

1980年代における金融政策運営について：アーカイブ資料等からみた日本銀行の認識を中心に

いとう まさなお こいけ りょうじ しずめ まさと
伊藤正直／小池良司／鎮目雅人

要 旨

本稿では、1980年代の金融経済情勢ならびに金融政策運営について、日本銀行アーカイブ資料をはじめとする同時期に作成された資料を活用しつつ、当時の日本銀行からみた認識を整理する。この時期の金融政策運営を歴史的観点からみると、以下に挙げるように、金融政策運営上の教訓となる大きな経済変動を経験する中で、その後の金融政策運営の柱となった考え方や金融調節手法等が生まれるきっかけとなったという点で、大きな転換期であったと位置付けることが可能である。第1に、1980年代を通じ、対外不均衡是正に配慮した金融政策運営を行わざるを得ない状況が長く続いたが、1980年代末になると、政策運営上、中長期的な物価安定を目指す方向へと徐々に移行していった。第2に、この間の資産価格やマネーサプライ、銀行貸出の大幅な変動については、相応の注意は払われていたものの、そのマクロ経済への中長期的な影響に関する評価は不十分なものであり、この経験と反省が、中長期的な物価安定を達成するうえで金融面の不均衡にも配慮すると、その後の日本銀行の金融政策運営に対する考え方につながっていった。第3に、金融自由化の進展に対応するため、従来の規制金利体系を前提とする金融政策運営手法から、短期金融市場の金利機能を活用した金融市場調節中心の金融政策運営手法への転換に着手した。

キーワード： 金融政策運営、中長期的な物価安定、金融面の不均衡、対外不均衡是正、金融自由化

.....
本稿は、前掲ワークショップ（2014年4月28日）での報告論文の加筆・修正版である。同会合では、座長の植田和男教授（東京大学）、指定討論者の岡崎哲二教授（東京大学）をはじめ、参加者から貴重なコメントを頂いた。また、本稿の作成にあたっては、日本銀行スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

伊藤正直 大妻女子大学教授・日本銀行金融研究所 (E-mail: masaitoh@otsuma.ac.jp)
小池良司 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: ryouji.koike@boj.or.jp)
鎮目雅人 早稲田大学教授・日本銀行金融研究所 (E-mail: masato.shizume@waseda.jp)

1. はじめに

本稿では、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料（以下、アーカイブ資料）¹をはじめとする同時期に作成された資料を活用しつつ、金融経済情勢や金融政策運営について、当時の日本銀行からみた認識を整理する²。

日本銀行アーカイブには、当時の日本銀行が作成した資料が数多く残されている。著者たちは、多くのアーカイブ資料を読んだが、これらのアーカイブ資料の中でも、日本銀行内部の会議である支店長会議や民間銀行首脳との懇談会などの場で総裁が行った挨拶の原稿³、総務局長・営業局長から支店長あての私信形式の通知類⁴は、当時の政策関係部局が作成したものであり、日本銀行の情勢判断や政策スタンスを知るうえで貴重な情報を含んでいるように窺われた。本稿では、これらの資料のほか、日本銀行が発行した『調査月報』や外部の出版物を通じて日本銀行関係者が明らかにした見解等から示唆される経済情勢認識や政策運営に関する考え方について整理することにする。

その際、当時の日本銀行が、①どのような考え方に基づいて政策運営を行っていたか、②国内外の経済情勢その他政策運営に影響を与える可能性のある要素についてどのように認識していたか、③国内物価に対する判断を最優先した場合の政策と実際に採用する政策が必ずしも一致しないと考えていたかどうか、といった点を意識しながら整理を行う。なお、本稿は1980年代を主な対象としているが、執筆に

1 日本銀行金融研究所アーカイブは1999年に発足し、歴史的資料の収集・保存・公開を順次進めている。2014年3月末現在、約81,000フォルダーの資料が目録に掲載されている。

2 当時の金融政策運営に関する文献としては、日本銀行関係者の手によるものとして、翁・白川・白塚〔2001〕、財務省により編集された金融・財政史である『昭和財政史 昭和49～63年度』（以下、『昭和財政史』）第6巻（金融）、内閣府主催の研究プロジェクトである「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究」の一環としてまとめられた小峰〔2011〕、などがある。

3 資料をみる限り、本稿が対象とする時期において、支店長会議は年4回（1月、4月、7月、10月）行われ、その席上における総裁挨拶の原稿は、総務局長（機構改編のため1981年2月以前は総務部長、1990年6月以降は企画局長）名で、事後的に局室研究所長、支店長、海外駐在参事あてに通知された。また、地方銀行首脳との懇談会は年9回行われ、その席上における総裁挨拶は、総務局長名で、支店長、事務所に通知された。外部には支店長会議における総裁挨拶要旨を公表していたが、これらの総裁挨拶では、金融経済情勢のほか、当面の政策スタンス、やや長い目でみた政策運営上の課題等について、より踏み込んだ見解が示されている。

4 「総務局長（総務部長、企画局長）私信」は、随時、総務局長の個人名で支店長あてに通知された。また、「営業局長私信」は、随時、営業局長の個人名で支店長、事務所長あてに通知された。いずれも、職名としての局長ではなく局長の個人名で発出されたものではあるが、そこに記述されている情報は、組織として共有されたと考えられる。このうち、金融政策変更時に発出された「総務局長私信」には、政策判断の背景等について、同時に対外公表された文書より踏み込んだ記述があるように窺われる。また、「営業局長私信」のうち四半期毎に送られていた通知では、窓口指導の基本方針、およびその背景となった市中銀行の融資姿勢や貸出先の資金需要に関する情報が記載されている。

当たっては、1970年代までの時期、および1990年代以降の時期との関連において、1980年代の金融政策運営がどのような意義を持つのかを意識するように心がけることとする。

この時期の金融政策運営を歴史的観点からみると、以下に挙げるように、金融政策運営上の教訓となる大きな経済変動を経験する中で、その後の金融政策運営の柱となった考え方や金融調節手法等が生まれるきっかけとなったという点で、大きな転換期であったと位置付けることが可能である。このうち、金融面の不均衡の問題（バブルと金融政策との関係）については、これまでも採り上げられることが多かったが、対外不均衡是正への配慮から中長期的な物価安定を目指す方向への移行、金融自由化の進展に対応した金利機能の活用という観点でも、1980年代は転換点として重要な位置付けにあるといえることができる。

①1980年代を通じ、対外不均衡是正に配慮した金融政策運営を行わざるを得ない状況が長く続いたが、1980年代末になると、政策運営上、中長期的な物価安定を目指す方向へと徐々に移行していったこと。

1980年代の日本銀行は、第1次石油ショック時の経験も踏まえ、金融政策目標としての物価安定の重要性を常に念頭において政策を運営していた。同時に、国内景気、為替、対外収支等、さまざまな要素にも配慮するとのスタンスで臨んでおり、とくに、以下にみるように、1980年代の大半の時期において日米間を中心とする対外不均衡是正がわが国全体としての政策目標とされる中で、必ずしも国内物価に対する判断を最優先したとはいえない政策運営を自覚的に行っていた時期があった。しかしながら、1980年代末になると、対外不均衡自体が縮小に向かう中で、対外不均衡是正という政策課題から離れて国内経済の安定に重点を置いた金融政策運営を行う環境が整いつつあるとの認識を深め、政策運営上、中長期的な物価安定を目指すとの方向性をより明確化していった。

- 1982年から1983年頃には、米国の高金利等を背景に為替が円安に振れがちだったため、利下げを契機に円安が進み輸出増、対外不均衡拡大につながることを防ぐとの観点に立って、どちらかといえば引締め方向で運営された。
- 1986年後半から1988年初には、プラザ合意後の円高進行にもかかわらず対外不均衡是正が進まない中で、「国際政策協調」の旗印の下、輸入増加に向けて内需を拡大するとの観点に立って、どちらかといえば緩和方向で運営された。
- 1980年代末になると、対外不均衡自体が縮小に向かう中で、日米間の経済摩擦の焦点は、個別分野の貿易障壁や土地政策、流通市場の閉鎖性といった構造的な問題に移行した。このため、日本銀行は、対外不均衡是正という政策課題から離れて国内経済の安定に重点を置いた金融政策運営を行う環境が整いつつあるとの認識を深めた。そして、金融政策の最終的な目標が中長期的な物価安定の確保を通じて国民経済の健全な発展に資することにあるとの考え方を、よ

り明確に打ち出すようになった。

②この間の資産価格やマネーサプライ、銀行貸出の大幅な変動については、相応の注意は払われていたものの、そのマクロ経済への中長期的な影響に関する評価は不十分なものであり、この経験と反省が、中長期的な物価安定を達成するうえで金融面の不均衡にも配慮すると、その後の日本銀行の金融政策運営に対する考え方につながっていったこと。

資産価格やマネーの量的指標の変動と金融政策との関係に関して、1980年代後半の日本銀行は、過度の金融緩和がもたらす潜在的なリスクについて問題意識を抱いていた。しかしながら、以下にみるように、問題の所在を主として当面の物価安定の観点から捉えていたことから、こうした金融面の不均衡がマクロ経済に与える中長期的な影響について適切に評価することができなかった。このため、その後のバランスシート調整は、1990年代から2000年代初頭にかけて10年以上続くこととなるなど、結果的に、経済変動を増幅させてしまった可能性がある。現在の金融政策運営に当たり長期的な視点からみたりリスク要因、とくに金融面の不均衡に着目する第2の「柱」の発想の原点は、1980年代後半以降の金融政策運営からの教訓に求めることができる⁵。

- 後世からみてバブルの拡大を許したとされる1988年において日本銀行は、本格的な引締めに移行しなかった。その背景には、それまでインフレを助長しかねないとして警戒していた投機的な動きが一服する一方で、高成長を前提とする設備投資の増加が供給能力の拡大を通じて物価安定に寄与すると考えており、むしろ引絞めの必要性が若干薄らいだと考えていたことがあるように窺われる。
- 引絞めの効果が拡がりつつあった1990年末以降については、景気の腰は強いとの見方を維持し、バブル崩壊に伴うバランスシート調整の潜在的な影響を深刻に受け止めることはできず、むしろバブルに陥った経済の正常化が日本経済の健全な発展につながるとの考え方に立って、1991年前半まで引絞めを継続した。
- 日本銀行は、1970年代後半以降、金融政策運営に当たってマネーサプライを従来以上に重視するようになった。もっとも、日本銀行は、マネーサプライを公式に金融政策の目標と位置付けたことはなく、あくまで、金融政策運営上、他のさまざまな指標とあわせて注意を払う情報変数のひとつとして位置付けていた。また、1980年代に入ると、金融自由化の進展により、マネーサプライと物価との関係が不安定化したこと等が指摘された。日本銀行は、他の指標とあ

.....
5 現在の日本銀行は、金融政策運営に当たり、経済・物価情勢について、中心的な見通し（第1の「柱」）と、長期的な観点から重視すべきリスク、とくに金融面の不均衡（第2の「柱」）という、2つの「柱」による点検を行っている（日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」2013年1月22日、http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/）。

わせてマネーサプライにも一定の注意を払いつつ金融政策を運営するとのスタンスを継続したが、1980年代後半にはマネーサプライの高い伸びが観測されていた時期があったにもかかわらず、物価が安定していたこと等から、長期にわたり金融緩和を続けた。

- ③金融自由化の進展に対応するため、従来の規制金利体系を前提とする金融政策運営手法から、短期金融市場の金利機能を活用した金融市場調節中心の金融政策運営手法への転換に着手したこと。

1980年代における金融自由化の進展（とくに自由金利商品の比率拡大）は、以下にみるように、金融政策運営に直接・間接に影響を与えていた。1980年代までの金融政策運営は、基本的に規制金利体系を前提とし、公定歩合の変更と窓口指導を軸に行われていた。しかしながら、日本銀行は、1980年代を通じて金融自由化が進展する中で、金融政策運営の有効性、機動性を確保するためには、短期金融市場への働きかけを強めるかたちで金利機能を一層活用していく必要があるとの認識を強めていき、1980年代末に金融政策運営の見直しに着手した。

- 基本的に1980年代までの金融政策運営は、公定歩合の変更に規制金利体系下の各種金利が連動するとともに、公定歩合に示される政策スタンスに基づいて営業局が行っていた窓口指導により、金融機関の貸出量を直接的に調整するかたちで行われていた。
- 1984年の日米円ドル委員会報告をきっかけとして金融自由化が加速し、企業の資金調達に占める金融機関貸出の比率が低下するとともに、金融機関自身の調達に占める自由金利商品の比率も拡大した。こうした中で、日本銀行は、金融政策運営の方法を、それまでの規制金利と窓口指導を軸とするものから、短期金融市場への働きかけを強めるかたちで金利機能を一層活用する方向で見直す必要性をより強く認識するようになった。
- 1988年11月に日本銀行主導により短期金融市場の運営の見直しが行われ、公開市場操作による市場金利の誘導を軸とする金融調節を行うための環境整備が図られた。1989年から1991年にかけての引締め局面では、日本銀行は、市場金利が実体経済面の変化を反映して上昇していることを理由のひとつとして利上げを行ったほか、市場金利への影響を考慮しながら政策変更を行うなど、市場とのコミュニケーションをより重視した金融政策運営を行うようになった。
- 一方、1947年から行われていた窓口指導については、1980年代に入り各行の自主性を尊重した運営となり、1989年から1991年にかけての金融引締め局面で政策効果を高めるために再活用されたのを最後に、1991年7月から正式に廃止された。

2. 第2次石油ショックへの対応（1978年末～1980年夏、時期Ⅰ）

- ・1978年末に発生した第2次石油ショックに対し、日本銀行は国内での高インフレを招いた第1次石油ショック時の反省から、輸入物価上昇の国内物価全般への波及を防ぐことを最優先課題として対応した。具体的には、1979年4月から1980年3月にかけて5回にわたり早めかつ大幅な利上げを行うとともに窓口指導を強化し、短期間に急速な金融引締めを実施した。
- ・第2次石油ショックにおいて石油価格上昇が国内所得を下押しする影響の大きさは、第1次石油ショックとほぼ同程度であったものの、金融政策の機動的な運営もあってインフレ心理の拡がりが抑制され、企業や家計が冷静に対応した結果、物価上昇や景気減速は比較的小幅なものにとどまった。

(1) 第2次石油ショックの発生と日本銀行の対応（1978年末～1980年央）

イ. 第2次石油ショック発生前の経済情勢（1978年）

1978年中の日本経済をみると、物価は、それまでの企業部門の合理化、効率化の成果としての生産性上昇に加え、後述する円高の影響もあって、卸売物価が1976年末の前年比+7%程度から1978年秋には同-1%台へ、消費者物価も1976年末の前年比+10%台から1978年秋には+3%台へと低下した（図表2（1）および（2））。このように物価が落ち着きを取り戻す中で、円高と経常収支黒字拡大への対応として実施された財政支出拡大の効果に加え、第1次石油ショック後の雇用、設備投資の調整が終了するのに伴い、1978年春頃から個人消費、同年後半以降は設備投資が持ち直した。この結果、日本経済は、1978年を通じて前年比+6%程度の成長を維持するなど、民需中心の自律的な上昇局面を迎えているものと判断された（図表1（1））。さらに、マネーサプライ（M₂）は1977年末から1978年初の前年比+10%台から同年末には+12%と若干伸びを高めており、先行きインフレ圧力の高まりが懸念される状況にあった（図表5（2））^{6,7}。

6 「53年の日本経済の推移と課題」『調査月報』増刊号、1979年8月、1～9頁、および『日本銀行百年史』第6巻、463～467頁。以下、本文中で「」（カギ括弧）付きで引用し、かつ文節末、文末、または段落末に脚注を付した箇所は、脚注に記す文献にある表現をそのまま抜き出したものである。

対外的には、米国の景気拡大に加え、低燃費車など輸出競争力の高い日本製品に対する米国市場での需要拡大等から、1978年にかけて日本の経常収支黒字が拡大し⁸、これに伴い円高が進行した（図表3（2））。1977年初頃からは、日米独が世界経済のけん引役を果たすべきとの「機関車論」が海外の論調に上っていた中で、日本の経常収支黒字が拡大したことにより、同時期に経常収支赤字が拡大していた米国（図表8（2））との貿易摩擦が高まることとなった⁹。

ロ. 1970年代後半におけるマネーサプライの位置付け

日本銀行では「過剰流動性」発生時に起きた第1次石油ショックによりその後の高インフレが生じた経験を踏まえ、1970年代後半以降、金融政策運営に当たってマネーサプライを従来に比べて重視するようになった（補論5「マネーの位置付け」を参照）¹⁰。具体的には、1975年に「日本におけるマネーサプライの重要性について」と題する論文を公表¹¹したのに続き、1978年7～9月期以降、毎四半期初に当該期のマネーサプライ伸び率の見通しを発表することとした¹²。

もっとも、当時、欧米の中央銀行がマネーサプライを金融政策の中間目標として位置付けていたのに対し、日本銀行では、公式にマネーサプライを金融政策の目標と位置付けたことはなく、あくまで、金融政策運営上、他の諸指標とあわせて注意を払う対象として位置付けていた。

日本銀行がこうした方針で臨んだ背景として、『日本銀行百年史』では、①マネーサプライと物価や実体経済との関係は、そのときの経済環境に応じて変化するものであり、とくに長期の目標値として公表するほどの自信のある設定は困難であること、②他方、いったん目標値として発表すると計数自体が独り歩きし、変化の激しい金融経済環境の中で、かえって臨機応変に対応すべき金融政策の機動性や自由度を損なうことになりかねないとの危惧が強かったことを挙げている¹³。

一方、カギ括弧付きの引用のない箇所には、当該箇所を文献からそのまま引用したわけではないが、該当する内容が掲載されている文献を記したものである。日本銀行による文献、および文献名が著者名と重複する参考文献については、脚注内で著者名の記載を省略した。また、No.で記す検索番号が付された資料はアーカイブ資料である。これらを含めた文献リストは、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー No. 2014-J-14 を参照されたい。

7 1971年4月から1973年5月まで総務局長、その後1975年4月まで営業局長を歴任し、大阪支店長を兼ねて1976年12月から1980年3月まで政策担当理事を務めていた中川幸次は、中川〔1981〕106頁の中で、1977～78年の金融政策運営について、「マネーサプライが名目成長率を5割も上回って増えただけなら——つまり16%程度を超えるような勢いになったら——目をつぶって金融引き締めに踏み切る」ことを考えていたと述べている。

8 日本の経常収支は、1975年に7億ドルの赤字であったが、1976年に37億ドルの黒字となり、その後は1977年109億ドル、1978年165億ドルと黒字幅が年々拡大した。

9 『日本銀行百年史』第6巻、1986年、459頁。

10 中川〔1981〕63頁、67頁。

11 『調査月報』1975年7月、1～19頁。

12 「国内経済要録」『調査月報』1978年8月、39頁。

13 『日本銀行百年史』第6巻、479～480頁。

ハ. 第2次石油ショックの発生（1978年末）

石油輸出国機構（OPEC）第2の産油国であるイランの政情不安から同国の原油の生産と輸出が大幅に落ち込む中で、1978年12月に開催されたOPEC総会において、原油価格引上げが決定された。その後、1979年2月にイランでイスラム革命が発生して同国からの原油輸出が低水準にとどまる中、1979年から1981年にかけて複数回にわたり原油価格の追加的な引上げが行われたことから、当該期間中に原油価格は2.8倍に上昇した（図表2（3）-IおよびII）¹⁴。

ニ. 第2次石油ショック発生後の経済情勢（1979年～1980年央）

原油価格が急騰し、原油輸入に依存する日本経済の「石油に弱い体質」が為替市場においてクローズアップされる中で、1978年末から1980年春にかけて円安が進行した（図表3（1）-I）。卸売物価は、原油価格上昇と円安進行を受けるかたちで1979年初から1980年前半にかけて急騰し、1980年4～5月には前年比+18%台に達した。消費者物価も、輸入品価格の上昇が波及するかたちで1979年央以降は上昇率が加速して1980年8～9月に前年比+9%近くとなったが、第1次石油ショック時と比べると物価上昇の国内最終需要財への波及は限定的なものにとどまり、国内物価全般が上昇するには至らなかった（図表2（1）および（2）-I）¹⁵。この間、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）¹⁶の伸び率は、1979年初の前年比+12%程度から1980年秋には同+7%台まで低下した（図表5（2）-I）。

景気は、それまでの企業部門の合理化、効率化の効果が継続したことに加え、物価上昇の国内最終需要財への波及が限定的なものにとどまる中で、1979年中は個人消費、設備投資を中心に内需が堅調を維持したほか、1979年秋以降は円安による価格競争力および輸出採算の向上に加え、低燃費の小型車や高級家電製品などの非価格競争力のある日本製品への需要拡大もあって輸出が回復したことから、1980年央にかけて拡大基調を維持した（図表1（1）-I）¹⁷。

ホ. 日本銀行の政策スタンスおよび対応

第2次石油ショック後の日本銀行は、第1次石油ショック後に高インフレ発生を許したため、その後は強い引締めを余儀なくされて不況を長引かせたことに対する反省から、輸入物価の上昇が国内物価全般に波及してホームメイド・インフレ化するのを防ぐことを最優先課題とした。こうした方針のもとで、物価指標の中で先行性を有するとみられていた卸売物価の上昇傾向が明確化してきた1979年4月以降、

14 以下、図表番号の末尾のローマ数字は時期区分を示し、I～VIIは2～8節に対応する。

15 「昭和54年の日本経済の推移と課題」『調査月報』増刊号、1980年8月、1頁、および「昭和55年の金融および経済の動向」『調査月報』1981年5月、2～5頁。

16 CD（譲渡性預金）は1979年5月に創設された。

17 前掲『調査月報』増刊号、1980年8月、6～9頁、および前掲『調査月報』1981年5月、2～5頁。

早めかつ大幅な利上げを継続し、1980年3月にかけて5回にわたり合計+5.5%の公定歩合引上げを行う(図表4-I)¹⁸とともに、窓口指導を通じて金融機関に対して貸出抑制を促すなど、機動的な金融政策運営に努めた(図表5(1)-I)。とくに、1980年2月には、卸売物価上昇が加速し、消費者物価の上昇率も高まっていたため、国民の間にインフレ心理が拡がり「賃金、物価の悪循環」に陥ること¹⁹を防止する観点から、「企業の値上げ姿勢や春闘ベアに対し強い牽制をかける必要がある」との判断を固め、それまでの慣例を破るかたちで、衆議院における次年度予算案の審議中の公定歩合引上げを実施した²⁰。さらに、その1ヵ月後にも+1.75%の大幅引上げを行った。

へ. 第1次石油ショック時との相違点

第2次石油ショックの直接的な影響を、産油国への所得移転を通じて石油価格上昇が国内所得を下押しする規模でみると、第1次石油ショックとほぼ同程度であった。当時の日本銀行も「昭和53年末以降における原油価格の大幅上昇に伴い、わが国の原油輸入額の増加は名目GNPのおよそ3%強と、第1次石油危機当時(4%程度)と大差ないスケールに達した」とみていた²¹。

しかしながら、わが国における第2次石油ショックの物価への影響は、第1次石油ショックに比べて軽微なものにとどまり、景気の変動も比較的小幅であった²²。その主な背景について、当時の日本銀行は以下のように認識していた。

①ショック発生時の経済環境(初期条件)の違い

第1次石油ショック発生時(1973年10月)は景気のピークで、供給面の余裕が小さく(設備稼働率も高く)、消費者物価上昇率も前年比+16%と高水準に達していた。これに対し、第2次石油ショック発生時(1978年12月)には、消費者

18 5回の公定歩合引上げは、1979年4月17日(3.5%→4.25%)、同7月24日(→5.25%)、同11月2日(→6.25%)、1980年2月19日(→7.25%)、同3月19日(→9.0%)に行われた。総務部長私信「公定歩合の引上げについて」1979年4月16日、同「公定歩合の引上げについて」1979年11月1日、No. 51418、同「公定歩合および預金準備率の引上げについて」1980年2月18日、同「公定歩合および預金準備率の引上げについて」1980年3月18日、No. 39903、および「本支店懇談会における総裁開会挨拶要旨」1979年7月23日、No. 51421。以下、No. で記す文書番号は日本銀行アーカイブの検索番号を示す。

19 「本支店懇談会における総裁開会挨拶要旨」1980年1月22日、3頁、No. 51422。

20 前掲総務部長私信、1980年2月18日、2~3頁、No. 39903。当時の金利決定方式等については補論1を参照。なお、政府が国会に提出する予算案は、作成時点での金利を前提に策定されており、公定歩合が変更されるとその前提が変わるために、予算案の審議を予定通り円滑に進めることが困難になるという理由で、当時の政府は衆議院での予算案審議中の公定歩合変更、とくにその引上げに対して強い抵抗を示していた(中川[1981]144頁、および『日本銀行百年史』第6巻、509頁)。また、1980年2月、3月には預金準備率が引き上げられた。

21 当時の日本銀行の見方については前掲『調査月報』1981年5月、9~10頁を参照。なお、政府も、石油ショックの影響の大きさは第1次と第2次で概ね同程度とみていた。経済企画庁[1981]80頁。

22 『日本銀行百年史』第6巻、496頁。第1次石油ショックについては、『日本銀行百年史』第6巻、420~430頁を参照。

物価は1桁台で落ち着き、景気は回復途上で設備の稼働率も低く供給力にも余裕があり、需給ひっ迫によるインフレが第1次石油ショック時より生じにくかった²³。

②ショックに対する対応の違い

第1次石油ショック時には、企業や家計が先行きの物価上昇を見込んで行動したため、実物への需要を伴わない投機的な在庫の積上げによる仮需が発生して需給のひっ迫を招いたほか、大幅な賃上げが企業収益を圧迫し、その後の雇用の削減や設備投資の縮小につながった。これに対し、第2次石油ショック時には、金融政策の機動的な運営もあってインフレ心理の拡がりや抑制されるとともに、第1次石油ショック時の経験を踏まえ、企業や労働組合、家計が冷静に対応した。この結果、仮需の発生が抑制されるとともに、賃金上昇もマイルドなものにとどまったほか、物価・賃金と需要の急激な変動が抑制され、企業の収益基盤が安定するもとで、効率化・省力化・省エネルギー化のための独立投資が景気を下支えするとともに、生産性向上につながった^{24,25}。

3. 為替相場を意識しながらの公定歩合引下げ（1980年夏～1981年前半、時期Ⅱ）

- ・日本銀行は、物価情勢が落ち着きを取り戻す一方で景気が減速するのに対応し、1980年8月から1981年3月にかけて3回にわたり公定歩合を引き下げるとともに、窓口指導を徐々に緩和し、1981年春以降は、窓口指導において金融機関の自主計画を尊重するなど、緩やかな金融緩和を図った。
- ・1980年の外為法改正等により内外資本取引が活発化し、内外金利差が為替相場に影響を与える度合いが強まっていた。この間、米国では、インフレ抑制を最優先とする金融引締めが実施されていた。このため日本銀行は、米国の高金利が続く中で利下げが円安を招き、これが輸入インフレにつながることを避けよう、為替相場の動向を見極めながら利下げを実施した。

23 前掲『調査月報』1981年5月、5頁。

24 前掲『調査月報』1981年5月、5～6頁、10～11頁。

25 第2次石油ショック時に経済企画庁経済研究所の総括主任研究官を務めていた吉富勝は、著書（吉富 [1981] 244～263頁）において、第1次石油ショックの学習効果に対して否定的な見方を示すとともに、初期条件の違いを強調している。この点に関して黒田 [2005] 61頁では、吉富 [1981] を引用しつつ、初期条件の違いと並んで、「第1次石油危機の際の強烈な引き締め政策が人々の記憶に残っていたため、インフレ期待がきわめて弱かった」という意味で、インフレ期待を通じて学習効果も作用していたとの見方を示している。

(1) 主要国の経済情勢と政策スタンス

イ. 米国の高金利政策とドル高

米国では、第2次石油ショックを受けてインフレが高進し、1979年から1981年にかけて消費者物価は前年比2桁台となった(図表7(2)-I)。これに対して連邦準備制度理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB)は、インフレ抑制を最優先とする姿勢で臨み、1979年7月から1980年2月にかけて、5度にわたり公定歩合を引き上げて史上最高の13%とするとともに、1979年10月から、銀行準備指標を重視し短期金利の上昇を許容する新金融調節方式を導入した。この結果、フェデラル・ファンズ(FF)金利は1980年4月には月中平均で17.6%となった。FRBは、高金利による急激な景気後退を受けて1980年5~7月にかけて一時的に金融緩和を行ったが、同年秋口以降マネーサプライの伸びが高まる中、先行き賃上げ率の上昇が見込まれ、サーベイ調査等からもインフレ予想が根強いとみられたため、1980年9月から1981年5月にかけて、4回にわたり公定歩合を14%にまで引き上げ、FF金利も1981年6月には月中平均で19.1%に達した(図表8(1)-IおよびII)²⁶。

1981年1月に発足したレーガン政権は、カーター前政権下の拡張的な財政政策(社会保障支出の増加等)や金融政策が、インフレと景気停滞・経常収支悪化を引き起こしたと整理した。そのうえで、①強い米国のための国防支出拡大、②経済の供給サイド強化のための企業・個人減税、③インフレ抑制に向けてマネーサプライの伸び率を徐々に低下させていくことによる安定的な金融政策の遂行、④規制緩和による市場メカニズムの活用、などを志向する「レーガノミクス」を推進した。あわせて同政権は、歳出削減による財政赤字削減を公約に掲げていたが、実際には、議会との対立から非国防支出の削減が進まない一方で、減税と国防支出の増加により財政赤字が拡大し、1980年代前半を通じて長期金利が高止まりすることとなった(図表8(1)-II、IIIおよびIV)²⁷。

景気は、物価高騰や金利上昇を背景とする消費、住宅投資の鈍化から、1979年中は減速し、1980年春に急角度の落ち込みを示した後、一時的な金融緩和の影響を受けて1980年夏から1981年初にかけて緩やかに回復したが、1981年春以降は、高金利に伴う消費の鈍化、住宅投資の落ち込みに加え、ドル高を背景とする輸出の伸び悩みもあって後退色が強まった(図表7(1)-I、IIおよびIII)²⁸。

26 「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1981年1月、15頁、「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1981年12月、13頁、「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1982年12月、17頁、および Meltzer [2009] 1062~1064頁。

27 前掲『調査月報』1981年12月、12頁、15~18頁、および「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1983年12月、7~8頁、11頁。

28 前掲『調査月報』1981年1月、12頁、および前掲『調査月報』1981年12月、15~16頁。

米国の高金利は、欧州諸国や日本との金利差を通じて為替市場にドル高圧力を与えることとなった。とくに、1979年から1980年春にかけては、FRBの引締めによる短期金利の上昇を受けるかたちで、また、1980年央から1982年秋にかけては、これに加え財政赤字拡大に伴う長期金利の高止まりを受けるかたちで、ドル高が進行した（図表3(1)-I、IIおよびIII)²⁹。

ロ. 欧州のスタグフレーション

欧州では、1960年代央以降、社会福祉負担の増大や政府規制の強化等企業活動に対する制約が高まったほか、賃金・物価スライド制の導入が広範化して賃金決定の硬直性が強まる中で、こうした企業に対する負担の高まりを背景に1970年代を通じて設備投資が停滞していた。第2次石油ショック後の欧州諸国では、輸入インフレにスライドするかたちで賃金が上昇する一方で、輸出競争力の低下から経常収支赤字基調が持続し、米国の高金利もあって自国通貨安圧力がかかる中で金融政策を引締め気味で運営せざるを得ず、景気停滞下の高インフレというスタグフレーションに陥り、失業率が上昇するなど雇用情勢も悪化した（図表9(1)、(2)、(3)-IIおよびIII)³⁰。

(2) 国内の経済情勢

わが国の景気は、それまでの石油価格の高騰による交易条件の悪化（実質所得の低下）と金融引締めの効果から、1980年夏以降、個人消費や住宅投資を中心に減速し、景気の「かげり」が徐々に広がった。もっとも、企業収益が底固い中、省エネ、合理化、技術革新、新製品開発等を中心とする大企業の設備投資が堅調であり、大幅な雇用調整も回避された。また、輸出は、欧米の景気動向による振れを伴いながらも、非価格競争力の高い製品（コンピューター、油田向けシームレスパイプ等）の伸びもあり増加を続けた。このため、景気が大きく腰折れする状況にはないと考えられた（図表1(1)-II)³¹。

物価は、引締め政策の効果等から国内製品需給が緩和に向かったことに加え、海外原燃料価格の高騰一服や米国の高金利政策の一時的解除等から円高が進んだこともあり、1980年5月頃から卸売物価の騰勢が鈍化し、つれて消費者物価も1980年央以降は騰勢が鈍化した。この結果、1981年央には、卸売物価は前年比±0%前後、

29 前掲『調査月報』1981年1月、6頁、前掲『調査月報』1981年12月、10頁、および前掲『調査月報』1982年12月、6頁。

30 前掲『調査月報』1981年1月、7頁、および前掲『調査月報』1981年12月、8頁、12頁、19～20頁。

31 前掲『調査月報』1981年5月、1～2頁、8～9頁、および「昭和56年の金融および経済の動向」『調査月報』1982年5月、5～6頁。

消費者物価は同+4%台へと低下した（図表2（1）および（2）-II）。

（3） 3回の公定歩合引下げ（1980年夏から1981年春）

イ. 当時の金融政策スタンスの背景となる内外経済の情勢認識

この時期の日本銀行は、「かねて日本銀行は物価の安定こそ持続的な成長の基礎であるとの考え方の下に金融政策の運営に当たってきた」³²として、金融政策運営に当たり、物価安定を優先させるとの姿勢を鮮明にしていた。日本経済の現状については、「輸入物価の騰貴がホームメイド・インフレに転化するのを防止し、国際収支の均衡化もいち早く達成した一方で、景気の累積的な悪化を回避」するなど、第1次石油ショック時との比較、ならびに国際的な比較において「相対的に良好なパフォーマンス」を示していたと認識していた³³。その背景には、早めかつ大幅な利上げという政策対応に加え、企業や家計の冷静な対応があるとみていた。そして、例えば「省エネ、原単位低下、在庫管理の徹底、さらには新製品開発等効率化を軸とした積極経営の効果」や「生産性とのバランスに意を用いたモダレートな賃金上昇等、労使一体となつての絶えざる経営合理化努力」の成果により、「第1次石油危機後当時に比べ、企業の体質が強化されている」と考えていた³⁴。

