

《特別研究（2007年度）》

日本銀行の金融政策（1984年～1989年） —プラザ合意と「バブル」の生成—

Monetary Policy of the Bank of Japan, 1984 — 1989

黒 田 晁 生☆

Akio Kuroda

はじめに

1990年代の日本経済は、一般に「失われた10年」と形容されるように、長期間にわたる不況とデフレーションによって特徴づけられる。日本経済がそうした望まじからざる事態に陥ってしまった重要な原因の一つとして、1980年代後半における「バブル」生成と1990年代に入ってから「バブル」崩壊に際して、日本銀行の金融政策が適切に対処できなかったことが挙げられる。本論文は、「バブル」が生成された1980年代後半における日本銀行の金融政策（具体的には、澄田智第25代総裁の下での金融政策）を年代記的に叙述しながら、批判的に検討したものである。なお、澄田総裁の任期期間中における日本の主要経済指標の推移を図表1として予め示しておく。

1 プラザ合意と国際的政策協調

（1）澄田総裁の就任と対外不均衡問題

1984年12月17日、日本銀行の澄田智副総裁が中曽根康弘首相によって第25代日本銀行総裁に任命された。澄田氏は、1940年（昭和15年）に大蔵省に入省し、理財局総務課長・主計局次長を経て、1966年7月からは銀行局長として「金融効率化行政」¹⁾を推進するなど目覚ましい業績をあげた。1969年8月には大蔵次官となり、1972年に退官した後は、日本輸出入銀行総裁に就任した。日本輸出入銀行総裁は、「大蔵省のドン」と呼ばれ、1974年12月に第23代日本銀行総裁となった森永貞一郎氏がかつて占めたポストであり、森永日銀総裁の任期満了が近づくにつれて、その最も有力な後継者として衆目の一致をみていたのが澄田氏であった。しかし、森永総裁の最終的な人事決断は、日銀生え抜きの前川春雄副総裁を第24日日銀総裁に抜擢し、澄田氏には副総裁として5年後の日銀総裁就任に備えさせるという極めて意外なものであった。

澄田氏にとっては閑職ともいうべき日銀副総裁の座は決して心地よいものではなかったはずであるが、温厚な人柄の澄田氏はよくそれに耐えたのであった。副総裁として雌伏5年の後、金融政策の表

☆政治経済学部教授

舞台に登場した澄田新総裁は、総裁就任の記者会見に際して、「頑固、愚直と言われるよう信念を貫きたい」と述べ、かねてよりの信条である「誠心誠意」の姿勢で金融政策の運営に当たっていく覚悟を示した。また、澄田総裁の就任と同時に理事から昇格した日銀生え抜きの三重野康副総裁は、総裁と「気合を合せて行く」ことを誓った²⁾。しかし、澄田・三重野新体制を待ち構えていたものは、各国の国益がぶつかり合う通貨外交の舞台であり、「国際的政策協調」というスローガンの下に日本銀行に繰り返し利下げを迫る政府・大蔵省からの猛烈な圧力であった。

澄田総裁が就任した1984年末当時における日本の国内経済は、前年春頃からの景気回復が本格的な拡大局面へとつながっていったにもかかわらず、消費者物価や卸売物価は安定基調を維持しており、物価安定下の景気拡大という望ましい展開を示していた。しかし、1984年中の日本の経常収支黒字額が340億ドル（円ベースでは約9兆円）とかつてない巨額に達する一方で、円の対ドル為替相場は1980年代前半を通じて根強い円安化傾向を示して、1984年末には1ドル＝252円を記録しており、経常収支黒字下での円安はアメリカとの貿易摩擦を激化させるという形での対外不均衡問題を引き起こしていた（1984年末以降における円対ドル相場の推移については図表2を参照）。

日本の経常収支黒字が拡大したにもかかわらず為替相場の円安ドル高傾向が続いたのは、アメリカの高金利によってもたらされた海外からアメリカへの巨額の資本流入であった。1981年初に就任した

図表 1 主要経済指標の推移（1985年～1989年）：澄田総裁時代

	1985 年	1986 年	1987 年	1988 年	1989 年
実質 GDP 成長率（90 年価格、前年比、％）	4.6	2.9	4.4	6.2	4.9
鉱工業生産指数増加率（2000 年平均＝100、前年比％）	3.6	－ 0.2	3.4	9.7	5.8
国内卸売物価指数上昇率（95 年平均＝100、前年比％）	－ 0.8	－ 4.7	－ 3.1	－ 0.5	1.9
全国消費者物価指数上昇率（95 年平均＝100、前年比％）	2.1	0.6	0.1	0.7	2.2
マネーサプライ増加率（M ₂ 平均残高、前年比％）	8.4	8.7	10.4	11.2	9.9
日経 225 種平均株価（年末値、円）	13,113	18,701	21,564	30,159	38,915
円対米ドル為替レート（インターバンク直物、年末値、円／ドル）	200.60	160.10	122.00	125.90	143.40
経常収支（円ベース、10 億円）	11,970	14,244	12,186	10,461	8,711
日本銀行公定歩合（年末値、％）	5.00	3.00	2.50	2.50	4.25

（注 1）1984 年末の日経 225 種平均株価は、11,542 円

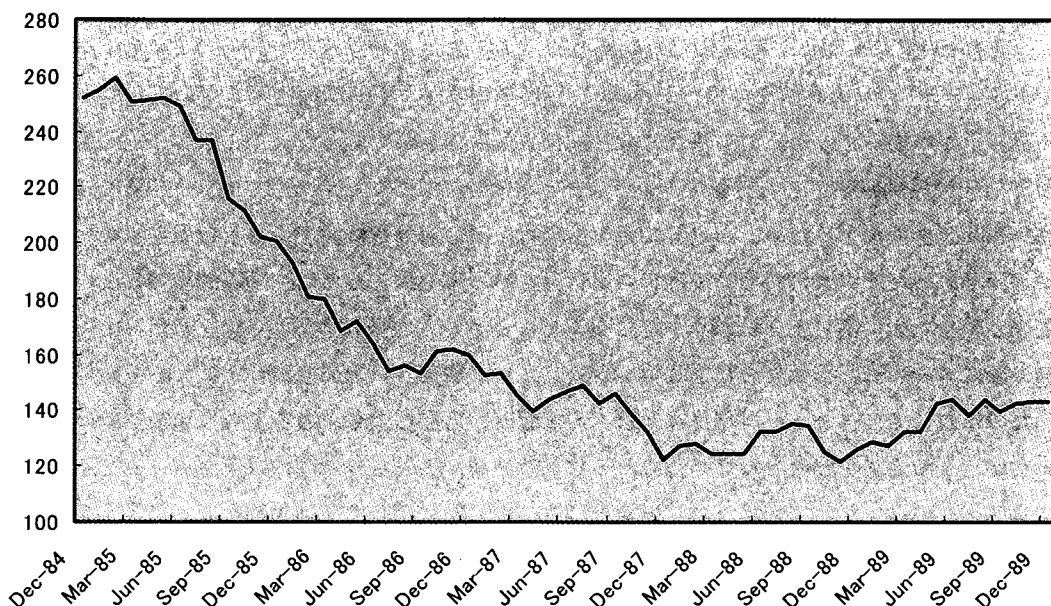
（注 2）1984 年末の円対米ドル為替レートは、251.58 円／ドル

（注 3）日銀公定歩合は 1984 年末の 5.00％から、1986 年中には 1 月・3 月・4 月・11 月と 4 回引下げ、1987 年中には 2 月に 1 回引下げ、1989 年中には 5 月・10 月・12 月と 3 回引上げ（ただし、12 月は三重野総裁に交代後）

