

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ワークショップ
「日本銀行アーカイブ資料を用いた
歴史研究」の様

Discussion Paper No. 2014-J-12

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

ワークショップ 「日本銀行アーカイブ資料を用いた歴史研究」の様

要 旨

金融研究所では、2014年4月28日、「日本銀行アーカイブ資料を用いた歴史研究」と題するワークショップを開催した（第1部座長：武田晴人・東京大学教授、第2部座長：植田和男・東京大学教授）。

本ワークショップでは、中央銀行が過去に行った業務や政策に関し、どのような認識・判断に基づいて行われたものかを当時の資料を用いて整理のうえ検証の材料として提示し、その検証作業に参画することが重要との考え方のもとで、日本銀行アーカイブ資料を用いて作成された日本銀行の過去の金融政策運営等に関する論文2本が報告された。

本稿では、プログラムに即して、セッションごとに本ワークショップにおける論文報告、指定討論、自由討論および座長総括の概要を紹介する。

キーワード： アーカイブ資料、歴史研究

JEL classification: N15、N25

本稿に示された意見はすべて発言者たち個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。なお、2本の報告論文は、同ワークショップでの議論を踏まえ加筆・修正された。日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ No. 2014-J-13 および 2014-J-14 (<http://www.imes.boj.or.jp/research/dps-j.html>) を参照されたい。

目 次

1. はじめに	1
2. 第1部：「日本銀行の対民間信用供与における『国債担保貸出』の位置づけ について」	2
(1) 論文報告：森田泰子（日本銀行金融研究所企画役）	2
(2) 指定討論者のコメントおよびリジョインダー	2
(3) 自由討論	4
(4) 座長総括	6
3. 第2部：「1980年代における金融政策運営について」	7
(1) 論文報告：鎮目雅人（早稲田大学教授）	7
(2) 指定討論者のコメントおよびリジョインダー	7
(3) 自由討論	9
(4) 座長総括	11

1. はじめに

金融研究所では、2014年4月28日、「日本銀行アーカイブ資料を用いた歴史研究」と題するワークショップを開催した（第1部座長：武田晴人・東京大学教授、第2部座長：植田和男・東京大学教授）。

本ワークショップでは、中央銀行が過去に行った業務や政策に関し、どのような認識・判断に基づいて行われたものかを当時の資料を用いて整理のうえ検証の材料として提示し、その検証作業に参画することが重要との考え方のもとで、日本銀行アーカイブ資料を用いて作成された日本銀行の過去の金融政策運営等に関する論文2本が報告された。

