

第1章 バブル崩壊直後の過程（平成元～4年度）

この第1章では、バブル崩壊後の日本経済の混乱と、平成元年度から平成4年度ごろまでの期間に政府・日本銀行が行った対応の概略を説明する。この時期の政府・日本銀行は1980年代後半に生じた地価、株価上昇を中心とする、いわゆるバブル景気への対処策を実施する一方で、景気低迷、及び不良債権問題への対応を開始した時期であった。また、平成4年6月には、数年間にわたる議論を経て、金融制度・証券取引制度を包括的に改革するための金融制度改革法が成立したほか、証券市場における不正取引等を踏まえ、証券取引等監視委員会の設置等を骨子とする公正確保法が成立した。

1 平成元年度から平成4年度にかけての金融政策の動向

（1）当初の金融政策運営

まず平成元年度以降の日本経済の全体的な動きを展望しておこう。日本の経済は1980年代の後半に、少なくとも見かけの上では、一つの大きなピークを迎えたと言える。実質GDPは昭和61年度から平成2年度までの5年間に年率平均約5%で成長した。この間、例えば株価は過去最高水準へ上昇し、平成元年12月29日の日経平均株価は3万8915円にまで到達するのである。

しかしこの好景気は、どちらかといえば見かけだけのものであったと言える。なぜならば、1980年代末の日本経済をより細かに見ると、その動向は非常に脆弱な基盤の下で拡大したことが分かるからである。国内の産業構造で見ると、それまで日本経済をリードしてきた製造業に変わって非製造業、特に不動産業やサービス業が次第に重要な位置を占めることになったが、これらの産業に属する企業の経営は、この当時、不安定な面があったのである。¹⁾

物価の安定を確保するという観点から、日本銀行は、平成元年5月31日に公定歩合を2.50%から3.25%へと引上げを開始し、同年10月11日には3.75%に引き上げるなど、景気の加熱に一定の考慮をはじめますが、この年の12月に日本銀行総裁が澄田氏から三重野氏へ変わった後、引締めめのテンポは本格化した。このような金融引締め政策の発動を受けて、日本経済は急激に停滞局面へと向かうのである。三重野氏の総裁就任後の平成元年12月25日に、公定歩合は4.25%に引き上げられ（第三次の引上げ）、平成2

年3月20日には5.25%、同年8月30日には6.00%へと急激な引上げが続き、平成3年4月にはマネーサプライの増加率（前年同月比）が3.7%と、この当時の史上最低を記録することになる。²⁾

（2）緩和政策への転換

日本銀行は平成3年7月以降、金融緩和政策に転じることになる。具体的には、物価を巡る情勢は幾分好転しているとして、平成3年7月に公定歩合を6.0%から5.5%へ引き下げることを選定した後、同年11月（5.5%→5.0%）、同年12月（5.0%→4.5%）と引下げを行った。また、この間、平成3年10月には、準備預金制度の準備率の引下げが実施された。その後、平成4年4月には、国内景気の回復基調の持続が懸念される状況の下、0.75%（4.5%→3.75%）の大幅な引下げを実施した後、同年7月（3.75%→3.25%）、平成5年2月（3.25%→2.5%）と、国内景気の低迷が続く中、一層の緩和措置を講じることとなった。

（3）金融調節手段の拡充等

こうした間、日本銀行においては、市場メカニズムの円滑な機能と金融政策の有効性確保のため、昭和63年11月の市場運営見直し措置³⁾発表以降、諸種の改善措置が講じられた。平成元年5月には、金融調節上の照準をより短期の金利にシフトさせ、長めの金利形成は市場の裁定にゆだねることを狙いとして、CP（Commercial Paper）オペが導入されたほか、円滑かつよりきめ細かな金融調節を図る見地から、TB（Treasury Bill）オペの導入（平成2年1月）等が講じられた。⁴⁾

また、日本銀行は、平成2年12月に当面の市場運営の見直し措置等として「金融市場調節手段の整備等について」を発表し、その中で「短期の国債市場」の育成等が必要との考えを示した。その後、同発表等を踏まえ、平成3年1月から手形市場での取引に係る担保の拡大（国債・政保債等公社債及び外貨手形の追加）等が実施された。⁵⁾

（4）窓口指導の廃止

この間、日本銀行は平成3年の6月に「窓口指導」という伝統的な政策を廃止することを決めた。この政策は、基本的には、各銀行等金融機関に対して、各月の（あるいは各期間の）貸出残高の推移に関する情報をヒアリングすると同時に、その貸出残高の推移について「指導」という政策であり、「オーソドックスな金融政策手段」、つまり公定歩合の変更、あるいはコール・手形市場における日本銀行のオペを補完する副次的な政策手段と考えられてきたものである。⁶⁾

