

京阪神（京都、大阪、神戸）を加えると50%を超えた。この間、製造業雇用者増加に各地域が占める割合は、1都3県で12%弱、京阪神で3%強に過ぎなかった。経済全体としてはサービス経済化が継続的に進んでいたが、1980年代後半の大都市地域において製造業から建設業への産業構造の転換が生じたのが大きな特徴であった。

このほか海外リゾート開発など日本企業による海外不動産投資が増加、海外著名企業の買収も相次ぎ、一方で海外から日本への対内直接投資が進まないことから、投資摩擦に発展した。日本の対外直接投資、対内直接投資戦略は十分に成熟したものではなかったのである。

## 第2章 プラザ合意後の円高の進行と円高不況

本章では、1985年以降の円高過程について記述する。対象とするのは、国際マクロ政策協調及びこれを受けた国内の金融政策、内需拡大政策等である。特に、1985年9月のプラザ合意以後の円高過程と円高に対する政策対応が記述の焦点であり、1987年後半に円高が一段落するまでの政策史を描く。

### 第1節 国際通貨調整と急速な円高の進行

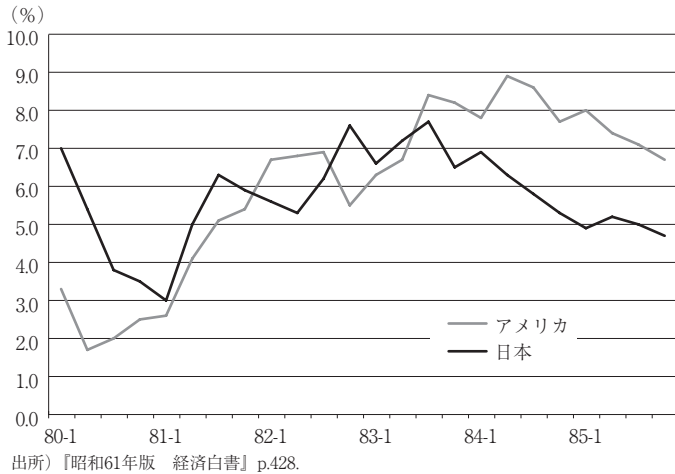
#### (1) 米国の高金利とドル高

1985年初頭において、ドル高と国際収支不均衡の拡大が国際経済の最重要課題となっていた。国際収支不均衡問題では、特に米国の経常収支赤字と日本の経常収支黒字の拡大が注目された。ドル高と国際収支不均衡の原因とその対策について、当初、先進各国間に明確な合意があったわけではない。何らかの協調の必要性を感じながらも、各国の主張のへだたりは大きかった。

1980年代前半以来続いたドル高の要因となったのは、主に米国の高金利であった。1970年代末から1980年代初め、ボルカーFRB議長の下、徹底したインフレ対策に乗り出し、極度の金融引き締めを行った。その後、1982年の不況とインフレ率の低下及び中南米諸国の債務危機を受けて、FRBは金融緩和に転換し、名目金利が低下した。しかし、同時にレーガン政権の下で米国の財政赤字が膨らみ始めた。米国の財政赤字対GNP比は1982年4.1%、1983年6.3%、1984年5.0%、1985年5.4%と推移した。このため、1983年以降、米国の実質金利は高止まり続けたのである（図表2-1）。

日本も1980年代初頭には第2次石油危機によるインフレ対策のため、名目金利が上昇した。その後、インフレ鎮静化とともに1983年10月まで数次にわたって公定歩合が引き下げられた。また、1982年以降、赤字国債の累積に対処するため、財政再建に向けた取り組みが進められた。一般会計予算の国債依存度は、

図表 2-1 日米の実質金利（10年物国債）



図表 2-2 日本の対外証券投資

(100万ドル)

年度	株式			公社債		
	取得	処分	差引増加	取得	処分	差引増加
1981	941	592	349	11,926	4,419	7,507
1982	1,327	1,336	-9	17,282	11,501	5,781
1983	2,080	1,276	804	26,510	12,822	13,688
1984	2,318	2,185	133	77,587	47,108	30,479
1985	7,211	5,465	1,746	513,426	449,933	63,493

出所) 日本銀行『経済統計年報』。

1982年度29.7%，1983年度26.6%，1984年度24.8%，1985年度23.2%と低下した。これを受けて実質金利が低下し，1983年半ば以降，日米実質金利差が開き始めた。同時に，米国の景気拡大に伴って日本の輸出が増加，一方，日本の国内需要はそれほど伸びなかったために経常収支黒字は拡大を続け，外貨保有が増加した。このため，日本の対外証券投資が急速に増大していった（図表2-2）。特に1984-85年にかけて，日本は増大する米国債の買い支えに大きな役割を果たしたのである。

1983年半ばから，円ドルレートは，1ドル=220-230円前後を推移していた。1984年半ば頃から，対米証券投資に伴うドル需要の拡大により，再び円安ドル高傾向が強まった。年末年始にかけてドル高が進み，1985年2月には1ドル=260円のピークに達したのである（図表2-3）。

米国の好景気と円安は，米国の経常収支赤字と日本の経常収支黒字をさらに膨張させた。1982年の不況から回復した米国のGDP成長率は，1984年に7%近くに達し，日本のそれを2%近く上回った。アメリカの好景気に伴う輸出拡大により，日本は1983年2月に景気が底入れし，1984-85年には好景気が明らかと

図表 2-3 対米為替レートの推移（月中平均）



図表 2-4 経常収支の対 GNP 比率

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
日本	1.8%	2.8%	3.6%	4.3%	3.6%	2.8%	2.0%
米国	-1.3%	-2.8%	-2.8%	-3.1%	-3.2%	-2.6%	-2.0%
西独	0.8%	1.6%	2.6%	4.4%	4.0%	4.0%	4.4%
英国	1.2%	0.6%	0.9%	0.0%	-0.9%	-3.2%	-4.1%
フランス	-0.8%	-0.2%	-0.1%	0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.3%

出所) IMF, World Economic Outlook.

なった。しかし、国際収支不均衡問題が経済外交上の課題となった（図表 2-4）。特に日本の対米貿易収支黒字が大きかったことから、日米通商摩擦が深刻度を増していった。このころ、財政赤字を膨張させた米国とは対照的に、日本の財政は緊縮気味に推移し、外需依存で成長していたことが、通商摩擦の背景となるマクロ経済構造であった。日本の輸出増加は 1983 年度 11.7%、1984 年度 11.1% であったが、そのうち米国向けの寄与度はそれぞれ 7.9%、9.2% に達し、増加の太宗を占めた。また、『経済白書』の短期的な推計によれば、アメリカ向け輸出増加への寄与要因を分解すると、1983 年第 1 四半期から 1984 年第 4 四半期まではアメリカの好景気による所得要因がほとんどを占め、1985 年になって円安要因が大きくなる<sup>1)</sup>。

ドル高と国際収支不均衡の背景としては、米国の財政赤字要因が大きい。財政赤字による景気刺激が米国の輸入と日本の輸出の拡大をもたらし、国際収支不均衡を生み出していた。同時に、財政需要に伴う高金利が米国に対する日本の投資を惹きつけていた。しかし、米国側は 1980 年代前半以来、日本の貿易・資本取

1) 『昭和 60 年版 経済白書』 pp. 388-389.

引の閉鎖性を問題視していた。大まかにいえば、日本が輸出を拡大させる一方で、輸入が十分に増えないのは、市場開放が十分に進んでいないからであり、また円の国際取引に関する強い規制が存在することで円の価値が実力以上に低く評価されているとの認識である。一方、日本側は、米国の財政赤字要因を重視していたが、米国の高金利に導かれ、収益を求めて大量の資本輸出を行っていることも事実であった。日本の財政緊縮と経常収支黒字、対米資本輸出とドル高の継続、米国の財政赤字と景気拡大は密接にリンクしていたのである。

しかし、1984年末から1985年初めのさらなるドル高の進行は、次第に不安心理を増幅させた。米国の経常収支赤字拡大、政府対外債務残高の拡大、ドル高の維持可能性に関して、疑念が膨らんでいった。

## (2) 日米通商摩擦の激化

1983-84年にかけて急拡大した米国の景気は、1984年第3四半期から鈍化し始めた。景気が減速する中で、日本からの輸入拡大に伴う対日貿易赤字が注目され、1984年秋頃から、日米通商摩擦がかつてないほど深刻化し始めた。

1984年10月5日、アメリカ両院が相互主義法案や鉄鋼輸入制限法案などを含む包括貿易法案で合意に達し、可決の見込みが強まった<sup>2)</sup>。日本側は、「運用次第では保護主義的効果が大きい」と認識し、警戒感を強めた。米レーガン大統領は日本車の輸出自主規制延長に消極的であるなど必ずしも乗り気でなかったが、野党民主党の攻勢を受け、議会の保護主義的動きにも一定の配慮を示さざるを得なくなってきた。

日米首脳会談での中曽根・レーガン合意（1985年1月2日）を受けて、1985年初めから日本政府は新たな市場開放策作りに動き出した。アメリカ側の主な対日市場開放要求は、木材製品・アルミ製品・くるみなど144品目の関税引き下げ、通信機器貿易の不均衡是正、通信衛星の購入保証、新電電会社の資材調達協定の継続、プログラム権法案の成立断念、医薬品、医療機器の基準・認証制度の改善、米国石炭の購入増、米国人弁護士の日本での活動の開放、政府資材調達の競争入札の拡大、特許審査期間の迅速化等であった。具体的な市場開放政策策定にあたって、中曽根首相は、特に、米国とハイレベル協議を行っている4分野（通信機器、木材、エレクトロニクス、医療機器・医薬品）について具体的な成果を上げるよう指示した<sup>3)</sup>。

1985年3月28日、米上院本会議は、大統領に対日報復措置の実施を求める決議を全会一致で可決した。内容は、「日本の不公正な貿易慣行」に対抗するため、1974年通商法301条に基づき、輸入制限を含む「適当で可能なあらゆる対抗措置」をとることを大統領に要請したものである。4月3日には、米上院財政委員会が、議会決議に法的拘束力をもたせるための対日報復法案を可決した。さらに、

2) 『日本経済新聞』1984年10月6日。

3) 『日本経済新聞』1985年1月10日、1985年3月8日。

3月末には、レーガン大統領が、5月初めの日米首脳会談（ボン・サミット期間中）で、中曽根首相に対し、「日本市場が開かれなければ、議会による対日報復の保護主義的な立法を阻止できない」と直接警告する方針であることが報じられた<sup>4)</sup>。

4月3日、日本政府は、「対日報復法案は日本に対する差別であるのみならず、自由貿易に対する脅威でもあり、その成り行きを極めて憂慮する。日米両国関係と世界貿易のために法律として成立しないことを強く希望する」との見解を発表、また電気通信などの市場開放に積極的に取り組んでいることを強調した<sup>5)</sup>。

もっとも米国側も一枚岩ではなかった。大統領と国務省は米議会に対し、対日報復法案が本会議に上程されるのを遅らせるよう働きかけた結果、さしあたり5月初旬のボン・サミット以降まで棚上げされることとなった<sup>6)</sup>。また、4月13日には、シュルツ米国務長官と安倍晋太郎外務大臣が、「協力して保護主義の高まりに対抗していく」決意を表明した<sup>7)</sup>。

この間、日本政府は貿易黒字削減のための市場開放政策を検討し、3月30日、政府の対外経済問題諮問委員会（大来佐武郎・座長）が「報告書」をまとめた。「報告書」では、それまでの6次にわたる政府の市場開放策が海外からの要請に場当たり的に対応した受け身のものだったことを反省し、海外との経済交流について「エネルギーや食糧を除き原則自由」という基本原則を確立すべきことを強調した。具体策として、自主性、国際性、実効性、透明性の原則に基づく3年程度の「行動計画」（アクション・プログラム）を作り、(1)先進国の合意の下で原則的に工業製品の関税を全廃するよう努力すること、(2)輸入制限品目をさらに減らす、(3)基準認証、輸入手続を国際水準に合わせて簡素・透明にし、行政の裁量を小さくする、(4)政府の外国製品購入を増やすため、契約手続を改善する、(5)金融・資本、サービス部門を一層自由化する、などを盛り込むことを求めた。さらに、各種規制緩和や週休2日制の普及などによる内需拡大を要請した。これを受けて、1985年4月9日、政府は経済対策閣僚会議で、関税引き下げや輸入手続改善などの市場開放を3年以内に実行する政府のアクション・プログラムを7月中に示すことなどを決定した。さらに、中曽根首相は、テレビ中継を通じて、国民に対し「外国製品を一人100ドル購入する」ことを求める異例の呼びかけを行った。

こうした日本政府の対応は一応アメリカに歓迎されたが、実質的な貿易黒字削減効果は不十分と見られていた。通産省は、この市場開放策による輸入増大効果はせいぜい20億ドル程度と見ていた<sup>8)</sup>。経団連の稲山会長も、「通信機器など4分野の市場開放ばかり目につくが、これで貿易不均衡の是正になるのかどうか。

4) 『日本経済新聞』1985年3月29日、1985年3月31日、1985年4月3日。

5) 『日本経済新聞』1985年4月3日。

6) 『日本経済新聞』1985年4月4日。

7) 『朝日新聞』1985年4月15日。

8) 『朝日新聞』1985年4月10日。

量（貿易不均衡）と質（市場開放のための制度改革）の両方に問題があるのに片方の議論をしている」と述べている<sup>9)</sup>。通産省から外国製部品の購入拡大への協力を求められた自動車産業は、外国部品の輸入を拡大することは、「わざわざ日本車のコストを押し上げ、競争力を下げるだけ」との認識を示していた。また、かりに品質や価格が国産部品に近くても、安定供給の保証がなく、納期の不確実性に不安が大きかった。これに加え、ラジアルタイヤ、車室用カーペット、座席用カーペット地、皮革類などの部品には4-20%もの高関税がかかるため、輸入拡大は容易でなかった<sup>10)</sup>。

アクション・プログラムだけでは不十分であると見られたことから、通産省は産業界に対して輸入拡大策の強化を要請し、ヒアリング調査を行った。6月7日、自動車、電機、鉄鋼、商社、大手小売店など主要60社に対するヒアリング調査の結果、産業から前年比で合計50億ドル増の輸入増加計画が提示された。このような官民一体となった輸入促進策に関しては、「少々の疑問や批判には目をつむって、とにかく目に見えた形の輸入増加策をまとめたい、という政府の無理で苦しい姿勢が目立った」とも報じられた<sup>11)</sup>。

日本政府は4月に公約したアクション・プログラムの策定を進め、政府・与党対外経済対策推進本部（本部長は中曽根首相）が、1985年7月30日にその骨格を決定した。主な内容は、①関税、②輸入制限、③基準・認証・輸入プロセス、④政府調達、⑤金融・資本市場、⑥サービス・輸入促進等の6分野から成る。関税については、1,853品目の関税引き下げ・撤廃を行い、うち1,790品目は一律20%引き下げる。さらに、個別品目として骨なし鶏肉、パーム油、バナナ、合板の引き下げ率が決められた。輸入制限については、農水産品はGATT及び関係国間の協議で対処すること、また皮革、革靴の輸入数量制限はGATTで対処することとされた。基準・認証制度に関しては、①適用対象品目の縮小、②政府認証から自己認証への移行、③規格基準の項目削減又は緩和、④外国検査データの受入れ及び外国検査機関の積極的活用、⑤透明性の確保、⑥国際基準への適合化、⑦認証手続きの簡素化・迅速化など。輸入プロセスに関しては、①手続の適用範囲の縮小、②手続の簡素化・迅速化のための措置、である。具体的には、電気用品などの自己認証の拡大、医薬品の外国臨床試験データ採用、運輸技術審議会に外国関係者を参加させる、一部の加工食品原料は輸入届出不要とする、などであった。しかし、アクション・プログラムは、予想された対策が並べられただけとの印象が強く、海外からあまり高く評価されなかった。このため、政府は、9月になって、アクションプログラムの繰上げ実施を決めた。

1985年9月に入って、米議会では、輸入課徴金や繊維など個別分野の輸入制限法案を含む対日報復法案の審議が本格的に始まった。レーガン大統領は、課徴金や輸入制限法案には拒否権を行使する意向と伝えられたが、日本の市場開放に

9) 『日本経済新聞』1985年4月10日。

10) 『日経産業新聞』1985年5月25日。

11) 『朝日新聞』1985年6月8日。

対する要求が一段と強まった。9月7日、レーガン大統領は、日本のたばこ関税・市場慣行、皮革輸入割当など外国の貿易慣行5項目に対して、1974年通商法301条（不公正、不合理な慣行の是正を求め、報復できる条項）を大統領権限で正式に発動した<sup>12)</sup>。特に、皮革については明らかにGATTの規定に違反しているとして直ちに交渉に入り、12月1日までに交渉がまとまらない場合は301条に基づいて輸入制限などの報復措置をとる方針を表明した<sup>13)</sup>。

301条発動を受けて、議会の保護主義的動きは一時的に抑制された。また、保護主義の高まりに危機感を覚えた米議会の自由貿易派を中心に揺り戻しの動きが生じた。この間、水面下では、次に述べるドル高是正に向けた通貨調整とマクロ経済政策調整に向けた動きが日米欧間でひそかに進められていた。米国の保護主義の脅威に直面した日本は、協調介入によるドル高是正に大きな期待をかけることになる。

以後、1980年代半ばから1990年代に至るまで、米国の保護主義は繰り返し高まり、時に沈静化した。保護主義の脅威を背景に、日本に対して市場開放や内需拡大を迫ることが、この間の米国政府の一貫した対日基本戦略となった。1980年代後半の日本の経済政策は、自発的な国際協調を重視する形で展開されたが、この米国の基本戦略にも大きく影響されることになった。日本の産業政策も、きわめて防衛的であり、国内産業の国際競争力の強化を重視してきた1970年代までのスタンスから大きく様変わりした。

### （3）ドル高是正と国際協調

1985年初めの円安ドル高について、「ドル・バブル」であるとの見方が広まりつつあった<sup>14)</sup>。Krugmanは、ドル高を米国の高金利によって説明することはできるが、対外負債の対GNP比率を考慮に入れば持続可能ではないとの見解を表明していた。もっとも、250円を超えるドルが異常高だったとしても、どの程度の水準が均衡レートであるのかについての判断は容易ではない。物価指数に加え、輸出財産業の正常利潤率の実現と生産性上昇率などを考慮した上で購買力平價（PPP）レートを修正した吉川洋の試算によれば、1985年時点での均衡レートは既に1ドル＝160円前後であったという<sup>15)</sup>。

米国の公式見解は「ドル・バブル」を承認していたわけではない。1985年2月5日の大統領経済報告では、ドル高について「米国企業の投資収益率の向上と米国の長期的な経済活動への信認の表れであるとの見方から、輸出関連企業、とりわけ農業のようにドル高により大きな被害を受けている産業はあるものの、物価安定、生産性向上、投資増大、外国からの資金流入による金利の低下など多く

12) 『日本経済新聞』1985年9月5日、9月8日。

13) 1986年4月1日、日本は皮革製品の数量制限を廃止して自由化し、関税化品目に移行させた。

14) 「不安定なドル高の構図、バブル現象考察」『日本経済新聞』1985年2月28日朝刊17面。「膨れたバブル」『日本経済新聞』1985年3月31日朝刊20面。Paul Krugman[1985]など。

