

では、既に景気は後退局面入りしているという判断が増えてきており、政府はこれを否定するという構図であったことが分かる。

また、1995年7月から9月にかけて景気判断が慎重化した時期は、村山改造内閣が発足し、経済企画庁OBの宮崎勇氏が経済企画庁長官となった時と一致している。1995年8月に経済企画庁長官に就任した宮崎勇氏は、当時の景気認識を振り返って、次のように述べている<sup>45)</sup>。

「私が大臣になったときの月例経済報告では『景気の足踏み状態が続いている』という表現がずっと続いていました。その間に失業率がだんだん高まって、そろそろ3%になるという状況でした。ですから、これはとにかく景気対策を急がなければいけない。…とにかく何かやらなければいけないと思いました」

こうした対策を必要とするほどの厳しい経済認識があつて、政府の景気判断も慎重化したものと考えられる。

その後、1996年2月の月例経済報告は「緩やかながら再び回復の動きがみられ始めている」として「回復」の語句を復活させた。これが政府の「回復宣言」であるかについては、報道が分かれている。日本経済新聞はこれを回復宣言だったとは報じていないが、朝日新聞は、次のように報じている<sup>47)</sup>。

「急激な円高による景気の冷え込みで、1995年9月に『回復基調』の表現を外してから、半年ぶりの『回復』表現の復活で、政府の事実上の『景気回復宣言』になる。」

朝日新聞社[1998]も「1996年の日本経済は、2月に政府が景気回復宣言をしたが、ついに民間需要中心の自律回復への確信を得られないまま、越年を余儀なくされた」と書いている<sup>48)</sup>。

この時政府関係者が公式に記者会見などで「回復宣言」という言葉を述べた記録はないので、この時の月例経済報告が回復宣言であったかどうかは、受け取る側の判断次第であったことになる。

### 第3章 経済対策の発動と景気回復

1992年以降、景気の低迷が顕著になるにつれて、景気浮揚を図るべく、財政・金融両面から繰り返し景気対策が取られた。結果論から言えば、その後、景気は本格的な回復を示さないまま、1997年の金融危機へと進んで行く。このため、この間の経済政策をめぐるのは、「財政政策の効果は薄かった」「金融政策の対応が不十分だった」など多くの議論を巻き起こすことになる。

45) 『日本経済新聞』1995年9月27日。

46) 宮崎勇[2005]p. 289。

47) 『朝日新聞』1996年2月9日。

48) 朝日新聞社[1998]。

本章では、景気の後退に対応して、財政・金融両面から実施された経済対策について述べる。

## 第1節 政府の経済対策

### (1992年3月の緊急経済対策)

政府が相次いで打ち出していった景気対策の第1号となったのが、1992年3月31日に決定された「緊急経済対策」である。この対策では、「調整過程にあるわが国経済を内需を中心とするインフレなき持続的な成長経路へ円滑に移行させる」ことを目指して、次のような政策を講じることとしている。

#### ①公共事業などの施行促進

平成4年度予算に盛り込まれた公共事業について、上半期における契約済みの割合が75%を上回ることを目途に施行の促進を図る。また、その配分に当たっては、各地域の経済情勢等を勘案して適切に行う。

#### ②民間設備投資の促進

電力事業については、電源開発、流通設備の整備に取り組むため、当初計画に約3,000億円上乗せする。また、NTT、KDDなど第一種電気通信事業者の設備投資について、上半期の設備投資額の900億円程度の増額に努力するよう要請する。

#### ③省力化投資の促進

労働力不足に対応しつつ民間設備投資の促進を図るため、省力化設備投資を行う事業者への融資制度を創設する。労働力の確保が困難な中小企業の省力化投資を促進するための人手不足対策緊急貸付の金利を引き下げる。

#### ④個人消費、住宅投資等の促進

国家公務員の完全週休二日制を導入するなど、労働時間の短縮に努める。持ち家取得の促進のため、住宅金融公庫融資の拡充等を図る。

#### ⑤中小企業対策

政府関係金融機関、信用保証協会に対し、中小企業者の実情に応じた貸付、保証を行うよう指導すると共に、民間金融機関に対しても、中小企業金融の円滑化に配慮するよう要請する。

#### ⑥資金調達環境の整備

企業の資金調達を円滑にするという見地からの金融・証券取引制度の包括的改革、社債市場における諸規制・諸慣行の見直し、撤廃を図る。

また、株式市場の活性化を図るため、企業の配当政策の見直し要請、大口投資家向け株式投資信託の設定推進等を行う。

#### ⑦金融政策の機動的運用

金融政策の適切かつ機動的な運営を図る。

緊急経済対策の内容は以上であるが、この中に、その後の経済の推移や政策展開との関係で注意すべき点が多く含まれているので、若干解説的注釈を加えてみ

たい。

第1に、経済対策を決定するに際して、目指すべき方向として「調整過程にあるわが国経済を内需を中心とするインフレなき持続的な成長経路へ円滑に移行させる」としているのが注目される。この「調整過程」という言葉が何を意味するかについては、2つの考え方がある。1つは、バブル期の高すぎた成長経路からバランスの取れた安定成長経路への「調整」を指しているという考え方である。この調整の考え方については、前節で触れたが、要するに「水準は高いが、方向としては下向きだ」という過程にあることを示している。この考え方からすれば、政府は経済の水準を高めるよう本格的な景気対策を取る必要はないということになる。

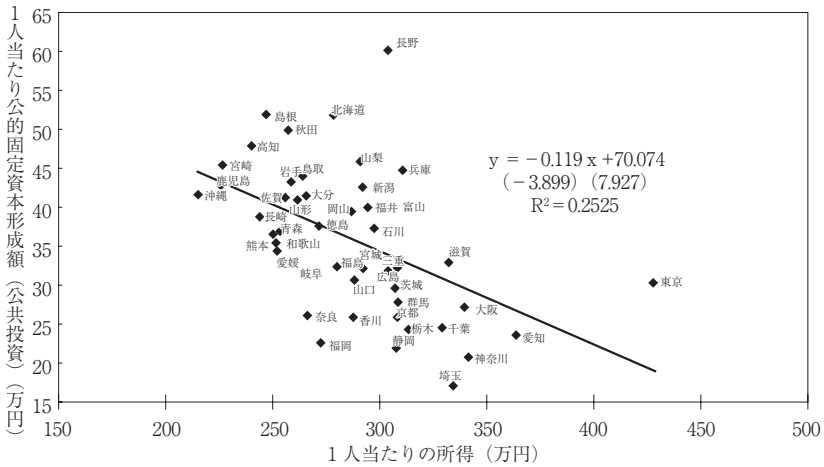
もう1つは、「調整」という言葉は、要するに「景気が悪い」という政府用語であるという見方も可能である。前節で紹介したように、バブル期後の景気後退局面においても、月例経済報告では「景気が悪化している」「景気が後退している」といった直接的な表現は見られない。これに代わる政府の表現が「調整過程にある」ということなのだとも言える。

第2に、この経済対策パッケージは、まだ政府が本格的な景気需要に乗りだしたと言えるような内容のものにはなっていない。まず、ほとんど財政出動を伴っていない。公共事業の施行促進、民間設備投資の促進、労働時間の短縮など、いずれもそのために新たな財政支出を伴うものではない。また、公共事業の前倒しや、電力会社の投資の上積みは、要するに将来の需要の先食いだから、やがて反動で需要が減る局面が来てしまう。いわば景気後退が一時的であるという前提での対策だとも言える。こうした財政出動を伴わない内容のものとなったのは、政策決定が3月末であり、新年度予算が動き始める直前であったということが影響していたものと考えられる。

第3に、公共事業の前倒し執行という政策手段について述べておこう。この公共事業の施行促進という政策手段は、この後も繰り返し登場することになる。これは、予算が決まったばかりの年度初めに、予算そのものを増やすことはできないので、決まった予算を早めに執行すれば、それだけ景気刺激になるという考え方である。しかし、当然ながら早めに執行している反動で、年度後半には事業量が減ってしまう。したがって、早めに執行しているうちに景気が回復すれば良いが、引き続き景気が低迷している場合には、年度後半の落ち込みを避けるために、補正予算で公共事業の額を積み増す必要が出てくる。このように考えてくると、予算額を増やさずに景気対策をと工夫したことが、結果的にその後の予算額を増やすことになったとも言える。

なお、やや脇道に逸れるが、これに関連して「公共事業の配分に当たっては、各地域の経済情勢、…を勘案して適切に行う」としていることも重要である。これは、地域の実情に応じて公共投資を配分するという考え方を示したものである。より具体的には、自律的な雇用機会に乏しく、経済発展に立ち遅れ気味の地域には手厚い配分を行うべきだという考え方である。いわば、公共投資の拡大という

図表 3-1 一人当たり県民所得と一人当たり公共投資の関係 (1995 年)



政策手段を、「需要拡大」と「地域格差の是正」という2つの政策目標に割り当てることにより、一石二鳥を狙ったものとも言える。

こうした形での公共投資配分がその後続くようになった結果、相対的に立ち遅れた地域ほど公共投資が手厚く行われるという関係が統計的にも観察されるようになった。図表3-1は、1995年時点での、一人当たり県民所得と一人当たり公共投資額の間をプロットしたものである。概ね右下がりの関係があることがわかる。初岡他[2001]によると、こうした関係は1955年、1975年時点では見られなかったことである。このような公共投資配分が地域格差の是正にある程度の役割を果たしたことは事実であろうが、その後2000年以降、公共投資が削減されるようになると、今度は必然的に相対的に立ち遅れた地域ほどマイナスの影響を受けることになってしまうという問題を生じさせている。公共投資による地域経済の底支えは短期的な効果にとどまり、持続的な発展の起爆剤としては限界があるということであろう。

第4に、この対策の中で示されている雇用情勢についての認識は、その後の推移からすると流れを読み誤っていたと言わざるを得ない。この対策では、「労働力不足に対応しつつ民間設備投資の促進を図るため」省力化設備投資を促進するとしている。また、「労働力の確保が困難である中小企業の省力化投資」について、低利融資制度等の充実を図るとしている。これは明らかに、バブル期に多くの企業が人手不足問題に悩んでいたことを受けてのものである。しかし、その後の雇用情勢は、人手不足どころか、企業のリストラ、新規採用の抑制が本格化するなど「過剰雇用」の調整が大問題となっていくのだから、明らかに問題意識がずれている。

第5に、株価の動向に配慮した項目が盛り込まれたことも注目される。言うまでもなく、1991年後半から再度下落し始めていたことを受けたものである。

第6に、金融政策の機動的運営については、この後も繰り返し各対策において同様の記述が出るが、金融政策の運用は日本銀行の専管事項であるため、政府が決定する対策の中では、きわめて一般的な記述しかできないということからこのような表現になっている。

ただしこれには実質的な裏付けがあった。この対策が決定された翌4月1日に、日本銀行が公定歩合を引き下げるという措置を取っているからである。（この公定歩合引き下げをめぐる議論については、第2節を参照）

最後に、こうした経済対策を事後的にフォローしようとする、どうしてもその内容が中心になるのだが、そのタイミングにも注意すべきであろう。例えば、この「緊急経済対策」は、3月31日に取りまとめられている。このタイミングは、その後に続く国際会議の日程と無縁ではないと思われる。具体的には、この年は4月26、27日にワシントンで7カ国蔵相会議（G7）が開かれており、その中では成長重視のマクロ経済政策協調が重要な議題となっていた。日本政府としては、当然こうした場で、政府として成長維持のために最大限対応していることをPRしたい。その場合、経済対策を取ったということはかなり強いメッセージとして訴えかける力を持っている。このG7が終わると、OECD閣僚会議、サミットなど続くことになるが、こうした場でも経済対策は同じ役割を果たすものと期待できる。経済対策にはこうした一連の国際会議に際してのいわば「お土産」としての役割もまた期待されていたのである。

### （1992年8月の総合経済対策）

2回目の経済対策は、1992年8月28日の経済対策閣僚会議で決定された「総合経済対策」である。この対策は総事業規模10兆7,000億円に上るもので、厳しい経済状況認識に基づく本格的な景気対策だった。

この対策では、序文において、「我が国経済は現在、最終需要を中心に停滞しており、資産価格の下落もあって厳しい状況に直面している」とした上で、「…労働需給も一部に緩和の動きがみられる」としている。また、金融面についても「株価と不動産価格が大幅に下落し、金融機関の不良債権が増大し内部蓄積が減少したことを背景に、金融機関の融資対応能力の低下や金融システムの安定性の問題、その実体経済への影響が懸念されるに至っている」としている。その概要は以下の通りである。

#### ①公共投資等の拡大

公共用地の先行取得を含め総額8兆6,000億円の事業規模を確保する。その内訳は、一般公共事業3兆4,000億円、災害復旧事業5,000億円、文教施設・研究施設等の整備5,500億円、公共用地の先行取得を含めた公団等の事業費5,500億円、地方単独事業のための地方債の追加1兆8,000億円、地方の公共用地の先行取得1兆円、住宅融資制度の拡充8,000億円である。

## ②公共用地の先行取得

公共投資等の拡大のうち、1兆5,500億円の規模で公共用地の先行取得を行う。土地開発基金及び土地開発公社の活用を図るとともに、公共用地先行取得債による積極的な対応を図る。日本国有鉄道清算事業団用地などの先行取得については、利子負担軽減の措置を講ずる。

## ③住宅投資の促進

住宅金融公庫、年金福祉事業団等の住宅融資制度を拡充する。

## ④民間設備投資の促進

設備投資を促進するための税制上の措置、政府関係金融機関の融資の活用、電力事業、ガス事業、NTT、KDD等の設備投資の円滑な実施を行う。

## ⑤中小企業対策

政府関係中小企業金融機関等を通じて総額1兆2,000億円の貸付枠の追加を行う。

## ⑥雇用対策

雇用調整助成金の支給対象となる業種指定基準の弾力化、機動的業種指定を行う。

## ⑦生活ニーズの多様化への対応

民生分野を中心とした新規需要の開拓、利用者の立場に立った行政の情報化、消費者信用の適切な活用、集客努力による購買意欲の喚起などを行う。

## ⑧輸入の促進

外国企業の対日輸出努力の支援、政府調達における外国製品輸入への配慮などを行う。

## ⑨金融システムの安定性の確保

### －金融機関の不良資産問題

担保不動産の流動化のための検討、中間決算時点での不良債権額の公表、住宅金融専門会社等の早期処理に向けての関係者の一層の努力など

### －金融機関の融資対応力の確保

貸し渋りという事態が生じることのないよう、永久劣後ローンなどの新たな自己資本充実手段の拡充、債権流動化手段の多様化など

### －金融制度改革の実施

金融制度改革法の円滑な実施

## ⑩証券市場の活性化

株式引用規制の見直し、政府保有株売却の凍結、個人投資家の株式投資の促進等により、個人及び機関投資家の株式市場への参加を促進する。

## ⑪金融政策の機動的運営

なお、この経済対策は「総額10.7兆円規模の大型景気対策」として受け取られることになるのだが、この事業規模の内訳は図表3-2のようになる。

図表3-2 総合経済対策（1992年8月28日決定）の総規模の内訳

総規模	10兆7,000億円
公共投資の拡大 （うち公共用地の先行取得）	8兆6,000億円 (1兆5,500億円)
政府関係中小企業金融機関の貸付枠の追加	1兆2,000億円
日本開発銀行、北海道東北開発公庫等の貸出枠の追加	9,000億円

以上が具体的内容であるが、こうした施策を実施するために必要な財政措置については、12月10日に補正予算が成立している。

この総合経済対策の特徴としては、次のような点を指摘できる。

第1に、前回の1992年3月の「緊急経済対策」に比べて、経済状況の認識がかなり厳しくなっている。3月段階では「我が国経済を内需を中心とするインフレなき持続的な成長経路へと円滑に移行させる」ための対策という位置づけだったが、この対策は日本経済が「最終需要を中心に停滞している」というかなり厳しい認識に変わっている。

第2に、バブルが崩壊しバランスシート調整問題が深刻化しつつあることが認識されてきた。前回まではこうした点についての記述はなかったが、この対策の前文では、まず資産価格について、「我が国経済は、…資産価格の下落もあって厳しい状況に直面している」としている。また、バランスシート調整問題についても「株価と不動産価格が大幅に低下し、金融機関の不良資産が増大し内部蓄積が減少したことを背景に、金融機関の融資対応力の低下や金融システムの安定性の問題、その実体経済への影響が懸念されるに至っている」としている。

第3に、初めての財政措置を伴う経済対策である。この対策以来、経済対策は「総事業規模何兆円」という表現が常に用いられることになる。こうした表現が使われやすいのは、政府としても「巨額の対策をとった」というアナウンスメント効果を最大限発揮して、市場の不安心理を少しでも和らげようという意図があったのであろう。

ただし、こうして表現される事業規模がどの程度の経済的意味を持つかは疑わしいという議論が行われるようになる<sup>49)</sup>。いわゆる「真水」の議論である。この「真水」の議論は、この対策の際にも登場している。これは、日本ではかねてから真水論の蓄積があったからである。すなわち真水論は円高不況対策として実施した1986年9月の総合経済対策のときに出てきたとされている。この時は、年度内の支出を伴わない国庫債務負担行為（いわゆる「ゼロ国債」）を活用して事業規模が大きくなっていった。これに対して「年度内に実際にお金が払われる事業」が真水だとする議論が出たのである。

確かに、対策に登場するそれぞれの項目ごとの事業規模を単純に合計した金額は、かなり異質のものを合計することになるので注意が必要である。この経済対

49) この議論は、本稿の執筆時点（2008年）においても成立する。2008年9月に政府の総合経済対策が決定された際に、依然として異質な事業規模を単純に合計した金額が新聞の見出しを飾ることになったからだ。

策の「総規模 10 兆 7,000 億円」を例に考えてみると、次のような異質性が混在している。

### ①支出金額と融資金額

公共投資のように歳出として執行される金額と中小企業向け金融措置のように融資される金額が混在している。歳出はフローの所得、支出に影響するものだが、融資は将来の返済が期待されているものであり、融資した側はキャッシュという資産が貸し出しという資産に変わっただけである（融資を受けた企業側では、逆にキャッシュと負債が見合うことになる）。共に景気刺激効果はあるが、その現れ方はかなり異なるはずである。

### ②公共投資と土地取得経費の混在

公共投資の中に、公共用地の先行取得のための経費が混在している。公共投資そのものは GDP の構成項目であり、政府需要として成長率の上昇要因となるが、土地の取得は、キャッシュという資産が土地という資産に変わるだけであるので経済成長には無関係である。なお、厳密に言うとも一般公共事業などの中にも土地取得費が入っているから、これも全額が GDP にカウントされるわけではない。

### ③純粋に増える部分と前倒しまたは期待に過ぎない部分の混在

公共事業の拡大に含まれている災害復旧事業は必ずしも純粋の需要増にならない可能性がある。というのは、既に起きた災害の復旧を急ぐということであれば、将来の需要の先取りに過ぎないことになる。また、将来の災害に備えての予算確保であれば、実際に災害が起きれば予備費や補正予算などによって復旧は行わざるを得ないのだから、これも予算の先取りに過ぎないということになる。