〔資料出所〕日本銀行「経済統計年報」

図表2 円対米ドル相場の推移（月末値）

円／ドル



ロナルド・レーガン大統領は、「小さい政府」を目標として掲げ、いわゆる「サプライサイド経済学」に基づいた減税措置を実施したが、その一方で財政支出削減策は後回しにされ、軍事支出を顕著に増加させたこともあって、財政赤字が急拡大した。この間、ポール・ボルカー議長の下での連邦準備制度理事会（以下では、連邦準備と略称）は、第2次石油危機もあって猛威を振るったインフレが漸く沈静化したことを理由に、1982年秋にはマネーサプライを目標とした「新金融調節方式」に幕を引いて弾力的な金融政策運営に転じたものの、財政赤字の急拡大を主因にアメリカの市場金利は高止まりして、海外からの資本流入をもたらしたのである。円に対するドルの過大評価は、自動車産業をはじめとしたアメリカ製造業の国際競争力を低下させ、貿易摩擦問題の激化へとつながっていったが、「強いドル」を信奉するロナルド・レーガン財務長官と為替市場への介入を頭から拒否するベリル・スプリンケル財務次官のコンビの下では、そうしたドル高の是正に向けて有効な取り組みができないままに終わっていたのであった³⁾。

（2）1985年9月のプラザ合意

1985年初にレーガン政権が第2期入りするとともに、弁護士出身で実務家のジェームス・ベーカー大統領首席補佐官とレーガン財務長官とのスワップ人事が行われ、新たに財務長官となったベーカー氏は、やはり弁護士出身である腹心のリチャード・ダーマン氏を伴って財務省入りした。一方、大統領首席補佐官に就任するレーガン氏が財務長官を辞任した後、スプリンケル次官も退任した。こうして、レーガン&スプリンケル・チームから交代して新たに財務省を率いることになったベーカー&ダー

マン・チームは、アメリカ議会で燃え盛る保護主義の火を消す狙いで、2月から3月初にかけてドル高・欧州通貨安を是正するための為替市場介入を欧州諸国（ことに西ドイツ）と協調して頻繁に実施した。総額100億ドルに及ぶ協調介入の効果もあって、2月に対マルクで1ドル＝3.4マルク台（対円で1ドル＝260円台）の高値をつけたドルは、3月以降緩やかな下落局面に入ってしまった⁴⁾。もっとも、ドル高修正が本物かどうか、この時点での各国はまだ半信半疑であった。

国際的政策協調路線へと方針転換したアメリカ財務省に呼応したのが、中曽根内閣において日米貿易摩擦問題を解決するために円・ドル調整を含めた総合対策を検討するよう指示されていた竹下登大蔵大臣であった。中曽根首相の後継者の座を狙う竹下蔵相にとっては、国際的に知名度を上げる好機到来と映ったのであった。1985年6月に東京で開催された主要10カ国（G10）蔵相・中央銀行総裁会議の際にベーカー財務長官と竹下蔵相が会談し、竹下蔵相が日米の協調介入によるドル高是正を打診したのに対して、ベーカー財務長官は日本に積極的な内需拡大を求めるという形で議論は平行線を辿ったが、この会談を契機としてベーカー・竹下チャネルによる日米間の政策協調に関する交渉が急速に具体化していった。アメリカの財務省と日本の大蔵省によって開始されたドル高是正のための政策パッケージ（為替市場介入、財政政策、金融政策などの総合対策）作りは、まもなく西ドイツ、イギリス、フランスの蔵相を巻き込んだ主要5カ国（G5）蔵相ベースの国際的政策協調へと拡大され、9月下旬にニューヨークのプラザホテルでG5会議を開催した上で、各国がドル高是正のために為替市場での協調介入に踏み切ることについての具体案が蔵相代理レベルでまとめられていった。この間、為替市場への介入権限を有するブンデスバンクのカール・オットー・ペール総裁を除けば、各国中央銀行総裁はほとんど蚊帳の外に置かれていた。アメリカ内部では、高金利是正のためには財政赤字の削減こそが必要だと主張していたボルカー議長は、レーガン政権下のホワイトハウスから煙たがられており、ベーカー財務長官から特に相談を持ちかけられることはなかったし⁵⁾、イギリス・フランスでは中央銀行には一切相談なしに事態が進行していた。日本銀行の澄田総裁が、大蔵省の大場智満財務官から、プラザホテルで開催予定のG5会議において各国が為替市場での協調介入実施を決定する方針であるとの説明を受けたのは、会議4日前の9月18日のことであった⁶⁾。

1985年9月22日（日）、G5の蔵相・中央銀行総裁会議がニューヨークのプラザ・ホテルで開催された⁷⁾。会議場であるプラザ・ホテル2階の「ホワイト&ゴールドの間」に集まったのは、アメリカ、日本、西ドイツ、イギリス、フランスの蔵相・次官（財務官）および中央銀行総裁であり、日本からは竹下蔵相、大場財務官、そして澄田総裁が出席した。

午前11時半から約5時間に亘って開催された会議では、蔵相代理レベルで予め準備された共同声明文についての最終的な詰めが行われ、保護主義に抵抗するためには「ファンダメンタルズの現状および今後の変化を照らして、主要非ドル通貨の対ドルでのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましい」こと、そして、「G5各国は、これを促進するよう密接に協調する用意がある」ことを共同声明として発表することで合意した⁸⁾。また、ドル高を是正するための為替市場介入戦略についての討議が行われ、ドルを近い将来において10～12%下方調整すべく各国が協調介入を実施すること⁹⁾、介入期

間・規模は6週間程度の電撃作戦で180億ドルを目途とすること、介入資金の分担をアメリカ・日本各30%、西ドイツ25%、フランス10%、イギリス5%とすることなどで合意した。会議の席上、竹下大蔵大臣は、ドル高是正のための協調介入に一貫して積極的な姿勢を示し、「1ドル=200円の円高をも容認する」と自発的に発言して、会議での合意形成に貢献した。アメリカと日本が協調介入で連携したのに対して、欧州勢は協調介入に消極的なスタンスであり、結局、協調介入を実施すること自体をG5の共同声明文に盛り込むことはせず、共同声明発表後に実際に協調介入に踏み切ることによって市場に対して意思表示するという妥協策がとられた。

プラザ合意のもうひとつの柱は、ドル高（その裏返しとしての円安・マルク安）の是正を各国間の政策協調と結びつけたことであった。すなわち、財政政策に関しては、アメリカが1986会計年度（1985年10月～86年9月）の財政赤字削減パッケージを実施する一方、西ドイツは中期的な税制改革の一環として1986年および88年に減税を実施する方針を表明した。所得税減税を求められた竹下蔵相は、G5の共同声明とは別途に、日本の税制調査会での審議を今後進めることを独自に発表することでその場を凌いだ。後日、ペーカー財務長官から日本の内需拡大の目玉として減税の実施を要求されることになった。ドル高是正をもっぱら協調介入によって実現したい竹下蔵相の思惑と、日本・西ドイツの内需拡大によって対外不均衡問題を解決したいとするペーカー財務長官の思惑とは、プラザ合意においても微妙にすれ違っていたのである。