15) 吉川洋[1992]pp. 245-297。

の点で、ドル高は有益だった」と結論づけていた<sup>16)</sup>。しかし、その頃から、ドル高政策の転換が水面下で動き始めていた。

1985年1月8日、米国は2月以降、大統領首席補佐官と財務長官を入れ替えて、財務長官がリーガンからベーカーに交代することを発表した。それまで「強いドル」を重視し、米国の財政赤字要因を十分に認めてこなかったリーガンからベーカーへの財務長官の交代は、米国のドル高政策転換の契機となった。もっとも財務長官交代の直前からその兆しが見え始めた。1月17日、ワシントンで行われた、日、米、西独、英、仏の5ヵ国蔵相・中央銀行総裁会議（G5）では、ドル高懸念が議論的となった。G5ではそれまで秘密会合形式をとってきたが、通貨不安への対応策を有効なものとするため、合意内容を初めて公表した。内容には、インフレなき成長に向けた財政金融政策の遂行、為替市場の安定と各国経済構造の硬直性除去に加え、必要に応じた通貨市場協調介入が含まれていた。後の報道によれば、1ドル=255-256円になれば日本か米国の通貨当局が介入するとの基準点が設定された。特に、それまで為替レートは市場が決めるものであるとして介入を強く否定してきたリーガン財務長官が、ドル高が行き過ぎであるとの日欧の主張には慎重な姿勢を示したものの、ドル高に対する懸念を語ったことが注目された<sup>17)</sup>。

2月に入って、ドル高がさらに加速した。日米通貨当局は外為市場への協調介入を実施したが、2月13日には東京市場で1ドル=263円をつけるなど、介入の効果には疑問の声が上がった。その後、2月中の相場は乱高下を続けたが、2月15日に、ベーカー新財務長官が、米国通貨当局がドル高に歯止めをかけるために介入に踏み切った事実を公表した<sup>18)</sup>。介入額はそれほど大きくはなかったが、米国が初めて介入への積極姿勢をアピールしたことのアナウンスメント効果は小さくなかった。この間、ヨーロッパでも西独が米国を上回るかなり大規模な介入を実施し、ドル高抑制を図った。結局、1985年2月が1980年代のドル高のピークとなり、ドル安に向けて動き始めた。

当時の米国は、財政赤字と経常収支赤字を海外からの資本流入によって埋め合わせていた。資本流入は米国の経済成長の底堅さと高金利に誘引されていたが、対外負債残高の高まりに対する懸念が次第に高まり始めていた。特にボルカーFRB議長は、ドルへの信認が急速に低下して暴落し、ハードランディングを余儀なくされることを怖れていた<sup>19)</sup>。一方、ベーカー財務長官はドル高が米国内の保護主義の高まりを抑制できなくなることを強く懸念していた。ベーカーは、市場がドル安に向かいつつある動きを受けて、6月以降、ドル高是正に向けた国際協調を模索し始めた。ただし、ベーカーは為替市場に対する介入に関しては必ずしも積極的ではなく、マクロ経済政策の協調を重視していた<sup>20)</sup>。特に日本に対し

16) 『朝日新聞』1985年2月6日。

17) 『日本経済新聞』1985年1月18日、1月24日、『日経産業新聞』1985年1月26日。

18) 『日本経済新聞』1985年2月16日。

19) P・ボルカー、行天豊雄[1992]pp.334-352。



ては、内需拡大政策による貿易黒字の削減、金融自由化の促進による資本流出の抑制を期待した。

これに対して、当時の日本国内では、財政再建路線を掲げる大蔵省は内需拡大のための財政支出には消極的だった。かつて1970年代後半の「機関車論」により、日本は財政刺激を通じた世界経済の牽引役を期待されたが、これらの結果、日本の国債残高が急速に膨らんでいった記憶が依然生々しかった。日銀も、第2次オイルショック以来のドル高・原油高に伴うインフレ懸念が抜けなかったことなどから、金融緩和に対する姿勢は必ずしも積極的でなかった。一方、激化する通商摩擦に対する懸念から、輸出産業の大企業の間でも円高を歓迎する声が強まっていた<sup>21)</sup>。前述の吉川洋の円・ドルの実質的な購買力平価レートに関する試算が正しいものとすれば、ある程度の円高は怖れるに足らないものだった。むしろ異常なドル高に伴う保護主義の高まりの方が大きな懸念材料であった。1985年半ばの日本は、財政出動等による内需拡大政策の積極化よりは、為替市場への介入による円高誘導を選好していたのである。もっとも、日本が大幅な円高を許容する決断をすることは、国内的にも国際的にも依然予想されていなかった。後述するように、日本の円高決断は、9月のプラザでのG5の時に、各国から驚きをもって評価される。

1985年当時、変動相場制自体が岐路に立っていた。為替レートが乱高下し、国際収支不均衡が大きく拡大したのを受けて、フランスがターゲットゾーン（目標相場圏）制を提案するなど、変動相場制の有効性に対する疑念が高まっていたのである。フランスの提案が採用されることはなかったが、何らかの形のマクロ経済政策を協調し、為替レートを安定させる必要性が、先進諸国間の共通認識となりつつあった。

1985年6月21日、東京において先進10カ国蔵相会議（G10）が開かれ、「東京声明」を発表した。その要旨は次の通りである<sup>22)</sup>。

「現在の変動相場制は、依然有効であり、大規模な制度変更は必要ない。しかしこの制度は短所も表れてきており、機能改善が必要だ。

いま全面的な固定相場制に復帰するのは非現実的である。現行の変動相場制は弾力性をもっており、世界経済が困難な情勢を乗り越えるのに役立った。しかし為替相場の変動幅が、時には大きすぎたのも事実だ。大きな変動を防ぐには為替・金融・資本市場を一層安定させることが望ましい。このため、健全な国内政策と主要国間の緊密な協力を続ける必要がある。とくに次の点が重要だ。1. 為替相場を安定させるにはインフレなき持続的成長をめざして各国の経済発展を調和させることが不可欠。2. そのためには健全で斉合性のある政策をとるだけでなく、規制緩和などにより、構造的な硬直性や人為的な障壁をとり除くべきだ。3. 各国経済政策が与える国際的影響に細心の注意を払うべきだ。4. 為替市場への介

20) 船橋洋一[1988]pp. 23-24.

21) 『日本経済新聞』1985年7月14日。

22) 『日本経済新聞』1985年6月22日。

入は他の政策が適切な場合だけに有効。ただ介入は為替の短期的な乱高下を抑える効果があるので、各国が合意できれば、進んで協調介入すべきだ。蔵相会議参加国の大半はターゲットゾーン（目標相場圏）への移行は、現状では現実的でなく、前進の道を開くものではないと考える。ただ適切な時期に技術面の探究をすべきだとの意見もあった。為替相場を一層安定させるには、国際的な監視を強化すべきだ。IMF（国際通貨基金）の監視機能を早期に改善するため、IMF理事会に検討を勧告する」。G10の声明は具体的な内容に乏しかったが、政策協調が本格化する契機となった。

G10の時、竹下大蔵大臣とベーカー財務長官の間で会談がもたれた。ドル高是正に向けたアクションについて話し合い、ベーカーは竹下に対し内需拡大政策を求め、竹下は為替相場への協調介入を提案した。同時に、マルフォード米国財務次官補から大場智満大蔵省財務官に対する協議の申し入れがあり、その後二人の間でドル高是正策の具体的なプランについて検討が進められることになった<sup>23)</sup>。なお、6月22日、中曽根首相もベーカー財務長官と会い、通貨問題について話し合いをした。そのとき、中曽根首相自身、円高に踏み切る決断をしたという<sup>24)</sup>。その後、7-8月にかけて、大場智満大蔵省財務官とマルフォード米国財務次官補との間で事務レベルの協議が行われ政策協調に向けた草案を作成し、マルフォードが西独・英・仏を回って練り上げていった。9月15日、ロンドンで5ヵ国蔵相代理会議が極秘裏に開かれ、G5合意の声明文の原案が最終確定された。

#### （4）プラザ合意と円高の進行

1985年9月22日、ニューヨーク・プラザ・ホテルで、5ヵ国蔵相・中央銀行総裁会議が開催され、およそ5時間にわたって議論がなされた。会議では、9月15日のロンドンG5合意で決着していなかった2つの問題について検討がなされたという。1つは、ドル以外の通貨の上昇を「望ましい」とするか、「保証される」とするかとの問題で、「望ましい」で決着した。もう1つは、「黒字国日本」の後に「より小さな黒字国西ドイツ」を挿入することを日本が主張し、西ドイツが難色を示していたが、日本の主張に米国が配慮し、挿入することで決着した。これに加え、英国ローソン蔵相の主張で、「保護主義に抵抗する」との項目をより強調する形に改められた。こうして、以下の合意が発表された<sup>25)</sup>。

（資料）プラザ合意 1985年9月22日

1. フランス、西独、日本、英国及び米国の大蔵大臣及び中央銀行総裁は本日、1985年9月22日、相互のサーベイランスを行う合意との関連で、また、韓国のソウルでの来たるべき会合におけるより広範な国際的討議の準備の一部として会合を持った。彼らは、これら各国の経済発展と政策を再検討し、経済見通し、対外収支及び為替レートに対するその合意

23) 大場智満[1995]pp. 172-175.

24) 中曽根康弘[1996]p. 532.

25) 『第10回大蔵省国際金融局年報 昭和61年版』pp. 282-284.

を評価した。

2. 1985年5月のボン・サミットにおいて、7主要先進工業国の首脳とEC委員長は持続的成長と高雇用に向けての宣言を発表した。同宣言において、参加者は、「すべての国が享受し得る永続的な新たな繁栄をもたらすために我々が行うことのできる最大の貢献は、我々各国において個々に、及び協力し共同して、持続的成長及び雇用の拡大をもたらす政策を根気強く追求して行くことである。」と合意した。
3. 大臣及び総裁は、着実なインフレなき成長軌道で彼らの国々の間の好ましい経済パフォーマンスの収斂を促進する努力において著しい進展が見られたとの見解である。さらに、彼らは、彼らの国々が経済の活力と反応力を回復しつつあるとの結論に達した。これらの進展の結果、彼らは、彼らの国々における持続的でよりバランスのとれた成長への確固たる基盤が築かれたものと自信を持っている。この持続的成長は、他の先進国の利益となり、また、開発途上国にとって輸出市場の拡大を確保するのに役立つ、かくして多額の債務を負った開発途上国の問題の解決に重要な貢献をするであろう。
4. 彼らは、この好ましい経済パフォーマンスの収斂が彼らの国々によってとられた政策主導により、一層影響されてきたものと信ずる。さらに、彼らの各国は、好ましい収斂を強め、現在の成長の持続性を強化する一層の政策措置の実施を決意している。
5. 大臣及び総裁は、今後の政策決意とともに、彼らの国々の間の基礎的経済条件の最近の変化が、為替市場に十分反映されていないとの見解である。  
(最近の経済発展と政策変化)
6. 大臣及び総裁は、彼らの国々全体としての実質成長は、1982年の-0.7%のマイナス成長に比し、本年は約3%となろう。この数字は、1984年より若干低いが、過去4年間のいかなるときよりも、バランスのとれた成長となろう。1983-84年の米国の特に急速な成長の後、今やその他の国々において国内成長が一層明白となりつつあると期待する。特に、民間投資が力を得ている。現在の成長は、財政再建の中で生じており、それは、短命の財政刺激には依存していない。成長の構成における変化の結果、彼らの国々における実質成長は、米国の成長が鈍化しても引き続き強いものと見込まれる。
7. 現在の持続的成長は過去30年間に例を見ない現象である、インフレ低下の枠組みの中で生じている。インフレ率は、ほぼ過去20年間の最低であり、再燃する兆しはない。
8. 最近数年間金利は著しく低下してきている。これは、歓迎すべき国内的效果を別にして、開発途上国の債務負担を軽減する上で特に有意義であった。
9. この成功したパフォーマンスはインフレ及びインフレ期待を軽減したマクロ経済政策、政府支出に対する継続的な警戒、市場の力と競争の一層の強調及び慎重な金融政策に重要度を与えたことの直接の結果である。
10. これらの経済発展の積極面にかかわらず対外ポジションには、潜在的な問題を提起する大きなインバランスがあるが、これは広範な要因を反映するものである。それらは、米国がその相対的に極めて高い成長期から経験したその対外ポジションの悪化、いくつかの主要開発途上国の経済困難及び調整努力の米国の経常収支に与えた特に大きな影響、いくつかの市場での貿易アクセスの困難、米ドルの上昇などである。これらの要因-相対的成長率、開発途上国の債務問題及び為替レートの展開-の相互作用が、主要先進国間の大きく、

潜在的に不安定な対外インバランスに寄与した。特に、米国は、大きくかつ増大する経常収支赤字を、また、日本及びそれより少ない程度で西独は、大きくかつ増大する経常収支黒字を有する。

11. 米国の経常収支赤字は、現在、他の要因とともに保護主義圧力に寄与しており、これに抵抗しない場合、世界経済に重大な損害を及ぼす相互破壊の報復へと導く恐れがある。その場合には、世界貿易は縮小し、実質成長率はマイナスともなり、失業がなお増大し、債務負担のある開発途上国は是非必要とする輸出稼得を確保できなくなろう。

(中略)

(結論)

17. 大蔵大臣及び中央銀行総裁は、最近の経済発展及び政策変化が、付属声明に記述された特定の政策意図と結合する場合に、継続的かつよりバランスのとれた低インフレ成長の基礎となることに合意した。彼らは、これまでに生じた大きくかつ増大する対外インバランスを是正するための改善の重要性に合意した。これに関連し、彼らは、一層の市場開放措置が保護主義に抵抗する上で重要であることに留意した。
18. 大蔵大臣及び総裁は、為替レートが対外インバランスを調整する上で役割を果たすべきであることに合意した。このために、為替レートは基本的経済条件をこれまで以上にによりよく反映しなければならない。彼らは、合意された政策行動が、ファンダメンタルズを一層改善するよう実施され強化されるべきであり、ファンダメンタルズの現状及び見通しの変化を考慮すると、主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましいと信じている。彼らは、そうすることが有用であるときには、これを促進するようより密接に協力する用意がある。

(中略)

ドイツ連邦共和国政府は、ドイツ経済が既に国内需要主導による成長が比重を高めつつあり、それに基づく着実な経済の回復過程にあることに留意し、安定した物価と低い金利水準の中で、継続的、強力かつ雇用創出する成長のために必要な条件を強化することにより達成される前進を維持・拡大するための政策を引き続き実施する。特に、ドイツ連邦共和国政府は、次の明白な意図をもって政策を実施する。

1. 財政政策の優先目標は、民間主導及び生産的投資を促進し、物価安定を維持することである。
2. このため、連邦政府は堅実な支出抑制を維持することにより、経済における公共部門のシェアを引き続き徐々に減らしてゆく。1986年及び1988年に実施される予定の減税は、連邦政府が中期的枠組みにおいて継続する税制改革及び減税の、現在進みつつある過程の一部を成す。
3. 連邦政府は、市場の効率的機能を阻害する硬直性を引き続き除去する。また、経済成長が雇用に与えるプラスの効果を高めるため、労働市場に影響を与える政策、規制及び慣行の見直しを継続する。連邦政府及びドイツ・ブンデスバンクは厚みのある、かつ効率的な金融・資本市場への進展が継続するよう、枠組みを提供する。
4. 連邦政府の財政政策及びドイツ・ブンデスバンクの金融政策は引き続き、国内需要が継続して増大するような安定的な環境を確保する。

5. 連邦政府は、引き続き保護主義に抵抗する。

日本政府は、日本経済が主として国内民間需要増加に支えられた自立的成長局面にあることに留意し、持続的インフレなき成長を確保し、外国製品の国内市場への十分なアクセスを提供し、また円の国際化と国内資本市場の自由化を行うことを意図した政策を引き続きとる。特に、日本政府は次の明白な意図を持つ政策を実施する。

1. 保護主義に抵抗、並びに外国製品及びサービスに対する日本の国内市場の一層の開放のため7月30日に発表した行動計画の着実な実施。
2. 強力な規制緩和措置の実施による民間活力の十分な活用。
3. 円レートに適切な注意を払いつつ、金融政策を弾力的に運営。
4. 円が日本経済の潜在力を十分反映するよう、金融・資本市場の自由化及び円の国際化の強力な実施。
5. 財政政策は、引き続き、国の財政赤字の削減と、民間活力を發揮させるような環境づくりという二つの目標に焦点を合わせてゆく。その枠組みの中で、地方団体が個々の実情を勘案して1985年度中に追加投資を行おうとする場合には、所要の許可が適切に与えられよう。
6. 内需刺激努力は、消費者金融及び住宅金融市場拡大措置により民間消費及び投資の増大に焦点を合わせる。

(中略)

米国政府は、着実な、インフレなき成長を確保し、経済における市場及び民間部門参加の役割を最大化し、政府部門の規模と役割を軽減し、開放市場を維持する政策を行う強い決意である。これらの目的を達成するため、米国政府は以下を行う。

1. 財政赤字を縮小し、資源を民間部門の活用に供するために、GNPに対する政府支出の役割を減らす努力を続ける。
2. 1986会計年度の赤字削減パッケージを十分に実施する。議会を通過し、大統領が承認した本パッケージは、1986会計年度の予算赤字をGNPの1%以上削減するのみならず、その後の年度における赤字の一層大きな削減のための基礎となるであろう。
3. 貯蓄を促進し、新たな雇用インセンティブを生み出し、経済の効率性を高め、それによりインフレなき成長を促進する歳入中立的な税制改革を実施する。
4. 持続的な成長と物価安定への継続的前進を促進する金融環境を与える金融政策を運営する。
5. 保護主義的措置に抵抗する。

声明文では、米国の主張により、「ドル切り下げ」ではなく、ドルに対する「他通貨の切り上げ」と表現され、欧州諸国の主張により「為替相場への介入」は明記されなかった。文書にされなかったものの大量の協調介入が合意されていた。目標としていた為替レート水準について、ドルを10%以上切り下げることについて異論はなかったが、具体的な数字を提示することは合意されなかった。大場財務官によれば、「10-15%切り下げ」を想定していたという<sup>26)</sup>。「日本の政策」

に掲げられた「金融政策を弾力的に運営」に関しては、金利引き下げの意味が込められていた。もっとも、会議では中央銀行の専権事項である金融政策についてはほとんど議論されなかった。また、日本の政策として、内需拡大のための地方公共団体による追加投資が合意内容に盛り込まれたが、この点がベーカー財務長官に高く評価された<sup>27)</sup>。

プラザ合意の際、竹下蔵相は円高の推進に対して非常に意欲的であった。ボルカー FRB 議長は、次のように述べている<sup>28)</sup>。「合会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。(中略)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。ヨーロッパ諸国の主要な関心は、過大評価されているドルに対する自国通貨の為替相場ではなくて、円に対する為替相場であった。円の切上げ幅が大きければ大きいほど、ヨーロッパ諸国は自国の競争力について安心できるのであった」。船橋洋一によれば、この時、竹下は 1 ドル = 200 円まで覚悟しているとの意志表示をしたという<sup>29)</sup>。

