

1990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 おおぬき まり もりた やすこ
伊藤正直／大貫摩里／森田泰子

要 旨

本稿では、1990年代の金融経済情勢ならびに金融政策運営について、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。

本稿作成作業を通じて確認できた点は次のとおりである。第1に、1990年代は、金融政策運営の考え方が透明性を重視する方向に変わっていった時期であった。これは、金融調節の指標が公定歩合操作から市場金利誘導へと移行し、市場との対話が一段と重要性を増したということが基本的な背景であるとみられるが、1998年4月に独立性と透明性を重視した改正日本銀行法（以下、新日銀法）が施行されたことも、透明性重視の流れを加速した。第2に、透明性重視という変化を背景に、1990年代後半（とくに新日銀法制定以降）は、公表資料が充実していった。このため、本稿で用いる資料も、とくに後半においては、公表資料中心となっている。第3に、1990年代は金融システムへの配慮が金融政策運営において重要な時期であった。このため、本稿では、不良債権の処理等を中心に金融システムの問題についても多くを記述することとなった。

キーワード： 金融政策運営、不良債権処理、金融システム危機、新日銀法、ゼロ金利政策

.....
本稿の作成に当たっては、査読者の方々および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 大妻女子大学学長（E-mail: masaitoh@otsuma.ac.jp）

大貫摩里 日本銀行金融研究所企画役補佐（E-mail: mari.oonuki@boj.or.jp）

森田泰子 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: yasuko.morita@boj.or.jp）

1. はじめに

本稿では、1990年代の金融経済情勢ならびに金融政策運営について、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料（以下、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。筆者のひとりには、1980年代を対象として、同種の作業を行っており¹、本稿はその続編としての性格を持っている。ただし、1980年代と1990年代を比べると、日本銀行アーカイブ資料は時の経過等を反映して1980年代の方が手厚い一方、金融政策運営の考え方が透明性を重視する方向に変わったことを背景として、公表資料は1990年代の方が充実しているという違いが存在する。このため、本稿のとくに後半は、公表資料に依拠した記述が多くなっている²。

整理の視点は、伊藤・小池・鎮目 [2015] と同様に、①どのような考え方に基いて政策運営を行っていたのか、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、といった点に置かれるが、1990年代を扱う本稿においては、これらに加えて、③金融部門における不良債権問題の発生とその結果としての金融機関破綻が金融政策運営にどのような影響を与えたか、④改正日本銀行法（以下、新日銀法）の制定が金融政策の策定・運営にどのような影響を与えたかといった点にも言及しつつ、整理を行いたい。

わが国の1990年代を概観すると、バブル経済のピークからの急落を起点とし、バブル崩壊とデフレ発現といった経済の長期停滞に悩まされ続けた10年であったとすることができる。これらの点を金融情勢の推移からみると、①資産価格の大幅かつ継続的な下落、②長期に亘る経済成長の停滞、③量的金融指標の伸びの減速、④企業部門の資産減価と金融機関の不良債権問題の発生の4点から把握できる。

こうした情勢のもとでの金融政策運営を歴史的観点からみると、以下の点を指摘することができる。第1に、1980年代後半から進行した、短期市場金利を操作目標とした金融政策運営への移行は、1990年代の半ばまでにほぼ完成した。それまでの公定歩合操作を指標とする金融政策運営は、1994年10月の預金金利自由化の完了によってその性格を変えることとなった。1995年3月には、市場金利誘導を独立した政策手段と位置付け、市場調節方針を対外公表文の形でアナウンスする方法を導入した。それまで想定されていた、公定歩合と預金金利や貸出金利との直接的な連動性はこの時点で失われた。

第2に、これに対応して、金融調節の面では、1990年代後半に、日本銀行貸出（以下、日銀貸出）からオペレーション（以下、オペ）主体の金融調節方式への移

1 伊藤・小池・鎮目 [2015]。

2 本稿の作成に当たって利用した日本銀行アーカイブ資料は、2017年目録公開分までである。

行が最終的に完了した。1991年6月の窓口指導の廃止後も続けられてきた都市銀行9行に対する貸出限度額（クレジットライン）制度は1996年1月には廃止され、以後、金融政策運営はもっぱら各種オペによる金融調節として展開することとなった。公定歩合のアナウンスメント効果（政策スタンスの大枠を明示的に示す効果）は、なお広く社会的に意識されていたが、その実質的な意味は、日本銀行が個別に流動性供給を行う際の単なる貸出金利となった³。

第3に、この時期、バブル崩壊による不良債権問題の発生と深刻化、金融機関破綻の発生は、日本銀行に対してプルーデンス政策の継続的遂行を余儀なくさせた。1992年度から1999年度までの不良債権処分損の累計は54.7兆円に達した⁴。プルーデンス政策は銀行監督当局と日本銀行の連携のもとに実施され、システミック・リスクの顕在化を回避するという役割を果たした。一方で、破綻処理法制や包括的なセーフティネット整備の遅れから、不良債権処理は長期化し、マクロ経済に対する足かせとなり、さらにはこの時期の金融政策運営に影響を与えることとなった。こうした状況のもとで、日本銀行は、1999年2月以降、いわゆるゼロ金利政策を世界に先駆けて採用した。

第4に、こうした状況の中で、1998年4月に新日銀法が施行された。同法は、1996年から制定への動きが始まり、学界関係者、金融政策当局者OB等を巻き込んだ活発な議論、内閣総理大臣の諮問機関である中央銀行研究会、大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会での審議等を経て成立したものであった。新日銀法制定の過程では経済・金融の国際化や市場化の進展を踏まえて抜本的な中央銀行制度の改正が検討され、独立性と透明性を理念とする新しい枠組みが新法の柱となった。新日銀法によって、政策委員会が唯一の政策決定機関と位置付けられ、金融政策の独立性・透明性を確保する法的・制度的枠組みが整った。これ以降、日本銀行の金融政策は、名実ともに、政策委員会によって決定されることになり、1990年代半ばに確立した各種オペによる金融調節を柱とする金融政策運営は、政策委員会における討議・決定を経て実施されていった⁵。

以上の4点を念頭に置いて、当該期の金融政策運営を整理していく。

本稿の構成は、次のとおりである。以下、本文では、(1) 急激な金融引締め（1989年春～1991年春）、(2) 金融緩和への転換と長期の景気下降（1991年夏～1993年末）、(3) 金融環境の変化と金融政策対応（1994年初～1995年夏）、(4) 金融システ

.....
 3 その後、2001年3月に補完貸付制度が新設され、2006年6月まで、補完貸付の適用金利を「公定歩合」として公表していた。しかし、2006年7月の金融政策決定会合で、補完貸付の適用金利には金融政策の基本スタンスを示す役割はないため、政策金利という印象を与えがちな「公定歩合」ではなく「基準貸付利率」という用語を用いることが適当であるとの見解で一致し、以降、補完貸付の適用金利は、「基準貸付利率」として公表されることとなった（日本銀行[2006]8～9頁、15頁）。
 4 金融庁[2000]。不良債権処分損は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行の主要行のみの計数（全国銀行の数値は、1995年度以前へ遡及不能）。
 5 これに伴い、それまで行われてきた「役員集会」は廃止された。詳細は補論3参照。

ム危機の顕在化（1995年秋～1998年夏）、（5）新日銀法のもとでの金融政策（1998年秋～2000年夏）と、時系列に沿って、整理を行う。あわせて、1990年代の金融政策を整理するうえで重要なテーマのうち、金融政策ルール、日本銀行の特別融資（日銀特融）、日本銀行法改正（1998年新日銀法）の概要の3点について、補論の形で整理を行う。

2. 急激な金融引締め（1989年春～1991年春）

（1）金融引締めへの転換（1989年春～1990年夏）

イ. 内外経済情勢の推移

1980年代後半を通じて金融緩和が続く中、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進行した。マクロ的な対外不均衡の改善は、日米間の経済摩擦の焦点を、個別分野の貿易障壁や市場の閉鎖性等の構造問題へと移し、先進5カ国（Group of Five: G5）や先進7カ国（Group of Seven: G7）による多国間協議から2国間協議へと交渉の場を移していった。

1984年の日米円ドル委員会を起点とする金融・資本市場の自由化と国際化も、1985年以降段階的に進められた。1987年6月に大蔵省は自由化スケジュールを可能な限り盛り込んだ「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」を発表した。そこでは、まず、預金金利の自由化が喫緊の課題とされ、また、この「当面の展望」に基づいて、コマーシャル・ペーパー（Commercial Paper: CP）市場や株価指数先物市場の創設が行われ、1989年4月には金融先物取引所が設立され、同年6月には金融先物取引が開始された。預金金利自由化は順調に進行し、1989年には小口の市場金利連動型定期預金（Money Market Certificate: MMC）が導入され、既に自由金利商品となっていた大口定期預金の下限額がさらに引き下げられた。こうして1989年末時点には、規制金利一般定期預金44.5兆円に対して、自由金利定期預金151.0兆円、MMC11.2兆円、小口MMC19.3兆円となり、自由金利ないし市場金利連動型預金が大半を占めるまでになった⁶。

こうした状況を背景に、金融機関行動の積極化とそのもとでのマネーサプライの急激な伸び、企業金融におけるエクイティ・ファイナンスの急増、株価や地価の高騰といった金融面の不均衡が顕在化した。1980年代半ばからみられた金融機関行動の積極化は、1987、1988年には自己資本比率規制（以下、BIS規制）の自己資本

.....
⁶ 大蔵省銀行局金融年報編集委員会 [1989] 12～19頁。

に有価証券含み益45%の算入が認められたこともあって一挙に加速した⁷。プラザ合意以降の長期に亘る金融緩和も資金調達コストを引き下げて投機家の資金調達を容易にした。さらに、相対的に土地保有に軽く売買益に重い土地税制も土地供給を抑制する効果を有し、思惑的な土地需要とあいまって激しい地価上昇をもたらした。すなわち、1986年5月の「民間事業者の能力の活用による特定施設の整備の促進に関する臨時措置法」（民活法）制定を受けて、開発プロジェクトが次々に生まれ、これによる思惑的な土地需要が地価を引き上げ、それが株価の高騰に影響し、株価高騰が資金調達を容易にして土地需要を高めるといった資産価格のスパイラルが発生したのであった⁸。

このような地価騰貴の進行に対し、1987年10月、大蔵省は土地関連融資の厳正化について金融機関に通達を發し、投機的な土地取引への融資の自粛を求めた。また、政府は、1988年6月には「総合土地対策要綱」を閣議決定し、翌1989年12月には土地基本法を公布施行させる等、投機的な土地取引の抑制を図った。

ロ. 金融政策面の対応

こうした状況のもと、日本銀行は、長期に亘り金融緩和が継続する中で、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と判断していた⁹。また、金融自由化と国際化の進展に伴い、国内の各種金融市場間、内外の金融市場間における金利裁定が活発化し、各市場間の連動性が高まること、従来の金融政策運営の見直しを要請しているとも判断していた。このため、1988年11月、日本銀行は、短期金融市場運営の見直しを実施した。これに伴い、これまで公定歩合に連動していた短期プライムレートに代わって市場金利に連動する新短期プライムレートが導入され、市場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。

このように、市場実勢を反映した金利形成が行われるようになった中で、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

7 米国の提案に英国、日本等が賛同して、1988年に制定された市中銀行に対する自己資本比率規制（Basel Committee on Banking Supervision [1988]）。自己資本を分子とし、ウエイト付けしたリスク・アセットを分母として、これが8%以上であることを要求するものであった。Basel Iともいう。国際的な銀行システムの健全性の強化と国際業務にかかわる銀行間の競争上の不平等の削減を目的とした。払込済資本金と公表準備金のみを自己資本とするという英米原案に対しては、各国から改善要望が出された。この結果、各種の補完的自己資本の設定が認められることとなり、日本は、Tier1（株主資本）とTier2（劣後債や有価証券含み益の45%等）の合計額を自己資本とすることとなった。このため、本来は健全性強化を目的とするこの規制が、バブル期の株価の高騰のため過大な貸出を生み出す背景（= Tier2増加分の12.5倍まで貸出を増加できる）のひとつとなったとされている。

8 小峰 [2011] 284～286頁。

9 「平成2年4月24日 支店長会議における総裁開会挨拶」、日本銀行アーカイブ資料『支店長会議（含、支店次長会議）2.4.23～3.12月』41807（以下、資料名の後に表示の番号は日本銀行アーカイブ資料の検索番号を示す）。

市場金利が上昇傾向を辿っていた。これを受けて、1989年5月、日本銀行は、公定歩合の引上げ（2.5%→3.25%）に踏み切った。引締めへの転換である。その後も、需給引締め、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。1989年4月の消費税3%導入に伴う影響を除くと¹⁰、消費者物価、卸売物価とも消費税導入前と比べて目立った変化がみられない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¹¹。

.....
10 当該期に日本銀行調査統計局は、消費税の導入と各種物品税の廃止により、物価動向の真の姿がみえにくくなったとして、物価統計を用いた物価動向の判断に慎重となっていた。

1989年4月28日に公表した「情勢判断資料（平成元年春）」には、「消費税の導入に伴い、4月上旬の国内卸売物価は、前旬比+1.7%（前年比+2.1%）、また4月の消費者物価（東京、除く生鮮食品）は前月比+1.5%（前年比+2.8%）の上昇を示している」との記述があるが、このうちどの程度が消費税の影響によるものかについての記述はない（日本銀行調査統計局〔1989a〕6頁）。同資料公表時の記者レクにおいて、「税制改革の消費者物価に与える影響は1.2%とみてよいのか」との質問に対して、南原調査統計局長は、「1.2%というのは企画庁の理論値であり、若干幅をもって考えるべきではないかと思う」と答えている（「平成元年5月1日 調査統計局物価統計課 情勢判断資料（平成元年春）記者レクメモ」、日本銀行アーカイブ資料『記者レク資料9 H元年4~6月』27915）。また、4月24日に開催された卸売物価に関する記者レクにおいて、調査統計局の引馬物価統計課長は、消費税導入をはじめとする税制改正が卸売物価に与える影響について、「①卸売物価の調査対象となるのは、第一次卸売業者の販売価格であり、消費税の課税対象である工場出荷価格と異なること、②物品税、酒税等今回改廃された他の税の影響の特定化も難しいこと、から正確に把握できないし、また、厳密に数字で示すこともできない」と述べている（「平成元年4月24日 調査統計局物価統計課 卸売物価（4/上旬）記者レクメモ」、日本銀行アーカイブ資料『記者レク資料9 H元年4~6月』27915）。その後、平成元年夏および平成元年秋の情勢判断資料においては、「消費税の導入に伴い、卸売物価、消費者物価とも4月に価格水準が上昇したが、以下ではその影響を一応概念的に除去したペースで議論を進める」との記述があるが、「その影響」がどの程度かが定量的に示されているわけではない（日本銀行調査統計局〔1989b〕7頁、日本銀行調査統計局〔1989c〕7頁）。

この頃、調査統計局では、経済のサービス化の進展の結果、金融政策運営上重視すべき「経済活動の体温計」としての卸売物価の機能が低下しているのではないかとの問題意識を持っていた（「平成元年1月19日 支店長会議資料 調査統計局 わが国経済の当面する諸問題」、日本銀行アーカイブ資料『特殊報告 支店長会議資料1/2』28822）。こうした問題意識に基づいて、卸売物価指数を補完する役割を持つ企業向けサービス価格指数の開発に取り組み、1991年より公表した（日本銀行調査統計局〔1991b〕、「平成3年1月9日『企業向けサービス価格指数の内容と1985年以降最近時までの動きについて』記者レクメモ」、日本銀行アーカイブ資料『記者レク資料17 H3年1~2月』27923）。

11 総務局長私信「平成元年10月11日 公定歩合の引上げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 昭和62~平成2年』40050。なお、2000年7月に金融研究所主催で開催された国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」の開会挨拶で、速水優総裁は、バブルの発生・拡大を巡る金融政策の責任について、景気回復が明確化した1988年夏以降も低金利を比較的長く維持し低金利永続期待を根づかせた点にある、と指摘した。そして、「中央銀行が目標とすべき物価安定とはある一時点での物価安定ではなく、中長期的な経済成長を支えるための持続的な物価安定である、ということを示唆している。従って、統計上に現れる物価上昇率が落ち着いていても、将来、持続的な物価の安定が損なわれるリスクが高まっていると判断されれば、早期に金利を変更し、持続的な物価の安定を確保していく必要がある。そうした基準に従う

窓口指導に関しては、1981年春から、各行の自主計画を尊重するとの基本スタンスがとられていた。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め」となっている状況にあり、インフレ圧力の抑制のためには「従来以上に速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、各行の貸出枠に対して抑制的な調整を行う等、それまでのスタンスを転換して、窓口指導を強化した¹²。

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が事前に報道されたことを発端として、橋本大蔵大臣が「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が¹³、結局、報道の6日後に公定歩合引上げが実施された。

しかし、1990年に入った後も、設備投資の高い伸び、雇用・所得環境の好調等を背景とする個人消費の拡大により、景気の堅調は続いていた（図表1）。地価上昇は1990年に入っても持続し（図表6）、金利上昇予測の高まりに伴う資金調達前倒しの動きを受けたマネーサプライの伸びの高まり（図表5）等から物価上昇圧力も強まってきた。1990年2月下旬以降、次の公定歩合引上げを織り込む形で市場金利が上昇し、他方、2月26日には株価が急落するなど金融市場に動揺が広がった。こうして、市場関係者からは、「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¹⁴。

このような金融経済情勢のもと、日本銀行は、「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。利上げ幅は1%であった¹⁵。また、窓口指導については、都市銀行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方銀行、第二地方銀行を中心に抑制の度合いを強めようと試みた。地方銀行、第二地方銀行において、融資マインドはむしろ高まっており、地価上昇が、首都圏、近畿・中京圏から全国に波及していることの反映でもあった。こうした状況を受けて、1990年3月末、大蔵省は、ついに不動産向け融資の総量規制および不動産、建設、ノン

限り、残念なことではあるが、バブル期以降、日本経済においては物価の安定が十分に確保されたとは言いがたい」と述べ、結果的には引締めへの転換が遅れたとの認識を示した（速水 [2000b]）。

- 12 営業局長私信「平成元年6月29日 都・長信、信託の7~9月貸出計画について」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信』10610。
- 13 総務局長私信「平成元年12月19日 公定歩合を巡る報道等について」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 昭和62~平成2年』40050。
- 14 総務局長私信「平成2年3月20日 公定歩合の引上げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 昭和62~平成2年』40050。
- 15 総務局長私信「平成2年3月20日 公定歩合の引上げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 昭和62~平成2年』40050。

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た。

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はないかどうか、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¹⁶。

こうした状況に対応して、日本銀行内部では、1990年4月から5月にかけて、銀行の信用供与政策見直しの視点からの「最後の貸し手 (Lender of Last Resort: LLR)」機能の検討や「問題先金融機関への対応策」の検討が始められた¹⁷。そこでは、従来は「金融機関については、規模、内容の如何を問わずまず潰さないことが、本行を含む関係者の最重要課題であり、こうした方針が一般からも支持されてきた状況の下では『金融機関の破綻』 = 『預金保険の発動』に至る前に外部から明示的に見えない形で本行貸出 (流動性プラス収益援助) を梃子に対応することが妥当であった」が、「金融の自由化、国際化を進め、自己責任の原則を強めるという基本方向に踏み出したからには、従来の方式が万能というわけにはいかない」との判断が示された。そして、中長期的に対応が必要な点として、「①大蔵省、民間金融機関のみならず広く一般国民の納得の上で、本行による特別な救済貸し出しスキームの明示的な作成、②預金保険のフィービリティを高める方向での抜本の見直し」を挙げた。1990年11月の記者会見で、三重野康総裁は「『吸収することによって救済する』といった合併も今後は起きると思う」、「信用機構局を中心に、セーフティー・ネット—決済システムも含めて—について、より満足のいくものとするにはどうすればよいのかということを勉強している」と述べ、新しい対応を模索中であることを明らかにした¹⁸。

16 「平成2年4月24日 支店長会議における総裁開会挨拶」、日本銀行アーカイブ資料『支店長会議 (含、支店次長会議) 2.4.23~3.12月』41807。この総裁挨拶では、「仮に資産価格の修正が地価に及んできた場合には、さらに拡がり大きくなることは避けられない」と、地価の動向にも言及している。また、この頃、調査統計局では、地価の動向がマクロ経済および金融面に与える影響についてまとめた論文「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」(日本銀行調査統計局[1990])を作成し、5月8日に公表している(「調査月報4月号『研究』記者レクメモ」、日本銀行アーカイブ資料『記者レク資料13 平成2年4~6月』27919)。

17 「平成2年4月 総務局 レンダー・オブ・ラストリゾートとしての本行の機能について—本行 credit policy 見直しの視点」、平成2年5月 総務局 問題先金融機関への対応策について—検討ポイントの整理」、日本銀行アーカイブ資料『総務事務参考資料 平成2年6月』28108。

18 「平成2年11月14日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨 (平成2年)』28015。

なお、日本銀行は、1990年5月、内外金融経済環境の変貌に対応し、業務の効率化・円滑化を図

(2) 引締め追加および維持（1990年夏～1991年5月頃）

イ. 湾岸危機の発生と内外経済情勢

1990年8月の湾岸危機発生により、原油価格は7月の1バレル18.6ドルから10月には35.9ドル、1991年3月19.9ドルと乱高下した（図表2）。湾岸危機の中で、景気が成熟局面を迎えた米国では1991年夏にかけて大幅な景気後退に見舞われ、ドイツでは、逆に、1990年7月の東西ドイツ通貨統合による景気拡大が持続した（図表7）。国際的な経済情勢が不透明さを増す中で、わが国では、1990年夏から秋にかけて、景気は、なお、内需中心の順調な足取りを続けているとの見方が大勢を占めていた。

日本銀行も、わが国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、インフレ防遏の見地からこれ以上放置できない」と認識していた¹⁹。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の追加的なインフレ・ショックであると認識された。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判断するに至った²⁰。

ロ. 湾岸危機発生後の引締め強化とその維持

この判断に立って、日本銀行は、1990年8月30日、5回目の公定歩合引上げ（5.25%→6.0%）に踏み切った。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步踏出し、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²¹。また、窓口指導については、各行に

るため、それまでの18局室研究所体制を16局室研究所体制とする大規模な組織改革を行い、信用機構局を設置した。信用機構局は、信用制度の保持・育成に必要な政策の企画・立案を行うための組織として、総務局と考査局の一部を統合して設置され、金融機関行動の評価や決済システムの効率性、安定性の確保等の調査・検討を所掌した。これに伴い、総務局は企画局と名称変更し、主として金融政策の企画・立案を担当することとなった。以上につき、「平成2年5月1日 日本銀行の組織変更について」、日本銀行アーカイブ資料『記者レク資料13 H2年4～6月』27919を参照。

19 総務局長私信「平成2年8月30日 公定歩合の引上げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 昭和62～平成2年』40050。

20 「平成2年10月23日 支店長会議における総裁開会挨拶」、日本銀行アーカイブ資料『支店長会議（含、支店次長会議）2.4.23～3.12月』41807。

21 総務局長私信「平成2年8月30日 公定歩合の引上げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長

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」を要請するとともに、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」を強く促した²²。

6.0%の公定歩合は、1991年6月まで据え置かれた。「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」、「地価の暴落に（ママ）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」と考えていたこと、「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たことが、公定歩合据置き理由であった²³。

日本銀行は、バブル経済の正常化がわが国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（以下、BS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BS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必ずしも十分ではなかった。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いう金融政策運営が後に登場する背景には、この時期の金融政策運営の不十分性に対する反省があった²⁴。

私信 昭和62～平成2年] 40050。

- 22 営業局長私信「平成2年9月27日 都・長信、信託の10～12月貸出計画について」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 局長・審議役私信』28326。
- 23 「平成3年4月2日 支店長会議における総裁開会挨拶」、日本銀行アーカイブ資料『支店長会議（含、支店次長会議）2.4.23～3.12月』41807、「平成2年10月23日 支店長会議における総裁開会挨拶」、日本銀行アーカイブ資料『支店長会議（含、支店次長会議）2.4.23～3.12月』41807、日本銀行調査統計局 [1991a]。
- 24 翁・白川・白塚 [2000] 315～319頁。なお、資産価格変動と金融政策運営の関係については、1989年11月30日に日本銀行金融研究所が「資産価格の変動と日本経済」というテーマで開催した金融研究会でも議論された（日本銀行金融研究所 [1990] 1～8頁）。

3. 金融緩和への転換と長期の景気下降（1991年夏～1993年末）

(1) 金融緩和への転換

イ. 経済環境と主要国の経済情勢

1980年代後半からの東欧革命、ソ連におけるペレストロイカとグラスノスチの進展は、東欧「社会主義」政権の崩壊、ソ連の崩壊、ベルリンの壁崩壊、東西ドイツ統合を生み出した。東欧革命とソ連崩壊は、直ちにこれらの国々における経済再建を第1の課題として登場させ、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）やG5は、市場主義改革を命題として、対ロシア支援、対東欧支援に乗り出していった。冷戦終結は、また、米国の世界戦略の変化に直結し、1992年の大統領選挙において12年ぶりの民主党政権を誕生させた。クリントン政権は、世界戦略の軸を政治課題から経済課題に転換し、米国経済の復活を実現しようとした。日米包括協定、日米金融協定等での米国側の強硬な主張、スーパー301条の復活はこれを象徴する出来事であった。

この時期、欧州統合も大きく進展した。EC委員会（Commission of the European Communities）が、1992年末までに欧州共同体（European Community: EC）統合を実現するという目標を掲げたことが推進力となって、1980年代末から1990年代の半ばにかけて、一定の揺戻しを含みながらも欧州市場統合が進んだ。そして、市場統合の進展の中で、それを越えた単一通貨の実現や、政治統合の実現が課題となっていった。

通貨統合については、1989年4月の『EC経済・通貨同盟に関する報告』（いわゆるドロール委員会報告）が公表され、3段階の経済通貨統合（Economic and Monetary Union: EMU）創設プランが示された。これを受けて1991年12月マーストリヒト条約が発効し、英国とデンマークを除いた欧州諸国はEMU実現のための条約上の義務を負った。しかし、その後の道りは順調とは言い難く、投機的資本取引により、1992年9月、1993年7～8月に相次いで欧州通貨危機が発生、イタリア、英国が欧州為替相場メカニズム（European Exchange Rate Mechanism: ERM）から離脱し、北欧危機に見舞われていたフィンランド、スウェーデン、ノルウェーも相次いで欧州通貨単位（European Currency Unit: ECU）リンクを停止した。この通貨危機の収束に決定的役割を果たしたのはドイツで、ブンデスバンクの加盟国融資と通貨介入、その帰結としてのERM変動幅の±15%への拡大により、ようやく混乱は収まった。

アジア経済も順調な展開を遂げた。アジア新興工業経済地域（Newly Industrializ-

ing Economies: NIEs) の高成長に続いて東南アジア諸国連合 (Association of Southeast Asian Nations: ASEAN) 諸国が高成長の波頭に立ち、1990年代に入ると、鄧小平の南巡講話以降市場経済化を加速する中国、ドイモイを推進するベトナムがこれに加わった。東アジア地域は世界の生産基地として最大の成長地域となったのである。これに対し、日本は、1980年代後半のバブルが崩壊し「失われた10年」へと突入した。資産価格の持続的下落による不良債権の累積とその処理が重くのしかかり、1990年代後半の金融システム危機につながっていった。

こういった経済環境を念頭において、1990年代前半の主要国の経済情勢についてみると²⁵、経済協力開発機構 (Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) 加盟24カ国の実質GDP成長率は1989年3.9%、1990年3.2%、1991年1.5%となり、3年続けて1988年の4.6%を下回った。1992年に入って実質GDP成長率は2.3%となり、ようやく上向きに転じたが、1993年には1.5%へと減速し揺戻しが起こった。景気ははっきりと上向きとなったのは1994年のことで、実質GDP成長率は前年の1.5%から3.0%へと前進した。しかし、この動きは先進国間で一様ではなく、1992年から米国、カナダ、英国では、景気は緩やかに回復し、日本、ドイツ、フランス、イタリアでは景気の低迷が続いた。1994年には、G7各国のうち、米国では一部に減速の兆しがみられたものの引き続き景気拡大が続き、欧州諸国では、全体として景気が回復の兆しをみせ、経済は拡大に転じた (図表7)。

これをG5の国別実質GDP成長率でもう少し詳しくみると、米国では、「1988年4.2%→1990年1.9%→1992年3.6%→1994年4.0%」(以下、時点は同じ)、英国では、「5.8%→0.7%→-0.4%→3.9%」、フランスは、「4.7%→2.9%→1.6%→2.3%」、ドイツは、「3.7%→5.3%→1.9%→2.5%」、日本は「7.1%→5.6%→0.8%→0.9%」となっており、1990年代に入ってから日本の停滞が目立った。

ロ. 国内の経済情勢

世界経済のこうした推移の中で、わが国経済は急速に減速の度合いを強めていった。1991年度に入ると (図表1)、最終需要の減速の中で、在庫調整の動きも加わり、年度末にかけて調整色が強まった。1992年入り後は、在庫調整が本格化し、鋳工業生産は大幅に減少した。また、過剰な投機的な土地取引による地価の高騰を抑制するとして1991年5月に創設された地価税は、1992年1月より施行され、景気減速を後押しする役割を果たした。金融面では、長短市場金利は低下し (図表4)、マネーサプライは総じて伸び率が低下傾向を示した (図表5)。こうした状況のもと、公定歩合は、1991年7月1日、4年半ぶりに0.5%引き下げられ、続けて、11月14日、12月30日 (各0.5%引下げ) と、年内に3回の連続的引下げが実施された。金利自由化の進展や「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に

.....
25 『World Economic Outlook Database, October 2016』 (IMF).

関する法律」(金融制度改革法)案の国会上程に示されるようにいわゆる金融自由化に弾みを付ける動きが一方で進展し、他方で、資産価格下落の過程で金融機関の不良資産が増大し、金融不祥事が続発する等、わが国金融システム全体の信認を毀損しかねない出来事が生じる中で、連続的な公定歩合引下げとなった²⁶。

ハ. 公定歩合引下げと窓口指導の撤廃 (1991年夏～1991年冬)

(イ) 窓口指導の撤廃

日本銀行は、1991年6月、長期に亘って続けてきた窓口指導を撤廃することとし、1991年7～9月期よりその全面的廃止に踏み切った。日本銀行は、こうした判断を下すに至った事情として次の点を挙げた²⁷。第1に、金融自由化の進展や金融機関を巡る厳しい経営環境のもと、金融機関の与信活動の面でも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おり、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。第2に、最近における信用リスクの顕現化を眺め、個別案件に対する安易な応需姿勢が影を潜め、厳正な融資態度が定着しつつある。第3に、これまでの金利政策の着実な効果浸透に加えて、BIS規制の制約もあって、この先金融機関の貸出は、自由な計画策定を認めてもモデルレートなものにとどまる見通しにある。

対外的には、「今回の方針変更はもとより金融緩和を狙ったものではないし、実際に、貸出市場における現状程度の引締め感は今後とも維持されるものと考えている」との説明を加えた。また、「突出した貸出計画を策定した先には何も言わないのか」という質問に対しては、「貸出計画自体にいちいちコメントすることはないが、事後的に与信活動をきっちりモニターすることにより、金融情勢の推移につき正確な把握に努めていきたい」、「従って貸出計画に対する抑制指導は行わないこととするが、こうした広い意味からの個別行に対する日々の金融機関指導には今後とも十分力を注いでいきたいと考えている」とした。ただし、この方針に従いつつ、上位都市銀行に対しては、移行措置として、これまでのような抑制指導は行わないものの、今後しばらくの間、「各行の計画策定の仲介役・調整役としての役割をいわば内面指導のかたちで本行が果たす」として、ガイドラインを提示することとした²⁸。

窓口指導の廃止に当たって、1991年5月、本支店連絡会において、営業局長は「今後の金融機関指導のあり方」に関して、次のような方針を提示した²⁹。まず、当

26 日本銀行調査統計局 [1992] 1～3頁。

27 営業局長私信「平成3年6月27日 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」、日本銀行アーカイブ資料『説明資料(その他1)』40318。

28 「平成3年6月 営業局 最近の金融機関貸出の動向について」、日本銀行アーカイブ資料『説明資料(その他1)』40318。

29 「平成3年5月20日 営業局 本支店連絡会発言」、日本銀行アーカイブ資料『説明資料(その他1)』40318。

時の「極めて重要な2つの環境変化」として、銀行貸出・マネーサプライの急速な鈍化、不良債権の急増を挙げ、この変化の中で、今後の金融機関指導は次のように変化するとした。「第1はマネーサプライ抑制への政策的協力を求めるという意味での窓口指導はその使命を終えつつあるという点、…第2は今後営業窓口としては金融政策の効果浸透のモニタリングという仕事は続くが、金融機関を指導していく上での指導理念は *prudence* の観点を中心となるということである」。そして、「この場合、①現下の貸出量の鈍化、不良資産の急増という環境の中で、いかに個々の金融機関のマーケットディシプリンにのっとりた厳格な経営姿勢を維持させ、銀行の健全性を確保させるかという政策目標と、②バブル金融の解消過程を如何に金融システムに大きな衝撃を与えることなくいわばソフトランディングに導くかという、時に矛盾する政策目標を追い求めるのが我々の仕事ということになる」と金融機関指導の焦点を明らかにした。

(ロ) 第1次公定歩合引下げ (1991年7月)

1991年7月1日、日本銀行は公定歩合を6.0%から5.5%へと引き下げた³⁰。この引下げに当たって、三重野総裁は記者会見において次のように述べた³¹。「今回の公定歩合引下げは、このよう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に比べ若干低下を見ている状況にも鑑み、金利水準の調整を図る—もっと具体的に申し上げれば、金利水準を若干引き下げるよう手直しする—といった趣旨から実施したものである。こうした引下げにより、本日の発表文にも書いてあるように、『今後とも物価安定を基軸に据えた内需中心の成長を息長く持続させる』ことを狙っている。「いわゆる国際協調といった観点から申し上げると、去る4月および先週のG7のステートメントにあるように、各国が、それぞれインフレなき持続的成長を実現することが、結局は世界経済の発展のために必要である、という基本的認識がある訳である。しかも、こうしたインフレなき持続的成長を達成するためには、現在のように、各国の経済情勢に多少のバラツキが出てきている状況の下では、各国がそれぞれの経済状況に即した適切な措置を取っていくことが必要である、ということは今回のステートメントにもはっきりと書かれている

30 この公定歩合引下げに始まる金融緩和政策への転換については、金融緩和のテンポが遅きに失してオーバーキルになったのではないか、あるいは、緩和の幅も小さ過ぎたのではないかという批判がなされている。この点について、日本銀行金融研究所スタッフによる中間総括として、白塚・田口・森 [2000] がある。同論文は、「バブル崩壊後の金融緩和は、ストック調整を中心とした通常の景気後退への対応策として考える限り、概ね妥当な判断であった」と評価している。しかしながら、振り返って考えるならば、こうしたリアルタイムでの政策判断による緩和の大きさは、通常のストック・サイクルに見合ったものであり、バブル崩壊の弊害を過小評価していたともいえる (伊藤・小池・鎮目 [2015] 133 頁)。

31 「平成3年7月1日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。なお、日本銀行法では、委員の互選で議長を定めると規定されているが、本稿がとりあげている1989年から2000年においては、総裁が議長を務めた。

訳である。私どもの今回の公定歩合引下げも、只今申し上げたように、現在の景気をより長く持続させるためにとった措置であるので、そうした意味では国際協調の線に沿ったものだと思っている」。また、「88年から日銀は短期金融市場を改革し、それと同時に都市銀行も市場金利連動型の貸出を設けている訳であるから、今回程度の微調整であれば、例えば、市場金利の調整で対応できたのではないか」という記者からの質問に対しては、「ご指摘のように市場金利のみで調整するということが可能ではあると思うが、公定歩合の変更により日本銀行の意思をはっきり打ち出すことが適当な場合もある。今回の場合は、公定歩合を動かして日本銀行の明確な態度を宣言することがよいと考えた次第である」と回答した。

(ハ) 市場金利の低下

公定歩合の引下げを背景として、市場金利は全般的に低下した(図表4)。1991年9月25日の総裁記者会見において、三重野総裁は短期プライムレートを例にとって、「世の中の一部の人は、こうした動きをまだよく理解していないように見受けられる。すなわち、まだ現在のようなマーケットができていないときは、公定歩合が動いて初めて預金金利が動き、それによって市中の貸出金利も動いていたからである。しかしながら、ここ数年間は、マーケットがいろいろな意味で自由に動くようになっており、公定歩合と市中の貸出金利の間に市場金利が存在するようになっていく訳である。従って先程申し上げたように7月1日の公定歩合引下げ後の市場金利の動きを反映して、短期プライムレートや長期プライムレートがそれぞれ引下げられるのはごく自然なことであると思っている」と述べた³²。