日本銀行が直接的な貸出行動に対する規制を廃止することになった理由としては、(1)金融自由化の進展や厳しい経営環境の下、金融機関の与信活動の面で量的横並び意

識が後退し、各行の経営判断が十分加味されるようになりつつあり、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、(2)最近における信用リスク増大の顕在化を眺め、これまでの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、(3)これまでの金利政策の着実な効果浸透や、バーゼル委員会による国際的な規制（いわゆる「バーゼル規制」）面の制約から、この先金融機関の貸出は、自由な計画の策定を認めてもモデレートな伸びに止まる見通しにある、などが挙げられている。⁷⁾

この窓口指導の廃止によって、日本銀行の政策運営は、よりオーソドックスなものに変わっていくことになった。

〔注〕

- 1) 日本の製造業は次第に海外への輸出を中心とするようになっており、国内の経済の動向はサービス業や不動産業などの動向に支えられるようになってきた。しかし、こうした言わば新たに日本の国内経済を支える分野は、まだ十分に安定する局面にはなかったと言える。
- 2) 平成元年以降、2年間にわたる日本銀行の金融引締め政策は急激なものであったが、そのタイミングを巡っては様々な指摘もなされている。その指摘の一つは、日本銀行の金融引締め政策は、もっと早めに実施されるべきであったというものである（例えば、『日本経済新聞』（平成元年5月31日夕刊））。既に昭和63年には不動産価格などの高騰は進んでいたため、そのようなバブル傾向に対して、日本銀行はいち早く引締め策を打ち出すべきではなかったのかというものである。他方で、日本銀行が伝統的に引締め政策開始の目安としてきた物価水準を見ると、この時期にはそれほど顕著な上昇を見せていたわけではなく（卸売物価指数は昭和61（1986）年から平成2（1990）年までの5年間で平均マイナス1.4%、消費者物価指数はこの5年間で1.7%の上昇を見せたにすぎない。）、日本銀行の引締めは、物価水準が比較的安定していたこの時期にはむしろ不必要であり、この時期の金融引締めが結果的には深刻な金融不況をもたらす原因の一つになったのではないかという指摘もなされていた（例えば、岩田規久男『金融政策の経済学』（平成5年、日本経済新聞社）218-223ページ。）。
- 3) 昭和63年11月には、①手形市場における期間1か月未満の資金取引の導入と、②無担保コール市場における期間1か月未満の資金取引の導入と、③無担保コール市場における期間1か月以上の資金取引の導入を推進することとされた。
- 4) 日本銀行「平成元年度の金融および経済の動向―大型景気の実現と対外収支調整の進展―」『調査月報』平成2年5月号。以下、脚注に記載のある日本銀行の資料については、日本銀行ウェブ・ページに掲載されている。
- 5) 日本銀行「経済要録」『調査月報』平成2年12月号。日本銀行「平成3年度の金融および経済の動向―ストック調整の進展とその意義―」『日本銀行月報』平成4年6月号。
- 6) 窓口指導については、特に金融引締め期においては金融全体の動向を左右する非常に重要な手段と捉える見方がある一方で、有意な効果を持つ手段とは捉えない見方もあり（例えば、藤野正三郎『日本のマネーサプライ』（平成6年、勁草書房）第4章や福本智之、木村武、稲村保成、東将人「中国の窓口指導の有効性と金融環境―日本の金融自由化とバブル期の経験を踏まえて―」『日銀レビュー』（平成22年6月）を参照されたい。）、学問的な

論争もなされていた。

- 7) 『金融』平成3年8月号 44-45ページを参照。バーゼル規制の規制体系は、次第に複雑なものに進化してきたが、1980年代の後半から始められた試験的な規制の段階では、海外拠点を有する場合、個々の銀行等金融機関の保有する自己資本（基本的項目と補完的項目からなる。）がリスク・ウエイトによって加重された資産総額の8%（平成4年度末までは7.25%。）以上を目標とするというものであった。

2 ノンバンクの経営悪化とその対応

この時期、ノンバンクと呼ばれる金融機関の経営悪化が生じていた。ノンバンクのうち住宅金融専門会社（いわゆる「住専」）は金融機関の共同出資により設立されたものであり、母体行である金融機関から資金を借入れ、個人などに対して住宅購入の資金を融資することを主たる業務としていた。1980年代には、景気の上昇とともに、その業務を急速に拡大することとなり、住宅開発業者、不動産業者などに活発な融資活動を展開したのである。