なお、プラザ合意では、介入についての検討が終わった後、翌日の為替相場が最初に開くのは東京であることから、各国は日本の大規模介入に期待を込めた。しかし、大場財務官が「明日は秋分の日で東京市場は休みだ。ヨーロッパ市場に期待する」と発言した。これに対して、ドイツ連邦銀行のペール総裁は、「2月に通貨市場が動揺したときには、円ドル・レートは安定しているということで介入を見送り、今度は秋分の日か」と非難を込めた発言をしたという。日本が積極的に介入を行うかどうかについて、各国は依然懐疑的だった。大場によれば、ペールの疑念に満ちたこの発言が、その後、日本の通貨当局がきわめて強力な介入を続けるにあたって相当の効果を持ったという<sup>30)</sup>。

為替市場への協調介入は、迅速かつ大規模に実施された。10月末までの米国の介入額は 32 億ドル、日本の介入額は 30 億ドル、西独・英・仏の合計が 20 億ドルに達した<sup>31)</sup>。介入は先進 5 ヵ国によって約 3 ヶ月にわたって粘り強く続けられた。実施にあたって、一度進んだドル安を後戻りさせない「ラチェッティング」(もとに戻らない特殊な歯車)との基本方針がとられた<sup>32)</sup>。プラザ合意以後、円ドルレートは、9月20日の 1 ドル = 240 円台から急騰、9月末には 216 円台、年末には 200 円台まで上昇した。

26) 大場智満[1995]p. 177. 『日本経済新聞』2005年9月6日。

27) もっとも、日本の地方自治体の財政規模が米国と違ってそれほど大きくないことをベーカーは十分に認識しておらず、日本の財政政策の積極化に過大な期待を抱いたようである。このため、日本の景気刺激策が十分な内需拡大・貿易黒字縮小効果を持たないことから、後にベーカーは日本に対して景気刺激策の強化を強く働きかけることとなった。大場智満[1995]p. 176。

28) P・ボルカー、行天豊雄[1992]p. 356。

29) 船橋洋一[1988]pp. 30-31。

30) 大場智満[1995]p. 178。

31) 船橋洋一[1988]p. 39。

32) 大場智満[1995]pp. 178-179。

為替市場への協調介入は、ひとまず成功裡に目標を達成した。しかし、国際収支不均衡は少なくとも短期的には十分に縮小しなかった。日本政府は、市場介入による為替レート調整を主とし、財政出動を伴うような内需拡大策を可能な限り避けようとしていた。日銀も極端な金融緩和による内需拡大にはほとんど乗り気でなかった。しかし、国際収支不均衡が拡大したことから、為替レート調整だけで国際経済問題を解決しようとする目論見は外れていくことになる。

## 第2節 内需拡大政策と金融緩和

### (1) 内需拡大政策に向けて

日本政府はプラザ合意に基づき、1985年10月15日、経済対策閣僚会議において、「内需拡大に関する対策」を決定した。内容は、「経済の拡大均衡」を通じて経済摩擦の解消を目指すため、市場開放の推進、円高の定着、内需拡大に努力し、それらを通じて、対外不均衡の是正に積極的に取り組むとするものであった。そのために、円レートの動向とその国内経済に及ぼす影響に適切な注意を払いつつ弾力的な政策運営を行うとともに、民間活力を最大限に活用することを基本として内需拡大を図る。具体的には、民間住宅投資・都市開発の促進、民間設備投資の促進、個人消費の喚起、公共事業の拡大を当面早急に実施するものとした。さらに、今後推進する対策として、公共的事業分野への民間活力の導入、規制緩和、週休二日制の拡大、国公有地等の有効活用を掲げた。早急に実施する政策の事業規模は、1年間で3兆1,200億円と総合経済対策では過去最大規模となり、(1)住宅金融公庫の特別割増貸付制度の創設と貸し付け枠の2万戸追加(事業規模5,000億円)、(2)国公有地の処分、活用、(3)電力・ガスの設備投資積み増し(1年間で4,000億円、1988年度までに合計1兆1,000億円)、(4)一般公共事業前倒し実施と地方債発行による地方単独事業の拡大(公共事業は総額1兆8,000億円で国庫債務負担行為を積極的に活用して4,500億円の前倒し発注を実施、災害復旧工事は5,000億円。日本道路公団などへの財政投融资を700億円追加する。地方債の発行、大都市下水道事業への政府保証債発行などによって地方単独事業を8,000億円増やす)などとなっていた。個人消費を促すためとして、金融機関の現金自動支払機の稼働時間延長を要請するほか、カラーテレビと自動車について割賦販売の期間制限を撤廃するとされた。政府によれば、名目ベースで4兆1,100億円のGNP(国民総生産)拡大効果を見込み、20億ドル前後の輸入増につながると試算されていた<sup>33)</sup>。

以上の政府の内需拡大策に関しては、その効果にはあまり期待できないとの評価が内外で一般的であった。稲山経団連会長は、「当面の摩擦解消という見地からみて、決定的な方策になると考えるのは安易な考え」と述べ、日本経済新聞の試算では、「見かけ倒しの内需拡大策、成長率上げ0.3%、来年度、輸入拡大7

33) 『日本経済新聞』1985年10月15日。

億ドル」として、政府試算が過大であることが指摘された。EC委員会も内需拡大策を打ち出したことを一応歓迎しながらも、ECとの貿易不均衡是正に関する効果には疑問を呈した<sup>34)</sup>。しかし、むしろ財政再建路線の堅持を評価する声もあった。「日米摩擦の原因は米国にある。にもかかわらず、わが国の貯蓄超過を犯人扱いし、内需の大幅拡大で貿易黒字を減らそうという考えは、わが国が果たそうとしている国際経済への役割を過小評価した「小国の論理」だ。しかも、日本経済はこれによって「調整インフレ」の路線を進む危険がある。この点、今回程度に内需拡大をとどめたのは妥当と思う」（篠原三代平）などである<sup>35)</sup>。

1985年12月28日、1986年度予算案の決定とともに、経済対策閣僚会議は「内需拡大に関する対策」を発表し、10月の「内需拡大策」で予算・税制上の措置が必要とされていた部分を具体化させ、「住宅建設・都市開発の促進、設備投資・技術開発の促進、公共投資の拡大、公共的事業分野への民間活力の導入等」を盛り込んだ。そのうち、「公共的事業分野への民間活力の導入等」の中に、東京湾横断道路、明石海峡大橋、関西国際空港など大規模プロジェクトの推進が明記されたこと、財政再建路線を堅持し、財政投融资とともに民間活力の活用が図られたこと、日銀に対して明確に金利引き下げを促すメッセージを伝えたことなどが特徴であった。

10月15日と12月28日の内需拡大策と合わせて、財政・税制により1986年度の名目経済成長率を0.6-0.7%押し上げる効果になる見込みであると報じられた。竹下蔵相は、新聞の取材で、「景気にかげりが出ている。来年度4%成長という政府の目標は達成できるのか。年度途中で財政投融资を追加するような考えは」との問いに対し、「財政の弾力運営を求める声が強いは承知している。しかし、公共事業の執行については消化能力が問題だ。（景気に）目配りしていく必要はあるが、（こんどの予算は内需拡大策としては）相当の実力だ。生（なま）の姿では見えないが、債務負担行為は6,000億円もある」と答えている。また、「公定歩合引き下げの機運が高まっているが」との問いには、「期待感が強いということは十分承知している。28日の経済対策閣僚会議では「金融政策の機動的な運営を図る」ことを決めた。たいへんうまい表現で入っていると思う」と答えている<sup>36)</sup>。

経済界などからは、財政緊縮方針が堅持されたことについては賛否両論があったが、内需拡大に向けての措置としては不十分であるとの声が強かった<sup>37)</sup>。また、外務省関係者の間では通商摩擦解消のためには全く不十分で、海外からの批判が

34) 『日本経済新聞』1985年10月16日、10月17日。

35) 『朝日新聞』1985年10月16日。

36) 『日本経済新聞』1985年12月29日、12月30日。

37) 「政府が28日まとめた（昭和）61年度予算案は、あいも変わらぬ緊縮型となった。米国を中心とする海外からわが国への内需拡大の要請が急速に高まってきたさ中、諸外国の神経を逆なでするような日本政府のこの「回答」。これによって、わが国の経済運営の基本姿勢に対する国際的な批判、不満が高まり、来年5月に東京で開くサミット（先進国首脳会議）で、頂点に達する恐れが強まった。」『日本経済新聞』1985年12月29日。



高まるとの認識も示された<sup>38)</sup>。

## (2) 公定歩合の引き下げ

これ以前の1985年10月下旬、日銀は短期金利を高め誘導した<sup>39)</sup>。10月24日の記者会見で澄田総裁は、高め誘導について、「金融調節をしている日銀としても、金利水準を含め現在の状態が適当であると考えている。もう一段の円高のためにも放置しておくことが望ましいと判断している」と述べた。日銀としては、円高定着のための金利高め誘導であったが、プラザ合意原案で大場らが金利引き下げとの意味合いを込めて「弾力的な運営」と表現した金融政策とは明らかに正反対の方向に進んでいた。日銀の高め誘導により、債券価格が急落し、ドルは一段と低下、米国はこの頃、ドルの暴落を懸念し始めていた。

ボルカーFRB議長は、日銀の金利高め誘導について、「私からみれば、これは間違いであった。私は、基本的問題は日本経済の拡大が遅すぎることであり、早すぎることではないと思っていた。為替相場における極端に短期的な利益のために、金融引き締めの方角に動くことは筋違いであるように思えたし、私は自分の見解をはっきり表明した。幸いにも、引き締め姿勢はすぐ転換され、実害は及ぼさなかった」と述べている<sup>40)</sup>。大場も「プラザ合意後に日銀国内派が勝手に解釈して市場金利の高め誘導をした。びっくりして私は澄田日銀総裁に電話はしたよ」と回想している<sup>41)</sup>。こうした日銀の動きは、日本が内需拡大に向けて金利引き下げを行う意思がないと海外から見られる要因となり、その後内外から日銀に対する金利引き下げ圧力が強まった。

1985年末から1986年初めにかけて、政府・日銀は、円高の定着により、内需拡大のための金利引き下げの環境が整いつつあることで意見が一致していた。しかし、日本の単独利下げが内外金利差を拡大させ、米国への資本流出により再びドル高に戻る可能性も懸念された。このため、1986年1月18-19日にロンドンで開かれた5ヶ国蔵相会議(G5)で、日本は協調利下げを提案した。米国は国内景気鈍化や累積債務問題への対応のため利下げを検討していたが、ボルカーFRB議長を中心に米国が利下げをした場合に対西独マルクでドルが暴落することを懸念する声が強かった。結局、ロンドンでのG5では、各国はそれまでのドル高是正を評価し後戻りしないよう努力することを表明し、また利下げの環境が整ってきたことにも意見は一致したが、協調利下げの合意にまでには至らな

38) 「政府部内でも、今後は「財政至上」的な経済運営一本やりでは、対外均衡は困難であり、海外からの批判に耐えられなくなるのでは、との懸念が、次第に広がって来ている。対外経済摩擦の矢面に立つ外務省のある幹部は、予算編成の当初から「これでは来年以降が大変だ」と嘆いていた。先の経済対策閣僚会議で安倍外相が、実質4%という来年度成長率見通しについて「大丈夫か」と異例の念押しをせざるを得なかったのも、外務省内の危機感と無力感を背にした発言だった。『朝日新聞』1985年12月29日。

39) 『日本経済新聞』1985年10月24日夕刊、10月25日。

40) ボルカー・行天[1992]p. 359。

41) 『日本経済新聞』2005年9月6日。

かった<sup>42)</sup>。

協調が実現しなかったG5を受けて、日本の単独利下げが焦点となった。これについて、竹下蔵相のコメントは曖昧であったが、澄田日銀総裁は「現時点では為替相場を重視しており、内外金利差は公定歩合を考える際の重要な要素である。わが国の方から内外金利差を拡大するようなこと（単独利下げ）は、十分に慎重にしなければならない」と否定的であった。一方、大蔵省内では利下げによるドル高効果は小さいとして、単独利下げによる内需拡大を主張する声が強まっていた<sup>43)</sup>。

1月24日、竹下蔵相が米国で「1ドル=200円も199円もそれほど変わらない」との発言をしたことが、1ドル=200円割れを容認したと解釈されて世界中のメディアに伝わり、それとほぼ同時に円が急騰、東京市場で1ドル=199円をつけた後、欧米で195円台に達した。竹下蔵相は、帰国後の記者会見で「為替市場の自律的な動きとして1ドル=190円台になったとしても、それを人為的に後戻りさせるべきではない。個々の産業によって違いはあるが、(190円台は)産業界に受け入れられるだろうと思う」と述べ、円高を容認する考えを示した。

この円高の流れを好機と見て、日銀は緊急会合を開き、単独利下げを決定。1月30日、公定歩合を0.5%引き下げ、4.5%とした。1983年10月22日以来、2年3ヵ月ぶりの利下げであった。単独利下げを行っても大幅にドル高に戻る可能性がないことが見込まれたこと、また円高デフレ対策として内需拡大が必要であると認識されたことが利下げの理由となった。政策委員会議長談として、「今回の措置は、金利の低下を通じて内需の拡大を促し、対外不均衡の是正に資することが期待されるが、日本銀行としては、今後の政策運営に当たっては、引き続き為替相場の動向に十分注意を払っていく方針である」と発表された。

### 第3節 円高不況対策と歴史的低金利

#### (1) 円高不況と経済政策

1986年に入り、日銀は2月の短観の結果について次のように記している。「為替円高が進行する下で、輸出が円換算手取額の減少に加え数量面でも頭打ち傾向を強め、また製品需給に関する引緩み感も増していること等から、主要企業・製造業の業況判断は引続き低下し、小幅ながら2年ぶりに「悪い」超に転じた。先行き6月にかけても緩やかに後退する見通しとなっている（「良い」-「悪い」社数構成比、1985年11月3%→1986年2月△5%→6月予測△9%）。これに対して、非製造業では個人消費関連業種や円高メリットを享受する電力を中心に総じて好感が維持されている（同9%→7%→10%）。また、中小企業でも製造業がかなり悪化しているが、非製造業は現状はほぼ横ばい圏内で推移している」<sup>44)</sup>。

42) 『日本経済新聞』1986年1月20日-22日。

43) 『日本経済新聞』1986年1月22日、1月24日。

44) 日本銀行「『企業短期経済観測調査(61年2月)』の結果について」『調査月報』1986年3月p.82。

2月以降も円高が進み、3月に入ると1ドル=180円を切る展開となった。これは、1985年のプラザ合意をかなり上回る想定以上の円高であり、日本国内でも輸出産業を中心に危機感が強まり始めていた。円高の進行を受けて、日銀は3月7日、公定歩合を0.5%引き下げ、4.0%とし3月10日から実施することを発表した。澄田日銀総裁は、「今回の公定歩合引き下げは為替相場の安定を特に念頭に置いて決めた。この点で従来の公定歩合操作とは違う」と述べ<sup>45)</sup>、円高のさらなる進展にブレーキをかける姿勢を鮮明にした。日銀発表では次のように説明されている。

(資料) 日本銀行「公定歩合の引き下げについて」 1986年3月7日

日本銀行は去る1月30日、公定歩合を0.5%引き下げたが、その後国内経済面においては物価が引き続き安定基調にある一方、景気は設備投資等の内需がなお底固いものの、輸出の減速から全体として拡大テンポは鈍化を続けており、企業の景況感感は製造業を中心に一段と不透明さを増してきている。

この間、為替相場においてはドル安・円高傾向が一段と進んできている。これは1月中旬のロンドンG-5において「これまでの為替調整の成果を後戻りさせない」ことが合意されたことや、原油価格の低落に伴い・独の貿易収支の黒字が一段と拡大するとの見方が強まったことにより、市場においてドル安センチメントが広まったことが背景と見られるが、当面の相場の地合いにはかなり不安定なものが窺われる。

対外不均衡は正のためには、方向としてドル高の修正は望ましいところであるが、それがあまり急激に進むとわが国経済のこれに対する対応が著しく困難となるばかりでなく、国際通貨情勢の安定の点からも好ましくない。

日本銀行は以上のような諸般の情勢を鑑み、さらには西独ブンデスバンクが公定歩合引き下げを実施したことをも勘案の上、この際、公定歩合をさらに0.5%引き下げる(4.5%→4.0%)ことが適当と判断した(3月10日実施)。(以下略)

この時の利下げは、国際協調利下げであった。2月下旬頃、西独は、物価が沈静したことと、EMS内でのマルク上昇懸念から利下げに動き始めた。他方、米国でも、ボルカーFRB議長が原油価格の低下によりインフレが沈静化、市場金利が低下傾向を示し始めた上、レーガン政権と米議会が財政赤字削減の気運を見せたことから利下げに意欲を示し始めていた<sup>46)</sup>。結局、G5のうち産油国という事情を抱えた英国以外の4ヶ国が一斉に利下げを行った。実際、原油価格は1985年末から急落し、1986年中は極端な低水準を推移していた(図表2-5)。このような条件が物価の安定につながり、金利引き下げの好条件として作用したのである。

協調利下げ最大のねらいは、デフレ懸念が広がる世界経済の持続的成長と、

45) 『日本経済新聞』1986年3月9日。

46) 『日本経済新聞』1986年3月1日。

図表 2-5 原油スポット価格の推移 (ドル/バレル)



「累積債務国の負担の軽減」であった。メキシコやベネズエラ、アルジェリアなど産油債務国の財政事情は悪化しており、円滑な債務返済が難しくなっており、ペーカー米財務長官は「国際金融システムを崩壊させないためにも債務国救済は緊急課題」と判断していた。中曽根首相は一連の協調利下げについて手放して喜び、米FRB幹部も日独の利下げ決定直後、歓迎する姿勢を表明した<sup>47)</sup>。

協調利下げを歓迎する見解は多く、朝日新聞社説では、「今度の利下げには、際立った特色がある。前回1月30日に引き下げてからまだ1ヵ月半もたっていない。そのもう1つ前、公定歩合を引き下げたのは(昭和)58年10月で、ずっと硬直的だった金利政策が、ここへ来てにわか機動性を取り戻した観がある。内外情勢が流動的なのに、財政は再建の途上にあり、この面から打てる手は限られている。それだけに今後とも金融の分野で、臨機応変の素早い手綱さばきを期待したい」と述べられた<sup>48)</sup>。また、日本経済新聞には、金利低下によって、企業が財テクから実物投資に向かうとの予測が掲載されたことは興味深い<sup>49)</sup>。資産価格への上昇期待が広がり、企業が低利で調達した資金を比較的高いハイリターン金融資産で運用することは、ほとんど予想されていなかったのである。

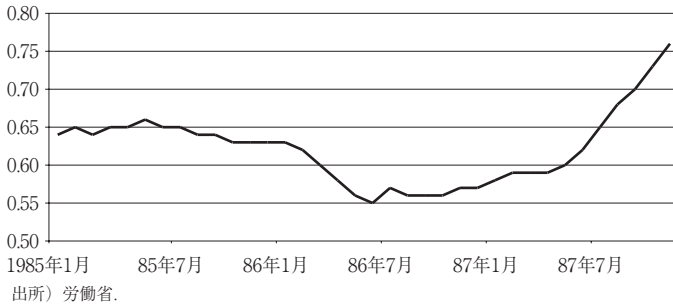
1986年第1四半期において、日本は輸出が減少、鉱工業生産指数も停滞気味に推移し、有効求人倍率も低下し始めた(図表2-6)。特に中小製造業への円高の打撃が大きく、3月12日に発表された中小企業庁調査では、下請け中小企業

