものであり、今述べた企業によるアンカヴァードの借入は量的には2割ないし3割にとどまった。

第二に国内証券市場が活況を呈してきたために、企業がとくに為替差益狙いというのではなく、単に証券投資の資金源として直接間接に海外資金を利用し、これが為銀の短資取入れを増大させた。先物為替予約付のインパクト・ローン増大の所以である。

第三に上記(2)で見た為銀による「ディスカウント付き先物と直物の価格差」の掬いとりを狙う短資取入れが考えられる。このようなチャンスは80年代後半に限らずそれまでも存在したはずなので当該期の異常な為銀短資取入れ増加の説明要因としては弱いように見える。しかし(2)で見たように、本邦為銀としては円転規制撤廃(1984年6月)によってはじめて、この

差益を存分に吸収できるようになったのである。

取り入れた海外短資の利払いは円転後の円資金の運用で賄うとすれば、この直先開差による利益は—対顧客売買価格差を別としても—確実な収入源となる。為銀にとってこれを獲得できる条件は（a）先物ディスカウントがあること（b）ドルを入手できること（規制がないこと）（c）直物ドルを買ってくれる顧客が居ること、である。これらの条件は、円転規制撤廃後、すべて満たされた。

第四に對外投資や支払いを希望する機関投資家等によるドル資金需要のための為銀短資取入れがある。これは上記第一、第二、第三と別物ではなく、それらと表裏をなす。為銀にとって受動的なものもあれば、上記第一、第二、第三要因が先行し、その結果為銀が機関投資家等を誘導したのものもあるだろう。いずれの場合にせよ、たとえばアメリカ債券等は金利が高く（あるいは—もしくは及び—価格上昇の可能性が高く）為替リスクをおかしても購入に値すると考えた場合はアンカヴァードで、金利差を確実に取得しようとするれば先物カヴァー付で、海外投資が行われ、その資金需要を為銀が短資取入れで賄ったのである。

こうして、為銀の短資取入れの増加、円高の急進展、海外証券投資の増大、特金・ファントラの膨張、そして国内株価の高騰は、表裏一体的に進行したのである。

注

（1）本誌前号、拙稿の脚注（2）参照

（2）1986—89年の累計では、東京・大阪・名古屋三市場での株式売買のうち、証券会社に売買を委託している諸部門中、買い越しになっているのは「法人」のみであり、それ以外の個人、証券会社（三市場の証券会社に売買委託をしている証券会社）、外国人は売り越しである。法人買い越しは4年間累計で31.9兆円だが、「全国銀行」がその61%に当たる19.4兆円を占めている。

そのうち信託銀行がどれくらいの比重を占めているかは上記三市場についての統計

がないので分からないが、東証第一部については信託銀行の売買高が独立に明示されている。東証の場合、全国銀行の買い越し額は11.0兆円でその90%に当たる9.9兆円を信託銀行の買い越しが占めている。つまり全国銀行の買い越しの殆ど全てが信託銀行のものである。上記三市場についてもほぼ同じ比率が適用できるとすれば、19.4兆円のうち17.5兆円ほどが信託銀行の買い越しとなる。

他方、この4年間の特金・ファントラ（いずれも信託銀行への資金預託となる）の合計増加額は約25兆円である。この時期の株式市場への資金流入の主要パイプは信託銀行の特金・ファントラだったと判断して大過ない。（上記数値の出典：東京証券取引所『証券統計年鑑』平成8年、大蔵省銀行局『銀行局統計年報』各年の「信託銀行」の項）

- (3) 邦銀によるインパクト・ローンは期限1カ月以内のものが50-60%を占めるが、1カ月超3カ月未満のものも、この時期、20%を占める。借り繋ぎをすれば現実の期限はもっと長くなる。（『大蔵省国際金融局年報』各年版）
- (4) 『週刊金融財政事情』（1987年3月9日号）の解説記事「インパクト・ローンを為替差損判決」では、先物予約つきが70-80%、オープンもしくはセミ・オープンのものが20-30%としている。なお、有馬敏則「金融機関の国際化」（藤田正寛編『国際金融論』有斐閣、1990年、所収）が示している1986、87、88、89年の短期インパクト・ローン（邦銀+外銀）のドル表示額（フロー）を各年の年中平均為替相場で換算すると、各々124、167、217、300兆円となる。ちなみにその各年残高は17、166、217、n.a.兆円である（原資料である『大蔵省国際金融局年報』で多少補足した）。
- (5) 既保有証券の為替リスクを軽減するためのインパクト・ローン利用は、メカニズムとしては結局、上述（1）のケース（A）と同じである。（A）における「企業」の位置を機関投資家が占めることになる。機関投資家等は、この取引だけを取り出せば（既保有アメリカ証券保有の損失は別）、為替差益を得ることが出来る。
- (6) 『週刊金融財政事情』1987年4月13日号、10頁。なお、特金・ファントラの資金委託者の内訳は分からない。上記の7割には生損保、銀行、その他金融機関が含まれる。「特金等の主要な委託者は中小金融機関」と、しばしば言われるが、筆者は疑問視している。国際取引を活発に行っている全国銀行（都銀、地銀）の資金が相当の比重を占めているのではないか。中尾茂夫は1980年代後半に地銀が、とくにNY、香港にめざましく進出して短期資金を取りあさった、と分析している。（中尾後掲書、第三章）
- (7) 逐年の具体的数値は本誌前号の拙稿、1986-89年の累計値は本「研究ノート」序文参照。
- (8) 逐年の具体的数値は本誌前号の拙稿、参照。
- (9) 中尾の第Ⅱ章4での問題意識はドル高をもたらした主体は誰か？という点にある。本稿は株価と為銀の短資取入れの関係から議論を展開しているので、話は半ば重なり、半ば異なる。しかし、為銀行動に注目する中尾の議論には、大いなる賛意を表したい。中尾の議論で最も気になるのは、為銀の持ち高規制が考察対象になっていない点である。このため為銀自らの円転による利益確保に何も障害がないかのような叙述になっている。論理は明快であるが、現実との符合性に疑問が生じる。
- (10) 宮崎義一『複合不況』（中公新書、1992年）114頁