また、地方単独事業についても、もともと行うはずのものを実施するだけである可能性があるから、これも純粋の需要の追加にならない可能性がある。

このように、経済政策として評価できる金額を総事業費の中から切り分ける必要があるというのが「真水」の議論である。ただしどの部分を「真水」と呼ぶかについても議論がある。

この議論をこの回の経済対策に適用すると、8兆6,000億円の公共投資のうち、まず、予算支出が翌年度となる国庫債務負担行為（ゼロ国債＝6,000億円）と「公共用地の先行取得分」（1兆5,500億円）は真水にならない。さらに、公共事業に占める用地費を仮に20%として差し引くと、真水は5兆1,600億円になる。

こうした真水の計算は各方面で行われ、例えば、第一勧銀総合研究所では、民間資金の肩代わりになる恐れがあるとして「住宅金融公庫などの融資増加分」（8,000億円）も除いて、真水を4兆5,500億円としている。富士総合研究所も真水を4兆2,000億円と試算している<sup>50)</sup>。

第4に、金融システムの安定性を確保するという観点からの政策が打ち出された。この問題意識は2つあったと考えられる。1つは、金融機関の体力が落ちたことで貸し渋りが起きないようにすることであり、もう1つは、金融機関が不良

50) 『日本経済新聞』1992年9月27日。



債権を抱える結果、自己資本比率が低下し、場合によってはBIS規制に抵触する金融機関が出てくるかもしれないという懸念である。後者については、対策の本文中でわざわざ「これらの措置により、平成5年3月末のBIS自己資本比率最終基準（8%以上）への対応は可能になるものと考えられる」と断っていることにもそうした懸念がうかがわれる。

第5に、輸入の促進というやや景気対策とは無縁に見える項目が入っている。これは、当時円高への動きが経済的不安の種になっていたことが影響しているものと考えられる。すなわち、1990年4月に1ドル158円程度であった為替レートは次第に上昇し、1992年には130円程度で高止まりしていた。円高はバブル後の景気の低迷をさらに厳しくする。かといって為替レートに直接介入することは難しいし、ましてや経済対策の中に織り込むことはできない。そこで、輸入を促進し、経常収支黒字を減らすことにより、為替が円高になりにくい環境を作り出そうとしたのだと考えられる。

第6に、経済対策の背景には海外、特にアメリカからの強い内需拡大要求があった。1990年6月の日米構造協定で、日本は1991～2000年度の10年間に総額430兆円の公共投資を実施することを約束しているし、この「総合経済対策」の場合も、直前の7月にアメリカ政府は国際通貨基金（IMF）による対日審査で、日本に短期的効果を重視した経済対策を急ぐよう要求したと報じられている<sup>51)</sup>。具体的には、日本の内需不足が株安も手伝って世界の不安要因になっているという懸念を示し、金利引き下げと大型補正予算編成に所得税減税を加えた3本柱の対策を求めたとされる。ちなみに、日本銀行はこの直後の7月27日に公定歩合を引き下げている。

第7に、公共用地の先行取得という政策手段が最初に現われたのもこの対策である。この手法は、その後の対策にも繰り返し登場することになる。これは、公共事業に必要な土地をあらかじめ確保することにより公共投資を円滑に実施しようとするものだが、停滞している土地取引を動かすことという狙いもあったと考えられる。

対策中に登場する「公共用地先行取得債」は、自治体が先行取得に必要な資金を調達するために発行する地方債である。従来は「原則5年度以内に事業に使い、具体的な建設計画が決まっている」という条件が付いていた。この条件が徐々に緩められ、1991年度からは原則10年度以内に使用し、施設整備の基本的内容さえ決まっていれば起債対象とすることができるようになっていた。

同じく対策に登場する「土地開発公社」は先行取得を主な業務とする自治体全額出資の機関である。1991年7月時点で1,538の公社が設立されていた。融資などを通じてその公社の財政基盤を支えるのが各自治体が設けている土地開発基金である。自治省は基金を積み増すため、1991、1992年度にそれぞれ5,000億円の地方交付税交付金による支援措置をとっている。

51) 『日本経済新聞』1992年8月12日。

最後に、この対策以降、対策の数量的効果が明らかにされるようになった。具体的には、対策決定後の記者会見で、野田毅経済企画庁長官が、対策による需要拡大効果について、今後の1年間で国民総生産（GNP）を2.4%程度押し上げる効果があると述べている<sup>52)</sup>。

ややわき道に逸れるが、今回の歴史記述プロジェクトに参加して、政府の文書保存という点で、問題提起をしておきたい。ここで述べた経済対策の経済効果の試算は、当然事務局がそれなりの積み上げ計算を行った数字であると考えられる。しかし、その数字そのものも、その試算の根拠も文書としては残されていない。今回の場合も、新聞報道をたどるしか方法がなかったことを付け加えておきたい。

なお、財政面からの景気対策と言うと、どうしても経済対策による措置が中心だと考えられがちだが、毎年編成される本予算のスタンス、内容もまた重要である。そうした観点から1993年度当初予算の姿を見ると、景気に配慮して編成されている。具体的には、①一般歳出のうち公共事業関係費は前年度当初予算比4.8%となっていること、②公共事業実施機関に関連する財政投融资計画は同12.4%の増加となっていること、③地方財政計画ベースでの地方単独事業は12.0%増となっていることなどが指摘できる。

#### （1993年4月の総合経済対策）

3回目の経済対策は、1993年4月13日の経済対策閣僚会議で決定された「総合的な経済対策」である。この対策の総事業規模は13兆円を上回るものとなっている。

この対策では、序文において、「我が国経済は、…バブル経済の崩壊の影響もあって、依然低迷を続けており、未だ予断を許さない状況にある」とし、この対策の実施により「我が国経済を内需を中心とするインフレなき持続可能な成長経路へ円滑に移行させる」としている。

具体的な内容は以下の通りである。

##### ①公共事業の施行促進

1993年度の公共事業について、上半期における契約済額の割合が全体として75%を上回ることを目途に、施行の促進を図る。

##### ②公共投資等の拡大

総額10兆6,200億円の事業規模を確保する。その内訳は、一般公共事業3兆6,400億円（うち公共用地の先行取得4,000億円）、災害復旧事業5,300億円、文教施設・研究施設等の整備1兆1,500億円、地方単独事業の追加（要請）2兆3,000億円、地方の公共用地の先行取得1兆2,000億円、住宅融資制度の拡充1兆8,000億円である。

このうち一般公共事業については、国民生活の質の向上に重点を置いた分野に

52) 『日本経済新聞』1992年2月29日。

配慮することされている。

#### ③社会資本整備の新たな展開

社会資本整備に当たっては、情報化、高齢化等社会経済情勢の変化や「生活大国5か年計画」に示された将来への展望を踏まえつつ、新たな展開を図る。

#### ④住宅投資の促進

住宅金融公庫貸付枠の5万戸追加、住宅取得促進税制の拡充など

#### ⑤民間設備投資の促進

特別償却率の引き上げなどを織り込んだ「中小企業機械投資促進税制」の創設、政府関係機関の融資枠の追加（日本開発銀行、北海道東北開発公庫等で5,200億円）、都市再開発などによる民間投資の誘発（4,600億円程度）、電力事業、ガス事業、NTT、KDD等の設備投資の円滑な実施など

#### ⑥中小企業対策

政府関係中小企業金融機関の貸付規模の拡大、中小企業に対する信用保証の充実により、総額1兆9,100億円の貸付枠の追加を行う。

#### ⑦雇用対策

雇用調整助成金制度の助成率の引き上げ、対象事業主となる下請け事業主の範囲拡大など

#### ⑧税制上の措置

住宅取得促進税制の拡充、設備投資を促進するための税制上の措置、特定扶養控除の引き上げなど。これによる減収額は初年度1,500億円、平年度1,700億円。

#### ⑨規制緩和

公的規制の目的・内容を見直し、許認可等の大幅な整理を図る。

#### ⑩輸入の促進

内需拡大努力が経済の拡大均衡を通じて世界経済にも好影響を及ぼすことを期待。

#### ⑪金融システムの安定性の確保

「我が国の金融システムは、金融機関の不良資産問題の処理の進展や自己資本の充実等により着実に安定性を回復し、金融システムに対する国民の不安感は解消されつつあるが」とした上で、次のような措置を取るとしている。

##### －金融機関の不良資産の早期処理

共同債権買取機構による不良債権の買取などを通じて、早期に不良債権の処理を行うよう金融界に要請

##### －金融機関の融資対応力の確保

金融機関に融資体制の強化を要請、自己資本調達手段の多様化、債権の流動化の促進に引き続き努める

#### ⑫安定的で活力ある証券市場の確立

株式組み入れ比率の制限を設けない新たな単独運用指定金銭信託（指定単）の円滑な運用の推進、個人投資家の長期・安定的な株式投資の促進、社債発行限度額規制の撤廃などによる企業の資金調達環境の整備など

### ⑬金融政策の機動的運営

なお、別紙として掲げられた94項目の規制緩和項目としては、次のようなものが挙げられている。

新規事業の創出・事業拡大等の促進…宅地開発規制の緩和、タンクローリーの容量制限の緩和など

競争の促進・価格の弾力化等…薬店の取り扱い品目の拡大、流通系・製造系割賦購入あっせん業者の登録に関する制度の撤廃、保険制度の改革

輸入の促進等…関税無税品及び重量税品に係る評価申告書の提出の廃止、化粧品の種類別許認可基準の整理統合

申請者等の負担軽減…気象機器の検定対象品目の削減、一般旅券の有効期間

この経済対策は「13兆円を上回る」事業規模であると表現されているが、その内訳は次のようになる。ただし、新聞報道やその後の政府関係者の発言では、この経済対策の規模は「13.2兆円」と表現されることが多い。

図表 3-3 総合的な経済対策（1993年4月13日決定）の総規模の内訳

総規模	13.2兆円
公共投資の拡大	10兆6,200億円
政府関係中小企業金融機関の貸付枠の追加、信用保証の充実	1兆9,100億円
日本開発銀行、北海道東北開発公庫等の貸出枠の追加	5,200億円
雇用対策	280億円
減税措置	約1,500億円 (平年度約1,700億円)

以上が具体的内容であるが、こうした施策を実施するために必要な財政措置については、6月8日に補正予算が成立している。また、公共事業等の施行促進については、4月13日の閣議で、上半期末の契約済額の割合が全体として75%を上回ることを目途とする旨決定され、地方公共団体に対しても国に準じた執行が要請された。これを受けて、国の契約見込率は前年を上回る75.7%とされた。

この総合経済対策の特徴としては、次のような点を指摘できる。

第1は、年度当初のきわめて早い時期に決定されていることである。新たな予算措置を伴う対策は、新年度予算を審議している間は議論できない。なぜなら、本予算を審議している最中に補正が必要であるという議論をすると、審議中の予算そのものに盛り込むのが筋だということになってしまうからだ。したがって、論理的に経済対策は本予算が成立した後でないと決めることができない。この対策は、本予算決定後わずか2週間後に決定されている。それだけ経済認識が厳しかったと言えるだろう。

第2は、序文の経済認識の中で「バブル経済の崩壊」という言葉が使われるようになったことである。経済政策という観点からは、この頃から、日本経済が直面しているのは、単に「高すぎる成長率が持続的な成長経路に調整していく」と

いう問題ではなく、これまでほとんど経験したことのない「バブル崩壊後の経済再建」という困難な状況を迎えていることが認識され始めたといえるだろう。

第3は、この頃は、少なくとも公式ベースでは、不良債権問題が解決に向かっているという認識が現れていることが注目される。金融システムの安定性についての対策の前文で「我が国の金融システムは、金融機関の不良資産問題の処理の進展や自己資本の充実等により着実に安定性を回復し、金融システムに対する国民の不安感は解消されつつあるが」としていることにそれが現れている。その後、不良債権問題は1997年の金融危機へと向かっていくことを考えると、こうした認識は明らかに楽観的に過ぎたと言える。

第4は、当時の長期計画である「生活大国5か年計画」の推進というトーンが強く現れていることである。特に、「3. 社会資本整備の新たな展開」の項目は、新たな対策を述べているわけではなく、生活大国5か年計画に沿った社会資本整備を進めることを述べるためだけに設けられたような項目となっている。この計画は、宮澤総理のリーダーシップの下で1992年6月に閣議決定されたものである。決定後間もないこともあって、その推進が強く意識されていたのであろう。

第5は、規制緩和が初めて経済対策の一項目として登場したことである。この部分はその後さらに拡大されていくことになる。

第6は、海外、特にアメリカからの圧力とそれに対する配慮である。この経済対策にもこうした要素が相当作用したものと考えられる。この対策が決定された直後の4月16日にはワシントンで宮澤総理とクリントン米大統領の首脳会談が行われている。この場で、クリントン大統領は、日本経済の停滞と経常収支黒字の拡大に懸念を表明し、内需の拡大が必要であることを指摘したのに対し、宮澤総理は政府の13.2兆円の経済対策を説明し、大統領もこれを評価したとされている。つまり、こうしたシナリオを実現するために経済対策の決定がこのタイミングで必要とされていたということになる。

第7は、対策の効果についてである。前回同様、新聞報道をたどってみると、経済企画庁は、事業規模13.2兆円（これ自身は1992年度の名目国民総生産の2.8%に相当する）から、雇用対策、減税、公共用地の先行取得や用地取得費、政府系金融機関の融資のうち運転資金になる部分などを差し引き、公共事業の需要拡大効果などで向こう1年間の名目GNPを2.6%押し上げると推計していると報じられている<sup>53)</sup>。

#### (1993年9月の緊急経済対策)

4回目の経済対策は、1993年9月16日に決定された「緊急経済対策」である。これは、同年8月9日に戦後初めての非自民党政権として発足した細川内閣が、発足直後に打ち出したものである。

53) 『日本経済新聞』1993年4月14日。

当時の日本経済は、春先以降一時回復の動きを見せ、経済企画庁も一旦は景気の底打ちを宣言したものの、その後冷夏、円高等によって再び足踏み状態となっていた。

この対策は、序文において、景気の現状について次のように述べている。

「我が国経済は、公共投資や住宅投資には回復の動きがみられるものの、個人消費や民間設備投資の低迷に加え、急激な円高や災害、異常気象による影響もあって、回復に向けた動きにも足踏みがみられる。

このような現下の経済の緊急状況を克服し、我が国経済を内需を中心とするインフレなき持続可能な成長経路へ円滑に移行させていくことは、現内閣に課せられた喫緊の課題である。」

具体的な内容は次の通りである。

#### ①規制緩和等の推進

公的規制の緩和は、「内需拡大や輸入促進に直接的な効果があり、また経済構造を変革していくための新たな第一歩につながる」とした上で、「手続きの簡素化・円滑化を図ることにより経済の活性化を図り」「公的規制がもたらす国民や企業の実質的な負担や制約を軽減し、国民生活の質の向上や民間活力の発揮を確保する」ため、次のような施策を講ずるとしている。

- 規制緩和などの実施
- 地域開発等プロジェクトの推進…地域開発等プロジェクトの実施を円滑に進めるため、各種許認可等事務手続きの迅速化及び関係省庁間の調整の円滑化を推進する。
- 独占禁止法の適用除外制度の見直し、報告等にかかる国民負担の軽減、苦情処理、広報・公聴活動の充実

#### ②円高差益の還元

「円高の効果が、我が国経済の各分野に円滑に浸透し、物価の一層の安定が図られることにより、国民がそのメリットを速やか、かつ十分に享受しうる状況を醸成することが重要」という観点から、次のような施策を行うとしている。

- 公共料金等の円高差益還元等…電力、ガス、工業用アルコール価格の引き下げ
- 内需拡大・利用者サービスの拡充等…国内航空運賃、鉄道運賃などについての割引
- 一般輸入消費財等の円高差益還元…関係業界への要請、独占禁止法の厳格な運用などにより、国民生活に関連が深い輸入消費財の差益還元を図る

#### ③厳しい経済情勢等への対応と調和ある対外経済関係の形成

「厳しい経済情勢に対応すると同時に、中長期的な課題の解決にも資する諸施策を推進する」として、まず「厳しい経済情勢等への対応」として、次のような施策を行うとしている。

- 生活者・消費者の視点に立った社会資本整備の推進…1兆円の事業費の追加、5,000億円の地方単独事業費の追加（地方に要請）、3,000億円の公共用地の先行取得

図表 3-4 緊急経済対策（1993年9月16日決定）の経済規模の内訳

項目	規模
総計	6兆1,500億円
社会資本事業費の追加	1兆円
地方単独事業の追加要請	5,000億円
公共用地の先行取得	3,000億円
災害復旧事業費の追加	4,500億円
住宅金融公庫の事業規模追加	2兆9,000億円
政府関係中小企業金融機関等の貸付規模の追加	1兆円

- 災害復旧事業等の推進…事業費4,500万円の追加
- 住宅投資の促進…住宅金融公庫融資について、事業規模2兆5,000億円、10万戸の追加、住宅取得促進税制の適用対象範囲の拡大、住宅宅地供給のための諸施策の推進
- 構造調整に資する設備投資の促進…流通構造の改善、省力化・省エネルギー、環境保全、研究開発に係る設備投資の促進
- 中小企業対策…総額1兆円を超える政府関係中小企業金融機関等の貸付規模の追加、下請け中小企業対策など
- 雇用対策…雇用調整助成金制度の活用・充実、中高年齢ホワイトカラー労働者の雇用安定、労働時間短縮
- 税制上の措置…個人住民税の特定扶養控除の引き上げ
- 金融の円滑化と金融政策の機動的運営…共同債権買取機構の活用等による不良債権の円滑な処理、金融機関の資金の円滑な供給、金融政策の適切かつ機動的な運営

次に、「調和ある対外経済関係の形成」のため、次のような施策を講ずるとしている。

- 輸入の促進等…輸入拡大に係る基本理念の明確化、日本輸出入銀行の製品輸入金融の拡充、日本貿易振興会の輸入促進機能の強化、住宅の輸入の促進、ODA第5次中期目標の着実な推進
  - OTO（市場開放問題苦情処理体制）における苦情処理体制の充実・強化
- 以上の諸政策を掲げた後、対策では、次の2点について検討を推進するとしている。

- ① 経済社会構造の変革に向けての検討…経済改革研究会で年内に結論を得る
- ② 所得税減税を含めて税制の抜本改革について、税制調査会における検討を推進する

この対策の事業規模については、本文では明示されておらず、「約6兆円」「約6兆2,000億円」「6兆1,500億円」などと表現されている。数字が明示されている部分を積み上げていくと、図表3-4のように6兆1,500億円となる。

経済企画庁は9月20日に開いた連立与党の政策幹事会に、この緊急経済対策の効果に関する試算の内訳を示している。この試算は今回の対策で向こう1年間

に名目の国民総生産（GNP）を1.3%押し上げるという内容だが、GNPの増加に直接寄与するいわゆる「真水」は用地費などを除いた約4兆3,000億円で、民間需要などへの波及効果を含めた総需要増加額は名目で約6兆円にのぼるとみていることを明らかにした。