47) 『日本経済新聞』1986年3月8日。

48) 『朝日新聞』1986年3月8日。

49) 「西独3.5%、日本4.0%、米国7.0%-協調利下げ後の各国は一斉に超低金利の時代に入ることになる。低金利は銀行からの借入金の多い企業に恩恵をもたらす一方、実物投資よりも財テクに走る企業の行動にも微妙に影響しそうだ。「財テクの収益性が落ち、今まで金融資産に向かっていたおカネがモノに向かい、研究開発などが活発になろう」(赤羽隆夫経済企画庁調整局長)。(中略)企業は財テクのうまみが薄れば本来の実物投資に向かう。しかし、家計の場合は投資機会が少ないため、低金利下でできるだけリザヤを確保するため一段とマネーゲームに拍車がかかりそうだ」『日本経済新聞』1986年3月9日。

図表 2-6 有効求人倍率（除く新卒・パート）季節調整値



の14.5%が親企業から納入製品の単価を引き下げさせられたり、値引きの要請などの圧力を受けていることが報告された。特に自動車製造やその部品関係が9割を占める輸送用機械業界では34%の下請けが単価引き下げを求められるなど、下請代金支払遅延等防止法違反が疑われる行為が頻発した<sup>50)</sup>。

3月18日の経済企画庁月例経済報告では、円高により輸出の伸びにブレーキがかかりはじめ、鉱工業生産や中小企業の製造業の設備投資が鈍化傾向となっていることが示された。鉱工業生産は、1月に電気機械、一般機械の輸出減少で0.6%減となるなど、経済企画庁は「景気の停滞色は一段と強まっている」との判断を示した。産業界では、輸出業界からの悲鳴が高まってきた。「輸出産業の打撃は計り知れず、日本政府も放置できないのではないか。早急に有効なデフレ対策を打たなければ、日本は本格的な不況に陥ることも考えられる」(石原俊・経済同友会代表幹事)、「このままではドル暴落の引き金にもなりかねないので、相場安定に向け、米国、西独など主要先進国との協調介入が望まれる。円高の圧力で、輸出に依存する中小企業の倒産の続出が懸念される。内需振興のため、公定歩合の第3次引き下げが必要だ」(五島昇・日商會頭)などの声が報じられた<sup>51)</sup>。

円高による景気減速が明らかになった時期に、中曽根首相の私的諮問機関「国際協調のための経済構造調整研究会」報告書(通称、前川レポート)が発表された(1986年4月7日)。内容の詳細については3章で述べるが、住宅建設・都市再開発、消費拡大、地方債の活用を3本柱とする内需拡大策を打ち出し、輸出主導型の経済体質を国際協調型経済構造に変えるべきことが主張された。前川レポートが発表されたことに関して、「対外的には東京サミットで予想される各国の対日批判をかわすとともに、国内的にはこれまでの緊縮財政路線からの軌道修正への布石とし、自民党内に高まっている積極財政論の声に備える構え」と報じられた<sup>52)</sup>。米国側は前川レポートをかなり高く評価した。しかし、具体的にどのよう実行するかが課題であり、当面の政策への影響力には乏しかった。

長期的なビジョンを示した前川レポートとほぼ同時期、4月8日、政府は「総

50) 『朝日新聞』1986年3月13日。

51) 以上、『朝日新聞』1986年3月18日。

52) 『日本経済新聞』1986年4月8日。

合経済対策」を公表した。この「対策」では、まず、「景気動向にはばらつきがみられ、その拡大テンポはさらに緩やかになっているが全体として拡大傾向が続いている。国内需要は緩やかながら着実に増加しているが、輸出は高水準でおおむね横ばいとなっており、生産活動は引き続き弱含み傾向で推移している。また、最近の急速な円高の進展等を背景に、このところ企業、就中中小企業の景況感にも影響が出ている。雇用情勢は、製造業を中心に改善傾向に足踏みがみられる」との現状認識が示された。これを受けて、「引き続き適切かつ機動的な財政・金融政策の運営を図るとともに、円高及び原油価格低下によるメリットが経済の各方面へ浸透し、我が国経済全体に均霑されることが必要である。また、規制緩和等民間経済の活力ある展開のための環境整備を一層進めていくとともに、住宅建設の促進を図る必要がある。さらに、中小企業等が現下の厳しい環境変化に積極的に対応しようよう環境整備を進める必要がある」との方針が示された。具体的には、1. 金融政策の機動的運営、2. 公共事業等の施行促進、3. 円高及び原油価格低下に伴う差益の還元と価格の適正化等、4. 規制緩和による市街地再開発の促進等（市街地再開発の促進、再開発の促進による都市空間の高度利用が可能となるようにより大幅な容積率の割増し、公有地への土地信託制度導入など）、5. 住宅建設、民間設備投資等の促進、6. 中小企業対策等の推進、7. 国際社会への貢献、の7項目が掲げられた。前年の内需拡大策を踏襲しているが、円高が進展する一方、十分に物価が下落していないとの観点から「円高差益の還元」が明記された点が目新しかった。円高をよりポジティブにとらえようとの認識であり、第3章で述べる内需拡大に向けた構造調整が国民生活の質的向上に結びつくとの議論につながっていく。

この4月の総合経済対策は、円高で輸出産地が大きな打撃を受けているという自民党内の声と5月の東京サミットに向けた貿易黒字削減対策の表明という意味合いから打ち出されたものであった。経済界は総じて好意的に評価したものの、「力不足」「税制も含めた対策が必要」「公定歩合再引き下げが必要」との注文も出ていた<sup>53)</sup>。朝日新聞の評価はかなり厳しく、「民間の意欲頼み、財政追加なく迫力欠く」として、「公共事業の前倒しも、執行時期を早めただけで、総事業費は増えるわけではない。規制緩和も、効果はあまり期待できない。こうした対策が出るたびに算出される事業規模や波及効果が発表されなかった点に、今回の総合経済対策の限界が表れている」と指摘した<sup>54)</sup>。中曽根首相の緊縮財政路線を転換すべきだと主張していた宮澤喜一自民党総務会長も「関係者の努力は評価するが、今の日本の国際的、国内的な経済状況についての認識が十分でないのではないか」と述べた<sup>55)</sup>。

総合経済対策の中で注目すべきは、首都改造のための規制緩和策であり、「中曽根民活路線」を象徴する政策であった。3月の閣議で中曽根首相が、「財政が

53) 『日本経済新聞』1986年4月9日。

54) 『朝日新聞』1986年4月8日夕刊。

55) 『日本経済新聞』1986年4月6日。

出動出来ない状態は5年間は続く。民間活力導入の成否が今後の経済運営を決定づける。官僚の抵抗を排し、大胆な規制緩和策を講じてほしい」と述べたのを受けて、この経済対策がまとめられた<sup>56)</sup>。対策の中で再開発事業の規制緩和、住宅建設の活性化が明記されたことを受けて、不動産・住宅業界は活気づいた<sup>57)</sup>。

ただし、「関係者によると、たとえば地域指定替えや容積率アップをしても、土地利用が急速に進む状況ではない。都区部の建物の平均階数は2.5階（都調べ、1981年）で、認められた容積率の38%（同、1984年）しか使われていない。指定替えしても、道路などの基盤整備が進まない限り簡単には増えない。都市空間の高度利用にしても、東京駅周辺など11地区を除けば、「当面民間の計画は数少ない」（建設省）状況だ」との指摘もなされた。また、「都市再開発事業を本格的にやるためには、まず高速道路はじめインフラストラクチャー（基盤的な社会資本）の再整備に着手しなければならない。そのためのカネを政府は出す気がないのだから、再開発事業も絵にかいたモチになってしまう」（西村功住友ビジネスコンサルティング会長）との主張もあった。一方、環状7号線の内側は第1種住宅専用地域だけで2,400haあり、その多くを短期間に第2種に変えれば、地価が急騰するとの懸念もあり、「用途指定の線引き改定だけでは地価高騰を招く」（五島日本商工会議所会頭）といった指摘もあった<sup>58)</sup>。都市インフラ建設に関する総合政策を確立しないまま、規制緩和により民間活力を導入する「中曽根民活路線」によって、地価上昇が極端に進行することに対する懸念が当時においても存在していたのである。

新聞の評価はかなり皮肉混じりであった。「評価するのは、こうした考え方が、ニューヨークや香港のような町づくりの意欲を海外に示すことになる点だ。今回の総合対策は、首相訪米の“手土産”でもある。「ウサギ小屋」を民間の意欲で作り直し、都心部を国際都市にふさわしく改造する、というのは、日本の内需不振と貿易黒字の拡大に不満を抱く米国に説得力がある」<sup>59)</sup>。

## （2）金融緩和の進展

4月になると、米国ではFRBがさらなる利下げに向けて動き出した。原油価格が低下し、インフレになる心配がないこと、ドル相場が1ドル=180円を中心に安定し始めたこと、設備投資鈍化など実質金利高のマイナスの影響が現れていること、金融市場で金利低下が進み始めたことなどから、ボルカーFRB議長が0.5%の引き下げを考慮していることが報じられた。また、ボルカーは、原油価

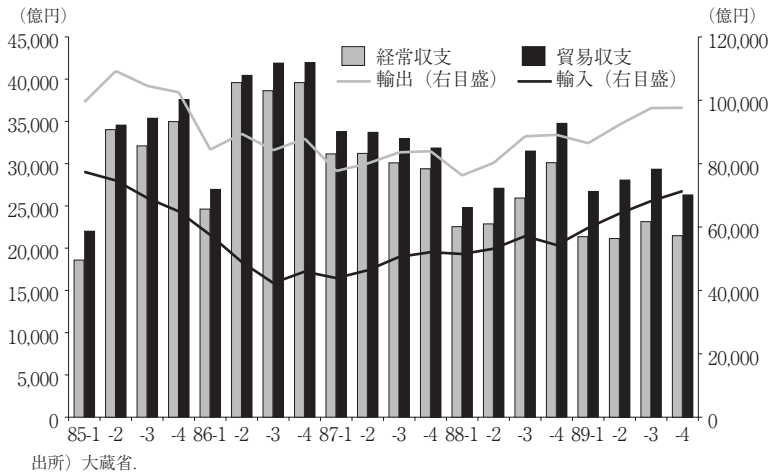
56) 『朝日新聞』1986年4月10日。

57) 例えば、中堅の不動産会社、麻布建物（本社東京）の渡辺喜太郎社長は政府の総合経済対策が決まった8日午後、社内へ「ビル建設の規制緩和を先取りした設計をめざす」との指令を出し、計画中のオフィスビルについて容積率が引き上げられた際、ビルを改造する設計を準備した。また、西武環境開発、三井不動産なども大型開発プロジェクトに対応する組織を強化していた。『日本経済新聞』1986年4月9日。

58) 以上、『朝日新聞』1986年4月10日-11日。

59) 『朝日新聞』1986年4月10日。

図表 2-7 日本の国際収支と輸出入（四半期データ）



格急落で米国の石油関連産業が低迷し、景気後退が進むことを懸念していた。米国の利下げによりドルが下落することを回避するため、ボルカーは澄田日銀総裁に協調利下げを要請、澄田は、当初、慎重な姿勢を崩さなかったが、4月10日、ワシントンでボルカーと会談し、協調利下げに踏み切ることで合意した<sup>60)</sup>。

FRBの公定歩合引き下げの意向を受け、為替市場では円高ドル安が加速することを懸念、4月14日、日本の通貨当局はドル買い介入を実施した。1ドル＝180円水準の維持を狙ったものと報じられた。しかし、その後4月18日にはNY市場でドルが急落、一時1ドル＝172円台にまで達したため、日本の通貨当局はニューヨーク連銀に委託して大規模なドル買い介入を実施した。この時期、日本側は協調利下げに動く一方、米国に対して為替市場への協調介入を要請していた。報道によれば、4月初旬、竹下蔵相が「米国もドル買いで相場を安定させてはどうか」と提案したのに対し、ベーカー財務長官は「本国通貨の相場についてそれぞれの国が自分の考えを持ち、行動することにお互いに批判しない。日本がドル買い介入するのは日本の判断でやればよいが、同じことを米側に期待しないで下さい」と答えたという<sup>61)</sup>。西独、英も、プラザ合意の時に想定していた以上の一層の円高を望んでいた。円高が進展したにも関わらず、Jカーブ効果と原油安の影響で日本の貿易収支黒字はなおも拡大を続けていたことがその背景にある（図表2-7）。日本の主張は、為替レート的水準とその安定のための政策について、孤立し始めていたのである。

4月19日、日銀は公定歩合の3.5%への引き下げを4月21日から実施することを発表した。発表では、地価上昇傾向も指摘されたが、物価が安定しているこ

60) 『日本経済新聞』1986年4月10日、4月13日。

61) 以上、『日本経済新聞』1986年4月15日、4月20日。



とから、強い懸念は示されなかった。利下げの最大の目的として円相場の安定を強調している。

(資料) 日本銀行「公定歩合引下げについて」 1986年4月19日

(前略) 国内景気は、鉱工業生産が昨年末以来減少気味となるなど、引続き拡大テンポは鈍化傾向にある。需要項目をみても個人消費や非製造業の設備投資はなお底堅いものの、輸出が1~3月には数量ベースで前期比マイナスとなり、減速傾向がはっきりしてきている。このため、輸出関連産業を中心に製造業の設備投資態度にも、このところ慎重味がくわわってきている。

一方、物価面では、一部大都市の土地価格が需給の逼迫から値上がりを見ているが、物価全体としては、これまでの円高や原油価格の低落もあって、一段と鎮静の度を増しており、当面、物価の安定基調が崩れる懸念は少ない。また、昨秋来やや高まりをみせていたマネーサプライの伸び率もこのところ幾分低下してきている。

この間、為替市場においては、円相場は3月末から4月前半にかけては変動幅が比較的小幅にとどまっていたが、なお必ずしも安定したものとは言えず、現に、ここ数日來は再びかなりの円高・ドル安の展開となっている。

こうした中で、昨日、米国の公定歩合の引き下げを決定したが、世界的にインフレが一段と鎮静してきている状況下、海外金利の低下傾向は今後も持続する公算が強い。

以上のような諸情勢に鑑み、日本銀行は、このたび公定歩合をさらに0.5%引下げることが適当と判断し、4月21日から実施することとした。(中略)

日本銀行としては、今回の措置が円相場のより安定した動きに寄与するとともに、先般の総合経済対策の諸施策と併せ、内需の拡大とそれを通ずる対外不均衡の是正に一段と資することを期待している。

今回の引下げにより、公定歩合は、終戦直後の一時期を除けば戦後の最低水準となっており、今後は内外経済の動向に一段の注意を払って、適切な政策運営を期する所存である。

澄田日銀総裁は、4月19日の記者会見で、円高が当面安定することが望ましいとし、公定歩合が3.5%と戦後最低水準となるが、「だからといって(公定歩合引き下げが)打ち止めということも考えていなければ、さらに下げていくということも考えていない」と語った。山口大蔵次官は「今後とも機動的、弾力的な金融政策がとられるだろう」と述べ、インフレ鎮静で実質金利が依然高く、第4次公定歩合下げの余地が残っているとの見方を示した。これについて、政府・日銀は1ドル=180円程度での安定を狙い、本音では避けたいが、さらなる利下げに含みをもたせることで円高の進行を阻止しようとしたとの見方が報じられた<sup>62)</sup>。

これ以前の1月の公定歩合引き下げ以降、株式、債券市場に猛烈な勢いで資金が流入し始めていた。同時に東京都心部の地価上昇も顕著となってきた。特に3月以降株価は増勢を強め(図表2-8)、債券相場も上昇、4月1日には国債の流通利回りが戦後最低の4.46%を記録した。

62) 『日本経済新聞』1986年4月20日。

図表 2-8 東証日経平均株価終値の推移

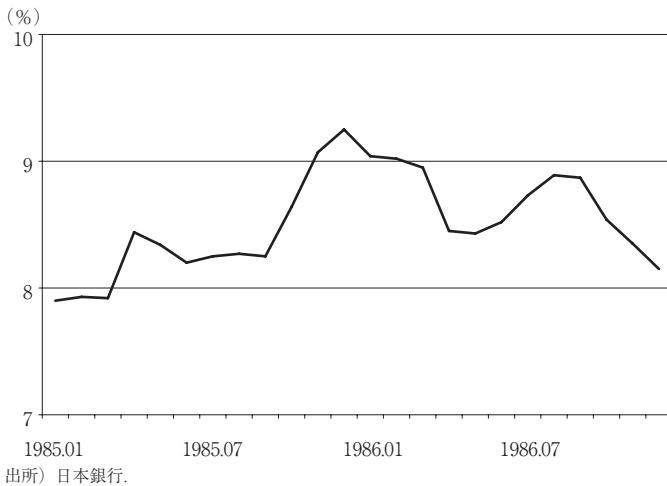


銀行の不動産向け貸出が増加し、企業の財テク志向も一段と強まった。4月下旬には、次のような新聞報道がなされた。「公定歩合の第3次引き下げを受けて、上場大手企業は資金調達、運用など財務戦略の見直しに入ろうとしている。NEEDS-COMPANY（日本経済新聞社の総合企業データバンク）の試算によると、3次にわたる公定歩合の計1.5%の公定歩合引き下げは上場企業全体で1,625億円強の経常利益改善につながるが、金融収益の減少をまねく企業も多い。こうしたなかで、利回り確保をねらって外債、特定金銭信託などリスク商品での運用を強化する一方、低金利を享受できる普通社債などでの資金調達を検討している」。また、一般家計も低金利を受けて資産シフトを強めた。「公定歩合の引き下げで、わずか3ヵ月足らずに預貯金金利は3回も下がる。普通預金、定期預金とも戦後最低の水準で、金利の魅力は一層薄れそうだ。公定歩合と直接連動しない貸付信託（5年もの）など長期金融商品の金利も低水準にあり、おカネを増やそうにも目ぼしい商品は少ない。超低金利時代に入り、少しでも高い金利を求めようと金投資（貯蓄）口座や抵当証券などの自由金利商品の人気ますます高まりそう。ただ、人々の金利選好につけ込んだ悪質な商法も増えるともみられ、家庭財テクにも細心の注意と情報収集が必要になっている」<sup>63)</sup>。

マネーサプライの前年同月比伸び率は、1985年11月に9%台に達し、その後もじりじりと上昇しつつあった（図表2-9）。1986年4月頃、日銀は公定歩合引き下げの一方で、都市銀行に対する貸出抑制に動いた。新聞報道によれば、「4-6月の貸し出し計画を決める日銀と都銀上位行との事前交渉の際、日銀は「貸出増加額を多めに見込んでいた一部都銀のアタマをやんわりとたたいた」という。都銀のほうにも財テク資金以外の企業の資金需要が冷え込んでいるのに、採算を無

63) 以上、『日本経済新聞』1986年4月20日。

図表 2-9 M2+CD 前年同月比伸び率（月平均残高）



視した貸し出し競争を続けることへの見直し機運が出ていた。「あうんの呼吸で貸し出し増加額の抑制が決まった」（都銀関係者）」という<sup>64)</sup>。しかし、金融自由化が進み、企業の資金調達が多様化している状況の下で、日銀が貸出抑制指導を行っても効果には限界があるとの見方が強かった。