その一方で、「原油価格の大幅引上げに伴って産油国への大量の所得移転が生じており、その結果先進国全体の経済成長が鈍化している中で、ひとりわが国だけが高い成長を望むことには本来無理」があるとして、当面は低成長を甘受せざるを得ず、「単に景気が思わしくないからといって金融面から景気刺激を行うといった安易な考え方をとるべきでない」とみていた³⁵。

ロ. 具体的な政策対応

日本銀行は、物価情勢が落ち着きを取り戻す一方で景気が減速するのに対応し、1980年8月から1981年3月にかけて3回にわたり公定歩合を引き下げた（図表4-II）³⁶。また、窓口指導についても、1980年10～12月から抑制姿勢を緩和し、さら

32 「本支店懇談会における総裁挨拶」1981年1月20日、No. 51422、1頁。

33 前掲『調査月報』1981年5月、2頁。

34 前掲『調査月報』1982年5月、3～4頁。

35 「本支店事務協議会における総裁開会挨拶」1981年4月21日、No. 51422、8頁。他に「公定歩合の引下げ等について」（1981年3月17日）、『調査月報』1981年3月、3～4頁、および前掲『調査月報』1982年5月、3～4頁を参照。

36 3回の公定歩合引下げは、1980年8月20日（9.0%→8.25%）、同11月6日（→7.25%）、1981年3月18日（→6.25%）に行われた。総務部長私信「公定歩合の引下げについて」1980年8月19日、同「公定歩合および預金準備率の引下げについて」1980年11月5日、No. 39903、および総務局長私信「公定歩合および預金準備率の引下げと新貸付方式の導入について」1981年3月17日、No. 39927を参照。また、1980年11月、1981年3月には預金準備率が引下げられた。

に、1981年1～3月以降は地方銀行と相互銀行、1981年4～6月以降は都市銀行、長期信用銀行および信託銀行について、各行が策定する自主計画を極力尊重することとした³⁷（窓口指導の推移については補論4を参照）。

ハ. 利下げと為替相場

1970年代後半に為替管理が段階的に緩和された後、1980年12月の外為法改正により為替管理が原則自由化されたこと³⁸等により、内外資本取引が活発化し、内外金利差が為替相場に影響を与える度合いが強まっていた³⁹。こうした中で実施した一連の利下げに際して日本銀行は、①足許の物価が落ち着いていることを確認するとともに、②それまでの原油価格上昇等により引続き経常収支が赤字となる中で安定的な資本流入を維持していく必要があるとの判断に基づき、米国の高金利が続く中で利下げが内外金利差の拡大から資本移動を通じて円安を招き、これが輸入インフレにつながることはないよう、為替相場の動向を見極めながら利下げを実施した⁴⁰。

さらに、1981年3月の利下げ時には、内外金利差に基づく短期的な資金移動の振れが為替相場に影響をもたらすような事態が生じた場合に備えて、公定歩合とは別の金利で機動的に貸付を行うことができるよう、基準外貸付制度を導入した。基準外貸付は、これを発動した場合でも、公定歩合に連動して変更される預貯金、民間貸出金利には変動を生じないことから、「預金金利等の関係を考慮する必要はなく、弾力的、機動的な決定、変更が可能」であり、国内景気に影響を与えずに短期的な内外資金移動に対応できることが想定されていた⁴¹。

.....
37 営業局長私信「56年4～6月の窓口指導について」1981年3月17日、No. 10585、1頁、4頁。なお、日本銀行は、各行の自主計画尊重の方針を1987年春まで継続した。

38 『昭和財政史』第7巻、70～83頁。

39 前掲総裁挨拶、1981年4月21日、No. 51422、9頁、「本支店懇談会における総裁挨拶」1981年7月21日、No. 51422、8～9頁、および前掲『調査月報』1982年5月、15頁。

40 前掲総務部長私信、1980年8月19日、No. 39903、3～6頁。

41 前掲総務局長私信、1981年3月17日、No. 39927、6～7頁。もともと、基準外貸付はその後の急激な円安局面で発動が検討されたが、実際に発動されることはなく、2001年2月末に廃止された。なお、日本銀行が基準外貸付の発動を検討していた旨の報道として、「日銀総裁示唆、基準外貸し付け発動も、市場介入効果なければ円安抑制、利上げで」『日本経済新聞』1985年2月7日、1頁、および「新聞の盲点」『金融財政事情』1985年2月18日、13頁があり、具体的な検討時期として、1982年夏、1984年夏、1985年2月が言及されている。日本銀行アーカイブには基準外貸付の発動に直接言及した資料は残されていないが、「本支店懇談会における総裁開会挨拶」1982年7月20日、No. 51422、7頁、「本支店事務協議会における総裁開会挨拶」1983年10月25日、No. 9264、5頁、および地方銀行招待懇談会における総裁挨拶、1985年2月15日、No. 51467、5頁に基準外貸付の発動を示唆する記述がある。

4. 貿易摩擦に配慮しながらの慎重な緩和（1981年後半～1983年秋、時期Ⅲ）

- ・欧米諸国では、大幅な賃上げの持続等を受けて高水準のインフレが続くとともに、これへの対応としての引締め政策により景気が停滞し、失業率が上昇していた。このため、省エネルギー化による輸入削減や生産性向上による対外競争力改善を通じて経常収支黒字を拡大しつつある日本に対する批判が拡がり、貿易摩擦が激化しつつあった。
- ・日本経済は、エネルギー効率と労働生産性の向上に向けた企業の経営努力や労使による賃上げ抑制等から企業収益が確保されるも、インフレ激化や大幅な景気後退を回避しつつ、第2次石油ショックの影響を克服した。しかしながら、インフレ抑制に向けた米国の金融引締めを背景とする外需の停滞等から、それ以前の時期に比べれば低めの成長が続いた。
- ・物価の安定や低めの成長といった国内経済状況からみれば、さらなる利下げが適当と考えられた一方、米国の高金利を背景に円安圧力がかかっていたことから、貿易摩擦との関係では、円安を招く恐れのある利下げは実施しにくい面もあった。このため日本銀行は、為替相場が安定し円安に振れる懸念がないことを確認しながら慎重に利下げを実施し、さらなる金融緩和を行った。

(1) 主要国の経済情勢と政策スタンス

イ. 米国の状況

米国の景気は、高金利に伴う消費、住宅投資、設備投資といった内需の不振に加え、ドル高や欧州景気の停滞等による輸出の伸び悩みもあって、1981年春以降、停滞色を強め、失業率も上昇して1982年9月から1983年6月にかけて1940年以來の2桁台を記録した（図表7（1）および（3）-Ⅲ）。これに対してFRBは1981年11月以降利下げに転換し、2度の公定歩合引下げにより同年12月に公定歩合を12%とした。もっとも、大幅な賃上げの持続等を受けて高水準のインフレが続いたため、1982年前半までFRBはインフレ抑制を最優先させるとの姿勢を維持し、短期金利の引下げについてはインフレ圧力の減退を確認しながらゆっくりとしたペースで進めた（図表8（1）-Ⅲ）⁴²。

42 前掲『調査月報』1981年12月、15～17頁、および前掲『調査月報』1982年12月、15～17頁。

景気停滞と失業増大に伴い、保護貿易主義的な動きが強まり、1981年末から1982年にかけて、日本をはじめとする貿易相手国に市場開放を迫りそれが受け入れられない場合には輸入制限を課すといった内容の相互主義法案が議会に相次いで提出された⁴³。

1982年夏場以降、インフレの沈静傾向が明確化したほか、途上国の累積債務問題の表面化に伴う国際金融不安への対応という意味合いもあって、FRBは7月以降さらに緩和を進め、5回にわたり公定歩合を引き下げて同年12月に公定歩合を8.5%とした(図表8(1)-Ⅲ)。1983年入り後は、インフレの沈静と短期金利の低下、減税の効果から、消費、住宅投資の増加に支えられて景気は力強い回復を示した(図表7(1)-Ⅲ)⁴⁴。

この間、減税と国防支出拡大を志向するレーガン政権と社会保障費の削減に反対する議会との対立もあって、財政赤字は1982年度⁴⁵から1983年度にかけて拡大した。財政赤字の拡大を背景として、長期金利は1983年中10%を超える水準で高止まりし(図表8(1)-Ⅲ)、ドル高の一因となった。経常収支は、ドル高により競争力が低下する中で1982年7~9月期以降赤字に転化し、1983年に入ると景気回復の影響もあり拡大傾向を辿った(図表8(2)-Ⅲ)⁴⁶。

ロ. 欧州の状況

欧州主要国では、1982年に入るとインフレは徐々に落ち着いてきた(図表9(2)-Ⅲ)が、米国の高金利が続く中で、自国通貨安圧力への対応の必要から金融を引締め気味に運営せざるを得ず(図表10(1)および(2)-Ⅲ)、景気は力強さを欠き(図表9(1)-Ⅲ)、失業率が上昇した(図表9(3)-Ⅲ)⁴⁷。こうした中で、欧州においても保護主義的な動きが強まっていった⁴⁸。

ハ. 日本と欧米主要国との比較

第2次石油ショックへの日本と欧米諸国の対応の違いについてみると、日本では、合理化、省力化、投入原単位削減に向けた企業の経営努力に加え、労使協調による賃上げ抑制もあって企業収益が確保されるもとの、設備投資を通じたエネルギー効率と労働生産性の向上がみられた。他方、欧米諸国では、交易条件が悪化するもとの賃上げが抑制されなかったために、物価上昇率が高止まりした。また、企業収益の悪化は設備投資を抑制し、労働生産性の向上を阻害するとともに、企業が

43 前掲『調査月報』1982年12月、13頁。

44 前掲『調査月報』1982年12月、11~13頁、16~17頁、および前掲『調査月報』1983年12月、1頁、9頁。

45 米国の会計年度は前年10月から当該年の9月まで。

46 前掲『調査月報』1983年12月、7~8頁、10~11頁。

47 前掲『調査月報』1983年12月、7~8頁および13頁。

48 前掲『調査月報』1982年12月、14頁。

雇用を抑制することで失業率の上昇ないし高止まりを招いた⁴⁹。

日本銀行では、こうした企業部門の対応の巧拙が日本と欧米諸国との経済パフォーマンスの差として現れているとの認識を持っていた。その一方で、日本経済のエネルギー効率の向上は石油をはじめとする原燃料輸入の節約につながり、労働生産性の向上は日本製品の対外競争力改善につながったことから、結果として「輸出が増えやすく輸入が増えにくい」経済体質を生み、構造的な対外不均衡の要因のひとつとなっているものと認識していた。そして、こうした構造的要因を背景とする対外不均衡の是正には時間がかかることを認識しつつ、市場開放による輸入拡大努力とあわせて、「為替の円高方向での安定を図ることによって輸出入構造の変化を促す」ことが必要との考えを表明していた⁵⁰。

(2) わが国の経済情勢と政策対応（1981年後半～1983年10月）

イ. 1981年後半の情勢と1981年12月の利下げ

わが国の景気は、大企業の設備投資が堅調となったものの、時間外収入の減少等から可処分所得が伸び悩む中で消費、住宅投資が低調であったため、1981年後半にかけて緩慢な回復が続き、それ以前の時期に比べれば低めの成長となった（図表1(1)-Ⅲ）。物価は、原油価格の下落や国内需給の引緩みから、卸売物価が前年並み、消費者物価も前年比+4%前後にまで低下した（図表2(1)および(2)-Ⅲ）。この間、為替相場は、1981年秋の米金利低下に伴い円安進行が一服し、同年9～10月の230円前後から12月には220円前後で推移した（図表3(1)-Ⅲ）。

対外競争力を高めた日本製品に対する根強い需要から輸出が堅調に推移する一方で、省エネ進展等により輸入が停滞したことから、1981年以降、経常収支黒字が定着しつつあった（図表3(2)-Ⅲ）。こうした中で、米欧との貿易摩擦が激化し、1981年10月には米国ボルドリッジ商務長官が来日して日本に対して製品輸入の拡大を要請したほか、同月、欧州との対話のために派遣された稲山嘉寛経団連会長を団長とするミッションに対して欧州共同体（EC）委員会も輸入拡大を要請した。また、11月末に西欧諸国を歴訪した大来佐武郎政府代表に対して西欧諸国からは、日本が輸出競争力維持のため政策的に円安維持を図っているとの疑念が示された。日本銀行としては、貿易摩擦との関係では、内外金利差の拡大を通じて円安を招く

49 「第2次石油危機後における経済の構造調整問題について」『調査月報』1983年2月、1頁、11頁。

50 「昭和58年の金融および経済の動向」『調査月報』1984年5月、5頁。他に、「最近における輸出動向について」『調査月報』1982年10月、1頁、17頁、前掲『調査月報』1983年2月、1頁、12頁、「本支店懇談会における総裁開会挨拶」1984年1月24日、No.9268、6～7頁、「最近の輸入動向について」『調査月報』1984年4月、1頁、18～19頁、および「対外不均衡について」『調査月報』1985年7月、35頁も参照。

惧れのある利下げは行にくいとの認識を持っていた。一方、日本政府内の一部からは、経常収支黒字対策として対外的に打ち出すことのできる材料がなかなか見当たらない中で、黒字対策として内需振興を目的とした早期の利下げを行ってはどうかといった議論も唱えられた⁵¹。

日本銀行は、景気回復が緩慢なものにとどまるとともに物価安定が続く中、国内経済との関係においては利下げをしてもよい環境になっていると認識していた。一方で、利下げの前提として為替相場の円高方向での安定が重要とも考えており、とくに、米国や欧州諸国との関係悪化を防ぐため、利下げが円安を招くようなことのないよう、慎重にタイミングを見極める必要があると考えていた。FRBが11月2日(14.0%→13.0%)に続き、12月4日に公定歩合を12.0%に引き下げの中で、為替相場も円高方向で安定していたことから、12月11日に公定歩合を0.75%引き下げて5.5%とした(図表4-Ⅲ)⁵²。各行の自主計画を極力尊重するとしていた窓口指導についてもさらに緩和を進め、1982年1~3月期から、各行の自主計画を全面的に尊重することとした⁵³。

ロ. 1982年の経済情勢と短期市場金利の高め誘導

わが国の景気は、欧米諸国の景気停滞色が強まる中で1982年初から輸出鈍化が明確化したことから生産調整の動きが拡大し、これが設備投資の鈍化等内需の伸び悩みにつながったため、1982年末にかけて停滞色を強め、企業の景況感も悪化した(図表1(1)、(2)および(3)-Ⅲ)⁵⁴。また、物価は、国内需給の緩和からさらに沈静化した(図表2(1)および(2)-Ⅲ)。一方、為替相場は、1982年初には220円前後であったが、米国金利の高止まりからドルが独歩高となる中で円安傾向を辿り、11月初のボトム時には278円となった(図表3(1)-Ⅲ)。

日本銀行は、景気、物価といった国内経済情勢からは緩和気味の政策運営が適当と考える一方、欧米諸国との経済摩擦が激化する中で為替相場は円高方向で安定させたいにもかかわらず、実際には内外金利差により円安圧力が生じるというジレンマを抱えていた⁵⁵。こうした中で、景気への配慮から貸出金利等の国内金利全般への影響を極力回避しつつ、内外金利差に伴う円安の進行を防ぐことを企図して、1982年3月央から秋口にかけて短期金融市場においてきつめの調節を行い、短期市場金利の「高め誘導」を実施した(図表4-Ⅲ)⁵⁶。

51 総務局長私信「公定歩合の引下げについて」1981年12月11日、No. 39927、2頁。

52 「公定歩合の引下げについて」(1981年12月10日)、『調査月報』1981年12月、2頁。

53 営業局長私信「57/1~3月の窓口指導について」1981年12月25日、No. 10585、1頁、4~6頁。

54 「昭和57年の金融および経済の動向」『調査月報』1983年5月、1頁。

55 「本支店事務協議会における総裁開会挨拶」1982年4月13日、No. 51422、3~6頁。

56 前掲『調査月報』1983年5月、21~24頁。

ハ. 1983年初から秋頃までの情勢と1983年10月の利下げ

1983年中のわが国の景気は、米国向けを中心とする輸出の増加から、次第に回復傾向が強まった。しかしながら、省エネルギー等の大型設備投資の一巡や、雇用、賃金の伸び悩みを背景とする家計支出の低調に加え、財政改革の動きを反映した財政支出の低い伸びもあって、内需の回復テンポは緩やかなものにとどまった（図表1(1)-Ⅲ）。この間、物価は安定基調を持続した（図表2(1)および(2)-Ⅲ）。

為替相場は、1983年秋口までは、米国の高金利とこれに伴う内外金利差が当面持続するとの市場の見方が強かったこともあり、年初の1ドル230円台が9月初に247円となるなど、円安に振れがちであった。しかしながら、秋口以降、米国の物価が沈静傾向にありマネーサプライの増勢も鈍化する中で、米国金利の先高感が一服する一方、日本の経常収支黒字の拡大が着目されるようになり、10月以降は230円台で概ね安定した（図表3(1)-Ⅲ）⁵⁷。

日本銀行は、1982年に引続き1983年に入ってから、物価が安定基調を持続する一方、内需が伸び悩みを続けているという国内の物価や景気の状態から判断すれば、利下げしてもよい状況にあると判断していた⁵⁸。

また、対外的な観点からみても、輸出に依存した景気回復は諸外国からの批判を強め、経済摩擦を激化させかねないことから、「内外需のバランスのとれた景気回復を図る」との観点からみれば利下げは正当化され得ると考えていた。その一方で、金利の引下げによって円安となった場合にはかえって諸外国との摩擦が激しくなることが予想されるとして、「円高方向での相場安定」が金利引下げの大前提との考え方に立って、金利の引下げのタイミングを慎重に見極める必要があるとのスタンスで臨んでいた⁵⁹。

日本銀行は、1983年10月21日、「円相場の安定が概ね確認された」との判断に立ち、1981年12月以来1年10ヵ月振りの公定歩合引下げ（5.5%→5.0%）を決定し、翌日から実施した（図表4-Ⅲ）⁶⁰。なお、1983年11月のレーガン大統領の訪日を控え、日本政府は、同日の経済対策閣僚会議において、内需拡大のための市場開放、輸入促進等を盛り込んだ「総合経済対策」を決定した。日本銀行は、「物価と為替相場の安定という大きな前提の下で、出来る限り着実な景気回復を支援する」という意味で「政府の経済対策と歩調をそろえたものと受け取られるならば、それはそれで構わない」として、慎重な言い回しながら、公定歩合引下げを対外不均衡の是正に向けた内需拡大のための政策的取組みの一環として捉えることを容認した⁶¹。

57 前掲『調査月報』1984年5月、1～2頁、15～16頁、および総務局長私信「公定歩合の引下げについて」1983年10月21日、No.39993、3頁。

58 前掲総務局長私信、1983年10月21日、No.39993、2頁。

59 前掲総裁挨拶、1983年10月25日、No.9264、2頁。

60 前掲総務局長私信、1983年10月21日、No.39993、3頁。

61 同上、5頁。

(3) この時期の政策スタンスの背景に存在した課題

イ. 欧米諸国との経済摩擦の激化

この時期の欧米諸国は、国によって濃淡はあるにしても経済の停滞と高失業のもとで、経済的困難のはけ口を外部に求めがちとなり、保護主義的な動きが強まっていた。こうした中で、相対的にパフォーマンスが良好で経常収支黒字が拡大している日本との経済摩擦が激化していた⁶²。

さらに、米国では、1982年夏場以降のFRBによる金融緩和にもかかわらず、財政赤字の削減がなかなか進まない中で、長期金利（米国債10年物）は引続き2桁台で高止まりしていた（図表8(1)-Ⅲ）。こうした米国の高金利持続は、各国通貨の下落圧力として働いており、経常収支黒字が拡大する中で円安を防ぐとの観点からは、金利を下げにくい状況が生じていた。

この点について日本銀行では、戦後の世界経済秩序を支え、とりわけ日本が「最もその恩恵に浴しながら成長を遂げて」きた「自由貿易の原則の維持に困難が生じて」きているとの認識をもっていた。このため、「自由貿易の原則」を守るとともに日本が「国際社会で孤立化することのない」ように、「欧米諸国の経済・政治情勢に十分注意」を払いながら政策運営を行う必要があると考えていた⁶³。換言すれば、日本銀行は、物価面で第2次石油ショックの影響を克服した後は、より広い意味での日本の国益を考え、景気や物価といった国内経済情勢のみではなく、対外関係とりわけ経済摩擦の動向をも考慮しながら政策を運営する必要性を強く意識していた⁶⁴。

ロ. 国債大量発行下での長期金利の高止まり

1980年代前半の日本で長期金利が高止まりした背景には、米国高金利の影響に加えて、国債発行残高の増加という側面もあった。

1975年以降、財政赤字補てんのための特例国債発行が常態化し、国債残高が累増した（図表3(3)）。当初は発行額の大部分が政府と金融機関の交渉により発行条件を決定するシンジケート団引受方式によるものであったため、金融機関の国債保有額も増加していった。政府は、1970年代後半から1980年代を通じて特例国債からの脱却を目指して財政再建を進めたが、1981年度から1982年度にかけて巨額の

62 第2次世界大戦後における貿易面を中心とする日米間の経済摩擦の経緯については、近藤 [2011] 46～70頁で詳細にサーベイされている。

63 前掲総裁挨拶 1982年4月13日、No. 51422、3頁。

64 この時期の金融政策運営について、黒田 [2005] 165頁では「日銀はインフレという『前の戦争』を戦っていたのか、あるいは円安・ドル高を恐れていたのか、どちらかわかりませんが、いずれにしても金融政策の誤りだったのです」と述べている。この点について本稿で採り上げた資料からは、後者の側面が強かったことが示唆される。

税収不足が表面化し、それまで政府が目標としてきた「1984年度赤字国債依存脱却」方針の行き詰まりが明確化する⁶⁵など、1986年度まで国債残高の対GDP比率は上昇を続けた。この間、金融機関サイドの要望を受けて売却制限が緩和されるにつれて、国債流通市場が拡大した。

日本銀行は、財政の国債依存体質が長期金利の高止まりの要因となっているとの見方から、1983年3月の第2次臨時行政調査会の最終答申等で示された政府の財政再建路線を支持し、安易な財政出動には反対の立場を取るとともに、金融政策における金利機能の活用に向けて市場実勢を反映した金利形成が行われるよう、発行・流通市場を含めた金利自由化の進展を働きかけていた⁶⁶。その後も日本銀行は、市場機能の活用に向けて自由化推進のスタンスを継続することとなる。

(4) 為替相場を強く意識した金融政策を巡る議論

日本銀行が短期市場金利の「高め誘導」を開始した1982年春頃、海外からは、日本の財政引締めと金融緩和という政策の組み合わせが円安の原因となっているとの批判があった。

主要国の金融・財政当局が政策運営について討議する場である経済協力開発機構(OECD)第3作業部会(WP3)では、欧米各国や国際金融機関の財政・金融関係者から、「円安を引き起こすような金利引き下げは極力回避すべき」であり、「金融緩和と財政再建下の緊縮財政というわが国の採用しているポリシー・ミックスは貿易摩擦を増幅させるものである」との批判があった。そして、むしろ「金融を引締め気味とする一方、財政再建のテンポを緩める逆のポリシー・ミックスを採用すべきである」という趣旨の主張が表明された⁶⁷。

他方で、「高め誘導」実施後、学界関係者から、「高め誘導は不況期に金融引締め政策を行ったものであり、金融政策を国内物価・景気の安定にではなく、円安対策という為替レート操作に割り当てたことは不適切」⁶⁸、「金融政策を為替安定に割り当てる自由度はそもそもない」等の批判がなされた⁶⁹。

日本銀行では、学界からの批判に対しては、円安の国内物価への波及、企業への

65 前掲『調査月報』1983年5月、5頁。

66 前掲総裁挨拶、1981年7月21日、No. 51422、8～9頁、総務局長私信「非市場性国債の発行について」1981年8月6日、No. 39927、7～9頁、「本店事務協議会における総裁開会挨拶」1982年10月26日、No. 51422、7～9頁、および前掲『調査月報』1983年5月、36～38頁。

67 『日本銀行百年史』第6巻、562～563頁。

68 小宮・須田 [1983] 431頁。他に、香西 [1983] 11頁、および新開 [1983] 13頁でも同様の批判を行った。

69 金融研究所発足記念シンポジウム『現代における金融政策の役割と金融政策の方向』における小宮教授発言。『金融研究』第2巻第1号、1983年、93頁。

影響、海外からの不満、為替相場が内外金利差によって振れていることなどを考えれば、金融政策を為替相場の安定という政策目標に割り当てるのが不当であると単純に結論できるものではないと考えていた⁷⁰。一方、海外からの批判に対しては、それがあながちの外れとはいえないとしたうえで、①円安は物価上昇効果や海外への支払い増を生む、②素材産業を中心に企業収益を下押しする面もある、③海外景気停滞の下、円安による輸出数量効果も期待できない、との判断から、何らかの円安防止策が採れれば望ましいとも考えていた⁷¹。

5. 貿易摩擦の拡大と金融政策、日米円ドル委員会（1983年秋～1985年夏、時期Ⅳ）

- ・ 米国経済は、それまでの金融引締め効果からインフレが鎮静化するとともに減税の効果もあり、内需主導の力強い成長を遂げた。その一方で、財政赤字削減が進まなかったこともあり、高金利が継続し、ドル高基調が続いた。
- ・ 日本経済は、生産性向上と賃金の上昇抑制から物価が安定基調を続ける中で、米国向けを中心とする輸出増加の効果が設備投資や消費等の内需へと波及するかたちで、景気が徐々に回復し、力強さを増していった。
- ・ 日本銀行は、1984年から1985年を通じて公定歩合を据え置いた。内需回復が緩慢なものにとどまり物価も安定していた1984年前半まではどちらかといえば緩和気味のスタンスで臨んでいたのに対し、内需の回復が明確化し円安が進行した1984年央から1985年初にかけては、さらなる円安による貿易摩擦の激化や輸入インフレを懸念してやや引締め気味のスタンスで臨んでいた。
- ・ 先進国間の対外不均衡問題が深刻化する中、貿易摩擦が激化していった。しかしながら、この時期の日本に対する要求は、個別分野の市場開放に関するものが中心であった。その一環として設置された日米円ドル委員会は、1984年に報告書をまとめた。これを契機に、1980年代後半に金融自由化が着実に進展し、中長期的な観点からみて金融政策の運営にも影響を与えることとなった。

70 1985年7月22日の「支店長会議における総裁開会挨拶」（No. 9270、4頁）では、それまでの金融政策運営について、「私どもはかねてから、内外経済情勢を総合的に判断しつつ、物価・景気あるいは為替相場等の各面について最善のバランスが実現するような政策を追求している」と述べている。

71 前掲総裁挨拶、1982年7月20日、No. 51422、2～3頁、5頁。

(1) 主要国の経済情勢と政策スタンス

イ. 米国経済の拡大とドル高

米国経済は、1983年から1984年前半にかけて、それまでの金融引締め効果からインフレが沈静化するとともに減税の効果もあり、消費、住宅投資の増加に支えられるかたちで内需主導の力強い成長を遂げた（図表7(1)-ⅢおよびⅣ）。これに対してFRBは、インフレを警戒して1983年春頃から引締め気味の市場運営を行うとともに、1984年4月には公定歩合を引き上げた。その後、1984年夏から1985年初にかけて、それまでの消費急伸の反動等から景気は減速した。このためFRBは、1984年秋口以降、緩和気味の金融政策運営に転換し、11月、12月と2ヵ月連続して公定歩合を引き下げ、さらに1985年5月にも利下げを実施した（図表8(1)-ⅢおよびⅣ）。失業率は、1984年前半まで改善した後、1984年央以降は7%程度で高止まりした。この間、1984年中の物価は、賃金の落ち着き、原油価格安定のほか、ドル高を背景に低価格の輸入品が増加したこと、景気拡大下でも比較的落ち着いた推移となった（図表7(2)および(3)-Ⅳ）⁷²。

財政政策面では、当時、国防費の削減に反対していた政府・共和党と社会福祉関係費の削減に反対していた民主党との対立が解消せず、実効のある財政赤字削減策が打ち出されなかった。このため、FRBの引締め政策とあいまって、長短ともに高金利が続き、ドル高の背景となった⁷³。ドル高に伴う輸出の伸び悩み、国内景気の上昇とドル高による輸入の増加から、米国の経常収支赤字は拡大傾向を辿り、1984年には1千億ドルを超える記録的赤字に達した（図表8(2)-Ⅳ）⁷⁴。1985年2月には、FRBのボルカー議長が議会で「世界最大最強の経済体が、明日には最大の債務国に転落しようとしている」と証言するなど、米国の対外純債務国化が懸念されるようになった⁷⁵。

日米をはじめとする先進国間の対外不均衡問題が深刻化する中、議会を中心に、経常収支黒字、とりわけ米国に対する巨額の貿易黒字を続けていた日本に対する政治的なフラストレーションが高まっていった。こうした中で、1984年までの第1期レーガン政権は、為替相場に対しては原則不介入、黒字国に対しては個別分野を中心に市場開放を迫るとの方針で臨んだ（図表12および13）。その一環として、1983年11月のレーガン大統領訪日を機に日米円ドル委員会が設置され、日本の金融・資本市場の自由化を主たる論点として議論が行われた。これに対して、1985

72 前掲『調査月報』1983年12月、2～5頁、9～12頁、および「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1984年12月、2～3頁、9～11頁。

73 前掲『調査月報』1983年12月、11～12頁、および前掲『調査月報』1984年12月、11～12頁。

74 前掲『調査月報』1983年12月、10～11頁、前掲『調査月報』1984年12月、11頁。

75 ボルカー・行天[1992]468頁。なお、1985年末時点で米国は統計作成以来初めて対外純債務国となった（「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1986年12月、13頁）。

年1月に発足した第2期レーガン政権は、経済摩擦の激化を受け、それまでの為替不介入の方針を転換し、為替相場調整による対外不均衡是正を模索するようになった⁷⁶。

ロ. 欧州景気の緩やかな回復と高失業の持続

欧州諸国では、西ドイツ、英国で賃金コスト抑制を背景とする物価安定のもとで1983年から内需中心に景気が回復したほか、1984年に入ると対米輸出に牽引されるかたちで外需が改善傾向を辿ったことから、フランスなども含めた欧州の景気は均してみれば緩やかに回復に向かった(図表9(1)-ⅢおよびⅣ)。ただし、米国の高金利から自国通貨安傾向が続く中で、為替面からの物価上昇圧力を意識する必要がある、金融政策は緊縮的にならざるを得ず(図表10(1)および(2)-Ⅳ)、景気回復テンポは緩慢なものにとどまっていた。これに加え、長期にわたる設備投資の停滞に伴う雇用吸収力の低下、産業構造転換の遅れといった構造的要因もあり、雇用情勢には捗々しい改善がみられず、失業率は高水準が続いていた(図表9(3)-Ⅳ)⁷⁷。

(2) わが国の1983年秋から1985年夏にかけての経済情勢

イ. 1983年秋から1984年央までの経済情勢

わが国では、1983年から1984年前半にかけて米国向けを中心に輸出が高い伸びを示し、このため稼働率の上昇と収益拡大をみていた輸出関連製造業の設備投資も増加したことから、景気は回復傾向を強めた。もっとも、雇用、賃金の伸び悩みを背景とする家計支出の低い伸びや、財政改革の動きを反映した財政支出の低い伸びが続いていたこともあって、内需の回復テンポは緩やかなものにとどまり、輸出に主導された回復という側面が強かった(図表1(1)-Ⅳ)。この間、企業の経営体質の強化、生産性向上に加え、賃金の上昇も抑制されていたことから、物価は安定基調を持続した(図表2(1)および(2)-Ⅳ)⁷⁸。

為替相場は、1983年10月利下げ時の水準である230円台から一時220円台をつけるなど、円高方向で比較的安定していた。一方、経常収支黒字は、拡大傾向を辿っていた(図表3(1)および(2)-Ⅳ)。

76 1985年1月30日に発表された1984年の米国の貿易赤字(1,233億ドル)、うち対日貿易赤字(368億ドル)がともに過去最高となる中で、2月3日には、後にプラザ合意を主導することとなるジェイムズ・ペーカーが大統領首席補佐官から財務長官に就任した。「海外経済の回顧と展望」『調査月報』1985年12月、7~8頁、『昭和財政史』第7巻、350~351頁。

77 前掲『調査月報』1983年12月、12~14頁、および前掲『調査月報』1984年12月、13~15頁。

78 「本店事務協議会における総裁開会挨拶」1984年4月17日、No. 9266、4頁、および「昭和59年の金融および経済の動向」『調査月報』1985年5月、1~2頁、11頁。

ロ. 1984年央から1985年夏までの経済情勢

わが国では、1984年央から1985年夏にかけて、輸出が米国経済の減速により鈍化したものの、国内製造業の生産増加と収益改善の効果が各部門に浸透する中で、設備投資が力強い拡大を示すとともに、雇用・所得環境の改善により消費や住宅投資も徐々に回復したため、物価安定基調のもとで、景気は順調な拡大過程を辿った(図表1(1)-IV、図表2(1)および(2)-IV)⁷⁹。

為替相場は、米国の高金利を背景に、1984年6月の1ドル230円台から1985年2月の260円台(ボトムは2月25日の263.05円/ドル)へと円安が進行した。その後、米国金利が低下傾向を辿る中で緩やかに円安が修正され、1985年夏場から秋口には1ドル240円前後で推移していた。この間、経常収支黒字は拡大を続けた(図表3(1)および(2)-IV)⁸⁰。

(3) 1983年秋から1985年夏にかけての金融政策

日本銀行は、1983年10月の利下げ後、1984～85年を通じて公定歩合を据え置いた(図表4-IV)。内需回復が緩慢なものにとどまり物価も安定していた1984年前半までは、輸出主導ではなく「内外需のバランスのとれた景気回復を図る」⁸¹との観点から、金融政策面でも「物価の安定に大きな懸念がない限り、内需の成長をできる限り支援していく」⁸²として、どちらかといえば緩和気味のスタンスで臨んでいた。これに対して、1984年央から1985年初にかけては、輸出が鈍化するとともに内需の回復傾向が明確化し、金融緩和効果も浸透してきている一方、為替面では円安が進行していた。このため、経常収支不均衡の是正という観点に加え、「大幅な円安が進行する場合には、国内物価への影響が従来より顕著になり得る危険性」もあるとして、物価上昇の可能性という観点も踏まえ、やや引締め気味のスタンスで臨んでいた⁸³。また、1985年春以降、円安修正が進みつつある局面でも、経常収支不均衡の是正を意識しつつ、金融政策面で「円高基調を定着させるべく努力していくことが適当」としていた⁸⁴。