なお、この間、日本銀行は、市場金利完全自由化の円滑な実施に向けて、定額郵便貯金(以下、定額郵貯)の商品性見直しの必要性を、金融制度調査会ほかさまざまな場において訴え、また民間金融機関側も同様の主張を行ってきた。しかるに、郵便貯金(以下、郵貯)の預入限度額は、1988年3月までの300万円から、1988年4月、1990年1月、1991年11月と累次的に引き上げられ、1991年11月には1,000万円となった。この限度額引上げと株価の反転下落が重なって、1991年には、「郵貯シフト」と呼ばれる銀行預金から定額郵貯への資金の大量移動が起こった。こうした状況に直面して、大蔵省および日本銀行は、定額郵貯の商品性見直しについて郵政省と非公式の折衝を繰り返したが、決着には至らなかった。このため、大蔵省および日本銀行は、定額郵貯金利の市場金利連動化を当面の目標とし、規制金利体系からの郵貯の離脱を図ることとした³³。

32 「平成3年9月25日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。

33 企画局長私信「平成3年12月27日 定額郵貯を巡る動きについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。その後、1992年12月に大蔵・郵政間で「郵便貯金は民間預金金利に連動することを原則とする」との合意が成立し、この目標は達成された。

(二) 預金準備率の引下げ

この間、1991年10月には、10年ぶりに預金準備率を引き下げた。引下げに当たったの基本的考え方は、「あくまでも金融機関の準預負担の軽減を図り、それによって金融調節を一層円滑に運営し得るような環境整備を図ること」にあり、「今回の措置を直截的に金融緩和の推進と受け止められることは、現在の国内景気・物価情勢に関する日銀の認識からして本意ではない」というものであった。加えて、「今般の準備率変更が10年振りの措置となったことから窺い知れるとおり、金融の自由化、国際化の進展等政策環境の大きな変化の中で、政策手段としての準備率のあり方自体、以前に比べて多少の変容を迫られつつあることも否定できないように思われる」として、その位置付けが従来とは異なってきたことを主張した³⁴。

三重野総裁は記者会見において、「私どもとしては、かねてより、金融調節に当たっては、経済実態に見合った適正な市場レートが形成されることが重要と考えている訳である。そうした意味で、金融調節を行うに当たって、これまでの準備預金負担が若干制約要因になっているということに鑑み、準備率を引下げることによってこれをある程度軽減し、金融調節をこれから先も円滑に運営し得るような環境を作ることが必要と判断した訳である」と説明した。さらに、「今回の引下げ幅については、約4割となっており、これによる短期金融市場に開放される資金額は約2兆円とみている（残りは3兆円）」との説明も加えた³⁵。

(ホ) 第2次公定歩合引下げ（1991年11月）

1991年11月14日、日本銀行は公定歩合を5.5%から5.0%に引き下げた。引下げの根拠は、7月以来の情勢の推移を概観しつつ、「長短市場金利が一段と低下している状況の下においては、この際、これまで採った一連の金融緩和策の一環として、さらに公定歩合の引下げを図ることが適当」と判断したことにある³⁶。「過去2か月余り市場金利低下を促す調整を行うことにより、経済実体の変化に即応して全体としての金利水準を柔軟に調整する政策運営を行ってきたが、この点所期の成果を上げてきたこと」、さらに「市場の中にある金利低下期待に対して、節目節目においては明確にresponseを示すことも中央銀行としてのひとつの責務」と考えたこともその背景には存在した。ただし、「今回の公定歩合引下げについてはジャーナリズムが過度にそのタイミングにこだわって誤った報道を繰り返したことや、マスコミ対応において「日銀、大蔵省双方に多少の対応ミスもなかった訳ではない」として、今後の反省材料に挙げた。そして、「この際申し上げておきたいこと

34 企画局長私信「平成3年10月1日 準備率の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。

35 「平成3年10月9日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。

36 「平成3年11月14日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。

は」として、「新聞等が報道した『11月5日の週の実施』という考え方は私どもの念頭には当初から全くなかったということです。私どもが本日のタイミングを選択したのは、長短プライムレートの大幅低下の影響が何がしか現れる10月の金融機関貸出の動きや10月のWPIをみる前に公定歩合を決断するのは適当ではないと考えていたこと、巷間伝えられた規制預金金利絡みの問題についても—それ自体利下げの理由ではありませんが—タイミングとしてこの時点の決断で十分と考えられたことによるものです」と、公定歩合引下げタイミングの適正性を強調した³⁷。

(ヘ) 第3次公定歩合引下げ（1991年12月）

1991年12月30日、日本銀行は、年内3度目の公定歩合引下げを実施し、公定歩合を5.0%から4.5%とした。引下げに際して、三重野総裁は、記者会見において「今回の措置（5.0%→4.5%）は、最近における実体経済や金融面などの諸動向を総合的に勘案しつつ、また、1～3月期が企業にとっての来年度事業計画の策定時期に当たることを念頭に置き、現在の金融政策の基本的スタンスである、高すぎる成長から、物価安定を基礎としたよりバランスのとれた経済に向けての移行プロセスを、一層円滑かつ確実ならしめる趣旨に立って実施するものである」と述べた³⁸。この時点で、「高すぎる成長から、物価安定を基礎としたよりバランスのとれた経済に向けての移行」を明示的に強調したことは注目に値する。

ただし、企画局長私信では³⁹、先般の公定歩合引下げ後、「年初いずれかの時期に第3次利下げを行う必要があるとの判断を内々固めつつあり」、「その具体的なタイミングとして当初は、総量規制解除後の土地取引や地価の動きを多少とも見極めるという観点から、支店長会議辺りが適切かとのひとつのイメージを有していたところ」だが、「最近に至り、①ブッシュ大統領の来日時にわが国に対する内需拡大要請の一環として公定歩合引下げが採り上げられる惧れが高まったこと、および②米国が日本を含めて先進国の景気拡大を狙ってG7の開催を求めてきており、...急遽年内決定とされたのは上記のような経緯によるものであり、その意味で、今回の場合何がしか政治的配慮が働いた」とも述べており、内部的に検討していた引下げタイミングと政治的配慮の複合であったとしている。

(ト) 預金保険制度の発動

1991年8月、大蔵省は「金融システムの信頼回復のための措置」を発表した。そこでは、「信用秩序維持のための環境整備」について「金融機関の相互援助制度の

37 企画局長私信「平成3年11月14日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。

38 「平成3年12月30日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。

39 企画局長私信「平成3年12月30日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。

一層の充実を求めるほか、預金保険制度についても、その適切な運営に努める」としていた。これを受けて1991年10月の東邦相互銀行の破綻処理において、初めて預金保険制度が発動され、預金保険機構から伊予銀行に対する資金援助を行うことが決定された。この時期の破綻処理は、破綻金融機関の受け皿となる金融機関を見出し、それに対して資金援助を行う形となっており、預金保険制度の枠外で経営不振金融機関を救済する従来のスキームの延長線上にあった。

1991年8月に架空預金事件が発覚した東洋信用金庫は、1992年4月に合併合意し、2番目の預金保険発動事例となった。その破綻処理は大阪府下18信金への事業譲渡後に三和銀行が合併する形となった。事件が発覚した1991年8月の記者会見において、三重野総裁は、「仮に一人の個人の不正事件によって、直ちに取付け騒ぎが起きるといったようなことがあれば、大蔵省その他と連絡を密にして適切な処理を採ることが適当と判断した」と説明し、「今後も個人的な責任による信用不安に対しては、日銀として救済する考えにあると解釈してもよいのか」との質問に対しては、「それは、ケースバイケースではないか」と答えた⁴⁰。また、同信金の解体が行われた後の記者会見（1992年10月6日）において、「東洋信金が10月1日付で解体・合併された訳であるが、こういう処理方法が今後の破綻金融機関救済の一つの前例になるのではないかとこの見方があるが」との質問に対して、三重野総裁は、「中小金融機関の処理がいつもこうした形をとるとは限らず、飽くまでも一つの実験に過ぎない」と述べた⁴¹。

(2) 金融緩和の継続と不良債権問題の高まり（1992年春～1993年秋）

イ. 日米構造協議の進展

1980年代の末以降、国際政策調整の場は、それまでのG5、G7から2国間協議へと移った⁴²。プラザ合意やルーブル合意で実現された多国間協議は、その後、個別分野の貿易障壁や市場の閉鎖性等の構造問題を2国間で調整する協議へと重点が移っていった。日米金融市場ワーキング・グループ会合、日米包括協議等での米国側の主張は一層強硬となり、包括通商法のスーパー301条が復活した。1986年から始まっていた日米円ドル委員会フォローアップ会合は、1989年には、「日米金融市場ワーキング・グループ」と名称変更され、1989年11月から1991年10月まで、ワシントンと東京の相互で計4回開催された。そこでの米国側の関心事項は、預金

40 「平成3年8月21日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』39268。

41 「平成4年10月6日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』43328。

42 財務省財務総合政策研究所財政史室〔2017〕84～93頁。

金利の自由化、短期金融市場における自由化の進展、証券取引法 65 条に関する最近時の進展、外国金融商品およびサービスへのアクセスについて等、マクロ経済領域というより、きわめて具体的な個別領域にかかわるものであり、構造政策というべきものであった。

この日米金融市場ワーキング・グループ会合と並行して、いわゆる日米構造協議（Structural Impediments Initiative: SII）とそのフォローアップ会合も開催された。1989年5月25日、米国政府が、スーパー 301 条対象国として日本をインド、ブラジルとともに指定、同時に、スーパー 301 条とは別途に日米間で構造問題に関し協議を行うことを提案する旨発表した。SII は、これを受けてスタートした。構造協議については、米国側から、不均衡是正の目標を作成する、自動車部品、政府調達、金融・保険等の規制緩和、既存協定の遵守、日米協力という 5 つのバスケットを作る、という提案がなされ、さらに、包括協議の目標についても、経常収支の黒字を 3 年以内に GDP 比 1.0 ないし 2.0% に縮小させる、市場アクセスについて指標を設定する、マクロ政策についても首脳会談を年 2 回開催し、半年ごとにレビューする、といった提案が行われた。

協議は、数年に亘って繰り返され、1993年7月10日、宮澤総理とクリントン大統領の共同声明が「日米間の新たな経済パートナーシップのための枠組みに関する共同声明」として発表され、日米協議のフレームワークが合意された。共同声明では、まず、年 2 回首脳会談を行うことが謳われた。次いで、「日本は、経常収支の黒字の十分意味のある縮小を中期的に達成」し、「意図して、力強く持続的な内需主導型の経済成長を促進する」、そして、「市場アクセスを増大するという中期的な目標を積極的に追求する」、「この関連で、日本はこれらの目的を実現するために必要に応じ財政・金融面での措置を含む諸措置を取る」という基本方針が明らかにされた。また、政府調達についても、「日本政府による調達を相当程度拡大する」ことが確認された。

ロ. 国内の経済情勢

国内の経済情勢に目を転じると、1992年度は一段と調整色が強まる展開となった（図表 1）。財政政策面では、1992年度公共工事予算の前倒し執行に加え、1992年8月は総額 10.7 兆円に上る「総合経済対策」が策定された。金融面でも、景気調整の深まりや公定歩合の引下げを背景に、長短市場金利が大幅に低下し、貸出金利も低下した（図表 4）。公定歩合は、4月1日（4.5%→3.75%、0.75%引下げ）、7月27日（3.75%→3.25%、0.5%引下げ）と、年内に 2 回の引下げが実施された。にもかかわらず、マネーサプライは、設備投資減少等に伴う企業の資金需要の減退に加え、資産価格の下落や企業の両建て取引圧縮等、前回金融緩和期にみられた現象の巻き戻しから、低迷基調を辿った（図表 5）。

さらに、前年の金融不祥事に起因した金融機関破綻等を背景に、1992年度には

金融システムの安定性確保への対応が大きな政策課題となり、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」（金融制度改革法）が成立した。また、長期に亘る「大型景気」の反動による自律的調整の色彩が強く、資産価格の大幅下落、企業収益の大幅悪化と企業の「リストラ」が進行した。1992年度を通してみれば、ストック調整圧力の大きさに加え、資産価格下落に伴う直接・間接の影響等もあって、景気の調整は、長く、かつ、深いものとなった⁴³。

景気後退は1993年度中も続いた（図表1）。このため、1993年度入り直後の1993年4月には、「総合的な経済対策」（総額13.2兆円）が策定され、社会資本の整備や1993年度公共工事当初予算の前倒し執行が図られた。こうした財政当局による前倒しの規模は、1987年の緊急経済対策（6.0兆円）を大きく上回るものであった⁴⁴。しかしながら、こうした公共投資の下支えにもかかわらず、設備投資の減少に加え、個人消費も大幅に減速したことから、全体として停滞基調が続き、卸売物価が前年割れとなり、消費者物価も横ばいで推移した（図表2）。景気後退局面が長くなった理由につき、日本銀行は、①循環的なストック調整、②バブル崩壊に伴うBS調整⁴⁵、③円高を契機とする国際的な競争環境の変化を背景とした産業構造の調整圧力の高まりといった、3つの調整が併行して進行したためと認識していた。このうち②については、1990年代の資産価格下落に伴う企業のBS調整は経済全体の支出活動を抑制する方向に働いたと捉えていた。また、③については、中位ハイテク製品の大量生産技術が東アジア諸国にも移転されており、自動車、電機等でも既往製品については海外生産へのシフトが活発化しているため、産業構造調整は不可避で政府規制の見直しが必要と考えていた⁴⁶。

金融機関の貸出の伸びも期を追って低下しており（図表5）、これは①景気停滞が長期化する中で、実物投資に関連する資金需要が低迷したこと、②企業の財務面でのリストラの動き、③資産価格の下落に基づく企業等のリスク負担能力の低下等が影響していた。このためもあって、1993年度の金融政策は緩和基調を継続、公定歩合は、1993年2月4日（3.25%→2.5%、0.75%引下げ）、9月21日（2.5%→1.75%、0.75%引下げ）と引き下げられ、公定歩合は史上最低となった。加えて、対外収支面では、円高の影響等から実質貿易黒字は1992年春以来縮小基調を辿った。もっとも、ドルベースの黒字は、円高のJカーブ効果や投資収益の受取り増からいずれも既往最大となった。このことは、米国からの対日圧力を強める結果を生み、対外黒字問題にどのように対処していくかが重要課題となった。このうち内外の成長率格差に基づく循環的部分は解消されるが、これ以外は基礎的貯蓄・投資バランスに対応しており、短期間では解消しない、社会資本や住宅ストックを充実してこ

43 日本銀行調査統計局 [1993a] 9～11 頁、日本銀行調査統計局 [1994] 11 頁。

44 小峰 [2011] 415～423 頁。

45 BS 調整についての記述が明確にみられるのは、日本銀行調査統計局 [1993b] 16 頁が初出である。

46 日本銀行調査統計局 [1994] 12 頁、47～72 頁。

れを解消していくことが必要と判断された⁴⁷。

ハ、空前の低金利へ

(イ) 第4次公定歩合引下げ(1992年4月)

1992年4月1日、日本銀行は、公定歩合を4.5%から3.75%に引き下げた。引下げに際して、三重野総裁は、「最近の国内景気をみると、雇用の増勢持続などにみられるように、なお底固い面も残されているが、最終需要の減速が続く下で、在庫調整が本格化し生産の抑制基調が強まるなど、全体として調整色が強まってきている」、「企業マインドも、売り上げ、収益の低下などから、このところ一段と慎重味を加えつつある」、「(金融面では)景気調整下であって、資金需要は非常に低調に推移しており、これを映じて金融機関貸出やマネーサプライは低めの伸びにとどまっている」、「情勢を総合的に勘案して、この際、もう一段の金利引下げを行なうことによって、金融緩和の実体面への効果浸透をより確実なものとし、わが国経済が物価安定を基盤とした持続的成長の経路に移行して行くプロセスをさらに確実にする、という趣旨に立って、本日の措置(4.5%→3.75%)を決定した次第である」と述べた⁴⁸。

この間、公定歩合引下げが政治課題となり、金丸発言等⁴⁹、政治家の意見表明が次々に行われた。これに対して、企画局長私信は、「(一連の)不規則発言は、日本銀行の *credibility* を守りつつ、純粹経済的にベスト・タイミングを選択することを著しく困難なものにしてしまいました。推察するに、これらの諸発言の背景は、バブル崩壊が『行過ぎる』ことへの不安、政局の行き詰まり感、選挙への危機意識等々にあり、この意味では一過性のものとも思われません。幸い政府サイドはさすがに最近の異常な雰囲気や遺憾視し、不規則発言の鎮静に努める一方(必ずしも成功していませんが)、『政治家に、自分たちが騒げば実現すると思わせてはならない』という本行の主張を支持する立場をとりました」と、中央銀行の独立性保持の必要性を強調した⁵⁰。

(ロ) 第5次公定歩合引下げ(1992年7月)

続けて1992年7月27日、日本銀行は第5次公定歩合引下げを実施した(3.75%→3.25%)。記者会見において三重野総裁は、「金融面をみると、市場金利はこのと

47 日本銀行調査統計局 [1994] 11~14頁。

48 「平成4年4月1日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』43328。

49 1992年2月17日、金丸信自由民主党副総裁は竹下派総会で挨拶し、「私は先に公定歩合を0.5%下げるべきだと申し上げた。日銀総裁の権限だといわれているが、首相はオールマイティだ。首相が(日銀総裁の)首を切る気になれば公定歩合は引下げられる」と発言した。この発言はマスコミでも大きく取り上げられ、マスコミ、野党はこぞって、日本銀行の独立性を侵害するものと批判した。

50 企画局長私信「平成4年4月1日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年~平成5年』39500。

ころ長短金利とも一頃に比べ一段と低下をみているほか、貸出金利も着実に低下を続けている。ただ、景気調整下にあることに加え資産取引の低調もあって、資金需要には依然動意の乏しい状態が続き、そうした中で金融機関の貸出、マネーサプライとも低目の伸びに止まっているなど、過去の緩和期とはやや様相を異にする展開となっている面もあることは否定できない。...以上のような情勢を総合的に勘案して、この際、もう一段の金利引下げを行うことによって、金融緩和の経済実体面への効果浸透をさらに促し、日本経済のインフレなき持続的成長路線への移行をより確実なものにしていくことが適当との判断に立って、本日の措置を決定した」と述べた⁵¹。

企画局長私信は⁵²、この内容を次のように敷衍し、「今回はタイミングの選択がやや込み入ったものとなりましたが（選挙のほか、サミットや総裁のBISご出張なども微妙に影響）、判断の『構造』はシンプルでストレートといてよいものです」と説明した。それに加えて以下の3点をコメントした。すなわち、①いわゆる「金融機関救済のための利下げ論」があり、これは速水経済同友会代表幹事が言及して以来急速にクローズ・アップされているが、これほど私どもの発想から遠いものはない、②また、いわゆる「国際協調」との関連如何、という点については、「ドイツの金利引上げ（17日）以後、世界の為替・株式市場にuneasyな動きがやや強まったことは事実」だが、それが今回の利下げに重要な役割を演じたということではない、③实体经济の見通しに則り、インフレなき持続的成長に移行するプロセスを一層確実にするためにこのタイミングでの利下げが必要と判断したという点である⁵³。

（ハ） 第6次公定歩合引下げ（1993年2月）

1993年2月4日、日本銀行は、公定歩合を3.25%から2.5%へと引き下げた。三重野総裁は記者会見において⁵⁴、「最終需要の大宗を占める設備投資の減勢が続き、個人消費の足取りも一段と鈍化していることから最終需要としては停滞基調にある」、「この際、もう一段の金利引下げを行うことによって、金融緩和の実体面への効果浸透を促していくことが適当であると判断し、本日の措置を決定した訳である」、「確かに公定歩合は史上最低の水準と並んだ訳であるが、先程も述べたとおり、今回の措置は資産市場の状況や金融機関行動も十分勘案のうえ決定したものであり、最近の地価の状況や金融機関の融資姿勢などからみて、地価上昇などのいわ

.....
51 「平成4年7月27日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』43328。

52 企画局長私信「平成4年7月27日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。

53 なお、1992年から1993年にかけて行われたいわゆる「マネーサプライ論争」については、補論1を参照。

54 「平成5年2月4日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』44682。

ゆるバブル現象が直ちに再燃するといったことはまずないものと思う」と述べた。

この引下げについて、企画局長私信は⁵⁵、「今回の政策発表に当り私どもが重視したのは、新年度にかけての景気回復力如何、という点」にあったと補足した。年末・年初頃明らかになった諸指標は、最終需要の顕著な停滞を示しており、各種報告でも、悲観色一色ではなかったものの、全体としては民間最終需要の停滞持続を強く示唆するものとなっていた。それゆえ、2月初旬というタイミングは、情勢分析の延長線上で自然に到達したものとなった。政策効果との関連で、財政とのコンビネーションをどう考えたか、という点については、1992～93年度の国家財政のスタンスは、かつての財政再建至上主義の頃とは相当異なっており、ここで利下げに踏み切ったところで、政策面でのアンバランスな片肺飛行になるとは判断しなかった、というものである。

(二) 市場金利の低目誘導

さらに日本銀行は、1993年8月、市場金利の低目誘導を開始し、三重野総裁はその内容について、9月13日に次のような説明を加えた。「景気の状況については現時点では先行きの民需の回復を具体的に裏付ける材料はなく、そういう意味では『下期景気回復シナリオ』に下振れリスクが強まりつつあると判断している。このような下振れリスクに対しては、実は私どもとしては既に対応してきており、例えばこれまでの市場調節に当り現行の公定歩合(2.5%)を前提としたしうえで、これと整合的な範囲で短期金融市場金利を低目に誘導してきている」。そして、「『誘導』は、政策変更を意図するものである一方、『容認』は、市場の景況感の変更に合わせて金利の変動を放置するものというように使い分けていたと思うが、このタイミングで敢えて『誘導』という言葉が使われたということは、8月の段階ですでに政策変更を前提とした景況感の修正を行っていたと解釈してよいか」という記者質問に対しては、「結論的にはそうである。ただ、好き嫌いで言葉を使っただけとはいけないが、『低目誘導』という言葉は、私自身あまり好きではない」、「先ほど申し上げたことと重複するが、預金金利が規制されている状況の下では、公定歩合を変更せずに預金金利を変更することは難しかったというか、できなかったが、金利自由化の進展とともに、公定歩合を動かさなくても市場金利の動向を反映して預金金利が変動する枠組みが整備されてきている。その意味で、預金金利の変動を促すという公定歩合が持っていた一つの機能が弱まり、その分市場金利操作の重要性が高まってきているということは事実である」、「米国やドイツを始め多くの国でも、それぞれの国によって方法は異なるが、公定歩合操作と市場金利操作の双方を十分に活用しているが、ようやく日本もそういう状態になったということだ」と回答し

.....
55 企画局長私信「平成5年2月4日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。

た⁵⁶。

(ホ) 第7次公定歩合引下げ（1993年9月）

1993年9月21日、日本銀行は、公定歩合を2.5%から1.75%へと引き下げた。この引下げは、経済のダウンスайд・リスクの強まり、言い換えれば「下期回復シナリオ」の蓋然性後退に対処したものとされている⁵⁷。

日本銀行がさらなる金利引下げが必要と判断したのは7月末頃のことで、そのためまず実施されたのが、上述の8月から開始された市場金利の「低目誘導」であった。9月に入り、(とくに下旬には)「新聞等の利下げ観測報道が暴走し始め、市場でも先安観が加速した」。しかし、三重野総裁からは終始一貫、下期以降の経済展望を徹底して考えるのが先決であり、情勢判断に忠実に動けばよいという強い指示が出されていた。最終的な情勢判断は、大き目の金融緩和が必要というもので、引下げ幅は「0.75%」となった。この引下げによって、公定歩合は史上最低を更新した。

引下げに当たって、三重野総裁は、「今回の公定歩合引下げは、当面の状況に鑑みて金融政策としてなしえる最大限の措置である。私どもは今次引下げの効果が、これまでの金融緩和の累積効果に加え、先般発表された政府の緊急経済対策の効果と相俟って、わが国経済をインフレなき持続的成長路線に移行させることに資するものと確信している」としたうえで、「しかし、ここまで金利を引下げてくると、少し大袈裟な言い方をすれば、未曾有の低金利が、経済活動の正常化をサポートするという本来の趣旨とは別に、何らかの『副作用』を生み出すリスクが全くないとは言いきれないと思う」とその副作用への懸念もあわせて表明した⁵⁸。

この点につき、企画局長私信は⁵⁹、「総裁はじめ役員の方が異口同音に強調されたことですが、1%台の金利はいわば非常時対応であり、経済活動の回復がはっきりして来た場合や、『副作用』が生じてきた時には、速やかに引上げねばならないということです」として、「非常時対応」であることを強調した⁶⁰。

56 「平成5年9月13日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』44682。
57 企画局長私信「平成5年9月21日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。
58 「平成5年9月21日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』44682。
59 企画局長私信「平成5年9月21日 公定歩合の引下げについて」、日本銀行アーカイブ資料『局長私信 平成3年～平成5年』39500。
60 1993年後半以降の公定歩合引下げについて、翁・白塚 [2002] は、日本銀行が追加的金融緩和に慎重であった可能性を示唆した。「1993年後半から1995年の秋にかけて日本銀行の金利引下げテンポは、テイラー・ルール型の政策ルールからみると、当時の日本銀行が、バブル拡大期に到達した日本銀行創設以来、史上最低の公定歩合水準である2.5%を目の前にして、追加的な金融緩和に慎重であった可能性を示している」(翁・白塚 [2002] 99～100頁)。同論文は「1993年以降の時点では、すでに金融システムの傷みが激しく、金融緩和効果が大きく限定されていたとの観察に基づけ

(へ) 不良債権問題の高まり

1992年4月には、大蔵省が初めて不良債権額を公表した。しかし、そこでの不良債権の定義が限定的であったことからむしろさまざまな憶測を生むこととなった⁶¹。同年8月18日、大蔵省は、不良債権の処理は銀行が自己責任で行うことを原則とするという考え方に基づく「金融行政の当面の運営方針——金融システムの安定性確保と効率化の推進」を発表した⁶²。その翌日（8月19日）の記者会見で、三重野総裁は、「金融行政の当面の運営方針」について「個々の金融機関がリスク管理の徹底と自己資本の充実に努め、自らの経営の健全性を確保するよう求めるとともに、当局としても金融機関経営、金融取引にかかる様々な制度、慣行等を金融機関の自己責任原則を徹底する方向で見直し、金融機関が健全経営を行ううえでの環境を整備することが必要である」という日本銀行の考え方と「軌を一にするもの」であり、「政府の真剣な取り組みを強くサポートしていきたい」と述べるとともに、金融システム全体としての安定性を確保することは十分可能との見方を示した⁶³。その後、8月末に自由民主党の軽井沢セミナーで宮澤総理が「必要なら公的資金を投入することもやぶさかでない」と発言した旨が報道される等、政府の方針を巡る混乱もあったが、全国銀行協会連合会会長が9月8日の記者会見で自己責任による最大限の努力を表明したことにより、この時点での公的資金導入論議は沈静化した。

しかし、不良債権を巡る問題はその後にも継続的に現れた。1993年1月には兵庫銀行に対する日本銀行の考査が実施され、前年8月の大蔵省の検査結果との大きな乖離が表面化した。すなわち、検査の結果の不良債権額は6,747億円、要償却額

ば、もし金融政策により大きな効果を求めるのであれば、試行する価値があったのは、テイラー・ルール等でみる限りは妥当と判断される1993年以前の局面において、通常より思い切った利下げを行うことではなかったろうか」とも述べており、早期に、より果敢な金利下げが望ましかったとの判断を示している。

- 61 1992年4月の不良債権額の公表に際して、大蔵省は、不良債権を「6ヵ月以上利払いが停止している延滞債権」とした。その後、同年10月の不良債権額の公表に際しては、「担保・保証でカバーされていない回収不能の債権額」も新たに開示された。この大蔵省の不良債権については、定義範囲が狭過ぎるという批判があり、1995年6月に大蔵省は、不良債権の範囲を拡大して新たな定義を公表した。拡大の第1点は、対象金融機関をそれまでの主要21行からすべての預金受入れ機関に拡充したこと、第2点は、破綻先債権、延滞先債権に金利減免債権を加えたことであった。小峰 [2011] 470～472頁。
- 62 当時大蔵省銀行局長であった寺村信行は、2010年1月に行われたインタビューにおいて、銀行が債務超過となり支払不能になることが明らかになった場合は、預金者保護のために公的資金の導入が必要となるとの認識から、「金融行政の当面の運営指針」に「当局としても、永年にわたって金融システムに寄せられてきた国民の信頼がいささかでも損なわれることのないよう最大限の努力を傾注して参る所存である」と書いたが、銀行が債務超過で経営破綻が明らかであることを示さない限り、その前の公的資金の投入はかえって混乱を引き起こし、国民負担の増大を招くのみであるというのが基本的なスタンスであったと述べている（松島・竹中 [2011] 225～226頁、日本銀行 [1992] 71～73頁）。
- 63 「平成4年8月19日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』43328。

は253億円であったのに対し、考査の結果は、不良債権額2兆620億円、要償却額2,557億円となっていた。半年後といえ、大蔵省と日本銀行の間でこれだけの大きな差が出たのは、日本銀行の場合は、関連ノンバンクの不良債権は母体行の負担とし、その一定割合を自動的に要償却額として算定したためであった。この当時の銀行局長であった寺村信行は、「日銀考査の方が先見性があった」と回顧している⁶⁴。

また、1993年2月には、大蔵省主導で日本住宅金融の第2次再建策が取りまとめられた。住宅金融専門会社（以下、住専）の支援策について、三重野総裁は、記者会見において、「住専自身とこれを支援している金融機関の問題」で「自己責任原則に基づいて決めるべき」と述べた⁶⁵。住専の再建策に関する覚書（寺村大蔵省銀行局長と眞鍋武紀農林水産省経済局長の間で取り交わされた覚書）には、「住宅金融専門会社に対する農林系統の金利減免が、その体力からみて非常に厳しいものであることを踏まえ、日本銀行において農林中央金庫に対して必要な資金の融通が行われるよう調整するものとする（この融通は通常の日銀貸出であり、事前に固定して行われるものではない）」と記されていたが⁶⁶、これについて、のちに松下康雄総裁は、「覚書自体については、日本銀行は全く関与していない」、「その当時、大蔵省から住専の再建計画策定に関連して、『日本銀行としてその際に貸出面で対応できるかどうか』という話はあったようである。これに対して、私どもとしては、『日本銀行貸出は、金融市場全体の動向や、個別金融機関の資金繰りの状況を日々把握しながら、必要に応じて行っていくものであって、それ以外の意図をもって行うべきものではない』といった趣旨のことを申し上げたことがあるだけだと聞いている」と述べている⁶⁷。1992～93年の時期においては、大蔵省・日本銀行は、不良債権処理を早期に進めることの必要性、金融機関の自己責任、金融機関に不良債権処理を行うだけの体力、収益力のあることを強調し、直ちに公的資金を投入することには否定的見解を示していたのである。

後から振り返れば、こうした見解は、バブル崩壊過程でのBS調整メカニズムに

64 松島・竹中 [2011] 247頁。1992年12月、日本銀行は、兵庫銀行の主要株主である住友銀行、日本長期信用銀行（以下、長銀）、日本興業銀行3行に対して、各200億円の融資枠を設け、この融資は、これら3行からそのまま兵庫銀行に貸し付けられた。

65 「平成5年2月17日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』44682。

66 1995年6月、不良債権問題の早期処理のための検討を目的としたプロジェクト・チームが与党に設置された。同年8月24日に「住専問題の経緯と現状について」をテーマとして開催された同プロジェクト第7回会合において、大蔵・農林水産両省が、1993年2月3日付けで交わした「覚書」を提出し、同覚書の内容が明らかとなった（西村 [1999] 144頁、全国銀行協会連合会 [1995c] 53～58頁、『日本経済新聞』1995年8月25日朝刊）。なお、1995年12月13日に開催された衆議院予算委員会において、西村吉正政府委員（大蔵省銀行局長）は、「この覚書の内容につきましては、去る8月24日に既に公表をさせていただいておるところでございます」と答弁している（衆議院事務局 [1995]）。また、1996年2月15日に開催された衆議院予算委員会では寺村参考人と眞鍋参考人がそれぞれ覚書に関して答弁している（衆議院事務局 [1996]）。

67 「平成8年2月14日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H8年）』65161。

ついでに認識が不足していたといえるかもしれない⁶⁸。しかし、バブル崩壊過程で発生した不良債権の規模からみると、金融政策単独でこれに対処することは不可能であった。実際、1990年代の景気対策は、財政・金融の両政策を含むマクロ経済政策とプルーデンス政策の両面から、漸進的に遂行されていくことになった。

4. 金融環境の変化と金融政策対応（1994年初～1995年夏）

(1) 円高の進行やグローバル競争圧力等を背景とする景気腰折れ懸念

イ. 海外主要国の経済情勢

1994年は、世界の多くの国・地域において経済が拡大した⁶⁹。米国経済は拡大テンポを加速し、欧州でも英国に続き、ドイツ、フランスの経済が回復局面に入った。さらにアジア諸国においても、力強い経済拡大が持続した（図表7）。

着実な景気拡大が続いていた米国では、1994年2月に金融調節姿勢を引締め方向に転換し、その後、1995年2月までの間に、4回に亘って合計2.25%ポイントの公定歩合引上げを実施した。このため1995年前半は、累積的な利上げ効果等から、景気は減速した。もっとも、7月にFFレートが引き下げられ（6%→5.75%）、金融政策スタンスが緩和に転じたこともあって、景気は再び拡大しはじめた。こうした中、消費者物価は比較的落ち着いた推移となった。為替市場では、米国の一段の財政赤字削減に向けた展望が拓けないことや、日米貿易不均衡の解消が容易ではないとの見方が強まったこと等から、米ドルは主要国通貨に対して下落した。とくに、1995年入り後は、メキシコ通貨危機等もあって、米ドルの減価が一段と進んだ。

この間、英国では輸出と個人消費を中心に景気は拡大した（図表7）。このためイングランド銀行では1994年9月から1995年2月にかけて3度に亘り政策金利を引き上げた。これらの引締めから内需が個人消費を中心に減速したため、景気拡大テンポは鈍化した（図表7）。ドイツ、フランスでは、1994年には、輸出が好調に推移する中で、景気の回復がみられたが、1995年はマルク高・フラン高に伴う輸出の増勢鈍化から、景気拡大テンポは緩やかになった（ドイツは8月に公定歩合引下げ）。この間、物価は、各国とも総じて落ち着いた推移となった。

アジア諸国をみると、NIEs、ASEANでは、先進工業国・アジア域内諸国向け輸出の増加と対内直接投資の拡大、インフラ投資の積極化等を背景に、1994年にも

68 翁・白川・白塚 [2000] 315～319頁。

69 日本銀行調査統計局 [1995c] 15頁。

高水準の成長率が持続した（図表7）⁷⁰。ASEAN 諸国では、対米輸出は増勢一服となったが、直接投資の流入や東アジア域内貿易の活発化を背景に、景気拡大が持続した。中国では過熱気味の景気拡大が続いたが、引締め政策の強化により、建設・設備投資が抑制され鉱工業生産の伸び率もやや低下した。こうした状況のもとで、物価上昇率は高めとなり、資本財・中間財の輸入増加から貿易赤字幅も拡大した⁷¹。

ロ. 国内の経済情勢

1994年の経済情勢は、1991年春に始まり2年半にも及んだ景気後退局面をようやく脱し、低水準の金利や1994年2月の政府による経済対策（景気浮揚のための内需拡大、課題を抱える分野における重点的施策の展開、経済活力の喚起のための発展環境整備、総額15.3兆円〈6兆円の所得税・住民税等の減税を含む〉）を背景に、回復の動きがみえはじめた（図表1）。しかし、回復力は弱く、とりわけ、景気の自律的な拡大に最も大きな影響を与えらるる設備投資の回復が鈍かった⁷²。

このような設備投資の回復の鈍さの背景として、1994年当時日本銀行では次の3点を指摘していた。第1は、経済活動の水準の低さである。企業収益、稼働率等は回復過程にあったが、その水準はこれまでの景気調整が深いものであっただけに依然として低く、企業の設備過剰感はなお根強かった。第2は、これまでの資産価格の下落に伴い企業・金融機関の財務内容が悪化していたことである。いわゆるBS調整圧力が企業および金融機関のリスク回避姿勢を強めた可能性があると考えていた。第3は、円高や中進国経済の発展等を背景とした産業構造の調整圧力があったことである。世界的な経済構造の変化のもと、生産拠点の海外シフト等から製造業の国内での投資活動が弱められたことに加え、流通業等での国際競争激化に伴う安値輸入品の流入や企業の経費削減努力から非製造業の投資活動も抑制されたと捉えていた⁷³。

この後1995年初までは、景気は緩やかながらも回復基調を辿っていたが、1995年春先以降は足踏み状態となった。すなわち、前期比ベースでみると、1994年初から増加を続けてきた鉱工業生産は1995年入り後減少を示した（図表1）。景気が足踏みとなったのは、設備投資や個人消費の回復力が十分高まらないもとで、①生産等が、1995年初に発生した阪神・淡路大震災に伴い、一時的に下振れ、②輸出が急速な円高や米国景気の一時的な減速等から減少し、③公共投資が息切れするととも

