

## 行天豊雄氏ヒアリングの趣旨

行天豊雄氏は、84年6月に国際金融局長になり、その後、バブルの発生時期は財務官、大蔵省顧問を歴任した。その間に政策側の立場から、ブラザ合意（85年9月）、ルーブル合意（87年2月20日）、ブラックマンデー（87年10月19日）の局面に遭遇している。

また、第1回公式G5会議の発足に関わり、ブラザ合意、ルーブル合意などの外交の表舞台に立って活躍された。

バブルの発生・崩壊、デフレに至る推移と政府の対応の評価、国際金融の当事者として通貨外交において重点的に取り組んだ課題、取組み、成果などを語ってもらうことにより、後世に伝えるべき情報として整理する。

具体的には、当事者からみたブラザ合意、ブラザ合意後の円高の状況とその評価、ブラックマンデーに至る経緯とその対応、各局面における金融政策や財政政策の状況やその評価、政治家の影響などを確認し、ブレトンウッズ体制崩壊後のアメリカの政策、円高対策としての為替介入、通貨外交の状況やその評価などについてお聞きする。

行天豊雄氏略歴

| 行天豊雄氏年譜      |                           | 関連出来事年表                                                                    |
|--------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 1955年(昭和30年) | 東京大学経済学部卒業、大蔵省主税局税関部業務課配属 |                                                                            |
| 1956年(昭和31年) | プリンストン大学大学院社会経済学部留学       |                                                                            |
| 1958年(昭和33年) | プリンストン大学大学院社会経済学部卒業 為替局配属 |                                                                            |
| 1960年(昭和36年) | 国際通貨基金年次研修(米国ワシントン)       |                                                                            |
| 1962年(昭和38年) | 盛岡税務署長                    |                                                                            |
| 1967年(昭和42年) | アジア開発銀行総裁補佐官              |                                                                            |
| 1969年(昭和44年) | 銀行局銀行課課長補佐                |                                                                            |
| 1971年(昭和46年) | 財務官室長                     |                                                                            |
| 1972年(昭和47年) | 羽田税関支署長                   |                                                                            |
| 1973年(昭和48年) | 国際金融局国際機構課長               |                                                                            |
| 1978年(昭和53年) | 副財務官(大臣官房参事官)             |                                                                            |
| 1980年(昭和55年) | 国際金融局審議官                  |                                                                            |
| 1983年(昭和58年) | 銀行局審議官                    |                                                                            |
| 1984年(昭和59年) | 国際金融局長                    |                                                                            |
| 1985年(昭和60年) |                           | 9月―蔵相・中央銀行総裁会議(G5)ニューヨークにて開催。<br>ドル高是止の経済政策協調推進で一致(ブラザ合意)                  |
| 1986年(昭和61年) | 財務官                       | 9月―経済対策閣僚会議、総合経済対策を決定(内需中心の景<br>気拡大・雇用の安定などにより、経済の拡大均衡をめざす)<br>(約3兆6000億円) |

| 行天豊雄氏年譜      |               | 関連出来事年表                                                                                                                                         |
|--------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1987年(昭和62年) |               | 2月―主要国蔵相・中央銀行総裁会議パリにて開催。黒字国の内需拡大(低金利政策)、為替レートの現水準での安定化を確認(ルーブル合意)。2月―公定歩合引き下げ(3・0%↓2・5%・89年5月まで)。5月―経済対策閣僚会議、緊急経済対策を決定(約6兆円)。10月―大暴落(ブラック・マンデー) |
| 1988年(昭和63年) |               | 7月―BIS中央銀行総裁会議・バーゼル銀行監督委員会「銀行の自己資本比率の国際的統一基準」を決定                                                                                                |
| 1989年(平成元年)  | 大蔵省顧問         | 5月―公定歩合引き上げ(2・5%・87年2月より2年3ヵ月↓3・25%)                                                                                                            |
| 1990年(平成2年)  | 大蔵省退官         | 3月―金融機関の土地関連融資の総量規制を示達                                                                                                                          |
| 1991年(平成3年)  | 東京銀行顧問        | 5月―地価税法公布・一部施行。12月―景気減速・地価急落に対処し金融機関の不動産融資の総量規制の解除決定                                                                                            |
| 1992年(平成4年)  | 東京銀行会長        | 6月―金融制度改革法成立。8月―「金融行政の当面の運営方針」12項目を発表。8月―総合経済対策 総額10兆7000億円                                                                                     |
| 1993年(平成5年)  |               | 4月―新総合経済対策決定 総額13兆2000億円                                                                                                                        |
| 1994年(平成6年)  |               | 2月―総合経済対策を決定 15兆2000億円。2月―「金融機関の不良債権問題についての行政上の指針」を発表                                                                                           |
| 1995年(平成7年)  | (財)国際通貨研究所理事長 | 1月―阪神・淡路大震災。3月―東京共同銀行が営業開始。6月―「金融システムの機能回復について」を発表。12月―6850億円の財政資金投入を含む住専処理法案決定                                                                 |
| 1996年(平成8年)  |               | 6月―住専処理法など金融6法成立。11月―橋本総理「日本版ビッグバン」を指示                                                                                                          |
| 1997年(平成9年)  |               | 7月―アジア通貨危機。11月―三洋証券会社更生法の適用を申請。北海道拓殖銀行が北洋銀行への営業権譲渡を発表。山一證券大蔵省に自主廃業を申請                                                                           |

|              |                 |                                                   |
|--------------|-----------------|---------------------------------------------------|
| 1999年(平成11年) | 内閣特別顧問(同年12月まで) | 10月―日本長期信用銀行の特別公的管理を決定、初の民間銀行国有化。12月―日本債券信用銀行も国有化 |
|              |                 | 3月―金融再生委員会が大手15行の経営健全化計画を承認(7兆4592億円の資本注入)        |