### （3）緊急経済対策と公共投資

日米欧の協調利下げ以後も円高は止まらなかった。米国と欧州諸国はさらなる円高の進行と日本の利下げを求めているのである。米通貨当局や米市場が適当と考えている円・ドル相場は、「円は1ドル=160円台。西独マルクで1ドル=2.05-2.15マルクぐらいだとみています」との米国金融関係者の見解も報じられた<sup>65)</sup>。また、西独コール首相は、東京サミットに先立って、日本人記者団との会見で、日本に対し「円高促進策を取るとともに、これまで発表した内需拡大策の実行」を求めた<sup>66)</sup>。

円高の急速な進行を受けて、宮澤総務会長など与党内の批判勢力が攻勢を強めた。中曽根首相・竹下蔵相は東京サミット（5月4-6日）とそれに先立つ日米会談などで為替相場への協調介入を提案した。これに対し米国側は拒否、ペーカ

64) 『日本経済新聞』1986年4月11日。

65) FRB（連邦準備理事会）など米通貨当局の動静に詳しいモルガン・ギャランティ・トラストのクルト・ピアミッツ氏（財務担当上級副頭取）へのインタビュー談による。このほか、「日本の大幅経常黒字など、いわゆるファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に最近変化があったわけではありませんし、その他の面でも、円高・ドル安による効果はまだ十分出ていません」、「米国の基本的立場は、依然としてもっと低い金利、より安いドル、そして日本や欧州の高い成長率です」、「実際に米国の貿易赤字が減って、保護主義が抑えられるようになるまでは、米国の立場は不変です」とも述べている。『日本経済新聞』1986年4月21日。

66) 『日本経済新聞』1986年4月24日。

財務長官は「通貨安定のためには市場介入を論ずるより国際政策協調や通貨制度の機能改善を重視したい」<sup>67)</sup>と述べ、欧州諸国も消極的だった。新たにG7の設置が合意されたものの、協調介入への合意は得られなかった。

サミットを受けて、澄田日銀総裁は会見で次のように述べた。「現在の円相場はいろいろなニュースに敏感に反応しており、かなり思惑的な要素が加わっている。対外不均衡是正の見地から円高基調は望ましいが、当面は円相場の安定の方が重要だと一層強く思っている」、「(公定歩合第4次下げの可能性について)日本は(今年に入り)矢継ぎ早に3回も下げている。今の時点では全く考えていない。ただ、公定歩合はこれまで通り、景気、為替など総合的に判断して決めることに変わりはない。一般論として今後引き下げた場合、預貯金金利との関係で制約があり、利下げ効果が薄いという指摘もあるが、それでも公定歩合の指標的意味は大きいと思う」、「輸出鈍化から製造業が設備投資に慎重になるなど景気拡大のテンポは鈍っているが、非製造業の設備投資や個人消費は底堅く、景気が底割れするという事態ではない」、「財政政策については、再建の大枠を守りながら、その中で工夫の限りをつくすことが必要だろう」<sup>68)</sup>。このときの澄田総裁の発言に円高が深刻な不況をもたらしているとの認識は見られず、また、さらなる公定歩合引き下げに関しては否定的であった。

5月中旬、円相場は一時1ドル=160円を突破したが、思惑的な動きと見られたため、政府・日銀の大きな動きはなかった。実際、5月末にかけてドルが170円台まで戻し、6月末まで一時円高の進行が抑制された。しかし、金属洋食器業や織物業など輸出中小企業の産地の苦境が明らかとなっていた。「円高不況」との報道も増加し、景気後退の深刻化が伝えられた<sup>69)</sup>。5月23日の通産省の全国通産局長会議では、各地域の景況感がまとめられた。会議では、「全体として停滞気味に推移」(東京)、「停滞の色を一層濃くしている」(大阪)と、厳しさを増していることが報告された。輸出についても「減少幅が徐々に広がっている」(名古屋)、「これまで堅調だった商品も大幅な落ち込み」(福岡)などの報告がなされ、さらに、「国際競争力のある自動車業界を抱える中部では、自動車、自動車部品業界で年間設備投資額を10%程度減額修正した企業があり、これまで比較

67) 『日本経済新聞』1986年5月4日。

68) 『日本経済新聞』1986年5月8日。

69) 新潟県燕市の輸出金属洋食器産地では、「業界によれば1ドル=200円を突破したら採算が厳しい」というのに、東京外国為替市場の19日の終値は168円15銭。洋食器業者の倒産は今年に入って5件、「燕市を管内に持つ巻公職業安定所によると、昨年9月から今年4月までの企業整理(従業員5人以上)した洋食器業者は14件。従業員4人以下の事業所を含めると、約250人が解雇された。燕市は昨年12月、独自の円高融資を始めた。貸し付け条件は従業員10人以下の業者で、年利5%、400万円まで。4億5,000万円の融資枠は、わずか40日で底をついた」。『朝日新聞』1986年5月20日。「ポリエステル綿混織物の輸出成約が停滞している。わが国最大の産地、兵庫県西脇地区の産元によると、7月物まではなんとか生産計画量の80%方契約できたが、その先のめどはつかない状態だ。今後休機に追い込まれるところが増えそうだ。通産省でも産地の二重構造を解消するには零細機屋の転廃業しかないとしており、円高がこれを加速させそうである」。『日本経済産業新聞』1986年5月24日。

的落ち着いていた自動車の下請け中小企業の受注量も減少し始めている。近畿では、電炉、合繊業界に新規輸出成約額が50%以上減った企業が出ており、家電、電子部品、事務用機器の分野では、製品や部品の海外調達や海外現地生産の拡大が進んでいる。九州では、IC（集積回路）の生産量が上向くなどの明るさが一部にあるが、まだ見通し難。造船の手持ち工事が今年いっぱいまでに減少、余剰人員がさらに増えると予想されている」と伝えられた。また、「輸出型産地の中小企業調査によると、円レートが1ドル=170円で推移した場合、赤字になる企業が半数とする産地は、回答のあった50産地のうち41産地、うちほとんどの企業が赤字になるのは合単板（北海道）、鋼索（大阪）など13産地、160円の場合は綿織物（西脇）、陶磁器（名古屋）、スカーフ・マフラー（横浜）などを加えて20産地で、ほとんどの企業が赤字になる、としている」との状況であった<sup>70)</sup>。

1986年5月30日、政府は、「当面の経済対策」を発表した。当時の現状について、「最近の我が国経済をみると、景気動向にはばらつきがみられ、景気拡大の足取りは緩慢なものとなっている。国内需要は緩やかながら着実に増加しているが、弱含みの輸出動向等を反映して、生産活動は弱含み傾向で推移している。また、最近の急速な円高の進展等により、製造業を中心に企業の業況判断には停滞感が広がっており、なかんずく中小企業の業況感は後退している。雇用情勢も弱含みに推移している」と認識され、以前から検討してきた中小企業対策、雇用対策、円高差益還元策を追加的に実施することが主内容であった。

1986年6月中旬、日銀は5月の短期経済観測調査を発表した<sup>71)</sup>。これによると、円高により主要企業・製造業の落ち込みが目立ち、業況判断も後退しているが、非製造業では電力などの業種で引き続き収益、業況判断とも良好であり、製造業と非製造業との業況格差が一段と鮮明化しているとされた。また、中小企業については製造業の業況判断に後退が認められた。結論として、「先行きについても企業（とくに製造業）の見方は総じて慎重ではあるが、さりとて売上げや収益が今年度下期にかけて必ずしもさらに悪化の方向をたどるとは見ていない。こうした状況下、主要企業の1986年度設備投資計画をみると、製造業が前回調査比減額修正され、前年度比若干の減少に転じているが、新製品開発投資等については引続き高い伸びが計画されている。これに対して、非製造業ではかなり上方修正されており、引き続きこれが全体の設備投資を下支えしている。一方、全国企業（主要企業、中小企業に中堅企業を含めたベース）の雇用に関しては、製造業で幾分過剰感が出ているが、非製造業での増加予想持続から先行き急激な悪化は予測し難い。なお、数次にわたる金利引下げ措置により企業金融の緩和は一段と浸透している」と述べられた。

短観発表を受けて、6月23日、澄田日銀総裁は東京都内の講演で次のように述べた。「今年に入って公定歩合を3回引き下げたため、金融は十分に緩和して

70) 『朝日新聞』1986年5月24日。

71) 「『企業短期経済観測調査（61年5月）』の結果について」日本銀行『調査月報』1986年6月。

いる。第4次引き下げは現在のところ全く考えていない」,「円高だけでは不均衡是正につながらない。産業構造を輸出依存型から内需志向型へ転換すべき時期である」,「財政再建の基本路線を守りながら、産業構造の円滑な転換を促進する手立てを考えなければならない」,「マネーサプライ（通貨供給量）の伸び率は依然高水準。まだ過剰流動性が発生しているわけではないが、都心部の地価上昇などのインフレの懸念材料もある。景気も底割れ状態ではない」<sup>72)</sup>。

6月末から、再び円高が進行、7月から10月下旬にかけて155円前後でもみ合う展開となった。米国は景気後退への懸念から7月11日と8月21日の2回にわたってFRBが0.5%の単独利下げを実施した。7月11日の米国の利下げに対し、日銀は金融が十分に緩和していること、マネーサプライの増加スピードが依然として高いことなどを理由に追従しなかった。また、澄田総裁は米国から協調利下げの要請がなかったことも明らかにし、「協調利下げは為替相場安定のためには効果が薄い」との見方を示した。ただし、大蔵省幹部によれば、今後急速な円高が進むようだとし、「効果は薄くとも利下げで対抗する必要は強まる」、危機ラインを大蔵省は「1ドル=155円に近づく水準」とみているのに対し、日銀は「150円ラインに迫るか、あるいは突破するようでない」と動けない」とも報じられた。また、「米国は引き続き日独の追従利下げを求める姿勢」であった<sup>73)</sup>。

7月のFRBの利下げの直前の衆参同時選挙で自民党が圧勝したことから、国内からの日銀に対する利下げ圧力はしばらくの間弱まった。この間、7月に内閣改造が行われ、竹下登に替わって、財政再建路線に距離を置いていた宮澤喜一が大蔵大臣に就任した。宮澤は、利下げに関しても、財政支出に関しても、基本姿勢がより積極的であった。

8月中旬、米国がさらなる利下げに動き、8月18日、大蔵省は、ベーカー米財務長官が日本政府に新たな協調利下げを求めるメッセージを送ってきたことを明らかにした。メッセージは(1)米景気の実態は必ずしも良くなく、米国は公定歩合を再度引き下げる必要がある。(2)その際、ドル急落を避けるため日本は公定歩合を先行するか、少なくとも追従して下げてほしいとの趣旨であった<sup>74)</sup>。

しかし、澄田日銀総裁はこれに応ずることなく、独自路線を貫き、8月27日の会見で次のように述べた。「公定歩合は極めて低い水準にある。輸出関連製造業で円高デフレ効果が次第にはっきりしてきているが、個人消費や住宅建設が底堅く、非製造業の景況順調が景気を下支えしているとの判断は変わらない。円高には予断を持つことなく注意すべきだが、円高メリット、原油安や金利低下の好影響も期待できるので、景気がこのままどんどん下降していくとは思えない」,「政府の月例経済報告での景気判断は、景気は底堅さはあるものの足どりはゆるやかになっているというもので、われわれの見方と違ってない。景気後退を宣言したというのはどうかと思う」,「マネーサプライの伸びは高いし、金利は低く、

72) 『日本経済新聞』1986年6月24日。

73) 『日本経済新聞』1986年7月12日。

74) 『日本経済新聞』1986年8月19日。

金融は十分緩和している。株式や土地の売買が活発になっていることには十分注意していかなくてはならない。株式は連続して値上がりし取引も活発だが、それに対する警戒感も出てきている。預貯金金利が低いため、余裕資金が市場に流入した面は否定できない。土地についても都心の商業地だけでなく、周辺商業地や住宅地、地方都市へも波及している、「物価は円高・原油安のため一段と鎮静している。この安定基調がにわかには変わるとは予想されないが、金融緩和の行き過ぎで安定基調が損なわれないよう注意していかなくてはならない」、「金融改善での各国との国際協調とは（金利だけでなく）広い範囲のことであって、密接に連絡をとりあうという点ではここへきて全く変わっていない。米国は日本の利下げを要望あるいは希望はしていても、要請はしていない。金融政策は各国がそれぞれ自主的に判断すべきで、これを各国とも理解している。米国の要望を断ったからといって、協調体制が崩れたとみるのはどうかと思う」、「為替相場については、米利下げをすでに織り込み済みで、米 GNP（国民総生産）第2四半期の速報値の下方修正時点で円高は一応のピークをつけた感じがする。利下げ実施後は若干ドル高となり今日まで1ドル=153-4円の水準できている。円高・ドル安の警戒感がかなり働いているといえる。こうした安定的な状態は望ましい」<sup>75)</sup>。

この間、米国の貿易赤字が増大し、議会内で再び保護主義の機運が高まった。9月初めには、米議会では保護主義的な包括貿易法案が下院を通過しており、11月の中間選挙を控えて上院でも同調する動きが広がる勢いであった。米政府は「貿易赤字改善のためには通貨調整もしくは日独の内需拡大のいずれかで新しい措置が必要」（ヤイター米通商代表部代表）と判断しており、仮に日独が利下げなどを見送るとドル一段安を容認せざるをえないと報道された<sup>76)</sup>。

1986年9月6日、宮澤蔵相は、ベーカー財務長官とサンフランシスコで会談した。宮澤は会談の概要について次のように述べた<sup>77)</sup>。

「ベーカー長官が「日本の経済成長率は4%ということになっているが、なかなかむずかしいのではないかと」言うので、私の方は「円高が成長率にはマイナスに働いている。政府としては9月19日に新しい対策を出し、それを盛り込んだ補正予算を例年より早く国会に出す。放っておけば、成長率が下がる心配をすることだ。ただ、財政がご承知のような状態だから思うにまかせない」と答えた。（補正予算の規模については）国内の大半が事業量で3兆円はいるのではないかという意見なので、これを念頭に置いて対策をつくり、補正予算を編成すると説明した。ベーカー長官は「なかなか成長要因がみつかりにくい、米議会が保護主義に動いている。日本が成長政策をとって米国の対日赤字が減る方向にいくと議会に説明できるようにしてほしい」と要望した。ベーカー長官から日本の金利引き下げの要請があったわけではないが、金利の話題が出た時に、「金利政策は日銀総裁が決めることだ。ここまで金利が下がってくると、さらに金利を下

75) 『日本経済新聞』1986年8月28日。

76) 『日本経済新聞』1986年9月6日。

77) 『日本経済新聞』1986年9月9日。

げることになれば最終のもので、それなりに有意義に行われたいといけないうちで思っている」という私の考え方を説明、「日銀総裁にまかせておいていい」との判断を示しておいた。通貨供給量にしても、日銀券の発行残高にしてもかなり高くなっており、地価と株価も値上がりしている。インフレの心配はないが、(金利政策は)とにかく有意義だという時にやるのがよい。ベーカー長官も私の説明に異議をさしはさまなかった。あまりに急激な円高は今の日本の経済成長の足を引っ張る要因として働いていると話した。これに対して、ベーカー長官は、最近では相場に不測の影響を与える発言を避けていると答えた。(円高是正のための為替相場への日米協調介入については)ベーカー長官は米議会内の保護主義を知っているだけに、簡単なことではないという感じだった。後に宮澤は、この時の会談について次のように回想している。「ベーカーの言うことは、「とにかく日本が内需をつくって、なんとかこの事態に対応してほしい」ということでした」。宮澤は「それは理屈としてはわかる。内需も起こそうし、金利も下げろという理屈はわかる。金利のことは、ちょっと私はいま返事ができないが、それはよくわかった。日銀総裁にも伝えるが、内需を起こそうとしても、企業活動がほとんど麻痺しているから、起こしようがない」と答えたという<sup>78)</sup>。

宮澤・ベーカー会談後の9月19日、日本政府は新たな総合経済対策を発表した。5月の対策時よりも景気後退感が強まり、「物価の安定が続く中で景気は底固さはあるもののその足取りは緩やかなものとなっている。国内需要は緩やかに増加しているが、輸出が弱含みであること等から、鉱工業生産は弱含み傾向で推移している。また、円高の急速な進展等により、製造業を中心に企業の業況判断には停滞感が広がっており、なかんずく中小企業の業況感は後退しているなど、内需と外需、製造業と非製造業の間に景気の二面性がより明瞭になっている。雇用情勢も弱含みに推移している」との認識が示された。その上で、財政面において思い切った公共投資等の追加、金融政策の適切かつ機動的な運営、住宅建設の促進、民間活力が最大限発揮されるような環境整備の一層の推進、中小企業が厳しい環境変化に対応できるような環境整備を進めることとした。具体的には、公共投資等の拡大、住宅建設・民間設備投資等の促進、規制緩和・インセンティブ付与等による民間活力の活用、中小企業対策、雇用対策、円高及び原油価格低下に伴う差益の還元と価格の適正化等、国際社会への貢献の7点が掲げられた。従来の政策に加え新たなところでは公共事業が重視され、事業量総額3兆6,360億円に及び、補正予算での建設国債の発行に含みをもたせた。

政府は苦しい財政事情の中で過去最大規模の事業規模を確保したことを強調したが、報道では、「その効果にはたくさんの疑問符がつく」、「あまりにも力不足という印象をぬぐえない。「内需主導への転換」という長期的視点からの政策にしても中身が薄い」と指摘された<sup>79)</sup>。政府内でも、天野建設相が「このままでは

78) 御厨貴・中村隆英編[2005]pp.275-276.