本ワークショップのラウンド・テーブル参加者およびプログラムは、以下のとおりである。

<参加者>（アルファベット順、肩書きはワークショップ開催時点）

（第1部座長）武田晴人 東京大学教授（日本銀行金融研究所国内顧問）

（第2部座長）植田和男 東京大学教授（日本銀行金融研究所特別顧問）

永廣 顕 甲南大学教授

石井寛治 東京大学名誉教授

伊藤正直 大妻女子大学教授（東京大学名誉教授）

貝塚啓明 東京大学名誉教授（日本銀行参与）

粕谷 誠 東京大学教授

岡崎哲二 東京大学教授

櫻川昌哉 慶應義塾大学教授

佐藤政則 麗澤大学教授

鎮目雅人 早稲田大学教授

須藤 功 明治大学教授

寺西重郎 一橋大学名誉教授

靄見誠良 法政大学教授

矢後和彦 早稲田大学教授

（日本銀行） 吉田知生（金融研究所長）、小高新吾（金融研究所参事役）、森田泰子（金融研究所企画役）、小池良司（金融研究所企画役）

＜プログラム＞

▼ 開会挨拶（吉田）

▼ 第1部

- ・論文報告「日本銀行の対民間信用供与における『国債担保貸出』の位置づけについて」（森田）
- ・指定討論（粕谷教授）
- ・自由討論
- ・座長総括

▼ 第2部

- ・論文報告「1980年代における金融政策運営について」（鎮目教授）
- ・指定討論（岡崎教授）
- ・自由討論
- ・座長総括

以下では、プログラムに即して、セッションごとに議論の概要を紹介する（文責、日本銀行金融研究所、文中敬称略）。

2. 第1部：「日本銀行の対民間信用供与における『国債担保貸出』の位置づけについて」

（1）論文報告：森田泰子（日本銀行金融研究所企画役）

森田は、日本銀行の対民間信用供与における「国債担保貸出」の位置づけについて、日本銀行設立時から昭和40年代半ば（1960年代末）までの時期を対象として通史的な整理を行った。そのうえで、昭和44年9月の公定歩合引上げにあたり、商業手形割引を優遇する必要がなくなったとの理由で商業手形割引歩合と国債担保貸出利率を一本化する変更が行われたことは日本銀行設立時の考え方を大きく変える変更であったとみられるとし、その変更の背景について、金融調節の考え方、国債管理政策という二つの視点から、日本銀行アーカイブ資料や『昭和財政史』等に記載されている事項の整理・紹介を行った¹。

（2）指定討論者のコメントおよびリジョインダー

指定討論者である粕谷（東京大学教授）は、森田報告は、国債担保貸出を昭

¹ 森田泰子「日本銀行の対民間信用供与における『国債担保貸出』の位置づけについて」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ No.2014-J-13。
(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/14-J-13.pdf>)

和 40 年代半ばに商業手形割引と同様に優遇するようになったのは何故かという点に重点をおいていたが、多少視点を変えて、商業手形割引優遇という思想の変遷という観点からコメントをしたいとして、次のコメントを行った。

- 日本銀行設立にあたり、商業手形割引を重視することになった理由については、松方大蔵卿の「日本銀行創立旨趣ノ説明」にも明示的には書かれておらず、欧米の銀行が手形割引を重視していたためと考えざるを得ない。
- 欧米における真正手形理論は、次の変遷を辿ったことに留意が必要である。
 - ① もともとは短期の商業手形割引が流動性維持、銀行経営の健全性維持の観点から望ましいとする理論であり、中央銀行の政策を単独で規定するものでは必ずしもない（短期の商業手形の割引を銀行券発行の基礎として重視したことはよく知られているが、アダム・スミスも、銀行券の過剰発行を防ぐためには銀行券と正貨との兌換という仕組みが必要と考えていた）。
 - ② その後、兌換がない場合でも真正手形の割引を行っていれば銀行券の過剰発行は起きないという理論として拡張されていったが、この拡張に対して、ソートンが、兌換がない場合には銀行券発行の有効な歯止めとはならないとの批判を 1802 年に行っている。
 - ③ ソートンの批判にも拘わらず真正手形理論の影響力は引き続き残り、19 世紀半ばイングランドでピール条例（イングランド銀行に銀行券の発行権限を独占させる条例）の制定を巡って通貨学派と銀行学派の間で論争が行われた際に銀行学派の論拠となった。
 - ④ 20 世紀初頭にアメリカに導入され米国連邦準備制度発足時にもその重要な理論的バックボーンとなった。
 - ⑤ このように欧米では少なくとも 20 世紀初頭くらいまでは非常に有力な議論として認識されていたが、第二次世界大戦後はその影響力が失われていった。
- 日本における真正手形理論の受け止め方については、次の点が指摘可能である。
 - ① 商業手形の出回りが少ないため、真正手形理論は重視されていない。
 - ② 明治初期に来日して銀行指導に当たったアラン・シャンドも、銀行貸出は確実な担保を持った短期のものとするべきと言っているが、商業手形割引は重視していない。
 - ③ 真正手形理論は、物価が上昇した場合には、商業手形の名目額が上昇していくため拡張的な政策の基礎ともなりうるが、日本ではそのような拡張的な意味での政策の基礎として用いられたこともないと思われる。
- 森田報告では、昭和 44 年 9 月の公定歩合変更時に商業手形重視という日本銀行設立時の考え方の変更があったとしているが、上述のように実際にはも

っと前から日本銀行は商業手形割引を重要視していなかったのではないかと、また、仮に昭和40年代半ばになって商業手形割引を重要視しないとの判断を行ったのであれば、それはなぜか。