このように1980年代に急速な成長を遂げたノンバンク金融機関は、1990年代に入るとその経営が急激に悪化することになった。この間、大蔵省は平成2年3月27日に、地価高騰に対する対策として不動産融資の抑制を求める（併せて、銀行等に対して不動産業、建設業、ノンバンクに対する融資の実行状況の報告を求める）通達を発出した。こうした大蔵省の通達は、既に昭和62年11月、平成元年12月に行われてきたものであるが、平成2年3月の通達は、さらに踏み込んで土地関連融資のいわゆる総量規制を実施したものであり、昭和48年以来17年ぶりとなる貸出額の総量規制であった。ノンバンク金融200社の平成2年9月末時点の貸付金残高56兆7703億円のうち建設業・不動産業向けが40.2%を占めており、これが示すように、地価高騰の中、金融機関による不動産業向け融資の急激な拡大が生じていた¹⁾（本巻「金融行政」参照）。

この後の地価の下落を受けて、ノンバンク金融機関は急速に困難な経営状態に陥った。住専に対しては、平成3年から平成4年にかけて、母体行が中心となって2次にわたる再建計画が策定されたが、予想を上回る地価の一層の下落の中、その経営はさらに悪化し、平成7年6月末には、住専の不良債権は全体で8兆4000億円にのぼり、そのうち回収不能債権が6兆3000億円に達することとなった。

こうした状況を踏まえて、政府は、関係金融機関による債権放棄・資金贈与、預金保険機構の業務拡充、住専処理機構の設立、損失処理に当たって財政資金を投入することなどを柱とする処理方策を決定し、平成8年度予算において財政措置を講じるとともに、関係法案を平成8年通常国会に提出した。予算及び法案成立を受けて平成8年7月には住宅金融債権管理機構（社長は中坊公平氏）が発足し、住専の保有する貸付債権を引き継いだ。中坊氏は、国民に二次負担はかけないとの基本方針を掲げ、同

機構による回収が強力に進められた。なお、住専7社は、同年8月31日に住宅金融債権管理機構と財産譲渡契約を締結し、清算することとなった（本巻「金融行政」参照）。

〔注〕

- 1) 大蔵省銀行局内貸金業調査会『ノンバンクの現状と金融システム上の諸問題—大蔵省ノンバンク研究会報告書—』（平成3年、金融財政事情研究会）100-101ページ。

3 金融制度改革

平成4年6月、「金融制度及び証券取引制度改革のための関係法律の整備等に関する法律」（平成4年法律第87号、金融制度改革法）が公布され、平成5年4月1日に施行された。同法は、金融制度調査会、証券取引審議会における数年間にわたる議論を踏まえ、金融の自由化、国際化、証券化の進展といった内外の社会・経済情勢の変化に対応して、金融・資本市場における有効かつ適正な競争を促進し市場の効率化、活性化を図るとともに、金融機関及び証券会社が経営上の創意工夫を発揮し、利用者のニーズに合った金融サービスを提供できるようにするため、日本の金融制度及び証券取引制度を包括的に改革するためのものであった。同法により、有価証券の定義の整備や、銀行・証券の業態別子会社方式による相互参入等の規定の整備がなされた（審議の経緯、同法に基づく具体的な措置等については本巻「金融行政」、「証券行政」、「証券市場」を参照されたい）。

4 証券・金融の不正取引とその対応

平成期初頭には、活発化した証券市場などを中心に、いわゆる証券・金融不祥事が発生したことも記さなければならない。

平成3年夏には、大手証券会社が損失補てんを行っていたなどの、いわゆる証券不祥事が発覚し、社会問題となった。これに関連して、内閣総理大臣から諮問を受けた臨時行政改革推進審議会は同年9月に「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」を内閣総理大臣に提出し、自由、公正で透明、健全な証券市場の実現を基本的目標として、大蔵省に国家行政組織法第8条に基づく機関である「証券・金融検査委員会（仮称）」を設置すること等を答申した。同答申等を踏まえ、平成4年6月には証券取引等監視委員会の設置等を骨子とする「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」（平成4年法律第73号、公正確保法）が成立、同年7月に証券取引等監視委員会が発足した。

しかし、こうした金融・証券市場における不正行為は、この後も発生することにな

る。平成9年には、大手証券会社の損失補てん等に対して、証券取引等監視委員会による犯則事件の調査が行われ、同委員会の勧告に基づき、関係者への行政処分等が行われた。また、同年の利益供与問題等を踏まえ、同年末に罰則整備を図るための商法改正や証券取引法等の金融関係法律の改正が行われた（本巻「証券行政」、「証券市場」参照）。