

研究ノート

バブルと国際政治：日銀を追い込んだ政治的背景

京都学園大学 経済学部

宮川 重義

要 旨

金融危機の前にはバブルがある。バブルは早晚弾けて不良債権を生み、金融危機を生ずる。したがって、バブルを引き起こさないのが肝要である。そのバブルは多くの場合、金融緩和と深くかかわっている。したがって、金融緩和の源、中央銀行には大きな責任がある。これが、これまでの経験的証拠が示唆するところである。わが国の90年代の金融危機も、80年代末の金融緩和が未曾有の資産価格の高騰を引き起こしたことに因をもつ。したがって、日本銀行の責任は重い、というのがこれまでの研究の教えるところである。しかし、当時の日銀は主体的になにも行動できない状況に置かれていた。日米の政治的関係に雁字搦めにされていたのである。最近、中央銀行の独立性、透明性を巡って理論的研究が進められているが、このような理論的研究は次の課題とし、本稿では触れない。

キーワード：ジェームズ・ベーカー、プラザ合意、国際政策協調

はじめに

Reinhart and Rogoff (2008, 2009) は、わが国の90年代末の金融危機を近世史における5大金融危機の一つに挙げた。その金融危機を起こした直接の要因は80年代後半に発生した資産価格の異常な高騰、バブル経済である。この80年代後半のバブルは日本銀行がマネーストックの管理を誤った結果であり、バブルを起こした日銀の政策責任は重いというのが、これまでの研究成果の教えるところである¹。それはそれとして、では日銀はどのようにしてそのような状況に追い込まれたのか、当時の日銀から完全に手足をもぎ取ったものは何か、本稿ではそこに焦点を当て、この時期、日本の政治家、官僚はどのように動いたのか、またアメリカ政府と日本の関係はどうであったかを考察したい。

このバブル舞台裏を巡る研究についてはすでに優れたものがいくつも存在する。その意味では本稿は屋上屋を架すものである²。しかし、バブルが終わって四半世紀を過ぎた今日、これらの研究資料を改めて整理、点検し、バブルはどのようにして生じ、何が日銀をどのように追い詰めたかを考えることはそれなりの意義があると考え。まず、そのためには、1985年のプラザ合意以降の国際協調政策について改めて見直す必要があるが、そのような政策協調がとられるきっかけとなった、レーガノミックスを見ることから始める。

1. 1980年代初めのアメリカ経済

1970年代末のアメリカは、ベトナム戦争の敗北、海外での権威の失墜、国内ではインフレと高失業が同時に存在するというスタグフレーションと、きわめて困難な状況にあった。このアメリカ経済の再生の期待を受けて、第一次レーガン政権が1981年1月に誕生した。同政権は、①政府支出の削減、②減税、③規制緩和、④金融引締め、の4本柱を基本に新たな経済政策に取組んだ。しかしながら、政府支出の削減、減税と小さな政府を目指したものの、軍事費の増大、さらには減税による所得増加、貯蓄増加も実現せず、財政赤字はむしろ急拡大した。1981年には個人所得を3年間にわたって大幅に減税する政策を決めた。減税はサプライサイド経済学に基づき、勤労意欲を高め、所得を増やし、貯蓄を増加することが期待されたが、結果的には消費を増したただけであった。また、政府支出は、軍事費の増加などにより思うように削減されず、財政赤字は急速に悪化した。インフレを抑制するためにマネーサプライを管理し、金融の大幅な引締めを実施したが、それは金利の大幅上昇をもたらした。この高金利は他国の資金を引き付け、為替レートの上昇へと導くことになる。しかしながら、強いドルは強いアメリカの象徴ともなり、問題にされることはなかった。レーガン政権の基本的立場はマネタリズムにあり、為替レートは各国の経済状況（ファンダメンタルズ）の実態に合わせて変動するものであり、市場に介入することは為替レートの本来の調整能力を乱すものと考えていた。したがって、レーガン政権は大幅な黒字国の日本の為替レートは本来自動的に円高に向かうものである、今それがなされていないのは、日本経済の特殊性にあり、それを改善することが重要であるという立場をとった。1983年11月にレーガン大統領が来日した際、「円・ドル委員会」の設置を求め、日本に金融市場の開放を求めたのはその例である³。この強いドルの影響を受けて、貿易収支は急速に悪化し、財政赤字と並んで、「双子の赤字に」アメリカ経済は苦しむことになる。もっともアメリカ人が自信を失った時期であった。

アメリカの経常収支赤字が顕著になる一方で、日本の黒字は大きく膨らみ世界の注目を受

¹ ただ、日銀金融研究所のバブル総括論文によれば、金融政策の失敗（長期的緩和）はバブルの必要条件であるが、十分条件ではないとして、バブルを引き起こしたその他の要因として、金融機関行動の積極化、金融自由化の進展、金融機関のリスク管理の遅れ、自己資本比率規制の導入、地価上昇を加速する税制・規制のバイアス、国民の自信、ユーフォリア（陶酔）、東京への経済機能一極集中、「国際金融センター」化、の7つの要因を上げている。翁、白川、白塚（2000）。

² 最近、中央銀行の独立性、透明性、ルール、に関して、新しい研究が進められている。Christian Matthes（2015）、S. Morris and H. Song shin（2005）、G. Tavlas（2015）など。この点は次の課題としたいが、その意味からも、ここで歴史的事実を明確に把握しておくことが重要と思われる。

けることになる。アメリカの貿易赤字は当然、ドル売り、円買い圧力となり、ドル安は進行すると予想されたが、ドルは円に対して上昇を続けた。為替レートが為替の実需によって決まるという時代ではなくなっていた。このドル高がまたアメリカの貿易赤字を増加させるという構図が生まれた。したがって、このドル高は、日本が対米輸出で稼いだドルが、ジャパンマネーとなりアメリカ国債などを買いまくった結果であるという見方もできる⁴。

レーガノミクスによる高金利、ドル高放任政策により、日本の経常収支の黒字は増加の一途をたどり、他方アメリカの赤字は増加した。アメリカの対日赤字は、1985年には、500億ドルにも達した。累増する対日貿易赤字の中でアメリカ国民の苛立ちは最高潮に達し、アメリカ議会では、保護主義が急速に台頭した。自由貿易派のフレンゼルド下院議員（共和党、ミネソタ州）は、「もし1985年夏にスムート・ホーレー法案が提出されていたら、圧倒的多数で可決されただろう」とさえ語った⁵。日米貿易摩擦が激化する中、1985年9月にG5の蔵相、中央銀行総裁がニューヨークのプラザホテルに会し、「プラザ合意」がなされる。その内容は、アメリカの経常収支赤字削減のために、各国は協力してドル高是正に努める。各国は内需拡大を行い、アメリカは財政赤字の縮小に努める。この政策協調の重要な点は、為替政策に力点がおかれ、財政政策の方は無視されたことである。日本、西ドイツ両国は70年代末に財政を中心とした積極的な成長戦略をとり、世界経済を牽引する「機関車」の役割を担われた苦い経験がある。そこで、為替調整で財政出動に対するアメリカからの圧力を避けようとした⁶。これが、後に大きなバブルを引き起こす遠因となる。また、プラザ合意による、為替介入の成功が、アメリカの財政再建の努力を削いだことも見逃せない。アメリカが財政赤字削減にもっと真剣に取り組んでいたら、また、日本がアメリカに対してその点をもっと強く要求していたら、バブルはなかったかもしれない。プラザ会議では、財政強調の側面は軽視された⁷。そのことは結局、大蔵省ではなく、日銀に圧力がかかることを意味する。

2. 1984年レーガン政権の人事

84年11月にレーガン大統領が再選されると、アメリカの経済政策は大きな変化を見せる。

³ このアメリカ側の強い要請により、日本の金融自由化は急速に進むことになる。この急速な自由化が過剰なマネーサプライの急増と重なり、後にバブルを発生させることになる。しかし、ここでは金融自由化の政治問題には触れず、後者のマネーサプライ増加についてのみ考察する。金融自由化とマネーサプライの関係については、伊藤隆敏他（2002）、第3章を、また金融自由化とマネーサプライの増加が重なり、バブルを生むという点については、Shigemitsu（1995）をそれぞれ参照。

⁴ たとえば、吉川元忠（1998）は、これが、マネー敗戦の始まりであると考え、当時の日米経済関係を次のように見ている。「日本は自らの貿易黒字の生み出した余剰をアメリカに注ぎ、アメリカはそのカネで好況を維持して日本の製品を買う。これがさらに日本の貿易黒字を膨らませる。乱暴な図式でいえば、日本は自分のカネで自分の製品を買い、それを貿易黒字と呼んでいたようなものである。/80年代に入って、ジャパンマネーが米国国債の大規模な取得に乗り出した結果、新たに形成された日米間のマネー関係は、基本的には貿易関係の裏返しといえるものであった。/日本は経常黒字の約半分を長期国債取得の形で安定的にアメリカに還流させていたことになる/この時期のアメリカが、日本をはじめ海外からの流入資金で経常収支の赤字を埋め、さらにその余剰分で自ら海外投資を実行するという、帝国循環が生じていた」。pp.54-56。

⁵ 船橋洋一（1992）p.19。

⁶ 船橋洋一（1992）pp.75-76。

⁷ 船橋洋一（1992）p.78。

その発端は財務長官の交代であった。大統領首席補佐官であったジェームズ・ベーカー (James A. Baker) がドナルド・リーガン (Donald Regan) に代わり、財務長官に就任し、ホワイトハウスでベーカーを支えていたリチャード・ダーマン (Richard Darman) が財務副長官となった⁸。また、マネタリストであり、財務次官としてレーガンの金融政策を支えたペリル・スプリンケル (Beryl Sprinkel) が経済諮問委員会の議長に転じ、経済政策の第一線から外れることになった。市場主義をとっていた、リーガン、スプリンケルの政治路線は、市場の調整を否定し、為替市場への積極的介入を支持する、路線に大きく変化する。当時の連銀議長ポール・ボルカー (Paul Volker) は次のように述べる。「ベーカーとダーマンが、彼らの前任者よりもドルに懸念をもっていることは当初から明白であった。彼らは、国内的または国際的な金融について特別の背景はもっていなかったが、非常に知的であり、何が重要事項かについての勘も鋭かった。何よりも、彼らは、研ぎすまされた政治的アンテナと直感をもったワシントンの古い住人であった。その時期に彼らが心配していたのは、議会、さらには米国全般に広がる保護主義的な圧力であった⁹」。