粕谷のコメントに対し森田は、①今回調査した資料をみると、商業手形の金利を低くしてその使用を奨励するという考え方が、明治30年、大正15年の各文書に記述されていること、②昭和44年9月の公定歩合変更の際の決裁文書では、公定歩合体系簡素化の理由について、「商業手形については、本行は従来自動決済性のある手形としてその割引歩合を他の貸付利子歩合に比し優遇してきたが」「経済界における諸取引のうちとくに商業手形取引だけを重視してこれを優遇する必要性は乏しくなっている」と記述されていること、から、日本銀行としては、商業手形割引重視という設立時の考え方を昭和40年代半ばまでは維持しようとしていたと理解した、と述べた。なお、昭和44年の検討資料には、経済界における諸取引のうち商業手形割引だけを重視して優遇する必要性が乏しくなっている理由の一つとして、商業手形の濫用が見られることが挙げられている、と付言した。

(3) 自由討論

自由討論では、まず、寺西（一橋大学名誉教授）より、本報告では商業手形割引歩合と国債担保貸出利率を比較しているが貸出には定期貸が含まれているため金利の比較にあたっては期間の調整が必要ではないかとのコメントがあり、これに対して、森田が、設立当初は定期貸について期間によって区別して金利を公示していたが明治15年12月に期間による区分が廃止された後は公定歩合としては期間による区別が行われていないことから、公定歩合変更時の考え方を辿るという観点から、公定歩合として公示されている金利の比較を行った、と説明した。

その後、主に、①商業手形の流通実態と商業手形重視という理念の関係等について、活発な議論が展開された。また、②「国債担保貸出」を巡る各種論点といった観点から、多様な意見が述べられた。

① 商業手形流通実態と商業手形重視という理念との関係

石井（東京大学名誉教授）は、商業手形の流通促進のため金利を下げたというのはいわば建前であり、支店政策等を含めた明治期の日本銀行の政策を全体としてみると、商業手形の流通促進よりも日本銀行の資産の健全性・収益性確保に軸足をおいていたと評価できる、すなわち、商業手形流通を積極的に後押しするのであれば支店開設を積極的に行う必要があったと思われるところ、明治期の日本銀行の支店は約10店舗にすぎない、と指摘した。また、当時の手形流通・割引の実態について、商品の裏付けの有無よりは振出人の信用の有無に

依存していたとみられるケースがある、と述べた。これを受けて、貝塚（東京大学名誉教授）は、真正手形主義について、そもそもは実物取引に対してファイナンスをすると健全性が確保されるという理論であったが、時の経過とともにそういったそもそも論から離れ、重要な理論ではなくなっていった印象を持つと述べた。

このほか、須藤（明治大学教授）は、米国の例をみると、連邦準備銀行の拠点数は相対的には少ないが、手形流通量の拡大を企図し商業手形の再割引を積極的に行った結果、連銀保有資産に占める商業手形のウエイトは大幅に増加しており、中央銀行がもつ政策的意図の効果は大きいと主張するとともに、大恐慌以降連銀の資産が商業手形から国債に大きくシフトしている点にも留意が必要、と述べた。

また、岡崎（東京大学教授）は、昭和17年の日本銀行法制定により、日本銀行は産業金融も行うという形で建前が大きく変わっているが、この点は本日のテーマに影響していないのか、と質問した。

これらに対して、森田は、真正手形理論に対する日本銀行の考え方について、日本銀行百年史においても、商業手形と日本銀行信用についての認識・考え方は時間の経過に伴い次第に変化したとの記述が行われており、徐々に変化したという理解が通説的な考え方かもしれないが、それまで別区分としていた商業手形割引歩合と国債担保貸出利率を昭和44年9月に統合したこと、すなわち、それまで維持しようとしていた「建前」をこの時点で放棄することとしたこと、は着目すべき点であると主張した。また、昭和17年の日銀法制定により産業金融を正面から認める条文が入ったこととの関係については、昭和21年の公定歩合変更の際の決裁文書が昭和17年以前と同じロジックで説明されていることを紹介し、商業手形割引と国債担保貸出の比較による通史的な整理を行うに際して、昭和17年の日銀法制定時の議論は捨象した、と述べた。