70 「東アジアの奇跡」といわれる。1993年9月に世界銀行が公表したレポートにより使われた表現。同レポートによると、東アジアの経済的奇跡の特徴として、急速な成長と分配の不公平の減少が指摘されている（World Bank [1993]）。

71 日本銀行調査統計局 [1995c] 15～17頁。

72 日本銀行調査統計局 [1995a] 15～16頁。

73 日本銀行政策委員会 [1995] 3～4頁。日本銀行調査統計局 [1995b] 19～26頁。

に、金利低下期待が高まるにつれ住宅投資が先送りされた等のことが影響した⁷⁴。

阪神・淡路大震災は、1995年1月17日に発生した「兵庫県南部地震」によって生じた災害で、被害総額は約9.6兆円といわれ⁷⁵、地震直後には、鉱工業生産をはじめ、個人消費、輸出入等、多くの経済指標で一時的な下振れがみられた（図表1）⁷⁶。幸い建物に大きな被害がなかった日本銀行神戸支店は平常通り9時に営業を開始した⁷⁷。その後も他店からの職員派遣による応援も受け、預金の引出や損傷紙幣の交換など災害時の最大の仕事である現金の円滑な供給を果たすことができた。この間1月21日から2月26日までは土日の営業も行った⁷⁸。また、被災地の金融・決済面での混乱を回避するため、日本銀行神戸支店長と大蔵省近畿財務局神戸事務所長、日本銀行大阪支店長と大蔵省近畿財務局長のそれぞれ連名で、被災地に対する金融上の諸措置を発出した。これは、金融機関に対して預金の便宜払戻し、払期日が経過した手形の便宜取扱い、損傷銀行券の引換え、災害関係融資に関する便宜取扱い等を要請するものであった。また、被災地において、復興を着実に進めていくためには金融面でも民間金融機関から復興資金の供給が円滑に行われることが重要であるとの認識のもとで、7月に、被災地の復興を目的に融資を行う民間金融機関の活動を支援するため、被災地域に営業所を有する金融機関のうち希望する先に対して、「復興支援貸出」（期間1年をめぐり）を実行することにした（実行額は2,715億円）⁷⁹。

1995年3月以降は、急激な円高の進行や株価の下落等（図表3、6）から、景気の先行きに対する不透明感が急速に高まった⁸⁰。為替相場は、1995年2月後半から加速した円高の流れを受けて、4月中旬には円の対ドル相場が東京市場で一時80円割れ（4月19日：79円75銭）と戦後最高値を更新し、その後も米国景気減速に対する懸念と円高の行過ぎに対する警戒感等が交錯する中、概ね80円台半ばで推移した（図表3）。夏ごろからは為替市場における主要国通貨当局の協調行動等から市場の円高心理が修正され、円の対ドル相場は9月初にかけて97～98円の水準にまで軟化した。

株価は、1995年前半は急激な円高進行といった懸念材料に加え、英国ベアリング証券の破綻（2月末）等もあって値を下げ、3月下旬には16,000円割れの展開となった。さらに景気の先行きに対する不透明感等を背景に5月下旬以降下落基調を辿り、6月中旬には15,000円を割り込んだ。8月中旬には18,000円程度にま

74 日本銀行調査統計局 [1996] 5頁。

75 国土庁推計（1995年2月）による（『日本経済新聞』1995年2月17日朝刊）。

76 日本銀行調査統計局 [1995c] 19頁。

77 1月20日から2月3日までの間、店舗が倒壊した金融機関14行庫に対し臨時窓口を提供した。

78 阪神・淡路大震災時の神戸支店に関する記述は、『日本経済新聞』1995年1月20日朝刊、『朝日新聞』同年2月25日夕刊、日本銀行神戸支店 [1995] による。

79 日本銀行政策委員会 [1996] 41頁。

80 日本銀行調査統計局 [1995c] 19頁、25頁。日本銀行調査統計局 [1996] 9頁、13～14頁。

で回復、年末には一時 20,000 円台を回復した（図表 6）。地価は引き続き下落した（図表 6）。

物価は、1994 年後半から下げ止まっていたが円高の進行や国内需給が引緩み傾向を強めたことから、1995 年春先には下落に転じた（図表 2）。

このような状況のもとで、景気の浮揚を促進するため、物価が過度に下落した場合のわが国経済に及ぼす影響にも配慮しつつ、日本銀行は 3 月 31 日、短期市場金利の低下を促すこととし、それに続いて公定歩合を 4 月 14 日に 0.75% 引き下げて 1.0% とした。日本銀行はさらに 7 月に市場金利低目誘導、9 月に公定歩合引下げ（1.0% → 0.5%）と、立て続けに金融緩和を行った（日本銀行の金融政策については、本節（2）ロ. を参照）。

日本銀行が連続して金融緩和を行っている間、政府も 4 月と 6 月に規制緩和等を骨子とする「緊急円高・経済対策」を講じ、9 月には、総額 14.2 兆円におよぶ過去最大規模の経済対策を実施した。また、為替市場においても、1995 年 4 月の G7 で「為替相場の秩序ある反転が望ましい」旨の合意が打ち出され主要国通貨当局との協調介入も実施された⁸¹。このように、金融・財政面での政策・対応に加え、ストック調整の進展やリストラによる企業収益の基盤強化に伴う民間部門での調整圧力のある程度の減衰もあって、1995 年後半から景気は再び回復に向かった⁸²。とくに設備投資は、製造業大企業（パソコン関連等）や規制緩和が進められた通信事業（携帯電話、PHS 等）などで活発化した。

（2） 金融環境の変化と政策対応

イ. 金融環境の変化

（イ） 金融自由化の進展

預金金利自由化の必要性に関する議論は、1970 年代半ばから主として金融問題研究会（大蔵省銀行局長の私的諮問機関）の場において行われていたが⁸³、同研究会は 1993 年 9 月から金利自由化の最終プロセスを検討し、「定期性預金の金利自由化の実施及び流動性預金の金利自由化について」（1993 年 12 月 22 日）を提出した。この中で流動性預金の金利自由化に当たって配慮すべき点として、決済システムの安定性と郵貯の存在の 2 つを挙げた。これを受けて、1994 年 4 月に郵貯の通常貯金等の金利設定ルールに関する合意が大蔵・郵政両省間で成立した。この合意の成

81 日本銀行調査統計局 [1996] 5 頁。なお、「協調介入」という表現は、日本銀行月報や年次報告書では用いられているが、記者会見等で、記者から「協調介入」という表現を使って質問がなされた際、総裁は慎重に使用を回避する姿勢をとっていた。

82 日本銀行調査統計局 [1996] 5 頁、67 頁。

83 西村 [2003] 218 頁。

立後、民間の流動性預金金利は、付利禁止として残る当座預金金利を除き 1994 年 10 月 17 日に自由化された⁸⁴。これにより、1985 年 10 月の大口定期預金導入以降、段階的に進めてきた預金金利自由化のプロセスが完了した⁸⁵。

(ロ) 不良債権問題とこれに対する日本銀行の対応

長期に亘る景気低迷や地価の持続的下落を背景として、バブル期における企業の過大な投資をファイナンスしてきた金融機関の不良債権は増加してきた（図表 5、6）。

不良債権問題について 1994 年 2 月に作成された G7 会合用の想定問答では、日本銀行は「不良資産の全体の動きは、計数的にみると、担保不動産の売却が進捗しないと云ったバブルの後遺症と目されるものに加え、このところ景気低迷の長期化に伴う不況型の不良債権が新規に発生しているといった事情にもあって、なお増勢を辿っており、未だピークアウトしたとは言い難い状況にある」といった慎重な回答を用意していた。その後 1994 年 9 月に作成された G7 想定問答でも、「都・長銀・信託各行のディスクロージャー計数によれば、不良資産の金額（破綻先債権、6 ヶ月以上延滞債権の合計）は、本年 3 月末時点では 13.6 兆円と昨年 9 月末（13.8 兆円）に比べほぼ横ばいの水準となり、頭打ちの様相をみせ始めているように窺われる」、「...不良資産問題については全体として望ましい方向に動いてきている」としつつも、「問題の大きさ等からみて、不良資産問題の全般的な解決までには、なお相応の期間を要するものと考えられる」と慎重な見方を示す回答を用意していた⁸⁶。1994 年 12 月 19 日の記者会見においては、不良債権問題についての考え方、今後の見通しを問われ、松下総裁は、「私の理解している限りでは一応不良債権の発生はピークを越えた、その残高はピークアウトしつつあるというふう理解している」と述べつつも、「担保になっている不動産自体の処分についても不動産市場の回復が非常に遅れているということや、日本の不動産の場合、色々権利関係に複雑なものが多いということもあり、必ずしも簡単に一気に呵成に進むというものではないようである。従ってこの問題に対しては全体的にみて相当程度の時間がかかるということに覚悟しながら一步一步的確な手を打っていくということに尽きる」と、引き続き重要な問題であるとの認識を述べている⁸⁷。

こうした中、東京協和信用組合と安全信用組合が約 1,100 億円の債務超過を抱え自力再建は不可能と判断される破綻問題が浮上した。日本銀行は、直接の監督当局

84 西村 [2003] 230~232 頁。

85 日本銀行政策委員会 [1995] 17 頁。

86 「94 年 2 月 企・国・信 G7 関連想定問答」、「94 年 9 月 G7 関連資料」、日本銀行アーカイブ資料『G プロセス 2 (1/3)』47671。

87 「平成 6 年 12 月 19 日 総裁、副総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』46878。

である東京都、全国信用協同組合連合会、東京都信用組合協会、長銀等民間金融機関と破綻処理に関する合意に達した⁸⁸。こうして、2 信用組合は解散して事業を新設受皿銀行に譲渡するという破綻処理構想が 1994 年 12 月 9 日に発表された⁸⁹。具体的には、①日本銀行は、民間金融機関とともに、普通銀行（「東京共同銀行」）を設立、同銀行は両信用組合問題の処理のため東京協和、安全両信用組合の事業の全部を譲り受ける、②当該事業譲受に際しては東京都及び民間金融機関等が必要な支援を行う、③同銀行は銀行として必要な信用力の保持を図りつつ、東京協和、安全両信用組合の全ての預金を承継するとともに、不良債権の処理を行う、④同銀行は預金保険機構からの資金援助を求めるといったものであった⁹⁰。

日本銀行は金融システム全体の安定維持の観点から、2 信用組合の経営問題解決のために 1 月に民間金融機関との共同出資により東京共同銀行を設立することとし、日本銀行法第 25 条に基づき 200 億円（民間金融機関と同額）を出資した⁹¹。東京共同銀行は、後に日本銀行出資を預金保険機構による出資に振り替え、不良債権の処理機関（整理回収機構）となるが、当初は預金集めや新規貸出も行う通常の銀行としてスタートした。同行は、預金保険機構の資金援助を受けて両信用組合の事業を継承するとともに、不良債権は、東京都信用組合債権回収機関（東京都信用組合協会内に設置）に譲渡した（1995 年 3 月）⁹²。

こうした緊急避難的措置を講じる必要性について日本銀行は、1994 年 12 月 9 日の総裁記者会見で「不良債権額が大きすぎるので…自力再建は出来ない、また合併してくれる銀行もないという訳で、それを放置すれば、やはり大きな混乱を巻き起こす」可能性があるためであり、新設される銀行への出資については「新しい銀行がこの先円滑に機能していくためには、銀行として必要な信用力を保持し得るだけの十分な資本の裏付けが必要である」ためと説明した⁹³。1995 年 1 月 25 日の総裁記者会見では、「日銀法 25 条に基づく今回の出資は公的資金であるというふうに認識しておられるか。また、そうした議論についてはまだ明確な結論が出ていないと思うが、そういう段階で日銀がこれからも 25 条に基づく出資等をされることがあるのか」という問いが出された。これに対し松下総裁は「特定のどこかの銀行にお願いするとか、そういう処理ができない問題であったため広く一般の金融機関のご協力を頂きながら、このような処理についての案を作っていた」、「そのためにはやはり中央銀行自体が本件の結果というものを重く考え、これについてきちんとし

88 西村 [2003] 310 頁、日本銀行政策委員会 [1995] 14 頁、22～23 頁。

89 全国銀行協会連合会 [1995a] 42～44 頁。

90 日本銀行政策委員会 [1995] 14 頁、22～23 頁。

91 日本銀行政策委員会 [1996] 13 頁、36 頁。

92 日本銀行銀行論研究会 [2001] 42～43 頁、日本銀行政策委員会 [1996] 11 頁、全国銀行協会連合会 [1995b] 53 頁。

93 「平成 6 年 12 月 9 日 東京協和、安全両信用組合の経営問題処理に関する総裁記者会見要旨（小島理事陪席）」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』46878。

た処理を行っていこうと決意していることをお示しすることによって全般的なご協力が得られ易いというふうに判断した」、「出資という形を採っているのは、やはり日銀の資金というものが前提である以上、将来新銀行の経営が軌道に乗ってきた後には日銀としても回収を行わなければならないので、その回収のためにも出資という形を採っておくことが有効な方法であると考えた」と述べている⁹⁴。また2信用組合についてペイオフを行わなかった理由について、松下総裁は4月6日の神戸支店における記者会見で、「金融機関の多くが大なり小なり不良資産を抱え、その処理に努力しているといった困難な状況にあること、金融機関の経営情報の開示やペイ・オフに対する預金者の意識はまだ十分でない面があるなどを考えると」、「ペイ・オフを行なえば、両信用組合の預金者ばかりでなく、全国の預金者の動揺を招き、信用不安の連鎖が起こりかねない」との懸念を挙げ、「どうしてもペイ・オフを行わずに処理する方策をとらざるを得なかった」と回答している⁹⁵。

東京共同銀行がスタートして半年もたない1995年7月末には、東京のコスモ信用組合の破綻が表面化した。同信用組合は先の2信用組合と比べ規模が大きく、預金の払戻しに支障を生じさせないためには日本銀行からの流動性支援（いわゆる日銀特融）が必要となる事態が予想された。このため、同信用組合にかかる処理方策が実施されるまでの間、同信用組合が預金払戻しに要する必要最小限の資金を日本銀行法第25条に基づく貸出により全国信用協同組合連合会を通じて供給した⁹⁶。なお、本貸出とは別に、日本銀行は同信用組合の処理方策の一環として、同信用組合の事業の全部譲受を行う東京共同銀行に対し、資金繰りおよび収益支援のための貸出を行うこととした⁹⁷。このようにたびたび日本銀行法25条が発動されていることについて、8月9日の総裁記者会見で松下総裁は「日銀法25条は非常に特別な場合に限定して、日銀法の他の条文では読むことのできない措置を行う権限を定めたものであるため、当然厳格な発動要件を考える必要がある」との姿勢を示した⁹⁸。

1995年8月末には、木津信用組合と兵庫銀行の経営破綻が表面化した。木津信用組合は1兆円強、兵庫銀行は約2兆5,000億円の資金量であり、他の金融機関への影響が懸念された。木津信用組合は業務停止とされ、信用組合の破綻処理機関として東京共同銀行を改組した整理回収銀行に譲渡されることとなった。一方、兵庫銀行は清算するが、震災後の地元経済への影響も考慮し、金融機能は存続させる必要があることから地元の財界、金融界等の出資を募って新たに「みどり銀行」を設

94 「平成7年1月25日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

95 「平成7年4月6日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

96 具体的には、「コスモ信組が行った預金の払戻しに際し、コスモ信組の手持現金あるいは全信組連から借り入れた資金で不足した部分については日銀からの融資で賄った」（「平成7年8月9日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956）。

97 日本銀行銀行論研究会〔2001〕43～44頁。日本銀行政策委員会〔1996〕36頁。日本銀行政策委員会〔1997〕43頁。

98 「平成7年8月9日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

立し、そこに営業譲渡されることとなった。8月30日の総裁記者会見では第25条の発動について、「金融機関の破綻処理を行っていく時には、一時的な資金繰り支援のため、流動性の供与という場合もあるし、また損失の処理をどうしていくかという問題もある。…本来中央銀行としては流動性の供与を第1に考えていくべきものであるから、それを破綻処理に活用していくということは、やはり一種の緊急避難的な、限定的な措置であると考えべきだと思っている」と述べている⁹⁹。なお、翌1996年1月、日本銀行はみどり銀行に対し、日本銀行法第25条に基づき1,100億円の劣後特約付貸付を実施することを決定した。

こうした状況のもと日本銀行は、取引先金融機関に対し、不良債権の適切な処理、経営合理化や自己資本充実による経営体質の強化、リスク管理体制の整備等を進め一層の経営健全化に努めるよう指導した¹⁰⁰。

(ハ) 不良債権額のディスクロージャー

不良債権額のディスクロージャーに関しては、1995年から都市銀行、信託銀行、長期信用銀行が金利減免債権額（支援時の公定歩合以下の金利適用先）を公表（口頭で開示）したほか、一部の地方銀行、第二地方銀行、信用金庫等でも、自主的に不良債権額に関する開示範囲を拡大する検討を進める等、徐々に拡大していた¹⁰¹。このように、金融機関の不良債権問題については、全体としてその償却・引当等が進展したほか、不良債権額の開示も拡充した。しかしながら、不良債権額は全体としてなお多額にのぼっているほか、一部には体力に比べて不良債権の額が大きく、その処理が遅れている先もある等、不良債権問題はわが国金融システムにとって引き続き重要な課題であった¹⁰²。

ロ. 金融政策手法の転換

(イ) 短期市場金利の低下促進（1995年3月）

1994年は、景気回復が緩やかなものであるとの認識のもとで、これまでの緩和

99 「平成7年8月30日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

100 日本銀行政策委員会 [1996] 35頁。

101 不良債権額のディスクロージャーにつき全国銀行協会連合会は、全国銀行協会連合会統一基準により業態ごとの開示範囲を定めた。1993年3月期から都市銀行、信託銀行、長期信用銀行の21行は破綻先債権額（経営破綻先に対する債権の額）と延滞債権額（利払いが6ヵ月以上延滞している債権の額）を開示することとなった。地方銀行、第二地方銀行は破綻先債権額の総額のみとして、延滞債権額の公表は見送られた。1996年3月期からは都市銀行、信託銀行、長期信用銀行では新たに金利減免等債権額と経営支援先に対する債権額を、地方銀行では新たに延滞債権額を開示することになったが、実際には地方銀行、第二地方銀行においても自主的に金利減免等債権額まで開示を開始した。1997年3月期からは5業態すべての先において破綻先債権額、延滞債権額、金利減免等債権額、経営支援先に対する債権額が開示された。1998年3月からはリスク管理債権（破綻先債権、延滞債権、3ヵ月以上延滞債権、貸出条件緩和債権）を開示項目とした（日本銀行政策委員会 [1998a] 21頁、日本銀行 [1999c] 130頁、小峰 [2011] 470～473頁）。

102 日本銀行調査統計局 [1996] 21頁。

基調を維持する金融政策スタンスを継続した。1995年入り後は、阪神・淡路大震災の発生や急激な円高の進行の中、株価も大きく軟化したこと等から、景気の先行きに対する不透明感が強まり、市場には先安観も台頭した¹⁰³。

こうした中で1995年3月31日に、日本銀行政策委員会は当面の金融調節方針として、市場金利の低下を促すことを了承した¹⁰⁴。すなわち、公定歩合の水準と整合的な範囲内で金融緩和の効果が最大限発揮されるように短期市場金利の低下を促すことが適当と判断した（いわゆる低目誘導措置の実施）¹⁰⁵。金融調節による短期市場金利の誘導を公定歩合操作よりも重視し、かつ誘導目標について対外的に発表するようになったのはこの時からである¹⁰⁶。この低目誘導措置の結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、それまでの2.2%台の水準から公定歩合と同水準の1.75%程度まで、およそ0.5%ポイント低下した（図表4）。この政策変更に伴い、金融政策の変更の意図を明らかにするために山口泰企画局長が3月31日に異例の記者会見を行ったが、市場からは日本銀行は公定歩合の引下げに消極的だと受け止められ、円高株安が止まらなかった。そのため4月1日には「日銀は近い将来公定歩合を引き下げざるをえないだろう」と報道された¹⁰⁷。

（ロ） 第8次公定歩合引下げ（1995年4月）

さらに1995年4月14日には円高の一段の進行や株価の低迷等が企業収益・企業マインドの悪化を通じて回復基調の持続性を損なうことが懸念されたため、これを未然に防止する意味合いから、公定歩合を0.75%引き下げ、1.0%とした¹⁰⁸。

103 日本銀行調査統計局 [1995c] 21頁。

104 日本銀行政策委員会 [1996] 42～43頁。この政策委員会の判断について「決定」ではなく「了承」との表現が用いられているが、これにつき山口泰企画局長は3月31日の記者会見で次のように説明した。「日々の金融調節、運営は政策委員会の基本方針のもとで理事会に授權されている。意味のある幅で調節するときは政策委員会で説明する。今日も説明し、了承された」（『日本経済新聞』1995年3月31日夕刊）。なお、1998年4月1日に施行された新日銀法では、金融市場調節方針の決定は政策委員会の決定事項と定められている（第15条第1項第4号）が、1995年当時の日本銀行法にはそのような定めはなかった。そのため、1995年3月31日の政策委員会の判断について「決定」ではなく「了承」との表現が用いられた。

105 1995年3月31日および7月7日の措置につき、総裁記者会見等では記者とのやり取りにおいて「低目誘導」という表現が使われていることがあるが、日本銀行の公表資料では「短期市場金利の低下を促す」といった表現が使われている。

106 宮野谷 [2000] 8頁。

107 『日本経済新聞』1995年4月1日朝刊、『読売新聞』同日朝刊。報道の中には、「金融政策と意図を明らかにする米連邦公開市場委員会（FOMC）や独連邦理事会のような手法を取り始めたともいえる」（『日本経済新聞』1995年3月31日夕刊）と、今回の措置の真意である政策手法の転換を指摘した記事もあったが、この時点ではほとんど理解されなかった。なお、この点に関して福井副総裁は11月13日に「3月の市場金利引下げに際しては、以上のような措置が市場関係者にとっても初めてのことであったことに加え、ちょうどその前日に実施されたドイツの公定歩合引下げが、わが国でも同じ措置がとられるのではないかとの思惑を非常に強く呼んだことも響いて、私どもの示したシグナルが必ずしも明確に受けとめられなかったように思う」と述べている（福井 [1995] 7頁）。

108 日本銀行調査統計局 [1995c] 21～22頁。

公定歩合が1.0%になったことを受けて、同日開催された政策委員会議長記者会見において次のような質疑応答が行われた¹⁰⁹。まず、金融政策の自由度が失われる、つまりもうこれ以上下げることではできなくなってしまうのではないかといった懸念が記者から質問された。これに対し松下総裁は、各国の中央銀行の歴史上では1%という公定歩合を実施した例はあるとしたうえで、「どういう水準がもう限界だ、というふうにあまり堅く考えるものではなく、経済情勢及び金融情勢から見て必要な時期には必要な判断をし、適切な政策をとっていくという立場からみて組み合わせ可能な範囲の中であればそれは政策として十分通用する、役に立つものである。従って、今回の1%という水準はわが国では初めての経験であるが、そういう適切な政策の組み合わせの範囲内の措置であると思っている」と回答した。さらに、3月31日に低目誘導を実施してから2週間後に政策転換を余儀なくされ公定歩合引下げをさらに行わざるを得なくなったということは、今後の市場金利低目誘導の実行が困難化することに繋がるのではないかと質問が出された。これに対して松下総裁は、「(低目誘導と公定歩合引下げの)両方の効果を合わせて現在の経済情勢の先行き見通しに対応していく必要がある」と回答している。また、この利下げのタイミングについて、同日朝に政府で「緊急円高・経済対策」が決定されていることから表裏一体の措置ではないかと、日米蔵相会議やG7会議をにらんでの国際協調的対応ではないかととの質問が記者から出されたが、これに対し松下総裁は、「他のいろいろな政策決定の場との関連とか国際会議の日程とかそういったものを意識したものではない」と否定している。

(ハ) 短期市場金利の低下促進 (1995年7月)

その後夏にかけて、景気回復の動きが足踏み状態となり、物価面でも全般的に下落圧力が根強い状況となったこと等から(図表2)、1995年7月7日には、短期市場金利の一段の低下を促す措置を実施した。その際、短期市場金利は平均的にみて公定歩合をある程度下回って推移することを想定している旨表明し、市場への潤沢な資金供給を行った。こうしたもとで、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、7月下旬以降概ね0.8~0.9%で推移した¹¹⁰。なお、誘導対象とする市場金利(ターゲット金利)の種類や誘導水準については、3月31日も7月7日も対外公表文では特定してはなかった¹¹¹。すなわち、3月には「公定歩合の水準と整合的な範囲内で金融緩和の効果が最大限発揮されるように短期市場金利の低下を促すことが適当」と書かれており、7月の段階でも「市場金利は、平均的にみて現行公定歩合をある程度下回って推移することを想定している」といった表現にとどまっていた。

109 「平成7年4月14日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

110 日本銀行調査統計局 [1996] 11頁。

111 日本銀行政策委員会 [1996] 42~43頁、47頁。

(二) 第9次公定歩合引下げ（1995年9月）

これまでの金融緩和措置を反映した金利の低下や、円高修正とともに、企業の景況感の過度な萎縮が食い止められ、株価も持ち直した。しかし、その一方で全般的な物価下落圧力が根強く持続するもとの、経済活動の足踏み状態が長引く可能性が懸念された。このような状況を踏まえて、日本銀行は1995年9月8日、公定歩合をさらに0.5%引き下げて0.5%とすると同時に、短期市場金利が平均的にみて公定歩合をやや下回る水準となるように運営するという金融調節姿勢を表明した。本措置実施に伴い、無担保コールレート（オーバーナイト物）は公定歩合の水準を下回る0.4%台にまで低下した¹¹²。

公定歩合を1.0%から0.5%に引き下げた9月の段階では、1%を割ることについての是非につき、政策委員会において「1%というものが非常に大きな壁であって、これを突き抜けることがあり得べきではないとか、あるいは適当ではないとかいう角度からの議論はなかった」が、これは「これまでの政策の中で—公定歩合は1%であった訳であるが—、市場金利がすでにそのレベルを割っているという実態もあったことを反映したものではないか」と述べている。また、金融緩和に当たっては、公定歩合以外に低目誘導だけを行うという選択肢もあるが、公定歩合を動かすという決断をした背景は何かと問われた松下総裁は「景気の先行きについては足踏みが長期化する懸念が生じてきているというふうに従来よりも厳しい判断を下しているところである。そういう情勢判断に基づきここでデフレ的現象が拡がってこないようにこれを未然に防止するように経済を回復基調に戻していくということを金融面から十分支えていこうというのが今回の政策の意図である。こういう私どものいわば強い決意というものを市場に対しても一般に対しても明らかにしていくためには、強力なシグナルである公定歩合の引下げを行うことが望ましいというふうに考えた訳である。それと同時にまた現実の市場金利についても一段の低下を促そうという複合的な措置をとった訳である」と述べている。また、今回低目誘導だけでなく公定歩合操作を行ったことについて松下総裁は、「（経済を回復基調に戻していくことを金融面から十分支えて行こうという）強い決意というものを市場に対しても一般に対しても明らかにしていくためには、強力なシグナルである公定歩合の引下げを行うことが望ましいというふう考えた」と述べている¹¹³。

(ホ) 金融政策手法の変化

1994年の預金金利自由化の完了やそれに伴う金融市場の環境変化によって、預金金利や貸出金利の変更を直接促すという公定歩合の役割よりも、市場金利誘導の

.....
112 日本銀行調査統計局 [1996] 11頁。

113 「平成7年9月8日 政策委員会議長記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956。

重要性が高まった¹¹⁴。このため、上述のように1995年3月31日には、市場金利誘導を公定歩合と並ぶ独立した政策手段と位置付けた新しい仕組み、すなわち市場調節方針について、政策委員会です承を得たうえで、明確に对外公表文の形でアナウンスする方法を導入した。その際、操作目標としている無担保コールレート（オーバーナイト物）について、ある程度明確な誘導方針、具体的に言えば「平均的にみて、公定歩合水準をやや下回って推移することを想定している」というような方針を示すこととした¹¹⁵。7月7日に再び市場金利引下げ措置を実施した際には、とくに混乱はみられず、市場に浸透した¹¹⁶。

この間、日本銀行は、日々の金融調節手段の整備・拡充に引き続き努めた。具体的にみると、まず割引短期国債（Treasury Bills: TB）の即日入札オペの活用頻度を高めたほか、従来は指値方式で対応していた即日決済の手形買入オペについて、7月以降入札への切り替えを進める等、調節手段の透明性向上にも努めた。また、各種オペ手段の活用による資金供給力の拡大という観点では、7月以降、債券買切りオペ（いわゆる輪番オペ）および債券現先オペを従来以上に活用した¹¹⁷。9月には、日本銀行は短資会社向けに貸出を実行し、短資会社がそれをもとに入札方式で譲渡性預金（Certificate of Deposit: CD）を買い入れる形のオペ（いわゆるCDオペ）を実施することとした。このオペは、「資金需給のひっ迫が予想される状況に対応して、市場調節の機動性を確保するとともに、金融市場全般の取引を一層円滑なものとする趣旨に立って実施するもの」と説明されている¹¹⁸。また、11月には、CPの売戻条件付買入（CPオペ）を4年ぶりに再開したが¹¹⁹、従来のスキームとの相違点として、「オペの透明性・公平性の向上およびオペのボリューム確保を図る観点から金利決定方式を原則として入札方式としオペ期間はターム物中心とすることと

.....
114 しかし日本銀行では公定歩合操作について、「公定歩合には依然中央銀行としての政策スタンスの大枠を経済全体により明示的に示すという機能（いわゆるアナウンスメント効果）があり、したがって金利自由化が完了した状況の下でも、公定歩合政策の意義はなくなるわけではない」という認識を引き続き持っており、公定歩合操作と市場金利誘導の双方を有効に活用していくことが必要と考えていた。日本銀行調査統計局 [1995c] 22頁。

115 松下 [1997] 7頁。

116 松下総裁はこれにつき、市場金利引下げ措置の効果は「市場にも素直に浸透し」ており、「市場金利誘導の考え方は、徐々に理解され、わが国でも定着するようになったものと受け止めています」と述べている（松下 [1997] 7頁）。

117 日本銀行調査統計局 [1996] 11～12頁。

118 「平成7年9月26日 短資会社によるCD買入れのための日本銀行貸出（いわゆるCDオペ）の実施について」、日本銀行アーカイブ資料『オペレーション』53988。

119 CPオペは平成3年11月以来の実施となるが、再開の背景として企画局と営業局が作成した円卓ペーパー（役員集会用資料）には「今後年末の資金不足期にかけては、信用供与残高が一段と増加し、現行オペ手段では資金供給余力がかなり低下する見通し。こうした状況の下で、引続き円滑な金融調節を行い、安定的な市場地合いの形成を確保するためには、資金供給手段の拡充が必要」との記述がみられる（「平成7年11月9日 企画局・営業局 CPオペの再開について」、日本銀行アーカイブ資料『オペレーション』53988）。

したほか、買入先についても金融機関および証券会社を追加すること」とした。買入先追加について対外公表に伴う想定問答では、「安定的な応札を確保する目的等から、短資会社とともにCP市場における主要流通業者である金融機関および証券会社も対象に加えることとした」と説明されている¹²⁰。

5. 金融システム危機の顕在化（1995年秋～1998年夏）

(1) 金融危機の始まり（1995年秋～1996年末）

イ. 海外主要国の経済情勢

海外主要国の景気動向をみると¹²¹、米国では景気拡大が継続した（図表7）。個人消費の伸びと生産の増加が続いていたため、労働需給はタイトな状況が続き、賃金上昇率はやや高まったが、物価は落ち着いた推移であった。

欧州については全体として停滞が続き（図表7）、また欧州のうち、大陸主要国では長期金利は通貨統合を控えた財政赤字の圧縮努力等から総じて低下方向で収斂した。短期金利はドイツでは横ばいの推移となったが、フランス、イタリアでは小幅の政策金利引下げ実施を受けてやや低下した。一方英国では内需を中心に景気拡大が継続したことを背景とした物価上昇圧力の強まりから1996年10月に政策金利が引き上げられたことを反映して長短金利ともやや上昇した。なお、欧州連合（European Union: EU）では、12月に欧州理事会（EUサミット）を開催し、1999年1月のEMU第3段階移行を再確認するとともに、通貨統合後に財政規律を維持するための安定協定（Stability and Growth Pact）の締結や通貨統合参加・不参加国間の為替取極め（新ERM）導入等に関して基本合意に達したが、こうしたEMUの制度的枠組みに関する検討の進展も、金融・資本市場におけるEMUについてのコンフィデンス増大に寄与したとみられた。

一方、東アジア諸国のうち、韓国やシンガポール等のアジアNIEs、タイ等のASEAN諸国では、輸出鈍化が継続したこと等から景気拡大テンポは減速した。中国でも、成長率は減速しているが引き続き高成長を持続、香港では、1997年7月の返還を控えて、中国との貿易拡大の恩恵を強く受け、輸出のほか個人消費も上向き、景気回復へと向かった。台湾では、景気テンポはやや鈍化した（図表7）。

120 「平成7年11月10日 営第139号CPオペの再開について」、日本銀行アーカイブ資料『オペレーション』53988。

121 日本銀行国際局 [1997] 41～47頁。

ロ. 国内の経済情勢

わが国経済は、バブル経済崩壊の後遺症を克服しつつ、新たな時代に適合した経済構造を構築するという課題に直面してきたが、1996年にはその克服に向けていくつかの前向きな動きがみられた¹²²。

景気は、金融・財政面からの強力な景気刺激策を背景に、1995年末には、低迷を脱しつつあったが、1996年も回復基調を辿った。1995年からの円高修正もあって、民間需要の回復力は底固さを増し、設備投資も着実に増加し、個人消費も全体として緩やかな増加を続けた。物価面をみると、1995年中にみられたような下落圧力が1996年には弱まり、年後半には軟化傾向に歯止めがかかった（図表2）¹²³。

金融動向をみると、1996年7月頃までは長期金利や株価が総じて上昇傾向を辿ったが、その後は、市場において経済の先行きへの慎重な見方が強まったこと等から、長期金利が低下したほか（図表4）、株価も年末にかけて下落した（図表6）。この間、円相場は年間を通じて円安傾向にあった（図表3）。

ハ. 住専問題の表面化と金融関連6法の成立

1990年代に入ってから長期に亘る景気低迷や地価の持続的下落を背景として、バブル期における企業の過大な投資をファイナンスしてきた金融機関の不良債権は増加していた（図表5）¹²⁴。この過大投資の歪みが顕著に現れたのが、不動産投資等のファイナンスをバブル期に積極化させた住専等の銀行系列ノンバンクである¹²⁵。住専等のノンバンクには銀行等の金融機関が融資を行っており、これらが破綻することによって貸し手である銀行等の経営の健全性に影響がおよぶことが懸念された¹²⁶。

このため金融機関経営の健全性確保や金融機関の破綻処理の一層の円滑化のための検討が進められ、その基本的な枠組みが金融制度調査会・金融システム安定化委員会の答申として1995年12月に公表された。さらに、住専の処理に関する検討が行われ、12月19日には公的資金の導入を含む処理策に関する閣議決定（「住専問題の具体的な処理方策について」）が行われる等、不良債権の早期処理に向けた広範な努力がなされた。閣議決定では具体的な処理方策として、①住専処理機構を設立

122 日本銀行政策委員会 [1997] 1～8頁。

123 日本銀行調査統計局 [1997c] 2～4頁。日本銀行調査統計局 [1997a] 13～19頁。

124 一方、当時は、「全体としては軟化傾向が続いたが、優良な住宅地では徐々に下げ止まりに向かったほか、好条件の一部の商業地でも需給の改善がみられた」と評価していた（日本銀行政策委員会 [1997] 8頁）。

125 ノンバンクについては、一般に確立した見方があるわけではないが、例えば大蔵省銀行局長の私的諮問機関として発足したノンバンク研究会では「預金等を受け入れないで与信業務を営む会社」と定義している。具体的には、住宅金融会社、消費者信用会社等、金融業に分類される銀行、協同組織金融機関、証券会社、保険会社以外の与信業務を営む会社がノンバンクとして取り扱われる（日本銀行金融研究所 [1995] 387頁）。

126 ノンバンクに関する懇談会 [1997]。

し、回収不能な不良債権にかかる損失見込額（住専7社計で約6兆2,700億円）及び欠損見込額（約1,400億円）について処理する、②母体行には住専に対する債権全額（3兆5,000億円）の放棄等、一般行には住専に対する債権のうち約1兆7,000億円の放棄等、系統金融機関には住専処理機構に対する約5,300億円の贈与等を要請する、③政府は預金保険機構に住専勘定を設け、96年度当初予算において、同勘定に対して6,800億円を支出する、④住専処理機構は、預金保険機構の指導のもと、法律家、不動産取引の専門家等の参加協力を得て、法的手段を活用しつつ、債権の回収を強力に行う等の内容が盛り込まれた¹²⁷。