次に、金融政策に関しては、一般論として各国中央銀行が大蔵当局と協力して柔軟に対応する方針について合意がなされたのみで、介入と金融政策をどのように結びつけるのかについては議論すら行われなかった。各国の中央銀行が、金融政策の運営について少なくとも建前上の中立性・独立性を与えられていることを勘案すれば、政治家を含めたG5会議は、そもそも金融政策のあり方を議論する場としてはふさわしくなかったと言うべきであり、プラザ会議の段階においては、中央銀行の中立性・独立性に対する配慮がまだ残されていたのである。しかし、プラザ合意後において国際的政策協調路線が実施に移されるにつれて、日本において最も顕著であったように、各国蔵相たちは中央銀行の金融政策に容赦無く足を踏み込むようになっていった。

2 日銀の短期市場金利「高め放置」と協調利下げ

(1) 為替市場での協調介入と短期金利の「高め放置」

プラザ合意の翌日に当る9月23日（月）から開始されたドル売り（円・マルク買い）の協調介入¹⁰⁾は、当初の目標期限であった10月末にかけて実施され¹¹⁾、介入総額は102億ドル（内訳はアメリカ32億ドル、日本30億ドル、西ドイツ・フランス・イギリスの3カ国合計20億ドル、その他のG10参加国20億ドル）に達した。ブンデスバンクのペール総裁は、プラザ会議後2週間足らずで1ドル=2.65マルクまでドル安が進んだのを見て、更なるドル売り介入には及び腰となったが、プラザ会議で協調介入に向けて議論をリードしたと自負する竹下蔵相は大蔵省事務当局に徹底介入を指示し、澄田総裁が率いる日本銀行は、大蔵省と協力して大規模なドル売り（円買い）介入を繰り返し実施した。10月末のドル相場

は、プラザ会議前の水準と比べると、対円で13%、対マルクで10.5%のドル安となり、プラザ合意の目指した10～12%のドル安目標はほぼ達成された。

この間において、澄田総裁は、プラザ合意から約1ヶ月後の10月24日から、公定歩合を5%に据え置いたままでコール・レートを一挙に7～8%台へと上げる「高め放置」¹²⁾に踏み切った。三重野副総裁の腹心の部下である佃亮二営業局長が主導した「高め放置」は、前年夏以来の国債市場における市況の過熱（利回りの急低下）とキャピタルゲイン狙いの短期回転売買活発化¹³⁾に対処する狙いもあったが、「高め放置」によって国債利回りは急上昇し、1ドル=215～8円で足踏み状態にあった為替相場も再び円高化して、11月には200円台にまで上昇した。もっとも、「高め放置」の直後には長期プライムレートの引上げ前に長期貸出が一時的に急増したり、自由金利預金¹⁴⁾への資金シフトによってマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比が10～12月期には9%台に高まるなど、金融自由化が過渡期にあったことを背景として予期せざる事態も生じていた。

日本銀行が単独で実施した短期市場金利の「高め放置」は、プラザ会議の席上ではほとんど議論されないままに終わっていた金融政策の協調に関する各国（および、財政当局と中央銀行）の思惑違いを表面化させた。すなわち、プラザ会議の準備段階においてベーカー財務長官が目論んでいたのは、ドル高是正のための為替市場介入に協力する代りに、日本・西ドイツには財政支出拡大・減税と金利引下げによる内需拡大を実現させることであった。したがって、プラザ会議での協調介入戦略を準備したG5蔵相代理会議においても、日本・西ドイツの金融政策に関しては金利引下げ方向での柔軟な対応が内々に期待されていたのであった。日銀による短期市場金利の「高め放置」に驚いた大蔵省の大場財務官は、澄田総裁に抗議の電話を入れ、山口光秀次官を通じて日本銀行に「高め放置」の取りやめを要請した¹⁵⁾。

各国の中央銀行の間でも、プラザ合意後における金融政策の協調について連携プレーらしきものは何ら行われていなかった。アメリカのボルカー連邦準備議長は、日本銀行が突如実施した「高め誘導」が日本の内需拡大にとってマイナスであり、ドル急落を引起す懸念がある不適切な措置であるとして、日本銀行を（窓口である緒方四十郎国際関係担当理事を通じて）厳しく問い質した¹⁶⁾。こうして内外から一斉に非難を浴びせられながらも、澄田総裁は12月18日まで約50日間にわたって「高め誘導」を継続し、国内債券市況を沈静化させるとともに、1ドル=200円台での円高を定着させたのであった。

（2）1986年からの協調利下げ

1986年に入ると円高が急速に進行して、澄田総裁の下での日本銀行は、一転して公定歩合の連続引下げを余儀なくされる羽目に陥った。まず、1月下旬にロンドンで開催されたG5では各国の内需拡大を狙った協調利下げ交渉が不調に終わったが、その帰途にアメリカを訪問した竹下蔵相が1ドル=190円を例示して円高を容認する趣旨の発言を行ったのを契機に、円は190円台に突入した。それまで利下げによる円安・ドル高への呼び戻しを恐れていた澄田総裁は、竹下蔵相の口先介入によってもたらされた円高行き過ぎに伴う景気後退懸念に対応すべく、1月29日に日本単独で公定歩合の0.5%引

下げ（5%→4.5%）を決定した。澄田総裁にとって第1回目の公定歩合引下げであったが、一旦はずみのついた円高に歯止めはかからず、2月中旬には1ドル=180円を突破した。

2月24日、アメリカの連邦準備でボルカー議長に対する「宮廷クーデター」が起き、ボルカー議長は辞任の瀬戸際に追い込まれた¹⁷⁾。レーガン政権によって指名されたプレストン・マーチン副議長らが景気刺激のための公定歩合（Official Discount Rate；以下ではODRと略称）引下げを提案し、アメリカの単独利下げによるドル急落を懸念するボルカー議長の反対を押し切って、同提案を4対3で可決してしまったのである。追い詰められたボルカー議長は、日本・西ドイツとの協調利下げ実現までODR引下げを待ってもらおうようクーデター派の了解を取りつけた上で、まず日銀の緒方理事を通じて澄田総裁に協調利下げを促し、次いでブンデスバンクのペール総裁には直接説得に当たった。こうしてアメリカ、日本、西ドイツの協調利下げ体制が急遽整えられ、ブンデスバンクの利下げ（3月6日、4%→3.5%）、アメリカ連邦準備の利下げ（同7日、7.5%→7%）と合せて、同7日に澄田総裁は2回目の公定歩合引下げ（→4.0%）を決定した。

4月に入ると、ワシントンDCでのG10会議に際してベーカー・竹下会談と並行して、ボルカー・澄田会談が行われた。ボルカー議長は、アメリカの景気に陰りがみられるようになったことを理由に協調利下げを求め、円高によるデフレ効果を懸念する澄田総裁はボルカー議長の申し出を受け入れて、アメリカと日本による二度目の協調利下げがまとめられた¹⁸⁾。4月18日にボルカー議長がODR引下げ（→6.5%）を実施した後¹⁹⁾、同19日に澄田総裁は3回目の公定歩合引下げ（→3.5%）を決定し、日本の公定歩合は第2次世界大戦後の最低水準（当時としては）となった。ボルカー議長は、4月23日の議会証言で、ドルは十分に下落しており、近い将来利下げは必要ないと思う旨述べたが、翌24日には円相場は1ドル=170円を突破した。