②「国債担保貸出」を巡る各種論点

佐藤（麗澤大学教授）は、「国債担保貸出」に焦点をあてた問題意識の所在について質問を行うとともに、昭和37年の新金融調節方式により金融調節の中心がオペレーションに移行したとの報告について、昭和7年12月に日本銀行が国債引き受けを開始した時点で債券を使った金融調節という発想が始まっていたのではないか、と述べた。これを受けて、蘆見（法政大学教授）は、「国債担保貸出」の背後には、日本銀行の対政府信用、対民間信用の仕組みという大きな問題があり、実態を把握するためには、日本銀行のオペレーション全体を含めた分析が望まれると述べた。そのうえで、今後の研究対象として日本銀行の対

財政ファイナンスという形に論点を広げるのであれば、明治 39 年の日露戦争の時点で大きな転換点があったと整理したうえで、第二次世界大戦前後の時期をそれぞれ二つに区分して、戦前と戦後をパラレルに比較することができるのではないかとコメントした。

伊藤（大妻女子大学教授）は、国債管理政策は、財政政策、金融政策双方からの分析対象となりうるとしたうえで、昭和 44 年の商業手形割引歩合と国債担保貸出利率の一本化が国債消化という観点から行われたのか、それとも市場における国債の割合が大きくなるという形で金融市場の構造が変わったことに対応した金利体系の組み換えなのか、という形で議論を展開していくことも可能であると述べた。また、アコード、ツイストオペレーション等米国における連銀と財務省との調整の問題と本日の報告テーマとの関係についても、今後、議論が深まると有用ではないかと述べた。また、矢後（早稲田大学教授）は、フランスに「国債は金融市場の日々のパン種」ということわざがあるように、対国家信用と対民間信用、商業手形と国債は一見分かれているようだが、実際の取引にあたっては、民間銀行が国債を割引に出してそれが流通するとか、商業手形市場が縮小した際に国債がオペレーション素材として出てくる、など、相互に連関をもっている、とのコメントを行った。

このほか、永廣（甲南大学教授）は、森田報告が焦点をあてた昭和 40 年代前半は、国債依存度が昭和 41・42 年度に急上昇、翌 43 年度から「財政硬直化」打開キャンペーンが始まり、歳出抑制といった動きがでてくる時期であるので、こういった点が国債市場や国債発行量にどう影響したのか、という点にも興味をもった、と述べた。

これらのコメントに対して森田は、本研究の問題意識の背景には、欧州中央銀行で国債担保貸出を積極化する動きをみて、国債購入と国債担保貸出の違いはあるのかという点に興味をもったことがあると述べた。また、国債管理政策と金融政策の接点にあり様々な論点を含みうるテーマであるだけに、本稿では、商業手形割引歩合と国債担保貸出利率の比較、その大小関係が変更になる際の説明振りという点にテーマを絞って日本銀行設立時から戦後までの流れを概観することを試みたが、関連する論点が多岐にわたる興味深いテーマであることを改めて認識した、と述べた。

（４）座長総括

座長の武田（東京大学教授）は、森田報告が焦点を当てた昭和 44 年の制度改正について、新金融調節方式以降、マーケットに委ねながら成長通貨を供給していくという形で対民間信用面の変化が生じていたところに、昭和 40 年代入り後の国債発行・管理に関する大蔵省の要求への対応という別の側面の話が加わったという形で整理した。そして、こういった整理のもとで、指定討論者から

提示された真正手形理論の長期的な変遷からみた日本銀行の対応の位置づけや、その後の自由討論で問題提起のあった対政府信用の一手段としての国債担保貸出との視点、昭和40年代の市場構造の変化と昭和44年9月の制度変更との関係、等について検討すると、議論が深まっていくと思われると述べた。そのうえで、提示された各種論点について参加者で共有し、日銀アーカイブ資料も含め各種資料を用いて研究を深めていくことが望まれる、と述べた。

3. 第2部：「1980年代における金融政策運営について」

(1) 論文報告：鎮目雅人（早稲田大学教授）

鎮目は、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した。そのうえで、この時期の金融政策運営を歴史的観点からみると、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はないかと主張した²。