79 前掲『調査月報』1985年5月、1～2頁、8～14頁。

80 前掲『調査月報』1985年5月、2頁、20～23頁、および「昭和60年度の金融および経済の動向—摩擦なき安定成長を求めて—」『調査月報』1986年5月、36頁。

81 前掲総裁挨拶、1983年10月25日、No. 9264、2頁。

82 前掲総裁挨拶、1984年1月24日、No. 9268、5頁。

83 「本支店懇談会における総裁開会挨拶」1984年7月24日、No. 9268、5頁。

84 前掲総裁挨拶、1985年7月22日、No. 9270、4頁。

(4) 日米円ドル委員会の設置とその成果

イ. 日米円ドル委員会の設置と報告書の内容

先進国間の対外不均衡問題が深刻化する中、貿易摩擦が激化していった。しかしながら、この時期の日本に対する要求は、個別分野の市場開放が中心であった。こうした中、1983年11月のレーガン大統領訪日を前に、米国から日本に対し、日米貿易不均衡の原因となっている円安ドル高は日本の金融・資本市場の閉鎖性に起因するとして、日本の金融・資本市場の自由化、円の国際化が要請された。竹下蔵相とレーガン財務長官を共同議長とする日米円ドル委員会が設置され、大場財務官とスプリンケル財務次官を共同議長とする作業部会で実質的な議論が行われた⁸⁵。

作業部会は1984年5月に竹下蔵相とレーガン財務長官に報告書を提出した。同報告書では、日本について、①金融・資本市場の自由化、②外国金融機関の参入、③ユーロ円市場の発展、を謳っていた。このうち、金融・資本市場の自由化については、大口預金を中心に段階的に預金金利の自由化を進め、最終的には郵便貯金を含めた小口預貯金金利の自由化をも展望するとの方針が示された。あわせて、短期の国債市場の拡充、国内CDの発行規制緩和、円建BA（銀行引受手形）市場の創設、円転規制の撤廃（1984年6月1日から）なども示された。

ロ. 日本銀行の受け止め方

以前から日本銀行は、金融自由化を時代の流れとして前向きに捉えつつ、「金融環境の変化の過程で金融組織の安定性、健全性が損われたり、大きな混乱が生ずるといったことのないよう、適切な配慮を払う」とともに「金融市場の自由化が進展するのに対応して一層金利機能の活用」を図ることが必要としていた⁸⁶。こうした文脈の中で日本銀行は、日米円ドル委員会報告書で謳われた「自由化・国際化は早晚避けられない課題」⁸⁷であり、とくに預金金利の自由化について「金融自由化の要として今後着実に実行していかなければならない」⁸⁸として前向きに捉えていた。一方、国内金融市場の自由化を上回るテンポでユーロ円市場が突出して自由化された場合には、国内金融市場の縮小を招き、国内の金融調節に支障をきたす恐れがあるほか、国際的な資本移動が激化して「通貨システム全体の不安定化につながりかねない」と考えていた⁸⁹。このため、「ユーロ円市場が突出して拡大することは適当ではない」として、「そうした弊害に陥るのを回避するためにも、国内市場の自由

85 『昭和財政史』第7巻、330～331頁、および総務局長私信「『日米円ドル委員会』作業部会報告書等について」1984年5月31日、No. 39993。

86 前掲総裁挨拶、1982年4月13日、No. 51422、8～9頁。

87 前掲総裁挨拶、1984年7月24日、No. 9268、6頁。

88 前掲総裁挨拶、1984年4月17日、No. 9266、7頁。

89 前掲総務局長私信、1984年5月31日、No. 39993、9頁。

化に引続き前向きに取り組んでいく必要」があるとしていた⁹⁰。

ハ. 日米円ドル委員会報告後の自由化の進展

日米円ドル委員会報告書は、当時の金融政策に直ちに影響を与えるものではなかった。しかしながら、中長期的にみると、報告書に盛り込まれた広範な金融自由化措置は、日本全体の金融仲介ひいては金融政策の仕組みに大きな影響を与えることとなった。具体的には、1980年代後半において、同委員会報告書の内容に沿ったかたちで、金融機関の預貯金金利の自由化、金融機関の業務分野の拡大と業態ごとの垣根の低下、内外取引の規制緩和、国内金融・資本市場の自由化が着実に進展する⁹¹中で、企業の資金調達・運用のうち銀行ではなく市場を通じたものの比率が上昇した(図表 11 (2) および (3))。また、預貯金金利の段階的自由化により、金融機関預金に占める自由金利預金の比率が上昇した(図表 11 (1))。金融機関は、調達金利の自由化が進展する一方、従来型の貸出の縮小に直面して、新たな対応を迫られる中で、資金運用面で市場金利連動型のスプレッド貸し⁹²や新短プラ⁹³による貸出を拡大した。

金融自由化が進展するもとも、金融政策運営は、引続き規制金利体系下での手法が基本となっていた。これに対して日本銀行は、金融政策の有効性、機動性を確保するためには「金利機能を活用」する方向で金融政策運営の方法を見直す必要があり、「政策意図を的確に伝え得るような市場のあり方、あるいは金融調節の方法」などについて、「我々自身工夫していかなければならない」と考えていた⁹⁴。

日本銀行では、金融自由化の進展自体は不可避であると同時に、資金の適正な配分と金融システムの効率化につながるものとして前向きに評価していた。その一方で、一国の金融システムを急激に変更しようとする「不測の資金シフトや金融機関経営の不安定化等の事態が発生する可能性も強い」として、過渡期において混乱が生じないようにすることが必要であり、「各種自由化、国際化措置の平仄がとれ、またそのテンポ自体が段階的でなければならない」として、秩序立った漸進的な自由化が望ましいと考えていた⁹⁵。また、自由化が進展したもとの金融政策の有効性、機動性の確保に向けて金利機能の活用を図るためには、郵便貯金を含めた小口

90 前掲総裁挨拶、1984年7月24日、No. 9268、6頁。

91 前掲『調査月報』1985年5月、3～4頁。

92 スプレッド貸しとは、金融機関が短期金融市場からの資金調達金利に若干のマージンを上乗せして行う貸出のことを指す。呉・島 [1987] 105～106頁。

93 従来、金融機関が最優良先の短期貸出に適用する貸出金利(プライム・レート)は公定歩合に連動する仕組みとなっていたが、三菱銀行が1989年1月23日以降、短期金融市場における資金調達コストをベースとする方式を導入したことをきっかけとして、その他の金融機関も同様の新しいプライム・レート決定方式を導入し、「新短期プライム・レート」(新短プラ)と呼ばれた。『昭和財政史』第6巻、19頁。

94 前掲総裁挨拶、1984年7月24日、No. 9268、6～7頁。

95 前掲『調査月報』1985年5月、4頁。

預貯金金利についても、「より一層市場実勢を勘案して運営する」必要があると考えていた⁹⁶。

6. 「国際政策協調」の進展と金融政策（プラザ合意からルーブル合意まで、時期Ⅴ）

- ・1985年9月に、為替市場における協調介入を通じた為替相場調整により対外不均衡是正を図ることを主な内容とするプラザ合意が成立し、急激なドル安が進行した。しかしながら、Jカーブ効果等から対外不均衡がさらに拡大した。このため、1986年秋以降、主要国間で、為替に加え、財政、金融政策を含めた国際協調を探る動きが本格化し、1987年2月には、為替相場の安定、黒字国の内需拡大および対外黒字の縮小、赤字国の国内不均衡および対外赤字の縮小を主な内容とするルーブル合意が成立した。
- ・大幅な円高進行を受けて、1985年秋以降、わが国の物価は輸入物価の下落が国内物価に波及するかたちで、一段と安定傾向を強めた。一方、景気面では、内需は底堅く推移したものの、輸出が減少し、続いて輸出関連産業の収益悪化から設備投資・雇用の両面で調整が広がったことから、成長は大幅に鈍化し、企業の景況感も悪化した。
- ・日本銀行は、1986年前半には、国内経済安定と対外不均衡是正の両面から内需拡大を図る必要があるとの判断の下、3回にわたり公定歩合を引き下げ、金融緩和を実施した。また、1986年秋以降については、景気下げ止まりの兆しや金融面における不均衡拡大の兆候が現れていたものの、為替相場の安定に向けて国際的な合意を引き出すことを優先させ、1986年11月および1987年2月に公定歩合を引き下げ、さらなる金融緩和を図った。

(1) プラザ合意の成立と短期金利の高め放置（1985年秋～1985年末）

イ. プラザ合意前の主要国の状況

米国では、ドル高等に伴う大規模な「需要の海外漏出」が続き、経常収支赤字がさらに拡大する（図表8(2)-IV）とともに、物価安定のもとで景気が減速し、失業

.....
⁹⁶ 前掲総裁挨拶、1984年7月24日、No. 9268、7頁。

率が7%台で高止まりした(図表7(1)、(2)および(3)-IV)。このため、FRBは緩和気味の政策スタンスを維持した(図表8(1)-IV)。こうした中で、議会を中心に対日貿易不均衡の是正を求める動きが活発化していた⁹⁷。1985年夏頃の米政府は、前述(5節(1)イ.)のように、対外不均衡のための為替相場調整を望んでいた。

西ドイツをはじめとする欧州諸国では、全体として物価安定のもとで景気は緩やかに拡大していたが、高水準の失業率が続いていた(図表9(1)、(2)および(3)-IV)。各国の中央銀行は、自国通貨安がインフレにつながることを警戒しつつ、緩和気味の政策運営を行っていた(図表10(1)-IV)⁹⁸。欧州にとって、緩和余地が生じるドル安・自国通貨高の為替相場調整は望ましかった。

日本では、米国向けを中心とする輸出が鈍化する一方、企業収益が高水準を維持する中で、設備投資、消費等の内需の着実な増加により、景気は緩やかに拡大していた(図表1(1)-IV)。同時に、物価は、消費者物価が前年比+2%前後、卸売物価が前年比で小幅なマイナスと安定していた。日本銀行は、「国内景気はとくに梃入れを要する状況にはなく」、「円相場を円高方向で安定させていく」ことが「現下の最大の問題である対外不均衡の是正を図っていくうえで何よりも重要」と考えていた⁹⁹。ドル安・円高の為替相場調整は日本にとっても望ましかった。

ロ. プラザ合意の内容

1985年9月22日、ニューヨークのプラザホテルで日米英独仏5カ国の大蔵大臣、中央銀行総裁等によるG5会合が開催され、ドル高是正のための協調介入(ドル売り)の実施を柱とするプラザ合意が成立した。

発表された共同声明の内容をみると、5カ国の大蔵大臣と中央銀行総裁は、「保護主義圧力に抵抗することが不可欠である」ことに同意した。そのうえで、「為替レートが対外インバランスを調整する上で役割を果たすべきであることに合意」し、「主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましいと信じ」、「そうすることが有用であるときには、これを促進するよりより緊密に協力する用意がある」として、ドル高修正に向けた為替市場における協調介入の実施を示唆した。また、各国政府が講ずべき政策のパッケージについて個別に記述する中で、日本は、市場開放、規制緩和による民間活力の活用、財政赤字の削減とともに、「円レートに適切な注意を払いつつ、金融政策を弾力的に運営」¹⁰⁰すること

97 前掲『調査月報』1985年12月、2頁、11～16頁、および石井[2011]142～145頁。

98 前掲『調査月報』1985年12月、16～22頁。

99 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶(1985年9月12日)、No.51467、2～4頁。他に、「対外不均衡について」『調査月報』1985年7月号、35頁、49～50頁、53～54頁も参照。

100 金融政策の「弾力的運営」という表現について、当時の大場財務官は後に、「実は、『金利の引下げ』と書きたかったが、金融当局の自主性に対する配慮から『弾力的運営』という表現にとどめた」と述懐している。大場[1995]176～177頁。

とされた¹⁰¹。

日本銀行は、プラザ合意の内容について直前まで知らされなかったとされているが、円安ドル高の修正を軸として対外不均衡の是正を図るというプラザ合意の基本的な方向性自体は従来からの日本銀行の考え方と合致しているとして、これを支持していた¹⁰²。

ハ. プラザ合意後の円高進行と日本銀行の政策姿勢（短期金利の高め放置）

プラザ合意に基づいて、1985年9月23日からG5各国による為替市場への協調介入が行われ、ドル相場は主要国通貨に対して急速に下落し、対円ではプラザ合意直前の1ドル242円（9月20日）から10月4日には211円まで下落した。もっとも、その後、10月下旬にかけて、プラザ合意の「効力が切れるのではないか」、「介入だけでドル高を是正するのは無理なのではないか」といった思惑が出てきたこともあり、ドルが反発する場面もみられた（図表3(1)-Vおよび図表10(2)-V）¹⁰³。この間、国内金融市場では、金利先安感の強まり等を背景に長期金利が急低下を示した（国債10年物店頭気配値、1985年8月末6.58%→9月末5.77%、図表4-V）ため、内外金利差が拡大しつつあった¹⁰⁴。

この時期の日本銀行は、為替相場について、ドル高基調の基本的背景とされていた米国における財政赤字の削減の成り行きが「予断を許さない」状況にある中で、円高が定着するかどうかは依然不透明とみていた。同時に、国内景気については、「景気拡大テンポのある程度の鈍化は免れないとしても、内需に支えられた景気の底固さという基調には当面大きな変化は生じない」と判断していた。このため、「一段の円高基調の定着によって、わが国経済の最大の問題である対外不均衡の是正に努めることが、当面何よりも重要な政策課題である」と考えていた¹⁰⁵。

日本銀行は、国内金融市場における金利先安感を払しょくし、円高基調の定着を図ることを目的に、1985年10月下旬から12月央にかけて、短期金融市場の自律的な需給引き締まりをそのまま市場金利に反映させるという姿勢で金融調節を実施する、いわゆる「高め放置」を行った（図表4-V）¹⁰⁶。この結果、手形レート（3ヵ月物）の月中平均は9月の6.37%から10月6.73%、11月7.86%へと上昇し、長期金利も9月末の5.77%から10月末には6.60%へと上昇した。円相場は11月7日

101 「5 か国大蔵大臣・中央銀行総裁の発表」1985年9月22日、『昭和財政史』第11巻、117～119頁。

102 『昭和財政史』第7巻、358頁、および「支店長会議における総裁開会挨拶」1985年10月22日、No. 9270、2～3頁。

103 地方銀行招待懇談会における緒方理事説明（1985年12月19日）、No. 51467、14～15頁。

104 「最近における短期金融市場の動向について」『調査月報』1986年2月、21頁、および前掲『調査月報』1986年5月、35頁。

105 前掲総裁挨拶、1985年10月22日、No. 9270、3～4頁。

106 前掲『調査月報』1986年5月、4頁。

までに1ドル202円の円高となり、その後は200円から205円で推移した¹⁰⁷。日本銀行では、円高基調がほぼ定着したとの判断に立って、12月後半以降、金融市場の調節態度を徐々に自然体に戻して「高め放置」を収束させた¹⁰⁸。

「高め放置」について、海外からは、「為替相場水準是正のために金融を引締めの方に誘導するのは、当時のすでに鈍化していた日本経済の状況からみても不適當」との批判が聞かれた¹⁰⁹。

(2) 急激な円高進行下の金融政策（1985年末～1986年春頃）

イ. さらなる円高ドル安の進行と海外主要国の経済情勢

米国では、1991年度までに均衡予算の達成をめざす均衡財政法（通称グラム＝ラドマン法）が1985年12月に成立するなど、財政赤字の削減に向けて前進がみられたこと等から、1985年末から1986年春にかけて長期金利が急低下した（国債10年物金利月平均、1985年11月9.8%→1986年4月7.3%、図表8(1)-V）。長期金利の低下は、堅調な個人消費を下支えするとともに、ドル安進行を後押しした。もっとも、Jカーブ効果に加え、過去において長期のドル高に伴い資本財や部品を日本等からの輸入で補う面が強まっていたことから、ドル安にもかかわらず輸入が減りにくい構造下で「需要の海外漏出」が続き、成長率が下押しされるとともに、経常赤字の拡大傾向が続いていた（図表7(1)および図表8(2)-V）¹¹⁰。こうした中で、1985年12月のサウジアラビアの増産決定に伴い1986年初から原油価格が急落した（図表2(3)-V）。石油関連産業で減産の動きが生じたこともあり、1986年春先にかけて成長は緩やかなものにとどまり、失業率も7%前後で高止まりしていた（図表7(1)および(3)-V）。この間、物価は、原油価格の低下に需給緩和の効果も加わって、消費者物価前年比で2%未満（図表7(2)-V）、生産者物価では前年割れの水準で安定していた。

FRBは、1986年初には、低成長と失業率の高止まりという国内実体経済面への配慮から、短期金融市場金利を幾分低めに誘導し、緩和気味の政策運営スタンスを維持した（図表8(1)-V）。一方で、ドル相場の急激な下落がインフレ期待を再燃させることを防ぐ観点からは、金融緩和の行き過ぎによって為替相場が不安定な状態となることを避ける必要もあると考えており¹¹¹、政策運営の舵取りに「苦心しているように窺われる」状況にあった¹¹²。

107 前掲懇談会における緒方理事説明（1985年12月19日）、No. 51467、15頁。

108 前掲『調査月報』1986年5月、4頁。

109 緒方 [1996] 23頁。他に、ボルカー・行天 [1992] 359頁も参照。

110 米国の構造的な貿易赤字については「米国の貿易不均衡について」『調査月報』1986年8月、1頁。

111 前掲『調査月報』1985年12月、15～16頁。

112 「支店長会議における総裁開会挨拶」1986年1月27日、No. 9271、2頁。他に、ボルカー・行天

西ドイツでは、物価安定のもとで、設備投資、個人消費を中心に景気拡大が続いたが、マルク高に伴う輸出鈍化等から、成長率は3%弱の緩やかな伸びにとどまった(図表9(1)-V)。また、被雇用者に手厚い雇用制度など構造面の要因もあって、失業率は高止まりが続いた(図表9(3)-V)。この間、物価面では、マルク高と原油価格低下の効果も加わり、消費者物価、生産者物価とも1986年春にかけて前年比マイナスへと低下した(図表9(2)-V)¹¹³。

為替相場は、1985年12月頃から1986年1月中旬まで概ね1ドル200円近辺で推移した。しかし、1月19日のロンドンG5で「これまでの為替調整の成果を後戻りさせない」との合意が成立したほか、原油価格の急低下は米国以上に日本や西ドイツの貿易収支改善に寄与し、これら諸国の黒字幅が一段と拡大するとの見方が強まったこともあり、1月下旬以降、200円を割って円高ドル安が進行しはじめた。その後も、米国の長期金利低下や経常赤字増加が続いたこと、また原油価格の低下でインフレを警戒する米国に追加利下げの余地が生じたとみられたことから、3月以降は180円を割り込み、4月末には160円まで円高ドル安が進行した(図表3(1)-V)¹¹⁴。

ロ. 急激な円高進行に伴う情勢変化と日本銀行の対応

日本の国内景気は、設備投資、個人消費を中心とする内需が底堅く推移したものの、米国景気の減速に加え、円高に伴う輸出の頭打ち傾向が明確化したことから、1985年末以降は生産が前期比でみて緩やかな減少傾向に転じ、企業の景況感も、円高の進行が続く中で製造業を中心に月を追うごとに悪化していった(図表1(1)および(3)-V)¹¹⁵。日本銀行では、円高について、中長期的には物価低下に伴う家計の実質所得増加や輸入原材料価格の低下などに伴う企業収益好転というかたちで景気に対してプラスに働く面もあるが、短期的には円高の影響による「輸出鈍化を背景に景気拡大テンポの鈍化傾向は避け難い」と評価していた¹¹⁶。

この間、物価は、円高の進行や原油価格の下落を受けて、輸入物価の下落が国内物価に波及するかたちで、一段と安定傾向を強めた(図表2(1)、(2)および(3)-V)。日本銀行では、「当面、物価の安定基調が崩れることは予想し難い」とみていた。なお、マネーサプライが1985年初の前年比+7%台から1986年初には+9%へと伸び率を高めていた(図表5(2)-V)が、これについて日本銀行は「大口定期預金金利の自由化といった特殊な要因も響いている」と考えていた。また、都心部の地価高騰が生じている(図表6(2)-V)ことを認識しつつも、この点については

.....
[1992] 360頁も参照。

113 国際決済銀行 [1987] 22頁、31~34頁。

114 前掲『調査月報』1986年12月、4頁。

115 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶(1986年2月20日)、No. 51436、2頁。

116 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶(1986年4月17日)、No. 51436、4~5頁。

「基本的にはビル需要の逼迫が背景であり、金融緩和が原因で生じているとはみられない」と判断していた¹¹⁷。

日本銀行は、円相場が1ドル200円前後となっていた1985年12月の時点で、産業界に及ぼす影響を勘案すると、当面「この辺りの水準で円高基調の定着を図る」ことが適当であり、それ以上の円高は望ましくないと考えていた¹¹⁸。しかしながら、実際には年明け後もさらなる円高が進行し、先行き円高の影響が本格化することにより景気の一段のスローダウンが見込まれた。このため、「金利引き下げが企業マインドに与える影響」を通じて景気を下支えすることで「内需拡大」を図り、さらにはこれが「対外不均衡是正にも資する」との考え方に立って、1986年1月(5.0%→4.5%)、3月(→4.0%)、4月(→3.5%)に公定歩合引下げを実施した(図表4-V)¹¹⁹。したがって、この時期の利下げに際しては、国内経済の安定および対外不均衡是正という内外の政策課題の間に基本的に齟齬は生じていなかったと考えられる。この間、1ドル180円程度の水準まで円高が進んだ3月18日には、プラザ合意以降初めてドル買い・円売り介入が日本単独で実施され¹²⁰、3月と4月の利下げに際しては、対外公表文に「為替相場の急激な変動を回避する」との文言が盛り込まれた¹²¹。

ハ. 利下げのタイミングに関する「国際協調」とその背景

1986年3月、4月、ならびに1987年2月(後述)の公定歩合引下げは、日米独が事前に連絡を取りつつ、日米がほぼ同時に利下げを実施した(1986年3月については西ドイツもほぼ同時に実施した)点において、他の時期の政策変更とは異なる展開となった。

1986年1月の利下げまでは、各国が同時に金融政策の変更を行うという状況にはなかったとされる。この点について、FRBのボルカー議長は後に、「1986年1月のロンドンでのG5の頃には、世界経済の成長を促すため、協調して金利を引き下げるべきではないかという話もあった」が、ドル相場が急落している状況下、インフレ予想の再燃を懸念していたFRBにとって「時機はまだ熟していなかった」と回想している¹²²。

日本銀行は、1986年1月の公定歩合引下げの経緯について、米国が利下げを見送

117 「支店長会議における総裁開会挨拶」1986年4月22日、No. 9271、3~4頁。

118 総務局長私信「公定歩合の引下げについて」1986年1月29日、No. 39993、2頁。

119 同上、2頁。他に、前掲懇談会における総裁挨拶(1986年2月20日)、No. 51436、3頁、総務局長私信「公定歩合引下げについて」1986年3月8日、No. 39993、2~3頁、および総務局長私信「公定歩合引下げについて」1986年4月19日、No. 39993、3頁も参照。

120 『昭和財政史』第7巻、370頁。

121 「公定歩合引下げについて」(1986年3月7日)『調査月報』1986年3月、および「公定歩合引下げについて」(1986年4月19日)『調査月報』1986年4月。

122 ボルカー・行天[1992]360頁、および『昭和財政史』第7巻、369頁。

中にあっても、為替相場が「一段の円高となるという新たな展開」を眺めて「機動的に公定歩合引き下げに踏み切った」としている。その決定は、あくまで「独自の判断で」あり、「米国当局から要請があったとか、事前に協議したとかいった事実は」ないことを強調している¹²³。

これに対して、同年3月の公定歩合引下げについては、日米独3カ国の中央銀行が事前に連絡を取り合いながらほぼ同時に利下げを実施したことを示唆している。すなわち、「米国および西独の連銀との日常の連絡および情報交換を通じ、両国通貨当局が近く公定歩合を引下げる気運になってきたこと」、および「米国連銀当局は利下げに伴うドルの急落に対し強い懸念を抱いていること」が明らかになってきたとしている。そのうえで、「さらに急激なドル安・円高となるとわが国の経済に及ぼす影響もかなり深刻化する恐れ」があるとしている。また、「ドル急落の可能性は否定できず、こうした事態が万が一にも起こることは、国際通貨情勢の安定という点からいっても回避すべきである」等として、米国と西ドイツの利下げがあった場合には、日本銀行としても「公定歩合を引下げるのが適当」との方針を固めている。さらに、こうした日本銀行の意向は、「その後の連絡、情報交換を通じ先方にも伝わったと思われます」としている¹²⁴。

また、同年4月の公定歩合引下げに際しては、これに先立つ4月8日に竹下蔵相とバーカー財務長官が会談し、続く10日には日本銀行の澄田総裁とFRBのボルカー議長が会談している¹²⁵。この会談で、澄田総裁とFRBのボルカー議長、および日米双方の事務方間で利下げに関して事前に意見交換があったことが示唆される。

すなわち、国際決済銀行（Bank for International Settlements: BIS）および国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）関係の国際会議に出席した澄田総裁が、一連の会議における議論やボルカー議長との会談を通じ、「米国が公定歩合を引下げたいとの意向を抱いていること、その際米国としては日本ももう一段の引下げを図ってほしいとの気持が強い」との印象を持ったとしている。そして、澄田総裁帰国後の「米国連銀との情報交換を通じ、連銀がかなり早い時期に公定歩合引下げに踏切る方針となってきたことが明らかになって」きたとしている。これに対し、日本銀行としては「正直な気持とすれば、もう少し情勢を見極めたい」が、「当面の為替相場が円高・ドル安に振れてきていることもあり、円相場の安定のためには、この際わが国も利下げを行うのが適当」であるほか、「国内経済情勢をみても、物価が一段と鎮静化している一方、景気拡大テンポの鈍化傾向が一段とはっきりしてきている」として、「連銀が公定歩合を引下げた場合には、わが国も引下げに踏切

123 前掲総務局長私信、1986年1月29日、No. 39993、4～5頁。

124 前掲総務局長私信、1986年3月8日、No. 39993、2～3頁。連銀は、米国の連邦準備銀行および西ドイツのブンデスバンク（直訳では連邦銀行）を指す。

125 『昭和財政史』第7巻、372頁。

るとの判断となった」と述べている¹²⁶。

こうした展開となった背景には、米国当局の中に、国内景気の観点から利下げを実施したいとの意向が存在した一方、物価の安定や急激な資本移動の回避の観点から、米国の単独利下げがドル安につながることを懸念する見方があったことが挙げられる。すなわち、1986年2月頃においては、米国の関係当局者の中で、FRBのボルカー議長は物価の安定や急激な資本移動の回避の観点からドル安に懸念を抱いていた一方、ヤイター通商代表やボルドリッジ商務長官は経常収支赤字縮小の観点からさらなる円高を望んでおり、ベーカー財務長官も国内の保護貿易主義を抑えるために秩序あるドル安を容認していた。こうした中、新任の2人の理事が参加した2月24日のFRB臨時理事会で、ボルカー議長の反対にもかかわらず公定歩合引下げが4対3で承認され、これに対して、米国の単独利下げがドル安につながることを危惧したボルカー議長が、日独との間で同時期の利下げについて合意が成立するまで米国の利下げを延期することを提案して、全会一致で承認された。この経緯を踏まえてボルカー議長は、西ドイツの中央銀行である「ブンデスバンクと日本銀行の同僚とのさらなる議論を開始し」、日米独がほぼ同時に利下げすることで「合意に達した」とされている¹²⁷。なお、ボルカー議長は、1986年7月の議会証言において、「公定歩合引下げの時期と幅については、為替市場において過剰反応が生じることのリスクを勧告して慎重に検討を重ね、3月、4月の引下げに際しては他の主要国の利下げと時期を同じくすることによりドル相場への影響を最小限にとどめた」旨発言した¹²⁸。

(3) マクロ経済「政策協調」下の金融政策（1986年夏～1987年春）

イ. 日本を含めた主要国の経済情勢（1986年春～1987年春）

米国では、ドル安の進行にもかかわらず、資本財や部品を中心に輸入が減りにくいという構造的要因を背景に「需要の海外流出」が続く中で、経常収支赤字は1986年中で1,400億ドルを超える水準にまで拡大していた（図表8(2)-V）。さらに、1986年初以降の原油価格下落に伴う石油関連産業の大幅減産や設備投資削減の動きが生じたこともあり、景気は「総じてやや力強さを欠く」状態が続き、失業率も7%前後で高止まりしていた。この間、物価は、原油価格下落等により安定傾向を示していた（図表7(1)、(2)および(3)-V）。FRBは、こうした景気情勢を踏ま

126 前掲総務局長私信、1986年4月19日、No.39993、2～3頁。

127 ボルカー・行天〔1992〕396～397頁。他に、『昭和財政史』第7巻、370頁も参照。

128 前掲『調査月報』1986年12月、14頁。

え、7月、8月と2回にわたり単独で公定歩合を引き下げた（図表8（1）-V）¹²⁹。

西ドイツでは、マルク高の進行により輸出は鈍化したが、物価鎮静に伴う所得環境の好転や減税の効果から個人消費が伸びを高め、設備投資も高水準の稼働率や企業収益の好調から能力増強投資を中心に増加したため、景気は総じて拡大傾向を辿った（図表9（1）-V）。この間、物価はマルク高や原油価格下落から急低下した（図表9（2）-V）が、景気拡大を眺め、ブンデスバンクは一段の利下げには慎重な姿勢で臨み、1986年中は公定歩合を据え置いた（図表10（1）-V）¹³⁰。

日本では、急激かつ大幅な円高の進行を受けて、1985年秋以降、輸出が減少したほか、輸出関連業種の収益悪化から設備投資・雇用の両面で調整が広がったことから、成長率の急速な鈍化をみた。もっとも、家計支出や非製造業設備投資を中心とする国内需要は堅調であったため、景気が底割れする事態は回避されたほか、需要構成の面で外需から内需への転換が進んだ（図表1（1）-V）¹³¹。一方、対外収支面では、数量ベースの貿易黒字は縮小に転じたが、ドルベースでは、日本製品に対する需要の強さを反映した輸出価格引上げのほか、原油価格下落の影響等から、1985年秋から1986年夏にかけて貿易黒字が一段と拡大した後、高止まりし、1987年春の段階ではなお明確な黒字縮小の気配を見出せない状況にあった（図表3（2）-V）¹³²。

この間、為替相場は、各国政策当局がドル高修正に向けて引続き協調的姿勢を堅持したこと、原油価格の急落によって米国金利の低下の余地が広がったとみられたこと、米国の貿易収支改善の兆しがほとんど窺われなかったこと、等から、1986年入り後も総じてかなりのペースでドル安・他国通貨高が進行した（図表3（1）および図表10（2）-V）¹³³。

ロ． ルーブル合意に至るマクロ経済政策協調を巡る動きと金融政策

米国財務省は、プラザ合意以前から為替政策のほか、財政、金融政策を含めた各国間の協調を模索していたが、日米をはじめとする先進国間で、財政、金融政策を含めたマクロ経済政策全体に関する国際協調の動きが具体化したのは、1986年5月の東京サミット前後から、それが本格化したのは同年秋口以降とされる¹³⁴。こうした中で、以下にみるように日本銀行は、為替相場の安定が確保されるのであれば、国内経済面からみる限り金利を据え置くことが望ましいと考えていた。しかし

129 前掲『調査月報』1986年12月、8～11頁。他に、地方銀行招待懇談会における総裁挨拶、1986年9月11日、No.51436、5頁も参照。

130 前掲『調査月報』1986年12月、16～17頁、20～21頁、23頁。

131 「昭和61年度の金融および経済の動向―円高下の日本経済と今後の課題―」『調査月報』1987年5月、1～2頁。

132 前掲『調査月報』1987年5月、17頁。

133 前掲『調査月報』1986年12月、4～5頁。

134 『昭和財政史』第7巻、354頁、372～373頁。

ながら、海外当局からは、一層の金融緩和を要請されていた。このため、為替相場の安定に関する国際的な合意を引き出さないと、国内経済安定の前提が崩れるとの判断から、1986年11月および1987年2月に公定歩合を引き下げた¹³⁵。

東京サミットでは、ベーカー財務長官が、いくつかの経済指標に準拠した各国の「経済運営に対する相互監視体制の確立」¹³⁶を提言し、5月6日に発表された東京経済宣言では、いわゆる「多角的監視」¹³⁷の枠組みが提唱された。

これに先立つ1986年4月には、中曽根首相の私的諮問機関として1985年10月に設置された「国際協調のための経済構造調整研究会」（座長：前川春雄前日本銀行総裁）が報告書（いわゆる「前川レポート」）を首相に提出した。同報告書では、「経常収支不均衡を国際的に調和のとれるよう着実に縮小させることを中期的な国民的政策目標」として、内需主導型の経済成長、輸出入・産業構造の転換等を提言していた（「前川レポート」については補論2を参照）。

財政、金融政策を含めたマクロ経済政策協調に向けた調整が本格化したのは、1986年秋口以降とされる。同年7月に就任した宮沢蔵相は9月6日にベーカー財務長官と初会談した。席上、宮沢蔵相が為替相場の安定と米国の財政赤字削減を要請したのに対し、ベーカー財務長官は日本の内需拡大、公定歩合引下げ、税制改革、減税等を要請したとされている。この時点では具体的な政策協調の内容について合意には達しなかったが、政策協調の強化に向けて日米当局が共同で検討することとなり、9月末から10月初にワシントンで開催されたIMF総会等一連の国際会議の機会を利用した2回目の宮沢＝ベーカー会談等を経て、10月31日に共同声明が発表された¹³⁸。同声明には、日本側の取組みとして、9月に発表されていた総合経済対策に基づく補正予算の国会提出、所得税・法人税減税とともに、11月1日からの公定歩合引下げ（3.5%→3.0%）が盛り込まれた。一方、米国側の取組みとしては、財政赤字の削減、投資促進・勤労意欲の増進を通じた成長促進的な税制改革、保護主義圧力への抵抗が盛り込まれた。さらに、「為替相場の不安定は、安定した経済成長を脅かす恐れがあるとの見解で一致」するとともに、「円とドルとの為替相場の調整は、今や、現在の基礎的諸条件と概ね合致するものであるとの相互