なお、この対策の効果の試算をめぐっては、いわゆる「真水」をめぐって議論があった<sup>54)</sup>。経済企画庁の説明によると、試算の前提となる事業規模は、対策の総事業規模の6兆1,500億円から、中小企業向けの政府系金融機関の融資枠拡充分のうち実施が2年目以降にずれ込む分を除いた5兆9,200億円。GNPの増加に直接寄与しないとして差し引いた金額は、公共用地の先行取得（3,000億円）を含む公共投資の用地費と、政府系金融機関による中古住宅の取得資金や運転資金の融資分を合わせ約1兆6,000億円となっている。また波及効果の算出にあたっては、企画庁の世界経済モデルで推計した公共投資乗数の1.39を使っている。

この試算に対しては民間調査機関などから、民間金融機関の融資の肩代わりにとどまったり、実際には資金需要がない可能性のある政府系金融機関の融資枠追加分が計算に含まれているうえ、その波及効果も公共投資並みに大きいと想定しているという問題点が指摘されている。

この対策の特徴点は次のようなものである。

第1は、景気対策一辺倒ではなく、中長期的視点や国民生活への配慮を強調していることだ。対策の序文では、次のように述べられている。

「本対策は、現下の経済情勢に即応するのみならず、生活者・消費者が豊かさを実感できる経済社会の構築、活力ある社会を創造するための発展基盤の整備、調和ある対外経済関係の形成といった我が国の中長期的な課題の解決に向けて大きく第一歩を踏み出すものである。」

また、社会資本整備についても、単なる景気対策のための公共事業の追加ではなく、生活者・消費者の視点に立ったものであることを強調している。例えば、国の公共事業費の追加については、「文化の香り豊かで美しい質の高い生活環境の形成に資する分野に重点化を図るとともに、生活者・消費者が生活の質の向上を肌で実感できるような手法を工夫して社会資本整備を推進する」としているし、地方単独事業についても「地域の実情に即して、高齢者・障害者に優しい町づくりや住宅地地関連公共施設整備の促進による快適な住空間の形成をはじめ、生活者・消費者の視点に立った社会資本整備が図られるよう」としている。

こうした従来とは異なる視点を強調したのは、非自民党内閣である細川政権の特徴を盛り込むという意図があったものと考えられる。

第2は、前述の特徴点の盾の反面でもあるが、景気刺激策の優先度は低かった。対策本文中の順番も大きな柱としては、「規制緩和の推進」「円高差益の還元」の後、3番手として「厳しい経済情勢への対応」が登場する。しかも項目としては

54) 『日本経済新聞』1993年9月23日。



「調和ある対外経済関係の形成」と相乗りである。明らかに経済対策の中で、景気への配慮は優先順位が低いことが分かる。

従って景気対策としての評価は低かった。日米包括経済協議の米側代表であるカッター大統領補佐官（国家経済会議次席担当）は9月15日、日本経済新聞記者との会見で、日本の経済対策の6兆円という規模はそれほど大きくないとし、不十分との見方を示したと報道されている<sup>55)</sup>。

また、この対策についての評価を述べた日本経済新聞社説<sup>56)</sup>は、「肝心の所得税の減税は政府税制調査会の検討にゆだねる形で、はっきりした結論を出さなかった。金融政策の発動も先送りにした。この処方せんでは、とても景気の底割れは防げないだろう。緊急対策が不況脱出に最も効果的とみられる主要なマクロ政策を抜きにしたのは、細川政権の景気認識の甘さを物語っている。景気底割れの懸念が強まり、緊急の外科手術が必要な時に、息の長い漢方療法に頼るようなものである」と批判している。

こうした批判的な見方は市場の反応にも現われている。対策決定に対する市場の反応については「16日の証券・金融市場では、株式相場が大幅安となったほか、債券相場が上昇し、外国為替相場は円高に振れた。緊急経済対策に所得税減税が盛り込まれなかったなど、期待外れだったことで、景気・企業収益の浮揚効果は限られ、金利低下基調が続くとの見方が広がったのが背景。株式相場については『政策への期待』がこのところの上昇の原動力となっただけに、買いの手掛かりを失った格好で、目先、調整場面に入ったと見る向きが増えている」と報じられている<sup>57)</sup>。

第3は、景気対策よりもむしろ規制緩和などの構造改革が強調されていることについては、当時の国際政治、特にアメリカとの貿易協議が影響している。

当時、日米間では「日米包括経済協議」が進行中であった。これは、日米経済構造協議の後を受けて、1993年4月に日米首脳会談において設置された枠組み（協議の開始は同年7月）である。この中で、アメリカ側は、日米貿易不均衡の解消のため、日本市場の規制緩和、競争政策の推進を繰り返し求めてきていた。この中では、例えば、運輸関連で車検制度の簡素化などの問題が提起されている。

この時の経済対策で、最初の項目として「規制緩和等の推進」を掲げ、また最後に検討を推進する項目として「近來の内外経済諸情勢の変化等に対応して、中期的な視野から、…経済改革研究会における検討を推進する」としたのは、こうした日米協議を意識していたためだと考えられる。

第4は、金融政策との連携である。対策では、「金融政策の適切かつ機動的な運営を図る」という通り一遍の表現となっているが、これは実質的な意味を持つものだった。対策決定直後の9月21日に日本銀行が公定歩合を2.5%から1.75%に引き下げているからである。

55) 『日本経済新聞』1993年9月16日。

56) 『日本経済新聞』1993年9月17日。

57) 『日本経済新聞』1993年9月17日。

金融政策は日本銀行の専管事項だから、政府と一体で対策に加わることはできない。しかし、政府と日本銀行はできるだけ共通の経済認識の下で、協力して経済運営に当たる必要がある。こうした協調性と独立性を両立させるといふ難しい要請の中では、政府が対策を決定した数日後に、日本銀行も同方向での政策を打ち出すというのは、ベストシナリオだったと言えよう。

第5は、9月16日というタイミングをどう考えるかである。これについては、直後に総理訪米が控えていたことが重要である。すなわち、細川総理は、9月25日に総理就任後初めて訪米し、国連総会出席の後、27日にクリントン米大統領と初めての首脳会談を行っている。この首脳会談においては、当然ながら日本が規制緩和等の経済改革を行うとともに、積極的な経済振興策を行っていることを強調したかったはずである。すなわち、その直前に決定された経済対策は、アメリカ向けの「お土産」としての意味を持っていたものと思われる。

#### (1994年2月の総合経済対策)

4回目の経済対策は、1994年2月8日の経済対策閣僚会議で決定された「総合経済対策」である。

この対策は、細川内閣での2回目の経済対策だが、その前の1993年9月の対策が、どちらかというところ構造改革中心で、景気への配慮は優先度が低かったのに対して、この対策は巨額の財政出動を伴う本格的な景気対策となっている。

対策では序文において、大規模な対策で景気に対処することを強調して次のように述べている。

「我が国経済はなお調整過程にあり、景気は依然として厳しい状況が続いている。すなわち、バブル経済の崩壊の影響もあって、民間設備投資、耐久消費財等のストック調整が長期化する一方、雇用情勢にも厳しさが見られることに加え、内外経済環境の変化が経済の中期的な不透明感、閉塞感を生み出し、民間部門の心理を大きく萎縮させている。…

政府としては、こうした景気回復の芽を膨らませ、我が国経済を6年度中のできるだけ早い時期に本格的な回復軌道に乗せ、7年度以降の安定成長を確実なものとするとともに、…今般、15兆円を上回る史上最大の規模の総合的な経済対策を講ずることとした。」

具体的な内容は以下の通りである。

#### ①景気浮揚のための内需拡大

- 所得減税等の実施…1993年度限りの措置として5兆4,700億円の所得税・住民税の特別減税を実施する
- 公共投資等の拡大…総額7兆2,000億円の事業規模を確保する。その内訳は、一般公共事業3兆5,900億円、公共用地の先行取得7,800億円、地方単独事業3,000億円（要請）、地方の公共用地の先行取得1兆5,000億円（要請）、住宅金融公庫の事業規模の拡大1兆2,000億円
- 住宅投資の促進…住宅金融公庫の融資の追加（7万户を追加）、住宅関連税制

の拡充，容積率の割増制度の運用の弾力化，住宅建設コストの低減

- 民間設備投資を促進するための税制上の措置…中小企業機械投資促進税制，高度省力化投資促進税制の適用期限の延長

## ②課題を抱える分野における重点的施策の展開

- 土地の有効利用の促進…総額2兆2,800億円の公共用地の先行取得，民間都市開発事業による土地の有効利用の推進，土地の有効利用等のための税制上の措置
- 中小企業対策等…総額1兆3,000億円を超える政府関係中小企業金融機関等の貸付規模の追加
- 農業の国際化対応のための緊急対策…ガット・ウルグアイ・ラウンド農業合意を踏まえ，農業の体質強化を進めるため，総額2,300億円の公共投資の追加，農林漁業金融公庫等の融資枠の拡大
- 雇用対策…雇用調整助成金制度の拡充，離職者の再就職促進支援
- 金融・証券市場に関する施策…信用保証協会の信用保証制度の弾力的運用，共同債権買取機構へ買取債権持込の推進，不良債権の償却の促進，証券市場活性化のための自己株式の取得に関する規制の緩和
- 金融政策の機動的運営…金融政策の適切かつ機動的な運営を図る

## ③経済活力の喚起のための発展環境整備

- 規制緩和等の推進…5年を期間とする規制緩和を推進するための計画の策定
- 新規産業創出の促進の発展の支援…新分野展開を支援するための融資制度の創出，情報化，研究開発の推進，地域の視点に立った経済の活性化，調和ある対外経済関係の形成

この対策の特徴は以下の通りである。

第1は，景気への配慮が強いことである。この点は，細川内閣の下で策定された最初の経済対策（1993年9月の緊急経済対策）と比較すると明らかである。

まず，1993年9月の対策では，3本の柱の中で景気対応策が登場するのは3番目だったが，この対策では3本柱のトップに位置づけられている。対策の事業規模も，1993年9月は6兆1,500億円であったのに対して，この対策は15兆円を上回る規模である。

第2は，所得減税が盛り込まれたことである。バブル崩壊以降景気刺激のための手段として所得税減税が登場したのはこの対策が初めてである。

財政を活用した景気刺激策としては，公共投資と減税があるが，一般的に言って，減税は貯蓄に回る分が多い分だけ，公共投資に比べて需要拡大効果は小さいとされてきた。このため，この対策までは財政手段としてはもっぱら公共投資が活用されてきた。これに初めて減税が加わったわけである。

減税を景気政策として使うことには，大蔵省からの強い抵抗があった。財政の健全化という視点から見ると，公共投資は景気が良くなったときにまだ減らしやすいが，景気が良くなったからといって増税するのは難しいという非対称性がある。このため財政当局は減税の実施により慎重になったのではないかと想像され

る。

この時も、大蔵省は、「減税をするなら増税の担保が必要」という立場を取っており、武村正義官房長官が1月30日に消費税率引き上げ時期などについて減税の法案に明記せずに所得税減税と切り離す可能性を示唆したことに対して、藤井裕久蔵相が武村長官に直接抗議している<sup>58)</sup>。

この減税は、期限付きの特別減税として、住民税と合わせて実施されたのだが、その後の推移を見ると、翌1995年には、このうちの3.5兆円が恒久減税となり、残りの2兆円が特別減税として継続された。ただし、この時には、同時に1997年度から消費税率を3%から5%に引き上げることが決められている。消費税の増収は約3兆円強とされているので、恒久減税にはほぼ見合う財源が確保されたことになる。この特別減税は1997年に打ち切られる<sup>59)</sup>。1994~96年についての減税総額は16.5兆円に上る計算になる<sup>60)</sup>。

第3は、前回同様、対外的（特に対米）配慮が強く作用していることである。

まず、大蔵省の強い反対があったにもかかわらず、最終的に増税抜き減税が対策に盛り込まれることとなったのは、それがかねてからのアメリカからの強い要請であったことが影響していたと思われる。当時は、日米包括協議が進行中であり、その中でアメリカは不均衡を是正するための内需刺激策として、減税を強く求め続けてきたという経緯があるからだ。この対策決定の直前にも、ベンツェン米財務長官は日本を訪れて総理と会談し、「所得税減税は内需拡大という点から重要だ。ただし増税をすぐにやると景気にいい影響は与えない。首脳会談までに包括協議が前進しないと、米国内では様々な法律的な動きが出てくるだろう」と米政府の注文を述べたと報じられている<sup>61)</sup>。

もう1つは対策決定のタイミングである。細川総理は、対策決定直後の2月11日に訪米してクリントン米大統領と首脳会談を行う予定となっていた。その前に減税を織り込んだ大規模な経済対策を決定したのは、それを首脳会談のお土産にするという意図があったものと考えられる。

この対策の規模は、対策本文中では「15兆円を上回る史上最大の規模」と表現されているが、新聞報道等では15兆2,500円とされている。その内訳は図表3-5のようになる。

この対策の効果については、久保田真苗経済企画庁長官が決定当日の記者会見で「今回の対策には向こう1年間で名目の国民総生産（GNP）を2.2%程度押し上げる効果があるとの試算を明らかにした」と報じられている<sup>62)</sup>。

なお、この時の経済対策の議論の中で、税制改革をめぐる議論は、より長期的

58) 『日本経済新聞』1994年2月1日。

59) なお、この特別減税は1997年秋の金融危機を受けて1998年に4兆円規模となって復活し、2005年、2006年に2兆円ずつ2年間かけて打ち切られるまで続くことになる。

60) 田中隆之[2009]による。

61) 『日本経済新聞』1993年2月1日。

62) 『日本経済新聞』1993年2月9日。

図表 3-5 総合経済対策（1994年2月8日決定）の経済規模の内訳

項目	規模
総計	15兆2,500億円
所得税・住民税の特別減税	5兆4,700億円
法人特別税及び普通乗用自動車に係る消費税特例の廃止	3,800億円
公共投資の拡大	7兆2,000億円
うち 一般公共事業	3兆5,900億円
教育、研究、医療等の施設整備	6,100億円
地方単独事業	3,000億円
地方における公共用地の先行取得	1兆5,000億円
民間都市開発機構による土地の先行的取得	5,000億円
政府関係中小企業金融機関等の貸付規模の追加	1兆3,600億円
農業の国際化対応のための緊急対策	2,300億円
雇用対策	100億円
新規産業創出の促進と発展への支援	1,000億円

な脈絡の中で考えておくべき問題である。

まず、大蔵省と通産省は、1993年末頃から連携して、所得税減税・消費税増税の一体的な税制改革実現を働きかけてきたと報じられている。これは「壁の理論」と呼ばれた政策である。まず所得税の減税を先行的に実施し、同時に一定期間後（例えば15ヵ月後）に消費税を増税することを明らかにする。すると、消費者は増税前に消費を前倒しするから、減税効果と前倒し効果が重なって強い景気刺激効果が生ずるという議論である。つまり、消費税増税という壁の前に景気を一気に良くしてしまおうという作戦である<sup>63)</sup>。1994年2月の対策に所得減税を含めるかの議論が行われているときにも、通商産業事務次官の熊野英昭は会見で「(消費税増税という)壁を作って、その間にあらゆる努力を結集すべきだ。壁までの期間が長すぎると(消費意欲刺激の)効果も散漫にならざるを得ない」と強調したと報じられている<sup>64)</sup>。

減税を切り離して実施するか、将来の増税と組み合わせるかどうかという問題は、対策決定の過程で最後まで紛糾した。政府・連立与党は2月3日未明、一旦は所得税減税とその財源対策で最終合意し、総額6兆円の減税を実施したうえで、消費税を1997年4月「国民福祉税」(仮称)に衣替えした上で税率を3%から7%に引き上げることを決めた。しかしここで2つの問題が生じた。

1つは、連立の一翼を担っていた社会党が反対し、連立政権からの離脱も辞さない構えを示したことであり、もう1つは、国民福祉税構想の根拠に不信感が生まれたことだ。すなわち、細川首相は合意が成立した直後の記者会見で、税率7%の根拠を問われたのに対して「まだ腰だめの数字だ」とだけ述べ、明確に答

63) 筆者(小峰)は、有力紙の論説委員から、1993年末に大蔵、通産両次官が連れ立ってこの壁の理論を説明に来たと聞いている。

64) 『日本経済新聞』1994年2月1日。

えられなかった。

この社会党の強い反対によって、3日に予定されていた対策の決定は先送りされ、結局8日の代表者会議で、6兆円規模の減税を1年間に限って先行実施し、「国民福祉税」構想は白紙に戻し、新税導入を含めた財源問題は与党内に設置する税制改正に関する協議機関で話し合ったうえ、年内の国会で税制改正関連法案を成立させることとなった。

こうして突然表面化した国民福祉税構想は社会党だけではなく各方面からの強い批判を浴びることとなった。朝日新聞の社説（1994年2月4日）は、「首相が大蔵省の強い主張を受け入れて、一夜で打ち出した『国民福祉税』なるものは、福祉財源に充てる目的税でもなんでもない。政府が自由に使える一般財源の消費税の名前を、ただ書き換えただけなのである。その消費税の税率を、3年先とはいえ、現行の3%から一挙に2倍以上の7%に引き上げようというのである。…こんな言葉のごまかしの上に、大幅な増税がまかり通るような話に、簡単に乗るわけにはゆかない。連立与党と自民党各派にまで広く批判が噴出したのは、党利党略を除いても、当然であろう」としている。また同日の日本経済新聞の社説（1994年2月4日）は、「国民が望まないことでも必要があれば決断して実行するのが正しい政治のリーダーシップである。しかし、それは説明を省いても構わないということでは決してないはずである。政治は結論よりもそこに至るまでのプロセスがより重要である。閣僚も与党首脳も寝耳に水というのではもはや民主政治とはいえ、限りなく独裁政治に近づいたものといわざるを得ない」とその政治手法を批判している。

この後、細川内閣の支持率は次第に低下していくことになったから、ある意味ではこの時の税制改革をめぐる問題が細川内閣の命運を左右することになったとも言える。

#### (1995年4月の緊急円高・経済対策)

6回目の経済対策は、1995年4月に決定された「緊急円高・経済対策」である。

1995年3月以降、円高が急速に進み、産業界を中心に、この円高が回復過程にあった景気に水を差すのではないかと懸念が広がった。

政府は、この対策の発表に先立つ3月27日に「当面の財政金融政策運営について」という文書を発表している。この中では、まず基本的な経済認識として、「最近の日本経済は緩やかながら回復基調をたどっているが、昨今の急激な円高や株価の下落は、今後の推移いかんによっては、経済の先行きに悪影響をもたらす恐れがある」として、「適切かつ機動的な財政金融政策運営に万全を期す」と述べている。

その具体的対応としては、次のような点が掲げられている。

- ①経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）を適切に反映しない最近の為替相場の動向に対処するため、主要各国通貨当局との連携を図りつつ、為替市場において適時に有効な行動をとる。

②阪神・淡路大震災からの一日も早い復旧・復興に向け、円高の影響も考慮した1995年度補正予算案を今国会中に提出することとし、復興にかかる計画の検討状況等も踏まえつつ、早急に作業に着手する。また、公共事業等については、景気の動向に応じ積極的な施行を図る。

③金融市場は、1.75%という史上最低の公定歩合の下で、引き続き緩和した状況にあるが、今後の金融政策の運営に当たっては、内外の経済情勢を注視しつつ、機動的、弾力的な対応を図る。

