

黒田東彦氏ヒアリングの趣旨

黒田東彦氏は、バブルの発生・崩壊、デフレに至る時期に大蔵省で大臣秘書官、副財務官などを務めた。その間に政府部内から超金融緩和（87年2月～89年5月の2・5%の公定歩合）政策や宮澤首相の公的資金投入示唆（92年8月）などの局面に遭遇している。また、日本において不良債権の増加とデフレの悪化が同時に進行していた94年以降、国際金融局担当審議官、国際金融局次長、国際金融局長（組織改革でその後国際局長）、財務官を歴任した。その間に97/98年のアジア通貨危機への対応やアジア通貨基金（AMF）構想の提唱、00年の「チェンマイ・イニシアティブ」（二国間通貨スワップ取極・BSA）の構築合意、円売り・ドル買いの市場介入（3年半の財務官在任期間中32回、売買総額13兆5000億円の介入）などを行っている。

バブルの発生・崩壊、デフレに至る推移や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、ブラザ合意、ルーブル合意の為替への影響とバブルの発生経緯、日銀の金融政策のタイミングや日銀の独立性の評価などを確認する。そのうえでバブルの発生の状況、円高の景気に与える影響や円高対策としての財政拡大政策と金融緩和の関連性、デフレに至る経緯、円売り・ドル買いの市場介入の意義、アジアの通貨協調のあり方などについてお聞きする。

黒田東彦氏略歴

黒田東彦氏年譜		関連出来事年表
1967年(昭和42年)	東京大学法学部卒業、大蔵省(現・財務省)入省 (大臣官房秘書課配属)	
1971年(昭和46年)	オックスフォード大学経済学修士	
1974年(昭和49年)	国際局国際機構課課長補佐	
1975年(昭和50年)	国際通貨基金派遣	
1978年(昭和53年)	主税局調査課課長補佐	
1980年(昭和55年)	主税局税制第二課課長補佐	
1981年(昭和56年)	主税局総務課企画官	
1984年(昭和59年)	三重県総務部長	
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。 ドル高是正の経済政策協調推進で一致(プラザ合意)
1986年(昭和61年)	官房参事官	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 気拡大・雇用の安定などにより、経済の拡大均衡をめざす) (約3兆6000億円)
1987年(昭和62年)	国際金融局国際機構課長	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)	村山達雄大蔵大臣秘書官事務取扱	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)	主税局国際租税課長	5月―公定歩合引き上げ(2・5%・87年2月より2年3カ月 ↓3・25%)

黒田東彦氏年譜		関連出来事年表
1990年(平成2年)	主税局税制第一課長	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)	主税局総務課長	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)	大臣官房参事官(副財務官)	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)	大阪国税局長	4月―新総合経済対策決定 総額13兆2000億円
1994年(平成6年)	大臣官房審議官(国際金融局担当)	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)	国際金融局次長	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)	財政金融研究所長	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)	国際金融局長	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
1998年(平成10年)	国際局長	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
1999年(平成11年)	財務官	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)
2003年(平成15年)	財務省退官、内閣官房参与、一橋大学大学院経済 学研究科教授	
2005年(平成17年)	アジア開発銀行総裁	

第2部 オールラヒストリーインタビュー⑩

黒田 東彦 氏 (元大蔵省財務官)

日時 2009年9月14日(月) 9時30分～11時30分
場所 アジア開発銀行駐日代表事務所

極端になったのはルーブル合意後

【原田】 国際金融局審議官になられる前までの話ですけれども、主に80年代を振り返られて、バブルの予感とか、そういうようなものはあったのでしょうか。それから、予感が政策に結びつくまで、どのような議論があったのでしょうか。

【黒田】 私自身、ちょうどその84年から86年まで2年間、三重県総務部長として地方都市（津市）に出向していました。三重県は大変いい所なのですから、あまりバブルに乗って、地価も高騰していた、ということはありませんでした。ですから、86年6月に三重県から東京に戻り、大臣官房調査企画課の参事官になる86年頃までは、全然そういう（土地や株式市場のバブルという）感じは分かりませんでした。もう既にその頃には東京では地価も大幅に上がり始めていましたね。大臣官房調査企画課は、当時の大蔵省の経済調査やマクロ政策の関係のところですが、私自身は参事官で、むしろ経済企画庁との関係で経済計画の大蔵省の窓口でした。

それから、ちょうどその頃G7のサーベランスが始まりましたので、その窓口でもありました。というのは、G7のサーベランスという話は、基本的には当時の国際金融局、今の国際局の仕事なので

すが、話はどうしても国内のマクロ政策の話とリンクしていますので、その窓口でもありました。だから、私が大臣官房調査企画課参事官をしていたときには、経済企画庁とは経済計画関係の窓口であり、大蔵省の中では国際金融局が担当するG7の経済指標を用いたサーベランスの国内側の窓口だったのです。そこでは、当然経済のいろいろなデータなども扱っていました。85年9月のプラザ合意は、その頃まだ私は三重県にいたので知らないのですが、プラザ合意時の1ドル240円がその後86年6月頃には1ドル160円になるといったやや異常な円高があり、かつ物価は落ち着いている一方で資産価格は上昇しているという、少し変な感じはしていました。それ以上に、86年頃はまだ、取りあえずはプラザ合意後の異常な円高をどのようにくい止めるか、という話が主たる話でした。

【原田】 そのプラザ合意後の円高を止めるための金融緩和政策がバブルをもたらしただけという議論がありますけれども、それについてはどうお考えですか。

【黒田】 それは多分半分ぐらい当たっていると思うのですけれども、私の感じだと、一番そういうものが極端になったのは、やはり87年2月のルーブル合意ができた後ですね。みんなすぐ誤解してしまっているけれども、プラザ合意とルーブル合意というのは逆方向ですよ。プラザ合意というのは、円を上げて、ドルを下げようとするもので、ルーブル合意は、ドルが下がり過ぎてしまったので、もうこの辺で止めなければいけないというものです。ですから、普通にいけば、ルーブル合意ができたし、これで円高が止まってくればいいのですけれども、少なくとも国際的に合意して、ドルをどんどん下げよう、円を上げようという話ではなくて、逆にしよう

ということになったのですよね。

ところが、ドルの下落はなかなか止まらず、その後には日銀はすぐに金利を下げて、それからさらに87年の5月に政府は5兆円の公共事業と1兆円の減税という巨大な経済対策をやるのですね。この辺がちよつとやっぱり方向が違っていたのかなと思います。ご承知のように、もう実体経済は87年に入って回復していたのです。そこに、5兆円の公共事業、1兆円の減税を実施した。このときは、私は、先ほども言いましたように、経済計画の関係で経企庁との関係が担当で、短期の当面のマクロ政策の関係に関与しておらず、調査企画課長や企画官が経企庁の調整局と議論していたのを隣で見ているという状況でした。役人たちはちよつともういかがかという感じだったですよ。だけれども、そばで見ていた感じでは、官邸主導で「がんとやれ」と言われて、当時の経企庁や大蔵省はあまり乗り気ではなかったけれども巨大な経済対策をやらされたように思われます。

1987年5月の緊急経済対策は一番大きな間違い

【原田】 景気はもう大丈夫だという感じになっていたのですか？

【黒田】 なっていたのですね。なのにな、しかも、少なくとも国際合意で言えば、これ以上どんどん円が上がっていくという話ではないのに、そこでさらに金融緩和をし、またこれよりもつとすごいのは、ものすごい景気対策を講じたわけですね。これが多分一番大きな間違いだったのかなと。

【竹中】 これもやっぱりもちろん、総裁はそのときは参事官とし

て、国際機構課で何が行われているかと、あと、国内の景気対策はどういうことが行われているかご覧になっていらしたと思うのですが。

【黒田】 うん、見てるだけ。

【竹中】 見てるだけだったと思いますけれども、当時、アメリカは内需拡大のため財政拡大を求め、金融だけでは駄目だと要求してきましたか。

【黒田】 それは言っていました。

【竹中】 要求の仕方は激しくなってきましたか。

【黒田】 僕は当時はG7のサーベランスの方の国内側の窓口でしたから、直接その件についてアメリカと議論をする立場にはありませんでした。それは財務官や国際金融局長の仕事ですが、アメリカはずつと言っていましたよ。

【竹中】 アメリカからそういうプレッシャーを感じたというのはあったと思いますが、国内の状況はいかがでしたか。

【黒田】 あの当時は、もちろん中曽根〔康弘〕総理は対米関係重視というのがあって、それから、国内から公共事業をやれやれという話もあったでしょうし、そういう高度な政治的判断でなされたのだと思いますけどね。普通のマクロ経済学的な観点から言うと、あれは間違えていると思います。ただ、それはアメリカの圧力はあったと思いますけれども、圧力があつたからやったもので、これはアメリカのせいではないのではありません、というわけにはいかないのではないですかね（笑）。

【竹中】 そのときにもう一つ非常に思うのが、円高が非常に日本で問題になっていったわけですね。それで経済学的には円高のとき

に財政支出を拡大すればさらに円高になるという議論が……。

【黒田】 それは経済学の、イロハであるわけですよ。

【竹中】 そうですね。

【黒田】 みんな知っているわけですよ。なのに、そういう議論はあまりなかったですね、あのときは。

【竹中】 ああそうですか。

【黒田】 あのときは、金融政策と財政政策を区別 (differentiate) して、為替や、景気、物価などに対する影響力が違うものをどういうふうに組み合わせ望ましい結果を得るか、というような議論は、役所だけではなく、一般の経済的な議論の中でも、あまりなかったですよ。学者的にはあったのかもしれませんが、少なくともそのときには、特に円高が困るときに財政をどんどん拡張したら円高になりますよ、という人はいなかったですね。

【原田】 確かに、当時は経済評論でも、そういう議論はあまりなかったような気がします。

【黒田】 なかったですね。

【原田】 不思議なことですね。

【黒田】 うん、不思議なのですよ。

【竹中】 そうすると、やっぱり官邸からがんと指示が下りてきて、それで景気対策を……。

【黒田】 87年の5月からね。あれはちよつと異常だったように思われます。

【竹中】 異常ですね。でも2月のルーブルで、結局金融緩和をその前に決めて、かつ、2月に正確なコミュニケーションの文書は忘れちゃけれども、その中に日本は財政支出をするのだというようなことが書