135 この点について、翁・白川・白塚〔2001〕52頁では、この時期の金融緩和の運営上、為替相場の安定確保、とりわけ円高抑制に大きなウエイトがかけられたとしている。

136 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1986年5月15日）、No. 51436、6頁。

137 ベーカー財務長官が提唱した「多角的監視（multilateral surveillance）」の主な内容は、①先進国サミットを構成する7カ国の蔵相および蔵相代理からなるG7会合を創設し、少なくとも年1回の定期会合において政策協調についての監視を行うこと、および、②各国の政策の監視を客観的かつ厳密に行うためにいくつかのインディケータ（経済指標）を導入し、個別国の経済状態がこのインディケータから乖離した場合には自動是正措置を採ること、の2点であった。『昭和財政史』第7巻、372～373頁。他に、前掲懇談会における総裁挨拶（1986年5月15日）、No. 51436、6頁も参照。なお、ベーカー提案のうち、G7会合の創設については合意に達したが、インディケータの位置付けについては合意に達しなかったとされる。

138 ボルカー・行天〔1992〕382～385頁、および『昭和財政史』第7巻、354頁、374～376頁。

理解を表明」した¹³⁹。

日本銀行は、為替相場の安定に関する国際的な合意を引き出すことを優先させるかたちで、1986年11月および1987年2月に公定歩合を引き下げた。日本銀行は1986年秋口まで、景気は減速傾向にあるものの、「どんどん落込むような状況ではない」こと、「株式市況の活況、地価上昇の拡がり等の動きもでてきている」ことから、「利下げが適当な状況にはない」と判断していた¹⁴⁰。こうした中で、9月末から10月初にかけての一連の国際会議の時期に、「日本に対し内需拡大策を求める姿勢」においてベーカー財務長官と一致していたボルカー議長から訪米中の澄田総裁に対して「改めて利下げの打診」があった¹⁴¹。日本銀行としても内需拡大の必要性自体は認めており、澄田総裁は、「対外黒字の大きさや世界経済に占めるウェイトからいって、各国の期待を集める度合いもまた特に大きいことは十分覚悟してかからなければならない」との認識を示していた¹⁴²。そして10月31日に至り、輸出関連産業における「設備投資抑制や雇用調整を強化する動きが拡がりつつあり、このため企業マインドは全体として一段と慎重化し、景気の停滞感は強まってきている」として翌日からの利下げを決定した¹⁴³。その際、「わが国が公定歩合引下げに踏み切る場合には、米国が為替安定についての協調方針を表明する」との見通しがあったことが利下げ判断のポイントとなったとして、宮沢蔵相とベーカー財務長官の共同声明の中で「両国が為替相場の安定に向けて協力し合う」旨が表明されたことを「高く評価する」との総裁談話を発表した¹⁴⁴。

宮沢＝ベーカー共同声明の発表後、1986年末まで為替相場は1ドル160円前後で安定していた。しかし、1986年12月31日に米国の11月の貿易赤字が単月で192億ドル（速報値）に達したことが公表され、続く1987年1月8日の米上院予算委員会でベーカー財務長官が「ドルの下落は妥当かつ秩序だったもの」と発言し、さらに、1月14日のニューヨーク・タイムズ紙が「アメリカ政府高官ドル安歓迎」との記事を掲載したこと等からドル安が進み、1月19日には一時1ドル149円台をつけた（図表3（1）-V）¹⁴⁵。

こうした状況下、宮沢蔵相は緊急に訪米して1月21日にベーカー財務長官と会談し、両氏は会談後、共同声明を発表した¹⁴⁶。同声明では、為替相場の安定に関して、「ベーカー長官と宮沢大臣は、為替市場の展開は慎重な注目を要するというこ

.....
139 総務局長私信「公定歩合引下げについて」1986年11月1日、No. 39993、別紙1（「共同新聞発表」1986年10月31日）。

140 前掲総務局長私信、1986年11月1日、No. 39993、1～2頁。

141 太田〔1991〕109頁。

142 「支店長会議における総裁開会挨拶」1986年10月28日、No. 9271、4頁。

143 「公定歩合引下げについて」（1986年10月31日）、『調査月報』1986年10月。

144 前掲総務局長私信、1986年11月1日、No. 39993、2～3頁、別紙2。

145 『昭和財政史』第7巻、377頁。

146 『昭和財政史』第7巻、377頁。

とに合意した。両大臣は、1986年10月31日以来ほとんどの期間において、円・ドル為替レートは基礎的諸条件に概ね合致してきたものの、反面、為替市場においては、最近一時的な不安定がみられたという見解を表明した。このため両大臣は、為替市場の諸問題について協力を続ける意向を再確認した」としている。また、先進諸国間の「政策協調」に関して、「両大臣は、世界的成長を促進し、対外不均衡を縮小し、開放された市場を促進するため、すべての主要先進諸国間の経済政策のより緊密な協調が、極めて重要であるという点に合意した。この目的のため、彼らは、他の主要先進諸国との協議を強化していくことに合意した」として、2月のルーブル合意に向けての準備作業に入ることが示されている¹⁴⁷。なお、ニューヨーク連銀は、1月28日、プラザ合意以降初めてドル買い介入を実施した¹⁴⁸。

日本銀行は、1986年11月の利下げの後、「製造業においてもさすがに景況感下げ止りの気配が窺われ」、「先行き年央以降はごく緩やかであっても景気回復への展望が拓けてくるのではないか」との期待を持っていた¹⁴⁹。一方、金融面では、「金融緩和がかつてなく長期に亘り続いているだけに、緩和の行き過ぎによって万が一にも将来のインフレの芽を育むとといったことにならないよう」にしなければならないと考えていた。したがって、国内経済情勢の観点からみれば、金融政策運営において「当面は一段の緩和措置を講ずることは適当ではない」と認識していた¹⁵⁰。もっとも、景気回復の展望が拓けるためには、「円相場の安定」が「大きな前提条件」と考えていた。このため、1987年入り後の円高については、「円相場がこれ以上円高方向で不安定な動きを続けることとなれば、再び製造業の景況感が大きく後退し」、「景気回復への期待に水が注される懸念は否めない」と判断していた¹⁵¹。

1月の宮沢蔵相訪米に先立ち大蔵省との意見交換を行った際に日本銀行は、為替相場安定についての合意の条件として、米国からわが国における内需の一層の拡大とその手段としての利下げを求められる可能性もあることを認識していた。この点に関しては、国内経済情勢だけからみれば、さらなる金融緩和は適当ではないが、「現在最も重要な課題は円相場の安定を確保することであり、その意味から為替安定に向けて満足すべき合意が得られるのであれば、利下げに踏み切ることもやむを得まい」とのスタンスで臨んだ。宮沢蔵相とベーカー財務長官との合意内容については、「一応は評価できるもの」として、「さらに多国間での為替安定についての合意成立の展望が拓けてくることを期待しつつ、利下げの時期を探る」こととした¹⁵²。

147 総務局長私信「公定歩合引下げについて」1987年2月20日、No. 40050、別紙1（「プレス・リリース」1987年1月21日）。

148 『昭和財政史』第7巻、377頁。

149 前掲総務局長私信、1987年2月20日、No. 40050、2頁。

150 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1987年1月23日）、No. 51432、5～6頁。

151 前掲総務局長私信、1987年2月20日、No. 40050、3頁。

152 同上、3～4頁。

1月の宮沢＝ペーカー会談の後、為替相場安定とマクロ経済「政策協調」に関する具体的な合意内容についての調整を経て、1987年2月22日にパリのルーブル宮殿で開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議において、いわゆる「ルーブル合意」が成立した¹⁵³。

発表されたルーブル合意の共同声明の中で、大臣および総裁は「大幅かつ持続不可能な貿易不均衡の縮小が優先順位の高い課題」であり、「世界経済のより均衡のとれた形での成長を促進し、現在の不均衡を是正するために、経済政策協調の努力を強める」ことに合意した。そして、「黒字国は、物価の安定を維持しつつ、内需を拡大し、対外黒字を縮小するための政策をとること」、「赤字国は、国内不均衡及び対外赤字を縮小しつつ、安定した、低インフレの成長を促すための政策をとること」を公約した。また、為替相場について、大臣および総裁は「この声明に要約された政策コミットメントを前提とすれば、今や各通貨は基礎的な経済諸条件に概ね合致した範囲内にあるものになった」として、「為替レートを当面の水準の周辺に安定させることを促進するために緊密に協力することに合意した」。各国の政策運営について、日本は「内需の拡大を図り、それにより対外黒字の縮小に寄与するような財政金融政策を続ける」こと、具体的には、税制全般にわたる抜本の見直し、1987年度予算の速やかな実施、内需振興を図るための総合的な経済対策の準備とともに、日本銀行が2月23日に公定歩合を0.5%引き下げることを表明した。米国は、財政赤字の対GNP比を1987年度見込みの3.9%から1988年度に2.3%に削減することを表明した¹⁵⁴。

日本銀行は、ルーブル合意に先立つ2月20日に公定歩合引下げ（3.0%→2.5%、2月23日実施）を決定した（図表4-V）。日本銀行は、利下げに際して、「円相場がこれ以上円高方向で不安定な動きを続けることとなれば、わが国経済に対するデフレ効果が強まり、息の長い内需拡大と経済構造の調整により対外不均衡の是正を図るというわが国の基本的政策課題の達成をも阻害しかねない」¹⁵⁵として、「これまで以上に為替相場の安定という目標に重点を置いた利下げ」¹⁵⁶であることを強調している。また、「為替相場の安定を確保するためには主要国の協調が不可欠」¹⁵⁷であるとしたうえで、ルーブル合意を決定したG7の席上で日本銀行の利下げが「参加国の中で政策協調のために会議と時を同じくして具体的な措置をとった唯一の国として各国から高い評価を受けた」¹⁵⁸ことを明らかにしている¹⁵⁹。

.....
153 『昭和財政史』第7巻、377～381頁。なお、G7のうちイタリアは、公式のG7の前日にイタリアとカナダを除くG5が会合を開くことに抗議し、G7に参加せずに帰国した。

154 『昭和財政史』第11巻、184～186頁。

155 「公定歩合の引下げについて」（1987年2月20日）『調査月報』1987年2月。

156 前掲総務局長私信、1987年2月20日、No. 40050、6頁。

157 前掲『調査月報』1987年2月。

158 「総裁記者会見要旨」1987年2月24日、No. 27972、2頁。

159 この間の経緯について、黒田〔2005〕95頁では、この時期の経済政策において「対外経済政策が独

なお、1987年初め、厳冬やマルク高による景気の急減速（後述7節（1）イ.）に対し、西ドイツのブンデスバンクは、1月22日に単独で公定歩合を引き下げている¹⁶⁰（図表10（1）-V）。

ハ. 金融面の動向とそれに対する日本銀行の認識

1980年代の日本銀行は、やや長い目でみた物価上昇圧力を示す指標として、マネーサプライ、地価・株価等の資産価格、銀行の融資姿勢といった金融面の動向に注意を払っていた。銀行貸出が2桁の伸びを続ける（図表5（1）-V）中で、1986年春頃から、株価の上昇傾向が強まったほか、東京都心の商業地を中心とする地価高騰が周辺部へと拡大する（図表6（1）および（2）-V）など、金融面の不均衡の兆候が現れてきつつあり、日本銀行は次第に警戒感を強めていった¹⁶¹。

日本銀行は、1986年4月の利下げ時には、公定歩合が「終戦直後の一時期を除けば戦後の最低水準」となったとして、金融機関の代表者に対して「節度ある融資態度を維持」するよう要請した（1986年11月、1987年2月の利下げ時にも同様の要請を行った）¹⁶²。1986年5月20日の日本経済新聞は、「マネーサプライ増加への懸念」を示す「ある日銀幹部」の「乾いた薪の上に座っているようで居心地が悪い」との発言を紹介するとともに、「インフレ心理にいったん火がつくと、『予備軍も含めたカネが一斉にモノに走り出す』と日銀は警戒している」との記事を掲載した。同年夏場にかけてマネーサプライの伸びがやや高まり（図表5（2）-V）、同じく夏場以降、地価上昇の都心部商業地から住宅地や地方商業地への拡がりや、株式市況の活況といった事象がみられたことについて、日本銀行では「金融緩和がひとつの要因である」¹⁶³との見方を強めるとともに、企業等の「財テク」¹⁶⁴が活発化しつつ

走した嫌いがある」と述べているほか、翁・白川・白塚〔2001〕50頁でも、金融政策が国際的なマクロ経済政策協調の枠組みの中で行われていた日独等の黒字国による内需拡大への取組みに強く影響されていたとしている。

- 160 西ドイツ利下げの3日後（1987年1月25日）に行われた西ドイツ総選挙では、与党が勝利した。「西独総選挙、連立与党が勝利——保守・中道コール政権維持」『日本経済新聞』1987年1月26日、1頁。
- 161 1985年には国土庁監修により報告書が作成され、その中（国土庁都市圏整備局〔1985〕103～104頁）で、2000年までに東京都区部だけで約5,000ha（超高層ビル250棟に相当）のオフィスビル需要が発生するとの見通しが示された。後に、この需要見通しが独り歩きし、1980年代後半の「土地バブルをあおったとの批判」を受けることとなった（石井〔2011〕283～284頁）。
- 162 前掲総務局長私信、1986年4月19日、No. 39993、別紙2。もともと、窓口指導に際して、日本銀行が自主計画を尊重する姿勢は、1987年春まで続いた。
- 163 「マネーサプライの怪（上）停滞下でなぜ高い伸び——さまよう余裕資金」『日本経済新聞』1985年5月20日、1頁。および前掲総裁挨拶、1986年10月28日、No. 9271、7頁。
- 164 「財テク」とは、金融緩和の長期化に伴い資金調達コストが低下する中で、企業が資金調達した資金を実物投資に振り向けるのではなく、株式、債券、土地などの値上がり益（キャピタル・ゲイン）を狙って資産取引で運用することを指していた。前掲『調査月報』1987年5月、41頁、および「昭和62年度の金融および経済の動向—構造調整の進展と持続的成長への展望—」『調査月報』1988年5月、43頁。

あることも認識していた¹⁶⁵。さらに、同年秋頃から、都銀上位行同士の預金獲得競争が「各行のボリューム指向を改めて目覚めさせたこと」や、住友銀行と平和相互銀行の合併（1986年10月）を契機とする貸出競争の激化等から、全般に融資姿勢が前傾化しつつあると判断していた¹⁶⁶。この間、1984年に行われた円転規制の撤廃により、国内店の円建て貸出とインパクト・ローン（インパ）¹⁶⁷との裁定が活発化する中で、一段と金利低下が進んだ1986年秋以降、窓口指導の対象外であったインパクト・ローンの高い伸びが目立つようになった¹⁶⁸。

日本銀行は、「マネーサプライへの影響という観点」からみれば「国内円貸出とインパとの間に基本的な差異は」なく、「今後の流動性コントロールの点からみて問題が少なくない」と認識していた。このため、1987年4～6月期以降、大手行（都・長信、信託〔都市銀行・長期信用銀行、信託銀行〕）各行に対し、節度ある融資姿勢維持の要請の一環として、インパクト・ローンの伸びを円貸出の伸びと極力整合性のとれたものとするよう、要請を行った^{169、170}（窓口指導の推移については補論4を参照）。

もっとも、円高、原油価格の下落等を背景として卸売物価が前年比マイナス、消費者物価が同ゼロ近辺で推移する中で、当面の物価については「安定基調に大きな崩れは予想し難い」¹⁷¹と考えており、こうした金融面の動向が「物価の安定基調を崩す懸念はない」と判断したため¹⁷²、利下げの障害とはならなかった。

7. 内需主導の経済成長と金融政策（1987年春～1989年春、時期Ⅵ）

・それまでの円高に伴う物価安定に加え、ルーブル合意に基づく金融緩和と財政拡張の効果もあり、1987年後半以降、家計支出や設備投資の増加から、わが国の景気は力強い拡大過程に入り、日本銀行の事前の予想を上回るテンポ

165 営業局長私信「金融機関の10～12月貸出計画について」1986年9月24日、No. 10606、6頁。

166 前掲営業局長私信、1986年9月24日、No. 10606、6～9頁。

167 インパクト・ローンとは、使途制限のない居住者向けの外貨建て貸出およびユーロ円建て（海外店勘定）貸出を指す。銀行経理問題研究会〔2008〕355～357頁。インパクト・ローンは1980年の外国為替および外国貿易管理法の施行により自由化された。

168 営業局長私信「金融機関の4～6月貸出計画について」1987年3月27日、No. 10607、1～3頁。

169 前掲営業局長私信、1987年3月27日、No. 10607、1～2頁。

170 この点について、翁・白川・白塚〔2001〕54～61頁では、1987年春頃から日本銀行が金融引締めへの転換を模索していたとしている。

171 「支店長会議における総裁開会挨拶」1987年1月26日、No. 9273、5頁。

172 前掲総務局長私信、1986年11月1日、No. 39993、3頁。

で拡大を続けた。

- ・日本銀行は、1987年夏場から秋口にかけて、国内需給ひっ迫に伴う物価上昇圧力の高まり、マネーサプライの伸びの急上昇や金融機関の融資姿勢の前傾化、株価や地価の高騰といった金融面の不均衡の拡大を踏まえ、行き過ぎた金融緩和に対する警戒感を強めた。このため、これまで自主計画を尊重してきた窓口指導について、金融機関に「節度ある融資態度」の維持を要請することとした。
- ・1987年10月のブラックマンデー発生時に、日本銀行は、円滑な流動性供給を図るなどにより、金融市場の安定化に努めた。その後、市場が落ち着きを取り戻すと、株価下落に伴い投機的色彩の強い貸出が減少したものとみて、金融面の不均衡はやや縮小したとの見方に転換した。この時期の日本銀行は、内需主導型経済への転換という構造的変化が生じる中で潜在成長率が上昇していると考えており、バブルが拡大しているとの認識は希薄であったように窺われる。先行きについても、ブラックマンデー後に円高が一段と進行する中、インフレ心理の落ち着きや活発な設備投資等により物価安定と高成長が持続するとの見通しに立って、低金利を維持し、金融緩和を続けた。
- ・1987年春から1989年初までの時期を通じ、日本銀行は、長期にわたる金融緩和が資産価格の上昇の一因となっているとの認識を持っていた。しかしながら、物価が安定している限りにおいて、金融引締めを行う必要性を強く感じてはいなかったように窺われる。
- ・この間、日本銀行は、金融自由化の進展を踏まえ、1988年11月に、インターバンク市場におけるオファー・ビッド制への移行等、円滑な金融調節の実施に向けた短期金融市場運営の見直しを主導した。

(1) マクロ政策協調とブラックマンデー（1987年春～1988年春）

イ. ルール合意後のマクロ政策協調下の海外情勢（1987年春～秋）

米国では、それまでのドル安進行による輸出増に加え、生産拡大および企業収益の改善を背景に設備投資も回復したため、1987年春から秋にかけて景気拡大テンポが高まり、失業率も緩やかな低下傾向を辿った（図表7（1）および（3）-VI）。もっとも、ドルベースの貿易収支赤字は、それまでのドル安による輸入価格上昇の影響から前年を上回った（図表8（2）-VI）。こうした中で、1987年初に議会に対して極めて保護主義的な条項を含む包括貿易法案が上程されたほか、5月には日米半導体問題に関して報復措置が実施されるなど、保護主義的な動きが続いていた¹⁷³。

173 「世界経済の回顧と展望」『調査月報』1987年12月、13頁、21～23頁。

物価面では、原油価格が1986年12月のOPEC総会における国別減産枠の合意に伴い1987年初から反騰に転じたこと（図表2(3)-VI）や、それまでのドル安の影響に加え、景気拡大に伴う需給引き締めから、生産者物価が前年比マイナスからプラスに転化（1987年1月前年比-2.6%→8月同+4.5%）し、消費者物価も上昇率を高めた（1987年1月前年比+1.5%→8月同+4.3%、図表7(2)-VI）。これに対してFRBは、1987年3月下旬以降、インフレ懸念の強まりを未然に抑制し米ドル相場の安定を図る趣旨から、引締め気味の政策スタンスに転じ、同年8月に就任したグリーンズパン新議長のもとで、9月には3年5ヵ月振りに公定歩合を引き上げた（図表8(1)-VI）¹⁷⁴。

西ドイツでは、景気は、それまでのマルク高や1987年初の厳冬の影響から1987年前半に減速した後、1987年夏から秋にかけてマルク高に歯止めがかかる中で輸出の持ち直し等から回復に転じた。物価は、1986年4月から1987年3月まで前年水準を下回っていた消費者物価（生計費指数）が1987年4月以降プラスに転じた（図表9(1)および(2)-VI）。こうした中でブンデスバンクは、1987年2月から6月頃までは、緩めの調節姿勢を続け、市場金利低下を促したが、物価がプラスに転じる中で、景気がやや持ち直し、さらに為替面でマルク高に歯止めがかかっていた状況下、7月以降はインフレ・マインドの高まりを未然に防止するため、条件付債券買いオペ金利を引き上げ、市場金利の反転上昇を容認するかたちで引締め気味の調節姿勢に転じた（図表10(1)-VI）¹⁷⁵。

ロ. マクロ政策協調下のわが国の情勢と政策スタンス（1987年春～秋）

日本の景気は、金融緩和の効果やそれまでの円高に伴う物価安定等を背景に、家計支出、非製造業の設備投資を中心とする内需主導の回復を示していたが、1987年前半の時点では日本の政策当局は、「景気は停滞局面にある」¹⁷⁶と考えており、ルーブル合意の趣旨に沿うかたちで、金融緩和と財政拡張（財政支出拡大および減税）により、経常黒字縮小の観点からさらなる内需拡大を進めた。1987年夏場以降は、5月末に決定された総額6兆円超の緊急経済対策等による積極的な財政政策の効果に加え、輸出関連の製造業を中心とする在庫・設備ストック調整の完了に伴い、製造業でも生産が増加に転じ、設備投資も合理化、新製品開発・新規分野進出に向けて急速な盛り上がりを見せるようになり、景気は「力強い拡大過程」に入り、雇用情勢も改善傾向を辿った（図表1(1)-VIおよび図表2(4)-VI）。物価は安定圏内にあったが、需給ひっ迫に伴い、1987年夏場から秋口にかけて、建設資材を中心に商

174 前掲『調査月報』1987年12月、24頁、27頁。

175 前掲『調査月報』1987年12月、13頁、31～33頁、「国別動向」『調査月報』1987年6月、53頁、「国別動向」『調査月報』1987年9月、53頁、および「月例経済概観・海外」『調査月報』1987年10月、36頁。

176 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1987年4月16日）、No. 51432、6頁。

品市況が高騰したほか、卸売物価も前月比で見ると上昇し、8月短観では、製品需給のひっ迫を背景に、先行き価格の上昇を見込む企業が急増した。この間、都市圏を中心に地価の高騰が続いていたほか、株式市場も活況を呈していた（図表6（1）および（2）-VI）。また、マネーサプライは、1987年入り後、期を追って伸び率を高め（ $M_2 + CD$ 前年比、1986年12月+8.2%→1987年9月+11.1%）、その裏側では、金融機関の融資姿勢が前傾化し、財テクやオフィスビル、アパート建設のための資金や、窓口指導の対象外となっていたインパクト・ローンを中心に、銀行貸出が2桁台の増加率をさらに高めていた（図表5（1）および（2）-VI）。一方、対外収支面では、数量ベースでみた貿易黒字は着実に縮小しつつあったが、ドルベースの貿易・経常黒字の縮小は小幅なものにとどまった。為替相場は、1ドル150円から140円前後で比較的安定していたが、日米の貿易不均衡の是正の遅れなどを材料に円高に振れる局面もみられた（図表3（1）および（2）-VI）¹⁷⁷。

こうした状況下、日本銀行は、1987年5月頃まで、「主要国による協調体制を強化することにより、為替相場の安定を実現」することを最優先¹⁷⁸しており、5月には金融緩和の浸透を目指して短期市場金利の低め誘導を実施した（図表4-VI）。米国議会等における保護主義的な動きが高まる中で4月30日から5月1日にかけて行われた日米首脳会談後の共同声明では、ルーブル合意後の政策協調に関する両国の取組みについての記述の一環として「日本銀行による短期金利低下のためのオペレーション」への言及がなされた¹⁷⁹。

一方で日本銀行は、マネーサプライの伸びの高まりや金融機関の融資姿勢の前傾化、株価や地価の高騰といった金融面の動向に警戒感を強めていた。そして、こうした動きの背景として「長期に亘る金融緩和の持続と大幅な金利低下が影響を及ぼしていることは否定できない」との判断に立って、これらが金融機関を含む企業の経営および先行きの物価情勢に与える影響について「細心の注意を払って見守っていく必要がある」と考えていた¹⁸⁰。このため、前述のように1987年4～6月以降は、窓口指導に際して、金融機関に「節度ある融資態度」の維持を要請する（モラル・スウェージョン）こととあわせ、窓口指導の対象外としていたインパクト・ローンについても、円貸出の伸びと極力整合性のとれたものとするよう要請を行うこととした¹⁸¹。さらに、マネーサプライの伸び率の高まり、夏場における商品市況や卸売物価の上昇等を受けて、「物価情勢の先行きについては十分な注意が必要な段階になってきた」として、「より物価面への配慮に重点を置いた慎重なスタンス

177 前掲『調査月報』1988年5月、1～5頁、18～20頁、および営業局長私信「金融機関の7～9月貸出計画について」1987年6月25日、No. 10607、別添1～9頁。

178 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1987年5月21日）、No. 51432、3頁。

179 同上、6頁。

180 「支店長会議における総裁開会挨拶」1987年4月21日、No. 9273、7頁。

181 前掲営業局長私信、1987年3月27日、No. 10607、2頁。

を取っていくことが必要」との認識を持つに至った¹⁸²。このため、9月末に向けて季節的な金利上昇を容認するとの調節スタンスで臨んだ¹⁸³ほか、1987年10～12月の窓口指導に当たっては、都・長信、信託について「7～9月期よりもさらに切り込んだ増加額前年比ゼロ近傍」での計画策定を要請するなど、「一段と抑制色を滲ませた」スタンスで臨んだ¹⁸⁴。

ハ. ブラックマンデーの発生および収束（1987年10月頃～1988年春）

1987年10月19日、ニューヨーク市場で株式相場が暴落し、S&P500指数の終値は前日比-20%の下落となった。株式相場の暴落は、翌日の東京、ロンドン、パリ、フランクフルト等に波及した（図表6(1)-VI）。この間、為替相場では、ドルが主要通貨に対して全面安の展開となった（図表3(1)-VIおよび図表10(2)-VI）。株価暴落の背景としては、米国の財政および貿易における「双子の赤字」がなかなか改善されない中で、米国経済の先行きに対する不透明感が市場で強まっていたこと、米国のベーカー財務長官が西ドイツの利上げを批判したとの報道がなされるなど、ルール合意以降の主要国の協調体制に対する市場の信認が一時的にせよ揺らいだこと、相場下落時のリスク圧縮を目的としたプログラム売買¹⁸⁵が下落幅を増幅したこと等が指摘されている¹⁸⁶。

ブラックマンデーの発生に対して、主要国の中央銀行は、危機対応として市場に流動性を供給するとともに、国際協調体制の維持を表明した。FRBは、「信用秩序維持のため流動性供給の用意がある」旨の声明を発表し、公開市場操作を通じて流動性を供給するとともに、市場で優良担保として扱われていた政府証券を民間金融機関に貸し出す際の基準を緩和するなどの措置を講じ、このためFF金利は2週間で1%程度低下した（図表8(1)-VI）¹⁸⁷。西ドイツのブンデスバンクは、買オペ金利、ロンバート金利の引下げに続き、12月初には公定歩合の引下げを実施した（図表10(1)-VI）¹⁸⁸。日本銀行は、1987年10月20日に『「ルール合意」に基づく協

182 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1987年9月10日）、No. 51432、6頁。

183 「日銀の金融調節に援軍——資金の大幅不足できつめへ比重移す、『物価重視』を鮮明に」『日本経済新聞』1987年9月20日、18頁。

184 営業局長私信「都・長信、信託の10～12月貸出計画について」1987年9月24日、No. 10607、1～4頁。

185 プログラム売買とは、株価の動向に応じて自動的に売買を判断するように予めプログラムを組み、これによって株式の売買を行うことを指す。ブラックマンデー時には、現物株式の価格が下落した場合に株価下落のリスクを回避するため株価指数先物を売却するといったプログラム売買が実行され、これによって先物価格が下落したことで現物株式の価格がさらに下落することとなり、株価下落が増幅されたとされる。

186 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1987年11月19日）、No. 51432、2頁。他に、前掲『調査月報』1988年5月、38～39頁も参照。

187 前掲懇談会における総裁挨拶（1987年11月19日）、No. 51432、3頁。他に、国際決済銀行[1988]174～175頁も参照。

188 「国別動向」『調査月報』1987年12月、85～86頁。

調体制を堅持していく」との総裁談話を発表した¹⁸⁹。また、「基本的には引続き物価面への配慮に重点を置いた慎重なスタンスを維持」しつつも、「不安定な内外市場の動向にも十分注意を払い、必要に応じ短期金融市場の運営などの点で弾力的に対応していく」との姿勢で臨み、円滑な流動性供給を図った¹⁹⁰。

米独蔵相はブラックマンデー直後に会談を行い、国際協調体制の維持を表明した。また、先進10ヶ国(G10)の中央銀行総裁は、1987年11月9日のBIS月例総裁会議の後、G10議長声明を発表し、対外不均衡是正、為替相場安定、インフレなき成長の維持に向けた財政面の対応の重要性を強調するとともに、中央銀行として金融政策面でこれを支援する用意があることを表明した。11月20日には、米国政府・議会が財政赤字削減で合意し、さらに、12月23日にはG7の蔵相と中央銀行総裁が為替相場の安定を図る旨の共同声明を発表した¹⁹¹。

為替相場は、ブラックマンデー前の1ドル140円台から1987年末までに120円台になるなどドル安が進行したが、1988年に入ると、米国の貿易収支が改善に向かいつつあることが確認されたこと等からこうした傾向に歯止めがかかり(図表3(1)および(2)-VI)、各国の株式市場も落ち着きを取り戻した(図表6(1)-VI)。このため、1988年1月の段階で、世界全体として「株価急落が信用不安といった問題に波及することは防止し得てきており、また実体経済への影響もこれまでのところごく軽微なものにとどまっている」と判断された¹⁹²。

この間、日本経済は、景気面では、世界的な株価下落や円高の進行にもかかわらず、家計支出や非製造業の設備投資の堅調持続に加え、製造業でも生産増加や収益好転を背景に設備投資意欲の回復がみられるなど、「内需を中心とした自律的かつかなり腰の強い拡大局面」を迎えていた(図表1(1)-VI)。一方、物価面では、円高進行とそのもとでの安値輸入品の増加、原油価格の下落等から、「卸売物価上昇の勢いは一頃に比べかなり弱ま」¹⁹³り、当面「物価の安定基調が続く」¹⁹⁴と判断された(図表2(1)および(2)-VI)。また、金融面の動向について、日本銀行では、マネーサプライの伸びの高まりについて引続き警戒していた¹⁹⁵が、その背景となっている金融機関貸出の内容については、株式相場の下落等に伴い財テク関連や不動産関連といった投機的色彩の強い融資案件が減少している一方で、地方への景気拡大波及に伴う中堅・中小企業向けの設備投資・増加運転資金など、実需に基づくものが増加しつつあり、その意味で、株式相場の下落は金融面の不均衡を緩和する方

189 「経済要録」『調査月報』1987年11月、47頁。

190 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶(1987年12月17日)、No. 51432、6頁。他に、「支店長会議における総裁開会挨拶」1988年1月25日、No. 9274、4頁も参照。

191 『昭和財政史』第7巻、386～387頁、および前掲『調査月報』1987年11月、47頁。

192 前掲総裁挨拶、1988年1月25日、No. 9274、4頁、7頁。

193 前掲懇談会における総裁挨拶(1987年12月17日)、No. 51432、5頁。

194 前掲総裁挨拶、1988年1月25日、No. 9274、6頁。

195 前掲懇談会における総裁挨拶(1987年12月17日)、No. 51432、5頁。

向で作用したとの見方をしていた（図表5（1）および（2）-VI）¹⁹⁶。

（2） 景気拡大下の物価の安定、低金利の維持（1988年春～1989年春）

イ. 海外主要国の経済情勢（1988年春～1989年春）

ブラックマンデー後の金融・為替市場では、危機防止に向けての各国政策当局の迅速な対応によって混乱の拡大が防止されたため、市場の動揺に伴う実体経済へのデフレ・インパクトは「各国とも比較的軽微なもの」とどまり、1988年の主要国の景気は力強いテンポで拡大した¹⁹⁷。

米国では、ブラックマンデー後にドル安がそれまで以上に進む中で、企業の競争力の回復から輸出の拡大傾向が続き、これに対応するかたちで設備投資が本格的に立ち上がったほか、失業率が1988年央には1974年以来となる5%台前半の水準へ低下するなど雇用環境が改善する中で、家計所得の増加を背景に消費も堅調に推移したことから、前年比+4%程度の成長となった¹⁹⁸。一方、物価面では、ブラックマンデー以降のさらなるドル安の進行、景気回復に伴う国内の製品・労働需給の引き締め傾向の強まり、中西部での干ばつの影響に伴う国内商品市況の上昇などから、春先から夏場にかけてインフレ懸念が強まった（図表7（1）、（2）および（3）-VI）。さらに、1988年11月のOPEC総会でイラクの生産協定復帰に伴う生産調整合意を受けて減産が決定されたことから、1988年末以降、原油価格は持ち直した（図表2（3）-VI）¹⁹⁹。この間、貿易赤字は、輸出増加を受けて数量ベースだけでなくドル・ベースでも縮小したが、1988年後半以降は景気拡大持続に伴う輸入増から改善テンポが鈍化した²⁰⁰。こうした状況下、FRBは、製品・労働需給のタイト化に伴うインフレを懸念し、1988年春以降金融緩和スタンスを次第に引締め方向へと転換し、1988年8月、1989年2月の2度にわたり公定歩合を引き上げた（図表8（1）-VI）²⁰¹。