ベーカーとダーマンは 85 年 1 月に財務省に移ると、国際経済政策の立て直しに着手した。ベーカーは、日本、ドイツの輸出攻勢にアメリカ市場が大きな打撃を受け、それに対して何をすべきかという点に極めて敏感であった。彼は為替相場に介入することを決める。それは市場メカニズムを重視するレーガノミックスからの転換であった¹⁰。ボルカーによれば、プラザ合意はすべて財務省主導によって実施され、その意図は、「為替相場の変動に対して、少なくともなんらかの公的なコントロールを取り戻そうとする試みであった。主役を演じたのは FRB ではなくて財務省であった¹¹」。プラザ会議についてボルカーが相談を受けるのは 1 ヶ月前の 8 月になってからであり、ただ金利引き上げは困ると言われただけであった。レーガンには、プラザ会議直前の 1、2 日までその内容は報告されていなかったようである。しかし、ベーカーはレーガンには巧みに為替政策の転換を伝え、説得した¹²。

このベーカーとダーマン、それにデービッド・マルフォード (David Mulford) 国際問題担当財務次官補の 3 人がその後のプラザ会議、日米関係を主導していくことになる。副財務官、兼通訳としてプラザ会議に出席した近藤健彦によれば、「ダーマンが長期的、戦略的視野で一貫した政策協調の枠組み作りの起点としようとしたのに対して、マルフォードはより短期的、現実的に、市場に対して劇的な影響力を持つ舞台回しを考えた。その二人をベーカーが縦横に使いこなしたというのが、プラザ戦力の核心部分である¹³」。この 3 人の関係について、財

⁸ ダーマンはハーバード MBA で、40 歳前半で理論、政策通であり、ワシントン随一の切れ者と言われ、官僚社会と権力政治を熟知していた。船橋洋一 (1992) p.31.

⁹ ポール・ボルカーと行天豊雄 (1992) p.351.

¹⁰ アメリカの対外政策を決定する当局者の立場には、通商派と資本重視派がある。前者はアメリカの産業界の利益代表で、輸出を促進、後者は金融資本市場を重視し、アメリカへの資金流入に関心を払う。当初は後者が強かったが、アメリカの産業のドル安を求める声が増しに強くなった。吉川元忠 (1998) p.58.

¹¹ ポール・ボルカーと行天豊雄 (1992) p.339.

¹² ポール・ボルカーと行天豊雄 (1992) p.354.

¹³ 近藤健彦 (1999) pp.4-5.

務省ゼネラル・カウンセル（官房長）、キミットが当時駐米公使であった内海孚（まこと）に つぎのように説明している。ベーカーとダーマンは国際的問題に重点を置いて仕事をしたいと 考えており、その分野で十分な知識をもつマルフォードが必要であった。マルフォードが 国際的な問題を取り仕切り、それをダーマン副長官とベーカー長官に直接報告するようにな っている」。さらに、ベーカーのレーガン政権内の役割についても、キミットは「単に財務長 官というだけでなく、相当程度、行政府の中心的役割を果たしている。リーガン主席補佐官 とも常時、連絡をとりあっている¹⁴」。ベーカーがいかに政治的に卓越した能力を持つ人物で あり、この時期の日米関係を左右する大変重要な政治家であったことが分かる。

3. プラザ合意への準備

プラザ会議を開催するための準備として、ベーカー主導の重要な会議が3度開催されてい る。日本がアメリカの巧みな国際戦略に取り込まれていく過程でもある。

3-1 1985年6月20日、竹下・ベーカー会談

85年6月に東京でG10の蔵相会議が開催された。この機会をとらえて20日には竹下登大 蔵大臣とベーカーの会談が実施された。ベーカーはこの席で円ドル相場改善のためには、マ クロ経済政策が伴わねばならない、日米両国が合意すれば、その他の国の参加如何にかかわ らず成功のチャンスはある、円ドル相場の改善は両国の利益になると、竹下を強く説得する。 これに対して、竹下は協調介入の用意はあると答える¹⁵。

近藤によれば、アメリカ側は綿密な工程表をポケットに持ちつつ、その作戦を小出しに日 本側に伝えたが、日本側はその作戦に気付いていなかった¹⁶。近藤は言う、「日本人は一般に 国際関係の情報に対する反応度が鈍い。先が読めない。受け身である。情報をもとにした知 恵で優劣が決まる¹⁷」。この会談は、前の財務大臣リーガンが竹下と会談した時とは大きく異 なっていた。円ドル問題で日本に乗り込み、日本の金融・資本市場開放をテーブルを叩き、 声高に要求したリーガンとは対照的であった。ベーカーは声高で威圧的な発言をすることな く、竹下の発言を静かに聞きメモをとった¹⁸。

3-2 1985年7月23日、大場・マルフォード、パリ会談

このベーカー・竹下会談を受けて、85年7月23日には、パリのルワイアルモンソーホテル で大場智満大蔵省財務官とマルフォード財務次官補の非公式会談が行われる。プラザ会議と そこでのアメリカ側の基本的構想が初めて日本側に知らされる。その席で、アメリカ側は、 まず、これまでのG5に効果がなかったことを述べ、ダンフォース議員などを中心に、多数の

¹⁴ 滝田洋一（2006）p.165.

¹⁵ 近藤健彦（2009）p.45.

¹⁶ 近藤健彦（2009）p.45.

¹⁷ 近藤健彦（2009）p.53.

¹⁸ 船橋洋一（1992）p.33.

輸入制限法が議会で提出されている、アメリカの保護主義圧力は9月のレーバーデー以降に議会が再開されると強まるおそれがある、まず、日本で政策パッケージが示されれば、速やかにG5に拡大したい、9月半ばにG5を開催し、実施したいと述べた¹⁹。日本側がこのアメリカの政策意図を全く知らなかった点について、後に竹下はつぎのように述べている。「しかし、その時（竹下が6月にベーカーと会談した時）、ベーカーさんの気持ちの中に、アメリカは国際金融政策で大きな政策転換をやらなきゃならんというような感じがあったことは、私は素直に言って汲み取れなかったわけです²⁰」。

また、マルフォードは「円ドルレートと経常収支の赤字・黒字が世界経済の不安定要因である。日米双方において緊急にアクションをとり、市場に印象づける必要がある。日本については、円レート、過度に外需に依存した成長、国内貯蓄・投資のインバランス、および市場の閉鎖性の4つが問題である」として、為替調整についてはマクロ経済政策を重視した。

3-3 1985年8月21日、大場・マルフォード、ハワイ会談

プラザ会議の丁度一カ月前の、8月21日にハワイで日米MOSS協議が開催されたが、その合間に、大場・マルフォード会談が実施され、マルフォードは、プラザ会議は日本側が主張する政策パッケージの詳細な詰めよりも、むしろ市場にサプライズを与えることが重要である、と日本側を説得した²¹。

3-4 1985年9月15日、ロンドンG5蔵相代理会議

9月15日には、プラザ会議で原案作成のために、ロンドンのクラリッジホテルでG5蔵相代理会議が開催された。プラザ合意の共同声明の草案はほぼ完成していたが、この蔵相代理会議では、次の2点が議論されたが、結論がでず、22日のプラザ会議に持ち越された。一つ目は、ドル以外の通貨を強くすることが「望ましい」とするか「保証される」という表現上の問題、二つ目は「黒字国としての日本」のあとに、「より小さな黒字国ドイツ」を挿入するか否かであった。一つ目については、「望ましい」で決着し、二つ目については、代理会議ではテイトマイヤ（Hans Tietmeyer）西ドイツ大蔵次官が反対していたが、プラザ会議ではストルテンベルグ（Gerhard Stoltenberg）蔵相が反対しなかったために、そのまま挿入された。この代理会議では協調為替介入について、日本、アメリカは積極的であったが、西ドイツなど欧州はやや消極的であった。また、これまでG5は秘密裏におこなわれていたが、今回のプラザ合意はプレスリリースすることが決められた。日本時間9月22日（日）零時、アメリカ時間9月21日（土）午前11時にプレス予告が決まった。G5が公表されるのが、これが最初であった。為替相場に大きなサプライズを与えることが目的であったと思われる²²。

¹⁹ 近藤健彦（2009）pp.47-49.

²⁰ 「日本記者クラブ会報」1986年1月7日、滝田洋一（2006）p.160.

²¹ 近藤健彦（1999）p.11.

²² 近藤健彦（1999）p.14.

このプラザ会議準備段階で、中央銀行の独立性の度合いを示す、興味深いことがあった。ロンドンでの G5 蔵相代理会議にドイツのみ中央銀行総裁を参加させた方がよいのではないかと、マルフォードは駐米公使の内海に相談している。その理由は、第一次、第二次大戦後に厳しいハイパインフレを経験しているブンデスバンクは強い独立性をもっており、為替市場の介入権も握っているからである。ドル高是正に為替介入を考えている時にブンデスバンクにソッポをむかれればそれで終わりという分けである。これに対して、内海は次のように述べたという。「独連銀を入れることによって、例えばドイツから日銀にリークすることはないか」。内海は日銀から金融関係者、そしてメディアに情報が漏れることを心配したのである。これに対して、マルフォードは「すでにティートマイヤーはストルテンベルグ蔵相とペールドイツ連銀総裁には話をしている。しかしペールから下には、話は下りていない」。マルフォードはドイツの情報管理の完璧さに信頼感を示した²³。ドイツ連銀の独立性が高いことについて、ボルカーは次のように述べている。「基本的にドイツ連銀の独立性を高めているのは、物価安定を支持するドイツ国民の世論である。ドイツで物価問題をめぐりドイツ連銀と連邦政府が衝突すれば、連邦政府の方が引き下がる傾向が強い。それはドイツ連銀が世論によって支持されることを連邦政府自身が知っているからからだ。連邦議会も同様の思考方法をもっている。そうした環境では、中央銀行の独立性を維持することははるかに容易である²⁴」。

これに対して、日銀の澄田総裁がこの計画を知ったのは、プラザ会議の始まる僅か4日前の9月18日である。この日、大場財務官が日銀に澄田総裁を訪ね、直接この会議の事を説明した²⁵。ことの重大さを初めて知らされた、澄田はプラザ会議の前日、9月21日に竹下蔵相らと共に、ニューヨークに向けて慌ただしく出発することになる。

4. プラザ合意

9月22日に、ニューヨークのプラザホテルの2階にあるスイートルーム「ホワイト・アンド・ゴールドの間」に先進5カ国の財務相、中央銀行総裁が集まった。日本側からは竹下登蔵相、澄田智日銀総裁、大場智財務官、通訳の近藤健彦副財務官の4人、アメリカからはジェームズ・ベーカー (James A. Baker) 財務長官、ポール・ボルカー (Paul Volcker) 連銀議長、ダーマン (Richard Darman) 財務副長官、マルフォード (David C. Mulford) 財務次官補、西ドイツからストルテンベルグ (Gerhard Stoltenberg) 大蔵大臣、ペール (Kahl Atto Pohl) ドイツ連銀総裁、ティートマイヤー (Hans Tietmeyer) 大蔵次官、イギリスからローソン (Niegel Lawson) 大蔵大臣、レイペンバートン (Robin Leigh-Pemberton) 英蘭銀行総裁、リトラー (Geoffrey Littler) 大蔵次官、フランスからベレゴヴォワ (Pierre Berezogovoy) 大蔵大臣、カムドシュフランス (Michel Camdessus) 中央銀行総裁、ルベック (Daniel Lebegue) 大蔵省国

²³ 滝田洋一 (2006) pp.181-182.