(2) 指定討論者のコメントおよびリジョインダー

指定討論者の岡崎（東京大学教授）は、鎮目の報告に対し、当該論文は、アーカイブ資料などの同時代の資料を使って、当時の金融経済情勢や政策姿勢に関する日本銀行の認識を整理したことが特徴といえる、と述べた。そのうえで、以下の4点についてコメントした。

- ① この論文で指摘された論点の多くは、既に先行研究で取り上げられており、これまで使われてこなかった日本銀行のアーカイブ資料から、どのような新たな知見が得られたか明らかでない。例えば、本論文では、1980年代後半の引締めが遅れた背景として、主に、物価安定の持続や日本経済の生産性に対する楽観的な見方、資産価格変動の影響の過小評価といった情勢判断と、不況回避のための円高阻止や内需拡大抑制による経常収支黒字縮小といった政策思想を挙げている。これらの点は翁・白川・白塚 [2001]³など先行研究でも指摘されているが、今回の論文で提起された新たな知見は何か。

² 伊藤正直・小池良司・鎮目雅人「1980年代における金融政策運営について」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ No.2014-J-14。
(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/14-J-14.pdf>)

³ 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。

- ② 資料の性格、解釈、評価に関する著者の考えを伺いたい。例えば、アーカイブ資料である支店長会議の総裁の開会挨拶は、どのようなプロセスを経たどのような性格の文書と理解すればよいのか、誰が起草してどのような調整を経たのか、といった点を明らかにし、それをふまえて評価すべきではないか。同様に、総務局長私信や営業局長私信といった他のアーカイブ資料についても、どのような性格のものと捉えればよいのか、例えば、誰が起案して誰に宛ててどのような目的で発信された文書なのかを明らかにしてほしい。
- ③ 政策決定の背景にある経済理論的なフレームワークが何で、時間に伴いどのように変化したのか、伺いたい。例えば、1986年1月から4月にかけて行われた公定歩合引下げ時の記述では、その効果として、内需拡大をケインズ主義的に重視する一方で内外資本移動や為替レートへの意識が弱かったように見える。これに対し、1987年2月の公定歩合引下げ時には資本移動や為替レートをより強く意識をしていたように見える。この二つの時期で政策決定の基礎となった理論的フレームワークに違いはあるのか。また、違いがあるとすれば、新しい理論的フレームワークが導入された経緯、理由は何か。
- ④ 詳細に1980年代の金融政策をサーベイしたこの論文から、現代の日本銀行にどのような政策的含意を引き出すことができるか。例えば、金融政策を **Fed view** と **BIS view** といった観点から捉えることができるが、80年代の金融面の不均衡拡大に対する日本銀行の考え方はこうした観点から整理できるのか。また、それは今日の日本銀行にとって何を意味するのか。さらに政府との関係について、当時の経験から何を学ぶことができるか。

岡崎のコメントに対し、鎮目は、①1988年頃の日本銀行の認識に関する記述を除くと、必ずしも先行研究と異なる認識はなかったが、これまで議論されてきた論点が、日本銀行の内部資料でも裏付けられるということは、新発見でなくても学術的な貢献になると考えていると述べた。また、②支店長会議総裁挨拶や総務局長私信は当時金融政策の運営を担当する部署（総務局企画課）が起案し、支店長等幹部職員に説明したものであり、当時の日本銀行の組織としての政策スタンスが端的に表れていると考えられると主張した。また、③資料を読む限り当時の政策決定はいわゆる総合判断に基づいており特定の理論フレームワークに依っていたわけではないように観察される、と述べた。そのうえで、④当時の日本銀行の金融面の不均衡に対する立場は、必ずしも明確ではないが、当時の経験を踏まえ、その後の日本銀行が所謂 **BIS view** に近い立場を意識するようになった面もあるように窺われると述べた。