欧州では、1992年末を目標期限としたEC市場統合をにらんだ域内外からの直接

196 営業局長私信「都・長信、信託の1～3月貸出計画について」1987年12月24日、No. 10607、別添1頁、および同「地・相銀の10～12月貸出実績と1～3月貸出計画について」1988年1月11日、No. 10608、2頁。

197 「世界経済の回顧と展望」『調査月報』1988年12月、3頁、および「支店長会議における総裁開会挨拶」1988年4月5日、No. 9274、1頁。

198 前掲『調査月報』1988年12月、3頁。

199 前掲『調査月報』1988年12月、9～10頁。

200 前掲『調査月報』1988年12月、12～13頁。

201 前掲『調査月報』1988年12月、10頁、地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1988年9月14日）、No. 51471、1～2頁、「世界経済の回顧と展望」『調査月報』1989年12月、13頁、および地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1989年3月16日）、No. 51439、2頁。

投資の増加を背景に、全体として設備投資が活発化していた²⁰²。こうした状況下、西ドイツでは、1988年初に実施された所得税減税の効果もあって消費が堅調に推移したほか、春先以降、マルク安が進行する中で、輸出が持ち直しに転じたため、これに対応するかたちで設備投資が盛り上がり、1988年後半にかけて成長が力強さを増した(図表9(1)-VI)²⁰³。 Bundesbankは、景気拡大のもとで、米国の経常収支改善等を背景とするマルク安の進行もあり、物価上昇圧力が強まりつつあるとの判断に立って、1988年7月、8月および1989年1月に公定歩合を引き上げた(図表10(1)-VI)²⁰⁴。

ロ. 景気の順調な拡大と物価安定の並存(1988年春～1989年春)

日本では、ブラックマンデーへの対応が一段落した1988年春頃には、景気は、家計支出の好調持続に加え、設備投資も製造業、非製造業ともに拡大傾向を強め、こうした内需の自律的拡大を軸に「景気は一段と力強い上昇軌道」に乗ったと判断された(図表1(1)および(3)-VI)。日本銀行では、景気拡大テンポは事前の「予想を上回るもの」とみていた²⁰⁵。対外不均衡の是正に関しても、内需主導型の景気拡大が進む中で、数量ベースだけでなくドル・ベースでも黒字の縮小傾向が次第に明確化しつつあった(図表3(2)-VI)。一方、物価面では、卸売物価が前年比マイナス、消費者物価が前年比+1%以下でそれぞれ推移(図表2(1)および(2)-VI)した。円高による物価安定効果や原油価格の落ち着き(図表2(3)-VI)のほか、それまでの設備投資が生産性向上や生産能力拡大に結び付きつつあるとして、日本銀行は、当面は「物価の安定が損なわれることはない」²⁰⁶ものと判断していた。このため、1988年中の日本銀行は、日本経済の状況について、「物価安定の下での内需拡大とこれを通ずる対外不均衡の是正という好ましいバランスを達成しており、主要国との比較でも、際立って良好なパフォーマンスを示している」²⁰⁷と認識していた。

この間、金融面では、マネーサプライは1987年末から1988年初にかけて前年比+12%に達した後、1988年中は緩やかに低下傾向を辿り、1988年末には前年比+10%程度となった。金融機関貸出も、2桁の伸びが続いていたが、ブラックマンデー後、財テク関連や土地投機に絡む案件がひとまず減少したことや、良好な起

202 こうした背景には、1987年7月の「単一欧州議定書」発効を契機に域内の市場統合に向けた動きが進展したことが挙げられる。「1992年EC域内市場統合を巡る動きについて」『調査月報』1989年1月、24～25頁、35頁。

203 前掲『調査月報』1988年12月、4頁。

204 前掲懇談会における総裁挨拶(1988年9月14日)、No.51471、2頁、および地方銀行招待懇談会における総裁挨拶(1989年2月16日)、No.51439、4頁。

205 前掲総裁挨拶、1988年4月5日、No.9274、4頁。

206 同上、5頁。

207 同上、7頁。他に、「支店長会議における総裁開会挨拶」1988年7月18日、No.9274、7頁、および「今回設備投資拡大局面の特徴と持続性」『調査月報』1988年9月、31頁も参照。

債環境のもとで大企業が直接金融による資金調達にシフトしていったこと等から、全体としてみれば1988年を通じて伸び率は低下した(図表5(1)および(2)-VI)。その一方で、中堅・中小企業向け貸出は、内需主導の景気拡大に伴い、非製造業の配送センター拡充、小売筋の新規出店、オフィスビル建設やリゾート開発等に加え、製造業でも電機、精密機械、自動車下請け等の内需好調業種を中心とする設備投資資金が盛り上がりを示していたほか、個人向け貸出もアパート建設向けローンや使途自由型ローンが拡大していた²⁰⁸。地域的にも、地方への景気拡大波及に伴い、1987年末にかけて都市部から地方へと貸出の裾野が拡大し、1988年夏場以降は、地域銀行(地・相銀[地方銀行・相互銀行])の貸出の前年比伸び率が大手行(都・長信、信託)のそれを上回るようになった²⁰⁹。日本銀行では、マネーサプライや貸出の伸びが引続き高水準であることや、企業金融が緩和した状態にあることについては警戒感を持っていたものの、資金需要の内容については、土地関連・財テク関連が後退し、景気回復に伴ういわゆる実体を伴うものが次第に増えてきていると認識していた²¹⁰。

こうした中で、日本銀行は、市場調節や窓口指導の面で、やや引締め気味の運営を行ったが、本格的な引締めに踏み出すまでには至らなかった。1988年夏場には、短期金融市場において、景気拡大に伴う資金需要の増加に加え、海外金利の上昇もあり、ユーロ円金利や、CD、現先等のオープン市場の金利が上昇し、インターバンク市場の手形金利との格差が拡大した(図表4-VI)。日本銀行では、「市場環境の変化を背景とする手形レートの上昇は、市場実勢に即した自然な動きと判断」し、ある程度はこれを「容認」したが、「市場全体に行過ぎた金利先高感が生ずることは好ましいことではな」として、市場調節面で、手形オペやCDオペ、現先オペを実施し、「弾力的な調節」を行うことで、事実上、金利の急激な上昇を抑制する金融調節を行った²¹¹。

窓口指導面では、引続き金融機関に対して「節度ある融資姿勢の堅持」を要請する中で、1988年10~12月期には、「7~9月期と同様ないしは心持ちさらに強目のニュアンスで『節度ある融資要請』を継続していく」とのスタンスで臨んだ²¹²。もっとも、金融政策を引締め方向に転換することなく「現行の貸出指導方針の下で

.....
208 営業局長私信「都・長信、信託の7~9月貸出計画について」1988年6月27日、No. 10608、別添3~7頁、および同「都・長信、信託の10~12月貸出計画について」1988年9月26日、No. 10608、別添6~7頁。

209 営業局長私信「地・相銀の昨年10~12月貸出実績と本年1~3月貸出計画について」1989年1月10日、No. 10610、5頁。

210 前掲懇談会における総裁挨拶(1988年9月14日)、No. 51471、6頁、前掲営業局長私信、1988年9月26日、別添8頁、および同「都・長信、信託の1~3月貸出計画について」1988年12月26日、No. 10608、1~2頁。

211 前掲懇談会における総裁挨拶(1988年9月14日)、No. 51471、6~7頁。

212 前掲営業局長私信、1988年9月26日、No. 10608、2頁。

これ以上の切り込みを図っていく」ことには「自ら限度」があると認識していた²¹³。

前述のとおり、景気回復が1987年春以降次第に明確化し、マネーサプライの高い伸びや資産価格の上昇が顕著となる中で、日本銀行は金融政策運営に当たって次第に警戒的な見方をとるようになった。この点、ブラックマンデーを経た1988年中についても、金融機関に対して窓口指導で「引続き抑制的な貸出運営を求めていく必要がある」として、金融緩和の行き過ぎに対して警戒感を持っていた²¹⁴。もっとも、上記のような情勢判断や金融調節に現われた金融政策スタンスをみると、ブラックマンデー後は金融引締め必要性が若干薄らいだと判断していた面もあったように窺われ、本格的な引締めに移行することなく、「当面これまでの基本スタンスを維持する方針」で臨んでいたように窺われる^{215, 216}。

オープン市場とインターバンク市場の金利差拡大は、より金利の高いオープン市場への資金シフトをもたらし、日本銀行が金融調節の場としていた手形市場の残高は減少していった。これをひとつのきっかけとして、日本銀行では、円滑な金融調節の実施に向けて、1988年11月に短期金融市場運営の見直しを行った²¹⁷（短期金融市場運営の見直しについては補論3を参照）。

ハ. 経済構造変化に対する日本銀行の認識

プラザ合意前の時点で、日本銀行は、わが国にとって当面最大の課題は、「安定的な成長を維持しつつ対外不均衡の是正に努め、もって保護主義の高まりを回避し、わが国自身が最も恩恵を受けている自由貿易体制の崩壊を防ぐことにある」と考えていた²¹⁸。また、日本経済が「2度にわたる石油危機に対応する過程で、輸出競争力を著しく強化すると同時に省資源型の経済構造へと転換したため、輸出は増え易い一方輸入は増えにくい体質となった」と認識していた²¹⁹。そして、「対外不均衡を是正し、バランスのとれた安定成長を実現するためのマクロ的な経路としては、円高にまつ以外に王道はない」と考えていた。その際、為替相場の円高化は、「短期的に輸出抑制、輸入促進効果」や輸入品価格の下落（交易条件の改善）を通

213 営業局長私信「地・相銀の7～9月貸出実績と10～12月貸出計画について」1988年10月11日、No. 10608、6頁。

214 前掲営業局長私信、1988年6月27日、No. 10608、2頁。

215 「支店長会議における総裁開会挨拶」1988年10月25日、No. 9274、9頁。

216 この点について、翁・白川・白塚〔2001〕57～58頁では、1987年4～6月期以降の窓口指導について、「公定歩合が変更されない状況のもとでは、踏み込んだ貸出抑制指導は行い得ないし、また仮に行ったとしても効果は期待できない。ただその一方で、踏み込んだ貸出抑制指導を行わなければ、金融機関の積極的な貸出姿勢に対し日本銀行が何の懸念も有していないと受け取られる可能性もあった」としたうえで、「このような状況のもとで、窓口指導は徐々に抑制色を強めながらも、公定歩合が引き上げられるまでは中途半端な状態が続いた」としている。

217 「小畑義治（日本銀行営業局総務課長）インタビュー：市場メカニズムを活用した金融調節力の整備・拡充を図る」『金融財政事情』1988年11月21日、18～19頁。

218 前掲『調査月報』1985年5月、24頁。

219 前掲『調査月報』1985年5月、2頁。

じた「個人消費刺激効果」を持つだけでなく、外需に対する内需の相対的な収益性を高めることにより、「投資を国内分野向けに吸引する効果」を持ち、「中長期的により内外バランスのとれた成長パターンに近づく」と考えていた²²⁰。

ブラザ合意後も、「対外不均衡の是正は、わが国経済が世界経済全体の中で調和のとれた姿で発展していくためには是非達成しなければならない課題」であり、「円高を後盾としつつ産業構造の改善を着実に進め」、時間をかけて「高度技術集約型や内需指向型の産業へのシフト、海外への直接投資の促進あるいは製品輸入の拡大を通じた水平分業」を実現していく必要があると考えていた^{221, 222}。

1988年において日本銀行は、上記のような長年の懸案が解消されつつあると考えていた。すなわち、目先について、「これまでの大幅円高を反映した輸入圧力の増大が今後ともある程度持続的な物価安定要因として作用」²²³するいわゆる「輸入の安全弁」²²⁴効果が働くもとで、「円高に伴い交易条件の改善と物価安定が併存し、それが企業・家計の実質所得の増加を通じて、内需拡大に結びつき、同時に対外収支調整に資」するという「円高のメリット面が顕現化」しているとみていた。さらに、中長期的な観点からみると、「そうした基礎のうえに、製品輸入の拡大や輸出から内需への転換といった経済構造調整が進展し、それが国内市場での競争促進を通じて、対外不均衡是正のみならず、物価安定にも寄与」するとみていた。この結果、「景気、物価、対外収支調整は、円高メリットを端緒として相互補完的な好循環を形成」していると考えていた²²⁵。

こうした中で、「海外生産の拡大、国内生産における輸入中間財の投入増加、流通業界における最終財輸入の活発化」が構造的な貿易黒字の縮小につながるとともに、国内産業構造面でも、「内需向け生産・販売への資本・労働のシフトがみられ、それが内需拡大を供給面から支えるとともに、企業収益・雇用面での改善を通じ、需要につながるといふ好循環が形成されつつある」とみていた²²⁶。

とくに、設備投資については、新規需要開拓、供給能力拡大、生産性向上の各面から、物価安定下の高成長を支える要として位置付けつつ、その持続性に自信を深めていた。具体的には、製造業における新製品開発、合理化、新規部門での能力増強、内需掘り起こしのための拡販等の投資が「年後半にかけ徐々に能力化」し、「こうした供給能力の拡大は、物価安定の基盤を強化し、息の長い成長を実現するうえ

.....
220 前掲『調査月報』1985年5月、25頁。

221 「最近のわが国経済とマクロ経済政策の課題」『調査月報』1986年3月、17頁。

222 この点に関連して、翁・白川・白塚〔2001〕54頁では、金融政策が内需拡大による経常黒字縮小という経済政策運営の理念の影響を受けていたとしている。

223 「情勢判断資料（63年春）—わが国金融経済の分析と展望」『調査月報』1988年4月、2頁。

224 前掲『調査月報』1988年4月、11頁、および「マクロ需給ギャップの計測について—『輸入の安全弁』を考慮した生産関数アプローチ」『調査月報』1989年2月、31頁。

225 「情勢判断資料（63年夏）—わが国金融経済の分析と展望」『調査月報』1988年7月、6頁。

226 「日本、米国の対外収支調整過程について」『調査月報』1988年3月、1頁。

で不可欠のもの²²⁷としていた。また、非製造業でも「旺盛な企業のOA需要や消費の堅調を背景に、リース、流通業界を中心に活発な設備投資」が続き、「今後についても、内需拡大のもとで収益が高水準を続けるとみられることや、リゾート開発、都市再開発等の新規事業の展開もあり、引続き高めの伸びを続ける」²²⁸と考えていた。

資料の制約はあるが、以上のように、物価安定下の高成長が続く中で、当時の日本銀行は、日本経済の潜在成長率が上昇したと判断していたように窺われる。こうした日本経済に対する強気な見方は、日本銀行だけでなく、社会に広く共有されていた。例えば、1989年8月に経済企画庁が公表した『年次経済報告』では、「産業、生活の高度化」、「グローバル化」、「ストック化」が進展する中で「日本経済は新しい段階に入った」とする「ニュー・エコノミー」論を展開しつつ、「生活面においては多様化、高級化の動きがみられ、産業面においては情報化、ハイテク化、あるいは高付加価値化が進展しており、それが力強い内需拡大の背景」と述べており、生産性が上昇しているとみる強気の期待は広く共有されていた²²⁹。

二. 海外主要国とわが国との情勢の違い

米国のFRBや西ドイツのブンデスバンク等、他の主要国の中央銀行が1988年中に利上げに転じる中であって、日本銀行は1989年5月まで公定歩合を2.5%に据え置いた。こうした対応の違いについて、日本銀行は、「海外主要国における最近の利上げ措置は、いずれも景気拡大のもとでのインフレ懸念への対応という点で共通する性格を有する」²³⁰としつつ、西ドイツと英国を引合いに出して、日本は、「相対的に大幅な自国通貨の下落に直面し、国内物価面でも問題含みの状況にある西独や英国とは、いささか事情を異にしている」として、これらの諸国とは経済環境が異なる点を指摘している²³¹。さらに、その背景として、それまでの円高を背景とする輸入の安全弁効果に加え、「わが国経済の良好なファンダメンタルズ」や「生産性向上」といった実体経済面の強さを指摘している²³²。

この時期、国際的な政策協調の観点からみて、「繁栄期の英国や米国と同じように日本が世界経済のけん引力になるには、日本ができる限り長く低金利、金融緩和

227 前掲『調査月報』1988年7月、9頁。

228 前掲『調査月報』1988年7月、11頁。

229 経済企画庁[1989]2頁。なお、この点について『昭和財政史』第6巻、55頁では、人々の極端な楽観主義に支えられた資産価格の急騰を抑制すべきとの批判も「後知恵としてはいえるが、その当時の経験や知識では、そのような判断を下すことは不可能であっただろう」と述べているほか、石井[2011]137頁も、当時の景気拡大過程で生じた株価、地価の急騰について「後に『バブル』と認識されるが、1989年に至るまでそうした認識は一般的ではなかった」としている。

230 前掲懇談会における総裁挨拶（1988年9月14日）、No. 51471、2頁。

231 地方銀行招待懇談会における総裁挨拶（1988年7月14日）、No. 51471、6頁。

232 同上、6頁。

基調を持続させることが重要²³³とする「日本アンカー論」が議論された。これに対して日本銀行は、長い目でみた物価安定のためには金融政策の機動性を確保することが重要であり、「わが国の金融政策運営についても、先行き例えば為替や物価情勢が変化するなど、政策運営の基本スタンスの変更が必要と判断されるような状況になれば、適時適切な措置を躊躇なく講じていくことは当然」としていた²³⁴。そして、「各国それぞれが大幅な利上げを必要としないよう、インフレを未然に防ぐ努力が必要であり、また、そうした努力こそが真の意味で政策協調の精神に沿うもの」²³⁵であるとして、「動かざるをもって貴しとするいわゆる『日本アンカー論』は、そうした意味で明らかに近視眼的な捉え方」としてこれを退けていた²³⁶。

8. 金融引締めとその継続（1989年春～1991年夏、時期Ⅶ）

- ・ 1980年代後半を通じ金融緩和が続く中、わが国の景気は、国内民需の好調を背景に拡大を続け、そのもとで経常収支不均衡の是正が着実に進行した。マクロ的な対外収支不均衡が改善傾向を辿る中で、日米間の経済摩擦の焦点は個別分野の貿易障壁や市場の閉鎖性等の構造問題に移っていった。経常収支不均衡の改善に加え、米国の金融引締めが日本より先行したこともあり、それまで円高基調を辿っていた為替相場は1989年から1990年前半にかけて円安に転じた。
- ・ 足許の物価上昇が加速していたわけではなかったものの、日本銀行は、国内的には労働需給のひっ迫を受けた労働コストの上昇、対外的には円安の進行等、物価上昇圧力が高まってきているとみていた。また、資産価格の上昇がインフレ心理の高まりにつながりかねないと考えていた。日本銀行は、こうしたインフレ心理の高まりを未然に防止するとして、1989年5月から1990年8月にかけて公定歩合を5回にわたり引き上げ、金融引締めへ転換した。
- ・ 一連の利上げにもかかわらず、景気の腰は強かったほか、地価上昇も持続した。このため、日本銀行は、引続き資産価格の上昇に対する慎重な配慮が必

233 「低金利＝債権大国の役割、日銀内部で高まる——成長、資金還流を持続」『日本経済新聞』1988年8月28日、3頁。なお、同記事の中では、日銀内でこうした考え方が強まってきたとしているが、これを裏付ける一次資料は管見の限り見つからない。他に、「日本アンカー論」については、田中〔1989〕207～208頁、および「日銀アンカー論は崩れるか」『週刊東洋経済』1989年3月18日、26～34頁も参照。

234 前掲懇談会における総裁挨拶（1988年9月14日）、No. 51471、8頁。

235 同上、7頁。

236 前掲総裁挨拶、1988年10月25日、No. 9274、10頁。

要であると考えていた。

- ・1990年11月以降、これまでの利上げ効果の浸透や金融機関の融資姿勢慎重化を背景にマネーサプライの伸びが急低下したほか、1991年夏以降、景気減速が徐々に明確になった。しかしながら、日本銀行は、引続き製品・労働需給面からみた物価上昇圧力は根強いとして、インフレ再燃のリスクを重視して1991年6月まで金融引締めスタンスを維持した。その後、物価上昇圧力が緩和されたとの判断に立ち、1991年7月に公定歩合の引下げを実施して、金融緩和に転換した。
- ・日本銀行は、金融自由化が進展するにつれ、各行の横並びを意識しつつ日本銀行が民間金融機関の貸出枠を事前に調整するという窓口指導のあり方が、時代に合わなくなってきているとの認識を強めつつあった。もっとも、1989年から1991年前半にかけては、金融引締めの効果を高めるため、金融機関に対し貸出増加額を前年比マイナスとするよう求めるなど、窓口指導を強化した。その後、窓口指導を行わなくても各行の貸出の伸びが抑制されたものとなるとの見極めがついたとして、1991年7月から窓口指導を廃止した。

(1) 引締めへの転換（1989年春～1990年夏）

イ. 海外主要国の経済情勢（1989年春～1990年夏）

米国では、輸出が主要貿易相手国である日欧の景気拡大を背景として増加傾向を継続した一方、1989年入り後、FRBの金融引締めの効果が浸透するに伴い、家計部門の需要を中心に内需がスローダウンしたため、景気は全体として減速した²³⁷。もっとも、1988年秋から1990年前半にかけて失業率が5%台前半で推移するなど労働需給のひっ迫が続く中で賃金上昇率が高まってきたことに加え、1988年秋をボトムに反騰に転じた原油価格が、世界的な景気拡大に伴う需要増等を背景として1990年初にかけて強含みで推移していたこともあって、物価上昇圧力が高い状態が続いていた（図表7(1)、(2)および(3)-VII)²³⁸。このためFRBは、1988年8月、1989年2月に公定歩合を引き上げた（7.0%）後、同年春先以降はFF金利の誘導水準を徐々に引き下げたが、公定歩合は1990年12月まで据え置いた（図表8(1)-VII）。

この間、日米間の経済摩擦はミクロ面では根強く、1988年8月に成立した包括通商・競争力法において、1989年と1990年の時限措置として、通商代表部（Office of the United States Trade Representative: USTR）が不公正貿易国を特定し、定められ

237 前掲『調査月報』1989年12月、4～5頁。

238 国際決済銀行〔1990〕41～52頁。

た期限までに当該国の貿易障壁に改善がみられないと認められた場合に制裁措置を発動することを定めたいわゆる「スーパー 301 条」と呼ばれる条項が盛り込まれ²³⁹、1989 年 5 月には、日本はスーパー 301 条に基づく不公正貿易国として特定された²⁴⁰。しかし、米国の貿易・経常収支赤字は、1987 年秋以降、振れを伴いつつも縮小傾向を辿っていた（図表 8 (2)-VI および VII）。1989 年頃になると、マクロ的な対外収支不均衡が改善傾向を辿る中で、日米間の経済摩擦の焦点は、半導体など個別分野の貿易障壁や、土地政策、流通市場の閉鎖性といった構造的な問題が中心となっていった²⁴¹。

西ドイツでは、1992 年末の EC 市場統合に向けた動きが継続したことに加え、1989 年春以降の東欧民主化の進展および東西ドイツ統一に向けた動きの具体化を受けて、欧州域内向け輸出ならびに設備投資が拡大し、さらに、1990 年初に実施された所得税減税の効果等から消費も増加したため、高めの成長が続いた²⁴²。1988 年後半から低下しはじめた失業率は、1989 年から 1990 年を通じて低下を続けた。こうした製品、労働需給のひっ迫を受けて、1989 年中の消費者物価が前年比 +3% 前後で推移するなど、物価上昇圧力の強い状況が続いた（図表 9 (1)、(2) および (3)-VII）。さらに、1990 年 7 月の東西ドイツ通貨統合に際して、旧東ドイツの通貨を実勢比割高な比率で統合したことから、インフレ圧力が一段と強まる懸念が台頭した²⁴³。このため、ブンデスバンクは、1988 年夏場の 2 回の公定歩合引上げに続いて、1989 年も 1 月、4 月、6 月、10 月と 4 回にわたり公定歩合を引き上げて 6% とし、1990 年中はこの水準を維持した（図表 10 (1)-VI および VII）²⁴⁴。

この間、為替相場については、米国の貿易・経常収支赤字が振れを伴いながらも縮小傾向を辿る中で、米国の金融引締めが日本に先行して行われたことに加え、1989 年 6 月の天安門事件が日本に対する地政学的リスクの高まりと受け止められたこと等から、1988 年末から 1990 年春にかけてドル高円安が進行した（図表 3 (1)-VII）。他方、ドルとマルクの関係においては、西ドイツの景気拡大が続き、西ドイツが米国を上回るペースで金融引締めを実施したことから、1989 年夏場以降、マルクがドルに対して上昇し、こうした傾向は 1991 年初まで続いた（図表 10 (2)-VII）²⁴⁵。

.....
239 宮里 [1989] 110~125 頁。

240 三橋・内田 [1994] 234~235 頁。

241 『昭和財政史』第 7 巻、392 頁。

242 前掲『調査月報』1989 年 12 月、5~6 頁、および「世界経済の回顧と展望」『調査月報』1990 年 12 月、4~6 頁。

243 前掲『調査月報』1989 年 12 月、10 頁、および前掲『調査月報』1990 年 12 月、19~20 頁。

244 前掲『調査月報』1989 年 12 月、14 頁。

245 国際決済銀行 [1990] 217~225 頁。

ロ. 国内の経済情勢（1989年春～1989年末）

わが国の景気は、米国景気の減速や海外現地生産の立ち上がり等に伴い、外需がマイナスに寄与したが、設備投資が力強い拡大を示したほか、足許の物価安定と良好な雇用・所得環境を背景に消費も堅調を維持し、内需を中心に全体として拡大を持続した（図表1（1）-Ⅶ）。このうち設備投資の拡大の背景について、日本銀行は、高水準の設備稼働率や好調な企業収益に加え、企業が中長期的な観点から研究開発や新規事業展開等の面で積極的な対応を図ったことがあるとみていた。また、対外収支は、日本の内需が堅調を持続する一方で海外景気が減速するという循環的要因に加え、輸入面における国内品から輸入品への需要シフトの進展、輸出面における海外現地生産の輸出品代替といった構造変化もあり、経常収支不均衡の是正が着実に進行した（図表3（2）-Ⅶ）²⁴⁶。

物価面では、足許の卸売物価、消費者物価は全体として安定圏内にあったものの、日本銀行は、1988年末以降の円安進行、原油価格の反転上昇（図表3（1）、図表2（3）-ⅥおよびⅦ）に加え、国内労働需給のひっ迫を受けて労働コストが緩やかながら上昇傾向に転じる中で、サービス価格が上昇傾向をやや強めるなど、1989年春頃から物価上昇圧力がさらに高まってきていると判断していた（図表2（1）、（2）および（4）-Ⅶ）²⁴⁷。

金融面では、株価が1989年末にかけて急騰したほか、景気拡大と地価上昇が地方に波及する（図表6（1）、（2）-Ⅶ）中、リゾート開発や都市再開発、工場団地進出等向けの案件を中心に、銀行貸出は1990年夏場にかけて前年比2桁の増加を続け、マネーサプライも前年比+10%前後の高めの伸びを続けた（図表5（1）および（2）-Ⅶ）²⁴⁸。とくに、1989年夏場以降は、地銀、第2地銀において、インパクト・ローンへの資金シフトを伴うかたちで貸出の伸びが著しく高まった²⁴⁹。また、地方都市を中心に地価の高騰が続いていたこともあり、日本銀行では、「行過ぎた資産価格の上昇は、所得や資産分配面で著しい社会的不公平を生み出すのみならず、一般物価への悪影響や経済・金融システムの不安定性増大、金融機関の安易な融資行動の助長など、少なからぬ弊害を伴う」として、「資産インフレ」という強い言葉

246 「平成元年度の金融および経済の動向—大型景気の実現と対外収支調整の進展—」『調査月報』1990年5月、1～2頁、12～19頁、21～28頁。

247 「支店長会議における総裁開会挨拶」1989年4月25日、No. 9276、6～9頁、および「情勢判断資料（平成元年春）—わが国金融経済の分析と展望」『調査月報』1989年4月、6～7頁。なお、日本銀行では、サービス価格を含めた物価動向をより総合的に把握する必要があるとの観点から、企業向けサービス価格指数（CSPI）の作成に取り組み、1991年から公表を開始した。「来年から、日銀が新価格指数」『日本経済新聞』1989年8月15日、4頁、「サービス価格上昇浮き彫り—『企業向け』日銀が新指標」『日本経済新聞』1991年1月11日、1頁。

248 営業局長私信「地銀、地銀2の1～3月貸出実績と4～6月貸出計画について」1989年4月10日、No. 10610、4頁。

249 営業局長私信「地銀、地銀2の7～9月貸出実績と10～12月貸出計画について」1989年10月13日、No. 10610、3頁。

を使って、資産価格の上昇に対する警戒感を強めた²⁵⁰。

ハ. 金融政策面の対応（1989年春～1989年末）

1989年3月末の時点で日本銀行は、同年4～6月の窓口指導に際して、「物価を取巻く環境が一段と厳しさを加えつつある状況に鑑みれば、一層抑制的な貸出運営を要請していくべき必要性が益々高まりつつある」と判断していた。しかしながら、公定歩合を含めた「全体としての金融政策運営スタンスとの整合性」を考えると、公定歩合の変更がなされない段階で「金利運営の基本スタンスの変更に先駆けてここで量的抑制指導の面で大きく踏み込むことは、やはり適当とはいえない」と考えていた²⁵¹。

この間、金利自由化の進展とこれを踏まえた短期金融市場の見直しにより市場金利が経済実態の変化をより迅速かつ直接的に反映するようになる中で、1989年春以降、高成長の持続や物価上昇圧力の高まりを受けて金利先高感が高まり、長短市場金利が上昇傾向を辿っていた（図表4-VII）²⁵²。

日本銀行は、長期にわたり金融緩和が継続するもとの、国内需給のひっ迫と賃金の上昇に加え、円安と原油高も物価上昇圧力として作用するようになってきているほか、これらの動きを反映して市場金利が上昇してきていることを受けて、1989年5月に公定歩合の引上げ（2.5%→3.25%）に踏み切った²⁵³。その後も、需給引き締め、輸入コスト上昇に伴い物価上昇圧力が高まっていること等を踏まえ、1989年10月（→3.75%）、12月（→4.25%）に追加の利上げを実施した（図表4-VII）²⁵⁴。1989年4月から導入された消費税3%分を上乗せしても消費者物価、卸売物価がともに前年比+3%前後で推移する中で一連の利上げを実施したことについて、日本銀行では、「インフレ心理を未然に防止し、今後とも物価の安定を確保していくため」に早めの対応を採るという意味で、「予防的措置」としていた²⁵⁵。

利上げを実施するに当たり、日本銀行は、今回の利上げ局面で新たに生じた要素として、金利自由化の進展とこれを踏まえた短期金融市場の見直しにより市場金利が实体经济面の変化をより迅速かつ直接的に反映し、長短市場金利が上昇している点に言及し、「市場金利尊重」により機動的な公定歩合引上げが可能となったこと

250 「支店長会議における総裁開会挨拶」1989年10月24日、No. 9276、1頁、5～6頁。

251 営業局長私信「都・長信、信託の4～6月貸出計画について」1989年3月28日、No. 10610、2頁。

252 総務局長私信「公定歩合の引上げについて」1989年5月30日、No. 40050、2～3頁。

253 「公定歩合引上げの趣旨について」（1989年5月30日）『調査月報』1989年5月。

254 「公定歩合の引上げについて」（1989年10月11日）『調査月報』1989年10月、総務局長私信「公定歩合の引上げについて」1989年10月11日、No. 40050、1～3頁、「公定歩合の引上げについて」（1989年12月25日）『調査月報』1989年12月、および総務局長私信「公定歩合の引上げについて」1989年12月25日、No. 40050、2～3頁。

255 前掲総務局長私信、1989年10月11日、No. 40050、別紙（想定問答1）。他に、前掲総務局長私信、1989年12月25日、No. 40050、5頁も参照。

を強調していた²⁵⁶。

窓口指導面では、5月の公定歩合引上げを受けて、「金融機関の与信面において、従来以上に早いテンポで貸出残高の伸び率低下を促していく必要がある」との判断に立って、1989年7～9月期について、都・長信、信託に対して、増加額前年比でみて、それまでの数期における「1桁台 low の伸び率」から、「原則としてマイナス1桁台のところまで切り込む」との方針で臨んだ²⁵⁷。その後も、「市場金利や貸出金利の上昇にも拘わらず、資金需要の腰の強さに些程の変化が窺われない」状況下、1989年10～12月期は、その前の期に比べ「抑制色が強まる方向での計画策定を求めていく」との方針で臨んだ。1990年1～3月期も同様の方針を続けた。これらの業態では、日本銀行の意向を受けるかたちで抑制的な計画を策定した²⁵⁸。また、日本銀行は、地銀、第2地銀に対しても貸出抑制を求めたものの、調整は難航した。これらの先では、堅調な地元の資金需要を目の当たりにして「折角のビジネスチャンスを逃したくない」との意識が「貸出前傾姿勢」につながり、結果として都・長信、信託を上回る勢いで貸出の増加が続いていた（図表5(1)-VII)²⁵⁹。

なお、1989年12月の利上げに際しては、公定歩合引上げを巡る観測記事²⁶⁰が事前に報道されたことを発端として、橋本蔵相が「公定歩合引上げは白紙撤回させると語った」との報道がなされ、田村総務局長が「本行が公定歩合引上げを決定ないし決断したとの報道はいずれも事実に基づくものではない」旨のコメントを発表した²⁶¹が、結局、新聞報道の6日後に公定歩合引上げが実施された。

二. 国内の経済情勢（1990年初～1990年夏）

1990年入り後も、設備投資の高い伸び、および雇用・所得環境の好調等を背景とする個人消費の拡大をけん引役として、景気は堅調を維持した（図表1(1)-VII）。このうち設備投資について、日本銀行は、技術革新のもとでの独立的な投資誘因に支えられたものであり、引続き高めの伸びが期待できると判断していた²⁶²。一方、物価面では、足許の消費者物価、卸売物価は落ち着いていたが、労働需給の引き締まりを反映した賃金コストの上昇、円安による輸入コストの上昇といった実体経済面の物価上昇圧力も継続していた。加えて、地価上昇の持続、金利上昇予想の高ま