これを受けて、日本銀行は、1995年3月31日には、公定歩合の引き下げには至らないものの、短期金利の低下を促すという措置を取っている（本章第2節参照）。要するに、円高不安が高まる中で、政府としては新年度入りする前に新たな財政措置を伴う対策を打ち出すわけにはいかない。そこで日本銀行に一段の金融緩和を求めたものと言えよう。

さて、政府は新年度入りした早々に新たな経済対策「緊急円高・経済対策」を決定した。

これはその名前が示すように、円高の進行が経済発展に及ぼす悪影響を阻止することを目標としている。対策の前書きでは次のように述べている。

「最近の急激な為替レートの変動は、緩やかながら回復基調をたどってきている我が国経済の先行きに重大な悪影響を及ぼす恐れがある。（中略）

このため、政府は、

1. 景気の先行きに生じている不透明感を払拭し、現在の回復基調をより確実なものとするとともに、我が国経済の中長期的発展を確保するため、機動的に内需振興を図ること
2. 現在縮小傾向にある経常収支黒字をさらに大幅に削減するとの強い決意を改めて確認しつつ、市場アクセス改善等を促進するための規制緩和を前倒し実施すること
3. 円高メリットの迅速な浸透を図るほか、円高の被害の大きな企業や雇用者のための対策、経済フロンティアの拡大等の経済構造改革策、金融・証券市場対策、等を拡充することを主眼に、…、緊急円高・経済対策を講ずることとする。」

具体的な内容は以下の通りである。

#### ①内需振興策

- 平成7年度（1995年度）補正予算の編成…阪神・淡路大震災からの復旧・復興事業、中小企業対策、輸入促進策等を織り込んだ平成7年度補正予算編成作業を進め、極力繰り上げて提出するよう最大限努力する
- 公共事業等の積極的施行
- 適切かつ機動的な財政運営
- 公共事業基本計画の実施…630兆円の公共事業基本計画について、積極的な計画の促進を検討する

#### ②規制緩和の前倒し、輸入促進等

経常収支黒字をさらに削減するため、次のような具体策を講ずる。

- 規制緩和と推進計画の前倒し
- 輸入促進のための具体策…自動車・自動車部品の輸入の促進，輸入住宅等の積極的導入，輸入拡大のためのインセンティブ強化，石油国家備蓄の推進，政府調達，国際空港等空港建設に係る外国企業の参入機会の拡大
- ③円高差益還元と公共料金の引き下げ等
  - 円高の進展を踏まえ，物価の安定をより一層推進するため，以下の措置を講ずる。
  - 一般輸入消費財等の円高差益還元…関係業界への円高差益還元要請，消費者・事業者への情報提供の強化
  - 公共料金の引き下げ…別紙に掲げられた国内電話料金，国際電話料金，専用線料金，自動車・携帯電話料金，国内郵便料金，国際郵便料金，電気・ガス料金などの引き下げを検討する
- ④円高による影響への対応
  - 中小企業対策…中小企業の経営基盤の安定・強化対策，中小企業の構造改革対策
  - 農林漁業対策
  - 雇用対策
- ⑤経済構造改革の推進
  - 経済フロンティアの拡大…新規事業育成のための店頭市場の改革，研究開発のインフラの整備，労働時間の短縮
  - 内外格差の是正・縮小に向けた新たな取組
  - 対日投資の促進
  - 事業環境の国際的調和に向けた検討
  - 法人課税のあり方
- ⑥金融・証券市場に関する施策等
  - 金融機関の不良債権の早期処理…金融機関の不良債権については，預金者保護に配慮しつつ，権利減免等を行っている債権も含め，従来からの発想にとらわれることなく概ね5年の間に積極的な処理を進め，問題解決の目途をつけることとする。金融機関経営の自己規律を高めるとともに，透明性の高い金融市場を形成するため，信用秩序に与える影響等に配慮しつつ，早急に金融機関の実態に即した十分な経営内容の開示を行う
  - 証券市場の活性化
  - 金融派生商品に関する措置
  - 円の国際化の推進

この対策で注目されるのは以下のような点である。

第1は，円高が強く意識されていることである。本章が対象としている1990年から1996年の経済状況の中では，3回の急速な円高局面があった。1993年1月から8月にかけての時期，1994年1月から7月にかけての時期，そして，こ



の対策が位置する1995年1月から5月にかけての時期である。1995年初めからの円高は、1月に約1ドル100円程度であったレートが、5月には約85円にまで上昇している。これを月平均の上昇率としてみると4.05%となり、プラザ合意当時(4.37%)ほどではないが、1990年代以降では最も進行のスピードが速い円高であった(図表2-7)。こうした円高が輸出の減少、輸出採算の悪化等を通じて経済的に大きな不安感を呼んだのである。株価の反応にもこうしたマインドは強く反映されており、当時は円高が進むと株が下落するということが繰り返されていたのである。

こうした円高への強い懸念を的確に描き出すことは難しいが、例えば、政府の1995年4月、5月の月例経済報告では、総括判断の中であえて「最近の急激な為替相場の変動等によって、景気に悪影響が生じる惧れがある」と言及している。また、一般市民感覚レベルでも、同年4月初めに行われた日本経済新聞の世論調査では、急激に進行する円高・株安については、4分の3の人が「何らかの経済対策が必要」としており、特にサラリーマン層では82.2%の人が「必要」と答えている<sup>65)</sup>。

ただし、現実にはこの対策が決定された直後の19日には円レートが1ドル80円を切るというレベルまで上昇し、少なくとも対策が円高を抑制する効果には乏しかったことが裏付けられている。

第2に、この対策には対外不均衡の是正を目指すという姿勢が強く現われている。この点は、対策の前文に「経常収支黒字をさらに大幅に削減するとの強い決意を改めて確認しつつ」という文章があることから明瞭である。それどころか、直前まで総理は黒字削減について数値的に目標値を示そうという意欲を持っていたと報じられている。

これは海外から強く対外不均衡の是正を求められ続けていたからである。当時は、日米包括経済協力が進行中であり、その中で自動車・同部品の輸入拡大要請にどう対応するかが大きな焦点となっていた。この問題は場合によってはアメリカからの報復を招く可能性がある点が懸念されており、それだけに目に見えた対応策を取る必要に迫られていたのである。また、黒字が減らないといつまでも円高が続くという懸念も強く作用していたものと考えられる。

第3に、対策の中に、「公共料金の引き下げ」と「内外価格差の是正」という項目が入っていることも注目される。

やや遡ると、公共料金の引き下げは、1994年4月に発足した羽田内閣が、発足早々の政策として、総理の強いリーダーシップの下で公共料金の年内凍結を決めるということがあった。内外価格差の是正は、言うまでもなく日本の物価が海外に比べて割高であるという認識の下に、これを是正し、日本の物価を引き下がることにより国民生活の上昇をもたらそうとするものだった。注目されるのは、いずれの政策も「物価が下がることが国民にプラスだ」という前提に立っている

65) 『日本経済新聞』1995年4月4日。

ことである。その是非は置くとしても、この考え方は、その後支配的となっていく「物価の継続的な下落（デフレ）が経済にマイナスに作用する」という考え方とは反対である。逆に言えば、こうした「物価下落は善」という考えが浸透し、物価を引き下げするための政策が決定されていたことが、デフレへの感応度を鈍くしたということも考えられる。

なお、物価水準の引き下げは羽田総理の持論であつたらしく、総理はその後5月24日の閣僚懇談会で、「これからは経済の低成長と賃金が上がらないことを背景に、物価を下げることを目標にしていくべきだ」と強調し、そのうえで①5年間で物価を2～3割下げる努力をしていきたい、②池田内閣の「所得倍増計画」に匹敵する「実質所得倍増計画」を検討してもいいのではないかの意向を明らかにしたとされる<sup>66)</sup>。この羽田総理の計画案は、計画の策定を指示された経済企画庁が、物価引き下げに数値目標を設定するのは困難だと総理を説得し、代わりに物価安定政策会議で内外価格差の是正策を検討するというで落ち着いた。

第4に、円の国際化の推進という項目が入っていることも注目される。この点について本文では「現在円取引は、輸出で約4割、輸入で約2割の水準に止まっているが、円建取引は企業の為替変動リスクの回避に資することから、円建取引の推進のための企業の積極的な努力を歓迎する」となっている。

円の国際化は、アメリカがかねてから求めていたことでもある。ただしその理由は対策で述べられているものとは異なり、円が国際化する過程においては、円に対する需要が高まりそれが円高をもたらし、日本の輸出依存型の経済体質の変更を迫るといったものだった。この項目は、アメリカの要求を違ったロジックで実現しようとしたもののだとも解釈できる。

第5に、不良債権処理の早期処理を述べた部分は、「従来からの発想にとらわれることなく」という、一見すると単なる修飾語とも受け取れる表現が入る等、ややニュアンスの違いを感じる。当時銀行局長であつた西村吉正[1999]によると、その後の不良債権処理についての布石を打つため、この短い文章の中で、その後具体化される方策を示唆したのだという<sup>67)</sup>（詳しくは第4章を参照）。

なお、この対策は、特に財政出動を伴うものではなかったこともあり、事業規模は明示されていない。したがって、経済成長などに及ぼす影響についての言及もない。

ただし、事業規模と成長率への影響については、この対策でうたわれている補正予算について事業規模が明らかにされており、その成長への影響も明らかにされている。

この対策を受けた1995年度の第1次補正予算は、1995年5月15日の閣議で決定されている。その内容は、緊急円高・経済対策、阪神大震災の復旧・復興、全国の防災対策の3本柱から成っており、歳出総額は2兆7,261億円、総事業規

66) 『日本経済新聞』1994年5月24日。

67) 西村吉正[1999]p.114.

図表 3-6 1995 年度第 1 次補正予算の内容（当初予算費の増減で、▲はマイナス）

歳出・歳入規模	2兆7,261億円
歳出	
阪神大震災関係経費	1兆4,293億円
緊急防災対策費	7,900億円
円高経済対策	
科学技術・情報通信特別対策費	3,205億円
中小企業対策費	703億円
輸入促進関係経費	588億円
規制緩和関係経費	28億円
緊急犯罪対策費	338億円
国債費	206億円
歳入	
税収入	▲1,380億円
国債発行	2兆8,260億円

模は約7兆円とされている。主な内容は以下の通りである。

- ①円高経済対策としては、新産業創出につながる科学技術・情報通信振興、中小企業への政府系金融機関の融資の拡充、輸入自動車・同部品展示場の新設など輸入促進対策、規制緩和と推進計画の前倒し実施に伴う定員増などが盛り込まれた。
- ②震災対策としては、仮設住宅約1万戸分の追加、1995年度中のがれき処理（1,282億円）、阪神高速道路や神戸港の補修などの災害復旧（7,181億円）、住宅の供給など復興事業（2,054億円）などが計上された。
- ③緊急防災対策としては、国立学校・公立小中学校の校舎補強、北陸新幹線（高崎－長野）耐震性強化などを実施することとされた。

この1995年度第1次補正予算の財政支出が景気を押し上げる効果として、当時の経済企画の田中努事務次官が記者会見で「1993年度実績の名目国内総生産（GDP）466兆8,000億円の1.2%に相当する」との試算を明らかにしている。

#### （1995年9月の経済対策）

7回目の経済対策は、1995年9月に決定された「総合経済対策」である。この対策は、1995年8月に村山内閣の改造があり、その直後に決定されたものである。この時の内閣では、経済企画庁OBの宮崎勇氏が経済企画庁長官に就任し、経済対策の指揮を執った。

この時の状況については、宮崎氏自身が次のように述べている<sup>68)</sup>。

「私は1995年8月に村山改造内閣に経済企画庁長官として入りました。組閣早々村山さんが『景気対策は宮崎長官に一任する』と言われて、一番初めの仕事として、9月20日に総合対策をまとめました。」

68) 宮崎勇[2005]p. 268.

この対策の具体的な内容は以下の通りである。

まず、景気の現状認識として、次のように述べられている。

「我が国経済は、1993年10月に景気の谷を迎えて以降、その景気回復スピードは過去の回復局面と比較しても極めて緩やかであり、最近の景気は足踏み状態が長引くなかで、弱含みで推移している。特に、雇用面や中小企業分野では厳しい状況が続いている。

これまでの累次の経済対策にもかかわらず景気が十分回復していない理由としては、資産価値の下落が家計、一般企業の負担感を高め、同時に、金融機関の不良債権の増大を招いたことに加え、内外価格差、生産性の部門間格差等の構造的問題の存在や急激な円高があったことがあげられ、これらに対応した適切な施策が求められている。4月の緊急円高・経済対策以降の一連の政策努力や今月8日の公定歩合の引き下げ等切れ目のない施策の結果、足元の経済は依然厳しいものの、為替や株式市場に明るい兆候が見られるようになっている。今こそ的確に、効果的な景気対策を打つべきである。

今後とも、本対策の着実な実施と機動的な経済運営を行っていくことにより、景気に関する効果は一層確実なものとなり、我が国経済の中長期展望が開けることとなる。」

対策の骨格は、次のようなものとなっている。

「本対策では、こうした認識の下、次の3つの点に重点をおいて、事業規模として史上最大の総額14兆2,200億円にのぼる経済対策を講ずることにした。

第1に、思い切った内需拡大策の実施により、先行き不透明感の払しょくと消費者・企業マインドの改善を図り、消費・設備投資の活発化を通じ早期に景気回復を確実なものとする。このため、過去最大規模の公共投資等を確保し、その効率的実施を図るとともに、現下の経済社会情勢に的確に対応するため重点的な投資等を行うこととする。

第2に、資産価値の下落に伴う諸問題を含め、現在直面している課題の早期克服に努める。土地の有効利用の促進や証券市場活性化策等を進めるとともに、金融機関の不良債権問題についても早期処理が必要である。また、雇用情勢や中小企業の経営環境に対応して適切な対策を講じる。

第3に、中長期的発展に資する日本経済の構造改革を推進するため、研究開発・情報化の推進、新規事業の育成等による経済フロンティアの拡大、規制緩和や輸入・対日投資を促進する。」

3つの柱の具体的な内容は、以下の通りである。

#### ①思い切った内需拡大

総額12兆8,100億円規模の公共投資等の拡大を行う。これにより、1995年度下期から1996年度にかけて切れ目のない執行を図る。

ー公共事業の推進…一般公共事業として事業費3兆9,300億円（公団の事業を含む）を追加、事業の実施に当たっては民間投資を誘発するものなど投資効果の高いものに重点、災害復旧事業費7,000億円を追加

- 科学技術・情報通信の振興、教育・社会福祉施設等の整備等…科学技術・情報通信の振興、研究施設等の整備のため事業費4,000億円を追加、教育・社会福祉施設等の整備、防災対策等の推進のため、事業費5,100億円を追加
- 土地の有効利用の促進…公共用地の取得、民間都市開発推進機構の土地取得及び地方公共団体等の公共用地の先行取得のため、事業規模として総額3兆2,300億円を追加
- 阪神・淡路大震災復興関連事業等の推進…一般公共事業を中心に事業費1兆4,100億円を追加
- ウルグアイ・ラウンド農業合意関連対策の着実な実施…一般公共事業と農業構造改善事業等を合わせて事業費1兆1,100億円を追加
- 地方単独事業の推進…地方公共団体に対して、1兆円の事業費の追加を要請
- 住宅投資の促進…住宅金融公庫の融資制度を拡充し事業規模5,200億円、貸付枠を33万戸追加、住宅リフォームの推進を図るとともに、都心居住を推進するため、都心共同住宅供給事業等を推進
- 財政投融资の積極的な活用…国債、地方債の消化等について財政投融资資金を積極的に活用
- 金融政策の機動的運営…内外経済動向及び国際通貨情勢等を注視しつつ、金融政策の適切かつ機動的な運営を図る

## ②直面する課題の克服

- 土地の有効利用の促進等…一般公共事業等を投入して、大都市地域に重点を置いて、都市計画道路、都市公園等の公共用地の取得を促進することとし、事業費1兆2,300億円を追加、低未利用地有効利用促進対策の実施、民間都市開発推進機構による土地取得を推進し、事業規模を5,000億円追加、地方公共団体等における公共用地の先行取得のため1兆5,000億円の規模で事業費の追加を要請、土地税制について、1996年度税制改正において結論を得るべく、総合的かつ積極的に検討
- 証券市場の活性化…自己株式の利益消却の場合のみなし配当課税の特例措置を講ずることとし、次期臨時国会に所要の法案を提出、ベンチャー企業等の資金調達の手続きの円滑化、個人投資家の株式投資促進、東京証券取引所に中期国債先物取引市場を新たに開設、償還期間2週間未満のCP発行を解禁
- 中小企業対策等（貸付規模1兆2,900億円）…政府系金融機関等による運転資金の支援を拡充し、中小企業の資金繰りを円滑化、中小企業信用保険の無担保保険、新事業開拓保険等の保険限度額の引き上げ
- 中小企業の構造改革の推進…創造的な事業活動を行う中小企業の資金調達を多様化するため、中小企業事業団の高度化融資を活用し、都道府県の財団等を通じた新たな直接金融制度を創設、中小企業の技術開発に対する補助制度を拡充、商店街の空き店舗の活用を促進する
- 農林漁業対策…低利融資の拡大等資金融通の円滑化
- 雇用対策…中小企業の活力を生かした雇用機会の創出・人材確保、新分野展開

を担う人材育成の推進，新規学卒者，未就職卒業者の就職支援，失業なき労働移動の支援，早期再就職実現のための特別対策の実施

- 金融機関の不良債権問題の取扱い…金融機関の不良債権問題については，処理を先送りすることなく，引き続き果敢に対応。また，預金保険制度の拡充，協同組織金融機関の経営の健全性確保，住宅金融専門会社を巡る問題への対応等を図る。

### ③経済構造改革の一層の推進

- 科学技術・情報通信の振興，教育，社会福祉施設等の整備等…科学技術・情報通信の振興，研究施設等の整備，教育・社会福祉施設等の整備，防災対策等の推進
- 新規事業育成策…新規事業の創業期・立ち上がり期における資金調達を円滑化するための公的機関による支援策を拡充・強化，人材確保の円滑化
- 新産業・生活インフラ整備等の促進…民活法の特定施設整備事業の対象を追加，繊維産業の構造改革に資する新たな生産・流通基盤の構築
- 輸入・対日投資の促進等…FAZ（フォーリン・アクセス拠点）構想の推進を通じた輸入拡大，対日投資を促進するための低利融資制度を日本開発銀行等に創設
- 規制緩和等の一層の推進…規制緩和推進計画の改定作業の着実な実施，規制緩和の早期実施，公共料金の見直し

以上の対策の総事業費は14兆2,200億円であり，その内訳は図表3-7の通りである。

経済効果については，「企画庁は，公共投資の乗数効果を考慮すれば，今回の経済対策は単純計算で，（年度をまたぐ形で）今後1年間に名目GDPを2%以

図表3-7 経済対策（1995年9月20日決定）の経済規模の内訳

項目	規模
総計	14兆2,200億円
公共事業の推進	4兆6,300億円
一般公共事業（公団の事業を含む）	3兆9,300億円
災害復旧事業	7,000億円
科学技術・情報通信の振興，教育・社会福祉施設などの整備等	9,100億円
科学技術・情報通信の振興，研究施設等の整備	4,000億円
教育・社会福祉施設等の整備，防災対策等の推進	5,100億円
土地の有効利用の促進	3兆2,300億円
公共用地の取得	1兆2,300億円
民間都市開発推進機構による土地取得の推進	5,000億円
地方公共団体等における公共用地の先行取得	1兆5,000億円
阪神・淡路大震災復興関連事業等の推進	1兆4,100億円
ウルグアイ・ラウンド農業合意観点对策の着実な実施	1兆1,100億円
地方単独事業の推進	1兆円
住宅投資の促進（住宅金融公庫の融資拡充）	5,200億円
中小企業対策等	1兆2,900億円