5月のゴールデンウィークに東京で開催されるサミットを約1ヶ月後に控えた4月7日に、内需拡大による経常収支黒字の縮小を謳った「経済構造調整研究会報告書」（前川春雄前日銀総裁を座長とするいわゆる「前川レポート」）が発表された。また、サミットでは、円高で悲鳴を上げる輸出産業への配慮を迫られた中曽根首相がレーガン大統領に対して為替安定化を必死で訴えたものの、さしたる成果は得られなかった²⁰⁾。サミット後に、円相場は一時1ドル=160円を突破し、中曽根首相は窮地に追い込まれたが、強引に持ちこんだ7月6日の衆参同時選挙では、「大型間接税（売上税）は導入せず」との公約を掲げた自民党が圧勝した。これを受けて7月22日に発足した第3次中曽根内閣では、それまでプラザ戦略に批判的な立場をとっていた宮沢喜一氏が蔵相となり²¹⁾、竹下氏は自民党幹事長に就任した。この間において、11月の中間選挙を控えて景気浮揚を図りたいベーカー財務長官は、ボルカー議長を巻き込んで日本と西ドイツに利下げの圧力をかけ続けたが、日銀とブンデスバンクは更なる協調利下げの要請には頑強に抵抗した。結局、アメリカ連邦準備は、7月10日と8月21日にODRを単独で0.5%ずつ引下げて5.5%とすることにより、日本と西ドイツの利下げへの呼び水となることを期待したのであった。もっとも、ボルカー議長は、「景気実態に比べて8月の利下げは余計だった」と後日回顧している²²⁾。

ペーカー財務長官は、宮沢新蔵相に働きかけ、9月6日に二人はサンフランシスコで極秘に会談した²³⁾。対日貿易赤字の縮小を図るために日本の内需拡大策(補正予算と公定歩合引下げ)を求めるペーカー財務長官に対して、宮沢蔵相は見返りとして為替安定化(円高阻止)を求めて、交渉は平行線を辿った。その後、9月26日からワシントンDCで開催されるIMF総会の際に再び宮沢・ペーカー会談がもたれ、宮沢蔵相は総合経済対策(3.6兆円)を実施するための補正予算案を提示して、ペーカー財務長官に為替安定化への協力を求めた。一方、並行してもたれた澄田・ボルカー会談では、澄田総裁は当初利下げを決めたものの、ボルカー議長の執拗な要請に根負けしてついに利下げを前向きに検討すると言質を与えてしまった²⁴⁾。帰国後の澄田総裁は、日銀内での強力な利下げ反対論²⁵⁾にあっただけの間の利下げに踏み切れないでいたが、アメリカの中間選挙前にペーカー財務長官との交渉をまとめあげたい宮沢蔵相は澄田総裁に利下げを迫り、ついに承諾させた²⁶⁾。10月31日午後7時には、一連の会談内容を総括する形で、為替安定を謳った日米蔵相共同声明が発表され、日本側は、①個人所得税・法人税の最高税率引下げを含めた税制改革の早期実現、②総合経済対策を実施するための補正予算の国会提出、③日銀の公定歩合引下げ、を内需拡大策として掲げた。同日、日米共同声明に先だって、澄田総裁は「景気が予想以上に悪化している」ことを理由に4回目の公定歩合引下げ(→3%)を決定した。

日米蔵相共同声明の後、円相場は概ね1ドル=160円台で小康状態にあったが、1987年に入ると日本の景気対策の実態²⁷⁾に不満を持ったペーカー財務長官の「トークダウン」(口先介入によるドル安誘導)によって再び円高が進行し、日本側での必死のドル買い・円売り介入にも拘らず、1月19日には1ドル=150円を突破した。たまりかねた宮沢蔵相は、急遽ワシントンDCに飛んでペーカー財務長官と会談し、為替安定化を再確認した共同声明を1月21日に発表した²⁸⁾。これを受けて、1月28日のニューヨーク市場では、日本銀行の介入と合せて、ニューヨーク連邦準備銀行がプラザ合意以来初の円売りドル買い介入(5千万ドル)に踏み切った。

(3) 1987年2月のルーブル合意

2回にわたる日米共同声明による為替安定化の合意は、それまで政策協調に及び腰であった西ドイツに対する圧力となり、1月23日に、ブンデスバンクが漸く思い腰を上げて、ODRを3.5%から3%に引下げた²⁹⁾。さらに、欧州諸国を交えた政策協調を求めて、フランスのルーブル宮殿における2月22日のG7会議開催³⁰⁾へとつながっていった。ドル安に歯止めがかからなくなった状況下で、アメリカへの資本流入が鈍化してTB入札への悪影響が懸念され始めたため、さしものペーカー財務長官も追い詰められていた。G7会議に先立つ2月20日に、澄田総裁は5回目の公定歩合引下げ(0.5%)を決定し、日本銀行の公定歩合は2.5%と当時としては史上最低の水準になった。1月の宮沢・ペーカー会談において宮沢蔵相が「お土産」とした日本銀行の公定歩合引下げは、アメリカ側が実施のタイミングに異論を唱えたため、しばらくの間宙ぶらりんの状態となっていたが、G7会議の開催を前にして、ようやく正式決定をみたのであった。2月20日のドル相場は、対円で1ドル=153円、対マルクで1

ドル＝1.825マルクであった。

ルーブル宮殿での会議では、維持不可能な対外不均衡問題を世界の経済成長によって解決することを目指し、為替相場を「当面の水準の近辺」で安定させることで合意した³¹⁾。また、ワーキング・ディナーの席上では、為替相場安定の具体策として、会議前の為替相場を中心レートとし、上下5%を変動幅と定め、上下2.5%ずつ動いた段階で市場に介入することにまで、議論が進められた。この「ルーブル合意」は、緩やかな「目標相場圏」ともいうべきものであったが、具体的な中心レート、変動幅、介入義務などについては会議後に一切公表されなかったこともあり、そもそもどこまで合意したのかについて参加国間で意思統一がとれていなかった。また、為替安定化の裏づけとなる各国の政策協調に関する合意を欠いていた。ルーブル会議の後、為替相場はしばらく小康状態を保ったが、3月に入ると再び円高・ドル安が進行して、3月23日には約2ヶ月ぶりに1ドル＝150円を割り込んだ。

4月に入ると、為替市場ではドル売り一色となり、日米欧の通貨当局による必死のドル買い介入にも拘らず、ドル安に歯止めはかからなかった。4月8日にワシントンDCで開催されたG7の際に、ボルカー議長と会談した澄田総裁は、ボルカー議長から公定歩合の更なる引下げを求められたが、さすがに「もう利下げは十分だ」として、今度はこれを拒否した³²⁾。その後4月27日に、ドルは対円で1ドル＝140円、対マルクで1ドル＝1.8マルクの大台を突破した。

3 「ブラック・マンデー」とバブルの生成

(1) 1987年中頃までに見られた「バブル」の萌芽

澄田総裁は、1986年1月から1987年2月にかけて5回にわたる公定歩合引下げを実施した。既述のとおり、「プラザ合意」以降における国際的な政策協調路線の下で、アメリカのベーカー財務長官・ボルカー連邦準備議長、日本の竹下蔵相・宮沢蔵相から何度も利下げ要請が繰り返された。澄田総裁は、時には自ら進んで、また時には強引に押し切られる形で公定歩合引下げを決断したが、いずれにせよ為替相場に振りまわされた感のある一連の利下げであった。

もっとも、この間における日本経済をみると（前掲図表1を参照）、1985年秋からの急速な円高進行によって輸出関連企業を中心として生産活動が落込み、1986年の鉱工業生産は前年比-0.2%と1975年（同-11.1%）以来のマイナスを記録した。また、円高進行と原油価格低下の影響で1986年の国内卸売物価が前年比-4.7%と戦後最大の下落を記録するなど、円高によるデフレーションが進行した。したがって、5回にわたる公定歩合引下げの内幕が為替相場に振りまわされたものであったにせよ、「円高不況対策」³³⁾として有意義だったことを見逃してはならない。1987年には、金融緩和の効果に加えて、5月29日に政府が総額6兆円（公共投資等5兆円、減税1兆円）の「緊急経済対策」を決定したこともあって、景気は力強い拡大局面に入っていた。