いてありました。

【黒田】 あれは、僕はコミュニケーションの議論に直接関わってはいないのですが、新たなことを財政についてコミットするという感じではなかったですよ。

【竹中】 ああそうですか。

【黒田】 はい。だから、要するに普通のいつもやることについては考えられたと思うのですが、5月の景気対策のようなああいう大きなやつを打とうとか、そんな感じでは全くなかったですよ。金融の話は、確かに為替レートとの関連が非常に強いですから、ルーブル合意の後、おたおたして金融を緩和するのですけどね。だから、そのころはまだ金融の人も為替と金融政策との関連が分かっていたかどうか知らないけれども、為替は大蔵省の担当だし、金融とか金融政策は日銀の担当だったでしょう。

それはそれとして、ルーブル合意の後の局面は、もともと為替をずっと見てもらうと分かるように、プラザ合意の後だとドルが下がって、ドル安が進むのですが、ルーブル合意後というのは、ではルーブル合意に従って、ドルがもう下がらなくなつて上がるかという、そうではなくて、ずっとまだ下がり続けるのですよね。ただ、ずっと長い期間を見てみますと、緩やかに安定 (stabilize) していくのですよね。だから、ルーブル合意の方はあまり衝撃的な感じがなくて、何となく合意の後は何かプラザ合意とはちよつと逆のことがばつと起こると、ある程度みんな思ったのでしょね。国際金融局の人はそんなに樂觀していなかったかもしれませんけれども、一般的にはすぐに状況が変わると思っていたら変わらなくて、その失望もあったのかも知れない。たぶん円高デフレで、不況と

いうのがみんなの気持ちにあつて、それでわあわあ押していく。ただ、実体経済のデータは、もう87年の初めから明らかに改善しています。87年5月の緊急経済対策とかあいうのは失敗だったと思いますけどね。それもしか、大蔵省と経企庁と摺り合わせて合理的と思われることをやろうとしたのに、大幅に大きくしたわけですね。

【竹中】 官邸主導ですか。

【原田】 それに対して主計局などは反対しなかったのですか。

【黒田】 官僚なんかは抵抗できるはずないじゃない(笑)。総理がおっしゃるのですから。

為替への影響を考えた方が金融政策として有効だった

【原田】 昔から政治主導で、官主導ではなかったのだということですか。

【黒田】 それはそうでしょう。金融政策はこの国でも、中央銀行が完全に独立しようとしてまいと、基本的にテクノクラート、中央銀行総裁にお任せするということですよ。政策委員会があつてもなくても、結局、中央銀行総裁なのです。それに対して、財政政策は、政治的に決まってくるもので、どうしても総理・官邸主導でがんとやれと言われたら、もうがんとやるしかないでしょうね(笑)。

【原田】 まあ各省庁も言うことを聞くしかないということですね。

【岡田】 実は私、ちょうどそのころに証券会社のエコノミストになったのですけれども、一応ファンダメンタルズから言えば、おっ

しゃっている通りに、大概もう87年になって良くなり始めて。

【黒田】 そうですよ。

【岡田】 しかし、失業率は5月が3・2%で、これ自体は、当時覚えていたのですが、日本で失業率3%を超えてかなりショッキングだったことは事実だと思うのですね。そういう意味で、このころ政治的な雰囲気としてはやっぱり景気対策をやらなくてはいけないという機運が出ていたのは分からないという傾向がちよつとあったと。

もう一つ、当時一番私が言われたのは、いよいよ前川レポートを実行するときに来たというふうには、何だか知らないですけど、私が勤めた先が宮崎(勇)さんがいた大和証券経済研究所だったということがあるので、それをすごく言われていて、財政を使つた内需主導型への構造転換というものが経済審議会などでも盛んに言われていて、経済審議会の方で、今おっしゃっていた通り、多分官邸などと話がついていて、財政の大規模拡大という話が出てきたらしいと。

【黒田】 うん、私の感じでは、そういうことも若干あったのかもありません。

【岡田】 おっしゃる通りです。

【黒田】 その前川レポート自身が総理がスポンサーになつていたわけですからね。だから、当然そのレポートの中にアメリカの要求を組み込んだ形になっていました。それは全体としてそうなのですから、あのときの感じで言うと、それでも、既にそういう中の対策は、そのころはほとんどしよつちゅう対策をやっていましたから、やることにはなつていたのです。私は直接は知らないけれど

も、隣の方でやっているのを見ていた感じでは、要するに事務方がこのぐらいうらうと思っていたのが、総理から「もっと大きく、このぐらいうれ」と言われて、それで、それが明らかに反映されたと思います。経企庁と大蔵省と合意してきて、これでやったことにしようかと言うと、「駄目だ」「どんと引き上げろ」とやったのですよね。

【原田】それから、金融政策と為替の関係ですが、現在、日本銀行総裁の白川「方明」さんが、昔、為替レートのマネタリーアプローチという研究をされていました。日本のマネタリーベースが増えれば円安になるという、考えれば当たり前の結論でした。彼はそのころは、学者みたいな人で偉くなると思われていなかったのかもしれませんが、行内でも影響力はなかったのかもしれないんですけども、そのぐらいのことが分かっていた人はいっぱいいたと思うのです。それでも日銀は、金利は日銀が決めて、為替は大蔵省だと思っていたということなのでしょう。

【黒田】それは少なくとも、役所の間の division of labor（役割分担）という感じは非常にクリアだということですね。ただ、その後、私は国際金融局に行つて為替政策の担当になるのですが、為替政策が金融政策を動かすことはできないのですけれども、金融政策が為替を動かすことはできるのですよね。圧倒的に量が違いますからね。為替はいくら介入してみても、金額的には日銀のマーケットオペレーションの足元にもおよばない。しかも、日銀の側は無制限に円を供給できます。あるいは逆に言えば、円の供給を全部ストップすることもできる。だから、日銀のやれる範囲というのはものすごく大きいですね。為替政策の範囲というのはほんのちよっぴりです。

あつて、多分その影響たるや、為替にインパクトが期待されるという程度の話だったりする一方、日銀の市場オペは金融市場全部を動かすわけですから、当然為替も動くわけですよ。だから、金融政策というのは当然為替にも影響が出てくるし、当然為替が動けば物価や景気にも影響するということです。そういうことを日銀は総合的に考えておられるとは思うのですけれども、おられるとは思うのですが、どうも時に必ずしも為替への影響を十分考慮していないのではないかと思われることがあります。では大蔵省も介入でも何でも勝手にやったらと言われても、為替の介入というのはやっぱり限度があるのです。その影響にも限度があるし、それから、金融政策に裏打ちされない為替政策というのは持続的なインパクトがあるかと言われると、エコノミストは、それは無いと言うでしょうね（笑）。

だから、そういう意味では、まだ87年頃は、私は別に為替のことを直接やっていたわけではないですから、強くは感じませんでしたけれども、その後、7～8年間為替に関与するようになったころには為替の影響を認識するようになりました。それまで日本は輸出のGDP比というのは15～16%、当時はもっと低かったかもしれない。13%ぐらいだったとき、ドイツのように30%とか40%あるところと違って、そんなに為替、ドル・円レートを気にする必要があるのかという、経済的議論はありました。しかし、現実問題として産業界のマインドや景気に為替が非常に影響するということが分かっているときに、もう少し為替への影響を十分考えた方が日銀の金融政策としても有効だったのではないかなとは思いますがね。

【竹中】それは86年、87年頃ですか？

もっと思い切って金利を下げておけば良かった

【黒田】 特に一番思うのは、プラザ合意に至るまでの異常なドル高は、基本的にアメリカの政策の誤りから来ているのだと思いますけどね。それで、そのプラザ合意で、為替についてドルを売って円を買いましょうという合意ができて、それが始まった後に、やっぱりそれでマーケットの期待ががらっと変わってしまったって、急速に円高に進んでいく。そこで急速過ぎる円高に少しブレーキをかけるためには、やっぱり金融の緩和をもう少し早めにした方がよかったですと思うのですね。それがむしろ後手にまわった。だから、僕は、プラザ合意がバブルの原因だというのは半分当たっているというのは、プラザ合意で大きく円高に流れて、それで円高は当然、物価上昇を抑えますから、そういう中で、金融緩和が遅れた。その後になって、特に87年のルーブル合意以降、公定歩合を2・5%に下げた。それで、その後のブラックマンデーで金利が上げられなくなる。上げられなくなるというのもうそなのですけどね。ドイツも上げたし、アメリカも上げているので、何で日本だけ上げられないのだろう、全然理解できないのですけれども、しかし、あのブラックマンデーのおかげで上げられなくなったと言われており、そういうことで大幅金融緩和が続いた。

それ自身は合っているとは思いますが、もちろん金融緩和だけバブルが起こったわけではなくて、今になってみると、いろいろな金融規制、例えばもっと早くに不動産関連融資を締めるべきだったですね。今回のアメリカの金融危機と同じで、適切な金融規制をやっていないから、それに金融緩和が加わるとバブルが起こるのを

止められない。それからまた、財政政策がもう必要ないときに、景気対策をさらに打って景気を刺激し過ぎたというのがあったのですが、そこへ円が強くなり過ぎて、物価は上がらないけれども、その中で金融や財政が緩んできている。そこで景気は良くなったけれども、地価など資産価格が異常に上昇していった、ということだと思えますけれどもね。

【原田】 今もおっしゃったように、ドイツも上げたのだから、2年3ヵ月も2・5%の公定歩合を続けることはなかった（笑）。

【竹中】 その前に、総裁のおっしゃったことに戻ります。以前、日銀の翁（邦雄）さんと白川さんと白塚（重典）さんが共同で当時の金融政策について論文を書かれていて、87年2月まで日銀は5回にわたって金融緩和して、2・5%まで下げるわけですが、最後の2回分ぐらい余計で、むしろ金融緩和をし過ぎたということを主張しています、今はまさにそれとはかなり違って、むしろもっと早く2・5%ぐらいに下げたおけば良かったという、そういうこと……。