1996年1月24日に開催された総裁記者会見では¹²⁸、住専問題の処理に当たって財政資金を投入する政府の方針が出されたことを受けて、日本銀行にはバブルを生んだ金融政策の責任があるのではないかとの記者からの質問に対し、松下総裁は「いわゆるバブル発生の原因については、首都圏一極集中や土地取引に関する法制・税制など様々な要因が絡んでいるが、長期に亘る金融緩和にもその原因の一端があったことは否定できないところであろうと思う。ただ、当時の政策環境としては、『為替相場の安定』と『対外不均衡の是正』がいわば国是とされていた訳で、そうした中で金融政策運営面でもギリギリの選択を迫られている状況であったと理解している。従って、このような環境の厳しさを考えると、後から振返って結果だけから軽々に論ずることができないという面もあろうと思う。また金融政策だけでバブルの発生を未然に防ぐことはなかなか難しかったであろうことも考える次第である」と述べている。また、日本銀行の考査・モニタリング機能についてその果たすべき役割をどう考えるかという質問に対し、松下総裁は、「日本銀行の目的は申すまでもなく、通貨価値の安定と金融システムの安定の2つであり、この両者が相俟って、通貨の健全性が確保されるということであるが、私どもの行っている考査・モニタリングは、このような目的を達成するうえで必要不可欠な機能であると考えている。それは日本銀行の様々な政策運営を行っていることと密接不可分の関係にあるものと思う」と述べている。

こうした中、日本の金融機関が抱える不良債権問題の深刻さがあらためて認識される一方、大和銀行ニューヨーク支店で発生した取引損失隠蔽事件をきっかけに邦銀の経営状態に関する情報開示への不信感が高まった¹²⁹。このため、海外の市場参

.....
127 日本銀行政策委員会 [1996] 14~15頁。

128 「平成8年1月24日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H8年）』65161。

129 1995年9月26日に、大和銀行の米国支店および現地法人での不正事件が発覚し、これをきっかけに同行は米国監督当局より米国市場からの撤退を命じられた。大和銀行では、ニューヨーク支店現地採用職員の不正事件の発覚に伴う約11億ドル（約1,100億円）の損失を1995年度中間期に一括処理する旨の発表を9月に行った。また、同行では、米国現地法人において、1984年から1987年にかけての取引で約97百万ドルの損失を出していたことを10月に公表した。その後、米国監督当局は、大和銀行の米国内の全ての支店、出張所および現地法人の業務を終結させる同意命令を11

加者を中心に日本の金融システムの安定性に対する懸念が強まり、いわゆる「ジャパン・プレミアム」が拡大した¹³⁰。こうした状況のもと、政府は預金保険法の改正や金融機関の経営の健全性確保を骨子とする金融関連 6 法で金融システム安定化の枠組み整備を図り、そのもとで、整理回収銀行（東京協和・安全の 2 信用組合の処理に伴って設立した東京共同銀行を改組）や住宅金融債権管理機構が設立された。

すなわち、1996 年 6 月、金融機関経営の健全性確保や金融機関の破綻処理の一層の円滑化のための枠組み、住専処理方策の実施のための手立てとして、金融関連 6 法が国会で成立した。7 月に住専 7 社から貸付債権等の財産を譲り受けて当該債権等の管理・回収を行うことを目的として住宅金融債権管理機構が設立された。同機構の資本金（2,000 億円）は、全額預金保険機構が出資した（このうち 1,000 億円は、同機構解散時に返還される拠出金として日本銀行から預金保険機構へ供与されたもの）。また、住専処理に関連して 6 月の政府・与党声明等による要請を受けて、わが国金融システムの安定化および内外からの信頼性確保に資することを目的として 9 月に「社団法人新金融安定化基金」が設立された。日本銀行は当該社団法人の設立者となり、同法人の特別会員として、当該基金に充てる資金を 1,000 億円拠出することを決定した¹³¹。

二. 1995 年秋から 1996 年の金融政策運営

日本銀行は 1995 年に立て続けに金融緩和を行った。また、短期市場金利を公定歩合を下回る水準まで誘導するという措置を採用し¹³²、日銀貸出以外のオペによる金融調節を行うようになった状況を踏まえて¹³³、1996 年 1 月 16 日に都市銀行 9 行を対象とした貸出限度額（クレジットライン）制度を廃止した。

こうした中、公定歩合の金融政策運営における位置付けが注目されることとなった。1996 年 1 月 24 日の総裁記者会見において、公定歩合の役割が低下し、市場金

月に公表した。この間、日本銀行は同行に対する特別考査を実施した。こうした状況を反映して、海外の金融市場における邦銀に対する信認が低下し、日本の金融機関の外貨資金調達金利が欧米の主要銀行に比べ割高となった（日本銀行政策委員会 [1996] 12 頁）。

130 邦銀の外貨資金調達金利上乘せ。海外金融市場における日本の金融機関の信用度に対する評価が一般的に低下して発生した。ジャパン・プレミアムは、9 月 8 日の総裁記者会見において、国内の金融機関破綻の影響から生じた問題として話題となった。大和銀行の事件の後、ジャパン・プレミアムは拡大したが、松下総裁は「差し当り資金調達面で大きな問題はない」と述べている（「平成 7 年 10 月 26 日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨』53956）。

131 日本銀行政策委員会 [1997] 14～17 頁、68～69 頁、76～78 頁。

132 7 月 7 日に公表された「当面の金融調節方針について」。なお、同月の無担保コールレート（オーバーナイト物）の月平均は公定歩合を下回った。

133 企画局長と営業局長連名による「平成 8 年 1 月 12 日 今後の金融調節上の貸出運営方針と貸出限度額（クレジットライン）制度の廃止について」、日本銀行アーカイブ資料『貸出事務』65178。同メモには、「日銀貸出は、もっとも機動性のある信用供与手段ではありますが、従来、市場金利が公定歩合を上回っていた状況の下では、『金融機関に対する補助金ではないか』との批判もなかった訳ではありません」との記述もある。

利の誘導措置が重要度を増すのではないかと、ひいては公定歩合を決定する政策委員会の役割も変わるのではないかとこの記者の質問に対し、松下総裁は、「今後の金融調節面で、原則として貸出に依存しない調節を行っていくことが、先般のクレジットライン制度廃止の前提である」と述べたうえで、市場金利の誘導措置と比較して「市場金利誘導は弾力的・機動的に行われるものである一方、日銀自体の貸出金利はそれに比較すれば安定的な水準におかれるものであるが、いずれも中央銀行があるべきと考える市場金利水準に対するシグナルの性格を持っているという点は共通であろう」と述べている¹³⁴。5月15日の総裁記者会見でも金融政策における市場金利誘導措置と公定歩合の変更の重要性の変化に関する質問に対し、松下総裁は「市場金利の誘導方針の変更も独立した政策手段として定着してきていると考えている」とする一方「しかし、一方で、公定歩合の持つ基本的な役割は変わっていないと判断している。即ち、公定歩合の変更は、情勢判断の大きな変更を踏まえ、基本的な政策スタンスの変更を経済の各方面に対して分かり易くアナウンスするという、役割を持っている」と引き続き公定歩合が果たしている役割を評価する見解を述べている¹³⁵。

(2) アジア通貨危機の発生とわが国金融システム危機の顕在化 (1997年)

イ. アジア通貨危機の発生

1997年中の海外経済情勢をみると、米国では、景気拡大局面が7年目に入るなど息の長い景気拡大が続いた。また、欧州（ドイツ、フランス、英国）でも、前年に比べ高めの成長となった。一方東アジアでは、中国が高成長を続け、その好影響もあって台湾、香港が景気拡大を持続したが、タイ、インドネシア、韓国等では景気は減速した（図表7）¹³⁶。

この間、7月2日に、タイ政府は、タイ・バーツを従来の実質的米ドル・ペッグ制から管理フロート制に変更した。年初以来、繰り返し切下げ圧力にさらされていたタイ・バーツは、これを受け、同日直ちに対米ドルで約15%の暴落を示した。タイ・バーツの暴落は、東南アジア諸国に次々に「伝染」(contagion)し、7月半ば以降、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングgit、インドネシア・ルピアが減価しはじめ、10月初めまでに25~35%下落した。これらの国の通貨危機は、10月中旬

134 「平成8年1月24日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H8年）』65161。

135 「平成8年5月15日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H8年）』65161。

136 日本銀行政策委員会 [1998a] 13頁。

以降、台湾、香港、韓国に波及した。10月中旬、台湾中央銀行の通貨安容認への転換を契機に台湾ドルが急落、これを引き金として大規模な香港ドルの売り投機が発生した。これへの対抗措置として香港当局のとった懲罰的高金利政策により香港株式のハンセン指数は史上最大の下げ幅を記録し、これが東京、ニューヨーク、韓国に波及した。韓国ウォンは、株価の暴落と並行して大幅に減価した。このようにアジア諸国で通貨危機が発生し、これが金融危機に直結した（アジア通貨危機）¹³⁷。

こうした状況を受けて、タイ（7月29日）、インドネシア（10月8日）、韓国（11月21日）の各国政府は、IMFへ緊急支援を要請した。これに対してIMFは、「構造改革」を要求する厳しいコンディショナリティーを付して緊急金融支援を実施した。しかし、IMFの緊急支援策の決定にもかかわらず事態は好転せず、1998年1月にはインドネシア・ルピアが再度暴落した。これに対してマレーシアは、通貨防衛のための厳しい緊縮策に伴う内需の落ち込みを眺めて、資本・為替取引への規制を導入し、国内では金融・財政政策を緩和する方向への転換に踏み切った¹³⁸。これは、通貨危機の原因は、経済構造の問題や实体经济の悪化にあるのではなく、資金の対外流出・銀行の流動性危機・銀行取付け等の金融パニックにあるというマハティール首相の考え方に基づくものであった。このように通貨危機への対応は国によって分かれたが、1998年の実質GDPの伸び率は、インドネシア-13.7%、タイ-8.0%、マレーシア-6.8%、韓国-5.5%と、いずれの国でも前年比マイナスを記録した¹³⁹。

こうした中で日本銀行は、次のような施策を通じて、東アジア諸国の経済安定化に向けた国際的支援に寄与した。まず1997年7月には、東アジア・太平洋地区中央銀行役員会議（Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks: EMEAP）の総裁レベルの会合が開催され¹⁴⁰、東アジアの通貨動揺を踏まえた対応策の協議が行われた。続いて、1997年8月には、日本銀行は、アジア、欧米諸国の通貨当局および国際決済銀行（Bank for International Settlements: BIS）とともに、タイ当局による経済安定化に向けた取り組みを支持し、必要に応じ、短期つなぎ融資を供与する用意があることを明らかにした。このことは、BISによる「タイの調整プログラム

137 財務省財務総合政策研究所財政史室 [2017] 250~256 頁。

138 速水 [1998b] 2 頁。

139 財務省財務総合政策研究所財政史室 [2017] 257~258 頁。

140 EMEAP は、日本銀行の提唱により、メンバー間の協力関係の促進を目的として 1991 年に発足した会合。当初、総裁代理クラスの定例会合としてスタートしたが、1996 年 1 月 19 日に最初の総裁会合が東京で開催され、総裁会合を年 1 回開催することが決定された。なお、1991 年に開催された第 1 回会合のメンバーは、オーストラリア準備銀行、インドネシア中央銀行、韓国銀行、マレーシア中央銀行、ニュージーランド準備銀行、フィリピン中央銀行、シンガポール通貨庁、タイ中央銀行および日本銀行であったが、1992 年に中国人民銀行、1993 年に香港金融監督局が加わり、現在のメンバーは、11 中銀・通貨当局となっている（日本銀行国際局 [2005]、「5.1.13 国際局 第 5 回 EMEAP 資料（参考）過去の EMEAP 参加者」日本銀行アーカイブ資料『EMEAP』44848、EMEAP（<http://www.emcap.org/>））。

をサポートすることに関するステートメント」の中で、公表された。また1997年11月には、インドネシア中央銀行の要請を受けて、同国の決済システムを改善するため、技術支援のミッションを派遣した。さらに1997年12月には、韓国銀行の要請に基づき、IMFの融資が実行されるまでの間、1,650億円にのぼる短期つなぎ融資を実行した¹⁴¹。

ロ. 国内の経済情勢

本節(1)ロ. でみたとおり、わが国の景気は、1995年後半から回復基調にあったが、1997年4月以降、それまでの回復傾向から一転して減速局面入りし、期を逐って停滞色を強める展開となった¹⁴²。すなわち、1997年4月には消費税率引上げ(3%→5%)および特別減税廃止が実施され¹⁴³、これをきっかけに景気は減速局面に入った¹⁴⁴。さらに、1997年秋以降は、一部金融機関の経営破綻等を受けて消費者心理が慎重化し、家計支出の減退がみられたほか¹⁴⁵、アジア地域の通貨・経済調整を背景に、輸出も頭打ちとなったことから、景気の停滞色が鮮明化した¹⁴⁶。

この間、物価は、消費税率引上げ要因を除くと、総じて安定した動きとなったが、1997年秋以降は、やや軟化傾向を辿り(図表2)¹⁴⁷、資産価格(地価、株価)は1997年も下落を続けた(図表6)。地価は、都心に近く大規模開発が可能な商業地では下げ止まりの傾向がみられた一方、不整形・小規模な商業地は低下が続き、住宅地地価も軟化傾向を続けた。また、株価は1996年末から1997年初にかけて一時下落した後、4月入り後緩やかに上昇したが、夏以降再び下落に転じた。

こうした中で、1997年には、数多くの金融機関(預金取扱金融機関11先、証券会社5先、生命保険会社1先)で経営破綻が表面化した。とくに11月入り後、三

141 日本銀行政策委員会 [1998a] 47～48 頁。

142 日本銀行調査統計局・日本銀行企画室 [1998] 24 頁。

143 1994年秋の「直間比率の是正」による税制改革で消費税率の引上げとともに所得税・住民税について5.5兆円の減税(うち3.5兆円は税率表を変えることによる制度減税、2兆円は特別減税)の実施が決定され、1995年以降、制度減税を消費税率引上げに先行して実施するとともに特別減税が実施されていたが、1997年1月10日に閣議決定された税制改正要綱において、1997年度は特別減税を実施しないことが決定された(財務省財務総合政策研究所財政史室 [2014] 556～557 頁、日本銀行 [1997a] 179 頁)。

144 日本銀行 [1998i] 1 頁。当初、消費税率引上げの影響は一時的なもののみとみられていたが、1997年秋になっても、個人消費は低調な動きを続けた。こういった動きを受け、日本銀行は、1997年秋の時点で、景気判断を「緩やかな回復傾向にある」から「減速局面にある」へと切り替えた(日本銀行調査統計局 [1997b, c, d])。

145 このほか、医療保険制度改革の実施(被保険者の自己負担率引上げ)や年金制度改革を巡る議論の高まり等が、消費マインド後退に影響したとみられる(日本銀行調査統計局・日本銀行企画室 [1998] 45 頁)。

146 日本銀行 [1998i] 1 頁。

147 日本銀行調査統計局・日本銀行企画室 [1998] 27～28 頁、60～65 頁、日本銀行調査統計局 [1997b] 10 頁、日本銀行調査統計局 [1997c] 10 頁、日本銀行調査統計局 [1997d] 13 頁、23 頁、日本銀行政策委員会 [1998a] 7 頁、9 頁。

洋証券、北海道拓殖銀行（以下、拓銀）¹⁴⁸、山一証券、徳陽シティ銀行等、都市銀行や大手証券会社の一角を含む金融機関の経営破綻が相次いだ¹⁴⁹。まず、11月3日に、三洋証券が、営業を一部休止するとともに東京地方裁判所に会社更生法の適用を申請し受理されたことを発表した¹⁵⁰。同証券は、コール市場で資金を調達していたが、会社更生法の適用によりコール市場で初めてのデフォルトとなった¹⁵¹。続いて、拓銀は、11月17日に、資金繰りが行き詰まり、業務継続が困難になったとして、預金保険機構に不良債権の買取りを要請し、北海道地区における業務を北洋銀行に承継すること等を発表した。その後、11月24日に、山一証券が、廃業および解散に向け営業休止を決議し、発表した。さらに、11月26日には、徳陽シティ銀行が預金保険機構に対して不良債権の買取りを含む資金援助を要請するとともに、七十七銀行をはじめとする宮城県内外の金融機関へ一部の資産・預金等の譲渡を行ったうえで仙台銀行への営業譲渡を行う旨を発表した¹⁵²。

このように金融機関の経営破綻が相次ぐという情勢を受けて、日本の金融システムに対する市場参加者の懸念が高まり、金融市場で大きな動揺が生じた¹⁵³。とりわけ、11月25、26日の両日には、銀行株を中心に株価が大幅に下落し、市場でさまざまなうわさが流布されるという混乱が生じた。これに対し、当局を含め関係者が会見を行う等してうわさを否定するとともに¹⁵⁴、1997年11月26日夕刻、大蔵大臣・日本銀行総裁が連名で国民に対し、風評に惑わされることなく、冷静な行動をとるよう、呼びかける談話を発表した¹⁵⁵。

ハ. 危機対策としての金融政策

(イ) 日本債券信用銀行の再建に当たっての新金融安定化基金の活用決定（1997年4月）

1997年4月1日、日本債券信用銀行（以下、日債銀）は、所有不動産の売却、人員の削減、不良債権の処理を内容とする経営再建策、取引先ノンバンク3社の破綻、3月期決算の業績の大幅赤字への修正、期末配当の無配への修正を発表した。

148 拓銀は、1900年に「北海道拓殖銀行法」に基づく特殊銀行として設立されたが、1950年に「日本勧業銀行法等を廃止する法律」の施行に伴い普通銀行に転換した（北海道拓殖銀行〔1971〕37～39頁、44頁、303～305頁、310頁）。

149 日本銀行政策委員会〔1998a〕14～15頁。

150 日本銀行〔1998a〕43～44頁、全国銀行協会連合会〔1997d〕49～53頁。

151 全国銀行協会連合会〔1997d〕50頁。

152 徳陽シティ銀行の記者会見は午前7時45分から、また、大蔵大臣および日本銀行総裁の記者会見はそれぞれ午前8時から行われた（『朝日新聞』1997年11月26日夕刊および『毎日新聞』同日夕刊、「平成9年11月26日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H9年）』66741）。

153 日本銀行政策委員会〔1998a〕15頁。

154 具体的には、紀陽銀行、長銀、足利銀行、京葉銀行、広島銀行が、市場における様々なうわさを否定するコメントの発表等を行った。

155 全国銀行協会連合会〔1998a〕120～121頁。

同行は、バブル崩壊後の資産内容の悪化に対応して、不良債権処理を進め、経営改善に取り組んできたが、市場では同行の発行する金融債の流通利回りが他の金融債に比べて大幅なプレミアムを生じ、2月5日には経営不安説が流れた。この時は事態が収まったものの、3月21日に米国の格付会社が同行の金融債を格下げしたことから、決算期末を控えて、市場では日債銀の再建策が注目されていた。こうした中、3月27日の新聞に海外からの撤退を含む再建策が報道され、年度明けの4月1日に正式な発表に至ったものである¹⁵⁶。

同行の再建策の策定に当たり、政府より日本銀行に対して、新金融安定化基金第一勘定（日本銀行からの拠出金を充てる勘定）の活用につき強い要請が寄せられ¹⁵⁷、日本銀行は、同行の総額約3,000億円の増資に際して、民間金融機関等からの出資では不足する資本について、同基金が800億円を上限に優先株の引受けを行うことを適当と判断し、同基金定款等に定める手続きに沿って同基金からの協議を受けた段階でこれに同意することを了承した。これは、①同基金が日債銀の経営再建策の一環として優先株の引受けを行うことは、「わが国金融システムの安定化及び内外からの信頼性確保に資すること」という同基金の目的に合致する、②基金の活用は、日本銀行が資金供与を行う場合のいわゆる4原則（システミック・リスク顕現化の恐れ、日本銀行資金供与の不可欠性、モラル・ハザードの防止、日本銀行の財務の健全性の確保）に照らしても妥当と考えられるとの判断に基づくものであった¹⁵⁸。

（ロ） 拓銀、山一証券、徳陽シティ銀行の処理にかかる日本銀行の資金供与（1997年11月）

拓銀は、1997年4月1日、海外営業拠点を撤収するとともに、北海道銀行と対等の立場で合併することに合意した旨発表していたが¹⁵⁹、9月12日に、不良債権

156 全国銀行協会連合会 [1997b] 131～132頁。

157 社団法人新金融安定化基金は、わが国金融システムの安定化および内外からの信頼性確保に資することを目的として、1996年9月25日に設立された。設立に当たっては、当該社団法人内に基金を設置し、正会員（銀行、生命保険会社、証券会社および農林系統金融機関）および特別会員（日本銀行）から拠出金を受け入れてこれを基金に充てること、当該基金は日本銀行からの拠出金を充てる勘定（第一勘定）と民間金融機関等（銀行、生命保険会社、証券会社および農林系統金融機関）からの拠出金を充てる勘定（第二勘定）とに区分して経理を行うこと、第一勘定は金融機関の資本基盤の構築等を支援する事業に活用することとされた。日本銀行は信用制度全体の安定を確保する観点から当該社団法人の設立者となり、同法人の特別会員として当該基金に充てる資金1,000億円を拠出した。以上につき、日本銀行政策委員会 [1997] 76～78頁。

158 日本銀行政策委員会 [1998a] 120頁。なお、この時点では、資本金性資金の供与も4原則に合致するものとして実施されたが、その後、他のセーフティネット（金融危機回避のための対応手段）が整備されたことを受けて、1999年5月14日に政策委員会が決定した「信用秩序維持のためのいわゆる特融等に関する4原則の適用について」においては（日本銀行政策委員会 [1999b]）、資本金性資金の供与は行わない旨が明記された。詳しくは補論2参照。

159 全国銀行協会連合会 [1997b] 129～131頁。

の認定、償却計画等について拓銀と北海道銀行の認識に隔たりがあるとして合併を延期する旨を発表するとともに、不良債権の処理および資本増強・経営効率化策を発表し、その実施に向けて努力してきた¹⁶⁰。しかしながら、預金の減少に加え株価が急激に下落する等市場の評価を得られず、また、三洋証券がコール市場でデフォルトとなったことの影響等により短期金融市場からの資金調達が困難となり、資金繰りが行き詰まるに至った¹⁶¹。こうした情勢のもとで、11月16日夕刻、拓銀から日本銀行に対し、①自力での業務継続は困難である、②北海道における金融機能を維持していく観点から受皿銀行に業務を引き継ぐこととし、預金保険機構に不良債権の買取り等を要請することとしたい、③同行においては、経営責任を明確にするため、取締役全員が辞任する予定であるとの報告があった。このような状況を踏まえ、日本銀行は、11月17日の朝、臨時の政策委員会を開催し¹⁶²、信用制度全体の安定を確保する観点から、拓銀にかかる処理方策が実施されるまでの間、同行に対し、預金払戻し等営業を継続するための必要最小限の資金を、日本銀行法第25条に基づき貸出により供給することを決定した¹⁶³。

その後、11月24日早朝、山一証券が、廃業および解散に向け営業休止を決議した¹⁶⁴。同社は、バブル経済崩壊後、収益悪化が続き1997年春以降は、格付機関による格下げの動きや総会屋への利益供与事件等不祥事の表面化等から内外市場における信認の低下が顕著となっていたうえ、巨額の簿外債務の存在が判明したため、自主廃業を決定したものである¹⁶⁵。山一証券の自主廃業決定を受けて、日本銀行は、同24日の朝、臨時の政策委員会を開催し¹⁶⁶、「信用秩序の維持」という使命を適切に果たしていくため、臨時異例の措置として、日本銀行法第25条に基づき、山一証券の顧客財産の返還、内外の既約定取引の決済、海外業務からの撤退等に必要資金を、同社の主力取引先金融機関である富士銀行を通じて供給することを決定した¹⁶⁷。

さらに、11月26日には、徳陽シティ銀行が預金保険機構に対して不良債権の買

160 全国銀行協会連合会 [1997c] 83～91 頁。

161 日本銀行政策委員会 [1998a] 101～105 頁、全国銀行協会連合会 [1997d] 39～43 頁。

162 同日午前8時20分から行われた記者会見において、松下総裁が、記者からの質問に答える形で、「今朝、臨時の政策委員会を開催してこの方針を決めた」と述べている（「平成9年11月17日 総裁記者会見要旨（北海道拓殖銀行の件について）」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H9年）』66741）。

163 日本銀行政策委員会 [1998a] 49～50 頁、100～101 頁。

164 この決定について、山一証券の野沢社長は、同日の記者会見において、「24日の朝6時の取締役会で正式に決めた」と説明している（『毎日新聞』1997年11月25日朝刊8頁）。

165 日本銀行政策委員会 [1998a] 105～106 頁、全国銀行協会連合会 [1998a] 129～134 頁。

166 政策委員会の決定を受けた総裁記者会見は、同日の午前10時半から行われた（「平成9年11月24日総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H9年）』66741）。また、翌25日の新聞では、政策委員会は午前8時15分に開始し、午前9時頃終了したと報道されている（『東京新聞』1997年11月25日朝刊5頁）。

167 日本銀行政策委員会 [1998a] 49～51 頁、106～110 頁。

取りを含む資金援助を要請するとともに、七十七銀行をはじめとする宮城県内外の金融機関へ一部の資産・預金等の譲渡を行ったうえで仙台銀行への営業譲渡を行い、このような事態を招いた経営責任を明確にするため、会長・社長が辞任する旨決定した¹⁶⁸。同行は、1996年3月に経営改善計画を立てその達成に取り組んでいたが、三洋証券、拓銀、山一証券という一連の金融不安の影響等から、株価が下落する中で預金流出が続き、資金繰りが行き詰まる状況となったものである¹⁶⁹。こうした状況のもとで、日本銀行は、同26日の朝、臨時政策委員会を開催し¹⁷⁰、徳陽シティ銀行にかかる処理方策が実施されるまでの間、同行に対し、預金払戻し等営業を継続するための必要最小限の資金を、日本銀行法第25条に基づく貸出により供給することを決定した¹⁷¹。

(ハ) 1997年11月から年末にかけての市場の動きと金融調節面での対応

金融機関の経営破綻が相次ぐという情勢を受けて、金融システム不安が高まり、1997年10月まで落ち着いた動きとなっていたいわゆるジャパン・プレミアムが11月下旬以降急速に拡大したほか、国内金融市場においても流動性が低下した¹⁷²。すなわちコール市場では、11月下旬の山一証券自主廃業発表の直後から、地方銀行や投資信託等の資金放出姿勢が急速に慎重化した。この結果、一時的に市場の流動性が低下し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、それまで0.5%をやや下回る水準から、一時0.64%（11月27日、加重平均ベース）まで上昇した。またユーロドル市場では、11月初の三洋証券破綻以降、いわゆるジャパン・プレミアムが徐々に拡大し始め、その後の拓銀、山一証券の破綻を受けて、12月初には1.0%前後（3ヵ月物）までさらに拡大した。また短期金融市場におけるターム物取引（期間を1ヵ月～1年程度とする、CD、ユーロ円等の資金取引）も、ジャパン・プレミアム拡大の影響等を受けて、11月下旬以降大幅に上昇し、3ヵ月物ユーロ円金利は、それ以前の0.6%弱の水準から、12月初には1.1～1.2%の水準まで急伸した。

こうした事態に対して、日本銀行は、それまでの金融緩和基調を引き続き維持するも、金融調節面から、市場の不安心理を鎮静することに最大限の努力を払った¹⁷³。具体的には、無担保コールレート（オーバーナイト物）が日本銀行の誘導水

168 徳陽シティ銀行の臨時取締役会は午前5時過ぎから開催され、午前7時45分から、同行の新井田社長が記者会見を行った（『産経新聞』1997年11月26日夕刊、『朝日新聞』同日夕刊、『毎日新聞』同日夕刊）。

169 日本銀行政策委員会 [1998a] 110～114頁、全国銀行協会連合会 [1998a] 127～129頁。

170 政策委員会の決定を受けた総裁記者会見は、同日の午前8時から行われた（『平成9年11月26日総裁記者会見要旨』、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H9年）』66741）。

171 日本銀行政策委員会 [1998a] 49～50頁、111～114頁。

172 全国銀行協会連合会 [1998a] 121～123頁、日本銀行政策委員会 [1998a] 15頁、40～41頁。

173 こうした日本銀行の金融調節に対する姿勢は、山一証券破綻時における日本銀行総裁談話（11月24日）や11月26日に発表した金融システムの安定性確保に関する大蔵大臣と日本銀行総裁の共同談話においても明らかにされた（日本銀行政策委員会 [1998a] 52～54頁、108～110頁参照）。

準から乖離して上昇し始めたことを受けて¹⁷⁴、短期金融市場に対して金融調節面から潤沢な資金供給を行い、安定的な市場金利の形成と円滑な取引の確保に努めた。

また、日本銀行は、年末や年度末を越えるターム物金利の上昇圧力を抑制し、市場金利全体の安定化を促すことが必要という問題意識のもとで、年末、年度末を越える長めの資金供給を実施した。その具体的な手段としては、金銭を担保とする国債の借入（いわゆるレポ・オペ）¹⁷⁵、TB オペ、CP オペ、買入手形オペ等を活用した。ただ、日本銀行が長めの資金をきわめて潤沢に供給したことは、市場における当座の決済需要からみれば必要以上の資金供給がなされたことを意味し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は軟化しやすい状況が続くことになった。そこで、日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）がゼロ近傍まで低下することを防ぐため、売出手形による短め（主として1日～3週間程度）の資金吸収をあわせて実行する「両建てオペ」を行った¹⁷⁶。このような金融市場調節の結果、一時大幅に上昇した無担保コールレート（オーバーナイト物）は、12月に入って徐々に落ち着きを取り戻し、その後も振れは伴いつつも、平均的にみて公定歩合をやや下回る水準で推移した¹⁷⁷。

なお、日本銀行は日本銀行法第20条に基づく手形貸付を行う場合の利息を貸付日と返済日の両方を算入する両端入れで計算していたが、短期金融市場の動向に応じて機動的に短期の手形貸付を行う必要性が高まっている状況下、手形貸付の実効金利が市場金利を大幅に上回る事態を回避するため、11月28日、1997年末までの特例措置として片落方式（貸付利息を貸付けの日の翌日から起算して返済期日までの日数に応じて徴収する方式）を採用することを決定した¹⁷⁸。その後、12月25日には、日本銀行が行う手形割引および貸付けにかかる割引料および利息の算出方法について、全面的に片落方式に変更する旨を決定した。これは、コール市場および手形市場の取引慣行と整合的なものとし、あわせて、公定歩合と実効金利を一致させることにより日本銀行の政策運営の透明性を向上させるとの観点に基づくものであった¹⁷⁹。

174 1995年9月に採用した「短期市場金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準（1995年9月に年利0.5%に引下げ）をやや下回って推移するように促す」との方針を1997年中も維持した（日本銀行政策委員会 [1998a] 37頁）。

175 1997年10月28日の政策委員会で、「金銭を担保とする国債その他の債券の貸借を行うこととすること、ただし、当面は、金銭を担保とする国債の借入を実施すること」を決定、10月30日に大蔵大臣認可を得て、10月31日に金銭を担保とする国債の借入（いわゆるレポオペ）の実施につき対外公表を行った（日本銀行政策委員会 [1998a] 81～84頁）。

176 日本銀行 [1998i] 49～52頁、64頁、66頁。

177 日本銀行政策委員会 [1998a] 41～42頁。

178 全国銀行協会連合会 [1998a] 123頁。「平成9年11月28日 営第125号総裁回議（営業局・企画局・業務局・信用機構局）手形貸付の利息徴収の特例扱いに関する件」、日本銀行アーカイブ資料『貸出事務』66574。

179 「平成9年12月25日 営第148号総裁回議（営業局・企画局・信用機構局・業務局・電算情報局）」

(二) 日本銀行法の改正

いわゆるバブル経済の発生と崩壊、さらに不良債権問題の発生等を契機として、わが国の金融行政や金融政策のあり方について、各方面からの議論が活発化し、金融政策を担う中央銀行についても、戦時中に制定された日本銀行法を改正し、中央銀行としての独立性と政策決定責任（透明性）をより明確にする方向で、制度改革を行うべきとの議論が高まりをみせた¹⁸⁰。こうした状況のもと、政府は、日本銀行法の改正作業を進め、1997年3月11日、新日銀法案を閣議決定のうえ国会に提出した。新日銀法案は、その後、5月22日に衆議院、6月11日に参議院において、それぞれ賛成多数で可決され、6月18日、日本銀行法として公布された¹⁸¹。

日本銀行法の改正について、松下総裁は、日本銀行法改正案が可決・成立した1997年6月11日の記者会見において、「日本銀行115年の歴史の中でも最大の出来事」と述べている。なお、同記者会見では、「日銀は、70年代前半と80年代後半の2回、金融政策のタイミングを誤って経済に傷痕を残したと言われているが、今回の法改正でそうした懸念はもうなくなったと言えるのか」との質問も寄せられた。この質問に対して、松下総裁は、「金融政策の運営に当たって、私どもはやはり過去のバブルの発生、崩壊であるとか、それ以前のインフレの経験等に照らして、幾つかの貴重な反省をすべき体験をした」、「①ひとつには金融政策の目的として、例えば為替レートの問題や国際収支の問題を直接の課題として考えていくということは必ずしも適切でない、また、②私どもとしては金融政策の運営に当たって、物価の動向等に注意を払うことは勿論であるが、同時に例えば資産価格の動向の中から経済の将来に対する方向性とか、実体経済に対する影響というものを読取る努力をし、早目早目に対応をとっていくということが必要である」、「私どもは今後の政策決定、政策運営においては、これらの点に十分に考慮を払いながら、適切な運営を行っていきたい」と答えている¹⁸²。

手形割引料および貸付金利息の計算方法の変更等に関する件」、日本銀行アーカイブ資料『貸出事務』66574。

180 こうした中、1996年6月13日に与党のプロジェクト・チームが発表した「新しい金融行政・金融政策の構築に向けて」という報告書では、改革の重要な柱のひとつとして日本銀行法改正の問題を取り上げ、「過剰流動性やバブルにおけるマクロ経済政策の誤りを繰り返さないためにも、中央銀行としての独立性と政策決定責任をより鮮明にする方向で、日銀法改正を図る必要がある」と論じられている（全国銀行協会連合会 [1996b] 17～19頁）。松下総裁は、同報告書が公表された翌14日、日本記者クラブで行った講演において、日本銀行法の改正問題を具体的に検討するうえでは、まず、中央銀行制度に関する基本的な考え方につき、広く理解が共有されることが前提となる、としたうえで、中央銀行の役割、中央銀行と政府との関係、民主主義と中央銀行、といった点について、欧米における議論の紹介も含め、説明を行っている（松下 [1996]）。

181 日本銀行政策委員会 [1997] 49頁、日本銀行政策委員会 [1998a] 58～59頁。日本銀行法改正の概要は、補論3を参照。

182 「平成9年6月11日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨 (H9年)』66741。

(3) 金融危機の深化と金融システム安定化への模索（1998年初～1998年夏）

イ. 海外主要国の経済情勢

海外主要国の経済情勢をみると¹⁸³、米国では、1998年入り後、アジアの通貨・経済調整に伴う需要の減退等を受けて輸出が減少傾向を辿ったが、家計支出、設備投資を軸とした内需の力強い拡大に支えられて、全体としては、堅調な景気拡大が続いた（図表7）。

また、欧州では、フランスで1998年の成長率が前年を上回ったほか、英国、ドイツでも1998年の成長率は、ほぼ前年並みとなった（図表7）。

東アジアでは、NIEs、ASEANの多くの国々において、経済緊縮策の実施に伴う内需の低迷が続き、域内経済は全体として減速を余儀なくされた。また、1997年まで高い成長を続けてきた中国でも、他のアジア諸国の内需減退等が輸出の抑制要因として作用したほか、個人消費の伸びの低下も加わったため、経済は徐々に減速した（図表7）。

この間、ロシアでは、1997年夏のアジア地域における通貨・金融市場の動揺発生以来、金融市場が不安定な状態で推移してきたが、1998年5月以降、資本逃避の動きが強まり、債券、株式の相場が急落した。これを受けて、8月17日には目標相場圏の変更、実質上のルール切下げや民間の一部の対外債務支払いの90日間の停止等の緊急措置が発表されたが¹⁸⁴、その後も、政局の動揺も加わって、不安定な金融経済情勢が続いた。こうした通貨・金融市場の動揺は、さらに中南米地域にも伝播し、ブラジルでは、通貨防衛を企図して大幅な金利引上げが行われた。

ロ. 国内の経済情勢

(イ) マイナス成長への転落

本節(2)ロ. でみたとおり、わが国の景気は、1997年4月以降、消費税率引上げ等をきっかけに減速局面に入り、さらに、1997年秋以降は、一部金融機関の経営破綻等を受けて消費者心理が慎重化し、家計支出の減退がみられたほか、アジア地域の通貨・経済調整を背景に、輸出も頭打ちとなったことから、景気の停滞色が鮮明化した。

1998年入り後は¹⁸⁵、これらに加えて、民間銀行の不良債権問題に伴う融資姿勢

183 本項の記述は、とくに断りのない限り、日本銀行 [1998i] I. 1. (3) 海外金融経済の動向、の記述に依拠している。

184 経済企画庁 [1999] 第1章第3節3。

185 本項の記述は、とくに断りのない限り、日本銀行 [1998i] および日本銀行 [1999n] I. 1. (1) 国内実体経済の動向、の記述に依拠している。