伊藤は、政策決定に当たっての理論フレームワークについて、今回の研究を行う以前、日本銀行の外部からみて、マネーサプライを目標値としていた姿勢が80年代半ば頃変わったのではないかと考えていたものの、内部の資料からは、マネーサプライ・コントロールはむしろ80年代を通して金融政策の下位におかれていたように見えると述べた。また、総務局長私信、営業局長私信は、総裁に近い主要局の局長が支店長等に宛てた通知であり、史料価値は高いと指摘した。加えて、金融面の不均衡に対する当時の日本銀行の考え方については、今回資料が対象とした80年代だけでなく、90年代もみないと評価できない部分は残ると留保した。

(3) 自由討論

自由討論では、主に、①アーカイブ資料の性質と解釈、評価に対して、批判的な検討と丁寧な説明が必要ではないか、②バブル拡大時の日本銀行内部の認識をさらに検討してはどうか、③政策判断にいたる意思決定プロセスをより明確に示すことが望ましいのではないか、という観点から意見が述べられた。

①アーカイブ資料に対する批判的な検討・丁寧な説明

植田（東京大学教授）は、支店長会議の総裁挨拶といえども踏み込んだ表現は避けられており、読み取れる情報には限りがあることに注意すべきではないかと指摘した。また、武田は、史料については、批判的に検討したうえで用いるべきであり、例えば、総裁の支店長会議での挨拶でも政策姿勢の背景がすべて含まれるとは限らない点等に注意すべきと主張した。また、矢後は、例えば金融政策運営に関する外国局のスタンスや資料について著者はどのように評価するのかと質問した。

これらの意見に対して、鎮目は、史料批判の必要性に関するコメントは真摯に受け止めるとしたうえで、本研究がアーカイブ資料の記述を鵜呑みにしたものではないとした。そのうえで、総裁挨拶は当時の政策の全貌を明らかにするものではないものの、日本銀行としての現状認識や基本的な政策姿勢は比較的フラットに記述している、と評価した。また、マクロの金融政策については、外国局のスタンスよりは、それを反映するかたちで金融政策に直接関与していた総裁および総務局企画課ラインの考えが重要であるとの認識に立って、これらに関係する資料を中心に利用したと述べた。

②バブル拡大時における日本銀行内部の認識

佐藤は、1990年4月の支店長会議総裁挨拶に出た「バブル」の表現が論文中で引用されているが、日本銀行がバブルとの認識を持ったのはこの頃なのかと

質問した。岡崎は、バブルが拡大していた時期、例えば 88 年に、何人かの有力な経済学者がすでにバブルの可能性を指摘した論文を発表しており、日銀全体での緩和維持の判断は変わらなかったにせよ、内部には、経済情勢に懸念を持つ見方もあったのではないかと述べた。また、矢後は、同じく 88 年頃について、日本銀行は、インフレ懸念などから利上げした西ドイツとは異なり、景気拡大下でもインフレ懸念が小さく経済は好調と主張していたが、内部認識も同様だったのか、またそれが後にどう修正されたのかと質問した。さらに、櫻川（慶応義塾大学教授）は、89 年以降の引締めでは、日本銀行は当初からバブルを完全に潰すために急な収縮を狙っていたのか、それとも景気の緩やかな減速と軟着陸を狙っていたのか、と質した。この他、蘆見は、82 年から 86 年頃にかけて作成していた日本銀行百年史では反インフレ意識が滲み出ていたとの認識を示したうえで、当時の政策運営にはこうした百年史の考え方が反映されていたのか、また百年史は行内でどのように受け取られたのかと質問した。

これらに対して、鎮目・伊藤は、今回調査した資料の中でバブルという言葉が出てきたのは 90 年頃と述べた上で、バブルという語句の初出と金融面の不均衡への警戒を示した時期は必ずしも一致しないとして、例えば 86 年 5 月には「乾いた薪」という言葉で過剰流動性への警戒が示されたこと、86 年から 87 年秋頃までマネーの伸びに対し強い警戒感を保っていたことを指摘した。また、小池（金融研究所企画役）は、88 年頃は、総裁挨拶などの記述でみる限りは、日本銀行内部でも経済は好調と認識しており、警戒感は強くなかったと主張した。また、伊藤は、こうした経済への楽観的な見方は、89 年も徐々にしか変わらなかったことを指摘した。鎮目は、89 年頃の政策姿勢について、当時の資料をみる限り、バブルを潰すために急な収縮が必要だとは考えていなかった一方、後にバブルが崩壊に向かう段階でも、これが先行き経済の停滞を招くとの意識は十分でなかったように伺われると述べた。更に、百年史で滲み出たとされるインフレ回避の認識については、当面の物価安定の重要性を強調する政策思想を通じて、当時の政策運営に影響していたように窺われると主張した。加えて、小池は、当時の百年史は編纂委員会が作成したが、当論文は行外の研究者と共同で 3 名の個人名論文として作成された、と述べた。