## 第2部 オールヒストリーインタビュー⑨

行天 豊雄 氏（元大蔵省財務官）

日時 2009年10月21日（水） 10時30分～11時33分  
場所 財団法人国際通貨研究所

### ブラックマンデーへの過剰反応が進行させた資産バブル

【原田】 まず、最初にバブルの生成について聞かせていただきます。80年代を振り返って、景気回復からバブルになっていくという感じを持たれたのはいつだったか、それから、それに関して何かエピソードがあれば教えていただきたいのですが。

【行天】 特定していつからと申し上げることもできませんけども、振り返ってみますとやっぱり87年頃、ご承知の通り円高対策ということも含めていろいろな措置が執られて、マクロ経済も87年になると良くなってきていたんだと思うんですね。そのころ、中でも、最近の出口政策ではないですけども、そろそろそういう政策転換の必要性というか、可能性についての議論はちよっと起こってきていたように記憶するんですよ。ところが、例の87年10月のブラックマンデーがあつてですね、かなり状況が一変した。後から考えると、ちよっとブラックマンデーに対する反応が日本の場合、若干オーバーだったかなという気もするんですけどもね。しかし、やっぱりあれも外のニュースがうわつと入ってきて、当然連鎖反応として日本もひどいことになるだろうという一種の恐怖感がありましたんで、あれでかなり変わってしまったように思いますね。従っ

て、87年に入ってから多少のマクロ経済状況の改善ということがあった背景に、資産バブルの方は相当進行していたわけですね。

我々は別に資産部分の恩恵を受けているわけじゃないんですけども、あのころ、ご記憶の通り、いかに資産価値が高騰しているか、それから、またその高騰が恐らくまだまだ続くのではないかと、さまざまなものらしい根拠の話が非常に広く流布されておりましてね。特にやっぱりメディアなんかで見ていた限りでそういうバブル的だなという感じは、固定資産、住宅、土地、それから、さらに卑近なところで言えばゴルフ場の会員権。特にゴルフ場の会員権の話というのは、普通、サラリーマンの間でよく話題になりますからね。

そういう意味では非常に大きな話題で、もうかったという話をする人がいるわけですよ、これはね（笑）。そういう話がうわつと来ていて、私もそのころそれほど真剣に学問的に固定資産の価値はいかに定まるべきかというようなことを考えていたわけではないんですけども、行われている議論というのが非常に単純というか、要するに日本はほかの国と違って、固定資産の創出ということはできないのではないかと。少なくとも土地はですね。従って、供給曲線はもう一直線である、これ以上増えないと。しかし、なぜか知らんけども経済は発展するんだという、これまた全く疑問の余地がないという感じで語られているわけですね。従って、供給が一定で需要増大ということであれば、価格は当然上がるんで、それはもうある意味では普通の定理であるかのごとく言われておった。従って、経済は必ず発展する。そのことがまた当時は、やっぱり企業とか産業の構造変革ということについての予見というかは全くなかったです

ね。全く今までと同じパターンで経済というのは発展していくんだ

ろうと。ということは、要するに会社が大きくなる、人間は増える、オフィススペースに対する需要は増える。その他もろもろの関連資本財、サービス、すべての需要が全く今までと同じモデルで、パターンで増えていくはずだというか、もう全くそれに対する疑惑がなかったように思うんですよ。従って、答えが極めて簡単であった、そういうものに対する、何か理論的に非常にそれは間違っているとは当時の私も言えなかったんですけれども、何か漠然とした不安はありましたし。それから当時、大蔵省の役人としては、やっぱり金融財政面での緩和策の連発に対する不安はだんだんと強くなっている。どうしてそれが不安だったかというと、やっぱり、これも後知恵なんですけども、今で言う出口政策みたいなものに対する配慮が全くない姿ではなかったかなと。やっぱりこういう外的な必要があって、拡大政策を取らなきゃいけない、ではどうするかといったときに、そういう拡大政策に対する不安というのは、出口政策を考えた上での不安であったというよりは、率直に言って財政政策に関して言えば、非常に大蔵省的な、何しろ「入るを量りて出づるを制す」というのが唯一の金科玉条であるという考え方からくる不安。それから、金融政策について言えば、これははつきり言っていて、このお隣さんの日銀の、何しろ金融は締める、金利は高い方がいいと。そういう、何て言ったらいいの、それぞれの、税制政策の責任者、金融政策の責任者のかなり伝統的に染み付いてしまったDNAみたいなものからくる不安はあったんですけどね。

ただ、申し上げた通り、こういうことをやっていて、その後どうするんだという、そういう出口政策という観点からの不安があまり

なかったんじゃないかなという気はしているんですね。

## 政治問題化したプラザ合意後の円高

【原田】 そういうバブルかもしれないと思っておられた。バブルが起きていたわけですが、それはプラザ合意後の円高は正の金融緩和が起こしたのだという議論がありますが、それについてはどうお考えですか。あるいは、政府、日銀、政治家はどう考えたのでしょうか。

【行天】 いや、それはもうやっぱりプラザ合意以降の円高に対する国を挙げての拒絶反応というものの、特に政治化するプロセスというのは非常に早かったですね、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（康弘）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なると、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）、情けない話なんですけども、何かもうそういう、しょうがないと言った方がいいのか、天の声と言った方がいいのか、何しろ例えば総理大臣からしょ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。ですから、いや、こういうことはやっても無駄だとか、あるいは理論的に言ってこれは正しくないとかいうことで、職を賭してそれに抵抗するということとは不可能ではなかったのだらうと思いますよ。ただ率直に言って、こんなことを言うとそれは怒られるんだらうけど（笑）、まあ、「それほどのことかいな」という感じはありましたね。