しかし、折からの金融自由化・国際化の中で、日本銀行による金融緩和の浸透につれて金融機関の貸出・投資行動が次第に積極化し、多くの企業がいわゆる「財テク」³⁴⁾を手掛けるようになったのと相俟って、1987年に入ると債券・株式・土地などの資産市場において取引活発化と価格上昇が顕著

となった。長期国債市場においては、5月から6月にかけて指標銘柄（第89回債）の売買が過熱化する中で、その利回りが急低下して短期金利をも下回るいわゆる「長短逆転現象」が発生した³⁵⁾。株式市場においては、日経225種平均株価が1月30日に初めて2万円台に乗せた。1984年1月9日の1万円台乗せから約3年での大台代わりであった。また、2月9日にはNTT株が上場され、市場関係者の予想を大きく上回る160万円の初値がついた³⁶⁾。さらに、土地価格については、国土庁が4月1日に発表した1987年の公示地価（1月初時点）が、東京圏の全用途平均で前年比23.8%（住宅地平均は21.5%，商業地平均は48.2%）と急騰した³⁷⁾。このように、すでに1987年中頃までには、円高下での金融緩和浸透によって、資産市場における「バブル」の芽が萌え出していたのである。

（2）「ブラック・マンデー」への緊急対応

1987年の夏から秋にかけて、国際金融の潮流に大きな変化が生まれた。アメリカでは、「宮廷クーデター」以降、連邦準備内での居心地が悪くなっていたボルカー議長が6月1日にレーガン大統領に辞意を表明し³⁸⁾、任期満了となった8月11日にアラン・グリーンスパン氏（フォード政権下の経済諮問委員会委員長）が新しい議長に就任した。グリーンスパン議長は、ニューヨーク株式市場で年初に2000ドルの大台乗せしたダウ工業株30種平均価格が8月中旬には2700ドルへと急騰しているのに警戒感を抱き、9月4日の理事会でいきなりODR引上げ（5.5%→6%）を実施した。一方、日本では、澄田総裁が先行きの公定歩合引上げを念頭において、8月末から短期市場金利の高め誘導を開始し、西ドイツでも、ブンデスバンクのペール総裁が、国内インフレを懸念して10月から短期金利の高め誘導に踏み切った。そうした一連の動きに対して警戒感を強めたベーカー財務長官は、ブンデスバンクが短期金利の高め誘導に踏み切った際には、テレビ番組でブンデスバンクの政策スタンスがルーブル合意に反するものだと強く非難し、米独の対立が一挙に表面化した³⁹⁾。10月19日（月）、ニューヨーク株式市場では、ダウ平均が史上最大の508ドル（先週末比22.8%）の大暴落となり、いわゆる「ブラック・マンデー」となった⁴⁰⁾。翌日には東京市場に飛び火して日経225種平均株価は3836円（前日比14.9%）下落し、さらに、欧州市場へと飛び火していった。

「ブラック・マンデー」の翌日から、グリーンスパン議長は、市場の動揺を鎮めるために流動性を潤沢に供給するとともに、日本及び欧州の中央銀行に対して市場安定化のための協調行動を呼びかけた。短期金利の高め誘導をしていた澄田総裁やペール総裁は、直ちに高め誘導を中断するとともに、流動性の供給によって市場安定化に協力した。東京市場では、暴落をチャンスとみた個人投資家などからの買いが入って相場は下げ止まり、これを契機に、ロンドン市場・ニューヨーク市場でも株価の暴落は止まった。しかし、「ブラック・マンデー」に伴う危機回避策としてグリーンスパン議長が大量の流動性を供給したことは、アメリカの金利低下とドル売りをもたらして、ドル相場は11月には1ドル＝130円台、12月には120円台へと急落した。欧州では、ドル安・マルク高にたまりかねたブンデスバンクが12月4日にODR引き下げ（3%→2.5%）を実施した。12月22日には、G7がドル安防止を呼びかけた共同声明を緊急発表した。ドル安に対する歯止めとはならず、年明け後の円相場は1

ドル＝120円を記録した。

この間において、日本の政界では、ほぼ丸5年にわたって政権を維持した中曽根首相が11月6日に退陣して、竹下登内閣が発足していた。中曽根首相の後継者争いで竹下氏に敗れた宮沢蔵相は、竹下内閣においても蔵相として続投することとなった。1988年1月にレーガン大統領を訪問した竹下首相は、1月13日の日米共同声明において、日本銀行は為替安定化のために短期金利を低めに維持することに同意していると発表した。

(3) 1988年における「バブル」の膨張

1988年に入って、恐れていた「ブラック・マンデー」の後遺症がさほど深刻ではないことが明らかになると、アメリカの公開市場操作委員会（FOMC）は3月からFFレートの誘導目標を少しずつ引上げていき、グリーンSPAN議長は8月9日に2回目のODR引上げ（→6.5%）に踏み切った。景気拡大が続きインフレ圧力が高まっていることに対処した利上げ措置であった。西ドイツのブンデスバンクは、アメリカの金利上昇によって為替相場がドル高・マルク安に転じた機会を捉えて、6月以降ドル売り・マルク買い介入を実施するとともに、7月1日、8月26日にはODRを各0.5%引上げて、ルール会議開催に先立つ引下げ以前の水準である3.5%に戻した。ブンデスバンクのペール総裁もまた、行き過ぎた金融緩和の是正を図ったのである。一方、ドル高・マルク安と並行して、若干のドル高・円安が進んだにも拘らず、日本の大蔵省と日本銀行は不動の構えをとり続けた。「ルール合意」において1ドル＝150円～160円の円高防御ラインを死守しようとした宮沢蔵相には、1ドル＝130円台は依然として過度の円高であり、ここでドル売り・円買い介入をしたり、公定歩合を上げたりする発想は全くなかったと推察される⁴¹⁾。また、利下げの過程で宮沢蔵相に一方的に押し捲られてきた澄田総裁は、この段階で敢えて利上げを持ち出すことはしなかったのである⁴²⁾。

当時における日本経済の動向をみると、1987年中頃から本格的になった内需主導型の景気拡大が、金融緩和の浸透や財政面からの景気刺激効果も加わって、1988年に入ると一段と力強さを増していった（前掲図表1を参照）。1988年の実質GDP成長率は6.2%と前年の成長率4.4%を上回り、第1次石油危機前の1972年（同9.1%）以来の高さであった。景気拡大を主導したのは、高度経済成長期以来の高い伸びを示した設備投資であった。活発な設備投資は、技術革新の進展・規制緩和・円高進展に伴う構造調整などの潮流変化への企業の対応としてであったが、円高不況を克服する中で、日本経済に対する企業の中長期的な見通しが著しく強化していたことを見逃せない。設備投資とともに景気拡大のけん引役を果たしたのは、個人消費であった。賃金・雇用の増加や所得税減税に加えて、地価・株価の上昇による多大なキャピタル・ゲインもあり、自動車・宝飾品などの高級品ブームが象徴するように家計の消費態度も積極化した。

次に、物価面では、景気拡大に伴い製品・労働需給は逼迫傾向を示したにも拘らず、円高や原油価格低下の効果によって総じて落ち着いた推移であった。ちなみに、1988年中の国内卸売物価は前年比－0.5%、全国消費者物価は同0.7%であった。また、対外収支面では、ドル・ベースの経常収支黒字