79) 『日本経済新聞』1986年9月20日。



対策が経済成長にどれだけ寄与するかわからない。真水<sup>80)</sup>の量が問題だ」と述べた。実際、公共事業費1兆4,000億円の内訳は明示されず、大蔵省は建設国債の増発を少なくするため、一般公共事業の追加をなるべく抑え、国庫債務負担行為(翌年度以降の歳出化を前提に、年度内に事業契約だけを結ぶ)を活用した来年度公共事業の繰り上げ発注を大幅に実施する考えであったという。また、電力・ガス業などへの設備投資増額要請も盛り込まれたが、事業規模4,000億円の半分は電力業の翌年度分投資の繰り上げであった。従来から盛り込まれていた首都改造のための規制緩和策についても、「こうした措置は住民パワーの抵抗などで遅々として進んでいないのが実情。かけ声倒れに終わる心配もある」と指摘されている。経済界からの反応もあまり芳しくなく、「深刻な不況を克服するには不十分だ」との声が強く、「対策は遅きに失した」(石原俊経済同友会代表幹事)、「質、量とも力不足」(日向方斉関経連会長)などと批判。日商の五島昇会頭は「経済対策の中に民間の電力、ガス、KDDなどの設備投資が入っているのは、規模を大きくするための見せかけだ」などの指摘が相次いだ。特に輸出産業からの評価が厳しく、渡里杉一郎東芝社長「3兆6,000億円程度の投資では政府見通しのGNP4%成長の実現は困難で5兆-6兆円規模は必要ではないか」、久米豊日産自動車社長「現在の不況の深刻さからみて抜本的な内需拡大と行き過ぎた円レートの是正が最優先課題」などと述べられていた。また、「住宅減税による住宅建設の促進、円高差益の還元を求める声」が多かったが、財源問題では建設国債の増発について賛否が割れていた。

9月の総合経済対策は、宮澤蔵相への交代後初めて打ち出された政策であった。このため、中曽根政権が堅持してきた従来の財政緊縮路線に転換の兆しが見え始めたものといえる。対策策定にあたって、宮澤蔵相と中曽根首相が二人で会談し、「宮澤氏はその直前の訪米でのベーカー米財務長官との会談の様態を詳しく説明した。宮澤・ベーカー会談は通訳なしで3時間半も続いたといわれ、大蔵省の事務当局も会談の内容を十分に知らされていないという。宮澤氏は日本の内需拡大などに関する米国の本音をつかみ、それを首相だけに直接、報告したものとみられ、「米国に強い首相も宮澤氏の話をも黙って聞くほかはなかった」(自民党長老)」という<sup>81)</sup>。

総合経済対策を受けて、10月28日、政府は建設国債5,490億円増発を含む1986年度補正予算案を閣議決定した。ただし、景気停滞で税収、税外収入が落ち込み、歳入欠陥が1兆2,500億円に達したものの、歳出カットの徹底により、一般会計の予算規模を当初より2,600億円減額させて赤字国債の増発を避けた。

#### (4) 宮澤・ベーカー共同声明

政府の財政措置が不十分であると認識されたことから、日銀のさらなる利下げ

80) 1986年度補正予算に計上する一般公共事業(災害復旧を除く公共事業)。

81) 『日本経済新聞』1986年9月20日。

への要請が次第に強まってきた。しかし、9月中旬に日銀が発表した8月の短観では、5月の短観での認識から大きな変化はなかった<sup>82)</sup>。「概況」によれば、「一層の為替円高の下で、主要企業・製造業の売上、収益予測は輸出関連業種を中心に引続き後退しており、業況判断も緩やかに低下している（「良い」-「悪い」社数構成比、1986年2月△5%→5月△18%→8月△23%→12月予測△25%）。ただこうしたなかで、円高メリットや金利引き下げ効果の浸透あるいは企業の円高対応努力等から、コスト面の改善効果は徐々に波及しつつあるように認められる。一方、非製造業では売上げ、収益とも前回調査並みのレベルを維持、業況判断も個人消費、住宅投資関連業種を中心に良好な状態を続けている（同、7%→9%→7%→7%）。この間、中小企業では製造業を中心におおむねこれまでの傾向に沿うかたちで業況感の後退が見られる（同、製造業△20%→△24%→△30%→△33%、非製造業△7%→△9%→△11%→△12%）。先行きについても、企業、とくに製造業の見方には一層慎重味が加わってきている。もっとも、差当たり今年度下期について、売上げや収益がさらに目立って悪化するとの予測には転じていない。こうした状況下、主要企業の（昭和）61年度設備投資計画をみると、製造業において輸出関連業種を中心に小幅ながら下方修正されたものの、非製造業はほぼ前回調査並みの水準を維持しており、これが全体の設備投資を下支えている」。雇用の過剰感は製造業において徐々に高まる傾向にあることも指摘されたが、金利引き下げの効果が浸透する中で、「企業金融は引続き緩和しており、最近では手元流動性の高まりが目立っている」と記されている。

少なくとも日銀短観の結果からは、さらなる利下げを必要とするとの認識は生じていなかった<sup>83)</sup>。利下げに対しては日銀内部にも異論が多く、10月3日の国会答弁で三重野副総裁は明確に否定していた。しかし、澄田日銀総裁は、宮澤蔵相を通じてベーカー財務長官の要請を受け、利下げに傾いていった。以下は、澄田の回想である。「宮澤さんから蔵相合意の前に電話があり、米側から利下げの打診もあったという。宮澤さんは「金利操作は日銀の専管事項なのでご意向を日銀総裁に伝えると米側に返しておいた」と言われたと記憶している。このときの利下げについては、日銀の中にも賛否両論がありえたと思う。私自身、悩まなかったといえようそになる。経済界の一部にも、財政支出の追加が不十分であり、金融緩和に過度の比重がかかるのは問題だという意見もあった。これに対し財政当局は慎重な姿勢を続けていた。確かに、財政は赤字国債からの脱却という課題を抱えていた。また円高の急速な進行で国内経済が停滞するとき、インフレの面で問題がなければ、金融政策が機動的に動いてしかるべき状況というものもあると思う。マネーサプライの伸び率の上昇や土地の値上がりなどが気掛かりではあったが、ここはやはり利下げが必要だと判断したのである」<sup>84)</sup>。

82) 「『企業短期経済観測調査（61年8月）』の結果について」日本銀行『調査月報』1986年9月。

83) 上川龍之進[2002]pp.152-153. 佐藤章[1998]pp.331-335.

84) 「私の履歴書 澄田智」『日本経済新聞』1993年10月。

宮澤は当時を回想して、「実際、財界もずいぶん苦勞されましたし、また東南アジアへの企業進出も少しずつ進んでいって、どこかこのあたりのところで日本経済がやや対応できる体制に移行していたんだろうと思うんですが、どの時点でそうなったのか。片方で東京の地価は50何%も上がるが、造船の城下町、例えば因島なんていうところは、有効求人倍率が本当にほとんど下がって、どうもできないということがありました」と述べている<sup>85)</sup>。

10月31日、日本銀行は0.5%公定歩合を引き下げ、3.0%とすることを決定した。終戦直後を除けば、戦後最低水準であった。以下がその発表内容である。

(資料)日本銀行「公定歩合引き下げについて」 1986年10月31日

景気は円高に伴う輸出の減退と製造業設備投資の落込みから減速傾向にあるが、個人消費、住宅投資、非製造業設備投資の底固さによって、全体として下支えられた状態が続いている。しかしながら、このところ円高のデフレ・インパクトから、輸出関連産業にあっては設備投資抑制や雇用調整を強化する動きが拡がりつつあり、このため企業マインドは全体として一段と慎重化し、景気の停滞感は強まってきている。

こうした最近の景気の状態に鑑み、日本銀行は政府が総合経済対策に基づく本年度補正予算案を決定した機を捉えて、金融政策面でも、もう一段の金利引下げを図ることが先行きの内需振興にとって、より有効な施策となるものと判断し、本日、公定歩合0.5%引下げ(3.5%→3.0%)、明11月1日から実施することとしたものである。(中略)

この間、為替相場は7月半ば以降、比較的小動きに推移しているが、日本銀行としては、今後における持続的な経済成長を維持する観点からいっても、為替相場が安定したものとなることを強く望んでいるところである。この点、為替安定のため、主要国が協調してその方向で努力することが期待される。

一方、物価は引続き安定基調を維持しているが、マネーサプライの動向等金融緩和に伴う諸般の動きについては、引続き十分注意して見守っていく方針である。金融機関におかれては節度ある融資態度を維持されるよう望みたい。

公定歩合引き下げにあたって、10月30日、澄田日銀総裁は会見で「(1)生産、雇用両面の調整が進んでいる、(2)景気の足どりはしだいに重くなっている、(3)1ヵ月前の景気観を持ち続けるわけにはいかない」という趣旨を述べ、「景気の底割れはない」とする主張を引込めた。従来の主張の根拠とされてきた「製造業＝暗、非製造業＝明」という景気の二面性論も変化しつつあるとの見解を表明した<sup>86)</sup>。

日銀の利下げ決定とはほぼ同時に、宮澤蔵相とベーカー財務長官は共同声明を発した。「日米間で継続している経済、貿易及び金融問題に関する対話の一環として、両国が共に関心を有する一連の経済問題について協力した行動と理解につい

85) 御厨貴・中村隆英編[2005]p. 277.

86) 『日本経済新聞』1986年11月1日。

て合意に達した」。宮澤蔵相は、日本側は以下の措置をとることを説明した。9月発表の3兆6,000億円の総合経済対策の実施のため、補正予算案を国会に提出することを決定。公共事業、住宅、建設等の主要分野における追加的投資が需要を刺激するとした。また、できるだけ早く個人所得課税及び法人課税の限界税率の引き下げを含む税制改革を実施にうつし、投資増加の刺激を与える方針を表明した。一方のバーカーは、「成長を刺激し不均衡を縮小させるために日本が採るこれらの措置と計画を歓迎する」として、米国側の措置について説明した<sup>87)</sup>。

11月初めというタイミングでの日本の利下げは、レーガン政権の対日戦略の成功実績として、米国の中間選挙に対する援護射撃になるとの見方が一般的であった。一方、日本国内では、評価は単純ではなかった。日本経済新聞は利下げを評価、それまでの政府、日銀の景気判断が、円高の経済全般に与える短期的マイナス効果を軽視ないしは楽観視していたとし、短期的に円高のデフレ効果が先行するという状況についての誤診を含んでいたとの見解が述べられた。また、「日銀が利下げを渋ってきた理由の1つとしては、カネ余りの中でそれが経済の一部をさらに投機化させるという心配があげられていた。だが、その原因は「余ったカネ」に見合うだけの国内の投資先が不足しているところにある。金融政策内部だけでの解決はもともと無理だったとみるべきだろう。「車の両輪」の片方に当たる財政を実質的に塩漬けにし続ける一方、金融政策、特に公定歩合操作に極端な傾斜をかけた政策コンビネーションの無理の累積が利下げに至るまでの日銀の深刻な悩みを招いたととるべきである」と指摘した<sup>88)</sup>。一方、朝日新聞社説では、利下げの問題点が強調された。「貯蓄に頼って暮らす人たちは、低金利政策に対して不満をつのらせている。大蔵、郵政両省は今回の利下げに当たり、銀行預金と郵便貯金の金利の下げ幅を公定歩合より狭めることにした。その分だけ民間金融機関の貸出金利も下がりにくくなり、景気浮揚の効果は減殺されるが、やむを得まい。日銀が利下げをためらってきたのは、このためばかりではない。通貨供給量の伸びが大きく、だぶついたカネが有利な運用先を求め、動いている。地価の高騰は東京の都心や高級住宅地から周辺部や地方の主要都市に広がり出した。日銀は、土地転がしのための融資を抑えるよう呼び掛けているが、金融機関の側も社会的責任を自覚してもらいたい。また住宅づくりを促す税制上の優遇措置が投機をおおっている面もあるので、土地譲渡の利益への課税強化なども必要だろう」<sup>89)</sup>。

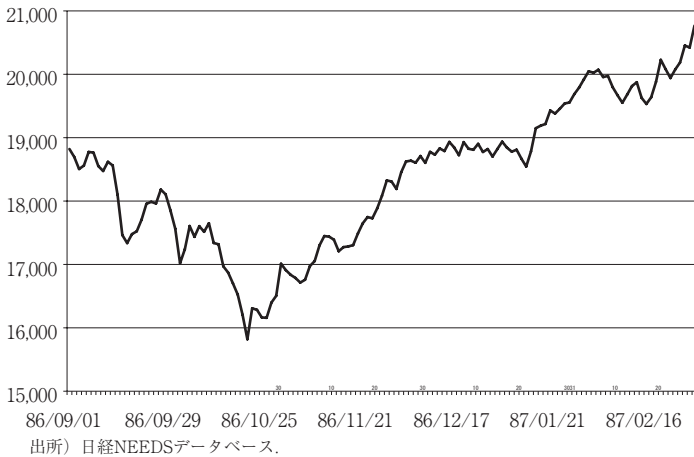
この頃、株価は9月頃から下落し始め、10月下旬には一時16,000円台割れと

87) 税制に関しては、政府税制調査会は10月28日、法人課税の実効税率の50%以下への引き下げ及び個人所得課税の最高税率の引き下げを答申していた。バーカーの表明した米国側措置は、「グラム・ラドマン・ホリングス法に沿った米国財政赤字の大規模かつ着実な削減に引き続き固い決意で臨んでいる。投資の促進及び勤労意欲の増進に役立ち、米国経済の成長を促進する歴史的な税制改革法がまさに制定された。引き続き保護主義圧力に抵抗し、自由かつ公正な貿易に向けて努力している」。  
『朝日新聞』1986年11月1日。

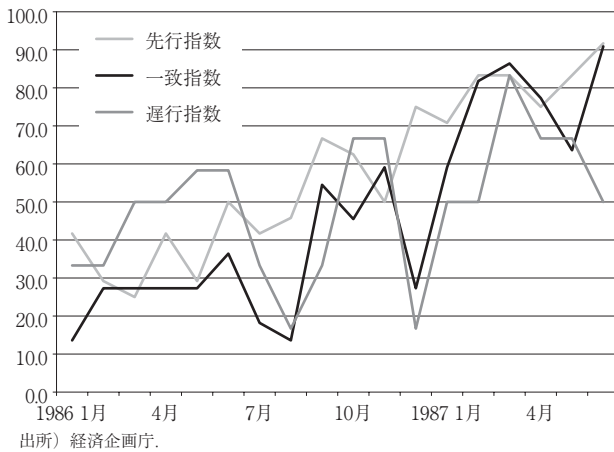
88) 『日本経済新聞』11月1日。

89) 『朝日新聞』11月1日。

図表 2-10 東証日経平均終値の推移



図表 2-11 景気動向指数 (DI) の推移



なるなど停滞色を強めていた(図表 2-10)。しかし、景気動向指数で後に判明したところによれば、景気は日銀が利下げに踏み切った 1986 年 11 月の時点で底入れしていた(図表 2-11)。日銀の利下げ観測が出てきた 10 月下旬頃から円高傾向も一段落し、それまでの 1 ドル = 155 円前後から 160 円台にまで円安が進んだ。10 月末の宮澤・ベーカー共同声明を受けて、市場関係者の間にプラザ合意以後のドル高修正路線が終わったとの見方が広がった。銀行や商社は円相場の天井が確認されたとみて東京市場の取引終了後の欧州市場でドル買いを急ぎ、円は一時 1 ドル = 164 円台に急落した<sup>90)</sup>。以後 12 月下旬まで 160-164 円程度の範囲内で比較的安定して推移した。この結果、日米協調により、為替安定が実現したとの認

90) 『日本経済新聞』11月1日。

識が広がり始めた。

景気動向指数（DI）は、1986年秋頃から上昇の兆しを見せ始めていた。また、1986年12月中旬に発表された日銀短観では景気下げ止まり気配が報じられた<sup>91)</sup>。概況について次のように述べられている。「為替相場が安定する下で、主要企業・製造業の売上げ、収益はわずかながらさらに下方修正されたが、先行きについては総じてみると下げ止まり気配がうかがわれる。こうしたなかで、業況判断も現状緩やかに後退した後、おおむね横ばい圏内で推移すると予測されている（「良い」-「悪い」社数構成比、1986年5月△18%→8月△23%→11月△26%→1987年3月予測△27%）。一方、非製造業では、円高メリット、金融緩和の浸透等を映じて、売上げ、収益とも堅調に推移しており、業況判断も個人消費、住宅投資関連業種を中心に良好な状態を維持している（同、9%→7%→7%→7%）。この間、中小企業では、先行きの業況悪化を懸念しているものの、現状については製造業の業況判断の悪化が一服したほか、非製造業では小幅ながら改善をみている（同、製造業△24%→△30%→△30%→△37%、非製造業△9%→△11%→△9%→△14%）。こうした状況下、主要企業の1986年度設備投資計画についてみると、製造業ではかねて実施を見合わせていた電気機械の半導体増産投資の中止が決定されたことを除けば、目立った計画削減の動きはなく、この先大きく下押す気配は薄れてきている。一方、非製造業では小売、サービス、建設・不動産を中心に増勢を維持しており、非製造業が製造業の落込みを下支える構図に変化はうかがわれない。この間、雇用面では、製造業の過剰感が引続き高まる傾向にある。全国企業（主要企業、中小企業に中堅企業を含めたベース）の雇用者数でみると、非製造業で増勢が維持されているものの、製造業が前年比減少幅を拡大しているため、全体としては引続き伸び悩んでいる。なお、企業金融は数次にわたる公定歩合の引下げ措置を映じて引続き緩和している」。

### （5）歴史的低金利

1986年末から、再び円高が進み始めた。1986年末に米国の11月の貿易収支が発表され、過去最高の赤字を記録、米国の景気も先行きの停滞感が強まった。さらに欧州でEMS体制が動揺、マルク高が進展し、円がそれに追隨したのである。

円高の進展（図表2-12）に対し、1987年1月7日の記者会見で、澄田日銀総裁は次のように述べ、当初は事態を静観していた。「円高に対する警戒感が市場の底流にあり、引き続き証券投資など実需によるドル買いも十分ある。このためどんどん円高の方に行くとは思っていない。このまま、円高方向で相場が不安定になっていくようなことがあれば、国内経済へのデフレーションパクトが強まり、内需拡大、構造調整という課題にもマイナスの影響が大きくなる。相場がぜひ安定の方向に行くことを望んでおり、必要とあらば、介入も辞さないつもりだ。（各国と協調介入するかどうかは）介入の性格からいってあらかじめいうことはでき

91) 「『企業短期経済観測調査』（61年11月）」の結果について」日本銀行『調査月報』1986年12月。

図表 2-12 NY 市場円・ドルレートの推移



ない。ただ、年末年始も、為替相場の状況、対応については各国と密接に連絡をとっている。(昨年10月末の宮澤・ベーカー声明の効果が薄れたとの見方が市場で出ていることについて) 共同声明では現在の為替相場がおおむねファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)を反映しているという認識で日米両国が一致した。こうした認識の一致がここにきて期限切れになった、とは思っていない。(今月末の西独総選挙後の日米独協調利下げ説について) 金融政策の姿勢としては適時適切に総合的に判断するが、当面は現在の態度を変える必要はないと考えている。協調利下げは考えていない。日本の景気は昨年11月の日銀短観などから判断してもどんどん悪くなっていく状況ではない。金融・財政措置の効果、円高メリットも期待でき、徐々に回復する展望も持ち得る。いずれにしても予断を持つことなく状況を見守っていかねばならないと考えている。5カ国蔵相会議(G5)が近く開催される感じは今のところ持っていない<sup>92)</sup>。

しかし、1月8日、ベーカー財務長官が米上院予算委員会の公聴会で、「(1)ドル下落は理にかなっており、秩序あるものだ、(2)石油下落の緩衝剤もあり、ドル下落が高インフレにつながるとは思わない」と証言した。これがドル安容認とのサインと解釈され、ドル売りが一段と加速した<sup>93)</sup>。米国では、11月の中間選挙での共和党の敗北、貿易収支赤字の拡大を受けて、議会でふたたび保護主義機運が拡大していた。米下院で超党派で包括通商法案が提案され、上院でも対日報復法案が続出しており、ベーカー発言は議会の対日強硬派に配慮せざるを得なかったものと報じられた。

日本の経済界からは、前年の宮澤・ベーカー合意が既に崩壊したとの見方が広がった。「宮澤-ベーカー合意で安定的な為替レートが維持できると考えていた

92) 『日本経済新聞』1987年1月8日。

93) 『日本経済新聞』1987年1月10日。

だけに失望は大きい」(斎藤英四郎経団連会長)、「蔵相は一方的に合意できたと思っただけではないか」(長谷川周重日米経済協議会会長)等、失望感が高まった<sup>94)</sup>。