事の起こりがそういう極めて政治的な話だから、それに対して筋を通してというか。まあ、その筋自体がはつきりしなかったことは事実です。これは私は率直に反省というか、告白すれば、その筋というのは何だということについて、「じゃあ、おまえ、はつきりあったのか」と言われれば、「ありました」とは断言できないですけどね。いずれにしてもそういう国を挙げての流れの中で、またそれはもうちょっとやつぱりまともな議論をするゆとりとか場があれば良かったという気はしますわね。仮に為替政策をしなければいけないということになっていたとしても、それでは現状の為替市場の動向というのはこういうものだから、従ってそれに対する対応の政策手段としては、金融政策で行くのか、ミクロで行くのか、例えば貿易政策で行くのか、それから介入政策で行くのかとか、選択肢がいろいろあり得るわけですから、そういう選択肢も含めた議論というのをやっておく、やれば良かったなとは後で思いましたけどもね。そのときは率直に言って「ちよっと待ってください。これからそういう議論をしますから」というようなゆとりは全くないという認識でしたね。その認識が正しかったかどうかは知りませんよ。しかし、少なくとも中にいる者だとすると、そういう余裕のある話じゃないと。

【原田】 確かに86年ぐらいいまでは別に景気も良くなかったわけですが、だんだん景気が良くなって、過熱状況にあるというような感じも80年代末には出てきたと思います。そのころでも、そろそろやめた方がいいとできなかったのは、やはりブラックマンデーが大きいということでしょうか。

【行天】 後から振り返れば、ブラックマンデーの心理的なショック

というのが大き過ぎたことは言えるかもしれませんね。しかし、あれでもって、要するにそれまでの出口政策に対する判断というのがらっと変わっちゃった。もうそんなことを言っている余裕はないよという感じに一夜に変わってしまったわけですね。後から考えれば、そもそも日本に関する限りは、ブラックマンデーの影響というのはそれほど大きくはなかったんですよ、はつきり言ってますね。

【原田】 そうですね。株はすぐにまた元のように上がっていきましたから。

【行天】 ええ、ですから、あれほど危機感を持つ必要はなかったのかもしれないですけども、恐らく日銀はもつとそういう意味では歯がゆいというか、後になって地団駄を踏んでいるという感じはあるんじゃないですか。

### 最初の失敗から次の失敗へ 金融引き締めが遅れた分、きつく締め過ぎた

【原田】 ただ、その後、引き締めるまでに2年以上かかっていますね、ブラックマンデーから。確かにその時点では金融緩和、財政刺激をやめるということは思い付かないと思うんですけど、その後2年以上もそのままやることもなかったという気がします。

【行天】 まあね、それはそうかもしれません。あの時点で、金融政策に関する限りは締め遅れたという事実は否定できないでしょうね。締め遅れたがために、今度締めたときにきつくなり過ぎたという。最初の失敗が次の失敗を生んでしまったということは言えるんじゃないですかね、これは。ただ、それは、だから日銀がばかだっ

たというのはちよつとかわいそうだと思いますね、私は。

【**原田**】 話がずれるのですが、不動産バブルには税制が大きく影響していて、節税のために借金をして土地を買って、土地の価格を上げるというようなことはありましたか。

【**行天**】 それはあったでしょう。それはあのころ、そういうもうけ話をしている人たちの前提としては、そういうさまざまな恩恵があつてですよ、それを活用するという前提でもうかるという話ですからね。あの時点でもしそういう恩恵が全くなかったら、バブル自体は起こつたとは思うんですけどね。というのは、先ほど申したように、かなり基本的な経済の構造についての誤認が基礎にあるわけだから。まあ、資産バブル自体は多分起こつたんだろうと思いますけど、その度合いを言えば、そういう税制を含めた政策が影響を持っていたことも事実じゃないでしょうか？はい。

【**原田**】 銀行がその流れを強く押したというのもあると思うのですが。

【**行天**】 それはもちろんそうですよ。

【**原田**】 銀行局の審議官をされていたとき(83〜84年)は少し前だったと思いますが。

【**行天**】 それはもう、全員がまさに狂乱していたわけだから。

【**原田**】 銀行局の審議官をされた方として、そういう流れについてはどうお考えだったのですか。

【**行天**】 それは銀行だつてあのころはもう、中小企業という中小企業のおやじさんに上場しなさい、上場しなさいとやって、やったわけだからね。

【**原田**】 相続税が大変だから、借金して何かやりなさいとか、みんな

言っていましたね。

【**行天**】 それはだから、もう全員が狂奔していたことは事実です。それがまさにバブルですわな。

【**竹中**】 先ほどのブラックマンデーが起きてから日本銀行は金融緩和と政策を続け、金融引き締めをするのは89年の5月になります。日銀のことを責めるのは酷だとおっしゃられましたけれども、88年の間に日本銀行が金融を引き締めなかった理由はなぜだとお考えでしょうか。今の日銀の人の中には、後講釈かもしれないのですが、日銀内部ではそういう議論があつたけれども、自分たちはやりたいと思つただけけれども、なかなか思つたようにできなかったという人もいるようです。今の総裁もそういう言い訳論文を書いていきますけれども。そういうことについてはどういうとお考えですか。

【**行天**】 ねえ。まあ、日銀のことを私がいろいろ忖度するわけにはいかないけれども、ブラックマンデーの余韻とか、それから円高基調の持続とか、それとその、バブルはバブルだったけれども、どうなんでしょう、肝心の企業業績の方は88年どうでした？

【**岡田**】 ものすごく良かったです。

【**竹中**】 資産価格はすごく上がりましたが、物価は安定していました。

【**行天**】 だから、いわゆるインフレではないという意見が、恐らく日銀の中にもあつたでしょうし。従つて、非常に過熱状態だから引き締めるという発想よりも、なぜ締めなきやいけないんだと。締める理由がないではないかという、そっちの方の印象が社会全体の中での風潮としては強かつたように記憶していますけどね。「なぜ締めなきやいけないの」と。締めるということに対しては、みんな

やっぱり本能的にはビジネスマンであれば一種の拒否反応があるわけで、それは「締める」と締めないのとどっちがいいの」と言われれば、誰だってそれは「締めない方がいい」と言うに決まっているわけですから、まさにそういうことだったのかなとは思いますね。「なぜ締めなきゃいけないの」と。