③政策判断に至る意思決定プロセス

植田は、金融研究所で行われた 80 年代から 90 年代に行われた金融研究会⁴で自身が議論した経験に鑑み、総裁挨拶などでは言及されていなかったとしても、

⁴ 例えば金融研究会「資産価格の変動と日本経済」（1989 年 11 月 30 日開催）では、資産価格上昇のメカニズム、実体経済への影響、政策運営上の意味が議論された（『金融研究』第 9 巻第 1 号（1990 年 5 月）参照）。

日本銀行内部では多様な議論が行われていたと述べた。また、貝塚は、80年代に有識者や本行幹部等と接した経験に鑑みると、総裁挨拶は建前だけではないように思う、と述べた。そのうえで、政策決定プロセスにおいて、海外では米国、国内では政府との政治的な関係やこれに関する日本銀行内部での議論が整理できれば望ましいと主張した。

この点に関連して、武田は、論文中、総裁の意思決定プロセスや、意思決定前に行われた議論が必ずしも明確に示されておらず、政策決定上、内部で広い議論はさほどなされていなかったようにもみえる、と述べた。また、粕谷は、意思決定に至る議論の過程がわかりづらいことが、政策が突然変更されるイメージに繋がると指摘したうえで、総裁の個性が政策決定に反映される部分が大いなのであれば、例えば総裁の任期ごとに時期区分をすることも考えられるのではないかと述べた。

鎮目は、意思決定プロセスに関する分析の重要性を認めた一方、今回の論文については日本銀行が組織全体として各時期において経済情勢をどう見ていたか、どのような政策スタンスで臨んでいたかという観点から整理した、と述べた。また、伊藤は、資料を見た印象として、意思決定はある程度総裁に集約された形で、さほど多くない人数で行われていたように見えると述べた。同時に、80年代はわが国経済の開放度合いがより高まり、総裁の意思だけで政策を決められる程度が弱まった時期でもあったため、総裁の任期だけで時期区分することは難しいと主張した。

(4) 座長総括

座長の植田は、本論文について、総裁挨拶や総務局長私信などこれまで十分活用されてこなかった資料を丁寧に調査・分析したことは一つの貢献であると総括した。他方、これらをまとめた成果物から分かることは、先行研究などで既知のことが多い、とも指摘した。

そのうえで、金融面の不均衡を金融政策運営面で意識するマクロプルーデンス的な考え方は、80年代において金融政策運営を決定付けるほどの根拠としては抱かれなかったこと、これが80年代後半のニューエコノミー論の興隆に繋がったことを指摘した。そして、米国も2000年代に同じ間違いを犯したことに鑑みれば、金融面の不均衡へどう対応するかという点は、当時だけでなく引続き現在にも残る課題であると述べた。

この間、金融政策運営の方向が80年代の経験を経て物価の安定にシフトしていったことについて、88年頃などの物価上昇率もかなり低かった点に鑑みると、当時のインフレ率は低すぎるという議論の有無、およびデフレへの警戒への有無についても、興味深い論点になりうると述べた。

また、当時の日本銀行は、窓口指導を通じたミクロ的なモラルスウェージョンで貸出抑制を行っており、この論文では、この関係資料も丁寧に分析された点を評価した。そのうえで、今後の検討課題として、ミクロ的な貸出抑制要請がマクロ的にどういう意味をもっていたか、ミクロの対応が逆に低金利での緩和を長引かせるといった見方が無かったかという論点についても提示した。

以 上