²⁴ ポール・ボルカーと行天豊雄 (1993).

²⁵ 滝田洋一 (2006) p.190.

庫局長、それに仏語通訳者、が出席した。会議に先立ち、日本もヨーロッパもアメリカが本当に為替放任政策を転換するのか、どうか疑心暗鬼であった。会議当日の朝、竹下の泊まる部屋で最後の打ち合わせが行われたが、大蔵省幹部の意見は分かれた。当日出席した4人以外に、大蔵省側として行天豊雄国際金融局長、畠山調査企画課長、小滝徹国際金融局短期資金課長補佐、渡辺裕泰大臣秘書官、それに内海孚駐米公使、日本銀行側からは緒方四十郎理事、菅野明外国局長、丸磐根総裁秘書役、の総勢12人が集まっていた。どの辺までの円高なら許容範囲かに関心が集まった。日本側の関心はドル高是正にあり、将来円高になって日本が困ることは考慮されなかった。7年前に176円を付けた経験があり、200円までなら、というのが当時の全体の雰囲気だったようである²⁶。行天豊雄国際金融局長は、アメリカが為替介入にどこまでコミットするかは怪しいとし、内海駐米公使はアメリカの方向転換を述べた²⁷。

プラザ会議はペーカーの到着が遅れたために、予定より45分遅れの11時30分から始まった。このプラザ会議では、「ノン・ペーパー」で行われたが、A4用紙で2ページにまとめられたものが配布された。その内容はドルを10~12%下落させる。そのため各国は180億ドルを使う、具体的介入については、当初アメリカ、ドイツ、日本がそれぞれ介入負担の1/4を負い、仏、英が1/8を負担する。それが、G5では米国が30%、ドイツ25%、仏10%、英5%の負担に修正された。決まった内容は①レーガンは増税に反対したままであったが、赤字削減に努力する、②日本は市場開放し、円の上昇を許容する、③西ドイツは減税と改革の継続、④参加国はマクロ経済を調整し、保護主義に抵抗する²⁸。

プラザ合意の意義をローソンは「広報が非常にうまく協調され、主要国の協調が明らかになり、世界中の金融・経済的信頼関係が強まった²⁹」ことであるとまとめる。まず、竹下大蔵大臣が円の10%以上の上昇を許容すると発言し、これで参加者は大いに安堵した。具体的に竹下は次のように発言したと、伝えられている。「6年前、私が大平内閣の蔵相に就任したとき、円は1ドル=242円でした。私が蔵相を辞任した時は219円にまで円高になりました。このため、私は日本では円高大臣と呼ばれたほどです。今回は円が1ドル=200円までの円高にならない限り、私は蔵相を辞めません³⁰」。ボルカーは次のように振り返っている。「会合で私が最も驚いたのは、その後総理大臣になった日本の竹下登大蔵大臣が円の10%以上の上昇を許容すると自発的に申し出たことである。彼はわれわれが予想していたよりもはるかに前向きであった。/竹下大蔵大臣の態度が、他の参加者をも驚かせたことは確かであり、このことは会議の成功に非常に重要な影響を与えた³¹」。各国の関心は為替相場にあり、自国の通貨がターゲットになることを恐れていたから、竹下の発言は大いに参加者を安心させた

²⁶ NHK取材班(1996) p.76.

²⁷ 船橋洋一(1992) p.38.

²⁸ 船橋洋一(1992) p.63. プラザ合意の声明文の全文(日本語訳)については、近藤健彦(1999) pp.20-25.

²⁹ 近藤健彦(2009) p.64.

³⁰ 船橋洋一(1992) p.43.

³¹ ボール・ボルカーと行天豊雄(1992) p.80.

という分けである。

この会議では金融政策について多くは語られず、為替相場が対外不均衡を是正するように調整されることが望ましく、各国がドル以外の主要通貨がドルに対してさらに上昇することが望ましく、そのために各大臣と総裁は協力しなければならない、と決められた。「ドル安が望ましい」ではなく、実際には「Some further orderly appreciation of main non-dollar currencies against the dollar is desirable」と宣言された³²。ボルカーはこの会議では、金融政策に関してほとんど論じられなかった点について、大蔵大臣が同席する中で、金融政策は論じにくかった、と理解を示している³³。ただ、この2か月後に中央銀行だけの会合が、スイスのバーゼルで開かれ、プラザ戦略と為替・金融政策の関係について、専門家同士の技術的な意見交換が密に行われた³⁴。

このプラザ会議終了直後からドルは急落、円は急騰した。まず、最初に市場が開いたニュージーランドのウェリントン市場ではドルは239円から234円に下がったのを始めとして、香港市場、シンガポール市場と市場が開くたびにドルは低下傾向を示した。その後、実際に為替介入が始まると、ロンドン市場では230円までドル安になったが、日本市場では輸入業者のドル買いもあり、思うようにドルは下がらなかったため、日銀は必死でドル売りを実施した。当時実際に売買を実施した担当者は次のように回顧している。「当時はコンピューターもありませんでしたから、売買は、1枚1枚伝票を書いてそろばんを入れるという作業から始めるんです。それを1日何百枚も起こさなければならなかった。みんなで毎日遅くまで、まちがいのないように、一生懸命やっていました。連日、夜中までね³⁵」。

大蔵省の官僚として、当時の日米関係をみてきた現日銀総裁の黒田東彦は、プラザ合意により、ドル安円高が急速に進んだことについて、次の3点を上げている。①当時多くの為替市場関係者は、ドルは明らかに実勢を超えた水準にあると認識していた。②それまで、秘密裏に進められていたG5が、この時は初めて声明文をマスコミに向けて大々的に発表され、為替市場に大きなインパクトを与えた。③100億ドル以上の協調介入が実施された³⁶。

5. 日銀の反発

しかしながら、その後ドルは216円まで下がったものの、215円前後の膠着状態にあった。そこで、日銀は円高を促進するために、10月24日、大蔵省、アメリカと何の相談もなく独自の判断で、短期金融市場の高め誘導を実施する。

これは、プラザ会議で金融政策についての十分な話し合いがなかったことの結果でもあるが（これはこの時期日銀が独自の判断で動いた唯一の例である）、この突然の金融引締めは各国にとって驚きと捉えられ、アメリカ側からは協調政策に反するものと厳しく問いただされ

³² 黒田東彦（2005）p.80.

³³ ボール・ボルカーと行天豊雄（1992）p.356.

³⁴ 船橋洋一（1992）p.48.

³⁵ NHK取材班（1996）p.92.

³⁶ 黒田東彦（2005）pp.81-82.

た。大場財務官も「これは円高基調を定着させるための政策努力であり、円高が定着すれば政策スタンスもおのずから内需振興に重点が移る」と各国に弁明しながらも、日銀のこの突然の金利高め誘導に大いに戸惑った。この点について、当時日銀理事として国際金融を担当していた太田赳は次のように述べている。「この時の市場金利高目誘導については、必ずしも日銀内部で十分に議論をつくして実施されたものではなく、どちらかといえば市場調節オペレーションの一環として円安是正策に結び付けて行われたものであったこと、また、プラザ合意で国際協調を謳い上げた直後であったにもかかわらず、この高め誘導については事前に関係国に対し格別の連絡もなしに行われたこと等から、私としては現在なお若干釈然としないものが残っていることは否定し得ない³⁷。

この突然の引締め政策は、佃亮二営業局長と三重野副総裁を中心に決定され、澄田総裁が応じたものであり、日銀の独立性と金利引上げへの強い思いが伝わってくる³⁸。この短期金利高め誘導について、大蔵官僚 OB は、「日銀の外圧に対するフラストレーションの表れであった。自分たちの知らないところで、プラザ戦略が決められ、金融政策までもが、割当てられている。そんなに円高がほしいなら、ひとつ思い切ってやってやる、文句がないだろう、そういった日銀内部のマッチョ行動であった」と述べている³⁹。

この日銀の独自の高め金利誘導策は、外為市場に大きなインパクトを与え、債券市場は暴落（長期金利は上昇）した。この時期、アメリカが円に集中して、ドル売りを実施していたので、この日銀の突然の金融引締めはその後の円高を定着させる切っ掛けとなった。滝田は「日銀国内派が過熱する債券市場に水をかけるために実施した政策が、結果として円高傾向を確定する役割を果たしたのだ。政策当事者の意図とかけ離れた経緯だった。歴史の狡知というほかない⁴⁰」と述べる。これ以降円安傾向が定着した。ドルは思惑通り下落し、10月末にはドル相場はプラザ会議前に比べて円相場場で13%、マルクに対して10.5%のドル安となり、プラザ合意の10-12%のドル安作戦は成功した。しかしながら、アメリカの貿易赤字は1986年になっても増加を続けた。ベーカーはそれに対して一層のドル安を求めた。これについて、ボルカーは、インフレの危険から大いに不満であった。日本、ドイツが内需拡大を行わないことへのベーカー強い不満の裏返しであったと考えられる。ボルカーとペールは対外不均衡に関してはドル高是正を考えており、プラザ合意に異論はなかった。ただ、2人とも急激なドル安（フリーフォール）には懸念を持っており、市場に任せるのではなく、各国のマクロ経済調整において秩序だったドル安を進めるべきであると考えていた。急激なドル安はアメリカ国内にインフレの火種をまくことであり、また海外からの資金流入を抑制し、アメリカの長期金利が上昇することを恐れていた。

ドル安は増大する貿易赤字に悩むアメリカの望むところであるが、当時アメリカは国内景

³⁷ 太田赳 (1991) p.105.

³⁸ 塩田潮 (1992) pp.179-183.

³⁹ 船橋洋一 (1992) p.208.

⁴⁰ 滝田洋一 (2006) p.213.