【原田】 ただ、その後、世の中の何か風潮が一転して、締めることが英雄的になりました。

【行天】 それはそうですよ。

【原田】 素晴らしいことだという雰囲気になっていました。

【行天】 それはもう平成の鬼平なんていることを言うやつも出てきたわけでね（笑）。だから、ある日がらっと変わると、これは、昨日までの正義は今日からはもう不正義になっちゃうんでね。それはここ1ヵ月（09年9〜10月）に起こったことと全く同じなんで（笑）。

だから、やっぱりそれはある日突然ね。だから、締め遅れが締め過ぎになっちゃったわけですね。それはまた総量規制の話や何かいろいろあって、ああいう政策も、本当にやっぱりこういう政策を現在のような経済情勢、それは内外を含めての中で取った場合に、こういうシナリオが書けるかということを、恥ずかしいことだけでもあまりしなかったような感じがしますね。それは太平洋戦争を始めたときと同じで、その。

【岡田】 あのころのことを思い出すと、大きいシナリオは多分なかったんだろうなと思うのは、例えば汐留のJ-Rの土地を売却する予定だったのに、売って高値が付いたら、地価高騰に油を注ぐから売らないというのが決まったりしたんですね。都心の一等地を売った方が需給関係が緩和するわけで、国庫に赤字もあるんだから、今

売らないでいつ売るんだという話でしたが、なぜか売って値段が高くなることが分かってしまうのは良くないみたいな話になりましたね。

【行天】 確かに反省点としては、日本の場合、土地に限らず、やっぱり政策の執行のときに、その持つインプリケーションというものをもうちょっと事前によく勉強するというか、よく検討してやるべきだという気はしますね。だから、その辺は政策の迅速性という課題と、それから、その事前の想定シナリオを作るといこと、トレードオフはあると思うんですけども、ちよつと、非常に言葉は悪いけれども、行き当たりばつたりなことが多かったことは事実でしょうね。

## 自民党の健全財政政策と金融政策偏重

【原田】 当時、税収も増えていましたから、何となく安心して財政支出を増やせるというような感じもあったのではないかという気がします。

【行天】 財政についてはしかしね、私の記憶では、意外と当時の自民党の政治家というのは非常にコンサバティブでしたよ。というのは、結果的に大蔵省寄りだったんですね。だから、円高対策で財政金融両面で刺激策という話がアメリカなんかから、欧米から非常に圧力としてあって、国内でもそれに同調する声があったときに、意外と大蔵省がいろいろ画策をして頑張ったという面もあるでしょうけども、自民党の当時の政治家というのは割とね、健全な財政というのは大事だというのは、中曽根氏もそうだったと思いますよ、割と。だから、それが結果的には金融政策偏重になっちゃったという

ことは言えると思いますね。金融政策偏重になったのはほかにも理由がありますよ。日銀の独立性がなくなかったということも大きいし、いろいろあるんですけども、意外と政治家の財政政策に対するコンサバティブというのはあった。だから、例えばアメリカから金融緩和でいくのか、減税でいくのかというあれがあったときに、大蔵省は当然減税反対と言っただけど、意外と政治家がそれに同調していたような感じはありましたね。

【原田】 公共事業はちよつと増えていますけれども、まあそれほどでもないということかもしれないですね。

【岡田】 というか、87年の5月に失業率が3・2%まで上がって、これは戦後最高なんですね。その前で結構厳しい円高不況の本当のネガティブが出ているころは、あまり財政とか出てこないんです。その後ぐらいいなくなって、突然一斉にばあつと出始めた感じがすごく強かったんですね。

## ブレトンウッズ体制崩壊後のアメリカの政策 (保護主義とドル安)

【行天】 アメリカも、為替政策については、歴史的に言って経験がないんですよ。それは非常に基本的にはグローバルインバランスの責任の公正な配分、つまり赤字国と黒字国の間での公正な配分という基本的な認識がそもそもない、なかった。それは大問題なんですよけども、従って、やっぱりどうなんでしょうかな、ブレトンウッズ体制が崩壊した後のアメリカの政策というのは、やっぱり私は質的にかなり墮落したと思うんですが、それはどういう意味で申し上げ

ているかというと、ブレトンウッズ体制のときのアメリカの経済、特に国際経済政策についての基本的な、それははっきり認識していなかったとは思うんですけども、やっぱりオープンなマーケットと、それから、価値の安定したドルという、この2本の柱で世界経済というのはもっていくのだという暗黙の彼らには一つの信念があったように思うんですよ。ところが、やっぱりブレトンウッズ体制が崩壊した後は、全くそれが逆転してしまって、アメリカの国際経済政策の2本の武器が、保護主義とドル安の脅しというふうになっちゃったわけでしょう。これは非常に悲劇的な180度の転換だったと私は思うんですよ。従って、安定したドルではなくて、ドル安の脅しでもって国際経済外交をやるようになってしまっている。

【岡田】 それと貿易制裁がリンクしているという。

【行天】 ええ。その場合に、為替相場政策、つまりドル安政策、それから市場開放の要求、それからマクロ経済政策、それからいわゆるミクロの構造政策、この四つの政策を彼らは時によって使い分けていたんですよ。その使い分けに何か非常にはっきりとした理論的な根拠があったかという、どうもなかったような気がする。だから、向こうもね、結構行き当たりばつたりに、これをやってみてうまくいけばいいし、いかなかったら「じゃあ今度はこっち」と。だから、円高政策というのも、そういう意味ではアメリカの不均衡対策の一つの手段であった。だから、はっきり言って85年の円高政策の結果、確かに円高は実現したけども、不均衡は是正されなかったですね。それが構造協議とか、ああいう話になっていくわけで、だから、「これやった駄目、じゃあこっち」「これも駄目、じゃあ