図表 3-8 1990年から1996年にかけての経済対策

	名称	決定日	内閣	事業規模	経済効果
第1次経済対策	緊急経済対策	92年3月31日	宮澤内閣		
第2次経済対策	総合経済対策	92年8月28日	宮澤内閣	10.7兆円	今後の1年間でGNPを2.4%程度押し上げる
第3次経済対策	総合的な経済対策の推進について	93年4月13日	宮澤内閣	13.2兆円	向こう1年間の名目GNPを2.6%押し上げる
第4次経済対策	緊急経済対策	93年9月16日	細川内閣	6.2兆円	
第5次経済対策	総合経済対策	94年2月8日	細川内閣	15.3兆円	向こう1年間で名目のGNPを2.2%程度押し上げる
第6次経済対策	緊急円高・経済対策	95年4月14日	村山内閣		
第7次経済対策	経済対策	95年9月20日	村山内閣	14.2兆円	今後1年間に名目GNPを2%以上増やす

上増やす効果がある（調整局）と予測している」と報じられている<sup>69)</sup>。

この対策の特徴は、何と言ってもその事業規模の大きさである。14兆2,000億という規模は過去の経済対策と比較しても最大であり、この点は対策の前書きにも明記されている通りである。

まず、国の一般会計支出だけで5兆円規模を追加するというのはかつてない規模である。これは、対策のたびに議論の的になってきた真水論（事業規模は大きい、実際にGDPの増加に結びつく「真水」は少ない）を意識したものである。米国政府からも、真水を伴った本格的な財政出動が強く要請されていたし、経済界や与党からは「5兆円以上の真水」を求める声が出ていた。この点について政府は、総事業費14.2兆円から融資関連、年度内に公共事業の用地購入の契約をするだけで実際の支出は翌年度以降になる「ゼロ国債」（国庫債務負担行為）や、取りあえず事業の要件を緩和するだけの民都機構の拡充などを除いた8兆円強が国や地方自治体の支出を通じて実需につながると説明している<sup>70)</sup>。

以上述べてきた一連の経済対策を表にまとめたものを示しておく（図表3-8）。

#### （政府の経済政策をめぐる批判）

結果的に景気の停滞が長かったことから、政府の経済運営については、景気対策を打つのが遅く、かつ不十分だったのではないかとという批判がある。

これについて、1992年まで経済対策取りまとめの責任者として経済企画庁調

69) 『日本経済新聞』1995年9月21日。

70) 『日本経済新聞』1994年2月5日。

整局長の任にあった吉富勝氏は、日本経済新聞とのインタビューで次のように述べている。

「私がとりまとめた対策は1992年の春の公共投資前倒しと8月の総合対策です。景気が後退し始めたのは1991年春からだが、1991年中はまだ大変な労働力不足でした。GNPギャップが生じ始めたのは1992年初めです。だから1992年春の前倒しと8月の10兆7,000億円もの対策はタイミング的に遅すぎたとは思いません。国民所得統計でも公共投資は、1992年4-6月から前年同期比15%前後で伸びているからです。それなりの責任は全うしたと思っています。

誤解を恐れずに言えば、不況がきたらそれは政策の失敗というのは私はあまり正しいとは思いません。山が高いと前述の3部門（注：製造業設備、オフィス用ビル、家庭内耐久消費財の3部門）のように不可避的な調整が大きく、それが公共投資の増大を相殺してしまうのです。製造業の資本ストックが前年比で8%以上も増え続けることは長続きし得ない。この不可避的な調整を景気対策で除去することはできない。

では、不況対策を何のためにとるのか。それは不可避的な調整を超えて起こる不必要な調整の防止です。資本ストックの伸びが前年比で4%を著しく下回るほどに落ち込んで雇用調整が大きくなるのは防がなければならない。」

景気対策についての批判には、「政府が経済の実態を正しく把握していたのか」「政府の政策スタンスの変化は遅すぎたのではないか」「政府が取った政策は十分だったのか」「政府は景気の変動をどこまで小さくすることができるのか」といった多くの問題点が隠されていることが分かる。

#### （財政政策の効果をめぐる議論）

これまで述べてきたように、政府は繰り返し景気刺激策を取ってきたが、結果的に1990年代を通じて景気はそれほど目覚ましく回復しなかった。このため、この時期の公共投資の増額を中心とする景気対策は効果に乏しかったという考えが一般的である。この点についてのいくつかの議論を紹介しておこう。

公共投資の効果についての議論は、出発点から2つに分かれる。1つは、結果的に公共投資そのものが増えていなかったのではないかという議論であり、もう1つが、公共投資は実施されたが、その経済的波及効果が小さかったという議論である。

前者の、そもそも公共投資が増えていなかったのではないかという点については、1995年8月に発足した村山改造内閣で経済企画庁長官を務め、経済対策の取りまとめに当たった宮崎勇氏が、次のように述べている<sup>71)</sup>。

「補正予算の時に追加対策が積み上がって、その時には『わあ、増えたな』ということになるんですが、翌年度の本予算時に絞り込む形になるんです。」「公共投資を中心にした固定資本形成は、増えたといわれていますが、実はあまり増え

71) 宮崎勇[2005]p. 272.



図表 3-9 名目公共投資の推移 (兆円)

年度	名目固定資本形成(兆円)	増加額	増加率(%)
89年度	27.1	1.8	7.1
90年度	29.2	2.1	7.7
91年度	31.7	2.5	8.3
92年度	37.3	5.6	17.7
93年度	40.3	3.0	8.1
94年度	39.4	-0.9	-2.2
95年度	42.2	2.8	7.2
96年度	40.8	-1.4	-3.3
97年度	38.7	-2.1	-5.2

出所)内閣府「国民経済計算」(1995年基準)。

ていないんです。」

現実の名目公共投資の推移を見たのが図表 3-9 である。1993 年度までは継続的に増加しているものの、1994 年度は減少し、1995 年度は増加したものの、1996 年度、1997 年度は再び減少している。確かに継続的に経済対策がとられたにもかかわらず、実際に公共投資が拡大したとは言えない。

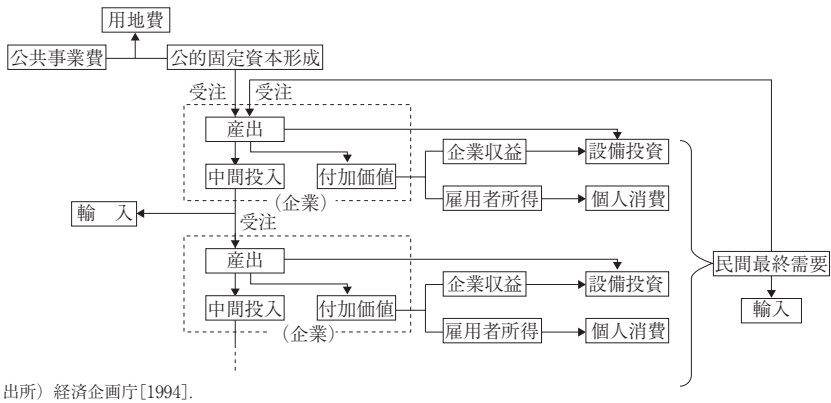
実際に公共投資が増えなかった理由としては、国の予算にかかる公共投資は増えたが、地方公共団体の公共投資が減少したということが考えられる。さらに言えば、「国の予算にかかる公共投資が増えたから、地方の公共投資が減った」という議論もありうる。それは次のようなロジックである。地方公共団体が行う公共投資は、国から補助を受けて行う「補助事業」と地方公共団体が独自に行う「単独事業」に分かれる。国の公共事業予算が増えると地方にとっては補助事業が増える。すると公共事業の財源は補助事業を行うための地方の負担分を賄うために使われ、その分単独事業の財源が減ってしまう。こうした作用によって地方の単独事業が減ると、それがせつかくの国の財源による公共投資の増加の効果を減殺することになってしまうのである。

もう 1 つの可能性は、公共事業を実施したが、その経済的効果があまり現れなかったのではないかということである。この点については、経済企画庁[1994]の分析がある。

この分析では次に示す図表 3-10 を使って、公共事業の波及経路が次のように説明されている。

「まず、①建設会社等による受注があり、その結果、②建設労働者の所得、建設会社の企業収益（すなわち付加価値）が増加し、③鉄鋼、セメント等の建設資材の調達（中間投入）が生じ、④増加した付加価値が、個人消費や設備投資（最終需要）の原資となり、さらにこうした中間投入や最終需要が新たな中間投入や付加価値をもたらすというパターンを繰り返すことにより、当初に支出された公共投資から新たな需要が生みだされるのである。また、⑤各産業の生産活動の活発化が稼働率の上昇を通じて設備投資を刺激するという経路もある。設備投資は企業収益より稼働率の影響を強く受けることから、設備投資への効果としては④

図表 3-10 公共投資の波及経路



より⑤の方が重要であろう.]

そして、公共投資の乗数が低下するルートとして、①付加価値の増分のうち雇用者所得に回る割合（限界的な労働分配率）が低下する場合、②雇用者所得の増加が個人消費を刺激する度合い（限界消費性向）が低下する場合、③公共投資の増加が各産業の稼働率を上昇させることにより設備投資を刺激する程度（設備投資の感応度）が低下する場合、④各段階で発生する需要が輸入によって賄われる度合い（限界輸入性向）が上昇し、国内での付加価値の増加に結び付きにくくなる場合の4つの可能性を指摘する。

この4つの可能性を実証的に検討した結果、①～③は成立していないが、④については、限界輸入性向が上昇しているとし、公共投資乗数が低下しているとすれば、日本の限界輸入性向が上昇し、日本経済が所得の増加に対して輸入が増加しやすい構造へと変化してきたため、公共投資によって誘発された需要の一部が輸入によって賄われ、海外への所得流出になる割合も高まったことが主たる原因であると結論付けている。

こうした議論とは別に、小峰[2007]は次のように、当時の経済状況が公共投資の波及効果を小さくする方向に作用したのではないかと述べている<sup>72)</sup>。

「1990年代の日本経済は、人も設備も余っていた。中でも建設業はバブルの反動をまともに受けて、設備や人手を減らすという産業調整を余儀なくされていた産業の代表であった。つまり、建設業は、雇用、設備、債務が過剰だったのだから、その建設業に需要を追加しても、それ以上の雇用、設備投資は生まれにくく、収益は借金の返済に当てられるだけになってしまう。」

72) 小峰隆夫[2007]p. 91.

## 第2節 金融政策の転換

1980年代後半以降のバブルの生成と崩壊の中で、金融政策はきわめて大きな展開を示した。すなわち、1980年代後半には金融は緩和方向で運営され、これがバブルが生まれる1つの大きな原因となったと考えられている。その後、バブルの弊害が大きく意識されるにつれて、1989年以降は、一転してバブルつぶしのために金融は引き締め方向に転ずる。1991年まで続いたこの引き締めは、当初は多くの人々から喝采をもって迎えられたのだが、その後景気の低迷が長引くにつれて、この時の金融引き締めが行き過ぎだったのではないかと評価されるようになる。そして、1991年以降は、金融はもっぱら景気刺激のために緩和方向へと向かって行き、最終的にはゼロ金利政策、量的緩和政策へと向かっていくのである。

本章では、1990年以降の経済を扱っているが、上記のような金融政策の展開を踏まえて考えると、金融政策については1989年以降5月以降の金融引き締め以降を一括して論じた方が適当であると考えられる。

(1989年5月の公定歩合引き上げ)

1987年2月以降歴史的な低水準を続けてきた公定歩合は、1989年5月に2.5%から3.25%に引き上げられた。この時の日本銀行の発表文は次のようになっている。

「最近における国内景気、物価、為替相場等の動向並びにこれらの動きを反映して市場金利が上昇してきている状況の下で、金融政策の適切な運営を確保するため、日本銀行は、本日公定歩合を0.75%引き上げることを決定し、31日から実施することとし、同時に、預貯金等の金利の最高限度額変更につき大蔵大臣の発議を受け、金利調整審議会に諮問した。

日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと考えており、また、これを通じてわが国の対外不均衡の是正と世界経済の健全な発展にも寄与するものと期待している。」

そして、日本銀行はこれと同時に、「公定歩合引き上げの趣旨について」と題する次のような文書を発表している。

「(最初は前述の発表文と同じなので省略)

最近の国内経済情勢をみると、個人消費、設備投資の増大と企業収益、家計所得の増加による前向きの循環を軸として、堅調な景気拡大が続いている。

一方、物価面では、これまでのところなお安定圏内にあり、また、消費税の価格転嫁についてもとくに問題視すべき状況は出ていない。しかしながら、円安や原油高の影響、製品・労働需給の引き締めなどからみて、先行きの物価情勢には注視を要するものがある。

また、金融面でも、マネーサプライが引続き高い伸びを続けているほか、企業

金融も長期に亘る金融緩和の結果、極めて引き緩んだ状態にある。

この間、為替相場の円安・ドル高が進行し、対外不均衡の改善も鈍化している。

今回の公定歩合の引き上げは、以上のような経済・金融情勢の総合判断に基づき決定したものである。（以下発表文の最後と同じなので省略）」

この公定歩合引き上げに際しての澄田総裁の会見の要旨は以下の通りである<sup>73)</sup>。

- ①物価上昇の恐れがある状態を作らないために、今回は早めに予防的措置（利上げ）をとった。この措置が物価の安定を確保する効果に期待しており、今のところ再利上げは全く考えていない。
- ②物価の安定が今後確保されることに国民は深い関心を抱いていると思う。今回の措置は国民の期待に添うものとして十分効果があると期待している。また、規制預金金利などの水準が物価上昇に比べて適当でないという声もあり、その点でも今回の措置は必要である。
- ③今回の利上げは金融緩和から引き締め政策への転換というよりも、（物価上昇の）予防的色彩のものである。
- ④今回は市場金利の上昇を十分に勘案して利上げた。今後の適切な短期金融市場の地合いが得られるよう細かく金融調節をしていきたい。既に市場では短期金利が上昇しており、株式相場なども金利引き上げを吸収して動いてきた。市場関係者が今回の措置に正しい理解をもって対応すれば大きな影響はない。

こうした公式見解から注目される点として次のような点を指摘できる。

第1は、資産価格についての言及が全くないことである。当時は少なくとも政策当局者は全く「バブルつぶし」という意識はなかったようである。

ジャーナリズムの反応は分かれる。朝日新聞は社説で、次のように述べており、バブルつぶし的な側面に期待を示している<sup>74)</sup>。

「日銀が利上げによってインフレ抑制の意気込みを示したのは、理にかなっている。産業界に広がりつつあったインフレ期待心理に水をぶっかけることになるだろう。

公定歩合年2.5%という空前の超低金利時代が2年余り続いた間に、投機が相次ぎ、土地、株の急騰をもたらした。カネこそすべての風潮も広がった。金融超緩和から引き締めへ転じることで、こうしたムードが少しでも変わればいいと思う。」

一方で、日本経済新聞社説は資産価格についてはまったく言及せず、次のように述べている<sup>75)</sup>。

「金融政策に偏りすぎた経済運営は不均衡の是正など問題の根本的な解決をかえって遅らせる。プラザ合意以降の政策協調は、ドル安誘導のための協調利下げ、ドル急落食い止めのための日米金利調整、そしていまのドル高抑制のための日欧

73) 『日本経済新聞』1989年5月31日。

74) 『朝日新聞』1989年5月31日付社説「利上げの効果はどこまで」。

75) 日本経済新聞社説「金利偏重より総合調整を」1989年5月31日。

利上げと、どの局面をみても、金融政策に頼りすぎているきらいがある。それは、プラザ合意の政策協調の目標にも沿ってはいない。」

第2は、ではなぜ金利を上げるのかという点については「市場金利への追随」という視点が強調されている。

この利上げを報じた日本経済新聞も見出しは「市場追随型金利引き上げ」となっている。

経済企画庁[1989]も「これは、内外経済動向を反映して市場金利が上昇してきていた状況の下で、いわば水準調整を行ったものであり、時宜を得た判断であると考えられる」と述べている<sup>76)</sup>。

当時金利は上昇傾向にあったが、これは、①景気が長期拡大傾向にあったこと、②円相場が下落気味であったこと、③原油価格が上昇していたこと等の背景があった。実体景気が先行き上昇傾向を維持するであろうという期待と、円安・原油高の中で物価が上昇率を高めるのではないかと物価上昇期待があいまって長短金利が上昇した。こうした市場における金利の動きに追随して公定歩合を引き上げたという説明である。

マネーサプライ(M2+CD)をみると、金融緩和の浸透、資産の増大等の影響を受けて、1988年度中対前年同期比10%を超える増加が続いていた。

この市場金利追随型の公定歩合引き上げという説明に対して、これは日本銀行が市場金利を引き上げて、結果的に公定歩合を引き上げる環境を作ったのではないかという解釈もある。上川[2002]は次のように説明している<sup>77)</sup>。日本銀行はかねてから2.5%という公定歩合は低すぎると感じており、これを引き上げようとしてきたが、大蔵省などの反対で実現できなかった。そうした中で、日本銀行は1988年11月に新金融調整方式を導入している。短期金融市場を改革して、コール・レートの金利を自由化し、期間1ヵ月未満の手形買いオペを実施することなどを内容とするものであった。この新金融調整方式の下で、日本銀行は1989年5月にインターバンク市場での短期金利を高めに誘導し、それがオープン市場での短期金利上昇にもつながった。そして市場の実勢金利が上昇しているからという理由で、公定歩合の引き上げを可能にしたという考えである。

第3は、一般に注目されていたのは、資産価格よりも為替との関係であった。当時はドル高傾向が強く、主要国は協調介入してドル高を止めようとしており、欧州諸国も利上げに動いていた。円レートも1ドル140円を超えて円安に進む動きを見せており、金利を引き上げて、ドル高・円安傾向に歯止めをかけるべきだという議論が強かった。

(1989年10月の公定歩合引き上げ)

日本銀行は、1989年10月11日に公定歩合を、3.25%から3.75%へと0.5%

76) 経済企画庁[1989]第5章 第2節 財政・金融政策の動向。

77) 上川龍之進[2002]による。

引き上げた。

発表文は次の通りである。

「今回の措置は、最近の為替相場、海外金利の動き並びに国内景気、物価、マネーサプライの動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇している状況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。」

この時の公定歩合引き上げでは、次のような点が注目される。

第1は、資産価格についての言及がないことだが、この点は同年5月の公定歩合引き上げと同様なので詳しくは省略する。要するにバブルつぶしという意識は、日銀にも一般的にも乏しかったということである。