の慎重化等金融面からの影響もあって、年初から設備投資が急速かつ大幅に減少した。このように最終需要が落ち込みを示す中で、在庫調整圧力が加わり、生産活動は大きく低下した。また、こうした生産活動の低下が、企業収益や雇用者所得の減少を通じて、再び設備投資や個人消費等の企業・家計支出の抑制につながるというように、生産・所得・支出を巡るマイナスの循環の動きが徐々に強まりをみせた(図表1)。

1998年に入ると政府は、景気悪化を受け、拡張的な財政政策に踏み切った¹⁸⁶。具体的には、①所得税の特別減税実施(2月以降実施)、②総事業規模16兆円の総合経済対策策定(4月発表)、③財政構造改革法の改正(5月、総合経済対策実施のために特例公債発行枠を弾力化、財政赤字削減目標年次を当初目標の2003年度から2005年度に延期)、④財政構造改革法の凍結(12月、別に法律で定める日まで施行を停止)と立て続けに財政面からの刺激策が打ち出された。

(ロ) 金融機能安定化2法成立(1998年2月)

1997年秋に連続して発生した大型の金融機関破綻を契機に銀行が貸出姿勢を厳格化した(いわゆる「貸し渋り」が発生した)ため、企業部門の資金調達が困難化し、金融機関の不良債権処理の遅れがマクロ経済的にも強い悪影響を及ぼすとの見方が強まった。その結果、公的資金を投入して不良債権問題を早期に解決し金融仲介機能を回復させることの重要性が改めて認識されるようになった¹⁸⁷。

こうした状況を踏まえ、1997年12月、金融機関の破綻処理および自己資本の充実のために30兆円の公的資金枠を設定すること等を内容とする金融システム安定化のための対策案が決定された¹⁸⁸。同対策案に基づき、「預金保険法の一部を改正する法律」および「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」(以下、金融機能安定化緊急措置法)が1998年2月16日に成立し、預金保険機構に対する総額10兆円(特例業務基金に対して7兆円、金融危機管理基金に対して3兆円)の国債交付が規定されたほか¹⁸⁹、平成9年度一般会計補正予算(1998年2月4日成

186 財務省財務総合政策研究所財政史室 [2014] 165頁、177頁、財務省財務総合政策研究所財政史室 [2013] 640～643頁、659～660頁。

187 池尾 [2009] 95～97頁。

188 自由民主党の緊急金融システム安定化対策本部が1997年12月16日に「金融システム安定化のための緊急対策」を、同24日に「『金融システム安定化のための緊急対策』における『金融機関の自己資本充実のための支援』の具体的内容」を決定(全国銀行協会連合会 [1998a] 105～113頁)。また、政府は、政府保証枠を織り込んだ平成9年度一般会計補正予算案、平成10年度一般会計予算案を、それぞれ、1997年12月20日、同25日に閣議決定(全国銀行協会連合会 [1998b] 53頁、39～40頁)。

189 特例業務基金とは特例業務(ペイオフ・コスト超の資金援助、破綻金融機関からの資産買取)を行うために特例業務勘定内に設置された基金、金融危機管理基金とは金融機能安定化緊急措置法に基づき、金融危機管理業務を行うために金融危機管理勘定内に設置された基金をいう(預金保険機構 [2007] 60頁、238～240頁、日本銀行 [1998b] 119頁、126頁)。

立) および平成 10 年度一般会計予算 (1998 年 4 月 8 日成立) において、預金保険機構の特例業務勘定および金融危機管理勘定の借入金等について各 10 兆円、合計で 20 兆円の政府保証枠が設定された¹⁹⁰。

以上のとおり金融機関が破綻した場合の預金者保護の原資とするために 17 兆円、金融機関の自己資本の増強のために 13 兆円の公的資金枠が確保されたことを受け、1998 年 3 月に自己資本増強のための公的資金投入について初回の決定が行われ、21 行に対して 1 兆 8,156 億円が投入された¹⁹¹。この資金投入は、金融機能安定化緊急措置法に基づいて預金保険機構に設けられた金融危機管理勘定が日本銀行および民間金融機関からの借入によって資金を調達し、その資金を整理回収銀行に貸し付け、それを整理回収銀行が個々の金融機関に投融資するという形をとって実施された。なお、日本銀行は、預金保険機構・金融危機管理勘定向け貸付について、貸付金額を業務の遂行又は既存借入の返済に要する必要最小限の金額とすること等を内容とする実施要領を 1998 年 3 月 24 日の政策委員会で決定した¹⁹²。

(ハ) 金融監督庁発足 (1998 年 6 月)

1998 年 6 月 22 日、「金融監督庁設置法」および「金融監督庁設置法の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」(いずれも 1997 年 6 月 16 日成立) が施行され、総理府の外局として金融監督庁が発足した¹⁹³。金融監督庁は民間金融機関等(銀行業、保険業、証券業その他の金融業を営む民間事業者等) に対する検査・監督機能(破綻処理に関連する権限を含む) を所管することとなった。

この結果、それまで大蔵大臣の権限とされていた民間金融機関等に対する検査・監督権限については、免許をはじめとして、業務改善命令、業務停止命令、免許の取消し、合併等の認可等の全ての権限が内閣総理大臣に移され、これらの検査・監督権限の大宗(免許の付与及びその取消し等の権限以外のもの) は内閣総理大臣から金融監督庁長官に法定委任された。

また、内閣総理大臣(またはその法定委任に基づく金融監督庁長官) は、銀行等に対し免許の取消し又は業務停止命令の処分を行うことが信用秩序の維持に重大な影響を与えるおそれがあると認めるときは、あらかじめ、信用秩序の維持を図るために必要な措置に関し、大蔵大臣に協議することとされた。

.....
190 預金保険機構 [2007] 32 頁、58~59 頁、日本銀行 [1998b] 113 頁、118~128 頁、日本銀行 [1998c] 177 頁、全国銀行協会連合会 [1998b] 53 頁、39~40 頁。

191 全国銀行協会連合会 [1998c] 57~62 頁。

192 日本銀行政策委員会 [1998b]。

193 本項の記述は、金融監督庁 [1999] 1~3 頁および全国銀行協会連合会 [1997a] 81~84 頁の記述に依拠している。

(二) 長銀の経営問題表面化

1998年6月、長銀の経営問題が表面化した¹⁹⁴。長銀は、1998年3月期決算で大量の不良債権の処理を行い、当期利益で2,800億円の赤字となった。こうした中、「長銀破綻」と題する記事の月刊誌への掲載(6月5日)、スイス・バンク・コーポレーション(SBC)との提携解消のうわさ(9日)、資金繰りが悪化しているとのうわさ(17日)、格付会社による格付けの引下げ(18日)等により、同行の株価が下落し¹⁹⁵、6月4日の終値が199円だった株価は、6月19日(金)に一時100円割れとなった(同日の安値は95円、終値112円)後、6月22日(月)は寄り付きより100円割れで推移し、同日の終値は62円となった¹⁹⁶。

こうした事態を受けて、長銀は、6月26日、住友信託銀行との合併の構想を発表した¹⁹⁷。また、金融監督庁長官および日本銀行総裁は、同日、それぞれ談話を公表し、金融監督庁、大蔵省、日本銀行で協力して、合併構想の円滑な実施のため、必要な支援を行っていく方針を明らかにした¹⁹⁸。

住友信託銀行との合併発表後も、市場では長銀が債務超過あるいは資金繰り問題に面しているとの情報や、合併が白紙となるのではないかととのうわさが流布され、7月22日には同行の株価が終値で50円を割り、8月11日には同行の株価終値は38円を記録した¹⁹⁹。こうした事態に対処するため、8月21日、長銀は、住友信託銀行との合併に向けて抜本的な経営合理化策を実施するとともに、金融機能安定化緊急措置法に基づく資本注入の申請を行い、財務体質の改善を図る旨を発表した。これに対して、同21日、内閣総理大臣が、政府としては合併に最大限の支援を行っていくとの談話を発表し、また、金融監督庁長官、大蔵大臣、日本銀行総裁も、それぞれ、長銀への資本注入について申請があれば適切に対応していくという談話を発表した²⁰⁰。

ハ. 新しい金融政策の模索

(イ) 新日銀法の趣旨を踏まえた新しい金融政策運営の枠組み

新日銀法の施行(1998年4月1日)に先立ち、日本銀行は、新日銀法施行を先取りするかたちで、1998年1月から「金融政策決定会合」を開始した。すなわち、新日銀法では、透明性の向上を実現するための仕組みとして、「金融調節事項」を議

194 日本銀行 [1999c] 131 頁。

195 全国銀行協会連合会 [1998d] 108~109 頁。

196 長銀の株価は、日本経済新聞の証券欄による(『日本経済新聞縮刷版』1998年6月号)。

197 同日、住友信託銀行の高橋社長と長銀の大野木頭取は、別々に記者会見し、合併交渉は6月22日から開始したと説明した(全国銀行協会連合会 [1998e] 86 頁)。

198 全国銀行協会連合会 [1998e] 86~88 頁、日本銀行 [1999c] 159~160 頁。

199 全国銀行協会連合会 [1998f] 71 頁。

200 全国銀行協会連合会 [1998f] 71~76 頁、日本銀行 [1999c] 161~162 頁。

事とする政策委員会の会議の定例化（第17条第2項）²⁰¹、および同会議の議事要旨等の公表（第20条）が定められた。日本銀行は、これらについて新法の趣旨を踏まえ、準備が整い次第、新法施行前にも実行できることは実行するという方針で検討・準備を行い²⁰²、1997年12月26日の政策委員会において、①金融政策運営を討議・検討する会合の名称を「金融政策決定会合」とすること、②金融政策決定会合は原則として毎月2回程度開催することとし、翌月以降6ヵ月分の開催予定日を公表すること、③同会合の議事は、(a) 金融市場調節の方針の決定、(b) 公定歩合の決定、(c) 預金準備率の変更等、に関する事項とすること、④決定内容は会合終了後直ちに公表すること、⑤議事要旨は当該会合の次々回の会合で承認の後、その3営業日後に公表すること等を決定した²⁰³。

初回の金融政策決定会合（以下、決定会合）は、1998年1月16日に開催された。松下総裁は、1998年1月20日の定例記者会見で、初回決定会合の印象を問われ、「金融政策の決定姿勢を定めることを目的として、総合的にそして集中的に検討することは初めての経験であったし、またその議事要旨が公表されるということもあり、今回このような議事をやりながら、政策決定の変更を考えていくということは、大変有意義な方向であるというふう感じた」、「決定会合での議事要旨の公表というものを通じて、私どもは中央銀行としての独立性にふさわしい透明性を向上させていこうと考えている」と述べている²⁰⁴。

なお、決定会合の議事事項の決定方式については、初回の決定会合において、①金融市場調節方針は現状維持も含め決定会合で毎回決定し、②公定歩合及び準備預金制度上の準備率は変更時のみに決定を行うという方式とすることを松下議長より提案し、委員の了承を得て、同方式に基づき運営されることになった²⁰⁵。

（口） 1998年初から1998年夏までの金融政策運営

1998年初めから夏までのわが国の景気は、本節（3）口. でみたとおり、次第に悪化傾向を強めていった。これに対して、日本銀行では、経済活動を金融面から

201 「金融調節事項」とは、新日銀法第15条第1項各号に掲げる通貨及び金融の調節に関する事項をいう。

202 新法が成立した1997年6月11日の記者会見で、松下総裁は、「今回の法改正の趣旨を踏まえ、政策運営面での透明性の向上、業務運営面での一層の効率化等、幅広く自己改革を進めて参りたい」と述べている（「平成9年6月11日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H9年）』66741）。また、6月27日、松下総裁は、「金融政策運営の新しい枠組みについて」というテーマで講演を行い、新法の内容について詳しく説明したうえで、「自己改革の一環として、新法の趣旨を踏まえ、現行法下でも実行できることは実行して参る方針」、「本日詳しくご説明しました金融政策を審議する会議の定例化とその議事要旨の公表という仕組みも、準備が整い次第、実施に移して参りたい」と述べている（松下 [1997]）。

203 日本銀行 [1997b]。

204 「平成10年1月20日 総裁記者会見要旨」、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H10年）』69034。

205 日本銀行 [1998i] 43頁、128頁。

しっかりと下支えしていく観点に立って、1995年9月以来の金融緩和基調を継続した。すなわち、1998年1月16日から8月11日までに開催された計13回の決定会合においては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す」という従来からの金融市場調節方針を維持することを決定した。この間、公定歩合を変更するという決定は行わず、公定歩合は1995年9月8日実施の年0.5%が維持された。また、金融市場調節方針における「平均的にみて」の意味については、1998年1月16日の決定会合において、松下議長が議案提出に当たり、平均期間を次の決定会合までの間とすると、2週間という大変短い期間となり無理な調節をするというケースも生じ得るとして、「平均期間については、これまでと同様、『一応、積み期間を念頭に置く』という解釈で実行することが適当と考えられる」と発言し、委員の了承を得ている²⁰⁶。

この決定は、1月16日から3月26日までの決定会合では、改正前の日本銀行法の規定に基づき議決権を有していた日本銀行総裁および任命委員3名の計4名による採決によって行われ、全員一致で決定された²⁰⁷。4月以降は、新日銀法の施行に伴い、総裁・副総裁（2名）・審議委員（6名）からなる9名の政策委員によって採決が行われることとなったが²⁰⁸、5月19日までの決定会合では、引き続き、全員一致で決定された。その後、6月12日から8月11日までの決定会合では、中原委員から、経済情勢がより悪化の程度を強めており、通貨供給量の増大を図る観点からコールレートの誘導目標を引き下げるべきとの提案が行われるなど議長案に反対の意見が出て、議長案は賛成多数での決定となった²⁰⁹。また、6月12日の決定会合では、後藤委員から、金融市場調節方針の表現方法を巡り、公定歩合水準をやや下回ってという表現は曖昧であり、かつコールレートの誘導そのものが政策運営の中心的な役割を占めていることを踏まえるといつまでも公定歩合に依拠した文言は不相当との理由で、「0.40～0.50%の範囲内で低めに」という表現とすべきであるとの議案が提出されたが、調節方針自体が現状維持の場合は表現もそのままとすることが誤解を招かない対応であり、この点は将来政策変更を行う際に検討すればよいとの意見が多数を占めた²¹⁰。

この間、準備預金制度の準備率についても、変更の決定は行われず、据置きとされた。6月12日の決定会合では、三木委員から、金融緩和基調を補完するために準備預金制度の準備率を引き下げて所要準備額平均残高を1兆円減少させることを内容とする議案が提出されたが、既に金利水準が低いもとで準備率引下げが金融機関

206 日本銀行〔2008〕53頁。

207 具体的には、総裁（3月20日に松下総裁から速水総裁に交替）、濃野滋委員、後藤康夫委員、武富将委員の4名によって、採決が行われた。

208 具体的には、速水総裁、藤原作弥副総裁、山口泰副総裁、後藤康夫委員、武富将委員、三木利夫委員、中原伸之委員、篠塚英子委員、植田和男委員の9名によって、採決が行われた。

209 日本銀行〔1998i〕43～48頁、228～231頁、242～244頁、261～263頁、276～278頁、294～296頁。

210 日本銀行〔1998i〕49頁、228～229頁。

の負担を軽減する効果は限られており、所要準備預金の量が減少すると短期金利の形成が不安定化するおそれがある等の理由からこれに反対する意見が多数を占め、準備率引下げ議案は否決された。

この時期、日々の金融調節においては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す」という調節方針にしたがって、市場の動向に応じて潤沢な資金の供給を実施した。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は平均的にみて、0.42～0.44%の水準で推移した²¹¹。

このほか、金融調節の透明性を向上させる観点から、6月12日の決定会合において、「金銭を担保とする国債の借入（レポ・オペ）におけるオペ対象先の選定基準」を制定し、公表した²¹²。

6. 新日銀法のもとでの金融政策（1998年秋～2000年夏）

(1) 金融危機の鎮静化

イ. 海外主要国の経済情勢

海外主要国の経済情勢をみると²¹³、米国経済は、内需の好調を背景に2000年夏まで拡大を続けた（図表7）。また、欧州は、1998年夏のロシア金融危機の影響により1999年夏まで外需が大幅に減少し景気の減速が続いた後、1999年夏以降、内需が底固く推移する中で輸出も回復し、景気は緩やかな拡大に転じた。この間、1999年1月1日、EU加盟15カ国のうち11カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド、ポルトガル、アイルランドおよびルクセンブルク）において単一通貨ユーロが導入され、ユーロが銀行間決済に使われるようになった²¹⁴。

この間、東アジアの経済は、1997年夏に始まった通貨・金融危機の影響を大きく受けて景気後退に陥り、1999年初まで調整局面が続いた（図表7）。

211 日本銀行〔1998i〕47～49頁、228～229頁。

212 日本銀行〔1998i〕42～44頁、72～83頁。

213 本項の記述は、とくに断りのない限り、日本銀行〔1998i, 1999n, u, 2000e, j〕I. 1. (3) 海外金融経済の動向、の記述に依拠している。

214 ギリシャは1999年1月からのユーロ圏参加を希望しながらもその審査が行われた1998年時点においては通貨統合参加のための基準を達成できず参加が見送られていたが、2000年3月に参加を申請し、同年6月の欧州首脳会議で参加が承認され、2001年1月1日より、ユーロ圏に参加することとなった（経済企画庁〔2000〕第1章第3節1(1)1)。

ロ. 国内の経済情勢

(イ) 金融再生法、金融機能早期健全化法成立（1998年10月）

1998年夏以降、金融システムの再生を図るための制度的枠組みについての議論が本格化し、政府・与党金融再生トータルプラン推進協議会は、金融機関等の不良債権処理の問題に総合的に取り組むための施策として、「金融再生トータルプラン（第1次とりまとめ）」（1998年6月23日）に続き、「金融再生トータルプラン（第2次とりまとめ）」（1998年7月2日）を公表した²¹⁵。こうした中で、1998年6月16日の定例記者会見で速水総裁が「日本銀行としては、不良債権関連の情報開示が全体として更に進み、これにより不良債権の処理が促進されることを通じて、わが国金融システムに対する市場の信認の回復と金融再生への展望が明確となることを期待したい」との発言を行ったほか²¹⁶、1998年7月29日の速水総裁講演において、不良債権早期処理のために重要なポイントとして、①情報開示の徹底、②不良債権・担保不動産のバランスシートからの切り離し、③公的資金の活用の3点を挙げる等²¹⁷、日本銀行は、各金融機関が不良債権の内容とその抜本的な処理に向けての道筋を明確に示していくとともに内外市場の信認を回復するだけの十分な資本基盤の拡充を図ることが急務である旨を表明した²¹⁸。

1998年10月12日、「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」（以下、金融再生法）が成立した。同法では、金融機関の破綻処理の原則等を定めるとともに、緊急措置として、金融機関の金融整理管財人による管理、破綻金融機関の業務承継、銀行の特別公的管理に関する制度のほか、金融機関等の不良債権処理を進めるために預金保険機構が金融機関等から資産を買い取ることができる制度が定められた²¹⁹。金融再生法に基づく業務（金融再生業務）を経理する勘定として金融再生勘定が預金保険機構に新たに設置され、預金保険機構は金融再生業務を行うために必要な場合には、日本銀行、金融機関その他の者から資金の借入を行うことができることとされた。金融再生法に基づき、金融機能安定化緊急措置法は廃止され、金融危機管理勘定に属する資産および負債は金融再生勘定に承継されることとなった。こういった点を踏まえ、日本銀行は、10月22日の政策委員会で、預金保険機構・金融再生勘定向け貸付けに関する実施要領を決定した²²⁰。また、同月16日には、

215 日本銀行 [1999c] 131 頁、日本銀行 [1998d] 164～170 頁、日本銀行 [1998e] 95～100 頁。

216 発言内容について記者会見（午後5時から約80分間）終了後の18時27分にペーパーを配付。当該配付資料は、日本銀行アーカイブ資料『総裁記者会見要旨（H10年）』69034に「平成10年6月16日 総裁記者会見要旨」と同綴されている。この発言について全国銀行協会連合会 [1998d] 101 頁では「総裁談話を公表した」と記述されているが、日本銀行 [1998d] 149～150 頁では「金融機関の自己査定結果の自主的な開示に関する、以下の内容の発言を行った」と記述されている。また、日本銀行 [1999c] 158～159 頁でも、「総裁談話」ではなく、「総裁発言」として記録されている。

217 速水 [1998a] 3～5 頁。

218 日本銀行 [1999c] 131 頁。

219 預金保険機構 [2007] 193 頁、日本銀行 [1999c] 135 頁、日本銀行 [1998j] 92 頁。

220 日本銀行政策委員会 [1998c]。なお、同要領は、1999年7月9日に改正された（日本銀行政策委員

「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」（以下、金融機能早期健全化法）が成立し、わが国金融システムの再構築と経済の活性化に資することを目的として、金融機関等の資本の増強に関する緊急措置の制度が創設された。金融再生法および金融機能早期健全化法はいずれも 23 日に施行された²²¹。

金融再生関連法令、金融機能早期健全化関連法令の成立、および国会の議論を経て、金融機能安定化緊急措置法に基づく 13 兆円の公的資金枠は廃止となったが²²²、「金融再生勘定」における資金の借入れ等について 18 兆円の政府保証枠が付与されるとともに、金融機能早期健全化業務を行う「金融機能早期健全化勘定」の資金の借入れ等について 25 兆円の政府保証枠が付与された。この結果、特別資金援助等の特例業務を行う「特例業務勘定」の 7 兆円の交付国債、同勘定の資金の借入れ等にかかる 10 兆円の政府保証枠と合わせ、わが国金融システムの安定化のために、総額 60 兆円の公的資金枠が確保された²²³。

（ロ）長銀（1998 年 10 月）、日債銀（1998 年 12 月）の特別公的管理開始

以上のような経緯を経て新たに整備された枠組みのもとで、1998 年 10 月 23 日に長銀、同年 12 月 13 日に日債銀について、金融再生法に基づき、特別公的管理の開始決定が行われた²²⁴。

前節でみたとおり、長銀は、風評等を契機とした株価の下落に対処するため、1998 年 6 月 26 日に住友信託銀行との合併の構想を発表し、また、同年 8 月 21 日には同行との合併を前提に不良債権処理・経営合理化策を発表する等、市場の信認の回復に努めた。しかし、市場の信認は回復せず、株価の下落・預金等の流出が続いた。この間、9 月 25 日に長銀を特別公的管理とすることで与野党が合意し、10 月 8 日に住友信託銀行の高橋社長が長銀との合併交渉を打ち切る旨を記者会見で表明した²²⁵。また、10 月 19 日には、主要 19 行に対する金融監督庁の一斉検査の一環として 7 月以降行われていた検査の結果、同年 9 月末時点において、検査結果を踏まえて試算した自己資本額が有価証券等の含み損を大きく下回っていること等が通知された。1998 年 10 月 23 日、同日施行された金融再生法に基づき、長銀より内閣総理大臣に対して、「その業務又は財産の状況に照らし預金等の払戻しを停止するおそれが生ずると認められる」旨の申し出がなされ、当該申し出および長銀の

会 [1999c])。

221 日本銀行 [1999c] 136 頁、日本銀行 [1998j] 92 頁、預金保険機構 [2007] 70 頁。

222 全国銀行協会連合会 [1998g] 53 頁。

223 日本銀行 [1999c] 136 頁、全国銀行協会連合会 [1998g] 53～54 頁。

224 金融監督庁 [1999] 70～73 頁、301～303 頁（資料 7-4-4）、324～325 頁（資料 7-4-13）。

225 全国銀行協会連合会 [1998h] 23 頁。高橋社長は記者会見において「民間ベースの合併交渉という基本的な枠組みが変わろうとしている」と「時間の経過で長銀の資産や顧客基盤が劣化していること」を合併打ち切りの理由として挙げた（『日本経済新聞』1998 年 10 月 9 日朝刊 1 頁、『毎日新聞』同日朝刊 9 頁）。

財務状況を踏まえ、同日、内閣総理大臣により、特別公的管理の開始の決定が行われた。日本銀行は、同行の特別公的管理開始決定を受け、特別公的管理のもとで同行の経営合理化が速やかに実施されていくことを強く期待すること、および、わが国金融システムの安定確保のため、政府とも協力しつつ引き続き全力を挙げていく決意であることを総裁談話の形で表明した²²⁶。

また、日債銀については、11月16日に、主要19行に対する一斉検査の一環としての検査の結果、1998年3月末時点で、要追加償却・引当見込額が自己資本額を上回り、債務超過の状態にあることが示された。このような中で、同行は、金融監督庁から、債務超過を解消するため採り得る資本充実策について報告を求められたが、検査結果通知から1ヵ月近くが経過しても、同行より実現性のある資本充実策が提示されなかった。こうした状況を踏まえ、1998年12月13日、内閣総理大臣により金融再生法に基づき特別公的管理の開始の決定が行われた。日本銀行は、同行の特別公的管理開始決定を受け、同行について特別公的管理の開始が決定されるに至ったことは誠に残念な事態であると考えている旨表明するとともに、早期の特別公的管理終了を強く期待し、かつ、わが国金融システムの安定確保のため、政府とも協力しつつ、引き続き全力を挙げていく方針であることを表明した²²⁷。

(ハ) 金融再生委員会発足（1998年12月）、金融庁発足（2000年7月）

1998年10月12日に成立した金融再生関連法令のうち、「金融再生委員会設置法」および「金融再生委員会設置法の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」は1998年12月15日に施行され、同日、総理府の外局として金融再生委員会が発足し、金融破綻処理制度及び金融危機管理に関する調査・企画立案、金融業の検査・監督、預金保険機構等の監督、金融機関の破綻処理等を所掌することとなった。また、同日付で、金融監督庁設置法は廃止され、金融監督庁は金融再生委員会のもとに置かれることとなった²²⁸。

その後、中央省庁等改革基本法（1998年6月12日成立）に基づく省庁再編の一環として、2000年7月1日、金融監督庁と大蔵省金融企画局が統合され、金融庁が発足した。これは、全体としての省庁再編に先行したもので、さらに、2001年1月6日の中央省庁再編に当たり、金融再生委員会は廃止され、金融庁は、内閣府の外局として設置されることとなった²²⁹。

(二) 金融機能早期健全化法に基づく公的資本投入（1999年3月）

1998年10月に制定、施行された金融機能早期健全化法では、①預金保険機構が

226 日本銀行 [1999c] 162～163 頁、日本銀行 [1998j] 93～94 頁。

227 日本銀行 [1999c] 163～164 頁、日本銀行 [1999d] 107 頁。

228 金融監督庁 [1999] 3～5 頁。日本銀行 [1999c] 135 頁。

229 金融庁 [2001] 1 頁。

金融再生委員会の承認を受け、整理回収銀行に委託して金融機関に対し株式の引受け等による資本投入（以下、この仕組みによる資本投入を「公的資本投入」という）を行うことができること²³⁰、②当該株式の引受け等のために要する資金については、預金保険機構が整理回収銀行への貸付けを行うことができること、③預金保険機構が整理回収銀行への当該貸付けを行うために要する資金については、預金保険機構が日本銀行、金融機関その他の者からの資金の借入れや債券発行を行うことができ、また当該借入れ、債券にかかる預金保険機構の債務につき政府が債務保証を行い得ること、④預金保険機構が当該借入れを行う場合には、日本銀行は、新日銀法第43条第1項の規定にかかわらず、預金保険機構への貸付けを行い得ることが定められている²³¹。

こうした法的枠組みのもとで、公的資本投入を受けるための申請を予定していた大手銀行15行について、1999年1月以降、金融再生委員会による予備審査が進められ、同年3月、総額7兆4,592億円の公的資本投入が実施された（3月12日に金融再生委員会が公的資本申請を承認。なお、各行の経営健全化計画が15日に公表されたほか、優先株式等の増資金の払込みが30日に実施された）²³²。

日本銀行は、上記公的資本投入に当たり、預金保険機構・金融機能早期健全化勘定への日本銀行の貸付けについて、「預金保険機構に対する日本銀行貸付けは本来一時的なつなぎ資金であり最大限の民間調達努力が尽くされた上での補完的資金供与である」こと等を内容とする基本方針を1999年3月3日の政策委員会で決定した²³³。

(2) ゼロ金利政策の導入と解除

イ. ゼロ金利政策の導入と金融市場調節手段の機能強化

(イ) 無担保コール翌日物金利誘導目標を0.25%に引下げ（1998年9月）

1998年秋から秋口にかけて、わが国の経済情勢はさらに悪化が目立つようになり、物価も軟調に推移した（図表1、図表2）。また、世界的な株価下落や信用リスクに対する警戒感の強まりから、株価が8月末に一時バブル崩壊後の最安値を更新した（図表6）ほか、ユーロ円とTBの金利格差、ジャパン・プレミアム、民間債と国債との利回り格差がそれぞれ拡大する等、金融資本市場は不安定さを増し、経

.....
230 金融機関への公的資金の投入のうち、この節で記述している方法による資本投入について、1999年当時の日本銀行の公表文（日本銀行政策委員会〔1999a〕等）では、「公的資本の投入」という用語が用いられている。

231 日本銀行〔1999c〕153頁。

232 日本銀行〔1999c〕131頁、153頁。全国銀行協会連合会〔1999〕63頁。日本銀行〔1999〕90頁。

233 日本銀行〔1999c〕153～154頁。

済の先行きに対する不透明感も一層強まった²³⁴。

こうした状況を踏まえて、9月9日の決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」という方針とすることを決定した²³⁵。預金金利自由化の完了やそれに伴う金融市場の環境変化によって市場金利誘導の重要性が高まったことを受けて、第4節（2）ロ、でみたとおり1995年3月に市場調節方針を対外公表文の形でアナウンスするという金融政策手法を導入したが、誘導目標について公定歩合との関連において記述する方法でなく「0.25%前後で推移するよう促す」と具体的な数値を明示したのはこの決定が初めてであった。

金融市場調節方針を一段と緩和した理由について、公表文では、「経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため」と記述されている。また、速水総裁は、記者会見において、「実体経済がうんと悪くなってきていることが、第一に申し上げなければならないことだと思う。それから、金融市場においても金融不安を何となく皆心配し始めている訳であるし、金融安定化のためにも、このタイミングが適当であると判断した訳である」と説明している²³⁶。

9月9日の金融緩和措置の決定を受けて、日本銀行は、翌10日、金融市場に対して所要準備額を大きく上回る資金供給を実施した。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、前日の0.45%から0.23%へと、新たな誘導目標（平均的にみて0.25%前後）にスムーズに低下した。また、金利上昇圧力が強まった積み最終日（9月14日）には、朝方の段階から、当日の所要準備額を上回る資金を最終時点でも市場に残置する旨のアナウンスをあらかじめ行い、市場金利の上昇抑制に努める等、きめ細かい金融調節を行った結果、9月10日から月末までの間の無担保コールレート（オーバーナイト物）は、新たな誘導目標（平均的にみて0.25%前後）に沿った動きを示した²³⁷。

（ロ） 企業金融円滑化のためのオペ・貸出面での対応

1998年秋頃、金融機関の融資姿勢は厳しい市場環境や企業業績の悪化を反映して慎重なものとなっていた。また、資本市場においても、信用リスクに対する警戒感が強まっており、1998年末から1998年度末にかけて企業金融が一層厳しさを増す可能性があるともみられていた。こうした状況にかんがみ、日本銀行は、1998年

234 日本銀行 [1998i] 54～58頁、日本銀行 [1998h] 14頁。

235 日本銀行 [1998f]。

236 日本銀行 [1998g]。

237 日本銀行 [1998i] 61頁。

11月13日の決定会合において、「中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、金融機関借入・市場調達の両面で企業金融の円滑化に資することを狙いとして」、貸出・オペについて、次の3つの措置を講じることを決定した²³⁸。

まず第1に、日々の金融調節の中でCPオペを一層積極的に活用することとし、そのため、買入対象となるCPの残存期間を3ヵ月以内から1年以内に拡大することとした(11月13日決定、11月16日より実施)。第2に、企業金融支援のための臨時貸出制度を創設することとした。すなわち、金融機関の企業向け貸出を資金繰り面から支援していく趣旨から、1998年10～12月期における金融機関の貸出増加額の一定割合(50%)を対象にリファイナンスのための臨時貸出制度を創設すること、貸出期間は原則として1999年4月までとし、金利は0.5%とすることとした。同貸出を行うための基本的な事項を定める「企業金融支援のための臨時貸出制度基本要領」は1998年11月27日の政策委員会で決定され、同日から実施された。第3に、社債等を担保とするオペを導入することとした。すなわち、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融調節において民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証書貸付債権を根担保として金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れるオペ手段を新たに導入することとした。同オペ(社債等担保オペ)を行うための基本的な事項を定める「社債等を担保とする手形買入基本要領」は、1999年2月12日の政策委員会で決定され、同日から実施された。

(ハ) ゼロ金利政策導入(1999年2月)

わが国経済の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、1998年末頃から徐々に穏やかなものとなった(図表1)。しかし、企業収益が減少傾向を続け、失業率が高水準で推移する中、企業や消費者の心理は依然慎重で、物価も軟調に推移した(図表2)。金融面の動向をみると²³⁹、長期金利は1998年11月下旬以降上昇し(図表4)、とくに12月下旬に1999年度の国債発行計画や大蔵省の資金運用部による国債買入れの停止が伝えられると上昇テンポが速まった(いわゆる資金運用部ショック)²⁴⁰。また、為替相場は1998年10月から1999年1月にかけてほぼ一貫して上昇を続け(図表3)、株価も総じて軟調に推移しており(図表6)、こうした市場の動きが経済の先行きに及ぼすマイナスの影響について、次第に強い懸念が持たれるようになった。

こうした状況を踏まえて、1999年2月12日の決定会合で、金融市場調節方針を

238 日本銀行〔1999c〕84～95頁。

239 日本銀行〔1999a〕14頁、33頁、日本銀行〔1999b〕6頁、22頁、日本銀行〔1999i〕28頁、日本銀行〔1999n〕34～36頁、40頁、42頁、71頁。

240 1998年12月22日、大蔵省が資金運用部による国債買入れを翌年1月から停止することを決定したことを受け、債券先物が約10年4ヵ月ぶりにストップ安となる等、債券相場は急落した。翌日の新聞は、この動きについて、「資金運用部ショック」と報じた(『日本経済新聞』1998年12月23日朝刊19頁)。

一段と緩和すること、すなわち、「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」ことを決定した²⁴¹。

同日決定・公表した対外公表文「金融市場調節方針の変更について」では、景気の悪化テンポは緩やかになってきているが景気回復への展望は依然明確ではないとしたうえで、「先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した」と記述されている²⁴²。同日の決定について、植田審議委員は、後日「金融政策の考え方：先見性（forward looking であること）が重要」という講演の中で、「足元の景気は下げ止まり、しかし年後半以降再び悪化のリスクあり」という景気判断に基づく決定で、「先見的なものであった」と振り返っている²⁴³。

なお、金融市場調節方針の変更を踏まえ、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利を0.5%から0.25%に変更することを決定したが²⁴⁴、公定歩合の変更は行われなかった。この点について速水総裁は、同日の記者会見で、「今回の一連の議論の中で、公定歩合の引下げという選択肢はなかったのか」との質問に対して、「公定歩合というものは、ご承知のとおり、96年以来あまり実態的な意味をもっていないものだと思う」と答えている²⁴⁵。

また、当時、長期金利の急上昇への対応策として、市場関係者、経済専門家、国会等の場で日本銀行による国債引受けや国債買切りオペ増額の是非が論じられていたが、同日の決定会合では、①長期金利は資産価格のひとつであって、先行きの景気や物価の見通し等さまざまな期待が織り込まれているため、中央銀行がこれをコントロールすることはできない、②どのような形態であれ——長期国債の買切りオペであれ、長期国債を購入する一方で短期国債を売却するオペレーション・ツイストであれ——中央銀行が長期国債をどんどん買っていくことは、財政節度を失わせ、将来悪性のインフレーションにつながるリスクを伴うといった点が指摘された。そのうえで、長期国債の買切りオペについては、従来と同様、やや長い目でみて、日本銀行券の増加額に対応させるという基本的な方針を維持することで、委員の意見の一致をみた²⁴⁶。そして、長期国債の買切りオペについて日本銀行のスタ

241 日本銀行 [1999n] 71～72 頁。

242 日本銀行 [1999c]。

243 日本銀行 [1999o] 32 頁。

244 日本銀行 [1999c] 90～91 頁。

245 日本銀行 [1999g]。

246 日本銀行 [1999n] 78～81 頁。

ンスが注目されていることを踏まえ、対外公表文「金融市場調節方針の変更について」に「長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである」との文言が盛り込まれた²⁴⁷。