気の悪化から金利引下げを考慮しており、その時に日本が金利を引き上げれば、日米金利差拡大となり、ドルは急落する可能性がある。ドル安は歓迎であるが、ドルの暴落は困るのである。日銀はその点が読めなかったようである。

貿易赤字が減少しない事に苛立つアメリカは、さらなる内需拡大を求めてきた。こうした中で、12月18日に、中曽根総理大臣が経済審議会の総会で「日米間で協調しながら、公定歩合を下げて行くべき時期にきた。いっせいのせいで下げれば、世界経済にもいいはず。」と発言、さらに翌日の参議院の審議会でも同種の発言をし、野党からは「日銀の専管事項である、公定歩合の上げ下げに首相が言及するのは越権行為ではないか」と批判される。しかし、これに対して、中曽根は「公定歩合の個々の操作は、現場の日銀が行うが、財政・金融政策の方向は内閣が決める」と反論する⁴¹。また、この中曽根発言については、他国の中央銀行から、中央銀行の独立性を脅かすものであると批判された。日銀の独立性が微塵も感じられない出来事であり、その後の1997年の日銀法改正となる道筋を作った。

6. 宮廷の反乱（ベーカーのボルカー追放劇）

さらに、86年2月24日には、FRB内部でも抗争が起きた。11月中間選挙を控えたレーガン政権は、当時かげりを見せたアメリカ経済の回復に強い関心を抱いており、金融緩和を望んでいた。レーガンの任命した2人の新しい理事、マニュエル・ジョンソン (Manuel Johnson) とウェイン・エンジェル (Wayne Angel) は公定歩合の安易な引き下げに抵抗していたボルカー総裁の反対を押し切り、副議長のマーティン (Preston Martin) の意向を受けて、公定歩合引き下げを推進した。結局、理事会では4対3で引下げが可決された⁴²。このいわゆる「宮廷の反乱」は、その後ボルカーが日独に公定歩合の引き下げを要求し、協調利下げとなることで、また副議長のマーティンが辞職することで収拾した⁴³。ボルカーはFRB議長として、アメリカのインフレに厳しく対応して、その終息に成功していた。レーガン大統領は83年に議長としての任期が切れた時、彼のインフレとの戦いを評価して、議長再任を決めた。しかしながら、当時補佐官であったベーカーは、政策をともに進めて行くうえで、ボルカーを好ましくない議長と思っていた。確かにボルカーは大統領選挙直前の1980年9月25日に公定歩合を引上げて、現職大統領カーターを追い詰めた実績がある⁴⁴。このようなボルカーに政治家ベーカーが危惧を抱くのも当然かもしれない。ベーカーは財務長官になると、ただちに理事選任の責任者となり、レーガン政権を支持する共和党支持者を刺客とし理事に送り込

⁴¹ 塩田潮 (1992) pp.184-5.

⁴² マスコミは、この3人にもう1人の理事、マーサー・シーガーを加えた4人を中国で反毛沢東の陰謀を企てた4人組になぞらえて、「FRBの4人組」と呼んだ。ウィリアム・シルバー (2014) p.372.

⁴³ W.ナイカーク (1987) p.248.

⁴⁴ この件について、ボルカーは次のように述べている。「公定歩合を上げるタイミングが大統領選挙の真っ最中だったというのは不幸なめぐり合わせでした。あの利上げがカーター敗北に一役買ったのかもしれませんが。/私の全キャリアの中でも、あれは最もつらいことの一つでした。カーターは私を任命してくれた人です。/とはいえ、私の個人的な考えや気持ちがどうであろうとも、あの時に公定歩合を上げないという選択はあり得ません。私にはなすべき使命がありました」。ウィリアム・シルバー (2014) pp.281-282.

んでいたのである⁴⁵。ボルカーとベーカーは根本的に考えが異なっていた。ドル高是正を求めるベーカーに対して、ボルカーはドルの暴落、インフレをつねに感じていた。ボルカーは「71年の金・ドル交換停止以降の経験で、ドル安が制御不能になった場合の困難が身に染みんでいた⁴⁶」。インフレ、ドル暴落をつねに持ち出すボルカーはベーカーにとってはまさに目の上のたんこぶであった⁴⁷。ボルカー自身も次のように述べている。「抜き打ち的な表決で私を打ち負かそうという合意が、レーガン政権に指名された理事会メンバーのなかで形成されていた⁴⁸」。当然のことながら、ボルカーはこの理事会の反乱を受け、自らのリーダーシップに自信を失い、ベーカーに議長の辞任を申し出た。しかし、この時、ベーカーはボルカーに対して強く慰留するという、予想とは全く反対の行動にでる⁴⁹。ベーカーがこの段階になって彼を慰留したのは、すでにレームダック（死に体）になったボルカーを議長に据えておくことの方が、彼にとって得策と判断したからである⁵⁰。ここでも、ベーカーの政治家としての強かさが見て取れる。

結局この事件は、ボルカーが各国に協調利下げを求めるという形で落ち着いた。アメリカの経常収支が改善しない中で苛立つベーカーと、あくまでもアメリカ独自での金利引下げには反対したボルカーとの妥協であった。日本はこの協調利下げをすんなりと受け入れる分だけだが、ヨーロッパは概して、金利引下げには反対であり、アメリカの財政の改善を求める声が強かった⁵¹。

7. 円高不況

ベーカーは、なかなか減少しない経常赤字を減らすために、各国にさらなるドルの下落を求めてきた。86年3月には1ドル＝174円と円が戦後最高値を付けるにおよび、日本国内では円高不況が懸念された。

7-1 ベーカーと竹下・澄田会談

ベーカーは大蔵大臣、日銀総裁との会談を通じて、積極的に日本に利下げ要求をする。86年4月8日に竹下・ベーカー会談、4月9日に澄田・ベーカー会談が開かれる。両会談の結果、4月21日に日米協調利下げが実施された。アメリカは0.5%引き下げて、6.5%とし、日本もアメリカと同額の0.5%引き下げて3.5%にした（資料1を参照）。アメリカ側は、この

⁴⁵ B.ウッドワード（2004）pp.13-18.

⁴⁶ 「私の履歴書」日経新聞、2004年10月25日.

⁴⁷ ボルカーは、1970年代のグレート・インフレーションと勇敢に戦った、英雄であり、高く国民の支持を得ていた。彼は世論を頼りにし、誠実、粘り強い人物であり、安易な「紙幣をする」政治圧力にはことごとく反対してきた。W.シルバー（2014）pp.8-9.

⁴⁸ 「私の履歴書」日経新聞、2004年10月26日.

⁴⁹ クーデタの当日、昼食後にボルカーはベーカーに気持ちを伝える。2人の間では次のような白々しい会話が交わされた。「もう辞めようとしているところだ」「なぜだ」「FRB内で指導力を失ってしまったからだ」「ちょっと待ってくれ」。「私の履歴書」日経新聞朝刊2004年10月26日.

⁵⁰ 滝田洋一（2006）p.234.

⁵¹ ボール・ボルカーと行天豊雄（1992）p.401.

引下げを1月にロンドンで開催された5ヵ国蔵相会議（G5）を切っ掛けにうちだされた各国の内需拡大の一環として捉えている⁵²。日本の公定歩合は3.5%になる。竹下大蔵大臣もこの引下げについて、「日米協調の一環として実施されたものであり、4月上旬の訪米でベーカー財務長官と会談した際、金利引下げの環境にあることで同意していた」と淡々と述べている⁵³。この利下げは政府の圧力を受けた澄田総裁の独自判断でなされたものであり、日銀内部には不満が残ったと言われている。

マスコミもこの連続3回にわたる公定歩合引き下げについては、警戒感を示した。当時の0.5%引き下げて、3.5%にしたことについては、アメリカの経済を助けるための国際協調政策の一環として、評価しつつも、「すでに、低金利政策に対する警戒信号が点滅している。通貨供給量がかなり高い水準にある。だぶついた資金が低金利の預貯金を嫌って株式市場に流れ込み、株価は円高をよそに暴騰している。東京都心の地価も高騰し、大蔵省が金融機関に土地関連融資の自粛を求める通達を出したほどだ。いまのところ原油の値下がりや円高のおかげで、インフレ再燃の気配はない。だが、これ以上、金融緩和を推し進めたら、マネーゲームばかり助長し、日本経済を不健全な方向に走らせることにならないか⁵⁴」と懸念を示している。

竹下はベーカーとの会談に積極的に応じ、日本の円高不況を強く訴える⁵⁵。また自民党内でも宮澤喜一総務会長を中心に中曽根政権の円高無策の経済政策が強く批判されるようになる。中曽根総理と竹下大蔵大臣はレーガンとベーカーに円の一層の上昇を防止するために協力を求める手紙を送ったが、議会の保護主義があまりにも強いので、対外収支における目に見える進歩がないかぎり、政府としては為替レート政策を変えることはできないと伝えてきた⁵⁶。7月に衆参同時選挙を目論んでいた、中曽根は必死に円高防止の要請をアメリカ側におこなった。アメリカも急激な円高の危険性に理解を示し、ベーカーは「ドル高是正は十分行われた」と発言する。ただし、これは日本からの依頼の結果とも言われている⁵⁷。アメリカ側から援護射撃があったことの証拠として、選挙後中曽根はレーガンに「お礼のメッセージ」を送り、松永駐米大使もベーカーに御礼の電話をしたことが記録として残っている⁵⁸。円の急騰は抑えられ、自民党の圧勝で終わった。円高は真の国民の問題から離れて、当時最大の政治問題であり、次期総裁を巡っての政争の具と化していた。それをマスコミが大きく騒ぎ立てたということであろう。この選挙に関して、行天は次のように記している。「私にとっ

⁵² 朝日新聞夕刊 1986年4月19日。

⁵³ 朝日新聞夕刊 1986年4月19日。

⁵⁴ 朝日新聞、社説、1986年4月20日。

⁵⁵ この時期、竹下はまた中曽根後の総理・総裁の座をねらっており、中曽根のロン・ヤスを中心とした華々しい外交能力に比べて、自分の国際経験の不足を身に染みており、その意味からも通貨外交に強い関心をもって臨んだという見方もある。船橋洋一（1992）p.179。

⁵⁶ ポール・ボルカーと行天豊雄（1992）p.373。

⁵⁷ 宮崎義一（1988）は、この突然の発言は、ドル急落がアメリカ金利を上昇される懸念があったことも事実だが、「円急騰によって中曽根政権が蒙る政治的困難に対して…政治的助け舟を出したものであることも否定できないだろう」としている。p.73。