こっち」「これも駄目、またこれ」というんで、彼らもやっぱりかなり迷走していった。それは基本的にはやっぱりこの問題の半分以上は自分の問題だという認識がなかったわけですよ。

## 為替介入の効果について

【原田】（ロナルド・ウィルソン・）レーガン政権になる前までは、むしろドルは安くなつてもいいという考え方だったと思うのですが、レーガンになってから強いドル、強いアメリカでどんどん上がってきて、それで円安になって、82年の10月には278円まで行って、そのとき、行天さんはドル売り介入を実施されていますね。介入の効果に否定的で、やつても効かないだろうと思いつながらやつたと書かれていますけれども、なぜ介入の効果を疑問視されていたのでしょうか。

【行天】 それは、何ていうか、まあ勘みtainなもんでね。やつぱりマーケットの中で、マーケットというのは申すまでもなく、いつもいろいろな方向でのベクトルが働いているわけですけども、今の時点で何がメインのモメンタムかというのは、やつぱり何となく感じで分かるんですよ。それは別に何だと言われると困るのだけれども、ディーラーの人と話したり何かしていると、「ああ、やつぱり波は依然としてこっちに向かっているな」という、それは感覚的に分かるんですね。だから、そういうときの介入というのはやつぱり効かないですよ。むしろ逆効果で、安全弁を提供するだけになっちゃうのね。「ここまでなら買って大丈夫だ」というね。ますますあの場合には買いが膨らんじやうわけですけども、だから、そうい

うのは、じゃあ反対したらいいじゃないかと言われれば全くその通りで、もうお恥ずかしい話なんですけども、効かないだろうなとは思いつながら、やつぱり。

【原田】 でも、それでも介入されたということは、そういう圧力があつたわけですか。

【行天】 まあ、全然効かないわけじゃないんですよ。介入というのは、現にだって現ナマをつぎ込むわけだから、それは需給関係にそれなりの影響を与えることは、その時点では事実なんですよ。だから、私が申し上げているのは、下手な介入をすると、その瞬間では需給関係を改善するんだけど、逆にかえって今度は需給関係を悪化させるような売りなり買いなりが出ちゃうことが多いですわね。そういう意味では介入というのは極めて。まあ、はっきり言うて心理ゲームですからね。

【原田】 それでもなされたということは、ドル高ではない方がいいと考えられたわけですね。そういうふうと考えてよろしいですか。

【行天】 ドル高じゃない方がいいと私が思ったか？ どうか（笑）。

【原田】 円高にするためにされたわけですか。

【行天】 うん、まあ、私はよく「おまえは円高論者じゃないか」と言われるんですけども、別に円高論者だとは思わないのだけでも。だって、73年以来的の相場の動きを見ていれば、これは長期的にはもう非常にトレンドがはっきりしているわけですよ。これは誰が何と言おうとやつぱりそれは購買力平価ですわね、一番根っこにあるのは。問題はこの購買力平価の、バンドを上にも下にも突き抜けて上がったたり下がったりする、いわゆる乱高下が起こることです。しかし、長期的なトレンドというのは、少なくとも日米間の購買力平価

の流れというのが変わらないとすればね、これはもう分かっているわけなんで、だからそれに抵抗するというのは、これはもう介入の話じゃないと思いますよね。それと、71年の、これはどこかで申し上げたと思うんだけど、スミソニアンの合意で16・8%の切り上げが決まったときに、もう国内は大変だったわけですよ。もう通貨外交の敗北と。責任者、水田三喜男（元大蔵大臣）は切腹すべきだというような感じだったわけでしょう。それで、スミソニアンから帰ってきて、水田さんが当時の昭和天皇に奏上しに行つたんですね。僕はそこにいなかったから何を言つたか知りませんが、後で彼の話聞いたところでは、要するにおわびをしたと。

【原田】 おわびをしたと言いますと。

【行天】 「臣・水田、力足らず切上げを阻止できず申訳ない」とね。そうしたら昭和天皇は何かきょんとんとして、「日本の通貨の値打ちが上がることは悪いことなのか」と言つたと（笑）。それで水田蔵相は絶句してね。その話はしかし、あまりしない方がいいんですけど。やっぱり政教分離に反するから。ね。

【原田】 天皇の政治利用になつてしましますので。

【行天】 天皇はそんなね、余計なことを言うのはけしからんと。

【竹中】 天皇は実は円高論者だったというわけですね（笑）。

## プラザ合意におけるベーカー長官の行動 (マスコミへの公開)

【原田】 それでは、プラザ合意についてお聞きしたいのですけれども、プラザ合意の中身を「ジェイムズ・アディソン・」ベーカー（米

財務）長官（当時）がマスコミに漏らしたことに對して、非常に違和感を感じられたと書いておられます。

【行天】 僕はあれは失敗だったと思いますね。やっぱりオープンにすべきじゃなかったな、あれは。最近になつてやつと、だから、ティム・（「ティモシー・フランツ・」ガイトナー（米財務長官）なんか4カ国で秘密会議を開いたり、結局そうなるんですよ。やっぱり通貨の話というのはそんなオープンにするべきじゃないと私は思うんですけどね。だから、彼があのと、今までせっかく73年から10何年も一生懸命、まあまあ何とか非公開の会合としてやつてきたものを、ほかに全然相談してないんですからね。自分がたまに議長だったから、前の日に発表したんですよ、確か。それは、そもそもあの会議のショーとしての効果は確かにあったことは事実ですし、当時のアメリカの政府の狙い、つまりドル高の是正という意味で成功したことは事実でしょう。だから、彼にしてみれば「やつたやつた」ということだったんでしょうけれども、その後のことを考えれば、私は失敗だったと思いますよ。今でも思っています、はい。

【原田】 その後のことを考えてみて、秘密にしておいた方が良かったと思えますか。つまり、発表したことに對して、その後、参加国が増えるにつれて何となく中身が出ていますよね。