【黒田】 もっともっと早くかもしれません。

【竹中】 逆に？

【黒田】 うん、もっと早くに、ルーブル合意よりもっと前に、プラザ合意時に行き過ぎた円高で景気後退に陥った時に思い切って下げておくべきだったのでしょうかね。

【竹中】 もっと早くがんと下げてしまっておけば。

【黒田】 うん、本当はね。金融政策というのは、弾力的に運用できるといことが最大の強みなわけですよな。

【竹中】 はい。

【黒田】 しかも対称的に運用ができるのですよね。緩めることもで

きるし、締めることもできる。それに対して財政というのは、緩めるのは簡単で、締めるのは政治的にほとんど不可能ですからね。この国でも、民主主義である限りは。だからそういうことを考えると、金融政策はもつと弾力的に思い切って緩和してはと思います。

【竹中】 がつと緩和して、小出しにするのではなく。

【黒田】 財政というのは、基本的にそんなむちゃくちゃできないのは、行ったら帰ってこれないからです。それで行け行けどんどこでやったらもう帰ってこれないので、どうするのだという話になるのです。それはもう万国共通ですから、日本だけの特殊性でも何でもないですよ。ただ、日本はアメリカから押され、国内の土建業関係者から押されて、いろいろな人から押されて、それでどんどんどんどん行ってしまうて、それで戻ってこれない。

【原田】 それで、もつと早めに下げて、早めに上げれば良かったというところで、恐らくそうなのだろうと思ったのですけれども、日銀も長く2・5%にし過ぎたと言っているわけですが。

【黒田】 そうそう。

【原田】 ブラックマンデーのときは、それはできなかったでしょうけれども、その後しばらくしてからだったらできるわけで、みなが上がったときに上げて良かったと思います。

【黒田】 アメリカがやったのです。ただ、日本の人はみんな、日本は世界のアンカーだから上げるべきでないとやったではないですか。

【原田】 アンカー論。

【黒田】 アンカー論であつたでしょう。

【原田】 それは世界の金利を安定させるために経済大国、経常収支

黒字大国、金融大国たる日本がアンカーとなつて低い金利を維持するということですね。

【黒田】 いや、それはもちろんアメリカからの圧力もあつたのでしよう。アメリカだつて、誰だつて、こういうことをやってくれとか、やるべきだとか、いろいろなことを言うでしょうからね。だから、例えば公定歩合などと言うと、当時から法制上、公定歩合は日銀が自由にできて、大蔵大臣の了承も何も要らないわけですよ。それに対して、預金準備率の方は大臣の承認が当時は要るわけですよ。だけど、公定歩合は全然要らないので、これは日銀が上げたり下げたり好きなようにやったらいいですよ。だけれども、「いや、事実上できない」と日銀の人は言いますね。事実上できないというのは、その事実上というのは何を意味するのかよく分からないですけどね。よく分からないですけども、ファクトとしてそういうふうに日銀の人が思つて、あるいは政府の方もそう思つて、みんながそういう了解事項の下で行動していたのかもしれない。私は公定歩合は直接やったことがないので知りませんがね。だけれども、法律的にそういうことはないので、そういうことをいうことは弁解だけであつて、ああそうですかと言うしかないですね。例えばアメリカの、アメリカでなくてもこの国の中央銀行総裁に聞いても、どこの国だつて何らかの制約 (constraint) はあるに決まっているのですよ、ファクトとして。いくら法制的に completely independent (完全に独立) と書いてあつたとしても。その中で、リーガルに与えられたフレームワークの中でどこまで使っていくかということでしょう。リーガルに与えられたところを越えたら違法ですよ。だけれども、法律の枠の中なら可能なので、それを自由にどこまでやる

のかは、それはその人の実力というか、考え方というか、そういうことなのですね。

インフレ懸念ではなくてノーマライゼーション

【原田】 このときできなかったのは、日銀の独立性がないからで、独立性を上げればうまくやっていくという議論ができませんでしたね。あまり根拠ないと思うのですけれども。

【黒田】 まあ確かにこのときは、伝統的な大蔵、日銀の関係というよりも、アメリカがうるさく言っていたでしょう。

【竹中】 はい、言っていましたね。

【黒田】 だから、そこは相当気にしたのかもしれませんがね。

【原田】 日銀ではできないというのは、大蔵の圧力ではなくてアメリカの圧力だったということです。

【黒田】 アメリカの圧力を感じたのでしょうかね、よくは知らないけども（笑）。ただ、中央銀行同士はなかなかジェントルマンですから、はっきり言わないのですよね。

【竹中】 このときの88年で何でずっと続けたかということに関しては、日銀の中でもいろいろなことを言っている人がいて、中の意見が割れていたという人がいます。要は国内派と国際派に日銀の中も分かれていたそうです。

【黒田】 かもしれないね。

【竹中】 という説もあるのですけれど。あともう一つは、それはなかなかおっしゃりにくいかもしれないのですけれども、やはり新日銀法が施行されるまでは、官房調査企画課の総務審議官と日銀の金

融政策担当の企画局長との間でホットラインがあって、それで常に公定歩合について協議していた。

【黒田】 それはそうだったのではないのでしょうか。僕は直接関与していないから知りませんが、確かそうだったと思いますよ。それはどこの国でも同じでしょう。それで、金利を上げたのは澄田（智）日銀総裁の最後の……。

【竹中】 89年の5月に2・5から3・25に上げて。

【黒田】 確かにあのときに変わったのは何かといったら、若月（三喜雄）総務局長が日銀の意向を体して、多分あのときに、物価が上がる、インフレへの懸念から金利を上げる必要があると言ったのだと思うのですね。それに対して、大蔵省は当然経企庁といつも摺り合わせしていますから、政府の見解は、そのようなインフレの恐れがないのに金利を上げるといえるのはおかしいのではないかという議論を確かにしていたように思います。

それで、福井（俊彦）総務局長になったら、福井局長はインフレの恐れがあるから金利を上げたいという理屈をやめたのですよ。要するに、「ともかく（金利を）上げさせてくれ」。

【竹中】 ともかく上げられてくれ（笑）。

【黒田】 理屈は後からついてくるという訳でもないでしょうが、そのときの言い方は「ノーマライゼーション（正常化）」。要するにこれ以上低金利で景気を刺激する必要はもうないと。だから、要するに締めるのではなくて、ノーマライズするだけだ。

【原田】 それは資産価格が上がっているからちよっと何かやった方がいいということですか。

【黒田】 そういうのもあったと思いますけど、それが主たる話では

なかったですね。最初は、インフレ懸念であり、後はインフレ懸念ではなくてノーマライゼーションという。

【竹中】 ノーマライゼーションですか。

【黒田】 それだったら、「ああそうですね」と言って政府は受け入れたんですね。

【竹中】 そうですね。

【黒田】 そういうふうに覚えていませんか？

【原田】 私は下端で部署も離れていてよく分からないので。

【竹中】 これは5月になったのは、やっぱり消費税の導入を4月にやるまでは景気を悪化させたくないという大蔵省が考えていたという説も言われています。

【黒田】 何かそういうふうに関後で言われていましたけどね。だけど、それが主たる理由だったかと言われると、ちょっと分からないですね。そういう議論は大つぴらにそんなことは言わないわけで、あったのは景気の認識、物価、それから、確かに金融をノーマライゼーションしたいというのは、そのとき土地の価格がこれほど上がっているのが異常だということはみんな言っていましたから。

【竹中】 みんなおっしゃっていましたか。

【黒田】 上がり過ぎだと。

【竹中】 上がり過ぎだと。

【黒田】 株は上がったり下がったりするし、分からないけれども、住宅価格が上がって、平均年収に比べて、平均的なマンションの価格なんか、あのころ5倍ぐらいいいといっていたのが。

【原田】 ところが10倍以上になっていました。

【黒田】 それでは、一般庶民の人は買えないではないか、これはお

かしい、ということ、みんな言っていましたけどね。

その時に、どの程度みんなに危機感があつたか

【竹中】 その後、バブルがご案内の通り崩壊していくわけで、それで、総裁はもう副財務官という全く国内政策と関係ないポジションにいらしたので、省内の雰囲気のものだけでも教えていただければと思うのですけれども、92年に入ってずっと株価が下落をしていて、4月に1万5000円ぐらいになって、8月に1万4000円ぐらいになって、最高値が3万8000円ですから、これはいかにもおかしいということになります。99年ぐらいですかね、日本経済新聞がバブル特集をやったときに、宮澤（喜一）総理が、「いや、あのとき実は私は」と、軽井沢に総理秘書官を呼んで、東京証券取引市場をシャットダウンして、対策を発表するべきだと考えていたと振り返ります。そのときに彼は回顧で、三重野（康日銀）総裁には電話をして公的資金を、その公的資金を出すというのはどういうことで出すということを念頭に置いていたのかまで具体的にはおっしゃっていないのですけれども、三重野さんと話をつけて、幾らでも日銀から資金は出せるようにしてあるのだというふうにおっしゃったのだそうです。金融問題の研究者の間では、宮澤さんはこのときに公的資金の投入を考えていたのだということがいわれているのですけれども、結局このときは総理秘書官が主計局、あるいは銀行局長と連絡を取ってそれは難しいので、「金融行政の当面の運営の指針」とかいうものを発表することになりました。こういう宮澤さんの回顧を聞いてどうお考えになりますか。

【黒田】 僕は92年の副財務官のときは、G7のD/D（蔵相代理の代理）として翌年の東京サミットに向けての準備をずっとやっていたのです。私が議長役をし、他のG7D/Dを集めて、カナダやパリ、東京で準備会議をしていましたので、もっぱらインটারナショナルな話ばかりで、金融システムの話は全くリーダーに乗っていないというか、少なくとも私のところに情報が入ってきませんでしたね。

【竹中】 そうですか。報告とかも。

【黒田】 全然。確かに後知恵で思うと、何か金融システム安定のために早くやっていたら良かったということは、そうだと思いますけれども。ですがその頃みんなの発想としては、株は上がった下がり下がりしてしょうがないけれど、地価は暴騰した挙句、下がり始めていましたからね。だけど、まだ92年の段階だとそんな大きく下がってなかったのではないかと思いますね。

【原田】 地価は遅れて下がりましたから。

【黒田】 そう。それから、まだだからと下がりましたから。株価みたいにあつという間に下がってくると調整が早いのですけれども。そのときにどの程度みんなに危機感があつたかということですよ。金融機関、銀行を含めてね。ご承知のように、銀行は戦前からため込んだ、いわば含み益があつたわけでしょう。