⁵⁸ 船橋洋一（1992）p.302。

て、企業と一般国民が円高のことはそれほど心配していないのに、世論を形成する人たちが、1971年と同様いつも騒ぎを続けている状況というのは、苛々することだった。これは、日本の円高に対するアレルギーが、1971年と86年の間で変わらなかったことを示すもので、私はかなり憂鬱になった⁵⁹」。

7-2 第三次中曽根内閣

7月22日には第三次中曽根内閣が発足し、竹下に代わり宮澤喜一が大蔵大臣になる。積極財政を主張し、中曽根・竹下の円高無策を強く批判していた宮澤が大蔵大臣になったのは、一見不思議であるが、これは宮澤が宏池会の会長という政治面での実力者であるというだけでなく、中曽根が彼の財政に対する知識の深さ、英語力、対外交渉力の高さを評価した結果である⁶⁰。また、この円高無策批判は政治的ライバルを意識したものであり、宮澤の政治的立場を高めることにもなった、と考えられる。

日本の内需拡大がなければドル安を推進するしかない、というアメリカの立場に変わりはない。こうしたアメリカ側の強硬な姿勢に対して、もっとも大きな影響を受けたのは、日本銀行であった。日銀は200円を切ったところから、公定歩合を下げ続けた。公定歩合の引下げは円高を防止すると同時にアメリカ側の内需拡大要請に応えるためであった。こうした政府の態度に日銀には当然ながら不満があった。大蔵省は自分たちがとるべき財政政策をとらず、日銀にのみ負担をかけようとする。当時の大蔵省の基本方針は財政再建であり、財政を内需拡大に使うことはできなかった。この時期、財務省はなかなか減らない貿易赤字に苛立つ議会からは、強い圧力を受け、他方ではFRBからさらなるドル安はインフレを招くと、ドル安政策には反対の意向を示されていた。また、日本もドイツも景気浮揚策には難色を示した。この困難な状況を打開するために、ベーカーは直接交渉を始めるようになった⁶¹。ベーカーは新たに大蔵大臣に就任した宮澤に強い関心を示し、彼との会談を強く望んだ。ベーカーは宮澤の政治家としての能力を高く評価していた⁶²。

7-3 宮澤・ベーカー会談（86年9月6日および87年1月21日）

こうした状況下で、86年10月にベーカーは宮澤大蔵大臣とサンフランシスコで2ヶ国会談を実施し、10月31日には、日米蔵相共同声明が発表された⁶³。その主たる内容は、日本は大規模な財政支出と一層の金融緩和を行うことにより、現在のドル・円レートは基礎的条件に見合うものであると認める、ことであった。具体的には、日本が3兆6000億円の総合経済対策実施のために、補正予算を組む、11月1日から公定歩合を3.5%から3%に下げる（第4次公定歩合引下げ）、アメリカ側はドル安誘導を止める、というものであった。この公定歩合

⁵⁹ ポール・ボルカーと行天豊雄（1992）p.374.

⁶⁰ 久保田勇夫（2008）p.29.

⁶¹ ポール・ボルカーと行天豊雄（1992）p.382.

⁶² 船橋洋一（1992）p.304.

⁶³ 声明文の全文は、久保田勇夫（2008）pp.68-71に収録されている。

引下げについては、記者会見で、宮澤は「澄田総裁がそういう問題意識を持ちながらご自分で判断を固められ、次官、三重野副総裁等が相談され判断されたようだ」と答えている⁶⁴。宮澤が言いたいのは、金利の引下げは日銀が独自で判断したと、いうことであろう。しかし、この第4次公定歩合引下げおよび次の第5次公定歩合引下げは、「米国の国内政策に合わせた宮澤と大蔵省が、同省出身の日銀総裁、澄田と気脈を通じて実行したものだ」という議論がなかば常識と化している⁶⁵というのが実情であろう。宮澤が澄田に直接、要請し、澄田がそれに応じたということである。

3兆円超える総合経済対策も真水の部分はほとんどなく、また87年度の予算案は緊縮型のものであったことから、アメリカは日本の内需拡大政策に大いに不満であった。88年の大統領選を迎えるなかで、減速するアメリカ経済に不安を覚えるベーカーは87年1月には口先介入をしばしば実施し、ドル安容認を繰り返した。その結果、円は上昇し、150円を切った。そこで、87年1月21日に宮澤蔵相は単独でワシントンに乗り込み、ベーカーと会談する。しかしながら、この会談も宮澤の必死の思いにも関わらず、その効果はほとんどなかった⁶⁶。この会談に立ち会った当時の駐米公使大須敏生は次のように述べている。この会談直後の記者会見で、「記者の1人が『これで円高の進行に歯止めがかかりますか』と質問する。大臣は微笑んで『それはそうですよ』とお答えになる。しばらく問答が続いた後、階下の部屋で電話していた別の記者が駆け戻って来て、『大臣、今東京では151円がつかしました。円高が進んでいますよ』と叫ぶ。暫時絶句された大臣のまさに慥然とした表情は、いまだに忘れることができます⁶⁷」

8. ルーブル合意

ドル安政策はこの辺で止める、黒字国の内需拡大を求める、この線を確認するために、87年2月21,22日にフランスのルーブルで会議が実施された。この会議からG5にカナダとイタリアが加わることになり、イタリア、カナダの蔵相が参加した。しかしながら、イタリアの蔵相、ジョバンニ・ゴリア (Giovanni Goria) はこの会議がアメリカ主導の会議であり、すでにG5国で合意されたものであることに不快感を示し、会議途中で帰国することになり、プラザ合意は実質G6での共同声明となった。近藤によれば、86年1月のロンドンでのG5で、イタリアをG5に入れることが決まった。イタリアはプラザ合意のことを知らず、ドルを買い支えたことにより、大きな為替損を出し、ベッディーノ・クラクシ首相 (Craxi Bettino) が、「イタリアをG5に参加させないのなら、イタリア内の米軍基地を閉鎖する」とレーガンを脅したとのことである⁶⁸。

⁶⁴ 久保田勇夫 (2008) p.62.

⁶⁵ 佐藤章 (1998) p.335.

⁶⁶ 国会での予算審議を前に雪のワシントンに飛んだ宮澤の行動は、円高不況の直撃を受ける業界への政治的パフォーマンスであり、彼の真意とは異なる、という見方もある。船橋洋一 (1992) p.208.

⁶⁷ 滝田洋一 (2006) p.270.

⁶⁸ 近藤健彦 (2009) p.90.

ドイツは減税を実施し、日本は財政支出拡大を約束する。日銀は、2月20日に公定歩合を3%から2.5%にすでに下げていた（第5次公定歩合引下げ）。この引下げは、すでに述べた第4次公定歩合引下げと同様に、中曽根一宮澤大蔵大臣一大蔵省財務官のラインで決定され、日銀は何も抵抗できなかった。この時、利上げ派の三重野副総裁は北京で日銀幹部からの電話を受けて、激しい怒りの声を上げて、泣いていた、という証言もある⁶⁹。この会議ではアメリカ側は88年度の財政赤字をGNPの2.3%にまで削減する、ことになった。しかし、このアメリカの約束は果たされず、結果的には赤字はGNPの3.2%であった⁷⁰。共同声明では、為替レートはほぼ経済の基礎的条件に合致することが認められたもの、対外不均衡は依然著しいものがあり、これですべて解決されたようなものではなかった。事実、ルーブル合意後もドルは下落を続け、3月には1ドル=145円、4月には138円にまで上昇した。「ルーブル合意後の期間は、市場における不安定さが増大するにつれて頭の痛いものとなった⁷¹」。

アメリカの苛立ちは止まらず、日銀への金利引下げ要求は続く。87年4月にワシントンで開催されたG7において、ボルカー議長は澄田総裁に執拗に利下げを求めた。この時は、さすがの澄田も要求を撥ねつけ、会談後、同席した日銀の大田に「enough is enoughだね」と無然ともらした、と言われる⁷²。

9. ブラックマンデー

1987年になると、日本の景気も上昇に転じ、地価の高騰が心配されるようになる。87年頃から急上昇した、東京の地価は88年には大阪名古屋へと波及していった。株も87年の夏には26,000円台を付けるようになった⁷³。その背後ではマネーサプライが急増していた。当然のことながら、日銀内部では金融引締めへの転換が模索され始めていた⁷⁴。しかし、当時の日銀理事であった、青木昭の証言によれば、9月30日にジョンソンFRB副議長から大場大蔵省顧問を通じて日本銀行に、日米の金利差を維持するために金利を引き上げないよう申し入れてきた、というのである⁷⁵。このアメリカからの要請を受けて、三重野副総裁は10月16日の国会答弁で、今すぐ公定歩合を引き上げることは出来ないが、物価により重きを置いた慎重な政策スタンスをとる、と説明している⁷⁶。アメリカでは、ボルカーから代わったグリーンズパン新議長は、9月には公定歩合を5.5から6%に引き上げた。これを受けてドイツは

⁶⁹ 竹橋太郎（1992）p.17.

⁷⁰ 船橋洋一（1992）p.409.

⁷¹ 船橋洋一（1992）p.389.

⁷² 太田赳（1991）p.112.

⁷³ バブル期の例としては、次のような出来事が象徴的である。86年11月のNTT株売却フィーバー、87年3月の安田火災によるゴッホの「ひまわり」の購入（53億円）、90年5月の大昭和製紙の斎藤英名誉会長によるゴッホの「ガシュ博士の肖像」の落札（8250万ドル、約125億円、絵画競売史上最高値）、およびルノワールの「ムーラン・ド・ラ・ギャレット」の落札（7810万ドル、約119億円、同史上第二位）。89年9月ソニーによるコロンビア映画の買収（46億ドル）、90年末松下電器産業ユニバーサル映画の買収（61億ドル）、89年10月、三菱地所によるニューヨーク、ロックフェラー・ビルディングの買収（8億4000万ドル）：「日本人、ニューヨークの象徴を買収」（ニューヨーク・タイムズ）、88年ごろにはロサンゼルスダウンタウンの超高層ビルの半数は日本のものと言われた。杉田茂之（2002）。

⁷⁴ 鈴木淑夫（1993）p.92.