256 前掲総裁挨拶、1989年10月24日、No. 9276、1～3頁。

257 営業局長私信「都・長信、信託の7～9月貸出計画について」1989年6月29日、No. 10610、2～4頁。

258 営業局長私信「都・長信、信託の10～12月貸出計画について」1989年9月28日、No. 10610、2～3頁。他に、営業局長私信「都・長信、信託の2/1～3月貸出計画について」1989年12月28日、No. 10610、2～3頁も参照。

259 前掲営業局長私信、1989年10月13日、No. 10610、4～5頁。

260 「公定歩合週内に0.5%上げ」『読売新聞』1989年12月19日、1頁。

261 総務局長私信「公定歩合を巡る報道等について」1989年12月19日、No. 40050、1～2頁、および「歳末利上げ狂騒曲、上げる上げぬ揺れた1日」『日本経済新聞』1989年12月20日、3頁。

262 「情勢判断資料（平成2年春）—わが国金融経済の分析と展望」『調査月報』1990年4月、1～2頁、9～10頁。

りに伴う資金調達前倒しの動き等を受けたマネーサプライの伸びの高まり等から、金融面の物価上昇圧力も強まっており、「景気後退のリスクよりは、インフレ再燃のリスクの方が大きい」と判断された（図表2（1）、（2）および（4）-Ⅶ、図表5（2）-Ⅶ、図表6（2）-Ⅶ）²⁶³。

一方では、それまで続いていた円安、債券安（長期金利上昇）に加え、1990年入り後は株価も反落し、同年春にかけて「トリプル安」の状態となった²⁶⁴。こうした中で、短期金融市場では、2月下旬以降、次の公定歩合引上げを織り込むかたちで市場金利が上昇し、さらに、「大蔵省が金融引締めに対抗しており、金融政策が混迷している」との海外マスコミ報道を受けるかたちで、2月26日に株価（日経平均）が前日比1,569円の急落となるなど、金融市場に動揺が広がった。市場関係者からは公定歩合の早期かつ大幅な引上げによる「利上げ打止め感の醸成」を求める声が強く寄せられる状況となった（図表4-Ⅶ、図表6（1）-Ⅶ）²⁶⁵。

ホ. 金融政策面の対応（1990年初～1990年夏）

日本銀行は、上記のような金融経済情勢の下、「インフレを未然に防ぐための予防的措置の最終仕上げ」として、1990年3月に4度目の公定歩合引上げ（4.25%→5.25%）を実施した（図表4-Ⅶ）。利上げ幅については、「当面の金融市場に利上げ打止め感をもたらし、金融・資本市場心理の安定を期すに十分な幅」であると同時に、「市場諸金利の一段の引上げをもたらしたり、経済成長にブレーキをかける印象を与える程の行過ぎた幅としない」との観点から、1%の利上げとした²⁶⁶。

日本銀行は、一連の利上げとあわせて窓口指導面で各行の貸出枠の調整を続ける中で、都銀等に対する抑制の度合いは維持しつつ、貸出の伸びが高まっていた地銀、第2地銀を中心に抑制の度合いを強めようと試みた。都・長信、信託といった業態では「本部サイド自体が従来のボリューム指向から収益指向へと経営方針の舵取りを大きく切り替えつつ」あるとみていた²⁶⁷。しかし、地銀、第2地銀等の業態では「ボリューム指向や横並び意識が根本的に改まって」おらず²⁶⁸、金融機関の貸出残高前年比はこれらの業態を中心に1990年前半にかけてむしろ伸びを高め、マネーサプライの前年比伸び率も上昇したとみていた（図表5（1）および（2）-Ⅶ）。日本銀行は、金融機関に対する貸出抑制指導を強めているにもかかわらず、むしろ

263 「支店長会議における総裁開会挨拶」1990年1月22日、No. 30840、2頁。他に、「支店長会議における総裁開会挨拶」1990年4月24日、No. 41807、5～6頁、および前掲『調査月報』1990年4月、18～19頁も参照。

264 前掲総裁挨拶、1990年4月24日、No. 41807、1頁。

265 総務局長私信「公定歩合の引上げについて」1990年3月20日、No. 40050、2頁。

266 同上、4～5頁。他に、「公定歩合引上げについて」（1990年3月20日）『調査月報』1990年3月も参照。

267 営業局長私信「都・長信、信託の4～6月貸出計画について」1990年3月29日、No. 28326、4頁。

268 営業局長私信「地銀、地銀2の4～6月貸出実績と7～9月貸出計画について」1990年7月10日、No. 28326、5頁。

貸出の伸びが高まっている背景について、現在の収益状況が良好な中で借り手側が事業の収益性に対する自信を強めているため、「金利が上昇したからといって直ちに設備投資計画を見直す等の動きが広範化するとは考え難い」²⁶⁹と考えていた。また、貸し手側でも地銀等の「融資マインドを窺う限り、従来の緩和期の残滓がなお根強く尾を引いている」²⁷⁰ことがあるとの認識を持っていた²⁷¹。

1990年3月の利上げ後の段階で、日本銀行は、年明け後の金利上昇と株価反落について、基本的には「これまでの利上げ効果がラグをもって本格的に浸透しはじめてきた」ことに伴う「バブルの収縮」であり、実体経済面における「旺盛な企業家精神や経済のダイナミズムはもとより健全」であるとして、「最優先すべき重大な課題は引続きインフレの防止である」と判断していた。同時に、景気の先行きについては、「金融環境の急変に伴い、実体経済面においても今後景気が屈折することがないかどうか、この面に従来以上に注意深く目を向けていかなければならない」として、この時点で下振れの可能性にも留意するようになった。また、「先々ノンバンクや一部金融機関が困難に陥る可能性も否定し切れない」ほか、「仮に資産価格の修正が地価に及んできた場合には、さらに拡がりが大きくなることは避けられない」として、「今後の実体経済の推移と共に金融システム面での情勢変化についても予断をもつことなく見定めていく必要がある」との認識を持つようになった²⁷²。

しかし、1990年7月頃になると、日本銀行は、設備投資および個人消費の強さを受けて、景気は「年初来のトリプル安にかかわらずなお予想以上に堅調」であり、「潜在的なインフレ圧力が再び蓄積されつつあるようにも窺われる」と認識するようになった。その一方で、「足許の物価は目下のところ全体としては落ち着きを失っている訳ではな」く、また、「今後なお利上げ効果の浸透を期待し得る余地」もあるとみていた。このため、「現在政策面で早急に手を打たなければならないような切迫した状況にあるとはみていない」として、1990年3月頃の引締め姿勢を維持した²⁷³。

また、資産価格と金融政策運営の関係について、仮に地価が下落した場合に「金融機関経営に多大の影響があるだけに政策当局も及び腰なのではないか」といった外部の見方があることに言及したうえで、こうした見方は「全くの誤解」であるとして、景気が堅調で株価が下げ止まる中、資産価格下落に対する配慮は、当面の引

269 前掲営業局長私信、1990年3月29日、No. 28326、2頁。

270 営業局長私信「地銀、地銀2の10～12月貸出実績と1～3月貸出計画について」1990年1月12日、No. 28326、5頁。

271 この点に関連して、岩田 [1993] 183頁では、日本銀行が金利の大幅な変動を避けようとしていたことが、結果的にマネーサプライの急激な変動を発生させてしまったとしている。

272 前掲総裁挨拶、1990年4月24日、No. 41807、1～2頁、5頁、7～8頁。他に、「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』1990年4月、35～36頁、70頁も参照。

273 「支店長会議における総裁開会挨拶」1990年7月16日、No. 41807、4～6頁。

締め継続の制約とはならないとみていた²⁷⁴。

なお、1990年3月の「公定歩合引上げを巡る思惑が市場に対しかなり攪乱的な影響を与えた」ことについて、日本銀行は、「マーケット時代の金融政策運営の難しさを改めて痛感させられた」として、「市場時代に相応しい金融政策、金融調節のあり方について、市場あるいはマスコミに対する態度等も含めて、色々な角度から常に検討を加えていく必要がある」として、コミュニケーション政策面で課題を残したとの認識を示した²⁷⁵。

へ. 「国際政策協調」を巡る環境変化（1989年春～1990年夏）

先にみたように、プラザ合意からルーブル合意にかけての時期においては、日米独3カ国の中央銀行が事前に連絡を取り合いながらほぼ同時に利下げを実施した時期（1986年3月および4月）があった。また、日米をはじめとする先進国間で、財政、金融政策を含めたマクロ経済政策全体に関する国際協調の動きが具体化する中で、日本銀行が、為替相場の安定に関する国際的な合意の成立を優先させるかたちで公定歩合を引き下げた時期（1986年10月および1987年2月）があった。これらに関連して、澄田総裁は1989年12月の講演において、プラザ合意からルーブル合意にかけての国際政策協調の具体的内容について、「主要先進国は①黒字国、赤字国双方が対称的にマクロ経済政策の調整を行い、これにより各国がファンダメンタルズの是正、とりわけ対外不均衡の是正を図ること、②ドル高是正ないし為替相場安定のため各国当局は相場運営にあたり協調的行動をとること」にあったと述べている²⁷⁶。

1988年以降は、日米をはじめとする主要国間の対外収支不均衡が1987年をピークに改善傾向を辿り、また、主要国が総じて物価安定のもとで高めの成長を維持してきた²⁷⁷。このため、1989～90年頃の日本銀行は、「欧米諸国の動きが為替等を通じわが国経済に直ちに不測の悪い影響を与える可能性はひとまず後退」しており、「一頃に比べれば海外情勢から多少距離を置きつつ、国内情勢に一層比重をかけたかたちで政策判断を行い得るようになってきている」と考えるようになっていた²⁷⁸。そして、「黒字国、赤字国双方がまず国内において良好なパフォーマンスを維持する」ことが国際政策協調の目的を達成することにつながるとの見方を示していた²⁷⁹。

こうした国際政策協調を巡る環境変化について、BISの年次報告でも、1980年代の国際政策協調の主たる論点が経常収支不均衡の是正にあったことを念頭に置きつ

274 前掲総裁挨拶、1990年7月16日、No. 41807、6～7頁。

275 前掲総裁挨拶、1990年4月24日、No. 41807、3～4頁。

276 「金融政策の運営と課題—澄田前総裁講演、日本記者クラブにて」（1989年12月1日）『調査月報』1989年12月、46頁。

277 前掲『調査月報』1989年12月、46頁。

278 前掲総裁挨拶、1990年7月16日、No. 41807、3頁。

279 前掲『調査月報』1989年12月、46頁。

つ、「以前は経常収支の赤字あるいは黒字を圧縮することが政策上必要であるということは、どちらかといえば自明のことであった」のに対し、「経常収支不均衡が縮小したことによって、その焦点は1990年にははっきりしなく」なると述べている²⁸⁰。

(2) 引締め追加および維持（1990年夏～1991年5月頃）

イ. 湾岸危機の発生と海外主要国の情勢（1990年夏～1991年央）

1990年8月初のイラク軍によるクウェート侵攻を受けて、同年秋にかけて原油価格が一時的に急上昇し、その後、反落した（WTI、1バレル当たり、1990年7月18.6ドル→同年10月35.9ドル<ピーク>→1991年3月19.9ドル、図表2(3)-VII）。

米国では、景気が成熟局面を迎える中で、1990年前半には、それまでの金利上昇等もあって住宅投資が減少したほか消費も伸び悩みつつあったことに加え、同年秋口以降、原油価格上昇に伴う消費者コンフィデンスの落ち込みや実質所得の伸びの低下から消費がさらに低調となったため、1991年央にかけて1982年以来となる景気後退を経験した²⁸¹。このため、1988年春以降5%台前半で推移していた失業率も、1990年後半以降、上昇傾向を辿り、1991年春には7%近くに達した（図表7(1)および(2)-VII）。同時に、商業用不動産価格の下落に伴い金融機関の不良債権増加と収益悪化が生じ、1990年夏場以降、貸出抑制姿勢が強まった²⁸²。FRBは、金融機関の貸出姿勢の慎重化に伴う意図せざる過度の金融引き締まりを緩和するとの観点に立ち、1990年7月にFF金利の誘導水準を引き下げ、同年10月以降も、金融機関貸出の抑制姿勢の強まりや景気停滞の可能性の強まりを背景に、3回にわたり同誘導水準の引下げを実施した。さらに、同年12月から1991年4月にかけて、3回にわたる公定歩合の引下げ（7.0%→5.5%）、ならびにFF金利の誘導水準の引下げを実施した（図表8(1)-VII）²⁸³。

一方、ドイツ（旧西ドイツ地域）では、1990年7月の東西ドイツ通貨統合に加え東欧地域からの移民増もあって消費、設備投資が盛り上がりを示したほか、東独地域の復興・救済に関わる財政支出の急拡大もあって、力強い景気拡大が持続した（図表9(1)-VII）²⁸⁴。ブンデスバンクは、上記の財政支出拡大や旧西ドイツ地域

280 国際決済銀行 [1991] 27頁。なお、同書は1990年度を主な対象としている。

281 前掲『調査月報』1990年12月、6頁、16～17頁。

282 前掲『調査月報』1990年12月、18頁、国際決済銀行 [1990] 132～134頁、および国際決済銀行 [1991] 134～135頁。

283 前掲『調査月報』1990年12月、18頁、および国際決済銀行 [1991] 190頁。

284 前掲『調査月報』1990年12月、6頁、20頁。

における賃金の大幅な引上げ要求を背景としたインフレ圧力の強さを踏まえ、1990年11月と1991年2月の2回にわたりロンバート金利を引き上げ、1991年2月には公定歩合（6.0%→6.5%）を引き上げた（図表10（1）-VII）²⁸⁵。

ロ. 湾岸危機発生後の国内経済情勢（1990年夏～秋）

1990年夏から秋の時点で、わが国の景気は、技術革新の進展や人手不足に伴う省力・合理化投資ニーズの拡大等を受けた企業の旺盛な設備投資意欲から設備投資が高い伸びを持続していたほか、良好な雇用・所得環境を背景に消費が引続き拡大していたため、内需中心の堅調な足取りを続けていると判断された²⁸⁶。このため、国内の製品需給がひっ迫した状態が続いていたほか、労働需給面では業種、企業規模を問わず人手不足感が一層強まっていた（図表1（1）および図表2（4）-VII）²⁸⁷。この間、地価は、騰勢が幾分鈍化してきたが、なお高い伸びを続けており、とくに東京圏以外の地域で上昇していた（図表6（2）-VII）。金融面では、マネーサプライは1990年4～5月をピークに前年比伸び率が若干鈍化していたが、なお前年比2桁の伸びを続けていた（図表5（2）-VII）一方、原油価格の上昇等を受けて長短市場金利が利上げを織り込むかたちで上昇していた（図表4-VII）²⁸⁸。こうした状況のもとで、物価面では、湾岸危機発生に伴う原油関連製品の値上がりを除けば足許の卸売物価は総じて落ち着いていたが、全体として需給がひっ迫し、人件費や物流費の上昇に伴い消費者物価の上昇率が高まりつつあり、先行きインフレ圧力のさらなる高まりが懸念される状況にあった（図表2（1）および（2）-VII）²⁸⁹。

この間、為替相場は、米国における景気減速と金利低下、日本の金利上昇等から、1990年5月以降、再び円高ドル安が進行した（図表3（1）-VII）²⁹⁰。

ハ. 湾岸危機発生後の引締め強化とその維持（1990年8月～1991年春）

日本銀行は、国内経済の状況について、「景気が極めて強く、製品・労働需給がひっ迫の度を加え、ここへ来て賃金上昇も目立ち始めている」一方、マネーサプライも「なお高目の水準を維持しているなど金融の引緩みも十分解消されておらず、インフレ^{ほうあつ}防遏の見地からこれ以上放置できない」と認識していた。こうした状況において発生した湾岸危機は、小規模ながら定性的には過去の2回の石油危機と同様

285 前掲『調査月報』1990年12月、21頁、および国際決済銀行〔1991〕192頁。

286 「情勢判断資料（平成2年秋）—わが国金融経済の分析と展望—」『調査月報』1990年10月、1頁、3頁、12頁、15頁。

287 前掲『調査月報』1990年10月、6頁。

288 前掲『調査月報』1990年10月、19～21頁。他に、企画局長私信「公定歩合の引上げについて」1990年8月30日、No. 40050、3頁も参照。

289 前掲『調査月報』1990年10月、6～7頁、17～18頁。

290 「平成2年度の金融および経済の動向—金利の上昇とその効果波及—」『日本銀行月報』1991年6月、10頁。

の追加的なインフレ・ショックであると認識された²⁹¹。そして、過去2度の石油危機の経験を踏まえると、原油価格上昇の「一次効果」である「輸入インフレと実質成長率の低下は甘受せざるを得ない」が、「二次的効果ともいふべきインフレのホームメイド化を如何に回避するか」が問題であり、「早目の政策対応によりホームメイド・インフレを回避する」ことが最良の選択であるとして、1990年8月30日に5回目の公定歩合引上げ（5.25%→6.0%）に踏み切った（図表4-VII）²⁹²。その際、日本銀行は、対外的には公表しなかったものの、内部では「今回の利上げはこれまでのいわゆる予防的措置から一歩踏出し、総需要の調整を狙った性格のもの」と位置付け、引締めによる景気減速を通じたインフレ圧力の抑制を強く意識していた²⁹³。

窓口指導面では、金融機関の1990年10～12月期の貸出計画の策定に当たって、資金需要の中心をなす中堅・中小企業の設備資金・運転資金需要が「良好な景況感や高収益を背景に引き続き旺盛」との認識に立って、各行に対して「政策運営スタンスの強化に見合った、相応に抑制的な計画策定」を要請した。あわせて、将来における窓口指導の廃止も展望し、「急務となっている自己資本充実と収益性の改善」に向けて、「各行の自主的かつ抜本的な経営基盤強化体制の確立」を強く促し、従来の窓口指導の運営に慣れた金融機関の意識の中に根強く残っていた「単純な量的指向や横並び意識」からの脱却を求めた。これに対して、各行は「量優先の行内体制を引締め、貸出資産の内容を改めて見直したいとの機運が既に潜在しかつ高まっていた」こともあって理解を示したと、日本銀行はみていた。この結果、10～12月期の都・長信、信託の貸出増加額前年比は、全体でみて1973年から1974年の引締め局面以来の大幅マイナス（前年比-32.4%）となり、3業態の1990年末の貸出残高前年比も着実に低下する見込みとなった²⁹⁴。地銀、第2地銀についても、「収益基盤の強化あるいはBIS自己資本比率規制クリアー」の観点から貸出残高の圧縮を図る動きがみられる中であって、7～9月期に比べ一段と抑制的な計画策定が行われた（図表5(1)-VII）²⁹⁵。

1990年11月以降、マネーサプライの伸び率が急速に低下した（ $M_2 + CD$ 前年比、1990年9月+12.0%→1991年5月+3.6%、図表5(2)-VII）。この時期には、それまでの利上げ効果が浸透する中で、金融機関の貸出金利が上昇し、企業金融の緩和感が後退した。また、景気減速、資産取引減少、事業法人による運用・調達の一連して取引の急減からマネーに対する需要が低下した。一方、大蔵省は、土地関連融資の

291 前掲企画局長私信、1990年8月30日、No. 40050、1～2頁。

292 「支店長会議における総裁開会挨拶」1990年10月23日、No. 41807、2頁。

293 前掲企画局長私信、1990年8月30日、No. 40050、2頁。

294 営業局長私信「都・長信、信託の10～12月貸出計画について」1990年9月27日、No. 28326、1～5頁、別添7頁。なお、貸出計画の対象は国内店円貸出（外貨貸や海外店貸は含まない）。

295 営業局長私信「地銀、地銀2の7～9月貸出実績と10～12月貸出計画について」1990年10月12日、No. 28326、2～3頁。

総量規制および不動産、建設、ノンバンクの3業種に対する融資の実行状況の報告徴求を実施していた（1990年3月導入、1991年末に解除）。金融機関は、BIS自己資本比率規制（1993年3月期決算から8%以上、経過措置として1991年3月期に7.25%以上）の達成を睨んで金融機関が信用リスクや採算性をより重視する方針を明確化して不動産、ノンバンク向けを中心に融資姿勢を慎重化させた。日本銀行は、マネーサプライの伸び率が急速に低下した背景には、こうしたことが影響しているとみていた²⁹⁶。もっとも、実体経済活動との関係からみた流動性の水準については、通貨の流通速度や企業の手元流動性といった量的指標から判断すると、「過去の長期にわたるマネーサプライの増加を反映して、全体として供給量はなお高い状況にある」ものと判断された²⁹⁷。この間、為替相場は、1990年春から10月にかけて、米国の景気後退や日米金利差の縮小等を受けて円高が進行した後、1ドル130円～140円前後で推移した（図表3（1）-Ⅶ）。長期金利は、1990年10月以降、原油価格の反落、為替円高、米国の金融緩和等を背景に先安感が強まり、低下した（図表4-Ⅶ）²⁹⁸。

一方、実体経済面では、1990年秋から1991年春にかけてわが国の景気は設備投資や消費といった内需を中心に緩やかに減速しつつも経済活動の水準は高い中で、製品・労働需給は逼迫した状態で推移した（図表1（1）-Ⅶ）。こうした状況下、物価は、全体としてみれば落ち着き基調が大きく損なわれるには至っていないと判断されたが、石油関連品目の値上がりに加え、人件費、物件費等の諸コストの上昇を製品・サービス価格に転嫁する動きがみられ、湾岸危機前に前年比+2%台であった消費者物価は、1990年秋から1991年春にかけて前年比+4%前後で推移していた²⁹⁹（図表2（1）、（2）および（3）-Ⅶ）。また、1990年中下落傾向にあった株価は1991年春になると下げ止まったほか、地価は、騰勢が鈍化していたものの引続き上昇を続けており、とくに地方では前年比2桁の上昇を示していた（図表6（1）および（2）-Ⅶ）。日本銀行は、1980年代後半から続いていた地価の上昇は「ある程度実需と結びついたものである」ほか、「土地神話の根強さ」もその背景にあるとみていた³⁰⁰。

日本銀行は、「景気は確かに減速過程に入ってきているが、景気の水準としては

296 「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料（平成3年冬）—」『日本銀行月報』1991年2月、1頁、「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料（平成3年春）—」『日本銀行月報』1991年5月、17頁、および前掲『日本銀行月報』1991年6月、1頁、14～15頁、31～32頁。BIS自己資本比率規制については、『昭和財政史』第6巻、171～173頁、および「昭和63年度の金融および経済の動向—内需主導の持続的景気拡大への展望—」『調査月報』1989年5月、54～55頁。

297 前掲『日本銀行月報』1991年5月、18～20頁。

298 前掲『日本銀行月報』1991年6月、10頁、13頁。

299 前掲『日本銀行月報』1991年2月、1頁、前掲『日本銀行月報』1991年5月、1頁、6頁、および前掲『日本銀行月報』1991年6月、1頁。

300 前掲総裁挨拶、1990年10月23日、No. 41807、9頁。

かなり高いまま」であり、「今後の物価動向を占う上での最大の着目点である需給圧力は依然根強い」と考えていた³⁰¹。また、「地価の暴落に心配するよりは、なお地価の鎮静化に努めるべき段階にある」とも考えていた³⁰²。そして、「インフレ心理の落ち着きを維持することにより物価安定を確保する」ことが肝要であり、「これまでの利上げ効果の浸透状況を注意深く見守りつつ、物価安定を基調に据えた慎重な運営を図っていく」ことが必要と判断し、1991年5月まで公定歩合を据え置いた（図表4-VII）³⁰³。

なお、1990年末になると、金融機関の融資姿勢が慎重化する中で、不動産関連業やノンバンクの経営悪化が目立ちつつあった。日本銀行は、「過度な不動産・有価証券投機に走った企業が、資金繰り面でこの先相当厳しい状況に直面することとなるのは避けられず、しかもこうした企業の破綻が、これらに大量に貸し込んでいるノンバンクや金融機関を巻き込んだスパイラル的な連鎖に発展しかねないリスクも孕んでいる」との認識を持つようになった³⁰⁴。もっとも、「今後の金融政策の運営が仮にも資産インフレの再燃に結び付くことのないよう、慎重な配慮をしていく必要がある」とも考えていた³⁰⁵。また、「健全な企業の資金繰りに深刻な悪影響を及ぼすような事態は差当たり想定し難い」とみていた³⁰⁶。このため、「バブル経済の正常化のため、あるいは今後の日本経済の健全な発展のために、ある程度のリスクは覚悟のうえ」で、「過度な投機に走った先が市場の力で自然に淘汰されるように促して」行く必要があるとも考えていた³⁰⁷。

このように、日本銀行は、バブル経済の正常化が日本経済の健全な発展につながるとの考え方に立って、1991年前半まで引締めを継続した。同年7月以降、金融緩和に転換するが、その後のバランスシート調整は、1990年代から2000年代初頭にかけて10年以上続くこととなった。後から振り返ってみると、資産価格やマネーサプライの大幅な変動に象徴される金融面の不均衡とこれに起因するバランスシート調整がマクロ経済に与える中長期的な影響に関する日本銀行の評価は不十分なものであり、結果的に、経済変動を増幅させてしまった可能性がある。この経験と反省が、中長期的な物価安定を達成するうえで金融面の不均衡にも配慮するとの、その後の日本銀行の金融政策運営に対する考え方につながっていった。

301 「支店長会議における総裁開会挨拶」1991年4月2日、No. 41807、2頁。

302 前掲総裁挨拶、1990年10月23日、No. 41807、9頁。

303 前掲『日本銀行月報』1991年2月、2頁。

304 営業局長私信「都・長信、信託の3/1～3月貸出計画について」1990年12月27日、No. 28326、3頁。

305 前掲総裁挨拶、1991年4月2日、No. 41807、3頁。

306 営業局長私信「都・長信、信託の4～6月貸出計画について」1991年3月29日、No. 34090、2頁。

307 前掲営業局長私信、1990年12月27日、No. 28326、3頁。

(3) 引締めを終了（1991年6月～7月頃）

イ. 1991年7月の公定歩合引下げ

1991年前半の日本経済は、企業・家計の比較的良好な所得環境を背景に拡大基調が続いていたが、夏場には、金融引締めの効果や過去の設備投資の生産能力化から設備投資に鈍化の兆しが見受けられるなど、需要の拡大テンポが鈍化し、つれて製品需給も幾分緩和、労働需給面でもひっ迫度合いに一服の兆しが見られ始めた。物価も、石油関連製品の値下がり等から卸売物価の騰勢が鈍化していたほか、消費者物価の上昇テンポもやや鈍化していた（図表1(1)-VII、図表2(1)および(2)-VII）。この間、金融面では、それまでの利上げ効果の浸透や金融機関の融資姿勢慎重化を背景に、マネーサプライの伸びが大幅に低下し（図表5(2)-VII）、企業金融面でも、過去の引締め時に比べればなおゆとりはあるものの、緩和状態は着実に後退を示していた。このように、金融経済情勢、とくに物価を巡る情勢が幾分好転してきている中で、長短市場金利がピーク時に比べ低下している状況も踏まえ、日本銀行は1991年7月1日に公定歩合の引下げ（6.0%→5.5%）を実施した（図表4-VII）^{308, 309}。

1991年7月の公定歩合引下げについて論評した新聞各紙の社説をみると、利下げ時期、利下げ幅ともに概ね適正との評価が多かった。例えば、日本経済新聞は「緩やかな景気の減速や地価も含めた物価の落ち着き、それに世界経済全体の停滞を考えると、利下げは適切な選択だったといえる」と述べていた³¹⁰。また、読売新聞は「日銀の決定は、内外の経済情勢全体から見て、実施の時期、下げ幅とも適切な政策判断だったと言えよう」³¹¹と述べ、毎日新聞は「設備投資や個人消費などをみる限り、景気の腰はまだ強い。だが、一年先を念頭に置くと、ここいらでの金融政策の転換は、妥当なところだろう」³¹²と述べていた。一方、朝日新聞は、「日銀が先月まとめた短期企業観測調査では、減速はしているものの、景気の腰はいぜん強いという分析結果が出た」としたうえで、「なぜ公定歩合引き下げを急ぐ必要があったのか。ここに疑問を覚える」と述べ、利下げは時期尚早との見方をしてい

308 企画局長私信「公定歩合の引下げについて」1991年7月1日、No. 39500、1～2頁、および「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料（平成3年夏）—」『日本銀行月報』1991年8月、1頁。

309 この点についてはさまざまな議論がある。例えば、黒田〔2005〕100頁では、1990年以降の金融政策は「景気後退やデフレの進行に対して後追的」であったとしている。また、岩田〔1993〕215頁でも、日本銀行が（それ以前の不十分な引締めによって）「生じた過剰流動性を、91年に入ってから一挙に回収するような金融政策を採用する。これにより、マネーサプライの増加率を急降下させ、急激な資産価格の低下と、同じく急激な実質GNPの低下を引き起こしたと考えられる」としている。

310 社説「内外均衡をめざす柔軟な金融政策を」『日本経済新聞』1991年7月2日、2頁。

311 社説「息長い内需景気支える利下げ」『読売新聞』1991年7月2日、3頁。

312 社説「時宜を得た公定歩合下げ」『毎日新聞』1991年7月2日、5頁。

た³¹³。このように、当時の報道論調をみると、利下げが遅きに失したとの見方はほとんど見受けられなかった。

ロ. 窓口指導の廃止

日本銀行は、1981年春以降、各行の貸出「自主計画尊重」との基本スタンスを示した。しかし、1987年以降は毎四半期における各行の貸出計画策定に対して抑制的な計画策定を要請するなど、金融政策の一環としての窓口指導を実質的に継続していた。とくに、1989年から1991年前半にかけての金融引締め局面では、金融機関に対し貸出増加額を前年比マイナスとするよう求めるなど、窓口指導を強化した。そして、1991年6月には窓口指導を行わなくても各行の貸出の伸びが抑制されたものとなるとの見極めがついたとして、1991年7～9月期以降、窓口指導を廃止した。具体的には、事前の貸出計画の提出、およびその期中順守といった従来のやり方を改め、「各行の自由な貸出運営に委ねる」こととした³¹⁴。

日本銀行は、金融自由化が進展するにつれ、各行の横並びを意識しつつ日本銀行が民間金融機関の貸出枠を事前に調整するという窓口指導のあり方が、時代に合わなくなってきているとの認識を強めつつあった。このため、窓口指導を廃止することとした背景として、金融自由化の進展に伴い、金融機関の経営が自己責任原則に基づく収益重視に変わりつつある中で、個別銀行の資金コストや収益力等にかかわりなく「過去の横並びが先行きの計画に投影されるくらい」があるという窓口指導の弊害が大きくなってきたことを挙げている³¹⁵。そして、このタイミングで窓口指導を廃止することとした理由について、①民間金融機関の与信活動の面で「量的横並び意識が後退し、各行の実情に即した経営判断が十分加味されるようになってきている」こと、②各金融機関が過去の安易な応需姿勢に対する反省の上に立って「厳正な融資運営に回帰」すべく見直しを図っていること、③「これまでの金利政策の着実な効果浸透に加えて、BIS規制上の制約もあって、この先金融機関の貸出は、自由な計画策定を認めてもモダレートなものにとどまる見通しにある」こと、を挙げている³¹⁶（窓口指導の推移と廃止に至る経緯については補論4を参照）。

.....
313 社説「金融緩和はそろりと」『朝日新聞』1991年7月2日、2頁。

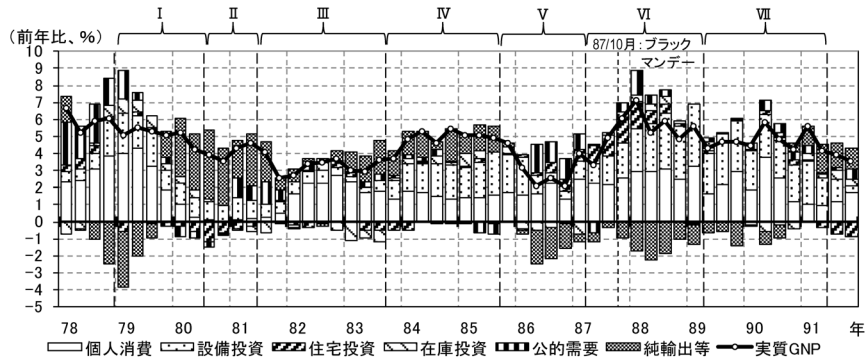
314 営業局長私信「金融機関貸出計画に対する事前的抑制指導の廃止について」1991年6月27日、No. 40318、1頁。

315 「田村達也（日本銀行営業局長）インタビュー：金利自由化の帰結として窓口指導を撤廃」『金融財政事情』、1991年7月15日、16～17頁。

316 前掲営業局長私信、1991年6月27日、No. 40318、2～3頁。

図表 1 景気関連

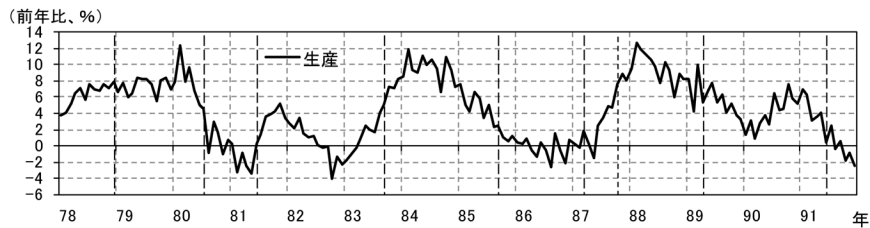
(1) 経済成長率



備考：1978年の成長率は1970年基準、1979～83年は1975年基準、1984～88年は1980年基準、1989～91年は1985年基準。

資料：『国民経済統計年報』（経済企画庁〔現内閣府〕）

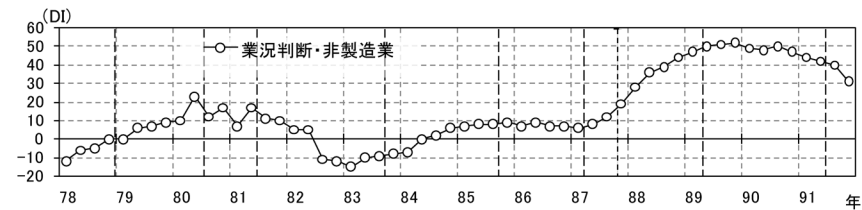
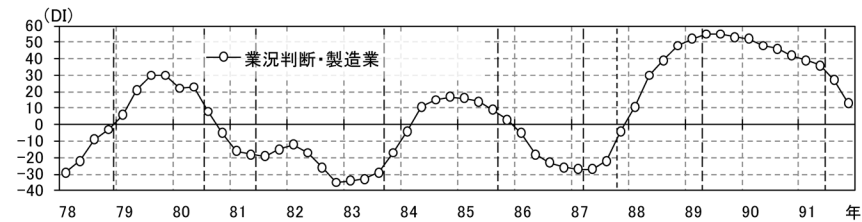
(2) 生産