には明確な縮小傾向がみられなかったものの、円高進展によって円ベースの経常収支黒字は1986年の14.2兆円（対名目GDP比率4.2%）から1988年には10.1兆円（同2.7%）へと顕著に縮小した。プラザ合意以降の懸案であった内需拡大による力強い経済成長が実現する一方で、物価の安定は維持され、対外不均衡問題が解消に向かったのである。

日本経済の「見事なパフォーマンス」が欧米各国から賞賛され⁴³⁾、日本全体が自らの経済力に自信を抱くようになった中で、株価・地価は一段と上昇して「バブル」が膨らんでいった。すなわち、株式市場においては、前年1月に2万円台乗せを達成したばかりの日経225種平均株価が1988年12月7日には初の3万円台となり、同年末には30,159円まで上昇した。株価が目覚ましい上昇を遂げる中で、主要企業の多くが海外市場を中心にした転換社債やワラント債などの発行を一段と活発化させるとともに、国内株式市場での公募時価発行を増加させた。銀行等の金融機関は、企業間の株式持合いを支える意味もあって株式保有を増やしていった。

土地市場では、前年に急騰した東京圏の公示地価が、1988年（1月初時点）には全用途平均で前年比65.3%（住宅地平均は68.6%、商業地平均は61.1%）と更に上昇スピードを増したのみならず、大阪圏や名古屋圏にも地価高騰が波及していった。大都市圏ではオフィスビルなどの大規模開発を狙いとした「地上げ」の嵐が吹き荒れ、全国各地でリゾート開発が繰り広げられるようになった。地価の「バブル」を支えたのは銀行等金融機関の積極的な貸出であった。金融の自由化・国際化が進展するにつれて、金融機関の資金調達面では自由金利預金の割合が上昇して調達コストが上昇したが、その一方、資金調達手段が多様化した主要企業が次第に借入依存度を低下させて「銀行離れ」するようになったため、金融機関は新たな収益源の開拓を迫られていた。そうした状況を打開するために、建設・ノンバンク・不動産の3業種を中心とした中小企業向けの土地担保貸出や、住宅ローンを中心とした個人向け貸出を積極的に増やしたのであった。

金融機関の信用供与が急増したのを主因に、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ 平均残高）の前年比は1987年の10.4%から1988年の11.2%へと高まり、2年連続で2桁台を記録した⁴⁴⁾。マネーサプライの伸び率上昇は、いわゆる「金余り現象」として世間の注目を集めるようになった。

株価・地価が著しい高騰を示していたにもかかわらず、当時の日本における財界・官界・政界のいずれもがそうした事態を必ずしも「バブル」とは認識していなかった⁴⁵⁾。まず、地価については、首都圏を中心とした土地供給の不足と土地保有に対する税制上の優遇措置を前提とすれば、東京が「国際金融センター」として発展するにつれて地価が上昇するには合理的な理由があるとするのが多数意見であり、地価は絶対に下がらないとの「土地神話」⁴⁶⁾ が一般に信じられ続けていた。次に株価については、実際の企業収益を基準にすれば高すぎる株価水準（すなわち、バブル）と見えても、いわゆる「リストラクチャリング」による日本企業の成長（および将来の高収益）期待が株価に織り込まれつつあると考えれば合理的に説明できる（すなわち、バブルではない）というのが当時における有力説⁴⁷⁾ であった。

澄田総裁の下での日本銀行は、株価・地価の高騰に強い懸念を抱きながらも、プラザ合意以来の国

際政策協調と円高が足枷となって、各界から寄せられる低金利持続要請を撥ね付けるだけの明確な情勢判断を欠いていた。かつてのイギリスがそうであったように、債権大国である日本は低金利が当然であるとする世論に抗することができなかったのである。

4 遅すぎた金融引締めへの転換

アメリカでは1988年秋の大統領選挙で圧勝したジョージ・ブッシュ氏（父）が1989年初に大統領に就任し、日本では1989年1月7日の昭和天皇崩御によって昭和から平成へと時代が代っていく中で、通貨外交の舞台も変化していった。アメリカ側では、財務長官を辞任してブッシュ氏の選挙応援本部入りしていたペーカー氏が、ブッシュ政権の誕生とともに国務長官に就任した。レーガン政権下でペーカー財務長官の後任に選ばれたニコラス・ブレイディ氏は、ブッシュ政権においても財務長官としての続投が決まった。一方、日本側では、1988年12月に宮沢蔵相がリクルート事件で引責辞任を余儀なくされ、若干の間において村山達雄氏が蔵相に就任した。大平内閣以来の懸案であった消費税の導入を果たした竹下首相自身も、1989年6月にはリクルート事件の責任をとって辞職し、約2ヶ月の短命に終わった宇野宗佑内閣を経て、8月には海部俊樹内閣が成立した。

澄田総裁の下での日本銀行は、1989年に入ってから漸く公定歩合の引上げに向けて本格的な準備に取り組み始めたが⁴⁸⁾、国内景気の過熱化、マネーサプライの高水準の伸び率、地価・株価の高騰など懸念すべき材料は既に山積みされていたにも拘らず、消費者物価や卸売物価が安定的に推移していたため、しばらくの間は公定歩合引上げの機会を掴みあぐねていた。しかし、2月24日にグリーンズパン議長が3回目のODR引上げ（→7.0%）を実施したこともあって、円の対ドル相場は夏にかけて円安化していった。また、前年12月に国会で可決された消費税（3%）が4月1日から実施されたのに伴い、物価も相応の上昇となったことで、公定歩合引上げの環境は整えられた。5月下旬に村山蔵相の合意を取りつけた澄田総裁は、5月29日に為替相場が1ドル＝142円まで円安化した機会を捉えて、翌30日に、先行きのインフレを予防する狙いで公定歩合の0.75%引上げ（2.5%→3.25%）を決定した。

澄田総裁にとってようやく実現した初めての公定歩合引上げであったが、プラザ合意以降の超金融緩和を是正するには「遅すぎて、小幅過ぎる」利上げであった。その後も景気は拡大を続け、一旦下落した株価も再び力強い上昇を遂げる中で、澄田総裁は10月11日に2回目の公定歩合引上げ（→3.75%）を決定し、即日（午後から）実施した。12月16日に任期満了で退任した澄田総裁にとっては、これが最後の公定歩合引上げとなった。

澄田総裁が退任した時、1986年11月を「谷」とした日本経済の拡大局面は既に37ヶ月の長きに及んでいたが、消費者物価や卸売物価は引き続き安定圏内で推移していた。一方、大都市圏を中心とした地価の異常な高騰は、一般市民の住生活に多大な悪影響を及ぼすようになっていたが、資産価格の安定は、澄田総裁にとって金融政策の目標とは意識されないままに終わったのである。

[注]