⁷⁵ 青木昭、証言、内閣府経済社会総合研究所（2011）。

⁷⁶ 1987年10月16日、参議院決算委員会、斎藤英三郎議員の質問への返答。

巧妙にも金利引き上げに動いた。しかしながら、このドイツの金融引締めに対して、ベーカーは国際協調を乱すとして強く非難する。怒ったベーカーはドイツに対して景気刺激策に協力しなければ米国はさらなるドル安を放任する、と宣言するが、それがマスコミにより大きく報じられ、市場は協調政策に綻びが生じたと判断する。金利先高期待と国際協調の乱れから、10月19日にアメリカから一斉にドル資金が引き揚げられ、それによって、株式、債券、ドルのすべてが暴落した。ニューヨークダウ平均は1日で508ポイントも下落した。大恐慌以来の株価大幅下落に対して、アメリカの証券市場は混乱し、売りが売りをよぶ展開となった。その後、フランス、ドイツ、日本が一斉に金利を下げたことにより恐慌を避けることができた。ドイツはその後、金利引き下げに応じて、協調路線に戻ったが、88年7月には再び金融引締めにした。ドイツはすでにアメリカと決別していたのである。これに対して、日本は「大蔵省は四大証券に、ただちに大規模な株式買い出動をおこなうように意向を示した。/さらに大蔵省は株式の新たな買手として、特金やファントラを動員しようとした。その運用のガイドラインを緩和して株式購入を促進した/ブラック・マンデーの事後処理において、わが大蔵省の見せた獅子奮迅の働きは、日本のドルに対する過剰な思い入れを世界に印象付けた⁷⁷⁾」。

ここからが、バブルの始まりである⁷⁸⁾。西ドイツは素早く反応。ドイツはブラックマンデー以降着実に金利を引き上げ（88年6月30日、8月25日に0.5%づつ公定歩合を引き上げている）、アメリカも公定歩合を引上げている（88年8月9日に0.5%引き上げて6.5%としている）。日本が公定歩合引き上げに着手するのは、89年5月である。その間、日本のみが2.5%の超低金利政策を2年3ヶ月も続けることになる（資料1の年表を参照）。

日本銀行が、金融引締めに関心であったわけではない。日銀理事であった大田は、87年9月のG10代理会議で、三重野副総裁の発言を引用しながら、「今直ちにインフレの危険が迫っているわけではないが、実体面の指標の強さを見ていると、火薬樽の上に座っているような感じを持ちはじめています。しかも、これまで湿っていた火薬が日に日に乾いてきつつあるのを感じる⁷⁹⁾」と述べている。

10. なぜ、金融引締めは遅れたか。

すでに述べたように、88年夏にはドイツは大きく引締めに向きを変えた。ドイツはマルク安を理由に公定歩合を7月と8月に0.5%ずつ2度引き上げて、3.5%の正常水準に戻した。

⁷⁷⁾ 吉川元忠 (1998) pp.90-91.

⁷⁸⁾ 翁、白塚、白川 (2000) はバブルの始まりは87年と見る。超低金利の継続、86年9月の「総合経済対策」(総事業費3兆6000億円)と87年5月の「緊急経済対策」(6兆円)の2度にわたる大型の経済対策、NTT株売却86年11月で盛り上がる強気感、マネーサプライの増加テンポ、をその理由に上げている。鈴木(オーラルヒストリ)も「(バブルは)ブラックマンデーのところから始まったと言っているんです。…なぜなら、ブラックマンデーのあとの対応が日本とドイツと違ったが故に日本でバブルが発生し、ドイツはバブルを抑えたんだからね。…87年のブラックマンデー以降の永久低金利の神話が生まれたがゆえに、籬の外れた行動を金融機関と企業がとった。それで、バブルになった」と回想している。

⁷⁹⁾ 太田赴 (1991) p.113.

他方アメリカもこの時期、公定歩合を0.5%引き上げて、6.5%にしている。日本では物価こそ安定していたが、マネーサプライは急増し、株式市場は過熱、労働市場は逼迫する状況にあった。なのに、日銀は金融引締めへ転じることはなかった。日銀理事の大田も「今となってみれば、日銀としては、この時期に金融政策の舵取りをもう少し大きく引締めの方向に切っておくべきであったということもできようが、88年夏場での円相場の小康持続、特に88年10月央以降再び円高方向に推移した為替市場の動向と、終始一貫した物価の安定持続の下では、なかなかできない相談であった⁸⁰⁾」と回想している。

澄田総裁は同じ大蔵省で1年後輩にあたる宮澤から常に無言の圧力を受けていたようである⁸¹⁾。ここで、後輩が先輩の言いなりになるとは、考えられないという見方があるかもしれない。しかし、愚直で「正直者のクマさん」というニックネーム⁸²⁾をもつ純粹培養のエリートバンカーと百戦練磨の政治家とでは、勝敗ははっきりしている。事実、澄田が「あの人は宏池会ですからねえ」と不快そうな表情で呟くことがあった、そうである⁸³⁾。すでに述べたように、日本銀行内部にはインフレを懸念する三重野福総裁をはじめとする国内派と国際協調を優先すべきとする国際派があり、前者はつねに利上げの機会をうかがっていた。当時、日銀の金融政策を取材していた記者は、日銀内部の様子を次のように語っている。「金融政策の取材のために、毎日のように日銀記者クラブと役員応接室の間を往復していた私の記憶では、86年の秋から冬にかけて、円ドル相場の安定のために利下げ環境にあると語る国際派の役員と、むしろ予防的な利上げの時期が近づいていると話す国内派の役員の両極端に意見が耳に入ってきた⁸⁴⁾」。

しかし、ブラックマンデー以降は国際派が「(日本が利上げすれば)世界恐慌の引き金を引く」と断定的に言えば、国内派は返す言葉がなかった。大蔵省などは、三重野副総裁を「国際オンチ」と批判したそうである⁸⁵⁾。また、政府筋からつねに日銀に対して、「あまり公定歩合下げに抵抗すると、三重野氏の総裁昇格に支障をきたす」という圧力がかかっていたという噂もある⁸⁶⁾。三重野副総裁に対する政府の圧力に対して日銀の役員たちは、つぎのように証言している。「『乾いた薪』の比喻を使って予防的な利上げの必要性を繰り返していた三重野に対し、『総裁には向いていない』とする大蔵省幹部や自民党筋の発言が、間接的な形で日銀の役員室に届いていた⁸⁷⁾」。確かに当時総裁人事は大蔵省、日銀のたすき掛けが慣行として行われており、次期総裁は日銀から出す番であった。それを大蔵省から出されたら、日銀としては、たまらない、だから、ここは大人しく政府の顔を立てようとしたというのである。

⁸⁰⁾ 太田赳 (1991) p.120.

⁸¹⁾ 澄田の経歴は華麗である。昭和15年東大法学部卒業、同年大蔵省入省、24年理財局外債課長、27年ベルギー大使館、30年フランス大使館、35年福岡国税局長、40年経済企画庁長官官房長、44年大蔵事務次官、47年日本輸出銀行総裁、54年日銀副総裁、59年日銀総裁。

⁸²⁾ 島村高嘉 (2014) p.134.

⁸³⁾ 岸宣仁 (1994) p.44

⁸⁴⁾ 佐藤章 (1998) p.341.

⁸⁵⁾ 岸宣仁 (1994) p.50

⁸⁶⁾ 竹橋太郎 (1992) p.17.

⁸⁷⁾ 佐藤章 (1998) p.344.

日銀が金融引締めへ転ずる目安はまず物価の上昇であるが、当時物価は大変安定していた。日銀の翁他は次のように述べている。「金融引締めへの転換を正当化する最もオーソドックスな論拠は、インフレ圧力の存在であるが、現実の物価が極めて安定していたことは金利引上げの必要性に対する認識を弱めた。例えば、米国、ドイツが相次いで金利引上げに踏み切った1988年夏の時点では、わが国の物価は卸売物価でマイナス0.7%（前年比7～9月）、消費者物価で0.2%（同）と極めて安定していた⁸⁸」。需給の逼迫傾向にもかかわらず物価が上昇しない理由として、当時しばしば指摘されたのは円高やNIES諸国からの製品輸入の増加による「輸入の安全弁」効果であった⁸⁹。物価が安定している以上、日銀としてはどうしようもなかったというのである。

マネーサプライが急増していることに対して日銀はどのように考えていたのであろうか。日銀（1988）はマネーと物価の関係は、金融自由化による貨幣需要関数の不安定化および円高の効果によって希薄化していると論じる一方で、マネーサプライの増加は、実体経済の動向と比べて高めであることから、長期的に見て、経済成長に貢献せずに、物価上昇率のみを高めるリスクがあることは指摘している⁹⁰。こうした中で、地価、物価は上昇傾向を強めていた。日銀の幹部はこの状況をどのように見ていたのであろうか。当時の日銀理事の一人、菅野明は次のように述べている。「毎日、毎日マーケットを見ていると、いよいよ日本にも『2.5%の時代』が来たなと思った。株が高いのは東京市場が見直された証拠、異常な値上がりは日本に対する海外の評価が変わった表れとみていた。地価の上昇、オフィスビル需要など土地の生産性が高まった結果であり、それは日本経済への評価が見直された結果に違いないと感じた。いま思うと恥ずかしいし、自分も間違ったが、2年3ヶ月のうち最初の1年半くらいはそう信じていた⁹¹」。

澄田も自著の中で次のように回顧する。公定歩合を長期間、低い水準に据え置いたことについては、「何しろあのときは物価が落ち着いていましたから、踏ん切りがむずかしいですね。物価でも上がり出せば別ですけども、ずっと円高が進んで、円高によって物価が下がって、卸売物価などは前年よりも下がっていました。それから、消費者物価も零コンまいくつぐらいしか上がらないですよ、年間に。だから、きっかけがないんですよ」、また地価については、「地価が上がりかかっていたのは事実ですが、まだバブルなどといわれない時代でしたが、地価を基準にして金利政策を考える、どうしてそういう考え方が出てこなかったかといわれると、私も何とっていいかわからない。要するにそういう考え方は、まだ出てこなかった

⁸⁸ 翁、白川、白塚（2000）pp.305-6.

⁸⁹ 例えば、日本銀行（1989）（1990）.

⁹⁰ 日本銀行（1988）は「最近のマネーサプライの動向について」と題する研究論文を掲載し、次のような結果を報告している。マネーサプライ、GNPデフレーター（対前年度比）、実質GNP（対前年度比）、名目金利の4変数から成るVARモデルによるシミュレーションを行い、以下のように結論している。①マネーサプライが伸び率を高め始めてから約1年半後からGNPデフレーターでみた物価上昇率が加速する、②マネーサプライの増加率が天井に達した後、1年半後に物価もそれに応じて上昇、③実質GNPは当初は増加するが、その増加率は徐々に低下し、もとの増加率に戻る。また、他方で同じく日本銀行（1990）は、バブル期当時の支出における資産効果は大きくないという研究結果を報告している。

⁹¹ 岸宣仁（1994）p.53.