備考：1990年基準。

資料：通商産業省（現経済産業省）、『経済統計年報／月報』（日本銀行）。

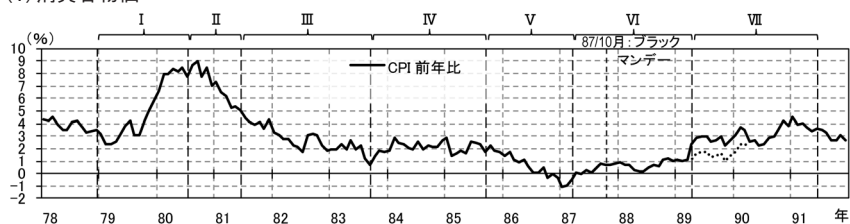
(3) 主要短観



資料：『経済統計年報／月報』（日本銀行）

図表2 物価関連

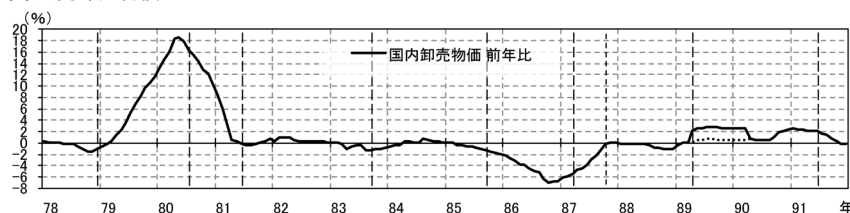
(1) 消費者物価



備考：1978年1月～81年6月の前年比は1975年基準、1981年7月～86年6月は1980年基準、1986年7月～91年6月は1985年基準、1991年7月以降は1990年基準指数。1989年度中の点線は、消費税導入の影響を調整した値（1989年3月と4月の差を、実線から差し引き）。

資料：総理府、『経済統計年報／月報』（日本銀行）。

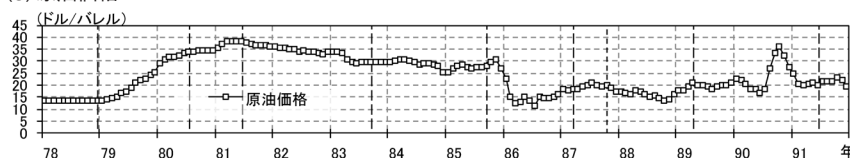
(2) 国内卸売物価



備考：1978年～81年の前年比は1975年基準（特殊分類・国内品）の値、1982～86年は1980年基準、1987～91年は1985年基準。1989年度中の点線は、消費税導入の影響を調整した値（1989年3月と4月の差を、実線から差し引き）。

資料：『経済統計年報／月報』（日本銀行）

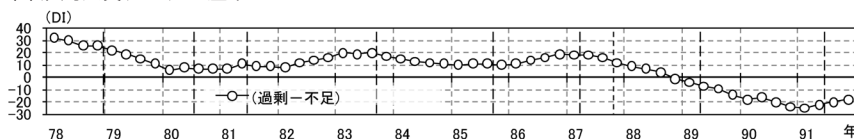
(3) 原油価格



備考：1983年まで通関輸入価格、1984年以降WTI価格（月中平均）。

資料：『経済統計年鑑』（東洋経済新報社）、『FRED database』（FRB St.Louis）。

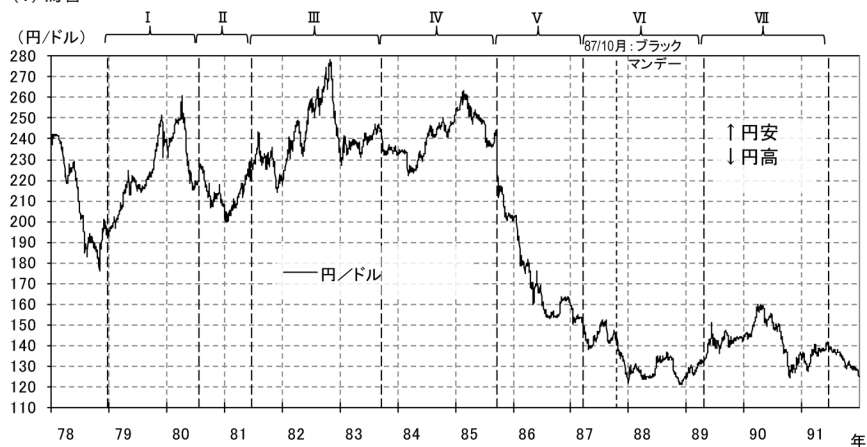
(4) 雇用人員、DI、全産業



資料：『経済統計年報』（日本銀行）

図表3 為替、国際収支、財政

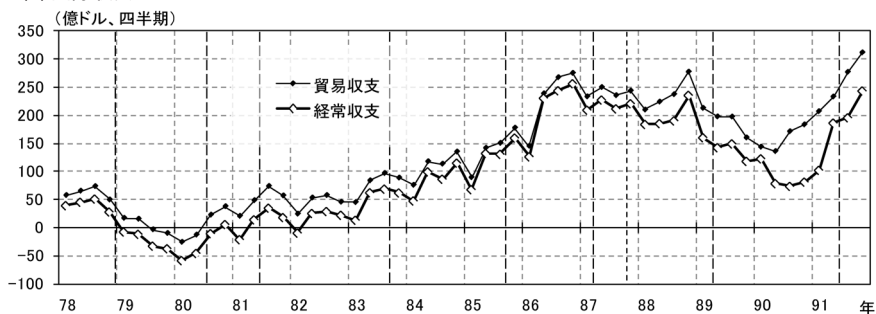
(1) 為替



備考：東京市場の終値。

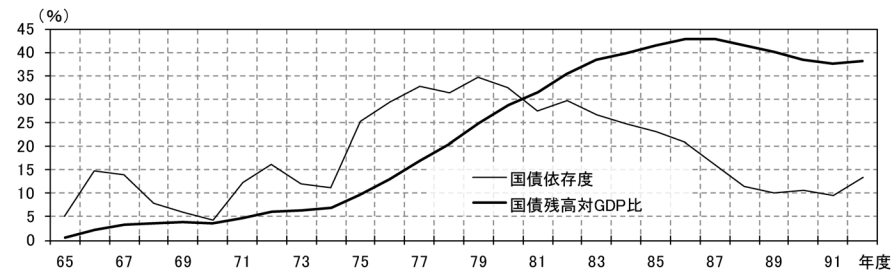
資料：『為替金利総覧』（週刊東洋経済）、『外為年鑑』（外国為替情報社）。

(2) 国際収支



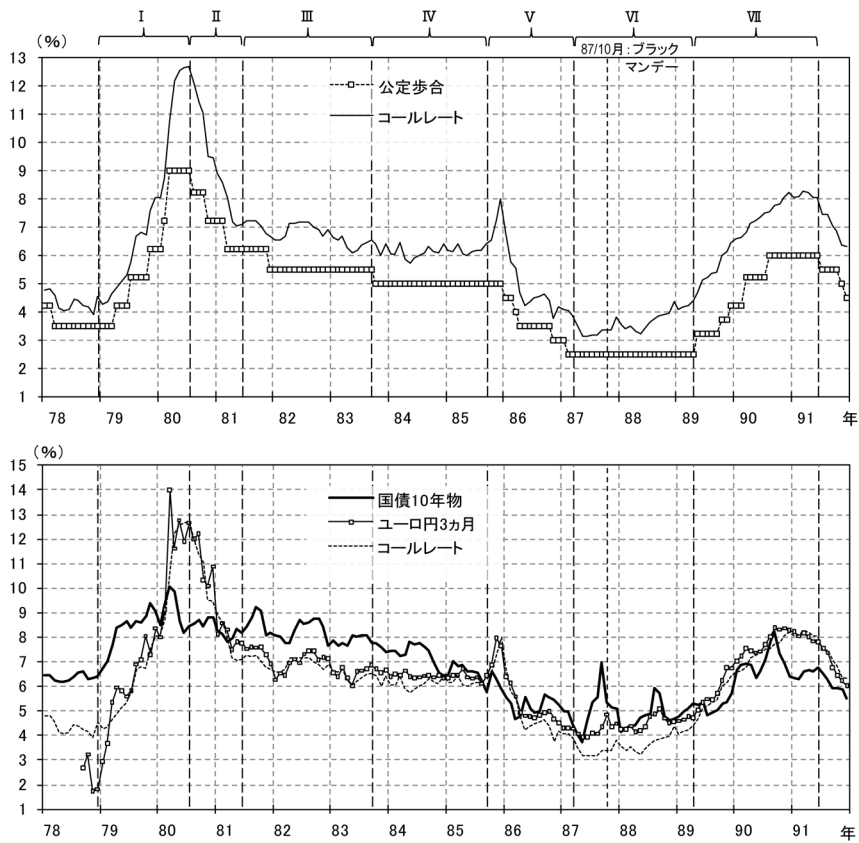
資料：『経済統計年報／月報』（日本銀行）

(3) 国債関連



資料：『昭和財政史・昭和49～63年度 第5巻（国債・財政投融资）』（財務省）

図表4 金利

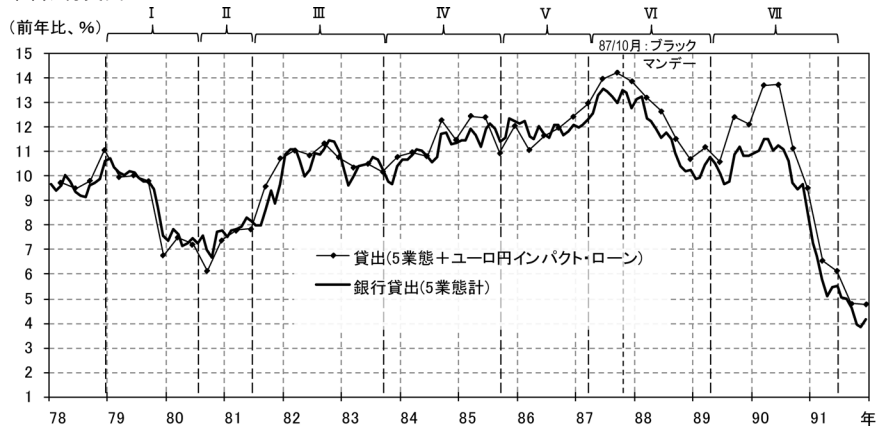


備考：公定歩合は月末値。コールレートは、1988年10月までは有担コール（翌日物）、1988年11月からは無担コール（O/N）、いずれも月中平均。国債10年物は、店頭気配値（月末値）。ユーロ円はLIBORの3ヵ月預金（月中平均）。

資料：『経済統計年報／月報』（日本銀行）、『International Financial Statistics』（IMF）。

図表5 金融面の動向

(1) 銀行貸出

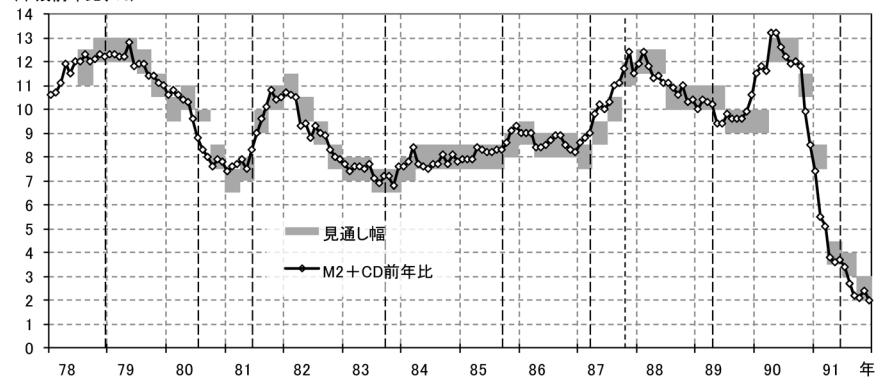


備考：銀行貸出（5業態計）は銀行勘定。各月の前年比は、前月末値と当月末値の平均を用い算出。国内店貸出（居・非居住者向け円貸／外貨貸、オフショア）は含む。海外店貸出は含まない。ユーロ円インパクト・ローンは為銀海外店の国内向け貸出、3・9月末値。6・12月末値は線形補完した。5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第2地方銀行（1988年以前は相互銀行）。

資料：『経済統計年報／月報』（日本銀行）、『銀行局年報』（大蔵省〔現財務省〕）。

(2) マネー

(平残前年比、%)

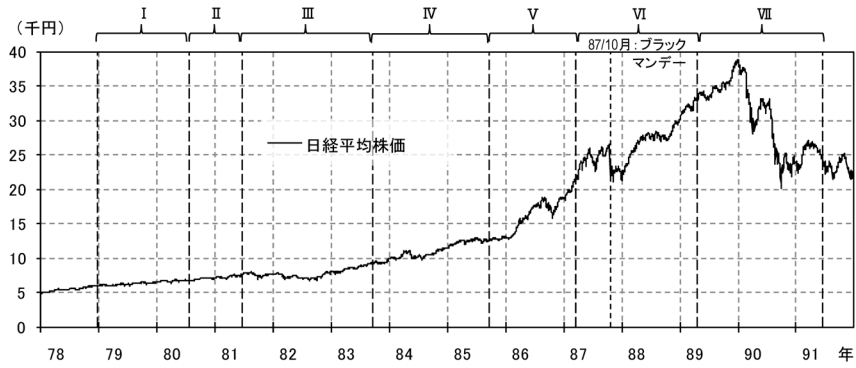


備考：見通しは、例えば「8%前後」なら、7.5%以上8.5%未満とみなして図示した。

資料：『経済統計年報』・『調査月報』他公表資料（日本銀行）。

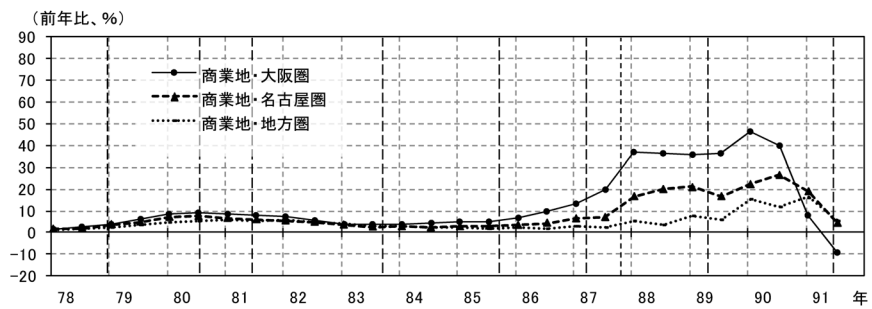
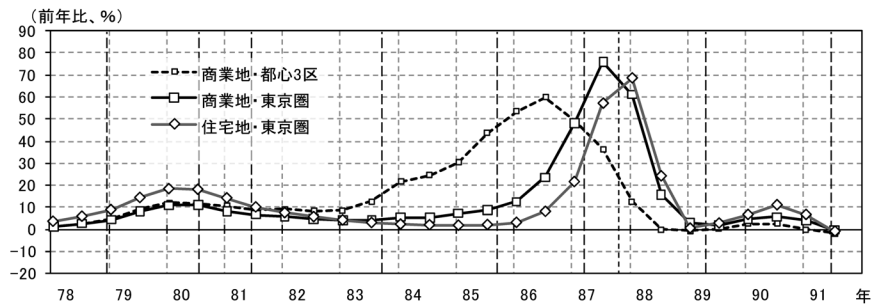
図表6 資産価格

(1) 株価



資料：日本経済新聞社

(2) 地価

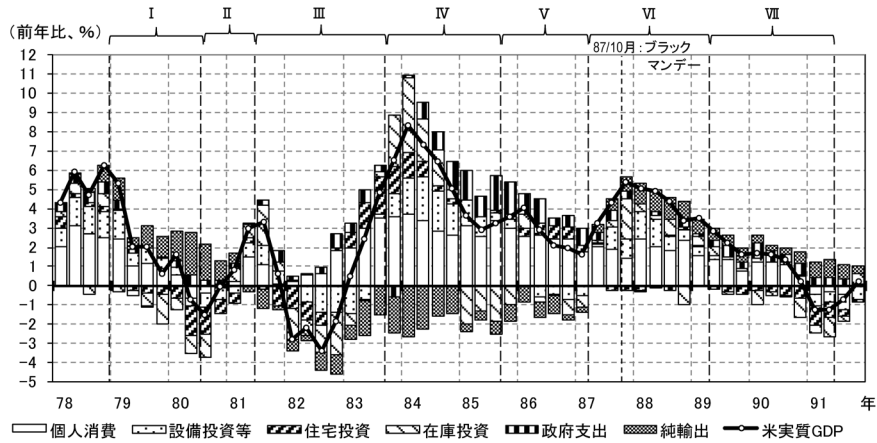


備考：1月初と7月初の前年比。1月初は国土庁公示地価、7月初は都道府県地価調査。

資料：『地価公示』（国土庁〔現国土交通省〕）、『土地価格の推移と分析』（ダイヤモンド社）。

図表7 米国経済動向①

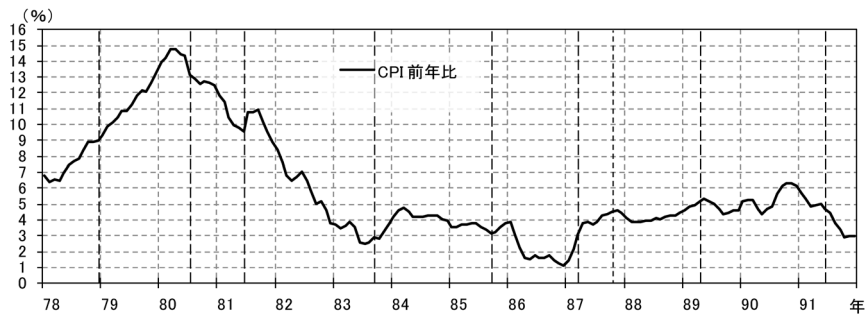
(1) 経済成長率



備考：1988年までの値は1982年基準、1989年以降は1987年基準。

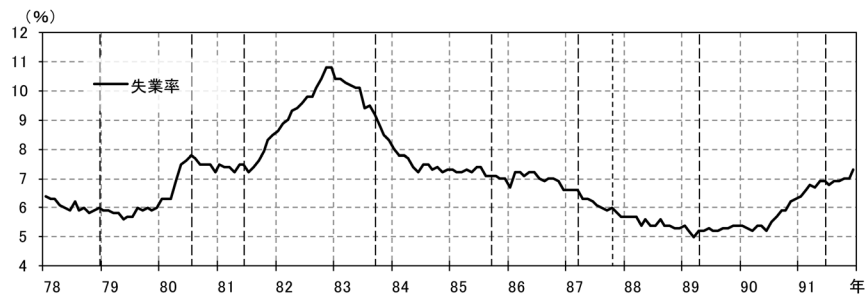
資料：『Quarterly National Accounts』（OECD）

(2) 物価



資料：『Bureau of Labor Statistics』（Department of Labor）

(3) 雇用

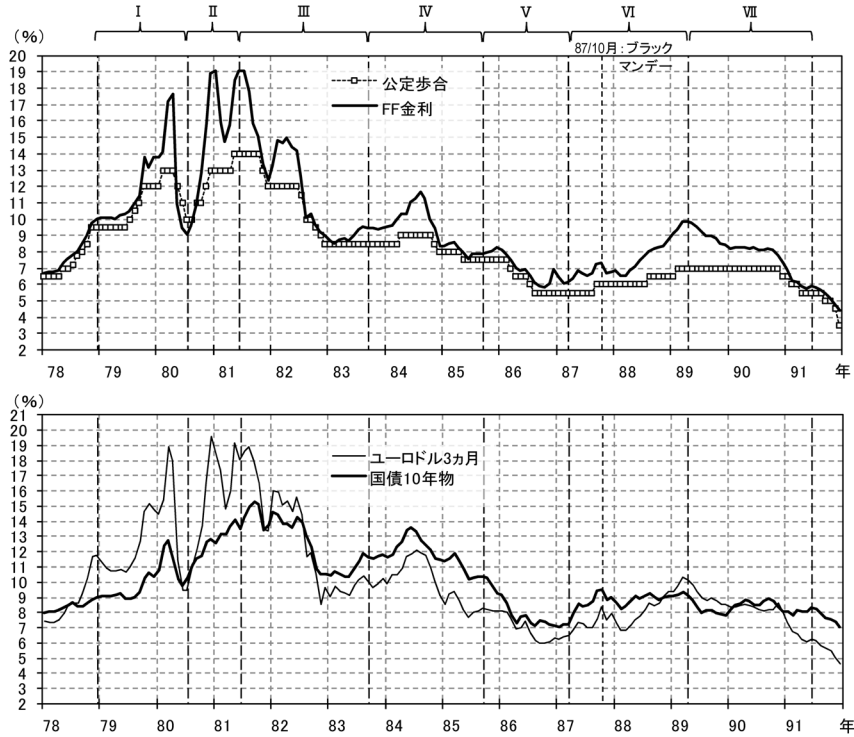


備考：季節調整済・除く軍人ベース。

資料：『Bureau of Labor Statistics』（Department of Labor）

図表8 米国経済動向②

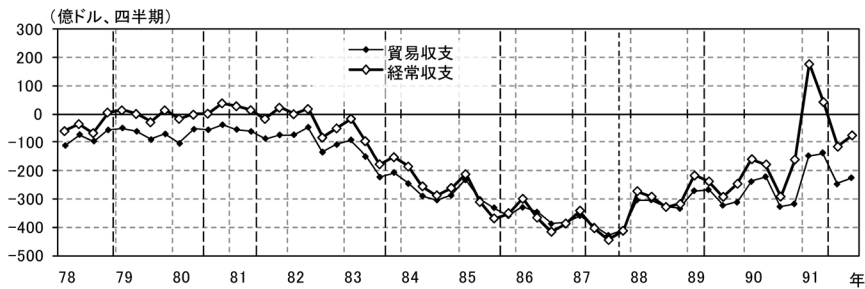
(1) 金利



備考：公定歩合は月末値。FF金利・ユーロドル3ヵ月・国債金利は月中平均。

資料：『外国経済統計年報』・『経済統計月報』（日本銀行）、『International Financial Statistics』（IMF）、『証券統計要覧』（野村総合研究所）。

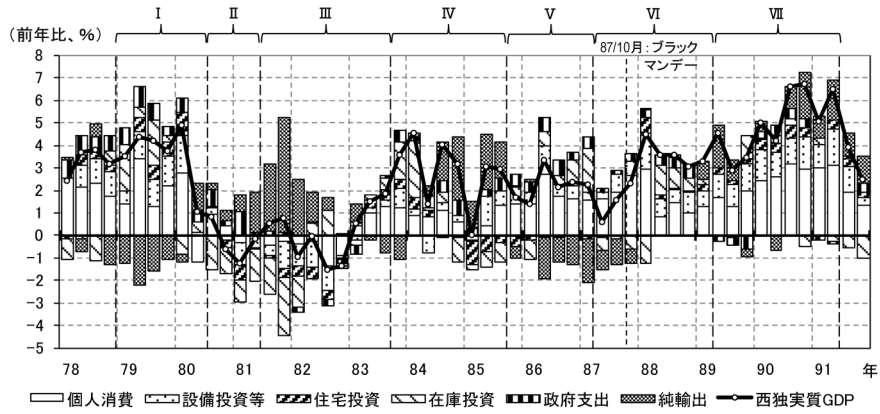
(2) 国際収支



資料：『International Financial Statistics』（IMF）

図表9 西ドイツ経済動向①

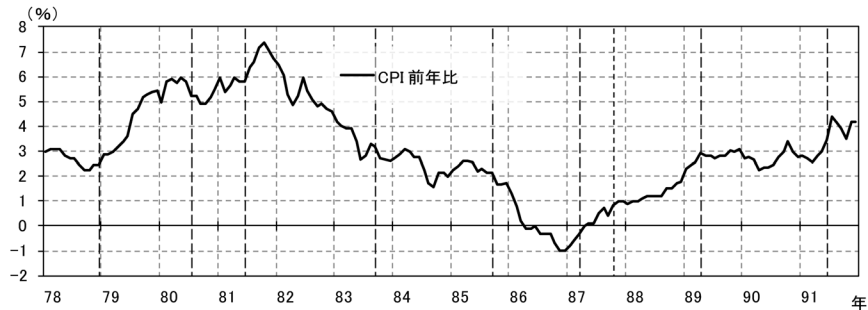
(1) 経済成長率



備考：1988年までの成長率は1980年基準、1989年以降は1991年基準。1990年10月以降は旧西独地域。

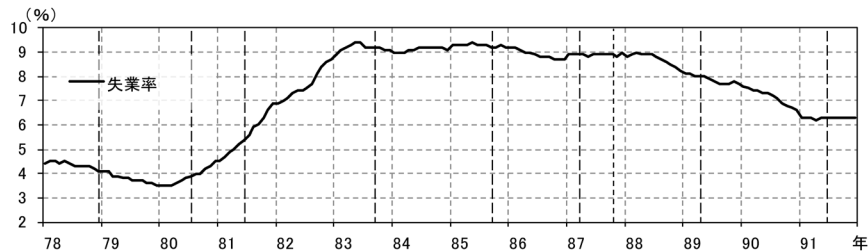
資料：『Quarterly National Accounts』(OECD)

(2) 物価



資料：『International Financial Statistics』(IMF)

(3) 雇用

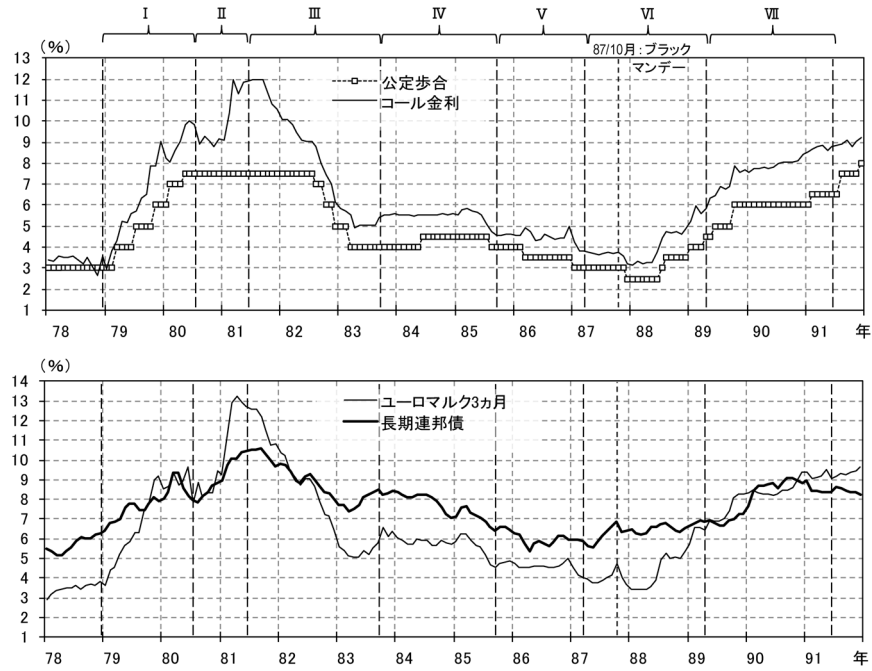


備考：季節調整済。

資料：『Historical Statistics』(OECD)

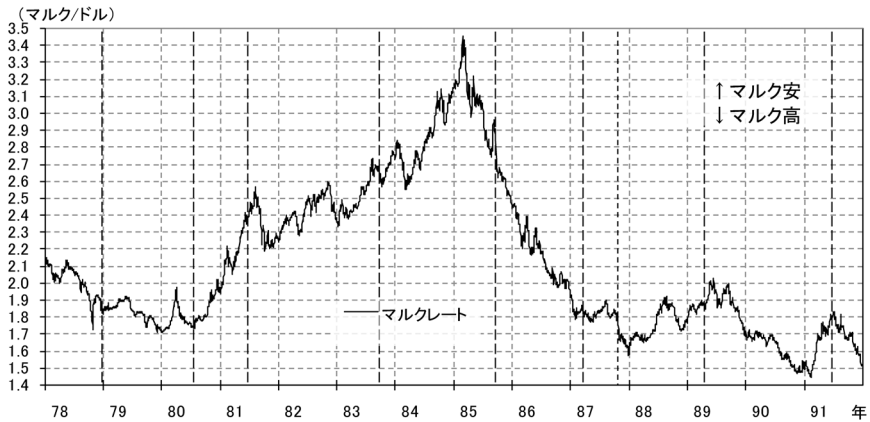
図表 10 西ドイツ経済動向②

(1) 金利



備考：公定歩合は月末値。コール金利・ユーロマルク3ヵ月は月中平均。連邦債は月末値。
 資料：『外国経済統計年報』・『経済統計月報』（日本銀行）、『International Financial Statistics』（IMF）、
 『証券統計要覧』（野村総合研究所）。

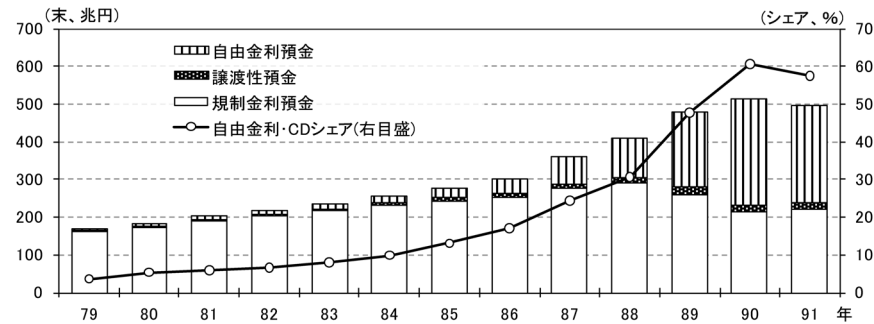
(2) 為替



資料：Bloomberg

図表 11 金融自由化の進展

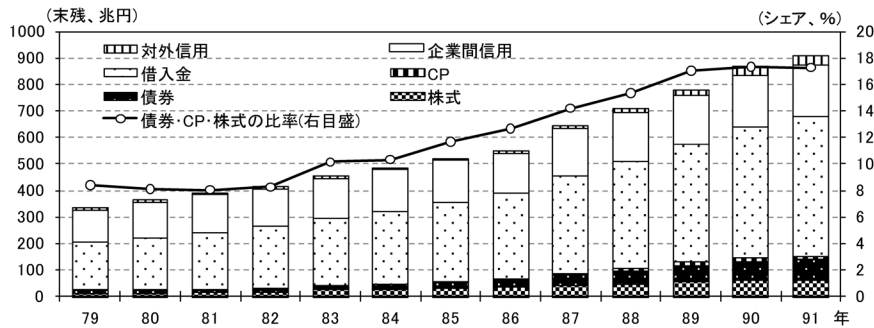
(1) 自由金利預金の増加



備考：自由金利預金は、自由金利定期預金・市場金利連動預金（MMC）・小口MMC・非居住者円預金・外貨預金の合計。5業態（都市銀行・長期信用銀行・信託銀行・地方銀行・第2地方銀行〔相互銀行〕）の計数。

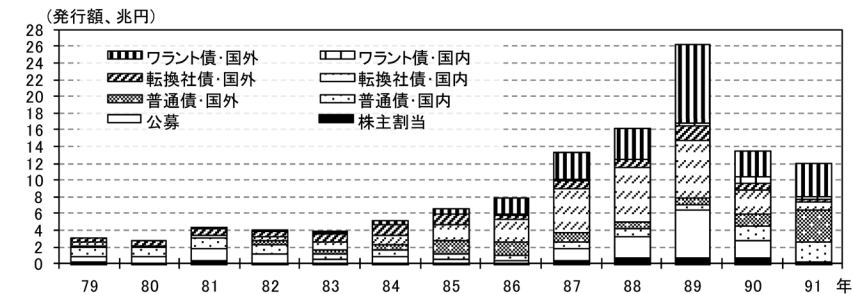
資料：『経済統計年報』（日本銀行）

(2) 企業の資金調達（資金循環）



資料：『経済統計年報』（日本銀行）

(3) 企業の市場からの年間資金調達額



資料：『証券統計年報』（東京証券取引所）

図表 12 1980年代の主な出来事

年	月	主な出来事	首相	大蔵大臣	日銀総裁
1978	12	第二次石油危機の発生	福田赳夫 (1976.12~) 大平正芳 (1978.12~)	村山達雄 (1977.11~) 金子一平 (1978.12~)	森永貞一郎 (1974.12~)
79	4	公定歩合引上げの開始 (~80年3月まで)		竹下登 (1979.11~)	前川春雄 (1979.12~)
80	8	公定歩合引下げの開始 (~81年12月まで)	鈴木善幸 (1980.7~)	渡辺美智雄 (1980.7~)	
81	1	米レーガン政権発足			
	4~6	窓口指導での自主計画尊重の開始 (~87年1~3月まで)			
82	3	短期市場金利の高め誘導 (~秋口まで)	中曽根康弘 (1982.11~)	竹下登 (1982.11~)	
83	10	公定歩合引下げ			
	11	レーガン大統領訪日			
84	5	日米円ドル委員会報告書の公表			澄田智 (1984.12~)
85	9	プラザ合意			
	10	短期市場金利の高め放置 (~12月まで)			
86	1	公定歩合引下げの開始 (~87年2月まで)		宮沢喜一 (1986.7~)	
87	2	ルーブル合意	竹下登 (1987.11~)		
	10	ブラックマンデー			
88	11	短期金融市場運営の見直し		竹下登 (1988.12~) 村山達雄 (1988.12~)	
89	5	公定歩合引上げの開始 (~90年8月まで)	宇野宗佑 (1989.6~) 海部俊樹 (1989.8~)	橋本龍太郎 (1989.8~)	三重野康 (1989.12~94.12)
90	8	イラクのクウェート侵攻			
91	6	窓口指導の廃止		海部俊樹 (1991.10~)	
	7	公定歩合引下げの開始	宮沢喜一 (1991.11~93.8)	羽田孜 (1991.11~92.12)	