【竹中】 はい。

わざわざ自分の首を早く絞めようという金融機関はない

【黒田】 土地でも株でも、含み益が何十兆円もあつたものを、結局

最後98年頃には全部食いつぶして足りなくなっていましたね。もちろんその前の95年には、不良債権処理のため住専に公的資金の注入をやって、それで国会で批判され、それでも公的資金は二度とやりませんと橋本（龍太郎）総理が言って、それでむしろ対応が遅れてしまうわけですよ。それにしても最後は98年、99年と公的資金の注入を2回にわたってやるわけですけれども。銀行に含み益がある間、株だったら売って買って利益を出して、含み益を吐き出して、それでその不良資産をつぶしていくという過程が終わらない間に、少なくとも計算上、まだ何十兆円も含み益があるところで、政府がお金なんか出せるかと。それは出せないんじゃないか。だから、日本の銀行の含み益経営というのは、ある意味で非常にバツファアがあつて安全なのだけれども、逆に言うと、すぐに増資や資本注入はできない。

アメリカの銀行はご承知のように株を保有できません。子会社の株は保有できるのですよ。だけれども、いわゆるポートフォリオの株は保有できませんから、アメリカの銀行は基本的に含み益はないのです。だから、07年8月頃にサブプライム危機が始まって、07年の秋にはあつという間にばたたと増資したりしていくわけですよ。それでも結局足りなくて、08年に資本注入が始まって、08年の終わりにはTARP（不良資産救済プログラム）で入れるのですけれども、いずれにせよ、半年たたないうちに、含み益がないからもうあつという間にくずれて、増資しないとすぐつぶれてしまうのですよ。だけれども、日本の銀行は戦前からため込んだ含み益が何十兆円もあつたから、こうやってもすぐに死なないのですよ。本当の金融危機も、97年の11月まで起こらないのですから。地価が暴落

し、株が暴落したのも90年、91年から下がっているわけでしょう。だからと下がって、それでも土地担保融資は不良債権になっているのに、そこまで続けられるだけの余力があったのですよ。そういった状況の違いがあるにも関わらず、アメリカの人たちは、おれたちはこんなに不良債権処理を早くやったと言っている。アメリカの銀行はすぐ死ぬから、それはやらざるを得ないのだけれども、日本の銀行はそんな皮下脂肪があったから、それをずっと食っている間は死なないのですよ。だからいいかどうかは、分からないけれども。

だから、宮澤総理がこういうことをおっしゃっているということは、僕はこのときは知りませんでした。その後、自分がああいうことを言ったのに、政治家も役人もみんなバツにしておいて、後で困って、「何だ」とか言ったという話は聞きましたけれども、だって、このときにそんなことができた可能性はないと思いますよ。だって、何十兆円もまだだぶだぶの皮下脂肪があるのに、それを燃やさないうちに今から何かくれなんて言って、そんな国民が出すはずないでしょう。

【原田】 というか、銀行の経営者が責任を取らなくてはいけないうのも嫌がりましたね。

【黒田】 そうなったらね、当然。

【原田】 そうですね。みんな退職金が欲しかったからだらだらやっていったという説がありますね。

【黒田】 ただ、株の部分は大きく下がって、株の取得をファイナンスしていた分は確かに焦げ付いた。土地取得ファイナンスというものもありますし、土地価格の下落は不動産担保融資の部分にはもの

すごく効いてくるのだけれども、土地の価格はさつきも言ったようにすぐに下がりません。確かにだらだら下がっているときにその不良資産をばっと売れば土地はもつと下がったでしょう。だけれども、それは今のアメリカだってやらないわけですから。誰もやらなわけですよ、そんなことは。わざわざ自分で自分の首を早く絞めようという金融機関はないのです。

【原田】 そうですね。

【黒田】 それで、どこまで落ちるかというのは事前に分からないですからね。どこまで落ちるか事前に分かっていたらそれはやるでしょう。だけれども、どこまで落ちるか分からない。この辺で止まるかもしれない、というときに、もうどこまで、3分の1に落ちたらとか、それだったらこのときにそこまで不良資産を見込んでがばっとやっておけとか、あるいはその分もう早く土地を売って、少々下がろうと、結果的（eventual）な下落よりも少なくて済むのだから、早くやっておけば良かった、ということとは、すべて後知恵（笑）。戦後全く経験のなかったことなので、民間金融機関の方は後で言われてもちよつと大変でしょう。

予想されるようなクライシスの範囲を超えた

【岡田】 おっしゃっている通り、日本の銀行はものすごい含み益があつて簡単につぶれない。セーフティネットがある意味でビルドインされていたからということはおっしゃっている通りですけれども、それがefficiencyと常に裏返しという話は多分おっしゃっている通りだと思います。ただ、にもかかわらず、一応、預金保険機構

というのは大蔵省主導でかなり早い段階でちゃんと形式的にはつくられたわけですね。

【黒田】 そうそう。

【岡田】 私は93年か94年に日経金融新聞に、預金保険機構は単なる名前しか存在していない、田舎の信金が一つか二つつぶれたらファンドはなくなってしまうから、政府保証で1兆円ぐらいを積んで、銀行がつぶれてもびくともしないぐらいの見せ金を示せという論文を書きましたが、日本に預金保険機構があるのか？というのが証券市場からのリアクションで、誰も存在自体知らない。

【黒田】 日銀の中にあつたのですよね。

【岡田】 そうです。

【黒田】 数人いてね。

【岡田】 そう、形だけだった。

【黒田】 だけれども、それは先ほども言ったように、預金保険制度ができたころの発想で言えば、金融機関がこれだけ含み益を持っています、しかも銀行局は検査をやっている、だから、当時予想されるようなクライシスの範囲を超えたようなすごいバブルとバブルの崩壊があつたので、そこまで思い至らなかつたのだと思います。その前にそれを思い至って、早くから預金保険料を上げて、国がファンDに何十兆円も積むようにと言つたら、それはなかなか了解が得られなかつたでしょう、政策としては。

【原田】 何でも後知恵で（笑）。

【黒田】 でも後知恵は正しいのですよ。

【岡田】 惜しいのですよ。まるつきり預金保険機構などがなかつたのならともかく、一応あつて、その前にアメリカでS&L危機が

あつたから、日本でも準備はしておこうとちゃんと気が付いていた人がいて、形もあつたのだから、そのころから少しずつ始めていけばという気がしますが、残念だというのがありますね。

【原田】 アメリカのトーマス・カーギルという学者が、銀行の信用問題についての論文を書いて日本人に見せたら、「日本にはこんな問題は何もないから」と言われたと聞きました。それが80年代の末か90年代の最初でした。

【黒田】 それは普通に考えると、こんなに何十兆円もね。

【原田】 「こんな問題は何もない」と言っていたのに。

【黒田】 いくら何十兆円も不良債権が出ても含み益で十分処理できるという範囲内だと思つたのでしょうか。だから、その予想が外れていたのは、やっぱり不動産価格があれほど下がっていった、しかも、僕はそれだけではないと思うのは、90年代半ばから名目成長率が低下して来たことですね。欧米のエコノミストが中国の不良債権問題をとんでもない水準だと言つて騒いでも、僕があまり心配しないのは、中国は実質成長率10%、名目で15%ぐらい。そんなところで、不良債権がそんなにあつたって、そういうものはあつという間になくなるのですよ。要するにいくらたまつていたって、純資産が増えていくのですよ。だけれども、日本はデフレですから、利益が減っていく中で不良債権が逆に増えたりしたら、これは処理が大変だと。

だから僕は、銀行も駄目だった、銀行監督も対応が遅れていたというのがあると思うのですが、やっぱり物価の下落が要因だったと思います。不動産価格の下落も予想以上だったのだけれども、一般物価が下落しているという、そういうデフレ状況というのはちよつ

と予想外だったでしょう。

円高をどう防止するか

【原田】 もう90年代のところの話になっていきますので、黒田様の国際金融局審議官時代の話に移ろうと思います。国金局の審議官から内閣府参与までのご活動についてです。まず一般的に、このころ円高・株安と長期停滞、不良債権とデフレと、どんな悪いことがあったわけですか。その時代、ご著書の『通貨外交』で、「何が日本の国益か」「どのように日本の国益と世界の利益を両立させるか」と述べられておられましたけれども、今、振り返って、最も重点的に取り組んだ課題は何だったのでしょうか。

【黒田】 これはなかなか難しいのですが、振り返ってみると、やっぱり異常な円高をどう防止するかというのが一番大きかったような感じがします。もちろん98年の秋は例外で、あのときは逆に、ロシア通貨危機が起るまでの間は円が安くなっていて、確か145円ぐらいまでいっていたのです。それがLTCM（ロング・チーム・キャピタル・マネジメント、98年に崩壊した巨大ヘッジファンド）の崩壊とロシア通貨危機の2段階でどんどん円高に変わるのですけれども、その前は極端な円安だったですね。あのときは円安に行き過ぎたので円高介入しようとした。一番介入したときは、1日大体200億ドルぐらい円買い・ドル売りをやったのです。この市場介入は、今でも史上最大だと思えますけれども、それでも円安が続きましたから。

そういう局面はあったのですけれども、基本的に90年代を通じて

て、それから00年代に入っても、円高基調が続きました。それも趨勢的な話もありますし、ちょっと調子良くなると円が大きくなると、時期尚早な円高というような状況があり、景気を停滞させることが何度も何度もあるのですよね。だから、それをどうやって防止するかが課題でした。それが日本にとって重要だというだけではなくて、国際レベル、特にアメリカ経済にとってもそうなのだとすることをアメリカ側にも納得してもらわないといけなかった。というのは、為替はあくまでも2国間の通貨の交換価値ですから、日本がいくら何をやったって、アメリカが違うことをやってくれたら無理ですから。だから、基本的にドル・円レートが円高に行き過ぎるのを防止するというためには、日本側とアメリカ側との意向が合っていないといけません。アメリカが具体的に協調介入するかしないかということとは別に、考え方として、この局面で円高・ドル安があることが日本経済、あるいはアメリカ、ひいては世界経済にとって良くないという認識を共有してもらわないとうまくいかないですね。それを常に、やっている必要がある。日本やヨーロッパは基本的には政策の方向が変わらずはつきりしているけれども、アメリカの場合は、政権が変わったり、担当者が変わると前と全然違うことを言い出しますから、それはないようにしないと。日本の利益だけではなくて、それはアメリカの利益にもなるということをどういうふうに説得的に言っていくかということが大事なのです。介入はもちろん一つの手段ですけれども、無制限にできるわけではないし、それから、効果もインパクトとしてはあるのですけれども、持続的な効果があるかと言われると、やっぱり持続的な効果はなかなかないのですよね。持続的にあまり効果がないということに