ということなんです。だから、申しわけないといえば申しわけないんですけども」と、答えている⁹²。セントラルバンカーの発言としては、いささか心もとない感じがする。

国内派、金融引締めが強硬派と言われる、三重野は、1986年10月3日の衆議院予算委員会で、カネ余り現象に懸念を示し、すでに公定歩合は戦後最低であり、これ以上の金融緩和はないと、第四次公定歩合引下げを明確に否定している⁹³。しかしながら、日銀理事で三重野と同じ国内派と言われる鈴木は次のようにも証言している、「こんな低金利政策、そして銀行や証券の前のめりの姿勢を放っておいたらえらいことになると言っていたのは、…理事では佃、青木さんです。…三重野さんもその一人だから、『心配だな。だけどな』と言うわけよ。『だけどな、アメリカさんが相手だからね』と。とにかくアメリカさんとこっちが交渉するんじゃないで、アメリカさんの圧力が政府経由でこっちにかかってくるんだからね⁹⁴」。また、次のようにも言っている。「太田さん（太田赳日銀理事、国際派）を中心に、とにかく日本が金利を上げたら、ブラックマンデーの再来になる。日本が金利を上げないというから、国際金融はいま平穏になっている。…その背後には、宮澤大臣が立っている。…だから、ちょっと円卓で（金利引き上げを）ちょろっと出すぐらいのことはしたけど、全然。何をばかなことを言っているかと⁹⁵」。金融緩和の継続はどうしてもなかったという分けである。

バブル期に大蔵省財務官であった行天豊雄も、「今から考えても、86～87年頃の円高問題についての国内の議論というのは、もう99%政治問題だったような気がしますね。ご承知の通り、中曽根政権がいろいろとあって。ですから、恐らく私に限らず、何せ金融政策にかかわっていた者とする、何ていうのかな、もう、最初からそういうものに抵抗するという気力がないというか（笑）、情けない話なんだけど、何かもうそういう、しょうがないと言ったらいいのか、天の声と言ったらいいのか、何しろ例えば総理大臣からしゅっちゅうお呼び出しがかかって、『おまえ何とかしろ』という話ですわね⁹⁶」。金融政策は政治が決めるという分けである。

日銀が金融引締めに入るのは、89年になって、アメリカ、ドイツが相次いで公定歩合を引き上げて、日米の金利差が拡大し、アメリカへの資金流入が確保されたと判断された89年5月のことである。日銀は5月29日に待望の公定歩合引上げを実施し、0.75%引き上げて3.25%とした。87年2月20日に2.5%に引き下げて以降、2年以上にわたって2.5%という当時にしては超低金利状態が続いたのである。西ドイツはとっくに低金利状態から離脱しているというのにである。この久々の公定歩合引き上げについては、政治の弱体化により、日銀

⁹² 澄田智（1992）p.115.

⁹³ 三重野はここで、高水準のマネーサプライに伴うカネ余り現象を背景に、株や土地、貴金属、ゴルフ会員権の他絵画まで値上がりしている事実を指摘している。日本経済新聞、1986年10月4日。また、彼は1989年12月に日銀総裁に就任した時の記者会見で、つぎのように述べている。「物価指数は落ち着いていますが、地価も物価であります。地価の上昇は、/法制、税制、その他いろいろな要因によるものとは思いますが、金融がその片棒を担っていることは率直にみとめなければなりません。また地価上昇は、ひいては物価押し上げにもつながる話なので、金融面でも対応していかなければならないと思っています」。三重野（1999）p.204.

⁹⁴ 鈴木淑夫、証言、内閣府経済社会総合研究所（2011）.

⁹⁵ 鈴木淑夫、証言、内閣府経済社会総合研究所（2011）.

⁹⁶ 行天豊雄、証言、内閣府経済社会総合研究所（2011）.

はその無言の圧力から解放された結果であるという穿った見方もできる。1988年12月には税制改革六法案が国会を通過し、翌89年4月より消費税が実施され、同時に東京地検のリクルート事件の捜査が完了し、国民の政治不信は高まり、竹下総理の退陣が明らかになった。その結果、政府の日銀への圧力が衰退したので、澄田総裁は安心して金利に踏み切ったというのである⁹⁷。

むすび

小さな政府と市場重視主義を標榜して新たな経済政策に着手した第一次レーガン政権（1981-85年）は、結果的にドル高と経常収支および財政のいわゆる双子の赤字をもたらした。基軸通貨としてのドルを保有するアメリカは経常収支赤字の増加を許容した。ドル高はアメリカの財政赤字を支える側面を持ったが、他方ではアメリカ産業の輸出競争力を著しく低下させ、それが日米経済摩擦として大きな政治問題に発展した。

これに対応すべく第二次レーガン政権（1985-89年）では、新たに財務長官に就任したジェームズ・ベーカーを中心に、ドル高是正を政策のトッププライオリティに置き、先進主要国、とくに日本に対して「国際政策協調」という名目の下に、為替市場への積極的介入を強く求めた。国際政治外交に長けたベーカーは、日本政府に、とくに竹下登、宮澤喜一に接触を図り、自国の政策意図を伝え、協力を求めた。

アメリカ議会の強い保護主義圧力を背景に繰り出す、ベーカーの要求に日本の政府、官僚、政治家、および日本銀行は応じざるを得なかった。その圧力はドル高是正から内需拡大要求にウエイトが移り、財政支出拡大および金融緩和が強く求められるにいたった。しかしながら、当時の大蔵省は財政再建に強い意欲を持ち、その圧力に抵抗したので、そのしわ寄せは日銀に向かった。

日銀は、アメリカー日本政府ー大蔵省というラインで降りてくる要請には応じざるを得なかった。当時の日銀総裁は大蔵省出身であったために、大蔵大臣の要請にあうんの呼吸で応じた。また総裁自身の実直な性格も大蔵省にとっては好都合であった。また、当時の金融政策の決定方法が現在とは異なっていたことも日銀を追い込んだ大きな理由である。当時公定歩合を変更するためには、まず大蔵省の了解が先決であり、その後役員集会（通称、円卓：まるたく）にかけ、最終的に政策委員会に諮るという仕組み⁹⁸になっており、制度的にも日銀は大蔵省の意向に逆らいにくかった。

日銀として不幸であったことは、物価が安定していたことである。本文中で見たように「景気が良く、物価が安定している中で、国際協調と言われれば、それに従うほかはない」、という当時の日銀関係者たちの言葉には十分同情の余地はある。しかしながら、マネーサプライは急増し、地価、株価が高騰している中で、彼らの弁明には疑問は残る。ブラックマンデー

⁹⁷ 竹橋太郎（1992）p.18.

⁹⁸ 翁邦雄（2011）p.67.

以降、ドイツは自国の経済を優先に、早めに引締めへ転じたが、日本は国際協調の呪縛に囚われ、ずるずると緩和政策を継続することになる。アメリカの累増する経常収支赤字の原因をアメリカ国内の問題、とくに財政問題にあると強く批判した欧州に比べて、日本はそれを自国の問題として抱え込んだことも問題である。プラザ会議で竹下がまず先陣を切って、円高許容発言をし、アメリカ側に媚びを売ったのはその好例であろう。本稿で資料を整理した限りでは、日本が欧州のように問題を捉えていたとは思えない。国際政策協調のみを強く受け止めた日本政府および大蔵省は、アメリカの意のままに動かされたことが分かる。為替レートの上落に右往左往した日本政府の姿が滑稽にさえ見えてくる。為替相場は中長期的には経済のファンダメンタルズによって決まることは、現在では国際金融の常識である。

日銀も政府、大蔵省の圧力に自信をもって対抗できる、理論武装をしていなかかったことも指摘されねばならない。マネーサプライが急増し、物価はたとえ表面的に安定していたとしても、潜在的には強い上昇圧力に晒されていたことを見逃し、資産価格の上昇を公平性の立場からしか見ることができなかつた事は大きな反省材料である⁹⁹。バブルはつねに金融的現象であり、日本銀行の責任は重い。その意味でも金融政策の透明性の問題、市場に与える期待の役割、ルール政策を含む金融政策の制度設計について考えることは今後のわが国の金融政策を考える上で重要である。

参考文献

- 伊藤隆敏、T.カーギル、M.ハッチソン、北村行伸監訳『金融政策の政治経済学（上）』東洋経済新報社、2002年。
- 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。
- 植田和男、『国際収支不均衡下の金融政策』、東洋経済新報社、1992年。
- 上川竜之進「バブル経済と日本経済の独立性」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究上形成編』東洋経済新報社、2002年、pp.127-191。
- 植村修一・鈴木亘・近田健「資産価格と金融政策運営」日本銀行ワーキングペーパー 97-3、1997年。
- ウッドワード、ボブ、山岡洋一、高遠裕子訳『グリーンスパン』日経ビジネス文庫、2004。(Bob Woodward, *MAESTRO: Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster, 2000.)
- NHK取材班「プラザ合意」『戦後50年その時日本は 第6巻』日本放送協会、1996年。
- 太田赧『国際金融、現場からの証言』中公新書、1991。
- 緒方四十郎、『円と日銀：セントラルバンカーの回想』、中公新書、1996年。
- 翁、白川、白塚「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』2000年12月、日本銀行金融研究所。

⁹⁹ 最近の研究は、金融政策が資産価格に与えることを指摘している。植村修一・鈴木亘・近田健（1997）、本多（2013）、S. Miyagawa and Y. Morita（2008, 2013）など。

- 翁邦雄『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞社、2011.
- 川北隆雄『日本銀行』岩波書店、1995年.
- 川北隆雄『「失敗」の経済政策史』講談社、2014年.
- 岸宣仁『検証バブル経済、賢人たちの誤算』日本経済新聞社、1994年.
- 黒田東彦『財政金融政策の成功と失敗』日本評論社、2005年.
- 久保田勇夫『証言・宮澤通貨外交』西日本新聞社、2008年.
- 衣川恵『新訂 日本のバブル』日本経済評論社、2009年.
- 近藤健彦『プラザ合意の研究』東洋経済新報社、1999年.
- 近藤健彦『小説・プラザ合意』彩流社、2009年.
- 佐藤章『ドキュメント金融破綻』岩波書店、1998年.
- サントウ、レナード、緒方四十郎監訳、漆嶋稔訳『FRB 議長：バーンズからバーナンキまで』
日本経済新聞社、2009年.
- Shigemi, Y., (1995), Asset Inflation in Selected Countries, *BOJ Monetary and Economic Studies*,
Vol. 13, No. 2.
- 島村高嘉『戦後歴代日銀総裁とその時代』東洋経済新報社、2014年.
- 塩田潮編『金利を動かす男たち』かんき出版 1992年.
- シルバー、ウイリアム、倉田幸信訳『伝説のFRB議長、ボルカー』ダイヤモンド社、2014年.
(William Silber, *Volcker: the triumph of Persistence*, Bloomsbury Press, 2012)
- 杉田茂之「日本のバブルとマスメディア」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究上形成
編』東洋経済新報社、2002年、pp.249-310.
- 鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波新書、1993年.
- 澄田智『忘れがたき日々 75年—澄田智回想録』きんざい、1992年.
- 滝田洋一『日米通貨交渉、20年目の真実』日本経済新聞社、2006年 pp.181-182.
- Tavlas, George S, In Old Chicago: Simons, Friedman, and the Development of monetary-Policy
Rules, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.47, no.1, Feb. 2015. pp.99-122.
- 竹橋太郎「鬼平とバブル」『週刊東洋経済』1992年7月24日.
- 内閣府経済社会総合研究所「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)、2011年.
- ナイカーク、ウイリアム・柏木・篠原訳『ボルカー、ザ・マネーマンの肖像』日本経済新聞
社、1987年。(William Neikirk, *Volcker: Portrait of the Money Man*, Contemporary Books,
1987.)
- 日本銀行「最近のマネーサプライの動向について」『調査月報』1月号、日本銀行調査統計局、
1988年.
- 日本銀行「平成元年度の金融および経済の動向」『調査月報』5月号、日本銀行調査統計局、
1990年.
- 野口悠紀雄『バブルの経済学』日本経済新聞社、1993年.