宮澤蔵相は、この時の円高の進展について、当初、「EMS(欧州通貨制度)の再調整問題などに絡むもので、米側と協議するほど大げさな事態ではない」と静観していた。しかし、内心不安が高まっていた。澄田日銀総裁の証言によれば、「そのころ宮澤蔵相は何回か夜に、私の自宅に電話をかけてこられた。主に「日銀は為替相場をどのようにみているか」と尋ねられたのだが、「あしたは大丈夫だろうか」、つまり1ドル=150円を割り込まないだろうか、といった切迫感のある言葉もあったように記憶している。一定の相場に固執するとかえって投機的な心理を助長しかねない。私は宮澤さんにそう申し上げたが、蔵相は1ドル=150円を割ると経済界に与える影響が大きいという考えを強くもっておられた。大蔵大臣としての立場プラス、政治的な意味合いがあったのかも知れない」<sup>95)</sup>。

1987年1月19日に一時1ドル=150円を切ったことを受けて、宮澤蔵相は急遽訪米を決定した。訪米に先だって、宮澤は「正直に言ってなかなかシナリオを描けない。その場で判断するしかない」と漏らした。「ベーカー米財務長官との会談に何らかの成算があるわけではなさそうだ。素手で敵地に乗り込むといった悲壮な旅立ちである」と報じられた<sup>96)</sup>。

1月21日、宮澤蔵相はベーカー米財務長官と会談した<sup>97)</sup>。会談後の記者会見で宮澤蔵相は次のように述べた。「ベーカー米財務長官との会談では、私が(当初)思っていた目的をほぼ達したと考えている。年明け以来、特に今週に入ってからのも為替相場の動きが不安定で異常だという認識で双方が一致した。従って、これに対処する考え方についても基本的な合意があるということだ。(米国は為替市場に介入するののかとの問いに)ベーカー長官は米国会でも、「新聞発表の内容はきわめてデリケートだ。ドルの暴落はよくないとは従来から言っている。特に最近の為替の動きは、一時的な不安定だ」と言っている。最近の為替相場の不安定は特に協力すべき事態である。(具体的には明言できないが)抽象的にいって(日米両国が)必要なら有効な措置をとると申し上げていいだろう。(日本側が1ドル=165円が適正水準と米に伝えたのではとの見方について)相場の水準についてはベーカー長官同様言えない。(この点で突っ込んだ話し合いがあったのかとの質問に)米国へ行って話し合い、だいたいよかったと思っているのはそういう点だ。日米両国は5ヵ国蔵相会議(G5)の早期実現に努力すると考えてもらって結構だ。ただ、他の国々の意向もある。それを確かめないとできない。(G5の今回のホストである)フランスが動き出さなければ日米二国では進まない。もう一歩進めて5ヵ国で何か相談できないか。西独が今の段階で(開催に)賛成か

94) 『日本経済新聞』1987年1月15日。

95) 前掲、澄田智「私の履歴書」。

96) 『日本経済新聞』1987年1月21日。

97) 『日本経済新聞』1987年1月20日。



どうかわかっていない。(中曾根首相への訪米報告の際に首相は)関係国が早く相談するのはいいことだと言っていた。なるべく西独にも話してみようと思っていると首相には伝えた。(5ヵ国蔵相会議を開くと一層の内需拡大を迫られるのではないかとの問いに)今回のベーカー長官との会談でも、予算が成立すればなるべく早く執行するとか、預託金利の問題、税制改革の実施の手順などを話した。先々5ヵ国蔵相会議があればそれをもう少し具体的に話せばよい。日銀が金利について新しい考えを出すかどうかは日銀の問題だ。ベーカー長官も日銀総裁が判断することを十分理解している。澄田総裁には米国から電話でだいたい話しておいた<sup>98)</sup>。

宮澤・ベーカー会談を受けて、1月26日の日銀支店長会議で、澄田総裁は、金融政策について「為替相場の安定が重要な政策課題で、この点を念頭に置きつつ適時適切な対応を心がける」と述べた<sup>99)</sup>。円相場の動向を見ながら、さらなる公定歩合引き下げに向けて検討を開始したのである<sup>100)</sup>。ただし、公定歩合引き下げの時期については、G5開催の成り行きを見守りたいと述べ、為替安定には日米蔵相会談だけでなく多国間での政策協調が必要との見方を示し、G5ないしG7の早期開催希望を表明した。ただし、「再び1ドル=150円を突破するような事態に対しては、従来通りのドル買い市場介入で対応する方針。また単独介入で抗し切れないような場合は、G5開催にとらわれず日米蔵相会談に基づいて二国間レベルでの政策協調を米国に求め、かつ利下げも弾力的に発動する構え」とも報じられた<sup>101)</sup>。

その後、G5、G7の開催が難航したため、日銀の公定歩合引き下げはなかなか決まらなかった。日銀内部には、「G5、G7が利下げの前提。万一開かれないなら実施する必要はない」、「為替相場が不安定な時に利下げを実施しても、相場安定効果はほとんど期待できない」との声もあり、利下げが日銀内の統一見解でないことが示唆されていた。しかし、2月以降、日銀が短期金融市場の金融調節を緩めに調節し始め、これを受けて市場も利下げ期待を織り込み始めていたため、利下げを長く見送れば、金融市場が混乱することが懸念された。しびれを切らした澄田総裁は、2月18日、「建前論でいえばG5、G7の場が整うことが(第5次利下げの)唯一絶対の条件とまで言うつもりはない」と発言した<sup>102)</sup>。2月20日、日銀はG5とG7の開催決定を見極めた上で、公定歩合を0.5%引き下げ、

98) 『日本経済新聞』1987年1月25日。

99) 『日本経済新聞』1987年1月26日。

100) 船橋洋一[1988]によれば、宮澤が訪米前に澄田を説得して、ベーカーから為替安定策を引き出すために、「利下げ」を「おみやげ」として持って行ったという(pp.81-82)。一方、澄田は、佐藤章のインタビューに対し、「4回目も5回目も、あくまで宮澤さんの要請で引き下げたのではない」と答えている。ただし、「宮澤さんが利下げを強く希望していた、ということは私も知っていた」という。佐藤章[1998]p.335。また、鈴木淑夫(当時、日本銀行金融研究所所長)によれば、利下げを「宮澤さんと澄田さんが決めてしまった後で、もう、どうしようもなかった。三重野副総裁以下、まさに手も足も出なかった」と語っている。岸宣仁[1994]p.43。

101) 『日本経済新聞』1987年1月29日。

102) 『日本経済新聞』1987年2月8日、2月19日。

2.5% とすることを決定した。それまでの戦後最低水準をさらに下回る歴史的な低金利となった。

(資料) 日本銀行「公定歩合の引下げについて」 1987年2月20日

最近の国内景気動向をみると、円高のデフレ効果から鉱工業生産の低迷が続いており、製造業では設備投資の抑制や雇用面での調整を図る動きも拡がりつつある。反面、個人消費、住宅投資は底固く、これを受けて非製造業の業況は総じて順調に推移しており、これらが景気を下支えているものの、全体としての景気拡大テンポは鈍化傾向にある。

この間、為替市場においては、円相場は昨年10月末の公定歩合引下げ以降160円台前半で概ね安定的に推移してきたが、更年後は再び円高・ドル安が進展し、一時かなり不安定な動きがみられた。

円相場がこれ以上円高方向で不安定な動きを続けることとなれば、わが国経済に対するデフレ効果が強まり、息の長い内需拡大と経済構造の調整により対外不均衡の是正を図るというわが国の基本的政策課題の達成をも阻害しかねない。

以上のような諸般の情勢に鑑み、日本銀行はこの際、もう一段の金利引下げを図ることが適当と判断し、本日、公定歩合をさらに0.5%引下げ(3.0%→2.5%)、23日から実施することを決定した。また、預貯金等の金利の最高限度変更について、本日、大蔵大臣の発議を受け、直ちに金利調整審議会に対する諮問の手続きをとった。

日本銀行としては、本措置がこれまでの金融緩和措置と相まって為替相場の安定に資するとともに、内需の着実な拡大を促すことを期待している。

為替相場の安定を確保するためには主要国の協調が不可欠である。先般、日米間で為替市場の諸問題について協力を続けていく旨が再確認されたことは、こうした方向に大きく貢献するものであり、今後とも主要国が為替相場安定に向けて一層緊密に協調することが期待される。

本措置に伴い、国内の金融情勢は一段と緩和が進展することが見込まれる。

物価面では、これまでの円高の効果浸透などもあって引続き鎮静基調が維持されており、当面、物価の安定基調が崩れる懸念は薄いとみられるが、金融緩和の一層の進展が将来物価面等に悪影響を及ぼすことのないよう、マネーサプライの動向等については今後とも十分な注意を払って見守っていく必要があると考える。

この点、金融機関におかれては、引続き節度ある融資態度を維持されるよう望みたい。

公定歩合引き下げ後の記者会見で、澄田総裁は次のように述べた。

「今回の利下げは、為替相場の安定を最重視して総合的に判断した。相場場の安定には国際的な協調体制が不可欠であると考えてきた。1月の宮澤・ペーカー会談で日米間では相場安定に協力することで合意したが、その合意の中で主要先進国間でも協力を強化する必要があるということで両国の意見が一致した。そうした主要先進国間での協調合意の場が開かれる期待があり、状況を見守る必要があったので決定まで時間を要した。昨年4回下げ、さらに今回下げることで、景気に対する累積的な効果は次第に表れると考えている。金融政策は直接需要を創出するものではない。間接的な金利コストの低下を通じ設備投資などを促す方向

に働く。5次下げでさらにそうした効果が強まると考えている。5ヵ国蔵相会議（G5）、7ヵ国蔵相会議（G7）では今回の利下げがわが国の内需拡大に結果的に大きく資すると訴えたい。さらに、主要国間の協調が世界経済の持続的成長、とりわけ日本に重要であり、日本は利下げで協調の精神を示した点を主張したい。態度を示すということで今回の利下げは大きな意味合いを持っている。いわゆるレファレンスレンジ（参考相場圏）については（G5の議題となるかどうか）具体的な内容は何もきいていない。G5での合意の中には入らないと考えている。今回の利下げではかなり厳しい決定をしたと考えている。景気や為替に対して金融政策はだんだん限界に近づいてきている。今後の経済政策では、規制緩和による民間活力の発揮や対外不均衡是正のための市場開放もあるが、財政面でも、財政再建の大わくの中で、最大限の工夫をする段階になってくる。

以上のように、景気回復及び為替相場安定に向けた国際協調への効果を強調したのに加え、このとき、澄田総裁は次のような懸念も表明している。「極めて長期にわたる金融緩和の下で、株式やゴルフ会員権などキャピタルゲイン（値上がり益）を狙った取引が目立つのは事実だ。マネーサプライ（通貨供給量）の伸びが実体経済の伸びよりも高いことも確かだが、卸売物価、消費者物価は落ち着いており、当面安定基調が崩れることはあり得ないし、マネーも増勢がどんどん加速する状態ではない。ただ、数字に表れているものだけで、判断していいかという問題はある。特に、ここまで（金融緩和が）進むと注意が必要となる。将来のインフレのもとになるようなことはあってはならない」<sup>103)</sup>。さらに、澄田は、このときの利下げと同時に、宮澤蔵相に「財政（による景気浮揚）の方もよろしく」と正式に申し入れたという<sup>104)</sup>。金利引き下げがほぼ限界に達したとの認識を抱いていたのである。

#### （6）ルーブル合意

翌21日からパリでG5、G7会合が開かれた。日独の内需拡大策を条件に、米国が協調介入、財政赤字削減にのぞむことを受け入れた結果の開催であった。米国は、ドル安の進展が米国金利を上昇させ、中南米の累積債務問題を悪化させるのを懸念し始めていた。会合の結果、2月22日、G7合意が発表された（ルーブル合意）。

#### （資料）ルーブル合意 1987年2月22日

1. 主要先進6か国の大蔵大臣及び中央銀行総裁は、本日パリにおいて会合し、7か国蔵相会議を創設した1986年5月6日の東京経済宣言の枠組みの下で、各国経済の多角的サーベイランスを行った。大臣及び総裁は、一連の経済指標を用いて、最近の経済動向及び見通しをレビューした。IMF専務理事が討議に参加した。

103) 『日本経済新聞』1987年2月21日。

104) 澄田智「私の履歴書」。

2. 大臣及び総裁は、東京サミット以降、インフレなき持続的成長達成のための努力が更に進展したとの見解であった。これら先進諸国の経済の拡大は5年目に入り、失業の水準は依然として受け入れ難い程高い国もあるものの、本年も成長は持続する見通しである。相当程度の物価の安定が達成されてきており、金利もかなり低下してきている。為替レートについては、今後、より持続的な経常収支パターンの回復に重要な貢献をするような調整が生じてきた。
3. 赤字国においては、財政赤字の削減が進展しつつあり、また、インセンティブを改善し、経済の効率性を高め、より高い成長の見通しを確実にするために、抜本的な税制改革が導入されつつある。効率性を高めるための企業活動についての規制緩和や民間企業家及び市場の力への依存を強めるための政府企業の民営化等の重要な構造改革も進められつつある。
4. これらの望ましい方向への進展にも拘わらず、大臣及び総裁は、いくつかの国の大幅な貿易・経常収支の不均衡が深刻な経済的・政治的危険をもたらしていることを認識する。大幅かつ持続不可能な貿易不均衡の縮小が優先順位の高い課題であり、そのような縮小をもたらす上で世界経済がより均衡のとれた成長を実現することが中心的役割を果たすべきことに合意した。
5. 大臣及び総裁は、保護主義の圧力が引き続き存在していることについての懸念を再確認した。貿易障壁を築くことによって経済的問題に対処しようとする努力は自滅的であることに合意し、保護主義に抵抗する努力を強めることを確約し、貿易交渉の新ラウンドに向けての強い支持を再確認した。ガット新ラウンドのための準備作業が進展したこと及び最近における米国・欧州共同体間の貿易問題に関する交渉について前向きな結論が出されたことを歓迎した。
6. 大臣及び総裁は、着実な成長と持続的な国際収支ポジションの回復に向けた途上国、特に債務国の努力を支援するために、主要先進国は、開放的で成長を続ける世界経済を促進するような政策をとる特別の責任があることを認識した。これらの目的に向けて多くの債務国が達成した進展が全ての問題を解決してはいないことに留意し、強化された債務戦略の全ての参加者が協調的努力を補強することの重要性を強調した。
7. 大臣及び総裁は、世界経済のより均衡のとれた成長を促進し、現在の不均衡を縮小させるために、経済政策協調の努力を強めることに合意した。黒字国は、物価の安定を維持しつつ、内需を拡大し、対外黒字を縮小させるための政策をとることにコミットした。赤字国は、国内不均衡及び対外赤字を縮小させつつ、着実な低インフレの成長を促すための政策をとることにコミットした。この目的のため、各国は以下の事項に合意した。

(中略)

ドイツ連邦共和国政府は、経済における公的支出の割合を一層縮小させる政策を実施する

とともに、民間部門の活動と投資に向けたインセンティブの強化を目的とした包括的税制改革により個人及び法人の税負担を軽減する政策を遂行する。加えて、政府は、1988年からの実施に向け既に立法化されている減税の規模を拡大することを提案する。連邦政府は、構造調整と技術革新を促進するため、市場の力を高める政策を強調する。短期金利は、国際的にみて既に極めて低い水準にあるが、最近数週間で更に相当下落している。金融政策は、物価の安定を維持しつつ、持続的経済成長のための条件を改善する方向に向けられる。

日本政府は、内需の拡大を助け、それにより対外黒字の縮小に寄与するような財政金融政策をとる。今国会に提出されている税制全般にわたる抜本の見直しは、日本経済の活力の維持・増進に資するものである。1987年度予算の速やかな実施を確保するため、その成立に全力を傾注する。内需振興を図るため、総合的な経済対策が、経済情勢に応じ、1987年度予算成立後準備されることとなる。日本銀行は、2月23日から公的歩合を0.5%引き下げることを発表した。

(中略)

米国政府は、財政赤字を、1987会計年度に見込まれる対GNP比3.9%から、1988会計年度には2.3%に削減するとの観点から政策を遂行する。このため、GNPにおいて政府の占める割合を、現在の23%から縮減するために続けられているプログラムの一環として、1988会計年度においては政府支出の伸びを1%未満に抑制する。米国は、競争力を改善し、経済の力強さと柔軟性を向上させる広範な政策を導入する。金融政策は、持続的かつインフレを伴わないペースでの経済拡大と整合的に行われる。

8. 大臣及び総裁は、いくつかの新興工業国が世界貿易において、ますます重要な役割を果たしている点に留意した。これらの諸国は、開放的で成長している輸出市場へのアクセスを重要な基盤として、力強い成長を達成してきた。最近では貿易黒字が累積している国もあり、これが現在の持続不可能な世界的不均衡のパターン及び保護主義的圧力の増大に大きく寄与してきた。大臣及び総裁は、新興工業途上国が、貿易障壁を削減し、自国通貨が経済ファンダメンタルズをより完全に反映するような政策をとることにより、開放的な世界貿易体制を維持するために、より大きな責任を引き受けることが重要であると考えた。

9. 大臣及び総裁は、また、東京経済宣言において承認された多国間サーベイランスの取極のための経済指標の使用について、一層改善していくことにも合意した。これらの改善の一環として、大臣及び総裁は、国内・国外の変数を含む中期的経済目標及び見通しについて定期的に見直す。中期的目標及び見通しは、相互に整合的なものとなり、各国の政策とパフォーマンスを評価するための基礎となる。

現在の経済動向と趨勢が、中期的目標及び見通しと整合的なものであるかを、パフォーマンス指標を用いて定期的に審査し、是正措置の必要性を検討する。

当初は、目標及び見通しは、次の主要な変数を含む、成長、インフレ、経常／貿易収支、財政状況、金融情勢、及び為替レート。

10. 大臣及び総裁は、プラザ合意以降の大幅な為替レートの変化は対外不均衡の縮小に今後一層寄与するであろうということに合意するとともに、この声明に要約された政策コミットメントを前提とすれば、今や各通貨は経済ファンダメンタルズに概ね合致した範囲内となったことに合意した。各通貨間における為替レートのこれ以上の大きな変動は、各国における成長及び調整の見通しを損う恐れがある。それゆえに、現状においては、為替レートを現在の水準の周辺に安定させることを促すために緊密に協力することに合意した。

当時、大蔵省財務官であった行天豊雄によれば、為替レートに関して、共同声明の中では詳しく書かれなかったが、ターゲット・ゾーンを創出しようと努めた。およそ5%（上下2.5%）の範囲内に維持することとし、この範囲を超えた場合には各国は協調的な市場介入を開始することを期待した。また、もし市場レートが上下どちらかに5%乖離した場合には、レート範囲を変更する可能性について協議することが合意されたという。しかし、「明確で確固たる合意はなく、正確なパーセンテージによって数字を示した書類もなかった。（中略）合意を正式なものにし、数字への確たる約束を各蔵相から得るための努力はまったくなされなかった。その結果、合意はかなり曖昧かつ不明確なものとなった。ドイツは、明確な約束を何もしていないと感じており、日本は、円高に歯止めをかけることに非常に力を入れていたが、円を下落しないように買い支えることには非常に消極的であった」という<sup>105)</sup>。円・ドルレートはさしあたり3月中旬までは安定的に推移した（図表2-12）。

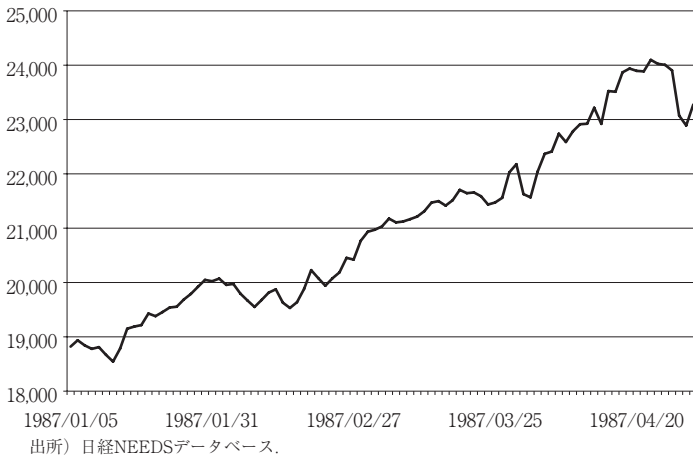
公定歩合が戦後最低水準を更新したことに関し、財界は歓迎の意を示したが、もはや利下げ効果には限界があるとして、財政出動を期待する声が一層高まった。また「利下げとカネ余りのジレンマ」と題された新聞の社説では、「ここまで来ると、低金利政策の強化は好ましいとばかりもいっておれない。わが国ではニクソン・ショックの1971年から1973年初めにかけて、円切り上げにからんで「過剰流動性」が生じ、それが物価狂乱の前奏曲となった。さいわい今回は物価が落ち着いているが、安心してよいかどうか。なにしろ、実需不足・カネ余りの時代だ。生産投資よりは財テクで既発行の株式が買いあおられ、東証第一部平均株価は2万円がらみになっている。新規上場のNTT株などは200万円を越す過熱ぶりである。とくに不健全なのが土地買いだ。東京都心のビジネス街や高級住宅地に始まった地価高騰は、周辺の地域や地方の主要都市に広がりつつある。これでは住宅建設や都市の再開発もままならない。金融当局が緩和政策を推し進めている限り、いくら銀行などに土地取引への融資自粛を求めてみても、さして効果はあるまい。金融政策は、深刻なジレンマに直面している」と述べられている<sup>106)</sup>。

1987年3月に発表された、日銀の短観（1987年2月）は、それまで悪化が続いてきた製造業でも横ばいに転じたとの認識を示した<sup>107)</sup>。「企業の円高対応や在

105) 行天・ボルカー[1992]pp.387-388.