なってくると、やっぱりほかの財政・金融政策のミックスとか、あるいは先ほど言ったように、そもそも、ドル・円だったら、日米の関係者間で考え方がある程度共有されていないとこれが難しいということですね。それが一番大変だったような気がします。

アジア通貨危機を話し合っているときも、このときはちよつとアメリカ側のミスジャッジメントがあつて、大したことはないと思つたのですね。最初はタイだけだと思つてやつたら、タイだけではなくてこんなになつてしまつたと。そのときもインドネシアにしても、韓国にしても、最初は割合樂觀してやつていたらおかしくなつて、結局、韓国ときも最終的にはほとんど、180度とは言わないけれども、ものすごくアメリカの方針変更があつた。日本が主張している方向に結局アメリカが近寄つて来たということでしょう。だけれども、97年当時というのは、国内金融危機とアジア通貨危機が同時に起こっているのです、これは相当深刻でしたけれども。

そういうすごいクライシスのときというのは、比較的ナショナル・インタレスト（国益）とか、そういうものがむしろはつきりするのです。微妙なときに意見が分かれるのです。だから、クライシス自体で難しいというよりも、相当思い切つたことをどんなやつていかないとクライシスに対応できないという意味では大変なのですけれども、どこにナショナル・インタレストがあつて、何をやるべきかということは、分らないということはないのです。

榊原介入は確かに効果があつた

【原田】 なるほど。

それでは、円高に関連したことからお聞きしていきたいのですが、特に95年春の超円高、79円75銭の時のことも書いておられるのですが、その中で政府、あるいは日銀の中でどういう認識が。

【黒田】 このときは、私もまだ援助担当の審議官で、次長にもなつていなかったと思います。だから、直接為替の話を担当していませんけれども、もちろん異常だということはみんな共有されているんですね。この年の一番大きいこととして、すぐ思い浮かぶのは、95年の8月、9月と、榊原（英資）国際金融局長が大規模介入をやつて、それで方向が変わつて、円高が收拾されたというのが非常に大きかった。それはそれでいいのですが、私は二つの要因を考慮する必要がありますと思います。一つは、95年春のG7で、ドル安が行き過ぎていて、これを反転させなければいけないという合意があつたのです。これは前代未聞、ルーブル合意のときもやもやとしたのを切つてしまつて、はっきりと反転させるということをG7で合意した、これは非常に大きかったですね。何を今すぐにやるということではなくて、皆の認識をG7の中で完全に一致させたということ。それが背後にあつて、そして、95年の夏の大規模介入になり、それが一定の影響を持つのですけれども、それに加えて、95年9月に日銀が公定歩合を1%から0・5%という、日銀から見ると異常という低水準に引き下げたということがやっぱりその介入の効果を継続させたのですね。だから、俗に「榊原介入」といわれるのは確かに効果があつたのですが、その前哨戦でまず春のG7で合意ができ、そして、8月、9月の介入の後に日銀がその効果を裏書きしてくれるような大幅な公定歩合の引下げを行っているということは、やっぱりすごく効いたのでしょうね。

【原田】 そうすると、財政というか、この場合は介入ですね、大蔵省の為替介入と日銀の協力とがあつて。

【黒田】 ぴったり合っていたということでしょうね。

【原田】 ええ。でも現実には、財政拡大をしたけれども金融緩和を伴わない場合がかなり多いわけですが。

【黒田】 はい、特に90年の前半ね。

【原田】 そうですよ。

【黒田】 90年代前半はそれこそものすごい公共事業をやったわけですよ。ところが、金融は、もちろん公定歩合はだんだんと下がっていくのですけれども、追い付かないですよ。要するに一方で財政拡張と、他方で不良債権が増える、物価上昇率がどんどん下がっていくことに対応できないものですから、結局円高になつてしまふのです。

はつきり変わったのは1995年

【原田】 そのときに当然、主計局は政治家に言われればやらざるを得ないのでしょけれども、財政赤字を心配しながらやっているのに、何で日銀は助けてくれないのかという議論がありましたか。

【黒田】 それは多分政府全体としてはあつたでしょうね。だけれども、日銀はあのバブルのときに懲りて、やっぱり80年代のバブルの形成に金融の超緩和が影響したと思つていた。まあ影響はしたのでしょうね。その後、バブルつぶしをして地価を下落させた。ただ、ある意味で異常な土地の暴騰の後いずれにせよ調整はあつたでしょうね。だけれども、その後の金融緩和のテンポは、多分実態の

変化に比して遅れたのでしょうね。日銀から見ると、それは80年代の反省から、バブルが大きくしぼんでいるのを止めようとか、何かしなくてはいけないという義理というか、そういうものは何もなかったのでしょうね。だから、どうしてもやや締め気味になる。

【竹中】 はい、締め気味になります。

【黒田】 それのはつきり変わったのは95年だったと思います。要するに90年代前半は金融政策がちよつと遅れ気味で、一方で財政余力もあつたので、財政政策をたくさんやったわけですよ。それで財政が超拡張で、金融が引き締めですから、当然円高基調で、円高になれば物価上昇率はどんどん下がっていく。それから、不良債権も増えれば処理が難しくなるだろうというので、要するにマクロ政策と金融機関の不良債権処理政策と、マクロ政策の中の財政政策金融政策が食い違つているんですね。日銀が法律上の新制度になつたのはいつでしたか。

【原田】 新しい日銀法が施行されて、日本銀行が独立したのは、98年ですよ。

【黒田】 だから、法的な独立性があるかどうかは全く関係ないので。前の法律のフレームワークの中でそこまで頑張つたのですよ。後知恵で見ると、前の「戦争」を戦つたわけですね。前の戦争のときにこうすべきだったものをできなかったというので、今度のときやつていくのですけど、今度のときは全然違う戦争だった。今度は、不良債権増加であり、デフレであり、財政の方はやり過ぎであり、前のときは財政はもうちょつと早く出てくれれば良かったと思つたかもしれませんね。それで金融はやり過ぎたのではないかと、バブルになつてしまつたのではないかと、そういうあらゆる

反省があつたのでしょね。それをちょうど逆にやつたのですけれども、局面は全く逆で、今回はもっと緩和すべきであり、思い切つて早くやるべきだったのでしょ。

【原田】 ただ、不良債権があつて大変だといつて、デフレになるのではないかということも心配されていましたが、90年代になっては、マンデルフレミングモデルに基づいて、おかしいのではないかという経済評論家もいました。そういう中で、日銀が前の戦争を戦っていることに対して、政府、あるいは政治家はどういう対応をしていたのですか。新聞などは、日銀の言う通りでいいのではないという、そういう雰囲気、論調もあつたと思うのですけれども、政府だつて、大蔵だつて必死に景気刺激しているのになぜ協力してくれないのかという議論はあつたのでしょうか。そのことで日銀を批判するという議論はありましたか。

【黒田】 いろいろな議論はあつたと思いますが。

【原田】 役人同士は外に言わないのは当然でも、金丸〔信、この後の発言があつた92年2月当時は自民党副総裁〕さんが日銀総裁の首を切つても公定歩合を下げさせると言つた話がありますね。あるいは、表に出さないで裏で何とかやるということのできる政治家もいなかったということなのでしょうか。

【黒田】 やっぱり、何ていうかな、バブルの何か反省があつたのでしょね、みんなね、思いがね。

【原田】 やっぱりあのとき失敗だつた。

【黒田】 そうそう。

【原田】 やっぱりみんなが前の戦争を戦つたというわけですか。

【黒田】 そういうことなのですね。だから、政府の方もそれほど強

く日銀に当たれなかつたのかもしれないね。

【原田】 今になってみると金丸さんは正しかつたのではないかという気がしますけれども。

デフレと円高の悪循環、デフレと不良債権の悪循環

【岡田】 95年の件で一つ感想を伺いたいです。95年の件は、私自身も総裁と同じでマクロ経済的な推移で基本的には説明できると思うのですけれども、当時の主観的なイメージとしては、細川〔護国〕政権下で日米自動車協定がもめにもめて、私はちょうどそのときワシントンにいたのですけれども、飛行機も下りないところに無理やり下りてきて、それでほかの関係でとか言つて、あのあたりで何かもうこれは円高しかないという雰囲気がすごく膨らんで、それで79円に突っ込んでいったみたいな印象がすごくあつて、マーケットだとか、あるいは一般の間では、為替レートの変動というのがものすごくポリテカルなものだと受け止められる傾向が強い。

【黒田】 そういう動きもあるのだとは思ふのですけれども、少なくとも米国財務省とこちらでいろいろと議論したりしているときは、そういう議論はなかつたですね。

【岡田】 向こうからブレッシャーというのがあつて。

【黒田】 そういう、先ほども言つたように、95年のあの異常というものに対しては、アメリカも含めてG7で反転させなければいけないという合意ができたぐらいですからね。ただ、確かに貿易関係者の間でいろいろなことがあつたでしょうから、ちよつと分かりませぬね。

【原田】 90年代の前半というのは、あれだけ景気が良かったのだからしばらくしょうがないという感じが世の中にあって、それで95年ぐらいは結構成長もした。

【黒田】 そうそう、そうですね。

【原田】 そうなのですね。ところが97年の後半からこれは絶対おかしいという状況になってきた。90年代の中頃は、景気は拡大していったのですけれども、だんだんデフレも起きてきた。そういうときに、日銀は金融政策について積極的ではありませんでした。デフレの危機ということに関して、政府や日銀に対してどのように考えていたのか、日銀の政策について何か言っていたか。あるいは日銀はどういう反応だったのでしょうか。

【黒田】 このところはちょっと記憶にないですね。多分日銀に対しては、物価とか、金融危機を理由にして、緩和してくれということとは言っていたと思うのですけれども。直接僕はそのときの経緯を知らないのですが、95年から96年まで僕は国際金融局の次長をしていたのですが、その後、96年7月、財政金融研究所の所長に異動して、マクロ政策とか、為替の話とは全く離れていましたので、その1年間は空白なのです。ちょっと記憶にないですね。ただ、95年頃から物価上昇率がマイナスになったり、いろいろなことが出てくるので、デフレは相当心配していると思うのですよね。だから、デフレと円高の悪循環も気になっていたり、デフレと不良債権の悪循環も気になっていたでしょうし、政府側は一貫していろいろと金融緩和は主張していたと思うのですね。