【行天】 いや、あれは発表したのがために効き過ぎちゃったんですよ。

【原田】 ああ、発表したから円高になり過ぎたということですか。

【行天】 効き過ぎちゃったの。明らかにそうですよ、あれは。だから、もし秘密会合でやつていればもっと微調整というか、調整がで

きたらうと思うんです。後から考えての話ですけどもね。というのは、だって、あのとき既に、さっきの潮の流れが変わっていたわけですよ。もう85年の春ぐらいにドル高のピークに来ていて、むしろ下がりが気味だったんですけども、夏にちよつとまた、何だったわけ、ドイツの金利引き上げかな、何かあってまた戻っちゃって、それで、アメリカ側は慌てて何とかしなきゃいけないということになったんですけどもね、もう世界中のメディアを呼んでうわつとやったものだから、効果は抜群だったんですよ。だから、あのときは、当初はまあ15%ぐらいの調整かなとみんな思っていたわけだからね。ところがああいふふうになっちゃうと、これはもうマーケットが完全に浮き足立っちゃったから、とても15%なんてもので収まらなくなっちゃったわけでしょう。

【原田】 秘密にしておけば、微調整ですんだ。

【行天】 微調整ができたと思うんですよ、私は。

【原田】 だから、発表したことが間違いだということなのです。

【行天】 発表したというか、あのG5の会合をオープンにしちゃったということが失敗だったと思いますよ。

【岡田】 G5自体は、あれ以前は非公開だったわけですか。

【行天】 うん、そうですね、もちろん。だから、それ以前というのは、メディアはもうG5があるのかないのかとかね。あるとすればいつどこであるんだと、もうそればかりです。

【原田】 なるほど。その後、止まらない円高に対してどう思っておられるかというのを聞こうと思っていたのですが、要するに発表したことで菌止めがわからなくなってしまうのが問題だということですね。

【行天】 それから、まあ、これは言ってもいいんでしょうけども、当時の「ポール・」ボルカー（米FRB議長）だけだったと思ひますよ、心配したのはね。彼はあの時点でちよつと止まらなくなるかもしれないという不安を漏らしていたわけね。もつともしかし、彼もそうは言つてはいたけども、それじゃあ何かやったかというところ（笑）。すべてこれは後の弁解の話で。

【岡田】 あと、あれをきっかけにどんとんG5、G7が政治シヨールになってしまったという。

【行天】 そうそう。あれも公開されたから、今度、こう言つては何だけれども、イタリアとかカナダとかね。本来参加する必要があるかない、何ら貢献できないメンバーがどうしても入る、入れると言つて。特にイタリアが、全く政治問題化しちゃったわけでしょう。それで広がつて。それがだからもうG8になり、G20になり、もうとどめを知らぬ。

【岡田】 だから、また今度は4カ国でやろうとなつて。

【行天】 そうなんだよ。結局また元に戻っているわけですよ、発想とすればね。僕はもう、またこれもあれだけでも、やっぱりそれは少なくとも通貨の問題であつたら、現時点ではドルとユーロと円とポンドなんだから。むしろこの4カ国でやつて、もし将来、人民元の本当の役割が大きくなってくるんだつたら中国を入れてやつた方がいいじゃないかと。今でも確かにドルの保有国としての役割はあるわけですから、まあ中国を入れたっていいんでしょうけども、そういう意味では新しいG5。でも、これはもう不可能ですよ。ヨーロッパはね、1カ国ということにもう絶対同意しないからね。

【岡田】 でも、共通通貨なのに変な話ですね。

【行天】 うん、おかしいでしょう。彼らは彼らでおかしいと思っていないんだから。

## 財政拡大と円高（マンデル・フレミング・モデル）について

【原田】 まあね、国のメンツがあるからなかなか難しい。それから、円高は正ということで、財政はあまりしていないとおっしゃいましたけれども。

【行天】 減税したんですね、確か。

【原田】 そうですね。財政拡大、金融緩和をなされたわけです。金融緩和は円高は正だと思いますが、財政拡大は、マンデル・フレミング・モデルによれば、むしろ円高になってしまう。それについて何か議論がありましたか。

【行天】 いや、私の知る限りはそういう議論がなかったですね。

【原田】 そういう議論はなかったのですね。

【行天】 勉強しているやつがいなかったんだ（笑）。ただ、だから発想は極めて単純であって、要するに円高は日本の輸入が増えないからだ。日本の輸入が増えないのは景気が悪いからだ。だから、内需を振興する必要があると。内需を振興するためには、やっぱり。

【原田】 財政だと。

【行天】 財政も金融も一緒にやった方がいいという、まあ、それだけの話ですよ。極めてシンプル。

【原田】 なるほど。では、財務官時代のことについてお聞きます

けれども、86年の日米蔵相声明で景気刺激策と利上げを打ち出して、アメリカがドル安容認をやめるということで両者歩み寄ったということですね、この判断を今どう評価されていますか。

【行天】 これはもう本当に、さっきも申し上げた政治問題化したある意味ではピークですね、つまり、竹下（登、財務官就任時の蔵相）・宮澤（喜一、日米蔵相声明発表時の蔵相）というのは逆転したわけでしょう。まさに攻守所を変えちゃったわけですね。これはもう本当にそういう意味では国内政治そのものだったわけで、宮澤さんはそれはもう必死でしたよ。もう政治生命がかかっているわけだからね。だから、何を取るか。アメリカからね。その中には要するにドル安政策を取らないという言葉であるとか、強いドルが望ましいとか、安定を望む、何でもいいんですよ。要するに国内メディア向けにこういう対価があったということだけでしょう。

【原田】 ただ、実際その後も円高が続いてしまったわけですが。国内政治向けに一応そういう言葉を取ったけれども、現実にはあまり効果がなかったということですね。

【行天】 なかったでしょうね。

## 構造改革や規制緩和の遅れと財政出動による内需拡大

【原田】 その後さらに利下げをしたわけですが、それでも、それを、財政出動しなかったから金融緩和をし過ぎたという議論があるわけですが、そういうことについてはどう思われますか。