- バートレット、ブルース、齋藤精一郎訳『レーガノミックス：供給サイドの経済学は時代を変える』ダイヤモンド社、1982年 (Bruce R. Bartlett, *Reaganomics: Supply Side Economics in Action*, Arlington House Publisher, 1981).
- Pesola, Jarmo (2001), The Role of Macroeconomic Shocks in Banking Crises, *Discussion Papers*, 6, Bank of Finland.
- 深尾光洋『国際金融論講義』日本経済新聞社、2010年。
- 船橋洋一『通貨烈烈』朝日文庫、1992年。
- 本多佑三「非伝統的金融政策の効果：日本の場合」岩本康志他編『現代経済学の潮流 2014』、第1章、pp.3-38、東洋経済新報社、2014年。
- Hoshi, Takeo (2001), “What Happened to Japanese Banks?” *Monetary and Economic Studies*, 19 (1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 1-30.
- ボルカー、ポール、行天豊雄『『富の興亡』を大いに語る』『週刊東洋経済』、1993年1月16日。
- ボルカー、ポール、行天豊雄、江澤雄一監訳『富の興亡』東洋経済新報社、1992年。
- Matthes, Chrisian, figuring Out the Fed- Beliefs about Policymakers and Gains from Transparency, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.47, no.1, Feb. 2015. pp.1-30.
- 三重野康『利を見て義を思う』中央公論社、1999年。
- Mishkin, Frederic S. (2006) *The Economics of Money, Banking , and Financial Markets*, 8th ed. Pearson Addison Wesley.
- Miyagawa and Morita (2008), Financial Crisis and Money Demand in the case of Japan and Finland, *Discussion Paper*, University of Turk.
<http://www.ace-economics.fi/kuvat/dp017.pdf>
- Miyagawa and Morita (2013), Effectiveness of Quantitative Easing Monetary Policy in Japan: An Empirical Analysis, *HECER Discussion Paper*, No. 371, University of Helsinki.
<https://helda.helsinki.fi/handle/10138/40710>
- 宮崎義一『ドルと円：世界経済の新しい構造』岩波新書、1988年。
- Morris, Stephen and Hyun Song Shin, Central Bank Transparency and the Signal Value of Prices, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 2005.pp.1-43.
- 吉川洋『転換期の日本経済』岩波書店、1999。
- 吉川元忠『マネー敗戦』文春新書、文藝春秋、1998年。
- Reinhart, C., M., and K., S., Rogoff, (2008), Is the 2007 US. Sub-prime Financial Crises so Different?, *American Economic Review*, Vol.98(2), pp.39-344.
- Reinhart, C., M., and K., S., Rogoff, (2009), *This time is different*, Princeton University Press.(カーメン・M・ラインハート&ケネス・S・ロゴフ、村井章子訳『国家は破綻する、金融危機の800年』日経BP社、2011年)

資料1 関連年表

| | |
|-------------|---|
| 1983年11月 9日 | レーガン大統領来日、日米円・ドル委員会設置に合意 |
| 1984年 1月 9日 | 日経平均、初の1万円台乗せ |
| 2月23日 | 日米円・ドル委員会第一回会合 |
| 4月 1日 | 大蔵省、為替先物取引の実需原則を撤廃、居住者のユーロ円債発行解禁 |
| 5月30日 | 「日米円・ドル委員会報告書」、「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」を発表（大蔵省） |
| 6月 1日 | 主要金融機関、ディーリング（既発債売買）業務参入。大蔵省、円転換規制を撤廃、居住者向け短期ユーロ円貸付を自由化 |
| 11月 6日 | レーガン大統領誕生 |
| 12月17日 | 澄田智日銀総裁誕生 |
| 1985年2月 3日 | 大統領首席補佐官のベーカーがリーガンに代わり財務長官に |
| 3月28日 | 米上院本会議で対日報復措置要求決議（4月上旬には上院財政委員会で対日報復法案可決） |
| 6月22日 | 竹下蔵相・ベーカー財務長官会談 |
| 7月23日 | 大場・マルフォード、パリ会合（第一回プラザ準備会合） |
| 8月21日 | 大場・マルフォード、ハワイ会合（第一回プラザ準備会合） |
| 9月15日 | ロンドンG5代理会議（プラザ合意案分作成） |
| 9月22日 | プラザ合意 |
| 9月23日 | レーガン政権、新通商政権を発表 |
| 10月24日 | 日銀、短期金利高め誘導実施 |
| 1986年1月18日 | ロンドンG5（伊の参加問題討議。仏、米が前向き、日本も同調） |
| 1月30日 | 日銀第一次公定歩合引き下げ（5.0%→4.5%） |
| 3月 7日 | 米国、公定歩合引き下げ（7.5%→7.0%） |
| 3月10日 | 日銀第二次公定歩合引き下げ（4.0%→4.0%）、西ドイツも同時引下げ |
| 3月17日 | 円、1ドル=174円80銭と変動相場移行後の最高値更新 |
| 4月 7日 | 「前川レポート」発表（内需主導の成長への転換を謳う） |
| 4月 8日 | 竹下・ベーカー会談（日本側は為替安定を求める） |
| 5月13日 | ベーカー長官、「ドルは円に対し十分に調整がなされたので、これ以上の切り下げは不要」と発言（日本の総選挙に向けた助け舟） |
| 4月21日 | 日銀第三次公定歩合引き下げ（4.0%→3.5%）、米国も公定歩合を下げる（7.0%→6.5%） |
| 5月27日 | 日本の対外純資産が85年末時点で1298億ドルと世界一に |
| 7月 6日 | 衆参ダブル選挙、自民圧勝 |
| 7月22日 | 中曽根内閣改造、蔵相は竹下登から宮澤喜一へ |
| 9月 6日 | 宮澤蔵相・ベーカー財務長官会談（サンフランシスコ） |
| 9月19日 | 政府、三兆六千億円の総合経済対策を決定 |
| 11月1日 | 日銀第四次公定歩合引き下げ（3.5%→3.0%）、同日宮澤蔵相・ベーカー財務長官による為替安定の共同声明 |

| | |
|------------|---|
| 1987年1月21日 | 宮澤・ベーカー緊急会談 |
| 1月28日 | 米国がブラザ合意以降、初のドル買い介入(NY市場、五千万ドル) |
| 2月9日 | NTT株上場(初値百六十万円、87年中最高値三百十八万円) |
| 2月22日 | ルーブル合意 |
| 2月23日 | 日銀第五次公定歩合引き下げ(3.0%→2.5%)、同日ルーブル合意の共同声明 |
| 3月 | 安田火災がゴッホの「ひまわり」を53億円で購入 |
| 4月17日 | 米政府、日米半導体協定違反を理由にパソコン・カラーテレビ・電動工具に100%の報復関税 |
| 6月2日 | レーガン大統領、FRBボルガー議長の後任にグリーンズパンを指名(8月11日就任) |
| 6月9日 | リゾート法公布(リゾート開発ブームの火付け役に)。大阪証券取引所、株先50スタート |
| 8月末 | 日銀は市場金利高め誘導を開始 |
| 9月4日 | 米国公定歩合引上げ(5.5%→6.0%) |
| 9月23日 | 西独レボ金利引上げ開始(3.60%→3.65%) 10月7日(3.75%)、10月14日(3.85%) |
| 10月19日 | ブラックマンデー(NY市場で508ドル安、マイナス22.6%の下落、日本では日経平均が3836円安、マイナス14.5%の下落) |
| 10月20日 | 各国は金融調節を緩和 |
| 11月6日 | 竹下内閣発足(蔵相は宮澤喜一続投) |
| 11月20日 | 米政府・議会が財政赤字削減で合意 |
| 12月4日 | 西独など欧州協調利下げ |
| 1988年1月4日 | 円、変動相場移行後の最高値の1ドル=120円45銭(ブラザ合意以降の円高局面のピーク)、日米欧が協調介入 |
| 6月20日 | 世界の商業銀行ランキングで上位五行まで邦銀(ビジネスウイーク誌) |
| 6月30日 | 西独公定歩合引上げ決定(2.5%→3.0%) |
| 7月5日 | リクルート事件発覚 |
| 8月9日 | 米国公定歩合引上げ(6.0%→6.5%) |
| 8月25日 | 西独公定歩合引上げ決定(3.0%→3.5%) |
| 7月5日 | リクルート事件発覚 |
| 11月9日 | ブッシュ新大統領の誕生。ベーカー前財務長官は国務長官に。 |
| 12月7日 | 日経平均、初の3万円台 |
| 12月24日 | 参院、消費税法可決(衆院では12月21日に可決) |
| 1989年1月7日 | 昭和天皇、崩御 |
| 4月1日 | 消費税実施(税率3%) |
| 5月25日 | ブッシュ政権、スーパー三〇一条の適用発表(日本のスーパーコンピューターなど) |
| 5月31日 | 日銀、公定歩合引上げに転換(2.5%→3.25%) |
| 12月17日 | 日銀総裁、澄田智から三重野康に交代、翌年よりバブル崩壊始まる |

(出所) 滝田洋一(2006) および近藤健彦(2009) などより作成した。

資料2 バブル期における各種データ (出所) FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis)