第2は、為替への配慮が政策決定に強く影響していたと見られることだ。公定歩合引き上げの際の発表文においても、「為替相場」について最初に言及していることからこの点は明らかであるし、決定直後の記者会見においても、日本銀行総裁は、公定歩合引き上げを判断した経済・金融情勢の1つとして「為替市場では先般のG7合意を受けて、ドルは反落したわけですが、地合いはなおきわめて不安定です」という点を指摘している<sup>78)</sup>。

この総裁発言でも触れられているように、直前の9月23日に先進7ヵ国はワシントンで蔵相会議(G7)を開き、「最近のドル高は各国のファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)に合致せず」「これ以上のドル高と過度のドル安は世界経済に悪影響を与える」とし、為替安定のために各国が介入を強化することでも合意していた。また、大幅な貿易黒字を記録している日本には内需の拡大を要請している。

第3は、政策決定から実施までのタイムラグを置かなかったことである。それまでの公定歩合の変更は、決定の翌日から実施されるのが通例であったが、この時は決定後ただちに実施となった。これはマーケット時代の新しい方式だと受け取られた。

### (バブルつぶしをねらった金融政策)

金融政策がバブルを強く意識するようになったきっかけは、やはり澄田総裁から三重野総裁への交代であったようだ。

三重野氏は1989年12月17日付で総裁に就任した。この就任の際の記者会見については次のように報じられている<sup>79)</sup>。

「日本銀行の第26代総裁に17日付で就任した三重野康総裁は18日、初めて記者会見し、金融緩和がもたらした地価上昇問題への対応策として不動産関連融

78) 『日経金融新聞』1989年9月25日。

79) 『日本経済新聞』1989年12月19日。

資を抑制するため、金融機関の個別融資にも注文をつけていく考えを明らかにした。これまでの融資自粛要請だけでは十分な効果を得られないことから、融資案件ごとに厳しくチェックする姿勢を示したものだ。(中略)地価上昇は首都圏から地方の中核都市に波及、最近では再び東京圏で上昇の兆しをみせている。このため日銀は金融機関に対し、不動産関連業種向けの融資自粛を要請したほか、リース会社やファイナンス会社などノンバンク向け融資についても土地投機につながらないように十分審査することを機会あるごとに求めてきた。

地価上昇の原因について三重野総裁は『法律や税制などいろいろな要因がからんでいるが、金融が片棒をかついでいることは否めない』と金融緩和の副作用を率直に認めた。地価の抑制策としては『金融政策だけで抑えることはできない』としながらも『このまま放置すると大きな影響が出る。個別融資に注文を付けていくこともやむを得ない』と述べた。」

この記事からは、地価問題についての強い意欲がうかがわれる。

また、12月22日の記者会見でも、三重野氏は次のように述べている<sup>80)</sup>。

「問 物価情勢をどう判断しているか。

答 足もとは落ち着いているが、先行きについては警戒的な態度であり、手放して楽観はできない。景気拡大は4年目に入り、労働、製品需給はひっ迫しており、特に人手不足は深刻だ。為替は狭いレンジ内だが不安定だ。先行きどうなるか目が離せない。通貨供給量(マネーサプライ)の伸びも名目成長率より高い。さらに東京の地価が上昇に転じている。

問 土地や株などによるストックインフレが起きている。それに対応する金融的量的な規制が重要では。

答 地価は物価指数に入っていないが、あまりに上昇すると、家賃やサービスの上昇につながる。いまインフレマインドはないが、インフレマインドを引き起こす引き金になるという意味で地価上昇は放置できない。」

ここでは、地価を直接ターゲットにするということではなく、地価の上昇がインフレを引き起こす恐れがあることを指摘している。

このように、もともと三重野氏は地価の抑制に強い意欲を持っており、これに一般的なバブル憎しの感情が加わって、「平成の鬼平」という評価が定着していったのではないと思われる。

(1989年12月の公定歩合引き上げ)

日本銀行は1989年12月25日に、公定歩合を3.75%から4.25%へと0.5%引き上げた。

発表文は次のようになっている。

「今回の措置は、最近における国内景気、物価、マネーサプライ並びに為替相場、海外金利の動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた状

80)『日本経済新聞』1989年12月23日。

況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置が今後とも物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。」

三重野日銀総裁は公定歩合引き上げ発表後の25日に記者会見し、利上げを決断した背景として、①製品、労働需給が引き締まり、特に人手不足が深刻化している、②銀行貸し出しが高い伸びを続け、通貨供給量（マネーサプライ）が高水準、③欧米の金利が高止まりし、円がドルや欧州通貨に対し軟調、④地方都市に地価高騰が波及している—などをあげ、こうした状況を反映した短期市場金利が10月の利上げ以来、大幅に上昇している点を指摘している。さらに地価高騰に歯止めをかけるため、金融機関に対してもこれまで以上に節度ある融資姿勢を求める考えを強調したと報じられている<sup>81)</sup>。

この時の公定歩合引き上げは、三重野新総裁が就任して直後のものであったが、それも関係して、決定前後に議論を巻き起こすことがいくつかあった。

第1は、日本銀行が、公定歩合の引き上げのタイミングを新総裁就任後に合わせようとしたのではないかという疑問である。これについては、当時日本銀行の経済研究所長であった三宅純一氏が（1989年）10月のある会合で再々利上げを主張したところ、他の出席者が「澄田さんはもうじきやめるから、三重野さんの就任の引き出物に取っておく」と言われたと述べている<sup>82)</sup>。

第2は、公定歩合の直前に新聞が利上げをスクープし、これが橋本蔵相の怒りを呼び、一旦撤回するという出来事があったことだ。すなわち、1989年12月17日の読売新聞に公定歩合引き上げがスクープされた。これについて、橋本蔵相が「一体どういうことですかあれは」と三重野総裁に質問したところ、三重野総裁は「何か出ていましたな。どういうことなのか調べてみましょう」と他人事のような受け答えをした。このため橋本蔵相が激怒し、同日午前中に新聞記者に「公定歩合については、事務方に白紙に戻してこいと言ってある」と発言した。これに対して、日本銀行の田村総務局長は同日午後緊急記者会見し、公定歩合引き上げについて「全く白紙の状態。何も決めていない」とする異例の談話を発表している。こうしたことがあって、当初22日に予定されていた公定歩合引き上げは、25日に延期されたとされる。

この出来事は、日本銀行の独立性を損なうものとして語られることが多いが、その後の展開はやや微妙である。橋本蔵相、大蔵省は、この出来事をみずからの失敗と位置付けていたと考えられるからである。確かに、大蔵省の首脳が公に日本銀行の政策決定に不快感を示し、しかも、政策決定そのものをひっくり返したかに見えるような行動を取ることは、当然、多くの人々に大蔵省が日本銀行の政

81) 『日本経済新聞』1989年12月26日。

82) 2001年9月10日に塚田紀史氏が三宅氏に行ったインタビューにおける発言として上川龍之進 [2002]p. 178で紹介されている。



策決定に介入しているという印象を与えたからである。岸[1993]によると、橋本蔵相はこの件を大人げなかったと反省したとされる。また、鈴木[1992]は、橋本蔵相は、周りから大蔵大臣が公然と公定歩合の引き上げに文句を言うことの問題点を指摘され、その後は日本銀行の公定歩合操作に公然と文句をつけるというタブーを犯すことはなくなったとしている。

この点について、12月25日の記者会見で質問を受けた三重野総裁は、「利上げを決断したのは25日」としながらも「蔵相が不快感を示したのも無理はない」と述べ、蔵相発言で利上げ決定が遅れたことを暗に認めたとされる。

### (1990年3月の公定歩合引き上げ)

日本銀行は1990年3月20日に、公定歩合を4.25%から5.25%へと1.0%引き上げた。

発表文は次のようになっている。

「今回の措置は、最近における国内景気、物価、マネーサプライ並びに為替相場、海外金利の動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた状況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置により、現在の情勢の下で、物価に対する予防的措置を万全ならしめたものと考えており、この措置が市場の安定に寄与するとともに、今後とも内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。」

この公定歩合引き上げの頃には、必ずしもこれ以上の金利引き上げは必要ないのではないかという議論が現れ始めている。

大蔵省も金利の引き上げに消極的だったようだ。例えば、朝日新聞は次のように報じている<sup>83)</sup>。

「過去3回の利上げについては、日銀と大蔵省との認識のズレはなかった、といわれる。

しかし、大蔵省幹部はいま『これまでは水準訂正、物価上昇を防ぐ予防的措置だったが、次の利上げではじっくり議論させていただく』と、慎重な構えだ。21日には、2年半ぶりに国債整理基金特別会計の資金を使って、このところ下落一方の長期国債を買い戻すオペレーションをした。このままでは、新規発行長期国債の表面利率が上がって財政負担が重くなり、最悪の場合、発行ができなくなる事態になるのを防ぐのが目的で、現状では利上げに消極的だ。」

なお、同じ朝日新聞の記事で、次のような一節がある。「三重野総裁はこれまで、物価動向と金融政策を判断する注目点として①製品・労働需給のひっ迫度合い、②円相場や輸入原油価格の動き、③マネーサプライの増加率、④地価高騰の広がり、⑤企業経営者のインフレ心理—を、何度も挙げてきた。」この中では、

83) 『朝日新聞』1990年2月22日。

金融政策の判断について、地価の動向を明示していることが注目される。

こうした注目点から当時の状況を見ると、①産業機械や建設資材など一部製品では、需給がさらにひっ迫、人手不足は深刻化してきていた、②円安ドル高基調は変わらず、2月下旬には1ドル=145円台となり、原油価格も高めで推移していた、③2月20日に発表した1月のマネーサプライ（M2+CD）の前年同月比伸び率は11.5%増と、1988年3月（同11.8%増）以来の高水準になっていた、④地価もまだ下落の兆しを見せていなかった、など日本銀行サイドから見ると、金利引き上げの条件が揃っていたことが分かる。

#### （1990年8月の公定歩合引き上げ）

日本銀行は1990年8月30日に、公定歩合を5.25%から6.0%へと0.75%引き上げた。この時の金利引き上げ局面では、これが最後の引き上げであり、この時の6%というレベルが当面のピークとなった。

発表文は次のようになっている。

「今回の措置は、最近における国内景気、労働需給、物価、マネーサプライの動向などを勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保し、インフレ防止に対する姿勢をより明確にすることが必要との判断に立って、実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置が、物価上昇圧力の顕在化を未然に防止するとともに、金融市場の安定にも寄与し、また今後とも内需中心の成長を持続させる条件を整えていくものと期待している。」

この公定歩合の引き上げは、オーソドックスな景気の過熱と物価上昇を予防するための金融引き締めだったと理解することができる。当時はまさにバブル景気の最後の時期に当たっており（景気の山は1991年3月）、人手不足の深刻化で賃金コストが上昇し、通貨供給量（マネーサプライ）も高い伸びが続いていた。また、1990年8月にイラク軍がクウェートに侵攻するという湾岸危機が勃発し、原油価格が上昇しており、これが物価上昇率を高めることが懸念されていた。

三重野日本銀行総裁は公定歩合変更後の会見で「国内の物価上昇圧力は強まりつつあり、新たに中東情勢の急変による原油価格高騰の要因も加わった。インフレ抑制に対する姿勢を明確に示す必要がある。今回の引き上げがインフレ圧力の顕在化を未然に防止し、内需主導の景気をできるだけ長続きさせるとともに金融市場の安定に寄与することを期待している」と述べている<sup>84)</sup>。

各方面の評価も、物価上昇の未然防止という観点で妥当というものがほとんどであった。橋本龍太郎蔵相も相沢英之経済企画庁長官も「物価上昇圧力の顕在化を未然に防ぐという観点から時宜を得た措置」と述べている<sup>85)</sup>。

このように見てくると、バブル末期の最後の金融引き締めについては、バブル

84) 『日本経済新聞』1990年8月30日。

85) 『日本経済新聞』1990年8月31日。

退治そのものはそれほど意識されないようになってきているように見える。この点は、政策割り当ての観点から次のように理解することができるかもしれない。今、金融政策という1つの手段に対して「物価安定」と「バブル退治（または資産価格の安定）」という2つの政策目標が割り当てられているとしよう。1980年代の末期までは経済は拡大する一方で、円高の進行もあって物価は安定的に推移していた。さらに対外的な配慮からの内需拡大の必要性もあった。こうした観点からは金融を引き締める理由は出てこない。一方では、資産価格の上昇、特に地価の上昇を抑制すべきだとする議論は強まっていった。すると、前述の2つの政策目標は相互にベクトルの向きが異なることになるので、引き締めは理屈としてはバブル退治を強調することになる。しかし、最後の引き締めの頃になると、景気の過熱傾向が明確になり、放置しておけば物価の上昇が起きるという見込みが各方面で抵抗なく受け入れられるようになってきた。すると、2つの政策目標は矛盾しなくなるから、あえてバブル退治を持ち出さなくても引き締めの理由を説明できることになる。このように考えると、バブル末期の金融政策からバブルつぶしの色彩が消えたのは、バブルをつぶすべきだという意識が薄らいだからというよりは、あえて難しい理屈を持ち出すまでもなく金融引き締めという方向を打ち出すことが可能になったからだと言えるかもしれない。

（平成の鬼平伝説はどこから来たのか？）

以上が日本銀行による公定歩合引き上げの歩みである。こうした公定歩合の引き上げは、一般に「バブルつぶし」と受け止められており、特にバブル末期の1989年末に就任した三重野日本銀行総裁は、「平成の鬼平」と賞賛された。

例えば、日本経済新聞の社説は次のように指摘している<sup>86)</sup>。

「当時、バブル退治に見せた三重野総裁の剛腕は評判がよく、『平成の鬼平』などと一部マスコミが持ち上げたりした。」

また朝日新聞は次のような記事を載せている<sup>87)</sup>。

『「平成の鬼平」とは、日本銀行の三重野康総裁に奉られた異名である。

故池波正太郎氏の代表作『鬼平犯科帳』に登場する火付盗賊改方の長官、長谷川平蔵は、盗賊から鬼のように恐れられた。が、義理も人情も心得ていて、江戸の庶民から慕われた。

インフレに火をつけ、バブル経済に乗って濡れ手で粟の儲けをかすめとろうとする者たちを、金融引き締めで懲らしめる。庶民が夢見る、そんなバブル退治のヒーローを、三重野総裁に重ね合わせているわけだ。」

こうして「平成の鬼平」という評価は定着していくのだが、当時の資料をたどってみると、次のような疑問がわいてくる。

第1に、日本銀行は、資産価格（特に地価）を抑制するために金利を引き上げ

86) 日本経済新聞社説「バブルに振り回された三重野時代」1994年12月13日。

87) 『朝日新聞』1991年5月14日。

たという説明は全くしていないことである。これまで紹介してきた公定歩合変更時の公表分には、『地価』『資産価格』という言葉は一切登場しない。

三重野自身も記者会見でそういう説明はしていない。例えば、1990年3月に公定歩合を4.25%から5.25%に引き上げた後の記者会見で、三重野総裁は次のように答えている<sup>88)</sup>。

「問 過去の超緩和の副作用の是正も期待されているのですか。

答 例えば金融緩和の悪い方の副作用として、土地の値段などの資産インフレといったものを指摘していいのかと思いますが、もちろん、地価の上昇そのものを今回の措置によって下げるとか、あるいは防ごうとか、そういうつもりはありません。しかし、金利が4回上がりここまで戻ってきたということは、地価の上がり方に対して抑制的な効果があるだろうとは思っております。土地の値段については総合的な施策が必要であります。しかし（金利が）上がったこと自体、そういったものに対して抑制的な－もちろん限界のですけども－効果があるということは意識しております。」

このように、地価そのものを政策目標にしているわけではないことを明言しているのである。

第2に、全体を通してみると、三重野氏が特に利上げを主導したわけでもない。日本銀行は1989年5月から1990年8月まで5回の利上げを行い、金利を合計で4%引き上げているが、このうちの2回、1.75%分は前任の澄田総裁の時代に行われたものである。また、三重野総裁はその後金利の引き下げを行っており、結局三重野総裁の時代に金利は1.75%まで下がっている。これは1989年に金利を引き上げ始めたときの水準より低い。結果的には三重野総裁は金利の引き上げではなく、引き下げを行った総裁だということになる。

にもかかわらず三重野総裁が「平成の鬼平」として脚光を帯びたのには次のような理由がありそうだ。

第1は、利上げが短期間に集中していることだ。三重野総裁は、就任直後の12月に0.5%、さらに1990年3月には1%、8月には0.75%と、わずか8ヵ月ほどの間に公定歩合を合計2.25%も引き上げた。この思い切った引き上げが強い印象を与えたのではないか。

第2に、三重野氏の利上げのタイミングがちょうどバブルの崩壊の時期に一致していたことだ。株価は1990年初から低落を始めているし、地価は、1991年以降本格的に下落に転じている。

第3は、大蔵省や政治家と戦って利上げ姿勢を貫いたという印象が強いことである。前述のように、三重野氏は何度か大蔵省や政治家から強い干渉を受けている。こうした周辺の声にもかかわらず次々に利上げを実行したことが強い印象を残したのかもしれない。

例えば、後述するように、1990年12月に相沢英之経済企画庁長官が公然と日

88) 『日本経済新聞』1990年3月21日。

本銀行の高金利政策を批判したことに対し、日本銀行が政策スタンスを変えなかったことについて、ある都銀首脳は次のように述べたとされる。

「地価の沈静を前面に出して金利の引き上げを次々に行なった。地価の抑制という大義名分の前にはだれも金利の引き上げには反対できなかった。この作戦は明らかに三重野・日銀の勝ちですよ。政界は統一地方選挙があったから公定歩合を下げた、これを武器にしようと考えたのかもしれませんが、とうとう口に出すことはできなかった。へたをすると、自民党がバブルの弁護をするということになりかねないからだ。三重野さんの作戦勝ちです。」

第4は、金利を上げる時もさることながら、金利を下げる時に、政治家などからの早期引き下げに抵抗して、金利の引き下げを送らせた点がバブルつぶしに貢献したという印象を与えているのかもしれない。例えば、日本銀行は1992年4月1日に公定歩合を引き下げているのだが、この時には、同年2月頃から、景気の悪化を懸念する自民党の金丸信副総裁が「日銀総裁の首を切っても公定歩合を下げさせるべきだ」と発言するといった騒ぎがあった。こうした政治的な圧力に抵抗していたことが、鬼平伝説を生む素地となったのかもしれない。

金融政策は、1991年7月以降は緩和に転じ、景気の減速に対応した政策運営へと変わっていくことになる。以下、金融緩和のプロセスをたどってみよう。

#### (公定歩合の第1次引き下げ (1991年7月1日))

1991年7月1日公定歩合が6.0%から5.5%へと0.5%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「最近における国内景気、マネーサプライ等経済動向の変化に照らしてみると、物価をめぐる情勢は幾分好転してきている。この間、市場金利はピークに比べ低下をみている。今回の措置は、以上のような状況に鑑み、今後とも物価の安定を基軸に据え、内需中心の成長を息長く持続させる趣旨から実施することとしたものである。

もとより、日本銀行としては、景気の水準がなお高い状況下、物価情勢については引き続き注意が怠れないと考えており、今後の金融政策運営に当たっても、これまで同様、物価安定を基軸に据えた慎重なスタンスを堅持していく所存である。」