【行天】 まあ、それは仮定の話として、当時の大蔵省が非常に物分りが良くてですよ、「もう財政の方で何でもしますよ。安心して

ください」と言えば、それは確かに。つまり日銀の中にはやっぱりそれは「こんなに利下げしていいの」という心配する声はだんだんと強まっていたことは事実ですから、それはそうだったでしょうよ。しかし、財政の方が大蔵省の立場、政策と、それからそういう政治的なプリファレンスの問題もあって、それと、当時は、日銀の人には悪いけども、金融政策はやっぱ政府が決めるのだということを疑う人は誰もいませんでしたからね。だから、形式はともかくとして、日銀に下げてもらえという話ですよ。

【**原田**】 日銀にしたら、このころは独立性がなくて、どんどん金融緩和したからバブルになったというわけですね。

【**行天**】 そうですよ。本当にその通りですよ。

【**原田**】 だから独立性を持たなければいけないと言っているわけですが、ただ、今度は独立性を持ったなら逆にデフレになってしまいましたが、

【**行天**】 それはそれで反省してもらわなければいかん、別に。

【**原田**】 バブルじゃなくてデフレになってしまった。財政を拡大しないから悪いという議論があるのですが、私は別にそれが正しいとは思っていないくて、金融緩和と財政拡大と両方やったらもつとバブルになっていたかもしれないと思う。

【**行天**】 その通り。おっしゃる通り。

【**原田**】 でも、財政出動しなかったから悪いという議論は結構根強くありますね。

【**行天**】 ありますね、それはね。だから、バランスの問題なんじゃないですか。日銀にあれぐらい、まあ、傍観するんだつたら、もつと自分も少し何かやったら良かったんじゃないかという、そういう

話でしようけどね。あのときはしかし、結果的には日本サイドの政策スタンスとすると、ちよつと若干さっきの話に戻るけれども、結局、構造改革という話を全くしなかったというね。つまり、86年の前川レポート（「国際協調のための経済構造調整研究会」による報告書。座長の前川春雄元日銀総裁の名前を取った）があったわけですけど、もう一笑に付されたわけでしょう、はつきり言つて。

【**原田**】 前川レポートですか。

【**行天**】 前川レポートは一顧もされなかった。むしろばかにされたわけ。しかし、もちろん前川レポートに書いてあることが全部正しいとは決して言えないけども、少なくとも、もしあれほど円高が嫌だと言つて騒ぐんであれば、あれほど円高阻止という名目の下でバブルを起こし、その他もろもろのそのことをするんだつたら、もうちよつと早く、特に規制の撤廃という形で構造改革を早くやつておくべきだったんでしようね。

【**岡田**】 変なところの規制撤廃が進んで、千葉県にゴルフ場が1000カ所とか。あんなものは、それ以前は作れなかったはずですね。

【**原田**】 前川レポートは国内的には高く評価されていて、あれに書いてあることの幾つかは実現したと思うのです。内需拡大とか、時短とかですね。時短で生活レベルを高めましようとか。ですから、それが一顧だにされなかったというのは、私には「あれつ」という感じですが。

【**行天**】 私は非常にあれに対する評価については不満だったですけどね。どうしてもつと真剣に対応を考えないのかなと思つたんですけどね。

【原田】 ジャーナリスト的な評価は高かったと思いますが。

【竹中】 ただ、前川レポートの中で内需拡大の必要性がいわれていたところ、内需拡大の言葉だけが一人歩きし、結局87年5月の5兆円程度（財政措置は減税を含め6兆円程度）の緊急景気対策（緊急経済対策）につながり、2兆規模の補正予算が組まれることになりました。内需拡大は規制緩和して内需拡大しようという話だったのが、いつの間にか財政出動して内需拡大しようという話にすり替わっちゃったというわけでしょう。

【原田】 でも、前川レポートにはそういう形の内需拡大も書いてあった。

## ループル合意の意味

【原田】 それで、ループル合意（87年2月）のときには、これはあまりにもドル安になったから安定させようということだったと思うのですけれども、現行水準で円が高すぎるということで宮澤蔵相が抵抗されたのですけれども、多勢に無勢で駄目だったと書かれています。そういう雰囲気についても少し教えていただけるとありがたいのですが。

【行天】 ループルというのは、それまでのあれとまたちよつと変わった合意だったと思うのですけれども、ある意味ではループル合意というのは国際金融制度そのものに思いをいたした会合であったことは事実ですね。つまり、単に相場をどうするかということを一歩超えて、国際金融システムをどうするかということを考えていたことは事実で、その意味では一つの歴史的な評価が必要なかもしれない

ませんけども、ただ、私に言わせれば、そういう発想はあったんだけども、実際に肉付けというのかはあまりにもお粗末であって、そもそも成功するチャンスが全くなかった合意でしたね、あれは。

あのときはご承知の通りアメリカのペーকার長官と「リチャード・ダーマン」という副長官が2人でやったわけです。全く2人で。その下にいわゆるまさに経済・金融のプロであった「デイヴィッド・マルフォード（当時は米財務次官補）」と「チャールズ・ダラーラ（当時は国際通貨基金IMFの米代表理事）」という人がいたんですけども、この人たちはあの時点では全くある意味では下働きであって、方針決定は全くこの2人でやっている。でも、この2人は2人とも弁護士ですからね。だから、こう言っちゃ何ですけども、経済、特に為替市場のことなんかはそれほど知らない。これも私、前に申し上げたと思うんですけども、やっぱり弁護士というのは法律の世界で生きていますからね、法律ありきなんですよね。法律を作ってそれを施行すれば、それに従って世の中が動くはずだと。だから、彼はそれを事もあろうに国際金融の世界にも持つてきて（笑）。それで、例えば為替相場のあれははつきり言つてバンドですよね。バンドの発想であるとか、それから、マクロ経済政策についての国際的なサーベイランス、監視体制、それから監視の結果、その基準を逸脱したものに對する制裁措置とか、まさに法治の世界を彼は国際金融の世界に確立しようとしたわけです。