1999年2月12日の金融緩和措置について、同日の公表文や記者会見で「ゼロ金利政策」という文言が使われているわけではない²⁴⁸。2月16日の総裁定例記者会見で「『翌日物コールレートをできるだけ低く』というのは、ゼロ金利を目指すということか」という質問に対して、速水総裁が「ゼロでやっていけるならばゼロでもいいと思う」との回答を行ったことについて²⁴⁹、翌2月17日に「短期金利を実質『ゼロ金利』へ誘導」という形で報道が行われ²⁵⁰、3月以降、報道で「ゼロ金利政策」という用語がみられるようになった²⁵¹。決定会合の議事要旨においては、3月25日決定会合の議事要旨（4月27日公表）において、「ある委員」の発言として「現在のゼロ金利政策」という表現が用いられているほか、6月には速水総裁講演や国会における「通貨及び金融の調節に関する報告書」の概要説明において「ゼロ金利政策」という用語が用いられるようになった²⁵²。決定会合の公表文においては、1999年9月21日の決定会合後に公表された「当面の金融政策運営に関する考え方」において、「ゼロ金利政策」という表現が用いられた²⁵³。

（二） ゼロ金利政策継続のコミットメント

日本銀行は、1999年2月12日に決定された新たな金融市場調節方針に従い、無担保コールレート（オーバーナイト物）が当初0.15%前後となることを目指して、より潤沢な資金供給を行った。具体的には、1日当たり平均の所要準備額を大幅に上回る資金を日中に供給する一方、無担保コールレート（オーバーナイト物）の過度の低下を回避するために行っていた締め時点（通常午後5時）での売出手形による資金吸収を停止する等の措置をとった。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は2月12日の0.28%から15日には0.12%へと一気に低下し、翌16日には0.10%にまで低下した。その後、次の2月25日決定会合までの間は、無担保コールレート（オーバーナイト物）は概ね0.10%前後で推移したが、2月25

247 日本銀行 [1999f]、日本銀行 [1999n] 346～350 頁。

248 同日の記者会見では、「ゼロ金利やマイナス金利というのは、視野に入っているのか」との質問に対して、速水総裁は、「0.15%前後までもって行って、そこからまだ下げられるということであれば、まだまだ下げていくと思う。それがゼロまでいけるかどうか—ゼロということは、私どもでは想像できない状態であるので、そこへいくかどうかというのは、この時点では申しかねる」と回答している（日本銀行 [1999g]）。

249 日本銀行 [1999h]。

250 「短期金利を実質「ゼロ金利」へ誘導 異例の市場調節 日銀総裁が方針表明」『読売新聞』1999年2月17日朝刊1頁。

251 例えば、「金利、一段と低下へ。ゼロ金利波及」『日本経済新聞』1999年3月6日朝刊1頁等。

252 速水 [1999a] 1～10 頁、速水 [1999b] 11～12 頁。

253 日本銀行 [1999s]。

日の決定会合において、市場の混乱が生じないかどうかを見極めながら無担保コールレート（オーバーナイト物）の一層の低下を促していくのが適当である旨が確認されたことを受け、日本銀行は資金供給スタンスを一層強めた。その結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は3月に入ってから一段と低下、概ね0.03～0.05%程度で推移し、仲介手数料等を勘案すると「できるだけ低め」に相当する水準に達したと判断されるに至った²⁵⁴。

こうした状況のもとで、政策運営のわかりやすさを確保するために何らかの量的指標またはターム物金利を金融市場調節の目安として設定できないかという点が検討されたが、量的な指標もターム物金利も、目標値の設定やコントローラビリティに関する技術的な点を含め問題が多いというのが、2～3月の決定会合における概ね共通の認識であった²⁵⁵。

こうした流れを受けて、1999年3月25日の決定会合の最後に、植田委員より「現在のオーバーナイトほぼゼロという政策へのコミットメントの度合いを今少し強く市場に対して発表するという行き方はあるかと思う」、「ゼロ金利は異常事態であり、無制限に続けるべきものではない訳だが、景気が本格的に立ち直るまではこれを続けるという方向感でのメッセージで、市場にとって若干驚きがあるようなものを何か入れられるかどうかは検討に値する」との発言があった²⁵⁶。続いて、4月9日の決定会合でも、政策運営のわかりやすさを確保し、かつ、ゼロ金利政策の効果を最大化しうるような方途が模索された²⁵⁷。具体的には、山口泰副総裁から「オーバーナイト・ゼロという政策をいつまで続けるべきかについては、あるいは今少し明確にした方が良いのではないか」、「ここ数年間採ってきた金融政策は持続的な成長を促す、インフレでもデフレでもない物価の安定を目指すということだった訳であり、ある種そうした状態が実現するまでは歯を食いしばって頑張るということを、総裁会見等で改めて表明してはどうか」との意見、植田委員から「何らかの形でオーバーナイトゼロの政策に強いコミットメントを持っているということをマーケット等に表明することには私も共感を覚える」との意見、速水総裁から「現在の金融緩和はデフレ懸念が払拭されるような状況を目指して行っていると申し上げる以外にはない」との意見、後藤委員から「先行き不安をなくす意味で、自律的

254 日本銀行 [1999n] 82～92 頁。

255 日本銀行 [1999u] 59 頁。

256 日本銀行 [2009a] 78 頁。後日、植田委員は、この決定会合について、時間軸政策のアイデアが初めて提出されたと解説している（植田 [2005] 66 頁）。また、時間軸政策のアイデアと当時の学界における議論の関係について、植田 [2005] は、当時の学界における議論として Woodford [1999]、Eggertsson and Woodford [2003] を紹介したうえで、日本銀行が採用した時間軸政策のアイデアは、「その前後の学界での議論と本質的に同じものである」と述べている（植田 [2005] 75～86 頁）。なお、その後の学界における議論においてゼロ金利制約における金融政策手段の1つとして時間軸政策が位置付けられていったことについては、補論1を参照。

257 日本銀行 [1999u] 59～60 頁、日本銀行 [2009b] 62～81 頁。

な回復の手がかりが得られるか、あるいはデフレ・スパイラルの恐れが解消されるまでは金融政策当局として現状の思いきった緩和スタンスを続ける、それに必要かつ十分なリザーブの供給を敏速にやる、ということをは何かの機会を捉えて表明することも良いのではないか」との意見が表明された。また、デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策を継続することについて対外的に表明することが適当というこれらの意見についての明示的な反対意見はみられなかった。

決定会合における以上のような議論を受けて²⁵⁸、1999年4月13日の総裁記者会見で、速水総裁が「デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは、市場の機能に配慮しつつ、無担保コール・オーバーナイトレートを事実上ゼロ%で推移させ、そのために必要な流動性を供給していく現在の政策を続けていくことになると思っている。このことが、先週金曜日の金融政策決定会合において、多くの委員の一致した意見であった」との説明を行った²⁵⁹。続く5月20日の記者会見では、「デフレ懸念が払拭されたか否かを、どのようなところでみようとしているのか」という質問に対して、速水総裁は、「ただ一つの指標をみて、それで分かるというものではないし、ア・プリオリに一定の条件を示せるというものでもない」としたうえで、「ゼロ金利政策というものの考え方は、1つには金融政策面でできることはすべてやっているということ、2つめには、それをデフレ懸念の払拭が

258 1999年4月9日の決定会合における議論について、1999年5月18日の決定会合で承認され同月21日に公表された議事要旨では、「ひとりの委員が、ここ数年とってきた金融政策は、インフレでもデフレでもない物価の安定を目指すということ、それを通じて持続的な経済の成長を促すということであったので、それを踏まえて、デフレ懸念が払拭できるような情勢になるまで、現在のゼロ金利を継続するといった趣旨を、ディレクティブとは切り離して、総裁の記者会見などの場でわかりやすく市場に対して説明していったらどうか、という考え方を示し、多くの委員の支持するところとなった」とまとめられている（日本銀行 [1999j]）。なお、同決定会合の議事録は、2009年7月31日に公表された（日本銀行 [2009b]）。梅田 [2011] 64~68頁では、議事録を用いて当時の議論を丹念に紹介している。

259 日本銀行 [1999k]。この総裁記者会見におけるコミットメントについて、山口副総裁は、2000年7月に日本銀行金融研究所が開催した国際コンファランス（「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」）において「この表明は、ゼロ金利政策をかなりの期間継続する日本銀行の意思を示したものと金融市場に受け取られた。こうした市場の期待を反映して、タム物金利が急速に低下し、イールド・カーブは著しくフラット化した。この時点に至って、われわれは、将来の政策運営に対するコミットメントを伴ったゼロ金利が、経済活動が鈍化したときに、強力かつ自動的に緩和効果を発揮することを確認した」と述べている（山口 [2000a] 203頁）。そして、同年10月に公表された翁・白塚・藤木 [2000] においてゼロ金利政策の構成要素としては、①豊富な資金供給によるコールレートの実質ゼロへの誘導と、②ゼロ金利政策を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」続けるというコミットメント、すなわち「量」と「時間軸」の2つの側面がともに重要であるとの分析が提示され、また、白塚・藤木 [2001] では、将来の政策運営に対するコミットメントを行い市場の期待へ働きかけるというメカニズムを「時間軸効果」と呼んでいる。この時間軸効果を通じた政策（時間軸政策）は、リーマン・ショック後に米国で採用されたフォワード・ガイダンスと同じ発想に基づくものであり（中曾 [2017]）、2014年6月に開催された国際経済学会第17回世界大会において、黒田東彦総裁は、1999年4月に日本銀行が行ったデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまでゼロ金利政策を続けるというコミットメントについて、「緩やかなフォワードガイダンスを導入しました」と説明している（黒田 [2014]）。

展望できる情勢になるまでは続けるつもりであるということ、3つめには、しかし財政の規律を失わせて、将来に禍根を残すような政策になってはいけない—こういうものは採るつもりは全くない—ということ、それから4つめは、構造改革の進展が大切であると考えていること」と説明している²⁶⁰。

また、8月17日の記者会見で速水総裁は、導入後半年が経過したゼロ金利政策の評価について問われ、「ゼロ金利政策によって、オーバーナイト資金の確保に対する懸念が払拭されたほか、総じてみれば、長期金利は安定し、株価は堅調に推移するなど、基本的には好ましい方向に働いている」、「景気の下げ止まりには大きく寄与している」と説明している。また、ゼロ金利政策には、家計の利子所得が減り所得が企業へ移転するという分配面の問題、構造調整の遅れ、モラル・ハザードの発生、コール市場残高減少による市場機能の低下といった副作用が懸念されているが、それだけを取り出して単独に議論することは適当ではなく、それほど心配するような状況ではない旨述べている²⁶¹。

(ホ) 金融市場調節手段の機能強化

1999年9月21日の決定会合で、速水議長から執行部に対して、ゼロ金利政策の一層の効果浸透に努めていくという観点も踏まえ、金融市場調節手段の整備・拡充について早急に検討を進めるよう、指示があった²⁶²。これは、夏以降円高が進んだ(図表3)ことを受けて円高に対応するためになんらかの金融緩和措置が採られるのではないかという市場の思惑が台頭する中²⁶³、同決定会合において経済の実態を反映しない形で円高や長期金利の上昇が進むリスクを考えると金融調節面での対応力を質的に一段と強化するのが望ましいという点で概ね共通の認識が形成されたことを踏まえたものであった²⁶⁴。

続く10月13日の決定会合は、このような流れを受けて開催された。折しも、市場ではコンピュータ2000年問題を意識して年末越えとなる3ヵ月物金利が上昇しはじめており、そうした年末越え資金需要の動き等を踏まえた日本銀行の資金供給姿勢を明確にしておくことが、適切なタイミングとなりつつあった。そのような政策環境のもとで、同日の決定会合では、金融緩和効果の一段の浸透を図る目的で、次の3点が決定された。第1に、ゼロ金利政策の継続を決定するとともに、「ゼロ金利政策」を意味する金融市場調節方針を、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す」と

260 日本銀行 [1999m]。

261 日本銀行 [1999r]。

262 日本銀行 [2000e] 58 頁。

263 円の対米ドル相場は、1999年7月中旬まで120円前後で推移していたが、7月後半以降上昇基調を辿り、9月中旬には一時103円台まで上昇した(日本銀行 [1999u] 38~40 頁)。

264 日本銀行 [2000e] 57~58 頁。

いう表現に改めた。第2に、コンピュータ2000年問題が意識され始めた市場環境の中でもゼロ金利政策を徹底していくという趣旨から、年末越え資金を豊富に供給する等、コンピュータ2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、金融市場調節面で弾力的な対応を行うことにした²⁶⁵。第3に、ゼロ金利政策の継続に当たっては、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用をはかることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこととした²⁶⁶。具体的な機能強化策としては、政府短期証券（Financing Bills: FB）・TBを対象としたオペに関し²⁶⁷、従来の現先方式（条件付売買）に加え、アウトライト方式（無条件売買）を導入することを決定会で決定し、政策委員会の議決を経ずに実施できる他の施策（レポオペ対象国債に2年物を追加すること、手形オペやCPオペといった民間債務を対象とするオペ手段をフル活用すること等）とあわせ、公表された²⁶⁸。

ロ. ゼロ金利政策解除

（イ） 「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準

わが国の経済情勢は、1998年中の政府の経済対策が徐々に効果を発揮したことや金融機関に対する公的資本投入を受けて金融システム不安が和らいだこと等から、1999年春頃に下げ止まりの様相を呈するようになった²⁶⁹。その後、1999年夏以降輸出の増加を受けて生産活動が増加に転じたほか、2000年入り後は設備投資が下げ止まりから緩やかな増加に転じる等、景気は下げ止まりから持ち直しに転じ、2000年度入り後には緩やかな回復過程に入った。この間、物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）が1999年夏に横ばいとなり、また、国内卸売物価は2000年入り後前年を上回った。もともと、1999年秋以降は、消費者物価は前年水準を下回って推移した（図表2）。

このような状況の中で、1999年4月にゼロ金利政策継続の条件として示した「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」の判断基準を巡って議論が行われた。当初は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を特定

.....
265 この方針に基づく豊富な資金供給を受けて、1999年末から2000年初にかけて、金融市場は総じて安定的に推移した。また、金融取引の面でも、コンピュータ2000年問題に関連した大きな混乱や障害が発生することは避けられた（日本銀行〔2000b〕10頁）。

266 日本銀行〔2000e〕58～59頁。

267 日本銀行は、1999年3月まで、TBについては売戻条件付買入のみ、FBについては買戻条件付売却のみを行ってきたが、FB発行の市中公募入札への移行（同年4月）に伴い、TBおよびFBが一体として短期国債の市場を形成すると見込まれたことから、これに対する日本銀行のオペも、短期国債のオペとして、一本化して行うことを3月25日の決定会合において決定した。日本銀行〔1999n〕131頁、日本銀行〔2000a〕105頁。

268 日本銀行〔2000e〕58～59頁。

269 日本銀行〔1999n〕1～2頁、日本銀行〔1999u〕1頁、日本銀行〔2000e〕i頁、日本銀行〔2000j〕i頁、120～122頁。

の指標や数値で単純に示すことは難しく、経済見通しや物価の先行きを巡るさまざまな要素やリスクを勘案して総合的に判断していくことが適当との議論が政策委員会で行われ²⁷⁰、当該認識に基づいて、対外的な発信も行われていたが²⁷¹、この点については、「わかりにくい」との批判もあった²⁷²。その後、1999年後半から2000年にかけての決定会合における討議を通じて「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を巡る議論は深められ、①先行きデフレに陥るリスクが十分小さくなるかどうかを判断するためには、物価の背後にある需給バランスや賃金下落圧力等を総合的に点検していく必要がある、②「デフレ」とは需要の弱さから生じるような物価の下落を中心に考えるべきである、③したがって「デフレ懸念の払拭が展望できる」とは「民間需要の自律的回復の展望が得られる」ことになり近い意味であるとの認識が政策委員会の大勢として共有されていった²⁷³。

こうした議論を踏まえ、速水総裁は、2000年3月21日に行った講演において、「金融政策運営上問題とすべきデフレは、物価の下落と景気後退の悪循環、つまりデフレ・スパイラルの状況」、「景気の回復が持続して需給バランスの改善が続くというシナリオにある程度展望が持てるようになれば、デフレ懸念はほぼ払拭されたと考えられる」と述べている²⁷⁴。また、藤原副総裁も2000年6月22日に行った講演において、「ゼロ金利政策は、昨年初めのデフレ・スパイラルの瀬戸際という異常な経済情勢に対応した異例の政策」と述べた後、「金融政策運営において問題とすべきデフレ懸念は、あくまで景気後退と物価下落の悪循環、いわゆるデフレ・スパイラルをもたらすような物価低下圧力といえます。私どもは、こうした考え方に立ち、デフレ懸念払拭の意味を、需要の弱さ由来する物価の低下圧力が十分に小さくなることととらえています」と述べている²⁷⁵。

(口) ゼロ金利政策の解除を見合わせた2000年7月17日決定会合

2000年7月17日の決定会合では、企業部門の回復のモメンタムは一段と強まっており、雇用・所得環境にも改善の方向がみえつつある、との認識が示された。これを受けて、景気判断は、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、

270 日本銀行 [1999u] iv 頁。

271 例えば、1999年5月20日の速水総裁定例記者会見（日本銀行 [1999m]）、1999年7月1日の植田審議委員記者会見（日本銀行 [1999p]）、1999年7月7日の藤原副総裁記者会見（日本銀行 [1999q]）。

272 例えば、1999年9月21日の政策委員会議長記者会見において、記者から「総裁がいつもおっしゃる『デフレ懸念の払拭が展望できるまで現状の政策を維持する』というところの『デフレ懸念が払拭できるまで』という条件が非常にわかりにくいという面があるのではないかと思う」との質問が寄せられている（日本銀行 [1999t]）。また、2000年4月20日の講演で、三木審議委員は、「『デフレ懸念の払拭が展望できる情勢』というフレーズが、アカウントビリティの観点から、わかりにくいという企業、家計からのご批判があります」と述べている（日本銀行 [2000d] 2 頁）。

273 日本銀行 [2000e] iv～v 頁、日本銀行 [2000j] 60 頁。

274 速水 [2000a] 9～10 頁。

275 日本銀行 [2000g] 3～4 頁。

緩やかに回復している」と上方修正された。また、先行きについても、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」との見方が、多くの委員に支持された。そして、物価に関しては、需要の弱さに起因する潜在的な物価低下圧力は、ゼロ金利政策を導入した1999年前半に比べて大きく後退しているとの判断が固められた。これを受けて、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつある、との判断が概ね共有された²⁷⁶。

ただし、この決定会合でゼロ金利政策解除の決断を下すことについては、以下の2つの理由から慎重に考えてはどうかという立場をとる委員が多かった。1つの理由は、この決定会合直前の7月12日に大手百貨店そごうが民事再生法の適用申請を行ったことであった²⁷⁷。決定会合では、多くの委員が、この問題（「そごう問題」）が市場心理等に与える影響についてもう少し時間をかけて確認し²⁷⁸、金融資本市場全般が安定する方向性を見極めることが適当である、との立場をとった²⁷⁹。もう1つの理由は、实体经济を巡る判断に関するものであった。決定会合では、ゼロ金利政策の解除が10年ぶりの金利引上げとなるという点を踏まえると、情勢判断の最終的な詰めに誤りなきを期したい、とする意見も少なくなかった。例えば、何人かの委員は、改善の方向がみえつつある雇用・所得環境について、夏季賞与を含めた賃金全体の姿を最終的に確認したうえで、ゼロ金利政策を解除しても遅くはない、という考えであった。

このような議論の結果、ゼロ金利政策を継続することが適当であるとの判断が固められた。なお、決定会合では、この日の決定に関する市場の注目度が高かったこと等を踏まえ、ゼロ金利政策を継続することに至った考え方について、対外的に説明することが適当であるとされた。これを受けて、「本日の金融政策決定について」という公表文が決定され、即日公表された²⁸⁰。

（ハ） ゼロ金利政策解除（2000年8月）

続く8月11日の決定会合では²⁸¹、前回決定会合において、情勢判断の最終的な詰めを要するとの意見があった雇用・所得環境について、下げ止まりから改善に向かいつつあるとの見方が大勢となった。そして、多くの委員は、「景気は回復傾向

.....
276 日本銀行 [2000j] 68 頁。

277 全国銀行協会 [2000] 61～67 頁。

278 この点について、山口副総裁は、2000年8月4日に行った講演の中で、「例えば、『そごう』のような大きな破綻のケースが表面化すると、時として市場に不安心理が走る」、「現状はまだ市場の不安心理に弾みがつくりリスクがないかどうかを注意深くモニターしていく必要があります」と説明している（山口 [2000b]）。

279 日本銀行 [2000j] 58～59 頁。

280 日本銀行 [2000j] 69 頁、日本銀行 [2000f]。

281 日本銀行 [2000h]、日本銀行 [2011]。

が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」、「需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく低下した」との認識を踏まえ、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとの見解を共有した。また、前回決定会合で金利引き上げを見合わせるもう1つの理由となった「そごう問題」が市場に与える影響について、多くの委員は、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との認識を示した。こうした議論を経て、議長より、次回決定会合までの金融市場調節方針を「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」とすること、という議案が提出された。

議長がゼロ金利政策解除の議案を提出したことを受けて、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、「わが国経済の現状や市場の動向等に鑑みれば、現時点におけるゼロ金利政策の解除は時期尚早と思われる」として、日本銀行法第19条第2項の規定に基づき、議長提出のゼロ金利政策解除の議案の議決を次回決定会合まで延期することを求める議案が提出されたが、討議のうえ、当該議案は反対多数で否決された²⁸²。

その後、金融市場調節方針についての採決が行われ、ゼロ金利政策の解除が賛成多数で議決された²⁸³。この議決の後、政府からの出席者は、「議決延期請求が否決されたことは誠に残念である」としたうえで「新たな金融市場調節方針の下においても、景気や金融・資本市場の動向等を十分に注視しつつ、豊富な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策を続けられることを要望したい」と述べた。

続いて、対外公表文「金融市場調節方針の変更について」の検討が行われた。その際、日本銀行の金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的なものであるべきことに配慮したものであるべきとの意見が三木委員から出され、これを受けた討議の結果、公表文に「適切かつ機動的な金融政策運営を継続する」ことを盛り込み、公表文の末尾を、「日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である」とすることが決定された²⁸⁴。

282 中原委員は政府の提案に賛成、他の委員は反対であった。

283 中原委員、植田委員が議長案に反対した。植田委員の反対理由は、景気情勢等に対する見方は、他の委員と大差ないが、株式市場の動向等や足許のインフレ率の動向等をもう少し見極めたい、というものであった。ゼロ金利解除に反対の植田委員が政府の議決延期請求に反対票を投じた理由について、翁〔2011〕196頁は、「議決延期請求に賛成する前例を作ることのリスクの大きさを意識したものだっただろう」と記している。

284 執行部の原案では、公表文の末尾は「日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、こうした緩和スタンスを継続することにより、金融面から景気回復を支援していく方針である」となっていた。

7. おわりに

本稿では、1990年代の金融経済情勢ならびに金融政策運営について、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。

本稿作成作業を通じて確認できた点は次のとおりである。第1に、1990年代は、金融政策運営の考え方が透明性を重視する方向に変わっていった時期であった。これは、金融調節の指標が公定歩合操作から市場金利誘導へと移行し、市場との対話が一段と重要性を増したということが基本的な背景であるとみられるが、1998年4月に独立性と透明性を重視した新日銀法が施行されたことも、透明性重視の流れを加速した。第2に、透明性重視という変化を背景に、1990年代後半（とくに新日銀法制定以降）は公表資料が充実していった²⁸⁵。このため、本稿で用いる資料も、とくに後半においては、公表資料中心となっている。第3に、1990年代は金融システムへの配慮が金融政策運営において重要な時期であった。このため、本稿の前編ともいえる伊藤・小池・鎮目〔2015〕とは異なり、本稿では、不良債権の処理等を中心に金融システムの問題についても多くを記述することとなった²⁸⁶。

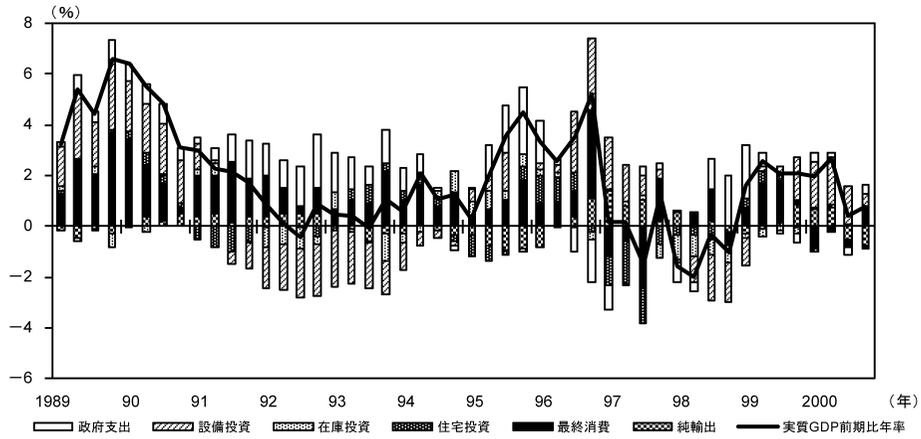
1990年代における日本銀行の金融政策運営については、さまざまな評価がありうるが、評価の前提として、当時の認識を正確に確認する作業が重要だと思われる。本稿ではあえて評価には立ち入らずに、事実関係および当時の認識を整理し、バブル崩壊とデフレ発現の1990年代に関する基礎資料を作成することに注力した。事実関係および当時の認識は時間の経過とともに風化しがちであるため、今の時点で、これらの点をまとめておくことには、意味があると思われる。

.....
285 他方で、1990年代初から27年、1990年代末から18年しか経過していないこともあり、使える日本銀行アーカイブ資料には制約があった。

286 本稿では、「金融部門における不良債権問題の発生とその結果としての金融機関破綻が金融政策にどのような影響を与えたか」という問題意識に基づいて、金融システムの動向について言及した。このため、例えば、いわゆる日本版金融ビッグバン（1996年11月に内閣総理大臣が大蔵大臣等に対して「我が国金融システムの改革」検討を指示、1998年6月に金融システム改革関連法案成立）等については、紙幅の都合もあり、言及は行わなかった。

図表 1 日本の経済成長率と生産

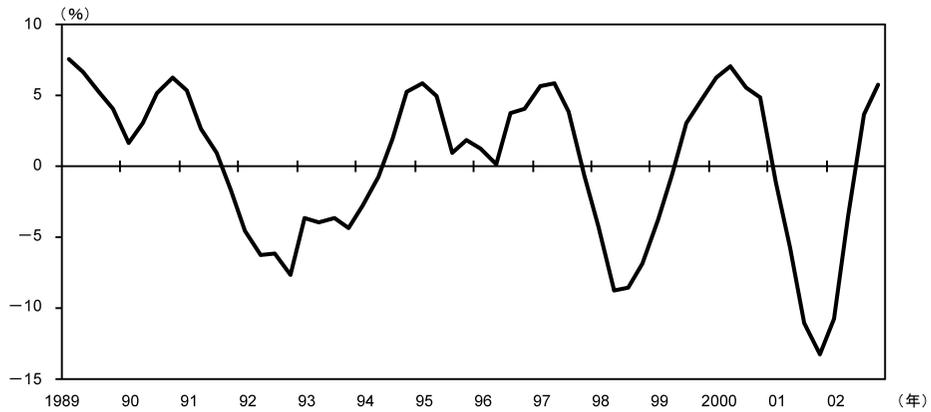
(1) 経済成長率



備考：実質GDP前期比年率。

資料：内閣府、『2001主要経済・金融データ CD-ROM』（日本銀行調査統計局）

(2) 鉱工業生産

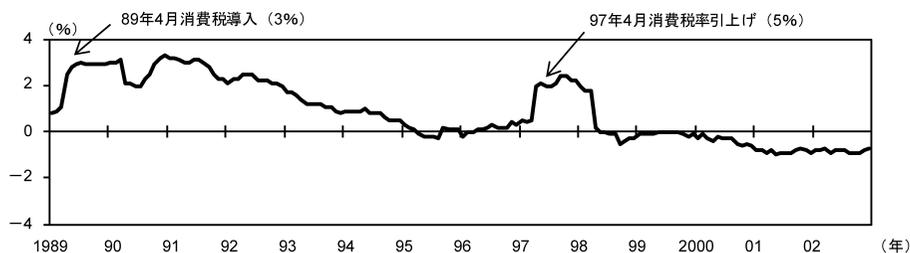


備考：四半期、前年同期比。

資料：経済産業省、『2001主要経済・金融データ CD-ROM』（日本銀行調査統計局）

図表2 日本の主要物価関連指標

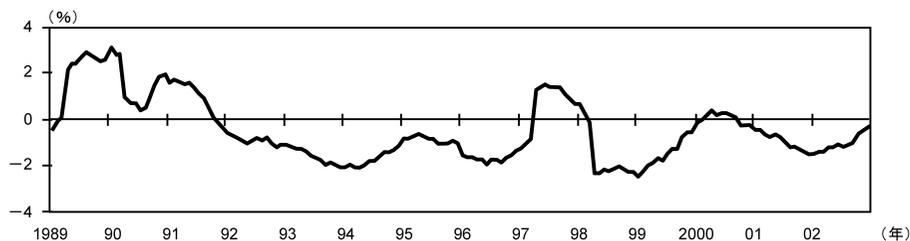
(1) 消費者物価



備考：生鮮食品を除く総合、月次、1991年基準。前年比。

資料：『消費者物価指数』（総務省）

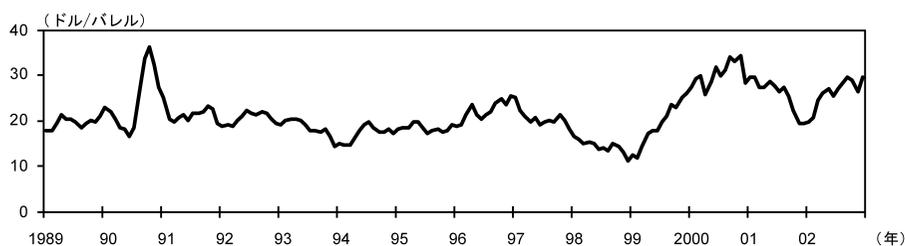
(2) 卸売物価



備考：総平均、月次、1995年基準。前年比。

資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

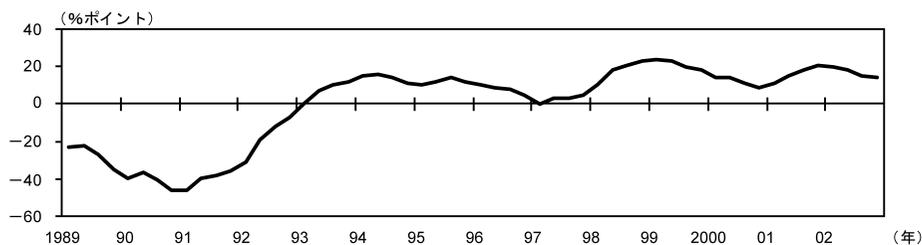
(3) 原油価格



備考：WTI 価格、月中平均。

資料：『External data』（IMF）

(4) 雇用人員判断、D. I.、全産業

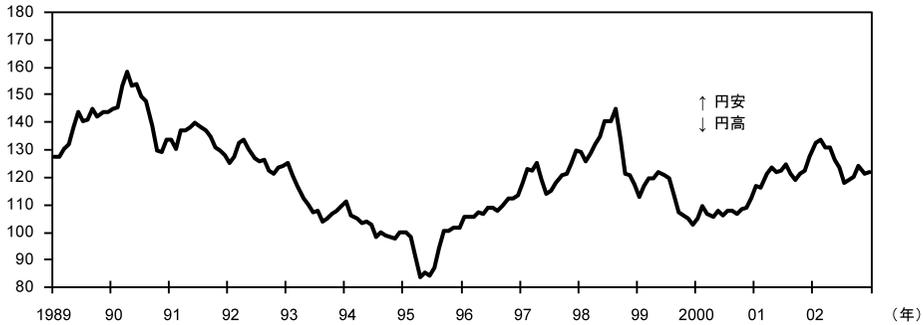


備考：四半期、全国企業。「過剰」—「不足」。

資料：『全国企業短期経済観測調査』（日本銀行調査統計局）

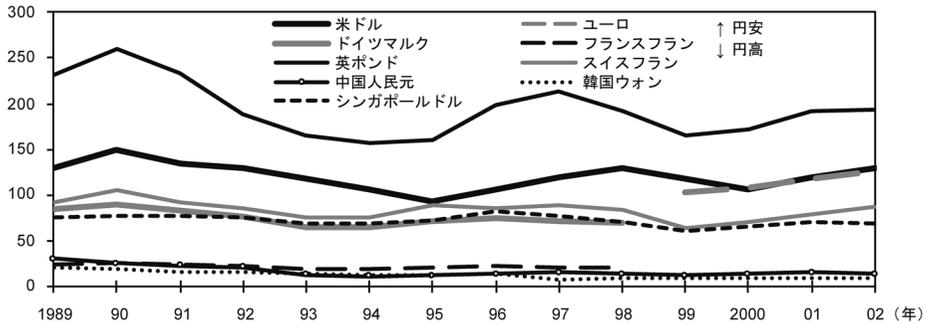
図表3 為替レートと国際収支関連指標

(1) 為替レート (円/ドル)



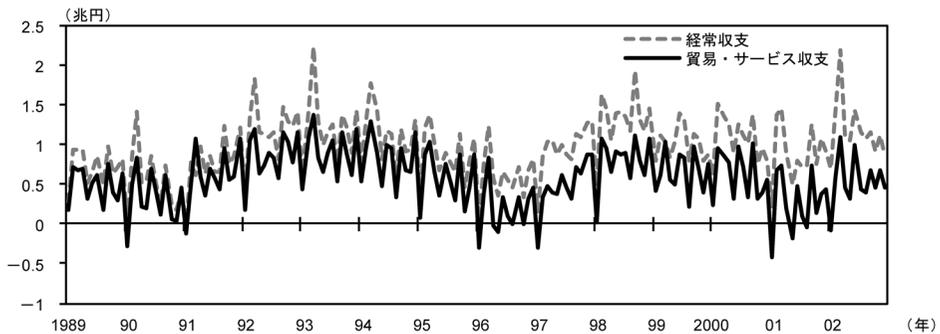
備考：東京市場、17時時点の月中平均。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

(2) 為替レート (円/主要通貨)



備考：年末。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

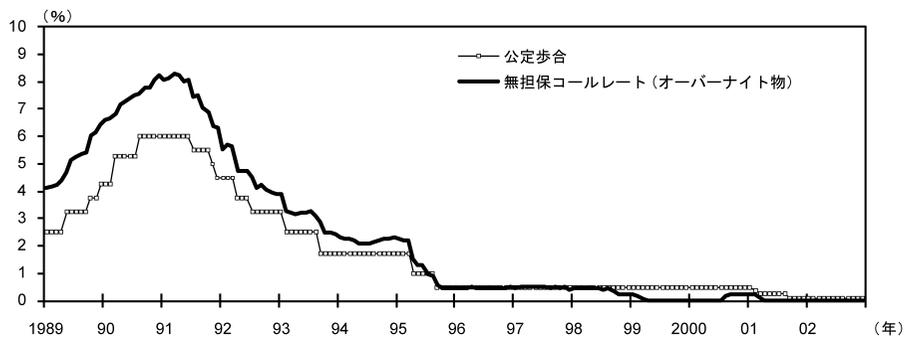
(3) 国際収支



備考：月次。
資料：『国際収支統計月報』（日本銀行国際局）

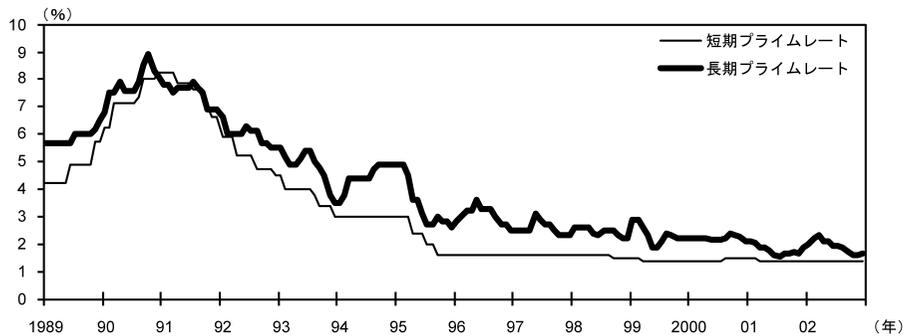
図表4 日本の主要金利指標

(1) 公定歩合、無担保コールレート（オーバーナイト物）



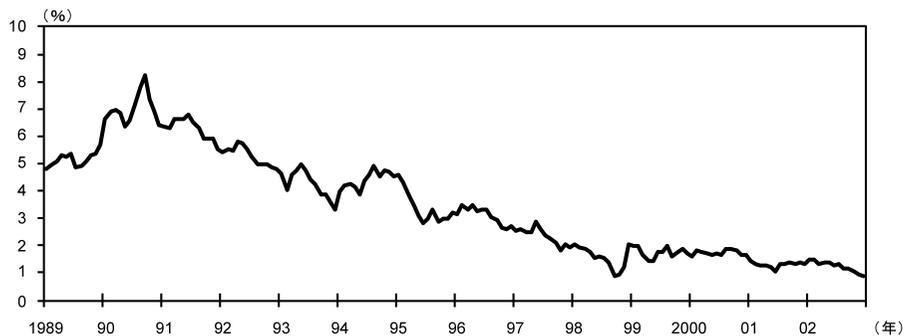
備考：公定歩合は月末。無担保コールレート（オーバーナイト物）は月中平均。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