図表 13 日米間の主な経済摩擦

○繊維 1962/1月：綿製品に関する長期協定調印 72/1月：協定延長、輸出自主規制強化	○半導体 1985/6月：米半導体工業会、通商法 301 条提訴（不正貿易国の認定）および対日ダンピング提訴 86/9月：日米半導体協定締結（日本市場へのアクセス拡大、ダンピング防止） 87/4月：協定不履行に対する制裁措置発動（関税 100%付加）
○鉄鋼 1966/6月：輸出自主規制開始 69/1月：輸出自主規制強化の協定締結 78/2月：トリガー価格導入（輸入価格が一定以下ならダンピング調査）	○マクロ経済政策 1985/9月：プラザ合意 86/5月：「多角的監視」に関するペーカ一提案 86/10月：宮沢＝ペーカ一会談、日米蔵相による共同声明 87/2月：ルーブル合意
○カラーテレビ 1968/3月：対日ダンピング提訴 77/7月：輸出自主規制開始	○日米構造協議 1989/5月：米通商代表部、日本のスーパーコンピュータ輸出等を不正貿易と認定 90/6月：日米構造協議の最終報告
○自動車 1981/5月：輸出自主規制開始（年間 168 万台、84/3月まで） 84/4月：輸出自主規制を 1 年延長（年間 185 万台） 85/4月：再延長（年間 230 万台、90/4月まで継続）	
○金融 1983/11月：レーガン大統領訪日 84/5月：日米円ドル委員会報告書の公表	

資料：通商白書（1990年版）、小峰 [2011] など。

参考文献

- 石井晋、「プラザ合意・内需拡大政策とバブル（1985～89年を中心に）」、小峰隆夫編『日本経済の記録：第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1970年代～1996年）』、内閣府経済社会総合研究所、2011年、129～370頁
- 岩田規久男、『金融政策の経済学』、日本経済新聞社、1993年
- 太田赳、『国際金融 現場からの証言』、中公新書、1991年
- 大場智満、『二つの空洞化を超えて』、NHK出版、1995年
- 緒方四十郎、『円と日銀 セントラル・バンカーの回想』、中公新書、1996年
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策」、香西泰・白川方明・翁邦雄編『バブルと金融政策』、日本経済新聞社、2001年、3～110頁
- 銀行経理問題研究会、『銀行経理の実務 第7版』、きんざい、2008年
- 金利調整審議会、「預貯金利決定のあり方等について」（1983年11月29日）、「金利調審が金利決定一元化で具申」、『金融財政事情』1983年12月5日、7頁
- 呉文二、『金融政策—日本銀行の政策運営—』、東洋経済新報社、1973年
- 呉文二・島謹三、『金利自由化 金融システムはこう変わる（新版）』、有斐閣、1987年
- 黒田東彦、『財政金融政策の成功と失敗』、日本評論社、2005年
- 経済企画庁、『昭和55年 年次世界経済報告：石油危機への対応と1980年代の課題』、大蔵省印刷局、1981年2月
- 、『平成元年 年次経済報告』、大蔵省印刷局、1989年8月
- 香西泰、「公定歩合安楽死のすすめ」、『週刊東洋経済』1983年9月3日、11頁
- 国際協調のための経済構造調整研究会、「国際協調のための経済構造調整研究会報告書」、『金融財政事情』1986年4月14日、22～25頁
- 国際決済銀行（東京銀行調査部訳）、『世界金融経済年報1986～87（第57次国際決済銀行年次報告）』、十一房出版、1987年
- 、『国際金融レポート'88（第58次国際決済銀行年次報告）：経セミ増刊』、日本評論社、1988年
- 、『国際金融レポート'90（第60次国際決済銀行年次報告）：経セミ増刊』、日本評論社、1990年
- 、『国際金融レポート'91（第61次国際決済銀行年次報告）：経セミ増刊』、日本評論社、1991年
- 国土庁都市圏整備局、『首都改造計画—多核型連合都市圏の構築に向けて—』、首都圏整備協会、1985年
- 小峰隆夫編、『日本経済の記録：第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1970年代～1996年）』、内閣府経済社会総合研究所、2011年
- 小宮隆太郎・須田美矢子、『現代国際金融論—理論・歴史・政策—歴史・政策編』、日本経済新聞社、1983年

- 近藤誠、「石油危機後の経済構造調整とグローバリゼーションへの対応（1970年代～84年を中心に）」、小峰隆夫編『日本経済の記録：第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1970年代～1996年）』、内閣府経済社会総合研究所、2011年、46～70頁
- 財務省財務総合政策研究所財政史室、『昭和財政史 昭和49～63年度 第6巻 金融』、東洋経済新報社、2003年
- 、『昭和財政史 昭和49～63年度 第7巻 国際金融・対外関係事項／関税行政』、東洋経済新報社、2004年
- 、『昭和財政史 昭和49～63年度 第11巻 資料（4） 国際金融・対外関係事項／関税行政』、東洋経済新報社、2003年
- 新開陽一、「国際マクロ経済学とフロート下の経済政策」、『季刊現代経済』第56号、日本経済新聞社、1983年12月、4～19頁
- 鈴木淑夫、『日本の金融政策』、岩波新書、1993年
- 館龍一郎、『金融政策の理論』、東京大学出版会、1982年
- 田中直毅、『日米経済摩擦』、NHK ブックス、1989年
- 中川幸次、『体験的金融政策論』、日本経済新聞社、1981年
- ポール ボルカー・行天豊雄（江澤雄一監訳）、『富の興亡』、東洋経済新報社、1992年
- 三重野康、『日本経済と中央銀行：前日銀総裁講演録』、東洋経済新報社、1995年
- 三橋規宏・内田茂男、『昭和経済史（下）』、日経文庫、1994年
- 宮里政玄、『米国通商代表部（USTR）：米通商政策の決定と代表部の役割』、ジャパントイムズ、1989年
- 森田達郎・原信編、『東京マネー・マーケット』第3版、有斐閣選書、1988年
- 郵政省郵政研究所、『郵貯・簡保の最新事情』、東洋経済新報社、1996年
- 吉富勝、『日本経済—世界経済の新たな危機と日本』、東洋経済新報社、1981年
- Meltzer, Alan H., *A History of the Federal Reserve, Volume 2, Book 2, 1970–1986*, The University of Chicago Press, 2009.

補論 1. 規制金利体系下における預貯金金利決定方式と郵便貯金

1980年時点では、民間金融機関の預金金利の上限は、終戦直後の1947年に制定された臨時金利調整法に基づき、金利調整審議会への諮問、答申を経て日本銀行政策委員会が決定することとなっていた。一方、郵便貯金の金利は、同じく1947年に制定され1963年に改正された郵便貯金法に基づき、郵政大臣の諮問機関である郵政審議会への諮問、答申および閣議決定を経て、政令として公布、施行されることとなっていた。こうした枠組みのもとで、実務的には、民間金融機関の預金金利の変更は、公定歩合の変更を受けてその時々が必要に応じて行われる（日本銀行が引下げ不要と判断すれば行わないこともあり得る）ことになっていたが、郵便貯金との間で資金シフトが生じないように、金利変更の時期や幅について事前に大蔵省と郵政省の間で交渉が行われていた。金利引下げに際して郵政省は、貯金者の利益保護を理由に利下げ幅の圧縮や利下げの影響を緩和するための代替措置を主張することが多かった。日本銀行は、1960年代以降、この点を金融政策の機動性の観点からみて問題としてきた³¹⁷。

2度の石油ショックを受けた高金利局面で、定額郵便貯金の有利な商品性（最長10年間にわたり半年ごとの複利計算で付利、6カ月の据え置き期間後はいつでも払い出し可能等）を背景に、銀行預金等から郵便貯金への多額の預け替えが発生し、官業による民業圧迫との批判が高まった。このため、1981年1月に内閣総理大臣の諮問機関として設置された「金融の分野における官業の在り方に関する懇談会」（郵貯懇）が、同年8月に民間預金金利と郵便貯金金利の一元的決定の確保を盛り込んだ報告書を鈴木善幸首相に提出した。さらに、この答申に基づき同年9月には、郵政相、蔵相、内閣官房長官の3閣僚が、預貯金金利決定のあり方について「郵政、大蔵両省は十分な意思疎通を図り、整合性を重んじて機動的に対処する」旨合意した³¹⁸。

上記のような進展を踏まえ、日本銀行は、1981年12月の公定歩合引下げ時以降、事前ではなく公定歩合の変更後に預貯金金利変更に関する実質的な協議を行う扱いとした。もっとも、1983年10月の利下げに際しては、公定歩合引下げから預貯金金利引下げまでに2ヵ月程度を要したため、金利調整審議会から日本銀行政策委員会に対して、「金融政策の機動性、有効性を確保する観点からみてはなはだ遺憾で

.....
317 1947年から1963年までは、郵便貯金の金利は郵便貯金法によって規定されていたため、金利変更のためには法改正が必要であった。戦後初めて預貯金金利の引下げが行われた1961年の経験を受けて、より機動的な金利変更を可能とするため、1963年に郵便貯金法の改正により郵政審議会への諮問、答申を経て政令で金利を決定することとされたが、その後も金利引下げ時における調整の難航がしばしば問題となった。『日本銀行百年史』第6巻、29～32頁、359～360頁、446～448頁、455～458頁、468～469頁、547～548頁。

318 『日本銀行百年史』第6巻、561頁および579～584頁。

ある」との意見具申が行われる³¹⁹など、問題の解決には至らなかった。

その後、1984年5月の日米円ドル委員会作業部会の報告書を受けて1980年代後半から1990年代初にかけて預貯金金利の自由化が進展する中で、1993年以降、定額郵便貯金金利等は市場金利を勘案して決定されることとなった³²⁰。

.....
319 金利調整審議会 [1983]。

320 郵政省郵政研究所 [1996] 97～100頁。

補論2. 「前川レポート」

対外不均衡を背景とする日米経済摩擦が日本の対外関係全体を危機的な状況に陥らせているとの認識に立って、中曽根政権は自由貿易体制を維持するために経済構造にまで踏み込んだ抜本的な対策を講ずる必要性を強く認識していた。こうした考え方のもと、1985年10月に設置された首相の私的諮問機関である「国際協調のための経済構造調整研究会」（座長：前川春雄前日本銀行総裁）は、東京サミット直前の1986年4月に報告書（いわゆる「前川レポート」）を首相に提出した。

同報告書では、「経常収支不均衡を国際的に調和のとれるよう着実に縮小させることを中期的な国民的政策目標」として、そのために「国際協調型経済構造への変革を図ることが急務」と指摘し、①内需主導型の経済成長、②輸出入・産業構造の転換、③適切な為替相場の実現およびその安定、④金融資本市場の自由化・国際化の一段の推進、⑤貯蓄優遇税制の見直し、の5点を提言した³²¹。

澄田総裁は、同報告書の結びで「国民ひとりひとりが、国際社会に対する積極的貢献こそわが国の発展の前提条件であることを明確に認識し、今後国民的課題として全力を傾注して取り組んでいくことが不可欠」と述べられている点について「全く同感であり、我々としてもそうした自覚を強めることが必要であると感じた」としている³²²。実際、日本銀行は、同報告書に盛り込まれた「経常収支不均衡是正に向けて内需拡大と中長期的な経済構造の変革を図る」との考え方を支持し、その後の金融政策運営面でも、物価安定が維持されている限り、国際協調の観点から内需拡大と構造調整を支援していくとのスタンスで臨んだ。

.....
321 報告書全文については、国際協調のための経済構造調整研究会〔1986〕を参照。

322 前掲総裁挨拶、1986年4月22日、No. 9271、6頁。

補論3. 金融自由化と短期金融市場運営の見直し

日本における金融自由化は、1970年代末以降、自由金利商品としての譲渡性預金の導入（1979年）、外為法改正に伴う居住者外貨預金およびインパクト・ローンの自由化（1980年）、銀行等による公共債の窓口販売業務の認可（1983年）等を受けて、金利や業務分野に関する規制緩和および内外資金移動の自由化の両面から徐々に進行していた。その後、抜本的な金融自由化のスケジュール化が盛り込まれた1984年5月の日米円ドル委員会報告書を契機として、1980年代後半にかけて加速した。具体的には、同年6月から円転規制が撤廃されたほか、1985年以降、大口定期預金金利の自由化が段階的に進められたことで、市場金利連動のスプレッド貸の比率も拡大し、金融機関の調達・運用の両面で自由金利のウエイトが増加した。この間、企業の資金調達面では、自由化の進展に加え、低金利下における株価上昇もあって、大企業を中心にエクイティ・ファイナンスや1987年11月に国内での発給が解禁されたCP（コマーシャル・ペーパー）等の証券形態による資金調達が拡大した（図表11（1）、（2）および（3））³²³。

日本銀行は、1980年代前半から、金融自由化の進展に伴い、いずれは金融政策運営方法の見直しが必要となるとの認識を持っていた。例えば、1984年時点で、金融自由化の過程における日本銀行としての最大の課題は、「金融政策の有効性をどのように保持していくかということである」としたうえで、「自由化のもとでは金利機能を活用していかざるを得ず、「預金金利まで含めた金利の自由化が進み、一方で国内金融市場とユーロ円市場の一体化かつ海外との資金交流が益々活発化してくることを展望すると、一段と金利政策の役割が重要」になるとの認識を持っていた³²⁴。

もっとも、日本銀行は、「わが国の金融市場では、永年にわたる関係者の知恵として目に見えない様々の慣行や暗黙の了解がはりめぐらされ、政策当局としてもそれを利用しつつ政策を行うという面もないではなかった」と指摘していた。「そうした従来の慣行が今崩れつつある半面、金融政策の効果を確かなものとするような新しい制度や仕組みはすぐには生まれてこないという場合もありうる」として、自由化の進展に伴い混乱が発生する可能性について懸念を表明し、金融政策の効果を維持していくかたちでの漸進的かつ秩序ある自由化の進め方を模索していた³²⁵。

日本銀行は、1980年代中盤には、「金融自由化、国際化の進展に伴って国内の金融市場間、内外の金融市場間における金利裁定が活発化し、各市場金利の連動性が相当高まってきている」と認識していた。これに対して、「金融政策の運営に当た

323 森田・原 [1988] 381～383頁、「昭和62年の資金循環」『調査月報』1988年6月、1頁、8～10頁、および「昭和63年の資金循環」『調査月報』1989年6月、1頁、9～14頁、30～32頁。

324 前掲総裁挨拶、1984年7月24日、No. 9268、6頁。

325 「本支店事務協議会における総裁開会挨拶」1984年10月23日、No. 9267、7頁。

り、金利機能の活用が従来以上に重要性を増して」きているとしつつ、「自由化、国際化が金融政策運営上の新たな制約条件を拡大させていることも事実であり、それだけ金融政策としては、対応に一層の工夫を要する」と考えていた³²⁶。

こうした中、1987年後半に景気の回復基調が強まると、ユーロ円金利やCD金利等オープン市場の金利が急上昇し（ユーロ円3ヵ月物、月中平均、1987年6月3.96%→10月4.87%）、緩やかな上昇にとどまった手形金利（3ヵ月物、月中平均、1987年6月3.64%→10月3.91%）との格差が拡大した。ブラックマンデー後にオープン市場の金利はいったん低下したが、景気の力強さが確認されると、1988年5月以降秋口にかけて再び上昇傾向を示し、手形金利との格差も拡大した（図表4-VI）。このため、手形市場からオープン市場への資金シフトが発生し、日本銀行が主たる金融調節の場としていた手形市場の残高が急減した³²⁷。

こうした状況のもと、日本銀行は、手形市場を含むインターバンク市場運営の見直しが必要と判断し、1988年11月から、「各市場間の一層活発かつ円滑な裁定取引を促すとともに、より肌目細かな金融調節を図る」との趣旨に即した短期金融市場運営の見直しを実施した。具体的には、①機動的な金融調節手段を拡充するため、短期（期間1ヵ月未満）の手形買いオペを導入するとともに、②市場関係者に対して、手形市場における期間1ヵ月未満の資金取引の導入と無担コール市場における期間1ヵ月以上の資金取引の導入について所要の検討を行うことを要請した³²⁸。あわせて、③1週間を超える取引について、それまで短資会社が日本銀行の意向を受けて毎朝建てていた気配値が廃止され、資金の運用者と調達者がビッドとオファーの金利を提示して出合いをつけていく方式（オファー・ビッド制）に改められた³²⁹。このときの見直しを機に、短期金融市場の規制は大幅に縮小し、名実ともに市場の実勢に基づいた自由な金利形成が行われるようになった。

この間、1989年1月には、都銀等において、公定歩合に連動していた従来の短期プライムレートに代わり、市場金利に連動する新短期プライムレートが導入され、順次切り替えが行われ、続いて地銀等でも導入の動きが進んだ³³⁰。

.....
326 前掲『調査月報』1986年5月、5頁。

327 「短期金融市場構造改革のインパクト」『金融財政事情』1988年11月7日、および「小畑義治（日本銀行営業局総務課長）インタビュー：市場メカニズムを活用した金融調節力の整備・拡充を図る」『金融財政事情』1988年11月21日、19頁。

328 営業局長私信「短期金融市場の今後の運営について」1988年10月21日、No.10608、対外公表文および1～2頁。

329 前掲『金融財政事情』1988年11月21日、21頁、および「銀行間市場金利、2週間物以上は市場実勢取引に——あすから実施」『日経金融新聞』1988年10月31日、1頁。なお、③のオファー・ビッド制への移行については、実施主体は銀行や短資会社等の市場関係者であり、日本銀行の公式文書では日本銀行からの働きかけがあったことは確認できないが、当時の市場慣行からみて、日本銀行の意向が働いていたことが想定される。

330 前掲営業局長私信、1989年3月28日、No.10610、別添7頁、および同、1989年6月29日、No.10610、別添6～7頁。

補論 4. 窓口指導の推移

窓口指導³³¹とは、「公定歩合操作・債券・手形売買等による市場金利コントロール、預金準備率操作等を補完する金融政策の一手段であり、日本銀行が取引先金融機関に対して、貸出計画を金融情勢に応じ適当と認める範囲に収めるよう指導すること」を指す。

窓口指導の開始時期は営業局に資金係が設置された1947年7月からとされているが、貸出政策の補完的手段としての地位が確立されたのは1957年の引締め期以降であり、同年5月の支店長会議の席上、山際総裁が初めて「窓口指導」という用語を使ってその必要性を強調したほか、同年6月の『調査月報』も初めて窓口指導に言及した。

窓口指導の対象金融機関は、1947年7月の開始時点では、都銀および日本興業銀行であったが、1957年5月に都銀と長信3行、1964年1月に都銀、長信、信託、地銀、1973年4月に都銀、長信、信託、地銀、相銀、上位信金と順次拡大され、一時期は上位外銀も対象となったことがあった。

窓口指導の具体的内容は、時期により変遷があった。1963年頃までは各行ごとに毎月の貸出増加額を一定の範囲内に収めるよう指導していたが、1964年の引締め期においては、毎四半期の貸出増加額の総枠を決定したうえで、各行に直近の貸出残高シェアで当該総枠を配分するという方式（「貸出増加額規制」）を採用した。その後、緩和期においては指導内容を各行の資金ポジション動向に重点を置いた「ポジション指導」としたほか、短期的な引締め期には、各行の計画をもとに日本銀行が必要に応じて計画の修正を要請する「貸出抑制指導」、本格的な引締め期には直近の貸出残高シェアのほか資金ポジションの良悪等種々の要因を考慮して各行の枠を配分する「貸出増加額規制」を実施していた。

1981年春以降は、各行の自主計画を尊重するとの基本スタンスを示した。1987年以降の超低金利局面では自主計画尊重の大枠を保ちつつ「節度ある融資姿勢」の要請（モラル・スウェージョン）を行い、さらに1989年5月の公定歩合引上げ以降は、土地・財テク関連の資金需要拡大に対し量的側面からの抑制を図るなど、各行の貸出枠の調整を行いつつ指導を強化したため、「自主計画尊重」の大枠は建前となり事実上形骸化していた。

窓口指導は「法的な拘束力を持つものではなく」、日本銀行が民間金融機関に対して「協力を求めるといった性格のもの」であった。民間金融機関としては、最後の貸し手（LLR）機能を持つ日本銀行と良好な関係を維持することで、日々の資金繰りにおいて流動性不足が発生するリスクを最小限にとどめることが期待できた。

331 とくに断りのない限り、以下の補論内の記述および引用は、営業局金融課事務参考資料「窓口指導の概要および推移」1991年6月、No. 40318に基づく。

また、1980年代までは公定歩合が市場金利（コールレート）より低く設定されていた中で、資金コスト面において「日本銀行からの借入れは恩恵であるから、恩恵を受けている銀行は日本銀行の方針に協力すべきであるという考え方」が、日本銀行に存在していた³³²。もっとも、民需主導の高度成長が終わりを告げ、民間金融機関の「オーバー・ローン」状態が解消し、1980年代に入って国債の流通市場が発達して平時における流動性確保が国債保有というかたちで可能となってくると、民間金融機関は日本銀行貸出にメリットを感じなくなっていた。

1984年の日米円ドル委員会報告書の公表を契機に、円転規制の撤廃、ユーロ円取引の自由化、預金金利の自由化の段階的实施等、金融自由化が加速する中で³³³、日本銀行としては、将来の金融政策運営において「金利機能の一層の活用」を図る必要があると考えていた³³⁴。また、金融機関の資金運用・調達両面で自由金利のウエイトが高まっていく中で、「個々の金融機関における自己責任原則に立った経営の健全性確保」が重要と考えていた³³⁵。

ただし、1985年10月時点では、「金融自由化の進展を背景に金融機関の市場性資金調達のウエイトが増加しつつあるとはいえ、ストック・ベースでは都銀でも現状2割程度に過ぎず、金利政策の波及ルートの制約は依然として存在すること」、「資金繰り指導を通じる本行の施策意図の周知及び情報収集等の面で、窓口指導の存在が引続き大きな役割を果たしていること」から、「引続き金利政策の補完的手段としてその機能、枠組みを温存していくことが適当」と考えていた³³⁶。

1984年の円転規制撤廃により、国内店の円建て貸出とインパクト・ローンとの裁定が活発化する中で、一段と金利低下が進んだ1986年秋以降、窓口指導の対象外であったインパクト・ローンの高い伸びが目立つようになった³³⁷。このため、日本銀行は、1987年4～6月期以降、都・長信、信託各行に対し、インパクト・ローンの伸びを「円貸出の伸びと極力平仄のとれたものとする」よう要請を行った³³⁸。もっとも、「自主計画全面尊重の基本的スタンスの下で」従来から窓口指導の対象外とされてきたインパクト・ローンについて「より踏み込んだ指導を行うことは仲々難しい面があり、また必ずしも適当とも思われない」とも考えていた³³⁹。さらに、金融機関経営の中核に位置付けられる貸出計画の策定に当たり、「各行の横並び」を意識しつつ人為的な枠を設定して日本銀行が事前調整を行うという窓口指導のあり方自体について、「調達面の自由化が進むなかで、貸出面においても各行独

.....
332 呉 [1973] 160頁。

333 「本支店事務協議会における総裁開会挨拶」1985年4月23日、No. 9269、5頁。

334 「本支店懇談会における総裁開会挨拶」1985年1月22日、No. 9268、7頁。

335 前掲総裁挨拶、1985年10月22日、No. 9270、6頁。

336 総務局長私信「総裁宛具申意見の検討結果について」1985年10月30日、No. 39993、別添1（9頁）。

337 前掲営業局長私信、1987年3月27日、No. 10607、1～3頁。

338 同上、1～2頁。

339 同上、2頁。

自の経営理念に基づく運営を目指していくという大きな方向と次第に相容れないものとなってきている」との認識を持つようになった³⁴⁰。こうした中で、1988年11月の短期金融市場運営の見直し以降は、「金利機能の活用により主眼をおいた政策運営を心掛け」たこともあって、市場金利の動きが「金融機関の融資行動への影響を及ぼしうる地合」となった³⁴¹。また、「市場金利連動型貸出や企業の資本市場調達の増大等を背景に、金利の引上げがより広範かつ直接的なインパクトを与えるようになりつつある」など、「近年の金融自由化進展の下で、政策効果の波及チャネルが従来に比べかなり多様化している」とも考えられた³⁴²。

こうした認識は、窓口指導のあり方に見直しを迫るものであった。しかし、1989年5月以降の引締め局面では、「これまでの長期に亘る金融緩和の過程で積み上がった流動性全体の水準が実体経済との関連からみてなおかなり高目」となっている状況にあった。日本銀行は、当面はインフレ圧力の抑制に注力すべきであり、「従来以上に早いテンポで貸出残高の伸び率低下を促していく必要がある」との判断に立って、「金額・内容両面に亘りより一層ディシプリンの効いた運営を求めていく」との基本方針に基づき各行の貸出枠の調整を行い、窓口指導を強化した³⁴³。

しかしながら1991年6月に至り、日本銀行は、同年7～9月期以降、窓口指導を廃止することを公表した。その背景として、まず、①民間金融機関の与信活動の面で「量的横並び意識が後退し、各行の実情に即した経営判断が十分加味されるようになってきている」ため、「銀行の与信活動面で金利機能が従来以上に効果的に働く傾向が強まっている」ことを指摘していた。他に、②各金融機関が、ノンバンク、不動産関連企業の破綻等の「信用リスクの顕現化」を眺め、過去の安易な応需姿勢に対する反省の上に立って「厳正な融資運営に回帰」すべく見直しを図っていること、③マネーサプライ動向等をみると、「これまでの金利政策の着実な効果浸透に加えて、BIS規制上の制約もあって、この先金融機関の貸出は、自由な計画策定を認めてもモダレートなものにとどまる見通しにある」こと、を挙げている³⁴⁴。

340 営業局長私信「窓口指導に関する新聞報道について」1987年3月18日、No. 10607、1～2頁。

341 前掲営業局長私信、1989年6月29日、No. 10610、2頁。

342 「支店長会議における総裁開会挨拶」1989年7月24日、No. 9276、5頁。

343 前掲営業局長私信、1989年6月29日、No. 10610、1～2頁。

344 前掲営業局長私信、1991年6月27日、No. 40318、2～3頁。

補論 5. マネーの位置付け

1960年代末以降、欧米諸国を中心に、金融政策の中間的な運営目標としてマネーサプライを重視すべきとの考え方が強まり、各国の中央銀行が M_1 や M_2 の増加率を政策運営目標として公表するようになった³⁴⁵。こうした背景として、①1960年代末以降の先進国の物価高騰に際して、通貨量軽視の金融政策が通貨供給量の加速的な増大を招き、これがインフレを招来したとの批判が高まったこと、②当時のように物価が大幅に変動する経済では、名目利子率と実質利子率との間に乖離が生じ、名目利子率が金融政策の有効な指標とらしくいとされたこと、③ケインズ政策がスタグフレーションを招いたとの批判を通じて、過度の貨幣供給量の増加は長期的にみれば物価上昇をもたらすに過ぎないとマネタリストの主張が広く受け入れられるに至ったこと、が指摘されている³⁴⁶。

日本銀行も、第1次石油ショック時の「過剰流動性」発生とその後のインフレの経験を踏まえ、1970年代後半以降、金融政策運営に当たってマネーサプライを従来以上に重視するようになった³⁴⁷。具体的には、1975年に「日本におけるマネー・サプライの重要性について」と題する論文を公表³⁴⁸したのに続き、1978年7～9月以降、毎四半期初に当該期のマネーサプライ伸び率の見通しを発表することとした³⁴⁹。

もっとも、当時、欧米中央銀行がマネーサプライを金融政策の中間目標として位置付けていたのに対し、日本銀行では、マネーサプライを公式に金融政策の目標と位置付けたことはなく、あくまで、金融政策運営上、他の諸指標とあわせて注意を払う対象として位置付けていた。この点について、1975年7月の『調査月報』論文では、「今後、物価の安定を確保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策の運営上、マネー・サプライの動向に十分な注意を払い、その行き過ぎを防いでいくことが大切である」としていた。同時に、「マネー・サプライと物価の

345 館 [1982] 209 頁。他に、「欧米主要国におけるマネー・サプライ残高重視の傾向とその背景」『調査月報』1975年3月、1頁も参照。

346 館 [1982] 211 頁。

347 中川 [1981] 63 頁、67 頁、189～194 頁。中川は同書の中で、第1次石油ショックに際して銀行間の激しい貸出競争を放置し、金融を量的に緩めすぎた結果、1972年秋にマネーサプライが前年比+28%まで増加したことは問題であったとの見解を示している。そのうえで、1974年12月の森永貞一郎総裁就任時に、金融緩和は慎重に進め、緩和が行き過ぎないようにすることとともに、マネーサプライの動向に留意することについて進言したと述べている。

348 前掲『調査月報』1975年7月、1～19頁。

349 前掲『調査月報』1978年8月、39頁。「日本銀行は、金融政策の運営上、他の諸指標と併せてマネーサプライの動向には特に注意を払っているところであるが、今般その見通しを公表することとしたのは今後マネーサプライに対し各方面の一層の関心と理解を求めていく必要があると考えたためである」と述べている。

量的な関係は、経済の局面によって変わりうるので、あらかじめ特定の M2 残高の伸び率を目標にかかげ、これを機械的に実現しようという態度は適切ではない³⁵⁰としており、その後もこうした基本スタンスは維持された。

日本銀行がこうした方針で臨んだ背景について、『日本銀行百年史』では、①マネーサプライと物価や実体経済との関係は、そのときの経済環境に応じて変化するものであり、とくに長期の目標値として公表するほどの自信のある設定は困難であること、②他方、いったん目標値として発表すると計数自体が独り歩きし、変化の激しい金融経済環境の中で、かえって臨機応変に対応すべき金融政策の機動性や自由度を損なうことになりかねないとの危惧が強かったことを挙げている³⁵¹。

1980年代に入ると、金融自由化の進展により、①マネーサプライ統計の対象外となっている類似の金融資産（国債や郵便貯金など）の残高が拡大傾向を辿るとともにマネー対象資産との間での裁定が活発化する中で、マネーサプライの実勢をよりの確に示すよう統計を改善することが検討された時期があった³⁵²。また、②マネーサプライが高い伸びを示す中で物価安定が続いていたことから、マネーサプライと物価との関係自体が不安定化したことが指摘された時期もあった³⁵³。

こうした状況下、日本銀行は、金融政策運営に当たって「マネーサプライの動向が万が一にも物価安定の基礎を損なうということのないよう」、マネーサプライの動向を含めた「内外の諸情勢を注視しつつ、適切かつ機動的に対応」を図るとしていった^{354, 355}。例えば、マネーの伸び率の高さが懸念された 1988 年にも、「マネーサプライの伸びもこのところ幾分鈍化しつつあるとはいえ、水準としてはなおかなり高い」としつつも、物価が安定していること等を理由に、「金融政策の運営に当たり、当面これまでの基本スタンスを維持する方針である」³⁵⁶として、金融緩和を続けた。このように、マネーサプライについては、金融政策運営上重要な指標のひとつとして他の諸指標とあわせて注意を払うとしながらも、実際に政策変更を行う際に、当該指標から得られる情報を必ずしも有効に活用することができなかったように窺われる³⁵⁷。

350 前掲『調査月報』1975年7月、1頁。

351 この間の経緯については『日本銀行百年史』第6巻、474～482頁を参照。

352 「最近のマネーサプライ動向について」『調査月報』1984年11月、13～20頁。

353 「最近のマネーサプライ動向について」『調査月報』1988年2月、1頁、6～16頁。

354 参議院予算委員会における総裁答弁（1988年8月23日）。国立国会図書館、国会会議録検索システム（<http://kokkai.ndl.go.jp>）参照。

355 なお、1980年代前半も同様に、マネーサプライの伸び率について何%が望ましいかは示し難いとしつつ、「物価ともならみ合わせながら、マネーサプライの管理についてはこれからも十分に注意してまいる」（1983年3月31日、参議院予算委員会における総裁答弁）として、重要な指標のひとつとみていた。

356 前掲総裁挨拶、1988年10月25日、No. 9274、9頁。

357 この点に関連して、先行研究では、1980年代前半においては、マネーサプライが以前に比べて安定していたこと、それとは逆に、1980年代後半においては、マネーサプライが乱高下したことが指摘

1994年8月の講演で当時の三重野康総裁は、1980年代後半の金融政策運営を振り返り、「多くの経済指標のなかで比較的はっきりと異常な動きを示していたのは、マネーサプライであったが、金融商品間の資金シフトの激化や資産価格変動の影響などの新しい要因を考慮に入れながら、マネー変動の意味を正確に読み取るだけのノウハウと自信に欠けていた」と述べた。そのうえで、そこから導くべき教訓と課題として、「中央銀行としては、歴史に対する深い理解を生かしつつ、マネーサプライの動向を含め経済の変動に対する洞察と、そのモニタリングのノウハウを不断に磨いていく」必要があるとしていた³⁵⁸。このような1980年代後半の経験への反省は、中長期的な物価安定を達成するうえで金融面の不均衡にも配慮するとの、その後の日本銀行の金融政策運営に対する考え方につながっていった。

されている（鈴木 [1993] 141～142 頁、岩田 [1993] 196 頁、210 頁など）。その背景について、「いつの間にか日本銀行がマネーサプライ軽視に傾いたことが一因ではないだろうか」（鈴木 [1993]）との見方もあるが、本文で記したような日本銀行関係者の見解を踏まえると、1980年代前半と後半におけるマネーサプライ変動に違いが生じた背景としては、日本銀行の政策運営スタンスが変化したという側面よりは、マネーの急激な変動を引き起こすような外部環境の変化が生じていたかどうかという側面が強かったように窺われる。

358 1994年8月31日、韓国銀行訪問時の三重野総裁講演。三重野 [1995] 40 頁。