これは、そういうこと自体、全く無意味だとは思いません。けども、これはもうまさに大変な歴史的な制度改革であって、恐らく50年も100年もかかる話でしょうから、相当大変な準備が必要なんですけども、全くなかったですね。突然現れて、要するにもう、

おかしいと言ったんだけど、要するに今日の水準からという話ですよね。これはマーケットを知っている者からすれば、全く意味のない発想なんでね。ところが、今日の水準から2・5%上下とかね、そういうことでマーケットをコントロールできる筈がないんだな、これは。だからそれは2〜3か月であつという間に雲散霧消で、してしまつたんですけれどもね。それは宮澤さんにすれば、やっぱりその日の水準自体に日本とすれば文句があるわけだから、それは当然なんですけれどね。ああいうG5なんかはやっぱり、僕は必要な場だと思えますけど、ただ一つ大事なことは、かなり分かつている人が集まらないとね(笑)。

【岡田】 いつも思うのは、為替市場ほど有象無象の訳の分かんないポジショントークが飛び交うところは少ないと思う(笑)。IIEE(米国際経済研究所、現在はPIIE=ピーターソン国際経済研究所)か、あそこの「フレッド・」バークステン(所長)みたいに、いかにもインサイダーなふりをしているけど、何を言っているかよく分からない。私もワシントンにいてIIEEの会議とかに出ていると、下のディレクタークラスの連中が「いや、うちの大将は何を言っているか、本当のことを言うときよく分かんない」とか言っている(笑)。最近でも「ジョージ・」ソロス(米国の著名投資家)とか、そういう人たちが、後から見るとんでもないポジショントークを流したりするんですけど、政策インサイドの側にいられて、あの手の雑音がどんと出てくる時はどういうふうに感じますか。

【行天】 本当はだからやっぱり、例えばそういうペーカー・ダーマンの流の発想が出てきたときに、望むらくは、ほかの出席者の中にそれと十分、まさに理論と理念を持って対抗できるような人がいてく

れば、これは非常にいいんだと思いますね。だから、それはかつてのG5のメンバーであつた大蔵大臣、中央銀行総裁の中にそういう人がいなかったのかと言われれば、いや、いたと思いますよ、それはね。それは、アメリカでも例えばボルカーなんかがそうでしたし、ヨーロッパについて言っても、フランスで言えばジャック・ドラロジェール(元IMF専務理事、元仏中央銀行総裁、元欧州復興開発銀行EBRD総裁)みたいな人もいましたし、ドイツにも(ヘルムート・)シュミット(元西ドイツ首相)のような人もいたし、優れた人はいたと思いますね。ですから、本当にそういう人たちの知見というものが、あまりメディアのことなんか考えないで、自由に行える場であれば、まさに理想的なんですよ。

【原田】 宮澤総理は、そもそも現在の水準がおかしいのに乱暴な話だとおっしゃったときに、誰もそういう議論には乗ってこなかったということですね。

【行天】 要するに「じゃあ何なの」という質問に誰も答えられないわけですよ。ね。だから、それは「worst」と「worse」の間の違いであつてね(笑)。それはしょうがないんじゃないですか。

### 構造改革の遅れと長期経済低迷

【原田】 最後に一つだけお聞きしたいと思います。バブル崩壊後、経済停滞がこれほど長く続くとは思っておられなかったと思います。印象で結構ですが、何が悪かったと思われれますか。

【行天】 やっぱそれは、一言で言うところ、構造改革のスタートも遅れたんじゃないですかね。僕は小泉氏があれを始めたときに、非常

にうれしかったんですよ。僕は確かに彼は橋頭堡をね、僕が外国でスピーチするときにもあのころ使ったんですけど、ちょうどノルマンディの上陸作戦のときの「beach head」（上陸拠点）をたくさん作ったことには成功したと。ただ、彼はやっぱり本当の戦争が始まる前に逃げちゃった（笑）。これがやっぱり彼の最大の失敗というか、非難を浴びるべきところじゃないかなと。

【原田】 確かに300議席を取って1年で辞めてしまいました。

【行天】 そうですね。彼がやろうとしたことは、基本的にはやっぱり日本における政策決定のプロセスというものを変えようとしたわけですよ、これはね。それは僕はある程度成功したんだと思うんですけどね。でも、それだけだったすな。

【原田】 それから、構造改革として特にこれをするべきだった、これをあのときもつと早くやっていれば良かったというのは具体的にどういうことがありますでしょうか。

【行天】 これ、あれって、だから、例えば民営化の話なんかでも、それは国鉄という非常にいい成功例があるんだからね、もつとあれを使つて早くやつちゃつておけば良かったんじゃないですか。ああいうのは、待てば必ずそれは反対意見が出てきますからね。

【原田】 確かに随分時間をかけてやっていましたね。

【行天】 ね（笑）。まあ、期待をしたいですけどね。

【原田】 それは新しい政権も、構造改革という意味では、郵政にについては逆行しているわけですけど、それ以外については進んでいるところもあるだろうとは思うので。

【行天】 今はね、ほかにはね、やっぱりいろいろあると思うんですね。本当にあの場合はやっぱり、日本の場合というか、もうちょつ

と2大政党的にというか、大きな政府なのか小さな政府なのかという色分けをもうちょつと政党として早くはつきり出して、それで選択にゆだねた方がいいんじゃないかという気はするんですけどね、僕はね。何か今は両方とも同じようなことを言っているんで、聞いている方も何となくいいところ取りでね、低福祉・低負担ではなくて、高福祉・低負担ができるようにみんな思っているから。ね。

はい、よろしうございましょうか。

【原田】 お時間を頂きまして、本当にありがとうございます。