【原田】 日銀はデフレと不良債権の関係というのはあまり考えていなかったのですね。

【黒田】 あまり考えてなかったかもしれませんね。デフレと円高の関係は分かっていたとは思いますが。これはマクロ的な話ですから。金融機関の不良債権の話というのは、不良債権が増えると銀行がますます貸し渋りになってきて、それがまた景気がデフレになる。そうなるもまた不良債権、こういう悪循環ですよ。それはマクロの為替レートとインフレという分かりやすいものと違いますし、金融機関の行動 (Behavior) だとか不良債権の状況についての認識は、みんなそれぞれ違うでしょうから、そう簡単にはいかなかったでしょう。

【原田】 日銀は銀行の経営状態についての関心はあったわけで、信用秩序にも関心があつて、当然個々の銀行の不良債権にも関心があった。デフレになれば当然、名目の地価も株価も下がるわけですから、不良債権が増えるというのは、当然理解できたと思います。

【黒田】 それは理屈だけれども、やっぱり金融機関の健全性に対する最終的な責任は大蔵省にある、日銀の責任ではないと思っていたのではないですかね。

【原田】 信用秩序は日銀の責任ではないのですか。

【黒田】 信用秩序、それから最近でいうと、個々の金融機関の健全性をいくらチェックしていてもシステムとしてのリスクが分からないではないかというので、最近マクロ・プルデンシャルというのはやっていますね。あの頃はそういうのではなくて、もう少し個々の銀行は厳しくやれということの方が重要な議論でしたしね。

それから、95年は例の住専の話もありました。

住専処理

【竹中】 95年の年末ですね。どたばたと、要は96年度の予算案をつくるので、95年の年末に、財政資金を入れるのならもうそこで決めなければというので、最終的に、当初は入れないでするというのを……。

【黒田】 保証でと言ったわけですね。

【竹中】 この時、農協サイドが1兆円も出せないということになりました。

【黒田】 あれも僕は直接知らない。関係ある人に聞いたのですけど、当初あれはやっぱり保証でやろうとしていたのですよね。大蔵省は主計局も銀行局も事務方はね。そうしたら途中で大きく変わり、あれも5000億円ぐらいでしたかね。

【竹中】 いえ、最終的には6850億円の財政資金を投入します。

【黒田】 ああそうだ、あれは本当は住専でないですよ。

【竹中】 住専ではないですよ。あれは本当は農林系の方に出してもらおうと思っていたのが、結局、財政資金を投入することになります。

【黒田】 だけれども、銀行局は確かに保証でみんな解決しようとしていたみたいですから。それが何かあなくなっていくって、それでも以後は財政資金の投入はできませんとなった訳ですが……。

【竹中】 それで公的資金を入れることになります。

【黒田】 村山〔富市〕総理が年始めに辞められましたね。

【竹中】 96年の1月5日か6日ぐらいですね。

【黒田】 それで橋本総理になってね。橋本総理はもう村山内閣で決

まったことであり、これでやってくれという話でしたが、結局国会で追及されて、「銀行には公的資金は入れません」と橋本総理が言ってしまうのですよね。それで98年3月まで公的資金が入れられないですね。

【竹中】 そういう不幸な出来事があったのはこのころ。

【黒田】 このころですね。96年の春の住専さわぎについては、僕はあまり記憶にないですから、申し訳ないですけども。

リーマンと比べたら救済できたかもしれない

【竹中】 では97年のお話を。

【原田】 97年に国際金融局長に就任されてから、アジア通貨危機があつて。

【黒田】 はい、そうです。

【原田】 そのとき日本は、先ほども説明いただいたように、日本も同時危機でした。そのときに、「日銀は95年の9月に公定歩合を引き下げた以外は何もしていない」とおっしゃった。それで、「これもロシア通貨危機とLTCMの破綻に対応したもので、国内金融危機やデフレとの関係は明らかではない」と書かれています。今、アメリカでやっていることを考えても、金融危機への当面の対処は金融緩和だと思うのですけれども、日銀にはそういう認識はなかったということなのでしょう。

【黒田】 私は97年7月に局長になりました。直後にタイの危機があつて、8月に東京でタイ支援国会合を開催して172億ドルの融資枠の提供を合意して、その後危機がインドネシア、韓国と広まっ

ていくという状況で、その関係の仕事が9割ぐらいを占めていました。国内の金融危機の方は直接の担当ではなかったのですが、ご承知のように、銀行や証券会社は国際業務をやっていたわけで、当時まだ外為法が残っていて、外為法が抜本的に改定されて、改定される前からほとんど取引は自由なのですから、それでも依然として国際金融業務部分は国際金融局が当時所掌していたのです。今は金融庁に移りましたが、当時は所掌していましたので、11月に毎週のように金融機関の破綻があつた時は、銀行の場合は銀行局長と私、証券会社の場合は証券局長と私で対応していました。

特に北海道拓殖銀行のときはそれは大変だつたですよ。北拓もなぜ破綻したかというのは、銀行は常に中央銀行から借り入れる窓口がありますので、窓口がずつとあると破綻しないのです。だから、破綻をしたというのは、要するにもうこれは破綻させるしかないという日銀が判断したのでしょう。あるいは日銀と政府でしょう。僕はそっちの方は直接タッチしていないから知らないのですけれども。

三洋証券の破綻のときには、日本はアメリカと違って前から証券会社がマネーマーケットから資金を調達していて、しかも日銀が融資できたのですが、三洋証券の破綻によって、マネーマーケットで戦後初めて破綻したということで衝撃が走って、破綻の連鎖が始まったのです。このときは僕はあまりよく知らないのですが、その後、北拓にいく間にもう大変でした。北拓を救済するか、しないか、というのですね。それで、実際問題として北拓は破綻にいくしかなかったと思うのですけれども、それをどういうふうにかうまくやるかということだったでしょう。

結果的に見ると、四つも破綻しましたけれども、いずれもバニックスは生じなかったのです。それは政府が預金は全額保護しますと言ったので、当面の間はバニックスにはならずに処理はできたのですけれども、大きな金融機関が1ヵ月で四つもつぶれたというのは100年ぶりとはいわないけれど、戦後初めてでしたからショックでした。その際に政府と日銀とで、もうちょっとよい対応ができたのでは、と言われても難しいと思います。ただ、確かに、私は金融危機との関係もさることながら、やっぱりデフレの動きというのが一番私は気になっているのですけどね。金融機関の状況に対しては、あのときに政府と日銀が取った対応策以外によりいいものがあつたと言われても、なかなかなかったのではないのでしょうか。

ただ、三洋証券のケースは、少なくともマーケットにああいう影響が出るということをどういうふうにかバーするかということは、政府と日銀とで見ていないといけない話ですね。それはアメリカでちょうど起こったことと同じです。リーマンをつぶしてしまつたら、途端にマネーマーケットが全部フリーズしてしまい、それがAIGに波及し、また、マネーマーケットのファンドを政府が保証することになった。AIGには1800億ドル、18兆円ぐらゐ入るわけですよ。だから、そういうのと同じように、やっぱり三洋証券はもう破綻させるしかなかったと思うのですけれども、その処理が政府と日銀とでもうちょっとちゃんとしておけばああいうふうにならなかったのではないかと。そうすると、いずれにせよ、三洋証券は破綻したと思うし、山一証券は今のアメリカの金融機関のあのひどい状況からいうと、こんなちよつとしたことのせいで破綻したことになる。だって千何百億円でしよう。そんなものは例えば、リー

マンの5兆円の飛ばしに比べたら小さなものですよね。だから、救済できたかもしれませんね。

【岡田】 最終的な損益計算したら大した額ではなかった。

【黒田】 はい、救済できたかもしれない。だけれども、あの中では到底できる状態ではなかったですよね。

デフレにしてしまうとあらゆる面でおかしくなる

【原田】 戦後、今までなかったようなことが起きたわけですから、完璧にやるということは不可能で、あれしかなかったのかもしれない。けれども、日銀がその後、ゼロ金利にするのが99年3月ですが、98年の末にやることもできた。考えてみれば、昭和金融恐慌のときには、日銀はものすごくマネタリーベースを増やしています。ですから、その経験に学んでそういうことをやっても良かったのではないかと思うのですが、マネタリーベースはたいして増えていない。もつとやることがあったのではないかと思うのですけれども。

【黒田】 まあそうですね、確かにもつと大胆に早くにね。そもそも90年の半ばからもうデフレになっているわけですよ。それが一番の根っこにあるのですよね。これに対し、今回の危機におけるアメリカの政策の一つの大きな特徴は、デフレ回避の決意です。もちろん最初はパニックになってしまい、その後、市場に大量に資金を投入したり、いろいろなクレジットマーケットにどんどん中央銀行が介入を行ったのですけれども、それも重要ですけども、そもそも、前から言っているように、絶対デフレにしないというコミットメントが重要ですね。デフレにしてしまうともう本当にどうしよう

もないのです。だから、アメリカでも、金融機関の救済も重要なだけれども、マクロ的にデフレにしてしまうとあらゆる面でおかしくなってしまうし、それによって金融政策の余地も狭められてしまう。だから、デフレになる前が重要なのです。もちろん金融破綻が97年に起こったときから日銀は資金を供給し、あとはまた超緩和していますけど。やっぱり97年11月の金融危機の対応がすごく悪かったというよりも、その前にこうした状況を起こさないような対応が必要ということですね。

【原田】 デフレ前から悪かった。

【黒田】 デフレが起これたらもう終わりなのですよ。

【原田】 ただ、日銀は「良いデフレ論」というのをずっと唱えていました。98年の不況で小渕（恵三）総理になって、今度はまたがんがんに財政政策をやるという、また反対方向に行った。

【黒田】 そうそう、またデフレです。

【原田】 基本的に「良いデフレ論」を唱えていたわけですね。財政を拡大する財務省とか政治家は、財政政策と金融政策は両方やらないと効果はないし、なくはないのでしょうが、随分阻害されてしまう。そういう認識は、そのころになってもなかったのでしょうか。