(2) プライムレート



備考：月次。長期プライムレートはみずほ銀行のレート。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

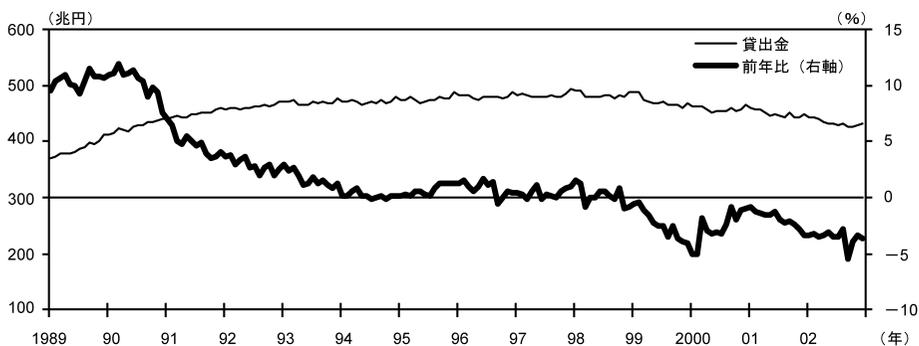
(3) 国債10年物（店頭気配）



備考：月末。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

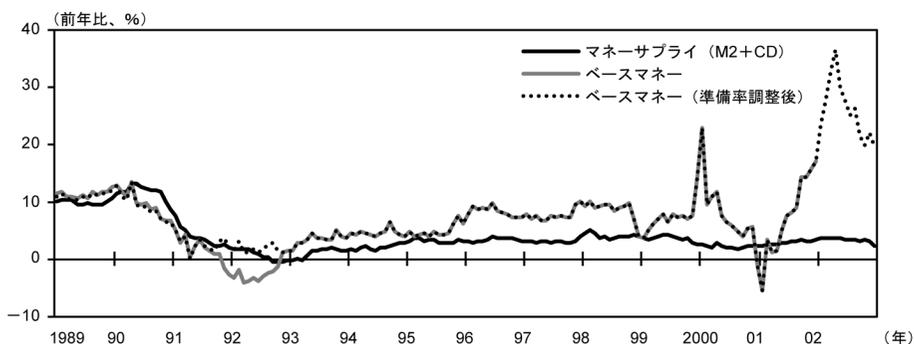
図表5 日本の主要金融関連指標

(1) 銀行貸出



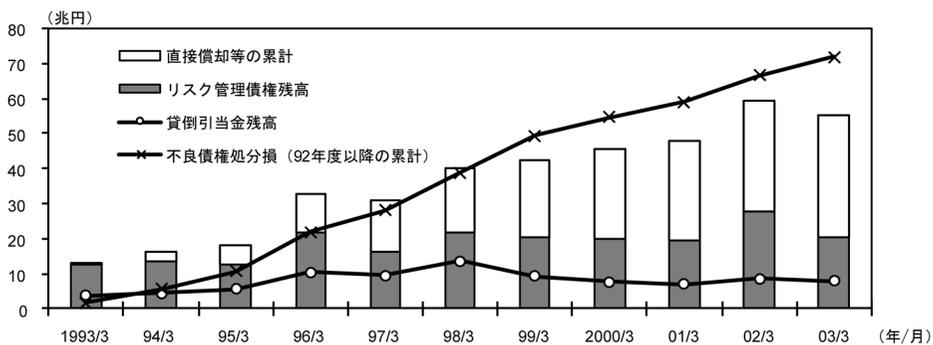
備考：月次、銀行勘定（5業態計）の計数。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

(2) マネー



備考：月次。
資料：『経済統計月報』ほか（日本銀行調査統計局）

(3) 不良債権の推移



備考：1. 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行の計数。
2. リスク管理債権の金額については、1994年度（1995年3月）以前は破綻先債権、延滞債権の合計額。1995、1996年度は破綻先債権、延滞債権、金利減免等債権の合計額。1997年度（1998年3月）からは破綻先債権、延滞債権、3ヵ月以上延滞債権、貸出条件緩和債権の合計額。脚注101参照。
資料：金融庁 [2004]

図表6 日本の主要資産価格

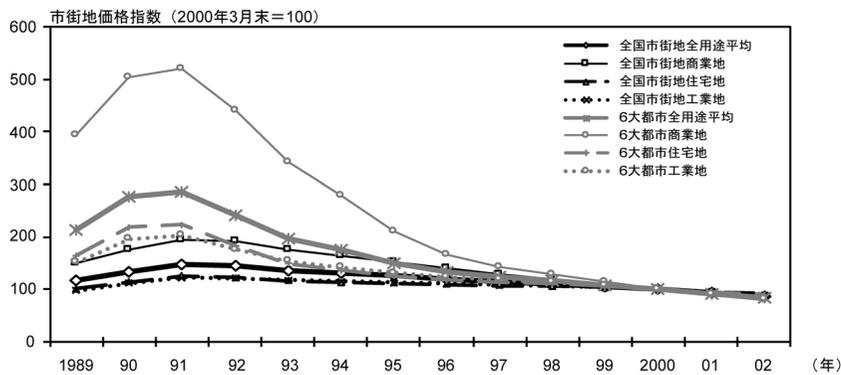
(1) 日経平均株価



備考：終値、週次。
資料：日本経済新聞社

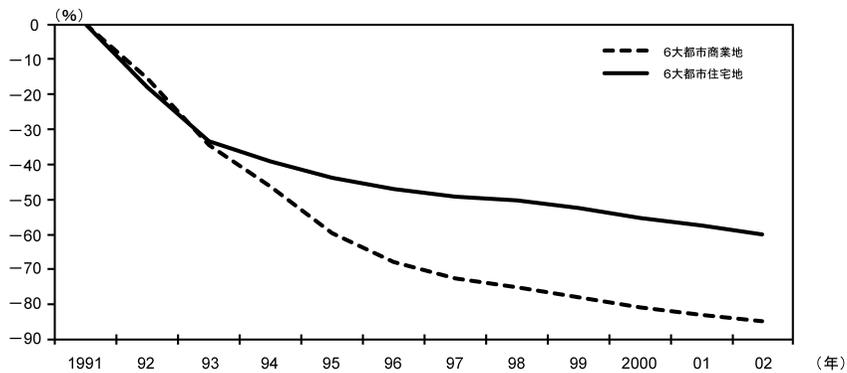
(2) 地価

地価の推移



備考：年度末、6大都市は、東京都区、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市。
資料：『市街地価格指数』（日本不動産研究所）

市街地価格指数 (91年からの下落率)

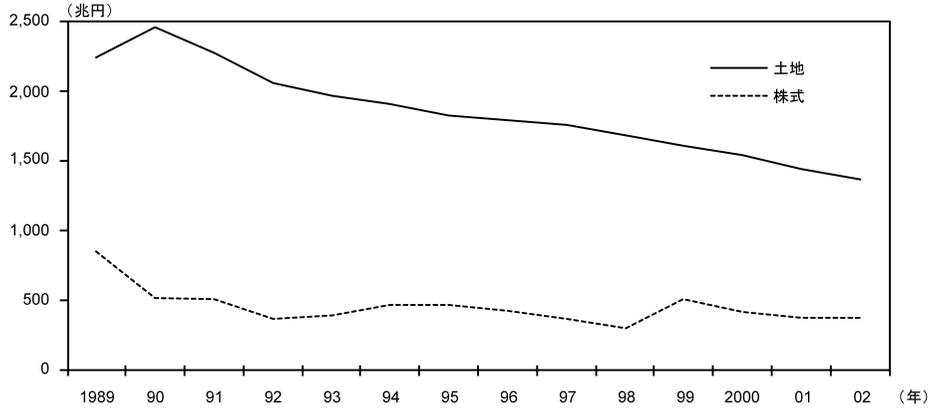


資料：『市街地価格指数』（日本不動産研究所）より算出

図表6 日本の主要資産価格（続き）

(3) 土地・株式資産額および土地・株式キャピタル・ゲイン

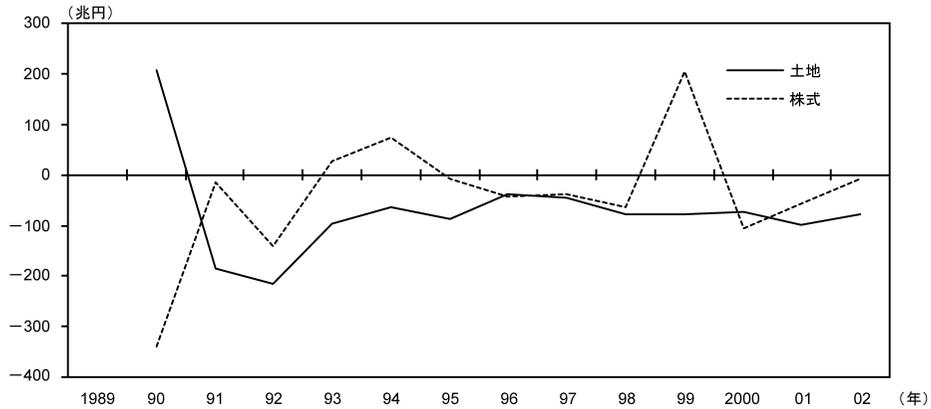
資産額



備考：年末。

資料：『国民経済計算』（内閣府）

キャピタル・ゲイン



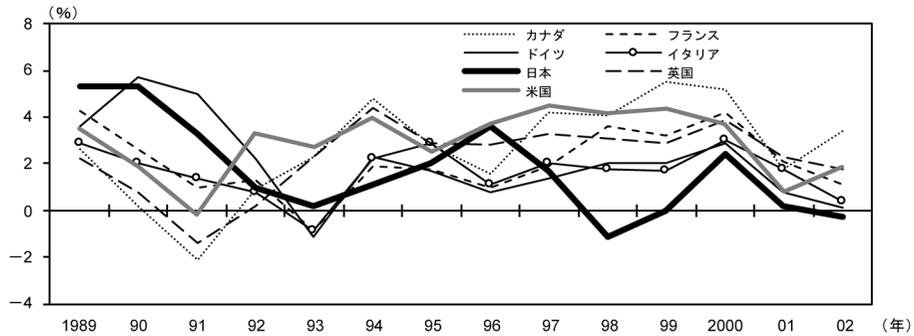
備考：年末。

資料：『国民経済計算』（内閣府）

図表7 海外の金融経済指標

(1) 経済成長率

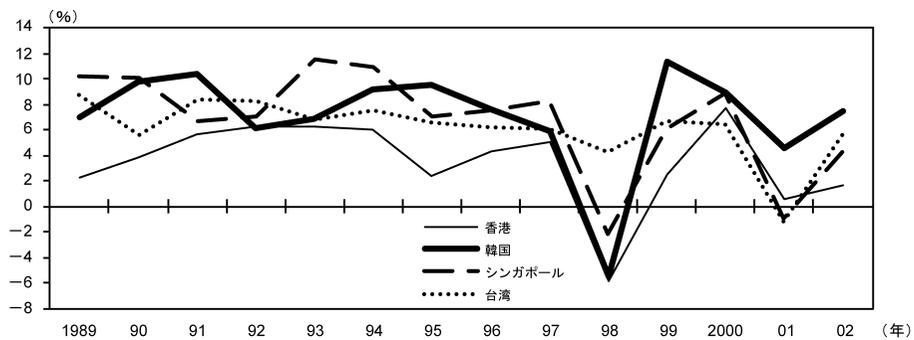
G7



備考：実質 GDP 前年比。

資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』（IMF）

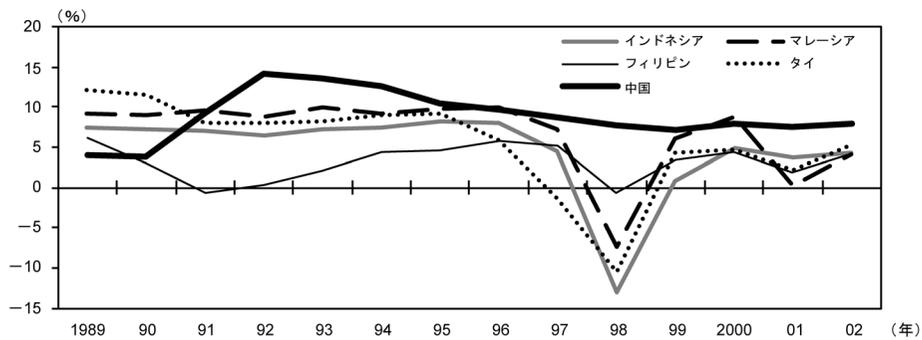
アジアNIEs



備考：実質 GDP 前年比。

資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』（IMF）

ASEAN4、中国



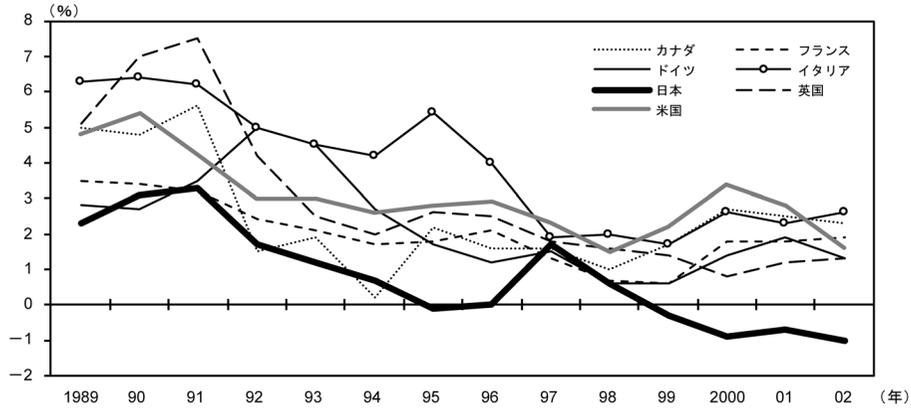
備考：実質 GDP 前年比。

資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』（IMF）

図表7 海外の金融経済指標（続き）

(2) インフレ率

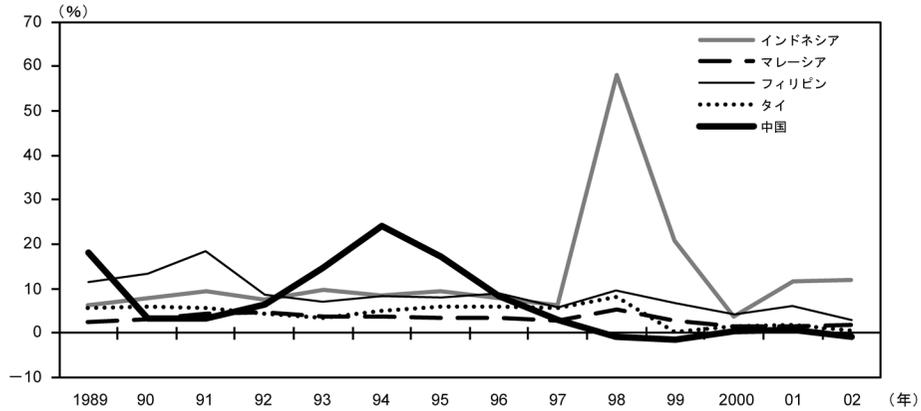
G7



備考：前年比。

資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』（IMF）

ASEAN4、中国

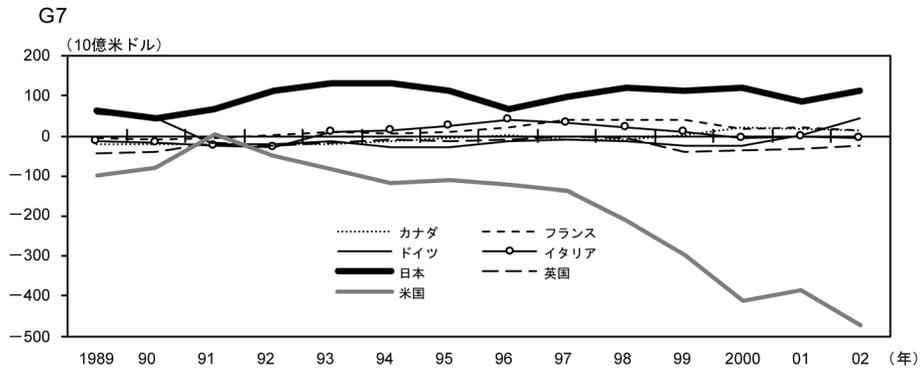


備考：前年比。

資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』（IMF）

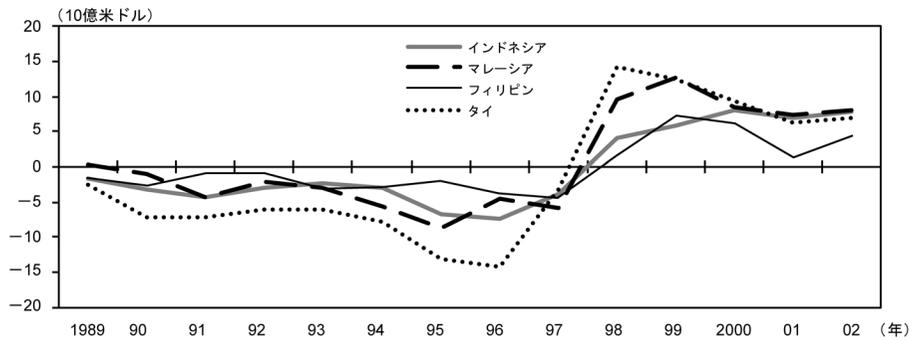
図表7 海外の金融経済指標 (続き)

(3) 経常収支



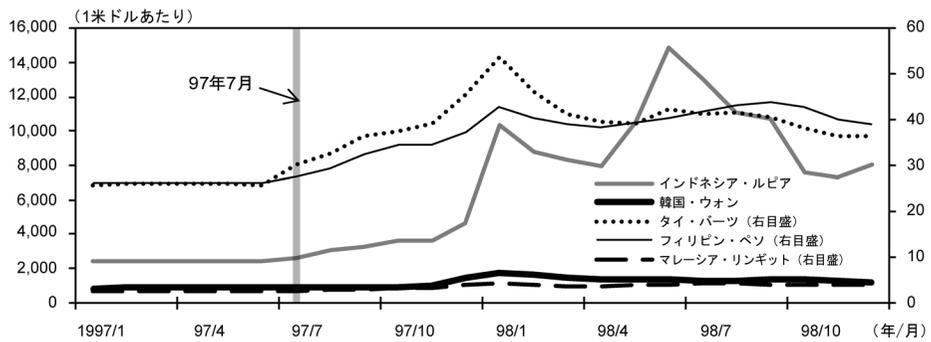
資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』(IMF)

ASEAN4



資料：『World Economic Outlook Database, October 2016』(IMF)

(4) アジア通貨危機前後の為替レート



資料：IMF、マレーシア中央銀行、インドネシア銀行

図表 8 1990年代の主な出来事

年	月	出来事	日本銀行総裁	大蔵大臣	内閣総理大臣
1989	5	公定歩合引上げ開始	1984.12.17～ 澄田智	1988.12.24～ 村山達雄	1987.11.6～ 竹下登
	12	日経平均株価、最高値を記録(3万8,915円)	1989.12.17～ 三重野康	1989.8.10～ 橋本龍太郎	1989.6.3～ 宇野宗佑 1989.8.10～ 海部俊樹 1990.2.28～ 第2次海部俊樹
1990	3	大蔵省、金融機関の土地関連融資の総量規制を示達			
	8	イラク軍、クウェートに侵攻(1991年1月、多国籍軍、対イラク武力行使に踏み切る)			
	11	米国連邦準備制度理事会、季節貸出に対する適用金利を従来の公定歩合から市場金利に変更(1992年1月9日から実施)			
1991	1	政府、総合土地政策推進要綱を閣議決定(土地神話の打破・地価引下げ・合理的土地利用の確保等)			
	6	窓口指導の廃止を決定(7～9月期より廃止)			
	7	公定歩合引下げ開始			
	12	11月の卸売物価指数が2年10ヵ月ぶりに下落		1991.10.14～ 海部俊樹	
	12	政府、金融機関の不動産融資総量規制の年内限り解除を決定		1991.11.5～ 羽田孜	1991.11.5～ 宮澤喜一
1992	3	土地公示価格17年ぶりに下落			
1993	1	民間金融機関162社の出資により、共同債権買取機構設立			
	6	定期性預金金利の完全自由化実施		1993.8.9～ 藤井裕久	1993.8.9～ 細川護熙
1994	6	1ドル＝100円割れ		1994.4.28～ 藤井裕久	1994.4.28～ 羽田孜
	10	流動性預金金利の自由化実施(金融自由化が完了)		1994.6.30～ 武村正義	1994.6.30～ 村山富市
	12	東京協和、安全信用組合の処理策を発表	1994.12.17～ 松下康雄		
1995	1	東京共同銀行設立(3月営業開始)			
	1	阪神・淡路大震災			
	3	政策委員会、当面の金融調節方針として市場金利の低下を促すことを了承(誘導目標について対外的に発表)			

図表 8 1990 年代の主な出来事（続き）

年	月	出来事	日本銀行総裁	大蔵大臣	内閣総理大臣		
1995	4	1ドル＝80円割れ					
	7	政策委員会、短期市場金利の低下促進を決定					
	9	大和銀行ニューヨーク支店の巨額損失事件公表					
	12	政府、「住専問題の具体的な処理方針について」を閣議決定					
1996	1	都市銀行9行に対する貸出限度額(クレジットライン)制度廃止				1996.1.11～ 久保亘	1996.1.11～ 橋本龍太郎
	6	金融関連6法成立					
	7	日本銀行、住宅金融債権管理機構に対する出資に充てる資金として預金保険機構に対する資金拠出を実行					
	9	東京共同銀行、商号・組織を変更、整理回収銀行へ改組				1996.11.7～ 三塚博	1996.11.7～ 第2次 橋本龍太郎
	12	住宅金融債権管理機構、旧住専7社の資産を譲受け					
1997	4	消費税を3%から5%に引上げ					
	7	タイ・パーツ、管理フロート制へ（アジア通貨危機の端緒）					
	11	三洋証券、会社更生法適用を申請（コール市場初のデフォルト）					
	11	北海道拓殖銀行、北洋銀行等への営業の承継を発表					
	11	山一証券、営業休止を発表					
1998	2	金融機能安定化2法成立（30兆円の公的資金枠確保、預金保険機構内に金融危機管理審査委員会設置）				1998.1.28～ 1.30 橋本龍太郎 1998.1.30～ 7.30 松永光	
	3	金融危機管理審査委員会、大手21行に約1兆8,000億円の公的資金投入決定				1998.3.20～ 速水優	
	4	新日銀法施行					
	6	金融監督庁発足					
	10	金融再生関連法令、金融機能早期健全化関連法令成立（公的資金枠を増額、総額60兆円の公的資金枠確保）	1998.7.30～ 宮澤喜一	1998.7.30～ 小淵恵三			

図表8 1990年代の主な出来事（続き）

年	月	出来事	日本銀行総裁	大蔵大臣	内閣総理大臣		
1998	10	政府、日本長期信用銀行に対する特別公的管理の開始決定					
	12	政府、日本債券信用銀行に対する特別公的管理の開始決定					
	12	金融再生委員会発足					
1999	2	ゼロ金利政策導入					
	3	金融再生委員会、大手15行に約7兆5,000億円の公的資金投入を決定					
2000	7	金融庁発足				2000.4.5～ 宮澤喜一	2000.4.5～ 森喜朗
	8	ゼロ金利政策解除				2000.7.4～ 宮澤喜一	2000.7.4～ 第2次森喜朗

備考：1998年6月22日、日野正晴が金融監督庁長官に就任。
2000年7月1日、日野正晴が金融庁長官に就任。

参考文献

- 池尾和人、「銀行破綻と監督行政」、池尾和人編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第4巻 不良債権と金融危機』、慶應義塾大学出版会、2009年
- 伊藤正直・小池良司・鎮日雅人、「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」、『金融研究』第34巻第2号、日本銀行金融研究所、2015年、67～160頁
- 岩田規久男、『金融政策の経済学「日銀理論」の検証』、日本経済新聞社、1993年
- 編、『金融政策の論点 [検証・ゼロ金利政策]』、東洋経済新報社、2000年
- 植田和男、「『岩田・翁論争』を裁定する マネーサプライ動向の『正しい』見方」、『週刊東洋経済』1992年12月12日号、東洋経済新報社、1992年
- 、「マネーサプライ・コントロールを巡って」、『金融研究』第12巻第1号、日本銀行金融研究所、1993年、51～68頁
- 、「自己資本と中央銀行 —植田審議委員講演要旨 平成15年10月25日、日本金融学会秋季大会にて」、『日本銀行調査月報』2003年12月号、日本銀行、2003年
- 、『ゼロ金利との闘い』、日本経済新聞社、2005年
- 梅田正信、『日銀の政策形成—議事録等にもみる、政策判断の動機と整合性』、東洋経済新報社、2011年
- 大蔵省銀行局金融年報編集委員会、『銀行局金融年報 平成元年版』、金融財政事情研究会、1989年
- 大蔵省銀行局調査課、「日本銀行法改正小委員会議事概要」、大蔵省、1996年 (https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/sei3.htm、2018年11月30日)
- 翁 邦雄、『金融政策 中央銀行の視点と選択』、東洋経済新報社、1993年
- 、「ゼロ・インフレ下の金融政策について—金融政策への疑問・批判にどう答えるか—」、『金融研究』第18巻第3号、日本銀行金融研究所、1999年、121～154頁
- 、『ポスト・マネタリズムの金融政策』、日本経済新聞社、2011年
- ・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、261～322頁
- ・白塚重典、「資産価格バブル、物価の安定と金融政策：日本の経験」、『金融研究』第21巻第1号、日本銀行金融研究所、2002年、71～115頁
- ・——・藤木 裕、「ゼロ金利政策：現状と将来展望—中央銀行エコノミストの視点—」、深尾光洋・吉川 洋編『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、2000年、33～75頁
- 金融監督庁、『金融監督庁の1年』、大蔵省印刷局、1999年

- 金融制度調査会、「日本銀行法の改正に関する答申」、大蔵省、1997年 (https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a601.htm、2018年11月30日)
- 金融庁、「全国銀行の不良債権処分損の推移」、『12年3月末におけるリスク管理債権等の状況について』平成12年7月28日、金融庁、2000年 (<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/ginkou/f-20000728-3a.html>、2018年11月30日)
- 、『金融庁の1年（平成12事務年度版）』、財務省印刷局、2001年
- 、『金融庁の1年（平成15事務年度版）』、大蔵財務協会、2004年
- 黒田東彦、「非伝統的金融政策の実践と理論（国際経済学会の第17回世界大会における講演の邦訳）」、日本銀行、2014年 (https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko140608a.htm、2018年11月30日)
- 経済企画庁、『世界経済白書 平成11年版』、大蔵省印刷局、1999年
- 、『世界経済白書 平成12年版』、大蔵省印刷局、2000年
- 小峰隆夫編、『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第1巻 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—』、内閣府経済社会総合研究所、2011年
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター編、『金融政策論議の争点 日銀批判とその反論』、日本経済新聞社、2002年
- 財務省財務総合政策研究所財政史室、『平成財政史—平成元～12年度 第2巻 予算』、大蔵財務協会、2013年
- 、『平成財政史—平成元～12年度 第4巻 租税』、大蔵財務協会、2014年
- 、『平成財政史—平成元～12年度 第7巻 国際金融・対外関係事項・関税行政』、白峰社、2017年
- 衆議院事務局、「衆議院会議録情報 第134回国会 予算委員会第6号」、国立国会図書館、1995年 (<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/syugiin/134/0380/13412130380006c.html>、2018年11月30日)
- 、「衆議院会議録情報 第136回国会 予算委員会第13号」、国立国会図書館、1996年 (<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/syugiin/136/0380/13602150380013c.html>、2018年11月30日)
- 白塚重典・田口博雄・森 成城、「日本におけるバブル崩壊後の調整に関する政策対応：中間報告」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、87～143頁
- ・藤木 裕、「ウォルシュ・スベンソン型モデルについて—インフレーション・ターゲティングの解釈をめぐって」、『金融研究』第16巻第3号、日本銀行金融研究所、1997年、33～59頁
- ・———、「ゼロ金利政策下における時間軸効果：1999–2000年の短期金融市場データによる検証」、『金融研究』第20巻第4号、日本銀行金融研究所、

2001年、137～170頁

- 全国銀行協会、『金融』2000年8月号、全国銀行協会、2000年
全国銀行協会連合会、『金融』1995年1月号、全国銀行協会連合会、1995年 a
——、『金融』1995年5月号、全国銀行協会連合会、1995年 b
——、『金融』1995年12月号、全国銀行協会連合会、1995年 c
——、『金融』1996年2月号、全国銀行協会連合会、1996年 a
——、『金融』1996年7月号、全国銀行協会連合会、1996年 b
——、『金融』1997年4月号、全国銀行協会連合会、1997年 a
——、『金融』1997年5月号、全国銀行協会連合会、1997年 b
——、『金融』1997年10月号、全国銀行協会連合会、1997年 c
——、『金融』1997年12月号、全国銀行協会連合会、1997年 d
——、『金融』1998年1月号、全国銀行協会連合会、1998年 a
——、『金融』1998年2月号、全国銀行協会連合会、1998年 b
——、『金融』1998年4月号、全国銀行協会連合会、1998年 c
——、『金融』1998年7月号、全国銀行協会連合会、1998年 d
——、『金融』1998年8月号、全国銀行協会連合会、1998年 e
——、『金融』1998年9月号、全国銀行協会連合会、1998年 f
——、『金融』1998年11月号、全国銀行協会連合会、1998年 g
——、『金融』1998年12月号、全国銀行協会連合会、1998年 h
——、『金融』1999年4月号、全国銀行協会連合会、1999年
中央銀行研究会、「中央銀行制度の改革—開かれた独立性を求めて—(平成8年11月
12日)」、首相官邸、1996年 a (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/cyugin/hokokusyo.html>、2018年11月30日)
——、「議事要旨」、首相官邸、1996年 b (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/cyugin/>、
2018年11月30日)
中曾 宏、「進化する金融政策：日本銀行の経験（米国ニューヨーク連邦準備銀行
主催セントラルバンキングセミナーにおける講演の邦訳）」、日本銀行、2017年
(https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/ko171019a.htm、2018年11月
30日)
西村吉正、『金融行政の敗因』、文芸春秋、1999年
——、『日本の金融制度改革』、東洋経済新報社、2003年
日本銀行、「経済要録」、『日本銀行月報』1992年10月号、日本銀行、1992年
——、「経済要録」、『日本銀行月報』1997年3月号、日本銀行、1997年 a
——、「金融政策運営の新たな枠組みについて（1997年12月26日）」、日本
銀行、1997年 b (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1997/mpm9712a.htm、
2018年11月30日)

- 、「経済要録」、『日本銀行月報』1998年1月号、日本銀行、1998年 a
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1998年4月号、日本銀行、1998年 b
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1998年6月号、日本銀行、1998年 c
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1998年8月号、日本銀行、1998年 d
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1998年9月号、日本銀行、1998年 e
- 、「金融市場調節方針の変更について（1998年9月9日）」、日本銀行、1998年 f (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1998/k980909c.htm、2018年11月30日)
- 、「政策委員会議長記者会見要旨（9月9日）」、日本銀行、1998年 g (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1998/kk9809a.htm、2018年11月30日)
- 、「金融経済月報（98年9月）」、『日本銀行調査月報』1998年10月号、日本銀行、1998年 h
- 、『通貨及び金融の調節に関する報告書（平成10年11月）』、日本銀行、1998年 i
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1998年12月号、日本銀行、1998年 j
- 、「金融経済月報（98年12月）」、『日本銀行調査月報』1999年1月号、日本銀行、1999年 a
- 、「金融経済月報（99年1月）」、『日本銀行調査月報』1999年2月号、日本銀行、1999年 b
- 、『平成10年度 業務概況書』、日本銀行、1999年 c
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1999年2月号、日本銀行、1999年 d
- 、「金融市場調節方針の変更について（1999年2月12日）」、日本銀行、1999年 e (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/k990212c.htm、2018年11月30日)
- 、「金融政策決定会合議事要旨（1999年2月12日開催分）」、日本銀行、1999年 f (https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/mino_1999/g990212.htm、2018年11月30日)
- 、「政策委員会議長記者会見要旨（2月12日）」、日本銀行、1999年 g (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9902b.htm、2018年11月30日)
- 、「総裁定例記者会見要旨（2月16日）」、日本銀行、1999年 h (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9902c.htm、2018年11月30日)
- 、「金融経済月報（99年2月）」、『日本銀行調査月報』1999年3月号、日本銀行、1999年 i
- 、「金融政策決定会合議事要旨（1999年4月9日開催分）」、日本銀行、1999年 j (https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/mino_1999/g990409.htm、2018年11月

- 30日)
- 、「総裁定例記者会見要旨（4月13日）」、日本銀行、1999年k (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9904a.htm、2018年11月30日)
- 、「経済要録」、『日本銀行調査月報』1999年5月号、日本銀行、1999年l
- 、「総裁定例記者会見要旨（5月20日）」、日本銀行、1999年m (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9905a.htm、2018年11月30日)
- 、『通貨及び金融の調節に関する報告書（平成11年6月）』、日本銀行、1999年n
- 、「鹿児島県金融経済懇談会における植田審議委員冒頭スピーチ要旨—『金融政策の考え方：先見性（forward lookingであること）が重要』—平成11年7月1日、鹿児島市にて」、『日本銀行調査月報』1999年7月号、日本銀行、1999年o
- 、「植田審議委員記者会見要旨（7月1日）」、日本銀行、1999年p (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9907a.htm、2018年11月30日)
- 、「藤原副総裁記者会見要旨（7月7日）」、日本銀行、1999年q (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9907b.htm、2018年11月30日)
- 、「総裁定例記者会見要旨（8月17日）」、日本銀行、1999年r (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9908a.htm、2018年11月30日)
- 、「当面の金融政策運営に関する考え方（1999年9月21日）」、日本銀行、1999年s (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/k990921a.htm、2018年11月30日)
- 、「政策委員会議長記者会見要旨（9月21日）」、日本銀行、1999年t (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_1999/kk9909c.htm、2018年11月30日)
- 、『通貨及び金融の調節に関する報告書（平成11年12月）』、日本銀行、1999年u
- 、『平成11年度 業務概況書』、日本銀行、2000年a
- 、「金融経済月報（2000年1月）」、『日本銀行調査月報』2000年2月号、日本銀行、2000年b
- 、「千葉県金融経済懇談会における植田審議委員スピーチ要旨—『金融経済情勢と金融政策の枠組みを巡る議論』」、『日本銀行調査月報』2000年3月号、日本銀行、2000年c
- 、「大分県金融経済懇談会における三木審議委員基調説明要旨—わが国経済の現状と金融政策運営—平成12年4月20日、大分市にて」、『日本銀行調査月報』2000年5月号、日本銀行、2000年d
- 、『通貨及び金融の調節に関する報告書（平成12年6月）』、日本銀行、2000年e

- 、「本日の金融政策決定について（2000年7月17日）」、日本銀行、2000年f（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2000/k000717b.htm、2018年11月30日）
- 、「福岡市金融経済懇談会における藤原副総裁挨拶要旨」、『日本銀行調査月報』2000年7月号、日本銀行、2000年g
- 、「金融政策決定会合議事要旨（2000年8月11日開催分）」、日本銀行、2000年h（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minus_2000/g000811.htm、2018年11月30日）
- 、「『物価の安定』についての考え方（2000年10月）」、日本銀行、2000年i（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2000/data/k001013a.pdf、2018年11月30日）
- 、『通貨及び金融の調節に関する報告書（平成12年12月）』、日本銀行、2000年j
- 、『平成12年度 業務概況書』、日本銀行、2001年
- 、『平成13年度 業務概況書』、日本銀行、2002年
- 、「金融政策決定会合議事要旨（2006年7月13、14日開催分）」、日本銀行、2006年（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minus_2006/g060714.pdf、2018年11月30日）
- 、『政策委員会・金融政策決定会合議事録（開催日：1998年1月16日）』、日本銀行、2008年（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_1998/gjrk980116a.pdf、2018年11月30日）
- 、『政策委員会・金融政策決定会合議事録（開催日：1999年3月25日）』、日本銀行、2009年a（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_1999/gjrk990325a.pdf、2018年11月30日）
- 、『政策委員会・金融政策決定会合議事録（開催日：1999年4月9日）』、日本銀行、2009年b（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_1999/gjrk990409a.pdf、2018年11月30日）
- 、『政策委員会・金融政策決定会合議事録（開催日：2000年8月11日）』、日本銀行、2011年（https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2000/gjrk000811a.pdf、2018年11月30日）
- 日本銀行企画室、「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」、『日本銀行調査月報』2000年6月号、日本銀行、2000年、69～97頁
- 日本銀行銀行論研究会、『金融システムの再生にむけて』、有斐閣、2001年
- 日本銀行金融機構局、『金融システムレポート 金融システム面における日本銀行の施策 2005年8月』、日本銀行、2005年（<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr05b.pdf>、2018年11月30日）