この時公定歩合を引き下げた理由は何だったのか。この点については、次の3つがポイントとなる。

第1は、景気への配慮である。事後的に見ると、日本の景気は1991年前半に山を打っている（当初の山の日付は1991年4月だったが、その後1991年2月に修正されている）から、その事実を知るもの目からは、景気に配慮した金利引き下げではないかと考えたくなる。

しかし、当時政府では、1991年8月の月例経済報告までは「景気は拡大傾向にある」という判断を一貫して続けていた。判断文の中にもある「景気の水準がなお高い」という表現は、この時期はまだ、積極的に経済を浮揚させるという意

識はなく、高すぎるレベルを調整するという感覚であったことをうかがわせる。また、通常、財界からは早めに金利引き下げ要請が出されるが、この時はそうした動きはほとんど見られない。

この点について、三重野総裁は公定歩合引き下げ後の記者会見で、次のように述べている。「国内景気ですが、緩やかな減速過程をたどってきている。そうしたもとの製品需給はタイトではありますが、ひとところに比べれば幾分緩和してきている。労働需給もやはりまだタイトですが、それでもひっ迫度合いはようやく一服の兆しが見られ始めている。きょうの支店長会議の支店長の報告でもそういうことが言われていました。

金融面では、通貨供給量（マネーサプライ）の伸び率は逐次低下してきたわけですが、もちろん過去の長い金融緩和の結果としての企業の手元流動性はまだ高水準にはありますが、それでも短観などにみられるように漸次、縮小してきているとは言えると思います。

こういうふうな国内の景気あるいは金融情勢の下で、物価全体としてみれば騰勢が幾分鈍化してきているということは言えると思います。長短金利もピークに比べれば若干、低下をみている状況にあるわけです。そういった状況にかんがみまして、金利水準の調整を図る—もっと具体的に言えば、金利水準を若干、下げるように手直しをする。そういった趣旨から実施したわけですが、今後とも物価安定を基軸にした内需中心の成長が出来るだけ長続きすることを願って、今回の措置をとったわけであります。」

つまり、景気は緩やかに減速しており、マネーサプライの伸びが鈍化したり、金利が下がる等の動きがあり、物価の騰勢も弱まってきた、したがって高すぎる金利を調整する余地が出たという説明である。

三重野総裁は、記者会見で「普通、公定歩合を下げるというのは景気が落ちて行くときにそれを下支えする場合がありますね。今回の場合は、景気は減速しつつあるけれども、現在はまだ高い水準で、特に失速する気配はない。…(景気を)下支えするというよりは、若干手直しをして、より(景気の減速を)スムーズにしたいというのが狙いです」と述べている。

結論としては、「景気が悪くなってきたので、金融政策でてこ入れする」という意識はほとんどなかったようである。

第2は、対外的な配慮である。当時、ドル高・円安が進行しており、国際的にも協調的に利上げを行って、為替市場を安定化させるべきだという議論が強かった。この点については、6月に7ヶ国蔵相会議(G7)が開催され、その共同声明では、「ドル上昇防止のために協調介入を行う」ことと「利下げは各国の裁量にゆだねる」ことが盛り込まれた。協調利下げは日本、ドイツの反対もあって盛り込まれず、利下げの是非は日本銀行の判断に委ねられることになっていた。こうした点から見て、対外配慮を行うべき直接的な義務はなかったものの、ある程度の配慮を示す必要に迫られていた可能性がある。

タイミングをどう解釈するかも重要である。7月中旬にはロンドン・サミット

が予定されていたため、日本としては利下げに向けての姿勢を示しておけば、サミットの中で総理が利下げを迫られるという事態は回避できるという判断が働いた可能性もある。いわゆるサミットへのお土産としての利下げである。

なお、この共同声明と公定歩合の引き下げとの関係については、共同声明で各国の裁量に委ねられたため、かえって利下げを行いやすくなったということも考えられる。すなわち、日本銀行の基本姿勢は、金融政策はあくまでも独自の判断で行われるべきものだということのだから、国際的な圧力に左右されて金融政策を運営しているという印象は避けたい。すると、共同声明で利下げを謳うより、独自性に任せた方が利下げをしやすくなるからである。

橋本蔵相は、公定歩合引き下げ後の記者会見で、「先進国首脳会議(ロンドン・サミット)に向けての協調利下げという意味合いはあるのか。」という問に対して「先日の7ヶ国蔵相会議(G7)で各国独自の金融政策が確認され、政策選択の幅が広がったことが、日銀が今回のタイミングで踏み切った大きな要因だと思う」と述べている<sup>89)</sup>。

第3は、バブル退治の行き過ぎへの配慮である。この頃から、日本銀行は、これ以上バブル退治に力を入れて資産価格を下落させると、金融機関が深い傷を負うことになるという意識を持ち始めた可能性がある。

三重野総裁は、公定歩合を引き上げていく過程で、何度か地価に言及しており、世間では、各方面からの反対にもかかわらずバブルつぶしを進めている「平成の鬼平」として知られるようになっていたが、次第に地価からは距離を置き始めたようにみえる。

例えば、日本経済新聞は、三重野総裁の講演内容を紹介した記事の中で、次のように書いている。「三重野日銀総裁は(6月)14日都内で講演し、金融政策の運営姿勢について『景気、物価などの総合判断の一環として、地価を視野に入れているが、あまりそこにこだわってもいけない』と述べ、必ずしも地価動向にしばられないとする立場を強調した。」

その後の推移を知る目から見ると、「これ以上資産価格の下落を目指す必要はないだろう」という気持ちになりがちだが、当時はむしろ一般的には「この程度の地価下落で金利を下げてしまってもいいのか」「金利を下げると、再び地価が上昇し始めるのではないか」という問題意識のほうが強かったようだ。

例えば、朝日新聞はこの公定歩合引き下げを論評した社説で、次のように述べている<sup>90)</sup>。

「日銀が4年5ヵ月ぶりに公定歩合を引き下げ、金融緩和に転じた。鬼平呼ばわりされてきた三重野総裁は内心でほっとしているに違いない。だがここで、今後の金融政策は緩和の速度を速めることなく、慎重に運営するよう注文しておきたい。

89) 蔵相の記者会見の内容については、日経金融新聞1991年7月2日による。

90) 朝日新聞社説「金融緩和はそろりと」1991年7月2日。

…また、バブル経済の是正もはたしてどこまで進んだのか。金融政策はもともと日本経済全体の行方を判断して決めるべきで、バブル退治が主目的ではない。しかし、地価の上昇は沈静化したものの、高水準にあることはここで指摘するまでもない。

…これだけの疑問、気がかりが残っている。これから先の金融緩和にはぜひ慎重であってほしい。鬼平役を降りた三重野総裁だが、必要とあれば、いつでも鬼平に戻る姿勢は保っていてほしい。」

公定歩合引き下げ後の三重野総裁の記者会見でも、「公定歩合を6%に維持してきた理由のひとつにバブル退治がありました。バブルをどれだけ退治できたのですか」という質問が出ており、総裁は「この2年ちょっとの間、金利を上げてきたことによって、株式あるいは土地の値段は、ある程度是正が進んだと思います。ただ、土地の値段については非常に安心だという状態にまで是正が進んでいるとは思いません。公定歩合は0.5%下げるけれども、これによって再び土地の騰貴が起きないように十分土地の値段には注意して行くし、また政策のかじ取りについては、そういったことを念頭に置いて行きたいと考えています」と、依然としてバブル再燃への配慮を滲ませた答をしている。

橋本蔵相の記者会見でも、「利下げによる地価への影響などはどうとらえるか」という質問が出されており、蔵相は「地価対策は金融政策だけではなく政策全般で行うもので、今回の利下げが地価上昇を再び招くような危険はなくなってきている。日銀としても地価に対する問題点を十分に認識したうえで今回の措置をとったと思う。仮に、地価が再び過熱しそうになれば、情勢に応じて日銀としても判断を別のかたちで示すだろう」と述べている。

この時、財界から積極的な利下げの要望が出なかったのも、バブル再燃の火付け役になるのを嫌がったからだと考えられる。

この利下げは、各方面からもほぼ異論なく受け入れられた。

橋本蔵相は、公定歩合の引き下げを受けた記者会見で「物価をめぐる情勢が好転している状況下での利下げであり、時宜を得た措置だ」と述べている。財界首脳のコメントもいずれも「適切なタイミング」だとして日本銀行の決定を支持している。

#### (公定歩合の第2次引き下げ (1991年11月14日))

1991年11月14日公定歩合が5.5%から5.0%へと0.5%引き下げられた。公表文は次のようになっている。

「今回の措置は、最近における国内景気、物価、マネーサプライ並びに為替相場の動向などを勘案しつつ、これらを反映して長短市場金利が低下している状況の下で、この際、公定歩合の引き下げを図ることが適当との判断に立ち実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価安定を基盤とした内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。



もとより、物価を巡る情勢については、引き続き注意を怠れないものがあり、日本銀行としては、これまで同様、物価安定を基軸に据えた慎重な政策運営姿勢で臨んでいく所存である。」

前回同様、ここでも「景気との関係」「国際的配慮」「バブルへの配慮」という3つの角度から当時の状況を見てみる。

第1に、景気については、前回の引き下げ時とは異なり、かなり景気に配慮して引き下げをという声が強まっている。

日銀内からも景気を懸念する声が上がりに始めていた。10月29日に開催された日本銀行支店長会議後の記者会見で、南原晃大阪支店長は「関西は利下げの大合唱。企業心理は冷え込んでいる」と述べている。

三重野総裁は公定歩合引き下げ後の記者会見で、引き下げの経済的背景について、「国内の景気は引き続き緩やかな減速過程をたどっている。ただ、製品需給の引き締めは、ひとところに比べると緩和してきている。また先行きに対しては不透明感もあって、企業マインドは慎重味を加えつつある。金融面では企業金融は総じてまだ余裕を残しておりますけれども、マネーサプライの伸び率は、このところかなりの低下を示している。為替相場は秋口以降、幾分円高方向で、比較的落ち着いた展開をしている。

物価面では、消費者物価はなおやや高めの上昇率となっていますけれども、国内の卸売物価は一段と落ち着いた推移を示しています。また地価も引き続き沈静化の方向にあると思います。市場金利は長・短両金利とも秋口以降一段の水準低下ということになっています」と説明している<sup>91)</sup>。全体として、それほど景気の先行きに懸念を抱いているという言い振りではない。

公定歩合引き下げ時の発表文を見ても、「景気の水準がなお高い」という表現が消えたことが注目される。この時期の前後の政府の月例経済報告における景気判断をみると、10月までは「緩やかに減速しながらも、引き続き拡大している」という表現だったのが、11月には「拡大テンポが緩やかに減速しつつある」と変更されている。この頃から「水準は高い」という意識は政府も日本銀行もなくなりつつあったのだと考えられる。

ただし三重野総裁は、記者会見で、「現在の景気減速過程というのは、長い間続いた高成長で成熟期の景気に入った自然の調整である。日本銀行としてはより安定したバランスの取れた成長への移行の過程であるというふうに見ており、これはむしろ望ましい。ただ、その調整が行き過ぎて深度の深いものになってはいけぬ。そのためにキメの細かい緩和策を取ってきているわけであります」と発言している。この発言からすると、依然として水準論は意識されているようにも見える。いずれにせよ、「高水準からの調整」という考え方から、経済の停滞という考え方に移行しつつある段階であったことは間違いなさであろう。

第2の国際的側面については、発表文に「為替相場の動向を勘案しつつ」とい

91) 三重野総裁の記者会見については、日経金融新聞 1991年11月15日による。

う表現が入っていることが注目される。これは1990年4月に1ドル158円程度であった為替レートが次第に上昇し、1992年には130円程度で高止まりしていたことを反映したものであろう。

当時は多くの人が円レートの行方に強い関心を持っていたのだが、11月初めにアメリカが公定歩合を0.5%引き下げており、これによって日本の金利が相対的に上昇するため、円高がさらに進むのではないかと懸念され始めていた。公定歩合の引き下げはこうした懸念にも応えるものであった。

ただし、三重野総裁は記者会見で、「米国は先週、公定歩合を引き下げたばかりですが、今回の引き下げの時期については、どうお考えですか」と問われて、「米国の金融政策と今度の引き下げには、直接の関係はございません」とはっきり述べている。日本銀行が、少なくとも表面的には、国際的な影響からは独立して金融政策を運営しようとする姿勢を貫いていたことが分かる。

第3のバブルとの関係では、世間では依然として、金利を下げると地価が上がるのではないかという考えが支配的であった。

公定歩合引き下げ後の会見で、三重野総裁は「7月から通算すると1%の下げになるが、これで地価のバブルが再燃する懸念はありませんか。ないとすれば、その理由は何ですか」と問われて、「沈静化傾向はだんだんとはっきりとしてきている。大都市では下がっていることも事実です。また、いわゆる土地神話に対しても、以前に比べると、それに対する疑問も少しずつ広がってきていると思います。しかし、いままでの上げ幅が大きかったわけだから、もう落ち着いたからこのぐらいでいい、という気にはとてもなれません。引き続き土地の値段の推移については厳しい目を注いでいきたいと考えている」と答えている。

ただ、依然としてバブルの再燃を警戒する声は強かった。この公定歩合引き下げについて論評した朝日新聞社説は、「内需主導型の政策を維持する面からも、公定歩合引き下げは自然な判断だったと思う」としてはいるものの、「今後の経済政策を運営するに当たって、政府、日銀にはたえず念頭に置いてもらいたいことがある。それは、金融緩和によって、バブル経済に再び火をつけてはならないということだ。低金利時代に投機的な経済行動で味をしめた企業や個人が、再び好機到来をうかがっていることを忘れてはならない。特に地価には嚴重な注意を払う必要がある。騰勢は沈静化したといっても、高水準に変わりはない」としている<sup>92)</sup>。

なお、この時の公定歩合引き下げは、そのタイミングをめぐって、大蔵省との意見の食い違いがあったと言われている。11月はじめに、宮澤新総理が誕生したこともタイミングに影響したようだ。当時の報道によると、大蔵省は宮澤新総理誕生と歩調を合わせて公定歩合の引き下げを求めたとされる。大蔵事務次官の保田博は11月1日の記者会見で、金融政策について「大蔵省と日銀の景気などの見方は一致している。日銀最高首脳の判断を待っている」と語っている。これ

92) 朝日新聞社説「利下げの効果を見守りたい」1991年11月15日。

は日本銀行に早期利下げを促す発言だったと受け止められている。

ただ、日本銀行は三重野総裁が国際決済銀行（BIS）の月例総裁会議に出席のためスイスに行っていたため、帰国後の14日に引き下げの時期を延ばしている。これは、新総裁誕生と時期を合わせると、政治的に動いたと勘ぐられることを恐れたからだと言われている。

（公定歩合の第3次引き下げ（1991年12月30日））

1991年12月30日公定歩合が5.0%から4.5%へと0.5%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「今回の措置は、最近におけるの実体経済や金融面などの諸動向を勘案しつつ、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ることも念頭に置き、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いっそう円滑かつ確実ならしめる趣旨にたって実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置により、こうした目的を実現していく上での必要な条件を金融面から十分整えることができたものと考えている。企業におかれても、これを前提として堅実な経営基盤の確立に向けていっそう努力を傾けられるよう強く期待している。」

「景気との関係」「国際的配慮」「バブルへの配慮」という3つの角度から当時の状況を見てみる。

第1の景気との関係については、日本銀行は、景気の減速感がやや強まっていると判断したようだ。公定歩合引き下げ後の記者会見で、三重野総裁は「国内景気は減速の度合いがやや強まっており、企業マインドは慎重になっている。一方、為替は緩やかな円高方向にあり、物価も全体としては落ち着きが確かなものになりつつある。地価も沈静化の方向だし、市場金利も一段と低下しており、金融、経済情勢の総合判断に基づき利下げを決断した。景気が急に悪くなったわけではないが、1～3月は来年度の事業計画を作る時期なので、企業マインドをテコ入れすることが安定成長への円滑な移行につながる」と述べている<sup>93)</sup>。

注目されるのは、企業への配慮を強くにじませ、「日本銀行としてはやるべきことを十分やったのだから、企業も自らの努力で対応して欲しい」と受け取られる文章になっていることだ。このことは、日本銀行としては、この程度の金利水準が経済の安定にふさわしいものであり、これ以上金利を引き下げていくつもりはないというメッセージを送っているようにも取れる。

第2の国際的側面については、この時期いくつかの大きな動きがあった。特に大きかったのは、12月中旬に、ドイツが公定歩合を8%という戦後最高レベルに引き上げた直後、アメリカは逆に公定歩合を1%引き下げて3.5%という35年ぶりの低位水準としたことである。ドイツの方は、東ドイツを統合したことから、財政赤字が拡大し、物価が上昇していたため、金融を引き締めざるを得なく

93) 以下、三重野総裁の記者会見の内容は、日本経済新聞1991年12月31日による。

なっていた。一方アメリカは、景気が停滞しており、ブッシュ大統領は1992年の大統領選挙を控えて、金利を引き下げることによって景気の浮揚を図ろうとしていた。この協調的行動の逆を行くようなちぐはぐな動きによって、ドイツ・マルクが上昇し、円も上昇し始めていた。

この時の金利引き下げは、日米金利差を縮小させることによって、こうした不安定な状況下の円レートを安定化させようという意図があったものと考えられる。

一方、アメリカが内需拡大、そのための利下げを求めていることは間違いないようだ。1月7日に来日が予定されていたブッシュ大統領の地ならしのために来日したゼーリック国務次官は「米国経済はクライシス（危機）に直面している。日本がマクロ政策で内需をテコ入れすることが、日米関係のクラッシュ（衝突）を避ける道だ」と日本政府に述べたという<sup>94)</sup>。

このため、この時の利下げは、アメリカ大統領の来日に合わせて決断されたのではないかという憶測を呼んだ。事実、ブッシュ米大統領は30日、アジア・太平洋4カ国歴訪への出発に先立ち、記者団に対し、今回の日本の公定歩合引き下げについて「世界経済回復に寄与する非常に重要な一歩」と歓迎する発言を行っている。日銀の迅速な利下げが、アメリカサイドの心証を相当改善したことは間違いないようだ。もちろん、三重野総裁は、公定歩合引き下げ後の記者会見でこうした見方について「今回の政策決定に政治的な配慮はまったくない。ブッシュ大統領の来日も念頭にない。米国の利下げは米国景気が悪いことによるものだし、日本も独自判断による」と明確に否定している。

なお、この時の公定歩合引き下げは、事前にほとんど予想されていないサプライズであった。このため「なぜこの時期に」という議論を呼んだが、ブッシュ大統領来日の直前ではあまりにも政治的意図が明確になるので、ギリギリのタイミングとして年末を選択したのだと解説されている。

第3に、バブル再燃への配慮については、依然としてある程度の意識が残っていたようだ。三重野総裁は、記者会見で「バブル退治が終わったとは思っていない。地価は沈静化の方向だが、これまでの上昇率を考えれば沈静化を定着させる努力が必要。地価対策は金融だけでできるものではないが、少なくとも金融面からバブルを再発させないように注視していく」と述べている。