大蔵省と日本銀行の間の意思疎通

【黒田】 そこはあまりなかったのではないのでしょうか。政府はもちろんあったでしょうね。

【竹中】 これは財務省というか、大蔵省と日本銀行の間の意思疎通というのは、このころも総審（総務審議官）ですか。それとも。

【黒田】 そうですよ、ずっと総審。

【竹中】 ずっと総審ですか。

【黒田】 うん。要するに総務審議官がやって、それが必要があればそれこそ次官と副総裁がやって、最後に大臣と総裁が話す。基本的には総務審議官と向こう側の金融政策担当者との間で話す。

【竹中】 でもあまり向こうは聞いてくれないという感じなのですかね。

【黒田】 全然聞いてくれない。ますます聞かなくなっている。

【原田】 今は独立していますものね。

【岡田】 あのころのマーケットでいわれていたのは、金融システム安定化策や財政出動を先にやってくれないと、日銀は出ないぞということだったですけどね。

【黒田】 それはただいあるんですね。変な付き合い方だけれどもね。

【岡田】 99年の2月で金融国会が終わって、本当の最悪期が過ぎてもうしないのかなと思ったら、決算が近いからやりますという感じで、ゼロ金利が導入されるという話になった。

【原田】 そういう決算対策とかを日銀は考えているわけですから、デフレにしたら銀行の決算もおかしくなると考えても良かったと思うのですが。

【竹中】 日銀の人に聞かないといけないのですが。

【原田】 誰も応じてくれないのです（笑）。担当ではないのに申し訳ないのですけれども。

【黒田】 何といってもやっぱり80年代の反省というか、苦い経験というのが根強く日銀にあって、新日銀法でますます強まったでしょ。

うね。ずっと一貫してね。

【岡田】 でも本来は金融政策は機動的でというのが身上なわけですから。ほかがやってくれたら後から出ますというのは話がおかしい。

【黒田】 そうなのですよ。前に言ったように、財政は出たらなかなか引けませんからね。だから、やっぱりそれはアメリカがやっているように、財政はクライシスみたいなときには大規模に入れるけれども、普段の景気循環のときには基本的には慎重にやり、あとは金融政策が機動的にやっていくというのが、世界の常識ですね。

【岡田】 80年代の前半のある段階で、世界的にそういうコンセンサスができていたと思います。

【黒田】 80年代の前半は確かに良かったのですよね。ただ、財政はあまり出ませんでしたよね。日銀の人は、財政が出ないので金融にむしろ負担が掛かったと見ていたのでしょうかね。だから、その後、常に半分罪悪感（guilty conscience）があり、半分やっぱりやらせられたという感じがあったのでしょうかね。

【原田】 90年代初は、誤った教訓で誤った戦争を戦っていたというのは分かるのですけれども。

【黒田】 そこはそうですね。

【原田】 そこを過ぎたら、これまでと違う戦争をしなければいけないのではないかと気が付いても良さそうにも思うのですが。でもずっと続いていますね。現在でも。

【黒田】 今でも続いているようですね。

【原田】 80年代後半の失敗で、その後20年間ずっと失敗の反省ということで、誤った戦争を続けているという気がします。

【黒田】 だんだんそういう微妙なことになるかと、言いにくくなりますが（笑）、要は、金融政策は機動的にやるべきだということに尽きます。

不胎化介入の永続的な効果は検証できない

【原田】 財務官に就任されてから、やっぱり先ほどの円高阻止というのが問題意識として一番おありになったということでしたけれども、非常に盛んに円売り・ドル買いの市場介入を実施されて、3年半の在任期間中32回介入されたそうです。

【黒田】 これも確か、私が局長で、榊原さんが財務官のときに介入結果を公表しようという話になって、それで公表し始めたのですね。それで過去の分も公表して、それからは、新しい分は四半期ごとにまとめて公表した。何月何日に幾ら、どの通貨で介入しましたというのですね。

【原田】 なぜ公表することにしたのですか。

【黒田】 これは一つは、榊原さんのときから、介入した時はプレスに「介入した」と言っていたでしょう。介入しておいて、それで、もう3ヵ月たった後だったら、幾ら介入したということを言ったって別に困らないのではないかというか、アメリカも公表していたのかな。ヨーロッパは公表していないのですよね。今でも公表していないですね。だから、決断したように思いますけどね。

【原田】 為替介入は、何よりも介入のタイミングと市場へのメッセージが重要とおっしゃっていますけれども、今、振り返ってもそうお考えですか。

【黒田】 そうですね、やっぱり介入というのは、介入政策とかいうのですけれども、財政政策とか金融政策と全然違うのは、財政政策と金融政策だと、まだ一応理論があつて、それでエコノメトリックスで検証して、これぐらいやったらこういうふうになるというのはある程度分かるのですよ。だけれども、介入というのはこのぐらいでこうなるというのがなかなか分からないわけですよ。だから、普通の政策とちよつと違うのですよね。

だから、100億ドルやったら、50億ドルやった倍、あるいは売りと買いとはちょうど逆に対称的になりますというふうにならないのですね。財政政策と金融政策だと、金融を締めて公定歩合1%上げ、マネーサプライがこうなったらこうなるということは、もう膨大な研究成果があつて、そういうものを踏まえてやるわけです。もちろんはつきりは当たりませんけれども、為替というのは全くそういうものはないのです。

一時OECDで為替介入の効果を実証するという野心的なプロジェクトをやるうとしたのですが、やめてしまったのですね。それはマクロモデルをつくって、為替市場を入れて、複数通貨でこうやってこんなことをやるうとしたのですけれども、ノイズというか、貿易の話がどうか、某政治家がこんな発言したとかあつたら動いてしまうわけですよ。そんなものはモデルに入られないですよ。そこで、思い切つてやめてしまつて、何かエピソード分析みたいなことをしたのです。この局面でこういうことをやって、ああいうことをやって、こういうふうにやって、こう為替が変わつた。だけれども、それは普通の種類の解説とどう違うか、それはなかなかエコノメトリックスとはいえないものではないでしょうか。だから、やっぱ

り経験的に言うと、マーケットが非常に悩んでいるときなのかどうか、そういうマーケットの状況を見たりして、それから、外国の連中と摺り合わせたりして、タイミングを図ってやっていって、それがメッセージとして市場にだけ伝わるかと、そういう話なのです。だから、エコノメトリックスできちっとやれとか、これをやったらこれだけ効果があったとかと言われても、なかなか分からないですね。

ただ、理論的にはつきりしているのは、いろいろなスタディーでも不胎化介入（円売り介入で市場に供給した円資金を日銀が短期国債の売りオペなどの金融調節で吸い上げてしまうこと）が永続的な効果を持つということはなかなか検証できないなど。だから、財務省の介入というのはどの国でも不胎化介入なので、金融政策というので切ってくれば非不胎化になるのだけれども、そうでない限りは不胎化介入なので、当面インパクトがあるにしても、長期的効果がある介入というのは期待し難い。結構いろいろなエコノミストが検証しているのです。ただ、そのインパクトがあるといっても、係数についてどのぐらい一般化できるか分からないですね。だから、そういうことだと思えますけどね。

【**原田**】 介入されるときは、やはり相場水準を意識して、この程度に持っていきたいというのを。

【**黒田**】 介入というのは株式の注文と同じです。株式の注文もいろいろとやり方があるわけですね。この値段の範囲内で幾らでも買えというのもあるし、値段と関係なくこれだけ買えというのもありまして、両方交ぜて、このプライスレンジの中で何株まで買えとか、売れというような手法もあります。為替の水準を全然考慮しない

で、何十億ドルやろうとか、あるいは金額はある程度フレキシブルでも、ここまで為替レートを持っていこうと、あるいはその両方のミックスで、そこまで持っていくのはやるけれども、無制限にやるというのもちよっと、この範囲内でここまで努力しようとか、いろいろなものがあり得るわけです。

ただ、為替の介入というのは、先ほども言ったようにインパクトです。ずっとこの水準で年末までとか、来年までやろうということを考えているわけでもないし、そういう国際的合意もできないのです。だけれども、介入するときはG7の中で相手通貨国と必ず情報を共有しています。もちろん自分の国のリスクでやっているの、他国から了解を取る必要もないのですけれども、しかし、何らかの合意というか、英語で言うと、*acquiesce* のようなまあいいでしょうという了解がないと、相手は絶対嫌だと言っているのにやると、向こうの大臣にこれは好ましくないなどと言われてうまくいかないのです。

だから、やっぱり事前に話をして、一定の共通認識を持ってやるわけですから、そのときに何の当てもなく、「売りをやります」と言うだけでは、向こうだって、どの辺のことを考えているのとか、どのぐらいの規模を考えているのかとか、分からないわけですよ。だけれども、それはそのときの話であって、明後日になったらもう全然違うわけですよ。あのときはこう思ったけれども、ここまですでにかなったとか、そのつもりだったけれどもこのぐらい必要になったとか、いろいろとあるわけですよ。だから、水準を考えないということはありません。大抵水準ということを考えるのです。その水準というのは、固定レート（fixed rate）みた

いな、ずっとこの水準で当分の間ずっと、indefiniteに何かあるままでこれでやろうとか、そういうことはあり得ないのですよ。今の変動相場制の下では。今日どういふところを目途にやろうかという話だけなのです。明日、明後日になったらまた状況は変わってしまっているのですよね。そういう意味ではもう完全にマネーゾドフロートで、水準を何か前提にして、そこに絶対何が何でも持つていくとか、そんなことはないのです。

【原田】 ないのですか。

【黒田】 そういうのはないのです。多分無理なのです。今の状況では。

ゼロ金利政策解除は全く理解を超えていた

【原田】 それから、ゼロ金利政策を解除してしまったのですが、01年にはもう一度事実上ゼロ金利政策で、それを量的緩和政策ということをやりました。このときアメリカとの意思統一とか、協議とか、そういうものはあったわけですか。

【黒田】 僕もあまり詳細は時系列 (chronological) には記憶していませんけれども、我々もあのゼロ金利政策の解除はみんな反対だったわけですね。それで結局、政府として反対意見を述べた。あれについては、確か宮澤 (喜一財務) 大臣がかなりはつきりしていましたね。宮澤大臣は基本的に日銀と仲良くやっていけるという腹でしたから、日銀と対立したりすることは普通しない人なのですけれども、この点については、歴史の判断を仰ごうということで、はっきり政府として、日銀の言うことだからOKしておこうとかいうので