- 日本銀行金融研究所、「金融研究会『資産価格の変動と日本経済』会議の概要」、『金融研究』第9巻第1号、日本銀行金融研究所、1990年
- 、『新版 わが国の金融制度』、日本銀行金融研究所、1995年
- 、「第7回国際コンファランス—『より有効な金融政策を目指して』—」『金融研究』第15巻第1号、日本銀行金融研究所、1996年、1~71頁
- 日本銀行神戸支店、「阪神・淡路大震災の記録」、日本銀行、1995年 (<https://www3.boj.or.jp/kobe/shinsai/sinsai.html>、2018年11月30日)
- 日本銀行国際局、「海外経済動向」、『日本銀行月報』1997年2月号、日本銀行、1997年
- 、「アジアの債券市場育成とアジア・ボンド・ファンド(2005年10月)」、日本銀行、2005年 (https://www.boj.or.jp/intl_finance/outline/expabf.htm、2018年11月30日)
- 日本銀行政策委員会、『平成6年 年次報告書』、日本銀行政策委員会、1995年
- 、『平成7年 年次報告書』、日本銀行政策委員会、1996年
- 、『平成8年 年次報告書』、日本銀行政策委員会、1997年
- 、『平成9年 年次報告書』、日本銀行政策委員会、1998年 a
- 、「預金保険機構・金融危機管理勘定向け貸付および同・特例業務勘定向け貸付の実施要領について(1998年4月16日)」、1998年 b (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1998/giji98016.htm、2018年11月30日)
- 、「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律第65条第2項に基づく預金保険機構に対する資金の貸付け等に関する件(1998年11月13日)」、1998年 c (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1998/giji98086.htm、2018年11月30日)
- 、「預金保険機構・金融機能早期健全化勘定への貸付けに係る当面の基本方針に関する件(1999年4月13日)」、1999年 a (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/giji99020.htm、2018年11月30日)
- 、「『信用秩序維持のためのいわゆる特融等に関する4原則の適用について』に関する件(1999年6月16日)」、1999年 b (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/giji99056.htm、2018年11月30日)
- 、「預金保険機構に対する資金の貸付けの実施要領の改正に関する件(1999年8月17日)」、1999年 c (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/giji99076.htm、2018年11月30日)
- 日本銀行調査統計局、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料(平成元年春)」、『調査月報』1989年4月号、日本銀行、1989年 a
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料(平成元年夏)」、『調査月報』1989年7月号、日本銀行、1989年 b

- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（平成元年秋）」、『調査月報』1989年10月号、日本銀行、1989年c
- 、「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月号、日本銀行、1990年、34～85頁
- 、「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月号、日本銀行、1991年a
- 、「企業向けサービス価格指数の概要と最近の動向」、『日本銀行月報』1991年2月号、日本銀行、1991年b
- 、「平成3年度の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1992年6月号、日本銀行、1992年
- 、「平成4年度の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1993年6月号、日本銀行、1993年a
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（平成5年夏）」、『日本銀行月報』1993年8月号、日本銀行、1993年b
- 、「平成5年度の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1994年6月号、日本銀行、1994年
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（平成7年冬）」、『日本銀行月報』1995年2月号、日本銀行、1995年a
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（平成7年春）」、『日本銀行月報』1995年5月号、日本銀行、1995年b
- 、「平成6年度（1994年度）の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1995年6月号、日本銀行、1995年c
- 、「平成7年度（1995年度）の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1996年6月号、日本銀行、1996年
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（平成9年冬）」、『日本銀行月報』1997年2月号、日本銀行、1997年a
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（1997年春）」、『日本銀行月報』1997年5月号、日本銀行、1997年b
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（1997年夏）」、『日本銀行月報』1997年8月号、日本銀行、1997年c
- 、「わが国金融経済の分析と展望 情勢判断資料（1997年秋）」、『日本銀行月報』1997年11月号、日本銀行、1997年d
- 、「1996年度の金融および経済の動向」、『日本銀行月報』1997年6月号、日本銀行、1997年e
- ・日本銀行企画室、「1997年度の金融および経済の動向」、『日本銀行調査月報』1998年6月号、日本銀行、1998年

- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史』第5巻、1985年
——、『日本銀行百年史』第6巻、1986年
ノンバンクに関する懇談会、「ノンバンクに関する懇談会報告書」、大蔵
省、1997年 (https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nonbank/tosin/1a1101.htm、2018年
11月30日)
- 速水 優、「金融システム面の課題と当面の金融政策運営—速水総裁講演 平成
10年7月29日、読売国際経済懇話会にて」、『日本銀行調査月報』1998年8月
号、日本銀行、1998年 a
——、「アジア経済と日本の役割—速水総裁基調演説 平成10年10月29日、
第24回日本・アセアン経営者会議にて」、『日本銀行調査月報』1998年11月号、
日本銀行、1998年 b
——、「最近の金融政策運営について—速水総裁講演 平成11年6月22日、日
本記者クラブにて」、『日本銀行調査月報』1999年7月号、日本銀行、1999年 a
——、「『通貨及び金融の調節に関する報告書』概要説明—速水総裁 平成11年
6月30日、衆議院大蔵委員会にて」、『日本銀行調査月報』1999年7月号、日本
銀行、1999年 b
——、「『物価の安定』と金融政策—速水総裁講演 平成12年3月21日、内外
情勢調査会にて」、『日本銀行調査月報』2000年4月号、日本銀行、2000年 a
——、「第9回国際コンファランス—「低インフレ下での金融政策の役割：デフ
レ・ショックと政策対応—開会挨拶」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金
融研究所、2000年 b、35~37頁
- 福井俊彦、「最近の金融政策運営について—福井副総裁講演 平成7年11月13日、
内外情勢調査会にて」、『日本銀行月報』1995年12月号、日本銀行、1995年
北海道拓殖銀行、『北海道拓殖銀行史』、北海道拓殖銀行、1971年
- 松下康雄、「中央銀行の役割について—松下総裁講演、平成8年6月14日、日本記
者クラブにて」、『日本銀行月報』1996年7月号、日本銀行、1996年
——、「金融政策運営の新しい枠組みについて—松下総裁講演 平成9年6月
27日、読売国際経済懇話会にて」、『日本銀行月報』1997年7月号、日本銀行、
1997年
- 松島 茂・竹中治堅編、『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第3巻 日本
経済の記録—時代証言集—（オーラル・ヒストリー）』、内閣府経済社会総合研
究所、2011年
- 宮野谷 篤、『日本銀行の金融調節の枠組み』金融市場局ワーキングペーパーシリ
ーズ2000-J-3、日本銀行金融市場局、2000年 ([https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/
wps_2000/data/kwp00j03.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2000/data/kwp00j03.pdf)、2018年11月30日)
- 山口 泰、「ゼロ金利下の金融政策：日本の経験」総括パネルディスカッション、

- 『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年a、201～207頁
——、「金融政策の考え方—山口副総裁講演 平成12年8月4日、日本記者クラブにて」、『日本銀行調査月報』2000年8月号、日本銀行、2000年b
預金保険機構、『平成金融危機への対応 預金保険はいかに機能したか』、金融財政事情研究会、2007年
- Basel Committee on Banking Supervision, “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards,” Basle, July 1988 (日本銀行仮訳「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」、日本銀行、1999年、https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/bis9906d.pdf、2018年11月30日)。
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999.
- , and Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” *The Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 1997, pp. 97–116.
- , and Vincent R. Reinhart, “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *AEA Papers and Proceedings*, 94(2), 2004, pp. 85–90.
- , ——, and Brian P. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: an Empirical Assessment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 2004, pp. 1–100.
- Eggertsson, Gauti, and Michael Woodford, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2003, pp. 139–233.
- Nakaso, Hiroshi, “The Financial Crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lessons Learnt,” BIS Papers No 6, 2001.
- Svensson, Lars E. O., “Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central Banks, and Linear Inflation Contracts,” *American Economic Review*, 87(1), 1997, pp. 98–114.
- Taylor, John B., “Discretion versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, North-Holland, 1993, pp. 195–214.
- Walsh, Carl E., “Optimal Contracts for Central Bankers,” *American Economic Review*, 85(1), 1995, pp. 150–167.
- Woodford, Michael, “Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?” presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on “New Challenges for Monetary Policy,” in Jackson Hole on August 26–28, 1999 (available at: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/S99wood.pdf>、2018年11月30日)。
- World Bank, “The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy,” World Bank Policy Research Report, Oxford University Press, 1993.

補論 1. 金融政策ルール

(1) 金融政策ルールとは

金融政策ルールとは、物価や経済活動の安定を目的として、マクロ経済の変動に応じてシステマティックに金融政策を運営する方式を表現したものである。その場合に、観察可能なわかりやすい指標を、できる限り単純明瞭な形で用いることが望ましいが、どのような指標を選び出すのか、また、どのような形で用いるのかについては、さまざまな研究と議論が行われてきた。

1970年代後半から1980年代前半にかけて登場したのはマネーサプライ・ターゲティングないしマネタリー・ターゲティングという考え方であり、ドイツ連邦銀行を含め、多くの先進国中央銀行が採用した。日本銀行は、この政策を採用しなかったが、1978年第三四半期から予想値を発表した。しかし、この政策は、金融技術革新等を背景に、マネーサプライ（MS）と物価上昇率や経済活動との安定的関係が崩れるようになると有効に機能しなくなり、1990年代初までに、放棄されるに至った。

1990年代に入ると、インフレーション・ターゲティング、テイラー・ルールといった考え方が登場した²⁸⁷。前者は、中央銀行が若干プラスのインフレ目標に強くコミットすることで、インフレ予想を安定化させ、短期的な外生ショックに対してより柔軟に対応していくことを可能にしようというものである²⁸⁸。後者は、潜在成長率や目標インフレ率から決まる「均衡金利」の水準を念頭に置いたうえで、実際のインフレ率の目標インフレ率からの乖離とGDPギャップの2つを観察しながら政策金利を決定しようというものである。前者にも後者にもさまざまなバリエーションが開発されたが、標準的には、前者は、政策ルールに用いられる変数が

287 テイラー・ルールが最初に提案された文献は、Taylor [1993] pp. 195–214 である。このほか、名目GDP成長率の目標値からの乖離に応じて政策金利を決定する名目GDPターゲティング、マネタリーベースを操作変数とするマッカラム・ルール等も議論となった。日本銀行金融研究所は、1995年11月「より有効な金融政策を目指して」と題する国際コンファランスを開催し、インフレーション・ターゲティング等、政策運営の一貫性や透明性を重視する枠組みへの移行の理論的根拠や中央銀行の独立性・アカウンタビリティの問題等につき討議した。そこでは、上述のジョン・テイラー教授（金融研究所海外顧問）によるキーノート・スピーチ、パドア・スキオツパイタリア銀行副総裁による特別スピーチが行われ、金融政策ルールの考え方や中央銀行の独立性・アカウンタビリティについて、立ち入った議論が行われた。この国際コンファランスについては、日本銀行金融研究所 [1996] を参照。

288 Bernanke and Mishkin [1997] および Bernanke *et al.* [1999] を参照。なお、これらの文献では、インフレーション・ターゲティングを厳格なルールではなく、「制約条件付き裁量 (constrained discretion)」と理解することが重要であると指摘している。また、インフレーション・ターゲティングの理論的根拠については、Walsh [1995]、Svensson [1997] および白塚・藤木 [1997] を参照。

「予測値」であることからフォワード・ルッキング・ルールとも呼ばれ、後者は、政策ルールに用いられる変数が「実績値」であることから、バックワード・ルッキング・ルールとも呼ばれた²⁸⁹。

前者は、多くの先進国中央銀行で採用され、インフレ目標を公表しそれにコミットするにとどまらず、インフレーション・レポートの発表、政策決定会合の議事要旨の公表、総裁記者会見など政策の透明性を高めるためのさまざまな試みが行われた。この結果、これらの中央銀行においては、現実に生起していたインフレを抑制し、あるいは低下したインフレ率を定着させるうえで効果を発揮した²⁹⁰。また、そのままの形では採用されなかったとされている連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）、欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）、日本銀行においても、インフレーション・ターゲティングに似た政策が行われていると、当時、解釈されていた²⁹¹。

(2) マネーサプライ論争

以上のような金融政策運営の推移の中で、わが国では、1992年から1993年にかけて、いわゆる「マネーサプライ論争」と呼ばれる金融政策論争が起こった。中でも、当時上智大学経済学部教授であった岩田規久男と、日本銀行調査統計局企画調査課長であった翁邦雄の論争は1年近く続いたが、要点は、①準備預金の調整を通じた短期金融市場の調節によってマネタリーベース（MB、当時はベースマネー）をコントロールすることができるのか、②MBとMS（現在ではマネーストック）の関係は安定的であるか、そしてその因果関係は一方方向であるか、③MSと实体经济の関係は安定的かつ頑強なものであるかといった点にあった。

岩田が貨幣乗数アプローチを主張し、MBをコントロールし、それをMSのコン

289 「2000年12月11日 金融政策ルールに関する論点整理」、日本銀行アーカイブ資料『政策委員との勉強会等 平成12年』78702。

290 ただし、日本銀行は、一方で、当時諸外国において高いインフレ率が現に存在し、中央銀行の権限や責任をより明確にすべきとの認識が高まっており、その側面からはインフレーション・ターゲティングの持つ意味合いは理解できるが、他方、「90年代のインフレ率が80年代に比べて大幅に低下しているが、これを全面的にインフレ・ターゲティングの成果と評価してよいかどうかについては必ずしも明確ではない」ことから、わが国において直ちにインフレーション・ターゲティングを導入すべきかどうかには慎重であるべきだとの判断を示していた。日本銀行企画室 [2000]。

291 Bernanke *et al.* [1999] を参照。また、日本銀行が当時とっていた「ゼロ金利をデフレ懸念払拭が展望できるような情勢になるまで維持する」というスタンスについて、植田委員は、「金融経済情勢と金融政策の枠組みを巡る議論」というスピーチ（2000年2月25日）において、「インフレーション・ターゲティングそのものではないが、それに似ている」と説明している（日本銀行 [2000c] 5頁）。なお、当時の日本銀行政策委員会におけるインフレーション・ターゲティングについての考え方に関しては、日本銀行 [2000i] を参照。

トロールに結び付け、最終的に実体経済に影響を与えることができると主張したのに対し、翁は、当時の金融調節の枠組みのもとでは、日本銀行は市場の資金需要に応じてMBを供給するだけで、それを越えた供給はできないし、そもそも貨幣乗数と呼ばれるような因果関係はMBとMSの間にはなく、MSと実体経済の関係も希薄化していると実証データに基づいて主張した。

この論争について²⁹²、当時東京大学助教授であった植田和男は、1992年12月に「マネーサプライ動向の『正しい』見方」という論文を公表し、議論の整理を行った²⁹³。当時の植田の論点整理の要点は、①当時のMS、MB動向の解釈としては、翁のそれが正しい。ただし、貨幣供給量に中央銀行がもっと注意を払い責任を持つべきであるという岩田の主張には、日本銀行も耳を傾けるべきである。②中央銀行によるMBコントロールについては、準備預金の積み期間内の日々の変動、1ヵ月という積み期間を超えた短期、金融政策によって経済活動や物価が変動しMSが変動することで所要準備にも影響がおよぶ中長期という3つの時間的視野のもとで整理することが必要であるというものであった。この時間的視野に基づいて考えると、準備預金の積み期間内の日々の変動や中長期については、ある程度MBに影響を与えることができるが、積み期間を超えた短期の場合はかなり難しく²⁹⁴、この結果MBコントロールの可能性については不可能ではないにしても難しいし、あまり望ましくない、というのが植田の結論であった²⁹⁵。

(3) 「非伝統的金融政策」への道

マネーサプライ論争は、1999年2月のゼロ金利政策のスタート、2000年8月のゼロ金利解除の時期に、形を変えて再燃した²⁹⁶。論争は、上述の岩田規久男、翁邦雄に、小宮隆太郎、浜田宏一、深尾光洋、中原伸之等も加わって白熱した議論となった。まず、1999年夏、ゼロ金利採用後に、急速に円高が進んだこともあって、円高抑制の為替介入との関連で、市場に供給されたMBを、放置すべきか（非不胎

292 なお、この論争についての両氏の見解は、岩田 [1993]、翁 [1993] にまとめられている。

293 植田 [1992]。なお、同論文は岩田 [2000] 291～299 頁に資料として再掲されているが、再掲に当たり、タイトルは、雑誌掲載時の「『岩田・翁論争』を裁定する マネーサプライ動向の『正しい』見方」の中の「『岩田・翁論争』を裁定する」という部分は含まず、「マネーサプライ動向の『正しい』見方」とのみ記されている。

294 「かなり難しい」理由は、MBは、「銀行券と預金準備の和」であり、「例えばベースマネーを削減するためには、金利が上昇して十分ベースマネーに対する需要が減少することが必要である」が、「数ヵ月程度の期間では銀行券や預金の金利に対する反応は、ゼロではないにしても極めて小さい」ため、「常識的な幅の金利上昇で削減できるベースマネーは極めて小さい」ことによる。植田 [1992] 293 頁。

295 植田 [1992]。植田 [1993] も参照。

296 岩田 [2000]、小宮・日本経済研究センター [2002]。

化介入) 吸収すべきか (不胎化介入) が論点となった。ついで、ゼロ金利政策を補完する一層の金融緩和策としての長期国債買切りオペの是非が、MS 増加という観点から論点となった。さらに、ゼロ金利解除に際しては、「デフレ」ないし「デフレ懸念の払拭」をどのような次元で理解するかが論点となった²⁹⁷。

これらの議論の背景には、いわゆるゼロ金利制約、すなわち、ゼロ金利周辺では、金融政策の可能性が大きく制約されるという認識が存在していた。このため、ゼロ金利政策の周辺での金融政策について、①将来の金融政策ないし短期金利についての予想をコントロールするいわゆる時間軸政策、②特定の資産の大量購入、例示的には、中長期国債や社債を中央銀行が購入することによりオペ対象のリスク・プレミアムに影響を与えようという試み、③中央銀行のバランスシートの規模拡張による必要以上の資金供給といった新しい手法ないし考え方が登場した²⁹⁸。これらは、後に「非伝統的金融政策」と称されるに至ったさまざまな試みの起点となった。

.....
297 翁 [1999]。

298 Bernanke and Reinhart [2004] および Bernanke, Reinhart and Sack [2004] pp. 96–100 を参照。

補論 2. 日本銀行の特別融資（日銀特融）

日本銀行の特別融資（日銀特融）とは、一時的な資金不足に陥った金融機関に対し、他に資金の供給を行う主体がない場合に、金融システムの安定・維持のため、日本銀行が最後の貸し手として行う一時的な資金の貸付け（流動性の供給）の1つである。第2次世界大戦後は1965年の証券不況の際に山一証券に対して行われたのが最初である²⁹⁹。

日本銀行による最後の貸し手としての資金供与は、通常は日本銀行法第33条に基づいて手形や国債等を担保として行われるが、政府（内閣総理大臣〈実際はその委任を受けた金融庁長官〉および財務大臣）からの要請を受けて政策委員会が金融システムの安定のためとくに必要があると判断する場合には、日本銀行法第38条により無担保での貸付けを含め「特別の条件による資金の貸付けその他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務」を行うことができる³⁰⁰。こうした特別な条件による資金の貸付けのことを日銀特融という³⁰¹。

1990年代以降金融システム問題が危機的状況を迎えた中で、日本銀行はたびたび日銀特融による資金供与を行ってきた。日本銀行年次報告書・業務概況書各年版によると日銀特融（1997年末までは旧日本銀行法25条貸付、1998年以降は現行の日本銀行法38条貸付）の残高は、1995年末は1.3兆円、1996年末は1.2兆円、1997年末は3.7兆円、1998年末は0.6兆円、1999年末は1.5兆円、2000年末は0.5兆円、2001年末は0.8兆円となっている³⁰²。

日銀特融に安易に依存することは金融機関のモラル・ハザードを招く恐れがあり、また日本銀行のバランスシートを悪化させる恐れ等もあることから、日本銀行は、金融機関の破綻処理にかかる資金供与に当たっては、①システミック・リスクが顕現化する恐れがあること、②日本銀行の資金供与が必要不可欠であること、③モラル・ハザード防止の観点から、関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること、④日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮するという4つの原則に基づいて判断を行っており、1995年以降年次報告書にもその旨を記述していた³⁰³。この4原則について、1999年5月、新日銀法下の政策委員会で確認す

299 日本銀行百年史編纂委員会 [1986] 151～165頁。

300 新日銀法の規定。旧法では通常業務は第20条、特融は第25条に規定されていた。

301 「貸付けその他」のその他には出資等を含み、貸付けのほか出資等を含めると「特融等」と呼ばれる。

302 残高は、日本銀行政策委員会 [1997] 45頁、日本銀行政策委員会 [1998a] 52頁、日本銀行 [1999c] 140頁、日本銀行 [2000a] 135頁、日本銀行 [2001] 131頁、日本銀行 [2002] 91頁参照。

303 日本銀行政策委員会 [1996] 37～45頁、日本銀行政策委員会 [1997] 44頁、日本銀行政策委員会 [1998a] 50頁。平成7年の年次報告書では、①～③の条件が満たされる場合に限って金融機関の破綻処理にかかる資金供与を実施するとしうえて、「また、日本銀行の資産は銀行券発行の裏付けとなるものであるため、日本銀行は、通貨に対する信認を維持する観点から、上記のような信用供

るとともに具体的運用に当たっての考え方を整理し、「信用秩序維持のためのいわゆる特融等に関する4原則の適用について」（以下、「4原則の適用について」）として平成10年度業務概況書において公表することを決定した³⁰⁴。

1999年5月に決定された「4原則の適用について」では、「基本的考え方」として、「特融等は、金融危機回避のための対応手段（以下「セーフティネット」という。）の1つであり、預金保険制度など他のセーフティネットの枠組みに応じて、その具体的なあり方を見直していく必要がある」旨を述べている。そのうえで、原則2（日本銀行の資金供与が不可欠であること）の趣旨の説明の中で、「金融機関の破綻処理においては、日本銀行が実施する特融等は、破綻金融機関が預金保険制度の資金援助の活用等により、引受け先金融機関に営業譲渡されるまでのつなぎ資金の供給を行う役割を担うものである」、「中央銀行の『最後の貸手』機能は、基本的に一時的な流動性の供給を行うものであり、金融機関において既に生じてしまった損失を補填するために必要とされる資金とは性格が異なる」と説明している。また、原則4（日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること）の趣旨の説明において、日本銀行は、「これまでの金融システム不安への対応に当たって、そうした一時的な流動性の供給のみならず臨時異例の対応として出資等の資本性の資金供与も行ってきた」が、「こうした対応は、セーフティネットが十分整備されていない状況の下で、システムミック・リスクを回避するためのやむを得ざるものとして実施してきたもの」としたうえで、原則4の具体的な運用に当たっての考え方として、「資本性の資金の供与ではなく、流動性の供給を基本とする」旨を掲げている。

日本銀行は上記の原則に基づいて、個々のケースに即し、その時点での状況を十分見極めたうえで、特融等の実施の可否を判断した。また特融における金利その他の条件は、金融システムの安定のために実施する特別の条件による貸付けであるという性格にかんがみ、政策委員会において個別に決定してきた。このような貸出原則のもとで日銀特融は、後にほぼ全額回収されている（1997年の山一証券向けのみ焦げ付き〈1,111億円〉）³⁰⁵。

日本銀行による危機時の資金供給には、このほかに預金保険機構向けの貸付けがある。預金保険機構向け貸付けは、預金保険機構が金融機関の破綻処理に関連して資金援助を実施する場合等に日本銀行が貸付けを実施したほか、金融再生法に基づく特別公的管理の開始や早期健全化法に基づく資本投入に関して貸付けを実行し

与に当たっても、日本銀行の財務の健全性に配慮することとしている」と記されていたが、平成8年・9年の年次報告書では、①～④の4つの条件が満たされる場合に限って実施する、という表現となった。

304 日本銀行政策委員会 [1999b]。

305 当該回収不能額については、貸倒引当金を取り崩して償却した（日本銀行金融機構局 [2005] 3～4頁）。

た³⁰⁶。その残高は1998年12月末には8兆477億円に達した³⁰⁷。

.....
306 日本銀行 [1999c] 7 頁。

307 日本銀行 [1999c] 142 頁。ただし、同機構向け貸付けは、2001 年 4 月に民間金融機関からの借換えにより全額が返済された（日本銀行金融機構局 [2005] 12 頁）。Nakaso [2001] は、1990 年代に発生した一連の金融危機やその際に金融当局・日本銀行が採った措置、それらの経験を踏まえた信用秩序維持における中央銀行の役割についての考え方等を詳細にまとめている。

補論3. 日本銀行法改正（1998年新日銀法）の概要

(1) 改正の経緯

改正前の日本銀行法は、太平洋戦争中の1942年に制定され、国家統制色の強いものであった。そのため、第二次世界大戦後、昭和20年代前半に日本銀行制度の改革がしばしば企てられたが、1949（昭和24）年に政策委員会の設置等についての改正が行われた以外、実現には至らなかった。また、1957年8月から1960年9月にかけて金融制度調査会で日本銀行制度改革に関する審議が行われたが、審議過程における意見の対立が激しく、とくに中央銀行と政府の関係については両論併記の形をとることになり、審議結果を織り込んだ法案作成には至らなかった³⁰⁸。その後、1964年から1965年にかけて日本銀行法改正についての検討が行われたが、改正法案の国会提出には至らなかった³⁰⁹。

いわゆるバブル経済の発生と崩壊、さらに不良債権問題の発生等を契機として、1990年代半ばに、わが国の金融行政や金融政策のあり方について各方面からの議論が活発化し、金融政策を担う中央銀行についても、戦時中に制定された日本銀行法を改正し、中央銀行としての独立性と政策決定責任をより明確にする方向で制度改革を行うべきとの議論が高まりをみせた。例えば、1996年6月13日に与党のプロジェクト・チームが発表した「新しい金融行政・金融政策の構築に向けて」は³¹⁰、改革の重要な柱の1つとして日本銀行法改正の問題を取り上げ、「過剰流動性やバブルにおけるマクロ経済政策の誤りを繰り返さないためにも、中央銀行としての独立性と政策決定責任をより鮮明にする方向で、日銀法改正を図る必要がある」と論じた。こうした状況のもと、1996年7月に内閣総理大臣の私的研究会として「中央銀行研究会」（以下、中銀研）が設置され、約3ヵ月間に亘る審議を経て、11月12日に「中央銀行制度の改革―開かれた独立性を求めて―」と題する報告書（以下、中銀研報告書）が総理に提出された³¹¹。

.....
308 日本銀行百年史編纂委員会〔1985〕623～641頁。なお、1960年9月に金融制度調査会から大蔵大臣に提出された答申では、日本銀行の政策が政府の政策の遂行に支障をきたすおそれありと主務大臣が認めて日本銀行総裁と話し合うも協議が整わない場合の対応について、日本銀行の政策に対する主務大臣の指示権を認めるA案と議決延期請求権にとどめるB案が併記された（日本銀行百年史編纂委員会〔1985〕664～668頁）。

309 日本銀行百年史編纂委員会〔1986〕273～289頁。

310 全国銀行協会連合会〔1996b〕17～19頁、36～37頁。同報告書は、1996年1月11日の橋本龍太郎内閣発足に向けて同日8日に自由民主党、日本社会党（1月19日に社会民主党と党名変更）、新党さきがけの与党3党が合意・公表した「新しい政権に向けての三党政策合意」（全国銀行協会連合会〔1996a〕57頁参照）の趣旨を踏まえて発足した「金融行政をはじめとする大蔵省改革プロジェクト・チーム」がまとめたもの。

311 日本銀行政策委員会〔1997〕49頁。中銀研報告書および中銀研の議事要旨は、中央銀行研究会

同報告書を踏まえて、大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会は日本銀行法の改正に向けた諸問題について検討を行い、1997年2月6日に「日本銀行法の改正に関する答申」を大蔵大臣に提出した³¹²。同答申は、「昭和17年に制定された現行の日本銀行法は、時代にそぐわない規定も多く、経済・金融の市場化・国際化が進展した今日においては、その抜本的な見直しが必要」、「日本銀行が、国民や金融市場の信認を得るためには、中央銀行の独立性と政策運営の透明性の確保という観点から、政策決定の枠組み全般について改革を行うことが不可欠」との考え方に基づき、日本銀行の目的、組織、業務等のあり方について具体的な提言を行っている。

金融制度調査会の答申（以下、金制答申）を受けて、政府は、日本銀行法の改正作業を進め、1997年3月11日、新日銀法案を閣議決定のうえ国会に提出した³¹³。新日銀法案は、その後、5月22日に衆議院、6月11日に参議院において、それぞれ賛成多数で可決され、6月18日、日本銀行法として公布された³¹⁴。

(2) 改正の概要

このようにして、戦時中に定められた日本銀行法（以下、旧法）は、市場化・国際化という大きな金融経済環境の変化に即し、「独立性」と「透明性」という2つの理念を軸に改正された。改正の概要は以下のとおり。

イ. 日本銀行の目的および理念

旧法は、戦時中の立法を反映して、「国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為國家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズル」ことを日本銀行の目的としており（第1条）、時代にそぐわないものとなっていた。

この点に関し、新日銀法では、第1の目的として、「銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うこと」と定め（第1条第1項）、通貨及び金融の調節（金融政策）を行うに当たっての理念として、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を掲げた（第2条）³¹⁵。また、

[1996a, b]に掲載されている。なお、中銀研の座長は鳥居泰彦慶応義塾大学塾長。

312 日本銀行政策委員会 [1998a] 58頁。同答申および「日本銀行法の改正に関する答申理由書」は、金融制度調査会 [1997]に掲載されている。

313 国会提出に当たり、日本銀行法の改正趣旨は、「内外の経済社会情勢の変化に対応し、我が国の中央銀行である日本銀行の通貨及び金融の調節における独立性とその意思決定の透明性を高めるとともに、日本銀行の適正かつ効率的な業務運営を確保する必要性にかんがみ、日本銀行の政策委員会の権限の強化とその議事要旨の速やかな公表をはじめとする日本銀行の抜本的な改革を実施する」と整理された（日本銀行 [1998i] 39頁）。

314 日本銀行政策委員会 [1998a] 58～59頁。

315 金融政策の目的については、「通貨価値」の安定と考えるか、「物価」の安定と考えるか、との問題が論点となっていたが、「通貨価値には、対内的価値である物価と対外的価値である為替レートの2

第2の目的として、「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑を図り、もって信用秩序の維持に資すること」(第1条第2項)、すなわち、決済システムの円滑かつ安定的な運行を確保し、金融システムの安定を図っていくことと定めた。

ロ. 日本銀行の独立性(自主性の尊重)

旧法においては、大蔵大臣の日本銀行に対する業務命令権(第43条)、日本銀行役員に対する政府の解任権(第47条)等があった³¹⁶。このように、旧法においては、政府が多くの事項について日本銀行に対する強い権限を持ち、日本銀行の独立性の担保は明確ではなかった³¹⁷。

この点に関し、金融制度調査会が金制答申とともに大蔵大臣に提出・公表した理由書(以下、金制答申理由書)は、「中央銀行の金融政策の最も重要な目標は、物価の安定であるが、過去の各国の中央銀行の歴史は、中央銀行の金融政策にはインフレ的な経済運営を求める圧力がかかりやすいことを示しており、物価の安定確保のためには、中央銀行の金融政策に関し、高い独立性が付与されることが望ましい」とした。

こうした考え方にに基づき、新日銀法では、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」(第3条第1項)と定めた。また、金融政策が日本銀行の業務を通じて行われていることを踏まえて、「日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」(第5条第2項)と定めた。実際に独立性を担保するための仕組みとして、役員が政府と意見を異にすることを理由として解任されることがない旨を定めた(第25条)ほか、政府による広範な業務命令権、日本銀行監理官制度等の規定は削除された。また、旧法の附則で定められていた政府による損失補填条項(日本銀行が準備金を使用してもなお毎事業年度に生じた損失を填補するに不足する場合は政府がその不足額に相当する金額を補給しなければならない旨の条項)は、新日銀法には盛り込まれなかった³¹⁸。

つの側面があり、こうした2つの目標を、金融政策という1つの経済手段で追及する場合、利益相反が生じうる」ことを理由として「金融政策の目標は通貨価値の安定とせず、物価の安定とすることが適当」とした金制答申の結論を踏まえ、「物価の安定」とされた。

316 旧法第47条では、法令に違反したときのみならず、主務大臣の命令に違反したとき、公益を害したとき、日本銀行の目的達成上とくに必要ありと認めるときにも、総裁・副総裁については内閣、理事・監事・参与については、主務大臣が解任できると定められていた。

317 中央銀行研究会 [1996a] 1. (1)。

318 損失補填条項(旧法附則第9項)の取扱いについて、中銀研報告書および中銀研の議事要旨(中央銀行研究会 [1996a, b])、金制答申・同理由書(金融制度調査会 [1997])および金融制度調査会の日銀法改正小委員会議事概要(大蔵省銀行局調査課 [1996])には特段の記述はないが、植田審議委員が2003年度日本金融学会秋季大会で行った講演では、旧法における政府による損失補填条項の削除は日本銀行の独立性(自主性の尊重)という観点によるものであることが示唆されている(植

ハ. 透明性の確保

中銀研報告書は、「日本銀行が金融政策を遂行していくには、強い独立性・中立性を付与することが必要であるが、...日本銀行は同時に、透明な政策運営を通じ、国民・国会に対して説明責任を負って」いるとした。また、金制答申理由書は、「日本銀行の金融政策の独立性の強化が国民の支持を得るためには、政策の決定主体を明確にするとともに、その決定過程の透明性を高め、国民や国会に対するアカウンタビリティ（説明責任）を伴ったものとする必要がある」、「日本銀行法の改正において、日本銀行の金融政策決定の透明性の確保を、その基本的考え方として明確化した上で、具体的には、日本銀行の通貨及び金融の調節を審議する政策委員会の議事要旨・議事録公開等を通じ、日本銀行の政策決定の透明性を確保していくことが重要である」とした。

こうした考え方に基づき、新日銀法では、「日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない」（第3条第2項）と定めるとともに、通貨及び金融の調節に関する事項を審議する政策委員会の議事要旨・議事録等の作成・公表を義務付ける定め（第20条）を設けた。

二. 政策委員会の強化

政策委員会は、1949年の日本銀行法改正で導入されたが、日本銀行内部の機関か外部の機関かを含め、その位置付けが不明確と指摘されていた³¹⁹。また、政策委員会のほかに、定款の定めに基づいて、総裁・副総裁および理事からなる役員集会在組織されており、業務執行の重要事項を審議するとともに、政策委員会に執行部原案を提出するための準備段階の審議も行っていった。このため、日本銀行には意思決定機関が2つあるのでないか、との批判があった。

政策委員会の位置付けについて、金制答申理由書は、「政策委員会は日本銀行の内部の機関と位置付けることが適当」とした。また、政策委員会と執行部門との関係については、「政策委員会がその機能を十分発揮できるようにし、これを活性化するためには、役員集会を廃止し、政策委員会に権限を集中し、名実ともにワンボードとすべきである」とした。さらに、政策委員会の議決事項について、金制答申理由書は、「政策委員会が、日本銀行の最高意思決定機関として、日本銀行の政策を決定していくために」、「金融調節方針、金融情勢の基本判断等について付議事項に加えるべきである」とした。

こうした考え方に基づき、新日銀法の政策委員会に関する規定は定められ

田 [2003] 58頁)。

319 旧法第13条ノ2は、「日本銀行ニ政策委員会ヲ置ク」と定めていたが、旧法には、「任命委員ノ給与其ノ他政策委員会ノ経費ハ日本銀行ノ負担トス」（第13条ノ4第5項）のように政策委員会を外部の機関としているかのような表現の規定も存在した。

た。また、旧法下の任命委員は日本銀行の役員とは規定されていなかったが、新法における審議委員は日本銀行の役員として法律上明記された（第21条）。なお、新日銀法施行に伴い定款は全面改正され、役員集会に関する規定は廃止された³²⁰。

ホ. 政府との関係

政府との関係について、金制答申理由は、「中央銀行の行う金融政策は、政府の行う経済政策と相まって、国民経済の健全な発展に寄与するものである。日本銀行の金融政策が、国民経済の健全な発展に寄与するためにも、日本銀行の金融政策と政府の経済政策の整合性が確保されるよう努めていく必要がある」とした。これを受けて、新日銀法は、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」（第4条）と定めた。

このほか、十分な意思疎通を担保するための制度的な枠組みとして、必要に応じて、金融調節事項を審議する政策委員会に政府から出席して意見を述べることができること（第19条第1項）、政府からの出席者が金融調節事項に関する議案を提出し、または当該会議で議事とされた議案についての議決を次の政策委員会まで延期するよう求めることができること（同条第2項）を定めた。議決延期請求権が行使された場合の取扱いについては、自動的に議決が延期される仕組みではなく、政策委員会がその採否を決定できる仕組みが採用された（同条第3項）。

.....
320 この定款改正は、1998年3月24日、日本銀行政策委員会で決定した（日本銀行 [1999c] 387～409頁）。