- 1) 銀行局長に就任した澄田氏は、従来の「横並び方式」による金融行政を改めて、競争原理の導入による効率化を図ろうとした。具体的には、金融機関の配当自由化や店舗配置の自由化を推進したほか、「金融機関の合併および転換に関する法律」を制定して、金融機関の再編成への道を切り開いた。
- 2) 筆者は日銀本店の大会議室で開かれた澄田総裁・三重野副総裁の就任式に日銀の一職員として参列したが、その折に印象的であったのは、澄田総裁が型通りの就任挨拶を述べた後、三重野副総裁が「新総裁に気合を合せていきます」とだけ述べてごく手短かに挨拶を済ませたことであった。
- 3) リーガン&スプリンケル・チームは、「強いドル」ではなく「弱い円」こそが問題であるとして、円に対する魅力を高めるために日本の金融資本市場の自由化、円の国際化を要求した。そうしたアメリカ側の要求を受け入れて、1983年11月にはアメリカ財務省と日本の大蔵省との間で「日米共同（大蔵省・財務省）円・ドルレート、金融・資本市場問題特別会合作業部会」（通称、「日米円・ドル委員会」）が発足し、1984年5月には「日米円・ドル委員会報告書」が発表された。同報告書は、①ユーロ円市場の拡充（各種ユーロ円取引の自由化）、②金融・資本市場の自由化（国内預金金利の自由化、円転規制の撤廃、円建てBA市場の創設）、③アメリカ金融機関の対日進出自由化（信託業務への参入、東証会員権の開放）を主たる内容としており、アメリカからの「外圧」によって日本の金融・資本市場を自由化・国際化させるのに貢献した。しかし、為替市場でのドル高・円安を是正する上では、ほとんど効果はなかった。
- 4) この時点で協調介入への参加を見送った日本は、その後アメリカ・西ドイツに対して負い目を感じ続けることになった。
- 5) 1985年8月になって、ベーカー財務長官からドル高是正のための協調介入戦略を漸く知らされたボルカー議長は、そうした戦略がドルの暴落とアメリカの影響力低下につながることを強く懸念した。また、プラザ会議の場においても、ドルの暴落に対する強い懸念を表明した。ポール・ボルカー「私の履歴書第24回」（日本経済新聞、2004年10月25日）を参照。
- 6) 緒方四十郎『円と日銀』21ページ、および、滝田洋一『日米通貨交渉』190ページを参照。なお、太田赳『国際金融 現場からの証言』103ページでは、プラザ会議の準備はすべて大蔵省次官級のG5代理レベルで行われ、準備段階では日銀には事前に知らされていなかったことが記されている。
- 7) プラザ会議の内容については、船橋洋一『通貨烈々』第1章（19～58ページ）、および、滝田洋一『日米通貨交渉』第5章（195～223ページ）を参照。
- 8) 1973年9月にケニアのナイロビで開催されたIMF総会の際に、愛知揆一蔵相がケニア駐在大使公邸に米英仏独の蔵相を非公式の夕食に招待するという形で始まったG5は、プラザ会議以前においては国際金融問題を非公開で議論する場として位置付けられており、会議後に共同声明を発表するのは初めてのことであった。プラザ合意によって、G5は一举に国際通貨交渉の表舞台に踊り出たのである。G5発足の経緯については、行天豊雄「私の履歴書第15回」（日本経済新聞、2006年10月16日）を参照。
- 9) ドルをIMF方式で10～12%下方調整することは、円対ドル・レートを当時の1ドル＝240円程度

- から218～214円程度へ、また、マルク対ドル・レートを同1ドル=2.85マルク程度から2.59～2.54マルク程度へと、それぞれ切り上げることを意味していた。
- 10) 日本は、たまたま9月23日が「秋分の日」で為替市場も休みだったため、24日から市場介入を実施した。
- 11) その後3ヶ月間で行われた協調介入は、11月7日にアメリカと日本が行ったドル売り（円買い）介入が唯一の例となった。
- 12) コール市場において、ドル売り介入などに伴う資金不足による金利上昇圧力を「放置」する措置という意味であるが、実際にはコール・レートを通常よりは高めに「誘導」する措置であった。「高め放置」の詳細については、日本銀行調査統計局「最近における短期金融市場の動向について」（『調査月報』昭和61年2月号）を参照。
- 13) 1984年6月から銀行等による公共債ディーリングが漸次解禁されたのを契機として、ディーラー間市場における指標銘柄の回転売買が活発化した。
- 14) 「日米円・ドル委員会報告書」における預金金利自由化方針に沿って、1985年3月からCD（譲渡性預金）の発行条件緩和が進められた。また、同年3月にはCDレートに連動するMMCが最低預入金額5000万円で、同年10月には自由金利の大口定期預金が最低預入金額10億円でスタートした。その後、MMC、大口定期預金とも最低預入金額が漸次引下げられていった。
- 15) 滝田洋一『日米通貨交渉』211ページを参照。
- 16) 船橋洋一『通貨烈々』50ページを参照。なお、緒方四十郎『円と日銀』23ページでは、同年11月中旬のBIS定例会議の際にボルカー議長から短期金利の高め誘導に対する強い抗議を受けたと述べられている。
- 17) 「宮廷クーデター」事件の顛末については、船橋洋一『通貨烈々』67～68ページ、および、ポール・ボルカー「私の履歴書第25回」（日本経済新聞、2004年10月26日）を参照。
- 18) 船橋洋一『通貨烈々』70～71ページを参照。
- 19) アメリカ連邦準備の利下げに伴いドルが売られたため、日本はニューヨーク市場で単独のドル買支え介入を実施した。
- 20) ベーカー財務長官は、新しい政策協調の枠組みとして、各国の経済活動・政策運営についての多角的監視を効果的に実施するための「インディケーター」（具体的には、GNP、インフレ率、金利などの10の経済指標）を取り上げ、その実績と見通しについて検討することが合意された。しかし、実際の「インディケーター」作りは各国の利害対立によって難航し、その後における政策協調の枠組みとしては機能しなかった。
- 21) 相前後して、大蔵次官は山口光秀氏から吉野良彦氏に、財務官は大場智満氏から行天豊雄氏に交代した。
- 22) ポール・ボルカー「私の履歴書第25回」（日本経済新聞、2004年10月26日）を参照。
- 23) サンフランシスコでの宮沢・ベーカー会談から10月31日の日米共同声明に至る過程については、

船橋洋一『通貨烈々』75～80ページ、滝田洋一『日米通貨交渉』231～232ページ、および、行天豊雄「私の履歴書第22回」（日本経済新聞、2006年10月23日）を参照。

- 24) IMF総会の直前に、緒方国際関係担当理事は日本開発銀行副総裁に更迭され、その後任には太田赳理事が就いた。したがって、ボルカー議長との会談に際して、澄田総裁に随行したのは新任の太田国際関係担当理事であった。太田赳『国際金融 現場からの証言』109～110ページでは、日銀に対してボルカーから執拗な利下げ要請があったこと、また、円ドル相場安定のために日米両国で財政政策面の対応措置が打ち出されるならば、日銀としても一段の公定歩合引下げを避けて通れないと考えたことなどの印象が述べられている。
- 25) 10月3日の衆議院予算委員会に参考人として出席した三重野副総裁は、マネーサプライの伸び率が高まっている状況は「乾いた薪の上にいる」ようなものであり、先行きインフレが懸念されるとして、公定歩合を引下げるのは適当でない旨を発言した。
- 26) 宮沢喜一「私の履歴書第21回」（日本経済新聞、2006年4月22日）では、澄田総裁と話をして日米共同声明に合わせる形で公定歩を引下げたと述べられている。また、この間の事情について、行天豊雄財務官は、「事情を話し、大蔵省の大先輩である澄田智総裁に直接お願いした。日銀内では三重野康副総裁を急先鋒に利下げ反対派が多いなか、板ばさみになった澄田さんはかなりつらかったろう」（行天豊雄「私の履歴書第22回」日本経済新聞、2006年10月23日）と述懐している。
- 27) 宮沢蔵相が約束した3.6兆円の補正予算のうち、いわゆる「真水」部分はごくわずかであった。また、昭和62年度予算は引き続き緊縮型であった。
- 28) 宮沢蔵相は、ペーカー財務長官が為替安定化を再確約する見返りに、澄田総裁から事前に合意を取付けていた公定歩合の引下げを申し出たが、ペーカー財務長官は2月のルール会議まで取っておくようにと進言した。船橋洋一『通貨烈々』262ページを参照。
- 29) ブンデスバンクは、同時に金融機関の支払い準備率を10%に高めるという引締め措置をとった。
- 30) G7は、G5にイタリアとカナダを加えた7ヶ国の蔵相・中央銀行総裁会議である。ただし、実際の話し合いは21日に非公式に開催されたG5会議で行われ、これに怒ったイタリアが22日のG7をボイコットした。
- 31) ルーブル宮殿でのG5 & G7の様様については、ポール・ボルカー「私の履歴書第26回」（日本経済新聞、2004年10月27日）、および、行天豊雄「私の履歴書第23回」（日本経済新聞、2006年10月24日）を参照。
- 32) 澄田総裁はボルカー議長との会談後、随行した太田赳国際関係担当理事に「Enough is enough. だね」と語った。太田赳『国際金融 現場からの証言』111～112ページを参照。
- 33) 内閣府社会総合研究所の景気基準によれば、1985年6月の「山」から1986年11月の「谷」に至る17ヶ月の後退局面が、「円高不況」であった。
- 34) 1980年代後半から日本の主要企業の多くがユーロ市場などの海外市場で活発な資金調達（転換社債やワラント債を利用したエクイティ・ファイナンス）を行うようになり、その結果積みあがった