106) 『朝日新聞』1987年2月21日。

図表 2-13 東証日経平均終値の推移



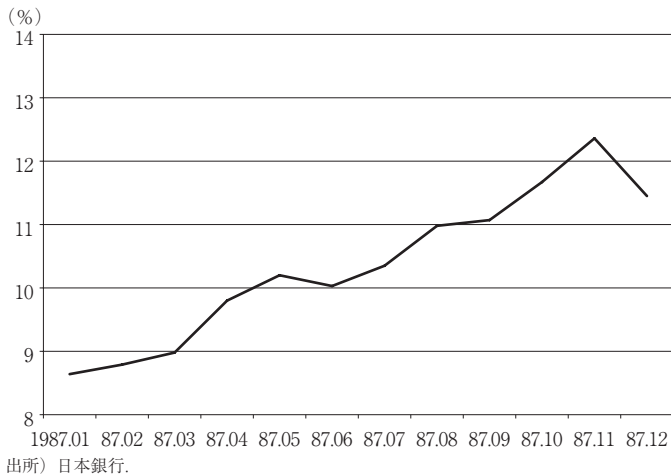
庫調整が進展しつつあることから、主要企業・製造業では、収益悪化に歯止めがかかり、業況判断も依然不振感が強いものの総じて横ばい圏内で推移している（「良い」-「悪い」社数構成比、1986年8月△23%→11月△26%→1987年2月△27%→6月予測△27%）。一方、非製造業では、住宅投資・個人消費関連業種を中心に売上げ・収益ともに概ね堅調を維持しており、業況判断も引続き良好感を保っている（同、7%→7%→6%→7%）。この間、中小企業の業況判断をみると先行きに対する慎重な見方を変えていないものの、現状については製造業、非製造業ともわずかながら改善を示している（同、製造業△30%→△30%→△29%→△35%、非製造業△11%→△9%→△8%→△15%）。

先行き1987年度の売上げ計画をみると、主要企業・製造業では上期にかけて輸出、内需とも若干の増加が予測されているが、下期については慎重な見方をとっており、年度通計では小幅の伸びにとどまっている。一方、非製造業では住宅投資・個人消費関連を中心に引続き底固い伸びを想定している。こうした状況下、主要企業の1987年度設備投資計画をみると、製造業では新製品開発投資は引続き増加するものの、増産投資が抑制されることから前年度実績見込みを下回る計画となっている一方、非製造業では電力を除き底固い伸びが見込まれている。ただし、雇用面で、非製造業で人員不足感がみられるが、製造業の過剰感は一層増していると指摘され、「製造業ではいまだ収益底入れの段階であり、引き続き収益体質の強化が課題であるということに変わりはない」と述べられた。

1月以降、円高にも関わらず株式市場は好調であり、2月には東証日経平均が2万円台を超えた（図表2-13）。利下げ後、株価はさらに増勢を強めた。伸び率の高まっていたマネーサプライ（M2+CD）は、利下げ後の3月に8.98%、4

107) 「企業短期経済観測調査」（62年2月）の結果について」日本銀行『調査月報』1987年3月。

図表 2-14 M2+CD 前年同月比伸び率



月には9%を超え、年末にかけて加速していったのである(図表2-14)。

## 第4節 景気回復と緊急経済対策

### (1) 財政措置の積極化

円・ドルレートは、ルーブル合意後、150円台前半で一時安定したが、3月末になるとじりじりと円高が進み始め、4月には140円台を推移し、5月に入ると140円を切る水準に達した。他方、国内景気指標では雇用情勢の悪化が目立ち始め、1987年5月には失業率が季節調整値で数年来の最高値3.19%をつけた(図表2-15)。

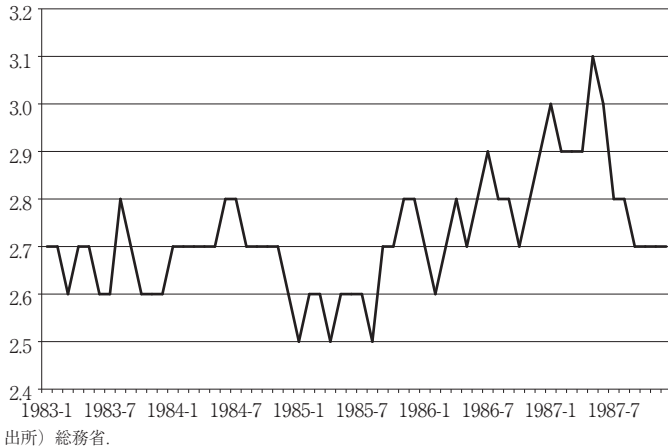
この間、1987年1月からの国会は、売上税問題一色となっていた。1986年夏の総選挙で、中曽根首相が「大型間接税の導入はしない」と公約していたが、大蔵省・政府は売上税導入の準備を進め、2月4日に国会に売上税法案を提出した。これに対して世論は一斉に反発し、野党だけでなく与党・自民党内からも異論が相次いだ。国会は混迷を続け、結局4月23日夜、原衆院議長が「(1)売上税法案は議長預かりにする、(2)衆院に新たに協議機関を設け、売上税の取り扱いはこの結論をまっけて措置する」などの斡旋案を文書で提示、さらに口頭で「審議未了の場合は今国会は廃案にする」と付け加え、これを与野党が受け入れたことで事実上廃案となった(5月12日廃案決定)<sup>108)</sup>。首相の求心力が失われ始める中で、財政再建路線を修正して内需拡大のための財政出動を求める声が次第に高まってきた。

1987年3月末から、前年に合意した日米半導体協定(1986年9月)が守られ

108) 『日本経済新聞』1987年4月24日。



図表 2-15 完全失業率（季節調整済％）



ていないとして、日米通商摩擦が再び激化した。半導体協定に関して、日米間でその解釈には違いがあり、米国側は次のように認識していた。(1)日本は外国製半導体を締め出している市場の欠陥除去に努力しなければならないのに、通産省や業界はこの目標を回避している。(2)日米協定での約束にもかかわらず、日本は米国以外の第三国市場で半導体のダンピングを続けている。日本は、世界中の国民が「ダンピングは不正だ」と考えていることを認識しなければならない。(3)米国では、半導体の報復措置は協定違反に対する適度な対応だと考えられている。日本政府と業界が、不公正の防止など建設的な態度で臨むことを希望する<sup>109)</sup>。

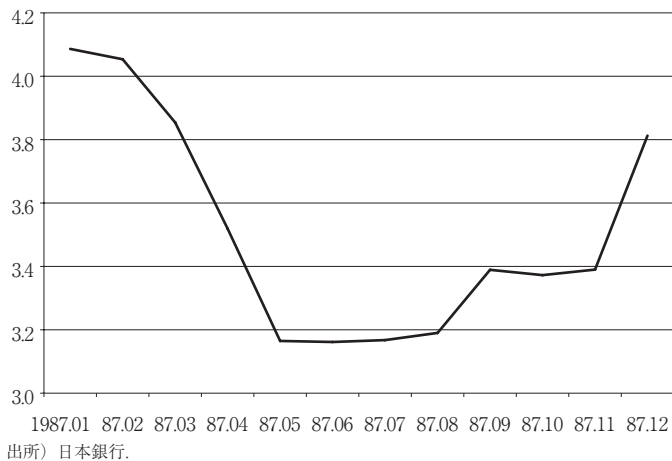
米国内での対日批判の高まりを受けて、4月17日、レーガン大統領は日本からの輸入のうち、3億ドル分について報復関税をかけることを発表、対象として、半導体部品が使われているパソコン、カラーテレビ、電動工具が選ばれた。この間、日米半導体摩擦の矢面に立っていた田村通産大臣は、中曽根首相と会い、「半導体問題を含めて、日米貿易摩擦の背景にあるのは、日本のマクロ経済政策に対する不満だ。内需拡大策を中身の濃いものにしないと貿易問題は解決しない」と強調、個別摩擦の解決には日本が思い切った総合経済対策を打ち出すことが欠かせないと考えを伝えた<sup>110)</sup>。

この間、自民党内では財政出動を含む緊急経済対策要綱を策定しつつあった。4月20日、自民党の安倍総務会長が中曽根首相の特使としてワシントンでシュルツ国務長官と会談し、「党の緊急経済対策要綱に沿って(1)5兆円以上の内需拡大策と内需拡大のための減税、(2)政府開発援助(ODA) 倍增計画の2年前倒しや中南米の債務国などを念頭に置いた資金還流促進など貿易摩擦解消へ向けた方針を説明。これにシュルツ長官は「正しい方向への非常に重要なステップ」と全

109) 『日本経済新聞』1987年4月17日。

110) 『日本経済新聞』1987年4月14日。

図表 2-16 コールレート（月平均）の推移



一般的に評価した」。4月24日には、自民党は緊急経済対策要綱案を確定、内需拡大策の規模に関して「5兆円を上回る財政措置」と具体的金額を盛り込み、また1987年度公共事業の前倒しでは上期契約率を80%以上と明記した。また、所得税減税と投資減税に加えて住宅減税の実施の可能性も示唆した<sup>111)</sup>。

4月30日、中曽根首相は、緊急経済対策要綱案を携えて、ワシントンを訪れ、日米首脳会談が行われた。中曽根首相は、会談で、5兆円以上の財政措置を伴う内需振興策をとる意思があること、短期金利引き下げについて蔵相に指示し日銀総裁に要請していることを伝えた。内需振興策については、「実のあるもの」にすることを強調し、「予算の他項目や次年度予算でオフセット（相殺）されるものにはしない」と述べ、さらに減税問題についても言及、「所得税、法人税減税を先行させたいと考えている」とした。その上で、通貨価値の安定については、日米欧が「どんな障害があっても」協力すべきであること、また、半導体問題については日本人は注目しており、制裁措置の解除の目途を示して欲しい旨、要請した<sup>112)</sup>。

この間、公定歩合に関しては、もはや引き下げ余地はないと見られていたが、日銀は、4月頃から、短期金融市場での調節スタンスの緩和傾向を強めた。これを受けてコールレートが急落、5月末には3.125%にまで低下した(図表2-16)<sup>113)</sup>。また、5月14日には、経済審議会の経済構造調整特別部会が新たな報告書「構造調整の指針」(通称・新前川レポート)をまとめ、首相に提出した(内容は3章)。

同時期、1987年5月初めには、米下院が、日本など巨額貿易黒字国の貿易黒

111) 以上、『日本経済新聞』1987年4月21日、4月24日夕刊。

112) 『日本経済新聞』1987年5月1日夕刊。

113) 「月例経済概観」日本銀行『調査月報』1987年6月p.38。

字を強制的に削減する条項、日本などの金融機関に米政府証券公認ディーラーの資格を与えないようにする条項、外国投資家の対米株式・不動産投資報告義務条項、バイアメリカン条項などを含む包括通商法案を圧倒の多数で可決した<sup>114)</sup>。

5月12-13日、パリでOECD閣僚理事会が開催された。会議では、ドル安のさらなる進展は世界の経済成長に逆効果になるとして為替安定のために政策協調すべきだとの考え方で一致、黒字国の日本と西独には内需拡大、米国には財政赤字削減を求め、特に日本に対しては政府が打ち出す予定の緊急経済対策を早期に実行に移すべきだとの要請が相次いだ。会期中、田村通産大臣とベーカー財務長官が会談、ベーカーは日本政府が策定している緊急経済対策の内容について、「5兆円の数字には、可能な限り中央政府の予算を入れ、また税制改革による減税はそれに追加してほしい」と要望した。また、田村はベーカーに対し、「昨年の総合経済対策には失望した。5兆円は政府による追加的な財政支出と考えている」と述べた<sup>115)</sup>。

自民党の経済対策案を受けて、1987年5月29日、日本政府は「緊急経済対策」をまとめた。船橋洋一によれば、ベーカーとの「約束」を受けて田村通産大臣を中心に公共事業等の「上積み」を目指す活発な運動がなされたという。この結果、財政再建路線を重視する大蔵省を押し戻し、最終的に6兆円台の対策となった<sup>116)</sup>。この「緊急経済対策」では、「国際収支不均衡は、是正の方向にあるものの、なお大幅である。一方、国内景気の底固さはあるものの、製造業を中心に停滞感が続き雇用面も厳しい状況にある」ことが強調され、「主要国との政策協調を推進しつつ、内需を中心とした景気の積極的な拡大を図るとともに、対外不均衡の是正、調和ある対外経済関係の形成に努めることが急務となっている」との認識が示された。同時に「新前川レポート」（第3章参照）についても、構造調整が「国民生活の質の向上に寄与することになる」として言及された。そうした認識の下、早急に6兆円を上回る財政措置を伴う内需拡大策及び対外経済対策を講じるとして、公共事業等の施行促進・公共投資等の拡大、減税、住宅投資の促進、地域活性化の推進、民間活力の活用・設備投資減税、中小企業対策の推進、雇用対策の充実、円高差益の還元、金融政策の機動的運営、輸入の拡大・市場アクセスの改善、国際社会への貢献の11項目が掲げられた。

緊急経済対策決定後の記者会見で、宮澤蔵相は、「ベストを尽くしたと思う。(海外からの内需拡大要請に対して)これ以上のことはできない。評価されてしかるべき」である、また1988年度以降の財政運営についても「社会資本の充実に財政がもう少し寄与すべきというのが私の考えで、(その路線を)続けていきたい。日本の潜在成長力を引き出し、経済が活性化すれば将来の税収増も期待できる」と語った。さらに、中曽根首相も、「どっちみち財政再建は道半ば。それと内外の内需拡大要請は、つき詰めれば相反する命題。その時の情勢で(財政運

114) 『日本経済新聞』1987年5月2日。

115) 以上、『日本経済新聞』1987年5月13日、5月14日、5月16日。

116) 船橋洋一[1988]pp.142-145。

営が)きつくなったり、ゆるくなるのは経済は生き物だから避けられない」と語った。こうして、中曽根政権が堅持しようとしてきた財政再建路線は、修正されたのである<sup>117)</sup>。

## (2) 円レートの安定と内需拡大による好景気

1987年5月の緊急経済対策発表後、円ドルレートは比較的安定し、10月下旬まで140-150円の圏内で推移した。これに加え、内需の増加、在庫調整一巡などに伴って1987年夏頃から、景気は明確に回復傾向を示した。1987年8月の日銀短観では、内需型業種で引き続き改善、輸出型業種でも持ち直し方向に転じ、製造業全体ではかなりの持ち直しを示した。また、非製造業では個人消費、住宅、公共投資関連を中心に売上・収益が堅調となり、業況判断がさらに良好となった。中小企業も大幅に持ち直し、非製造業では「良い」超に転じた。主要企業設備投資計画では、内需型製造業と非製造業（除く電力）で計画上積みから増額修正され、前年度を上回った。雇用面では、製造業の雇用過剰感が後退、非製造業では先行き「不足」超が予測された<sup>118)</sup>。

7-9月の実質GNPは年率8%の高成長を記録、景気は急速に改善傾向を示した。結果的に1987年度の経済成長率は4.9%であり、国内需要は6.1%増加していた。一方、外需は輸入の大幅増加から減少し、1986年度に続き2年連続のマイナスとなった。

『経済白書』の分析によれば、1987年央までの緩やかな回復局面では、「円高メリットの波及」、「在庫・設備の調整の完了」、「金融緩和」が回復に貢献した。年央以降は、緊急経済対策の迅速な効果、内需転換を図る企業の新製品開発・販売努力に導かれた設備投資意欲の高まり、消費の高級化・大型化が作用したという<sup>119)</sup>。また、この間、金融緩和の下での地価・株価上昇が「資産効果」によって消費を刺激する部分的効果をもっていたことも指摘された。

「プラザ合意」以後、急速に進んだ円高は1987年5月末の緊急経済対策によってようやく一息つくこととなった。2月の「ルーブル合意」とその後の日米首脳会談等による政策協調が一定の効果をあげたものと見ることができる。しかし、行天豊雄が指摘していたように「ルーブル合意」の政策協調は明文化されたものではなく、各国の思惑はそれぞれ異なっていた。そうした協調の揺れから1987年10月19日、NY市場での「ブラック・マンデー」の株価下落を経て、再び円高が進展、年末には1ドル=120円強の水準にまで達したのである。しかし、内需の好調により、もはや円高は景気の大きなブレーキとはならなかった。「ブラック・マンデー」後の株価下落も一時的なものにとどまり、日本経済は1990年代初頭まで息の長い景気拡大過程を歩んだのである。

117) 『朝日新聞』1987年5月29日夕刊。

118) 「企業短期経済観測調査」(昭和62年8月)の結果について」日本銀行『調査月報』1987年9月。

119) 『昭和63年版 経済白書』pp.9-13。