#### （公定歩合の第4次引き下げ（1992年4月1日））

1992年4月1日公定歩合が4.5%から3.75%へと0.75%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「今回の措置は、国内景気の調整色が濃化している状況の下、物価面やマネーサプライ、さらには市場金利の動向なども総合的に勘案し、この際、もう一段の利下げ措置を講ずることが適当との判断に立って実施するものである。

日本銀行としては、今回の措置を含めこれまでの金融緩和の累積的効果が、今

94) 『日本経済新聞』1991年12月31日。

般決定された財政面における政府の諸施策と相俟ち、物価安定を基盤としたわが国経済の持続的成長を実現していく上で十分資するものと考えている。

本措置により、わが国の金利は歴史的にみても極めて低い水準に低下する。日本銀行としては、これが経済の各方面にどのような影響を及ぼしていくか、注意深く見守っていく所存である。」

この時の公定歩合引き下げは、かなりの話題を呼ぶこととなった。自民党からかなり露骨な引き下げへの圧力があったからである。2月13日に自民党の金丸副総裁は講演の中で、「金利（公定歩合）は日銀総裁の判断で決めることだが、日銀の判断で国民生活が安定するなら、首相はいらない。今、0.5%の引き下げをすべきだ」と述べたことが報じられている<sup>95)</sup>。同副総裁はさらに2月27日の竹下派総会であいさつし、「私は先に公定歩合を0.5%下げるべきだと申し上げた。日銀総裁の権限と言われているが、首相はオールマイティーだ。首相が（日銀総裁の）首を切る気になれば公定歩合は下げられる」と述べたという。

この金丸発言はマスコミでも大きく取り上げられ、話題になった。マスコミ、世論、野党はこぞって金丸発言は日本銀行の独立性を侵すものとして批判した。その後4月1日に現実に公定歩合が0.75%引き下げられたため、この時の発言との関係が再び問題になった。

一方では、日本銀行はもっと早く公定歩合の引き下げを考えていたのだが、金丸発言があったため、逆に利下げがしにくくなり、引き下げの時期が延びてしまったという解釈もある。

他方では、これは日本銀行が政治の圧力に屈したものだという考え方もあり、特に依然としてバブルつぶしを強調していた人々は、日本銀行を強く批判した。例えば、「平成の鬼平」の名付け親といわれる佐高信氏は、次のように書いている<sup>96)</sup>。

「反省しない銀行や、自分の首を切ろうとした政治家に『評価』される公定歩合の引き下げをやった日銀の三重野康総裁を、私はこれから『平成の鬼平』と呼ぶことはやめる。彼はつまり、十手を返上して盗賊たちに屈服したのである。」

4月1日という日取りも微妙なところである。というのは、その前日の3月31日に政府が緊急経済対策を決定しているからである。この対策は、その後たびたび繰り返されることになる政府の一連の経済対策の第1号となるもので、その中には「金融政策の適切かつ機動的な運営を図る」という一文が含まれている。すると、どうせなら政府の決定と同じ3月31日に公定歩合を引き下げてもよかったのではないかという議論がある。この点については、大蔵省は政府の対策との同時発表を求めていたが、同日にすると、日本銀行が政治的な圧力に屈したかのような印象を与える。そのような印象を与えず、かつタイミングを逃さずというぎりぎりの判断として翌日の4月1日が選択されたという解釈もある<sup>97)</sup>。

95) 『日本経済新聞』1992年2月14日。

96) 『朝日新聞』1992年4月4日。上川龍之進[2002]p. 182に引用があり、この一文の存在を知った。

97) 上川龍之進[2002]p. 183。

発表文の内容については、次のような点が注目される。

第1に、政府の財政面からの措置との連携が言及されている。政府はこの公定歩合引き下げに先立つ3月31日に第1回目の景気対策となる「緊急経済対策」を決定し、公共事業の施行促進などの政策を決めている。発表文の中の「財政面における政府の諸施策」とはこのことである。この「緊急経済対策」の中では「金融政策の機動的運用」という項目があり「金融政策の適切機動的な運用を図る」とされている。この時の公定歩合の引き下げは、こうした政府と一体となって決定された景気対策の中での日本銀行としての責任を果たすという意味があったのである。

第2に、日本銀行としては、これによって「かなりやるべきことはやった」というニュアンスが感じられる。「十分資する」という表現や、金利が歴史的に見てもきわめて低いレベルにまで下がったことに言及している部分にそれが感じ取られる。

#### (公定歩合の第5次引き下げ(1992年7月27日))

1992年7月27日、公定歩合が3.75%から3.25%へと0.5%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「国内経済は、個人消費は設備投資を中心に最終需要の増勢が鈍化し、在庫調整もやや遅れ気味であるなど引き続き厳しい調整局面にある。そうした状況下、物価は安定基調にあり、マネーサプライは低い伸びを続け、市場金利は軟化を辿っている。今回の措置は、以上のような状況のほか、為替相場の動向なども総合的に勘案し、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いくプロセスをいっそう確実なものとする趣旨に立って決定したものである。

日本銀行としては、今回の措置を含めこれまでの金融緩和の累積的効果が、わが国経済の安定的成長を実現していくことに十分資するものと考えている。

本措置により、金利水準全般が一段と低下を見ていくことになる。日本銀行としては、それが経済各方面にどのような影響を及ぼしていくか、今後とも注意深く見守っていく所存である。」

この中では、景気についての認識が「厳しい調整局面にある」とより厳しい認識になっていった半面で、金利が相当低くなっているという点についての懸念もあるというニュアンスが読み取れる。景気がさらに落ち込むのを防ぐのか、金融緩和が行き過ぎて将来のインフレをもたらさないようにするのか、日本銀行としても難しい判断を迫られる局面だったということであろう。

#### (公定歩合の第6次引き下げ(1993年2月4日))

1993年2月4日、公定歩合が3.25%から2.5%へと0.75%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「わが国経済は、企業や消費者の慎重な投資・支出マインドの下、最終需要の停滞が続いている。この間、物価は安定基調を一段と明確化し、対外収支面では

貿易、経常黒字とも引き続き増大をみている。今回の措置は、こうした実態面の動向に加え、市場金利やマネーサプライなど金融面の動向、さらには為替相場なども総合的に勘案し、わが国経済をインフレなき持続的成長の経路に移行させていくプロセスをできるだけ円滑なものとしていく趣旨に立って決定したものである。

日本銀行としては、今回の措置がこれまでの金融緩和の累積的效果などとも相まち、わが国経済の安定的成長を実現していくうえで十分資するものと確信している。産業界、金融界におかれては、新たな発展にむけての経営基盤の拡充・強化にいっそう努力を傾注されることを強く期待したい。」

この中では、次のような点が注目される。

第1は、対外収支面、為替相場への言及である。当時、1993年1月には1ドル125円程度であった為替レートは、かなりの勢いで上昇し始めており、結局は6月頃には107円程度まで上昇していく。その背景としては、経常収支の大幅黒字化への動きがあった。当時は、バブル後の景気停滞の中にこうした円高の動きが加わることが景気を一層悪化させることが懸念されていた。対外収支、為替相場への言及はこうした経済的背景を受けたものであろう。

第2は、再び金利の打ち止めを示唆する表現が見られることである。この時の引き下げにより、公定歩合はその前の金融緩和期の最低水準と並ぶ2.5%にまで低下した。バブルの経験を踏まえば、日本銀行としては、ここまで下げればこれ以上は下げるのはかなり難しいという気分が強かったものと思われる。

#### (公定歩合の第7次引き下げ (1993年9月21日))

1993年9月21日、公定歩合が2.5%から1.75%へと0.75%引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「最近の経済情勢をみると、景気は設備投資、個人消費の低迷から依然停滞基調を脱していない。この間、物価は安定基調を一段と明確化し、対外収支面では大幅な貿易・経常黒字が続いている。金融面では、景況感の悪化や日本銀行による弾力的な市場調節の下、各種市場金利は低下傾向を辿っている。他方、貸出やマネーサプライは引き続き低い伸びに止まっている。今回の措置は、以上のような状況のほか、為替相場の動向なども総合的に勘案し、わが国経済がインフレなき持続的成長の経路に移行していくプロセスをできるだけ円滑なものにするという趣旨に立って決定したものである。

新しい公定歩合は、当面の経済情勢に照してみても、十分に低い水準である。日本銀行としては、未曾有の低金利が弊害をもたらすことのないよう細心の注意を払いつつ、当面、今回の措置を含む金融緩和の累積的效果が速やかに浸透していくよう、適切な政策運営に努める所存である。」

なお、1995年3月31日には、公定歩合の引き下げには至らないものの、短期金利の低下を促すという措置が取られている。「当面の金融政策の運営方針について」と題された発表文は、次のようなものとなっている。

- 「(1) 景気は引き続き回復過程を辿っているが、その回復テンポはより緩慢なものとなっている。
- (2) 物価面では、卸売物価が最終財を中心に弱含みで推移しているほか、消費者物価も前年比上昇幅が引き続き低下傾向にあるなど、全体として一般物価は安定度合いを増している。
- (3) 金融面では、マネーサプライの伸びは緩やかなものにとどまっている。また、最近の債券・株式市場では、このところ為替円高化の動きなどを受けて、景気の先行きに対する不透明感が強まっているように窺われる。
- (4) 以上のような経済情勢を踏まえ、日本銀行は、当面の金融調節に当って、現在の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、短期市場金利の低下を促すことが適当と判断した。」

当時の情勢としては、1995年は景気の基準日付の上からは景気回復期に当たっているが、1995年の1月の阪神・淡路大地震、3月以降の急速な円高の進行などの中で、景気の減速が懸念されるという事態となっていた。

こうした中で、1993年3月27日に政府は「当面の財政金融政策運営について」という文書を発表し、「昨今の急激な円高や株価の下落は、今後の推移いかんによっては、経済の先行きに悪影響をもたらす恐れがある」という認識の下に、「適切かつ機動的な財政金融政策運営に万全を期す」とし、その具体的対応の中で「金融市場は、1.75%という史上最低の公定歩合の下で、引き続き緩和した状況にあるが、今後の金融政策の運営に当たっては、内外の経済情勢を注視しつつ、機動的、弾力的な対応を図る」としている。要するに、円高不安が高まる中で、政府として日本銀行に一段の金融緩和を求めたものと言えよう。その直後の31日に発表された、日本銀行の措置は、日本銀行としての独立性を保ちつつも、政府と一体となった政策姿勢を示すという観点から、公定歩合の変更には踏み込まないものの、短期金利の低下を促すこととしたものと考えられる。

#### (公定歩合の第8次引き下げ (1995年4月14日))

1995年4月14日、公定歩合が1.75%から1.0%へと引き下げられた。発表文は次のようになっている。

「最近の経済情勢をみると、景気は緩やかな回復を続けているが、為替相場の一段の円高化や資産価格の軟調持続等の環境変化の下で、先行き、回復基調の持続が懸念される状況にある。また、物価は安定基調を強めている。この間金融面では、マネーサプライの伸びは緩やかなものに止まっている。

日本銀行は先般、短期市場金利の引き下げを促す措置をとり、このところ各種市場金利は大幅に低下している。しかしながら、その後の環境変化をも踏まえて、最近の経済・金融情勢を総合的に勘案した結果、この際、市場金利の一層の低下を図ることにより、経済活動に対して金融面から最大限のサポートを講じることが適当と判断し、公定歩合の引き下げを決定した。

日本銀行としては、今回の措置が、わが国経済のインフレなき持続的成長を実



図表 3-11 1989～96年にかけての金融政策の変遷

発表日	総裁	政策の変更内容
1989年5月30日	澄田智	第1次公定歩合引き上げ(2.0%→3.25%)
1989年10月11日	澄田智	第2次公定歩合引き上げ(3.25%→3.75%)
1989年12月25日	三重野康	第3次公定歩合引き上げ(3.75%→4.25%)
1990年3月20日	三重野康	第4次公定歩合引き上げ(4.25%→5.25%)
1990年8月30日	三重野康	第5次公定歩合引き上げ(5.25%→6.0%)
1991年7月1日	三重野康	第1次公定歩合引き下げ(6.0%→5.5%)
11月14日	三重野康	第2次公定歩合引き下げ(5.5%→5.0%)
12月30日	三重野康	第3次公定歩合引き下げ(5.0%→4.5%)
1992年4月1日	三重野康	第4次公定歩合引き下げ(4.5%→3.75%)
7月27日	三重野康	第5次公定歩合引き下げ(3.75%→3.25%)
1993年2月4日	三重野康	第6次公定歩合引き下げ(3.25%→2.5%)
9月21日	三重野康	第7次公定歩合引き下げ(2.5%→1.75%)
1995年3月31日	松下康雄	短期市場金利の低下を促す(事実上無担保コール翌日物金利2.25%→1.75%)
4月14日	松下康雄	第8次公定歩合引き下げ(1.75%→1.0%)
7月7日	松下康雄	無担保コール翌日物金利の低下を促す(公定歩合の1.0%を下回る水準まで)
9月8日	松下康雄	第9次公定歩合引き下げ(1.0%→0.5%)

現していく上で十分資するものと期待している。」

この措置については、次のような点が注目される。

第1は、タイミングである。この公定歩合引き下げが決定された当日、政府は「緊急円高・経済対策」を決定している。この対策の中では、金融政策について「金融政策の適切かつ機動的な運営を図る」とされている。政府と最大限歩調を合わせて公定歩合の引き下げが決定されたことになる。

第2は、円高を意識していることである。前述の政府の対策も円高への対応が主眼であったが、日本銀行の発表文でも、環境変化の第1に「為替相場の円高化」が指摘されており、金融政策としても円高を強く意識していたことは明らかである。

円高と金利の引き下げとの間には、いくつかの関係が想定される。まず、金利の引き下げは円高そのものを抑制するだろう。海外との比較で国内の金利が下があれば、相対的に海外への資金移動が増えるから円安要因として作用するはずである。また金利の引き下げは、国内投資を刺激することにより内需を拡大させるから、円高による景気抑制効果を弱めることになる。また、内需の拡大は経常収支の黒字を減らし、この面からも円安要因として作用することが期待される。さらに、金利の低下は、円高によって輸出環境が悪化し、収益が悪化した企業の資金繰りを楽にするだろう。円高は、輸入価格の下落を通じて国内物価を引き下げるから、この面からも金利を引き下げる余地が大きくなるはずだ。

#### (バブルと金融政策)

ここで、この間の金融政策をめぐるいくつかの論点について触れておこう。

1つは、バブルつぶしと金融政策の関係である。

1989年5月から1990年8月にかけて、日本銀行は急激に金利を引き上げていった。これは一般にはバブルつぶしのための金利引き上げだったとされる。しかし、前述のように、公式の発表文では、金利引き上げの理由として資産価格については全く言及されていない。「平成の鬼平」と呼ばれた三重野総裁も、記者会見などで問われても、地価を下げるために金利を上げているとは一言も言っていない。この間の金融引き締めが資産価格の引き下げに影響を及ぼしたとしても、公式にはこの間の金融引き締めはバブルつぶしのためではなかったということになる。

この点についての公式の説明はないが、日本銀行は次のような理由で、資産価格と金融政策をむすびつけたくなかったのではないかと想像される。

第1に、物価の安定が望ましいことは当然であり、それが金融政策の最も重要な目標であることは疑問の余地がないが、資産価格の安定を政策目標とすることは必ずしも自明ではない。

それは資産価格が安定していたほうが良いという理由がないからである。仮に資産の価格が収益還元価格で決まるとしよう。経済が活性化して資産がもたらすフローの収益（地価であれば地代、株価であれば配当）が増大すれば資産価格は当然上昇するのであり、これを抑えて安定化させる理由はない。このような時に無理に資産価格を安定化させようとするれば、せっかく元気な経済を不必要に抑制してしまうことになる。

もちろん、資産価格がバブルだということが明確であれば、これを金融政策で除去することは可能かもしれないが、今度は「今がバブルかどうか」という難しい判断を求められることになる。

第2に、バブル期に多くの国民がバブルつぶしを求めた最大の理由は、地価が下がればマイホームを手に入れやすくなるという願望である。この願望は政府自らが打ち出した「住宅年収5倍以内」という目標によってさらに刺激された面がある。しかし、マイホームを実現しやすくするために金融政策を割り当てると、物価と地価が逆の動きを示すようなケース（例えば、物価は安定しているが地価が上昇している時）には物価の安定を犠牲にすることになってしまう。

### (低金利と国民生活)

第2に、低金利が国民生活を悪化させているという意識も強かった。言うまでもなく、景気が低迷し、物価がデフレ気味で推移するような時には金利を引き下げなければならない。しかし、景気が悪い時に金利を引き下げ続けることには、一般国民からの反感も強かった。金利収入が減ってしまうからである。

この点は、国民の意識に敏感な政治家の考え方に大きく影響していた可能性がある。ここでは3つの例をあげよう。

1つは、細川総理の政務秘書官を務めた成田憲彦氏の小説『官邸』である。これは、細川総理をモデルにした小説だが、その中で宗像総理が、秘書官たちとの

打ち合わせの中で、「ただ金融については、これまで以上に長く続いている低金利政策をいつまでも続けるのか、金利生活者への影響の観点からも、政権の哲学が問われるところかもしれませんね」と述べている<sup>98)</sup>。もちろんこれはフィクションだから、細川総理が本当にそう言ったのかは分からない。しかし、これが当時の金利に対する認識の一端をうまく表現していることは間違いのないのではないか。

2つ目は、村山総理が低金利に対する不満に同情的だったというエピソードである。社会党の村山富一氏が総理だった1994年6月から1996年1月の時期は、公定歩合が4回にわたって引き下げられた時期に当たっている。西村[1999]は、次のようなエピソードを紹介している<sup>99)</sup>。1995年秋の参議院本会議で、村山総理が答弁に立つ前に後ろに控えていた西村氏（当時は銀行局長）を手招きし、低金利が国民生活を圧迫しているという質問に対する答弁について、「おい、これは随分冷たい答じゃないか。こうしか言いようはないのかね」と言ったという。

3つ目は、一般国民の声である。1996年8月の朝日新聞の「声」の欄に、次のような投書がある<sup>100)</sup>。「公定歩合が史上最低の0.5%に引き下げられて、来月でちょうど1年になる。預貯金金利をあてにしていた年金生活者、特に年金額の低い高齢者の生活は苦しくなるばかりである。…現在の超低金利政策が、どんな目的で実施され、それが今日、どのような成果をあげているのか、詳しいことは知らない。だが、超低金利によって、企業や金融機関がその恩恵に浴し、そのしわ寄せが預金生活者や年金生活者にいったことは事実である。」

言うまでもなく低金利政策は、景気の回復のために講じられているものであり、金利を引き上げれば経済は大混乱に陥る可能性がある。しかし、一般国民の間では、預金金利の引き下げに対する反感は大きく、銀行のために庶民が犠牲になっているという意識は強かった。それは総理の意識にも反映されていたのである。

## 第4章 不良債権問題への対応

日本経済はバブル崩壊後、バランスシート調整問題に直面し、その処理に長期間苦しむことになる。中でも最も大きな問題となったのが金融機関の不良債権問題であった。本章では、その不良債権がどのように推移し、当時それをどのように認識していたのかを描く。

98) 成田憲彦[2002]上巻 p. 76.

99) 西村吉正[1999]p. 135.

100) 1996年8月14日朝日新聞の「声」に掲載された上中正一氏の投書。