- 余裕資金を特定金銭信託（通称、特金）や金銭信託以外の金銭の信託（ファンド・トラスト、通称ファントラ）などをするようになった。特金、ファントラはいずれも信託の一種（運用の中心は株式投資）であるが、信託財産中の有価証券の評価は、企業が持ち合いなどで保有している有価証券の簿価とは切り離して行われるため、独自のキャピタル・ゲインを追求できるというメリットがあった。
- 35) 指標銘柄の売買過熱化もあって、1987年度の国債売買高（東京店頭、現先売買高を含む）は4954兆円と、その時点での既往ピークを記録した。なお、国債売買高は、翌年度から減少傾向を辿り（ボトムは1998年度の2618兆円）、ピークを更新したのは2003年度になってのことであった。
- 36) NTT株は1987年中に最高値318万円まで上昇した。政府は、NTT株の第2次放出による売却収入1.3兆円を5月に打ち出した「緊急経済対策」の財源とした。
- 37) 1985年に国土庁が、東京では「2000年までに超高層ビル250棟分が必要になる」との需要予測を発表したことが、首都圏の地価高騰の一因となった。この頃から、金融機関の土地関連融資が目立つようになり、1986年12月には、大蔵省が各金融団体に土地関連融資を慎重に取扱うよう通達を出した。
- 38) ポール・ボルカー「私の履歴書第26回」（日本経済新聞、2004年10月27日）を参照。
- 39) ブラック・マンデーの引きがねとなった日米独の政策協調の軌みについては、滝田洋一『日米通貨交渉』256～258ページ、および、太田赳『国際金融 現場からの証言』112～114ページを参照。
- 40) 日本時間の10月19日（月）夜、中曽根首相が、後継者の座を争う竹下幹事長、宮沢蔵相、安倍晋太郎外相の3人の中から竹下幹事長を指名した。ニューヨーク株式市場の大暴落が起きたのは、その直後のことであった。
- 41) 宮沢喜一氏は、プラザ合意の後始末に明け暮れた蔵相時代を回顧して、「当時の私の頭の中は急速な円高を何とか食い止めたいということであっただけだった。公定歩合を上げるといような発想は全く生まれなかった」と述べている。宮沢喜一「私の履歴書第21回」（日本経済新聞、2006年4月22日）を参照。
- 42) 太田赳『国際金融 現場からの証言』120ページでは、「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き締めの方にきっておくべきであったということもできよう」とした上で、「88年夏場での円相場小康持続、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、これはなかなかできない相談であった」と回顧している。
- 43) 日本銀行の太田赳国際関係担当理事は、この頃を回顧して「日本経済は内需主導型に転換した、対外収支不均衡も今後さらに改善をみることは確実、と胸を張って説明していた」と述懐している。太田赳『国際金融 現場からの証言』117ページを参照。
- 44) マネーサプライ伸び率が当時高まった要因としては、1987年11月にCP市場が創設され、大手商社を中心にCP市場で低利調達した資金を大口定期預金に預入して利鞘稼ぎを図る動きが広範化したことを見逃せない。奥村洋彦『現代日本経済論』112～121ページを参照。
- 45) 「バブル」の最中における一般論調がどのようなものであったのかについては、香西泰・白川方明・

翁邦雄編『バブルと金融政策』（日本経済新聞社、2001年）を参照。

46) 日本不動産研究所「市街地価格指数」でみて、第2次世界大戦後において日本の地価（全国・全用途平均）が下落したのは、1974年度のみであった。

47) 日本証券経済研究所「日本の株価水準研究グループ報告書」を参照。同報告書では、株価は企業の資産価値（保有土地を含む）と比べると依然として過小評価である（ただし、企業の資産価値は、資産の有効利用を前提とした潜在的な収益価値を示すものであり、それを実現させるにはリストラクチャリングを行う必要がある）旨の主張が展開された。

なお、筆者自身が当時の株価をどのように見ていたのかについては、黒田晃生「日本の高株価はバブル（泡沫）だ」（『エコノミスト』1989年10月3日号）を参照されたい。

48) 日本銀行の窓口指導は、1987年4～6月期には金融機関に対して「節度ある融資態度の堅持」を求めるようになり、その後漸次強化されていったが、公定歩合引上げ無しでの貸出抑制指導には限界があった。また、1988年11月に日本銀行がいわゆる「新金融調節方式」を導入して、インターバンク金利の完全自由化に踏み切ったのを契機に、コール・手形レートがユーロ円レートなどと並行して上昇するようになった。

〔参考文献〕

太田起（1991）『国際金融 現場からの証言』中公新書

緒方四十郎（1996）『円と日銀』中公新書

奥村洋彦（1999）『現代日本経済論』東洋経済新報社

行天豊雄（2006）「私の履歴書」（日本経済新聞連載）

黒田晃生（1989）「日本の高株価はバブル（泡沫）だ」（『エコノミスト』1989年10月3日号）

香西泰・白川方明・翁邦雄編（2001）『バブルと金融政策』日本経済新聞社

滝田洋一（2006）『日米通貨交渉』日本経済新聞出版社

日米共同（大蔵省、財務省）円・ドルレート、金融・資本市場問題特別会合作業部会（1984）「報告書」（通称、「日米円・ドル委員会報告書」）

日本銀行調査統計局（1986a）「最近における短期金融市場の動向について」（『調査月報』昭和61年2月号）

日本銀行調査統計局（1986b）「昭和60年度の金融および経済の動向」（『調査月報』昭和61年5月号）

日本銀行調査統計局（1987）「昭和61年度の金融および経済の動向」（『調査月報』昭和62年5月号）

日本銀行調査統計局（1988）「昭和62年度の金融および経済の動向」（『調査月報』昭和63年5月号）

日本銀行調査統計局（1989）「昭和63年度の金融および経済の動向」（『調査月報』平成元年5月号）

日本銀行調査統計局（1990）「平成元年度の金融および経済の動向」（『調査月報』平成2年5月号）

日本証券経済研究所（1988）「日本の株価水準研究グループ報告書」

船橋洋一（1988）『通貨烈々』朝日新聞社

ボルカー, ポール (2004) 「私の履歴書」 (日本経済新聞連載)

宮沢喜一 (2006) 「私の履歴書」 (日本経済新聞連載)

(くろだ あきお)