はなくて、反対の意見を言いましたと言われた。反対意見を言っても覆されるだけですということ、事務方が言っていたのですけれども。

【竹中】 そうなのですか。

【黒田】 そうです。政府内ではがんがん言うのですが、政府外に対してそういうことを言いたくはないのですよ。

【竹中】 わかりました。

【黒田】 役所ってみんなそうじゃないですか。だから、あれは宮澤大臣がはつきりと、それで合意してしまったら政府も同じ意見だということになって誤りを共有してしまうからやめろと言われた。僕は宮澤大臣から直接聞いたわけではないのですけれども。

【原田】 宮澤さんが日銀のことを、「あの人たちはひねくれた人だからあまり言わない方がいい」とかおっしゃったと聞いたことがありますけれども。

【黒田】 普段は、宮澤大臣は日銀がこういふふうにやっていった方がいいと外に言ったりすると逆効果になるので、はつきり政府が反対意見を述べるといふのはちょっとという感じだと思っていたら、あれは最後に宮澤大臣が決めたのだと思うのですよ。私はもちろん全く当事者ではないのですけれど、デフレが続いて物価が下がっている中で、なぜそのときにゼロ金利政策の解除をやるのか、というのは全く理解を超えていましたから。

【原田】 もう円高が望ましいという。

【黒田】 それも速水 (優) 日銀総裁にはあったのですよね。ですが、為替というのは円高がいいというのだったら、では1ドル1円にしたらいいのか、円安がいいといったら、1ドル1000円かという

話になります。これから分かるように、一概に円高がいいとか、円安がいいとかということはないのですよね。マクロ経済状況と合わせてどういう水準がいいかという問題です。そこでデフレが続いているときに円高にしたなら、またデフレになっていくので、あれはちょっと考えられない政策です。

だから、円高になっても全然デフレにならないとか、円高になっても成長が下落しないというのだったら、円高にした方が有利であり、こういう状況の中では丸もうけです。ただし、そんなことはあり得ないのですから。だから、一方的に円高がいいかどうかということ自体、そういう問いが意味がないのですよね。

【竹中】 総裁が財務官をなさって、それこそ円高、為替相場の水準に非常に気を割かれているわけですね。

【黒田】 私は金融政策の窓口ではないけれども、非公式には日銀の人にはつきり言いましたけどね。

【竹中】 日銀総裁が円高は良いと言われることは、やっぱり相場に何らかの影響はあるとお考えですか。

【黒田】 それは当然、常に事務的には好ましくないということは伝えていましたけれども、大つばらに大蔵省の人間が日銀総裁を批判するとか、そういうことは全然しませんでした。私は全然しなかったし、また、アメリカとの話し合いの席でも、日銀が決めたことについて、日銀と違う意見を私が言って、アメリカから日銀に圧力をかけさせようとか、そういう気は全くなかったです。

【竹中】 為替水準を大蔵省が円安になるように抑えているときに、いろいろなかことをして介入とかしているときに、日銀総裁が「いや、円高はいいのです」とかなったら後ろから鉄砲で撃たれたような形

ですか。

【黒田】 その通り。

【竹中】 こっちは配慮しているのに……。

【黒田】 そういうことがあれば、当然「そうでないようにしてください」と言ったと思いますけどね。だけれども、それを新聞記者の人に對して、「こういうことはけしからん」とか、アメリカの人に言いつけるとか、FRBの議長から日銀総裁に何か文句言ってくれとか、そういうことはしませんでした。むしろ日銀との共通了解をちゃんとG7のときは主張しました。金融政策については日銀が専権事項で持っているわけですからね。向こうがその方針で臨むという以上はそれでG7でも何でも臨むと。

【岡田】 だけれども、日銀は、金融政策と為替政策は別だと言っています。最近でも昭和恐慌について論文を書いたら、それについて日銀の人は、昭和恐慌は金融政策で離脱したのではなくて、為替政策で離脱した。日銀は別に良かったわけでも悪かったわけでもないというわけです。金融政策と為替政策は、職権は別でも同じものではないか。今の件でいうと、日銀総裁が為替政策は大蔵省、日銀は関係ないと言うのであれば、良い円高とか、悪い円安とか、余計なことは一切言わないのが筋だと思うのですが、なぜ財務省は反撃しないかが不思議です。

【竹中】 大蔵省ももう少し金融政策についての見解を公表してもいいのではないですか。

【黒田】 なかなかね。そこはなかなか難しいのと、やろうと思ったらできたのかもしれませんが、それでまた金融政策で、さらに先ほどの宮澤大臣のお話しじゃないけど捉え方が逆にされると

もつとひどいことになりますからね。

【岡田】 そうですか。大蔵省は独立性がない？わけでしょう。

【黒田】 そうですよ。

【岡田】 昔からそうですか。

【原田】 宮澤総理は昔からそういうふうには、「日銀に何か言ってもねくられると困る」と言っておられましたね。

【岡田】 昭和40年代でニュースを見ると、政府筋から公定歩合引上げの意見が出ると日銀は態度を硬化させとか、よく出ている。だから、日銀の独立性が小さいというのはすごい違和感がある。

【黒田】 確かにね。

【竹中】 なかなか難しいですね。

中央銀行総裁のコミットメント

【原田】 03年から円高になったときは、非不胎化介入があつて、量的緩和と為替介入の両方で対処したわけです。これは協力的な姿勢が珍しくあつたと思うのですけれども、何でこのときは協力でできて、その後また協力しなくなるのでしょうか。このときだけ例外的に協力的であつたというのはなぜなのでしょう。

【黒田】 私は03年1月に財務官を辞めて、その後小泉（純一郎）総理の下で内閣官房参与になったので、直接知らないのですけれども、その年の春から福井（俊彦）総裁になったのですね。もちろん福井総裁になる前から量的緩和の中でも準備預金の額を増やしているのですけれども、福井総裁のときに大きく増やし、溝口（善兵衛）財務官が一方で介入を大量にやっているときに、福井総裁が量的緩

和のターゲットをどんどん拡大していくというのはありましたね。基本的にその頃は、デフレもずっと続いていましたし、日銀総裁が福井総裁に替わって、よりフレキシブルにやってくれたということですね。その経緯は官邸に入ってしまったので僕は知らないのです。

【原田】 総裁は量的緩和の効果があつたのだということですね。日銀は、いや、効果はないと言っていますね。せっかく福井総裁がやられたことであれば、効果があつたと言えればいいではないかと思うのですが。

【黒田】 その後、景気がある程度回復していくわけですよ。それは自律反転したので金融政策と何の関係もありません、というのもちよつと変だと思えますけれども。といいますのは、ほとんど金融を緩和していったときに、それは相当程度日銀への過剰準備で戻ってきてしまうと思いますが、一部は他の資産市場に流れていくし、それは為替にもいい影響があるし、円高防止になるし、株式にも影響が出てくるし、それから、一番はもちろん実物投資にも影響が出てくるということで、マイナスにはなりつこない。デフレなのですから、マイナスにならないし、何かの波及（spillover）していくエレメントというのはあると思うのです。

それはもちろん、ポジティブな金利の下で短期金利を動かしているという伝統的な金融政策のチャンネルとは違うと思う。それは、伝統的な金融政策のチャンネルだって、単に短期金利の話だけではなくて、いわゆる資金の供給（アベイラビリティ）の議論とか、いろいろな議論があるわけですよ。チャンネルについては。それと同じように、ゼロ金利になったら金利をマイナスにできないという

議論は確かにそうなので、それ以上のものはないのだけれども、量的にどんどん拡大していくことによって、いろいろなインパクトがあり得ると思います。こう言っては経済学者の人に悪いですが、データマイニングと言われるかもしれないけれども、いろいろなそういうつもりでエコノメトリックススタディーをやればそれなの……。

【原田】 いや、私もそう評価しています。私も量的緩和は効果があったという論文（金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか）（増島稔氏との共著）吉川洋編『デフレ経済と金融政策』、内閣府経済社会総合研究所、シリーズ「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」2巻）を書いているのですけれども。

【黒田】 それが何で駄目だというのか、ちょっと理解しにくいですね。

【原田】 普通に分析すれば効果があるという結果になる。何か難しいことをやるとならない。そういう違いがあると思います。

【岡田】 福井総裁は、一応、デフレを止めるという条件で任命されてきたが、ご本人は、金融政策でデフレが本当に止まるかどうかについて疑問を公言されてもいる。デフレ脱却の足を引っ張るようなことを非公公式会見とかでいっぱい言っているのが新聞にも出ている。総裁は余計なことばかり先走っていると、大蔵省の連中は言っていた。ああいうのを見られたときにどう思われます？

【黒田】 ゼロ金利が続くという状況は確かに前代未聞の状況だったのでしょうけれども、その中でいろいろなポジティブなインパクトがあり得るし、おっしゃったように、中央銀行総裁はそれだけ必死になっているということはやっぱりマーケットに伝わると思いま

す。

私も大昔にオックスフォードで経済学を勉強したときに、まだ「ジョン・ヒックスが生きていて名誉教授だったので、毎週ゼミがあつたのですね。彼が論文にも書いていますし、ゼミでも言っていましたけど、公定歩合、バンクレートを0・5%下げたり、0・25%下げたりして何の効果があるのだと言ったら、これは要するにその中央銀行の意図というのは、これで効果がなければいくらでも下げるぞという、コミットメントというか、脅かしというか、そういうメッセージがあるから、0・25%とか0・5%下げても経済活動に良い効果を与える道をつくれるのだと。だから、それがないと、たつた0・25%下げて何で大英帝国の経済が影響を受けるのかと聞かれても、それだけだつたら受けるわけがない、と。そういう（金利の下げ幅の小ささだけの）意味合いではないのだということを彼は言っている。それは正しい。やっぱりそういう中央銀行総裁のコミットメントですよ。要するにこれより下げて、これだけ増やしたとか、あしたとかいうことではなく、これで私はデフレを止める、止めるまで何でもやるぞということがあると、それは効くのですよ。公定歩合であつたつて、0・25%下げて、これでもう一切今後何もやりませんと、よく言うでしょう、「これで終わり」とか。「終わり」と言つたら終わりなのです。終わりつて言う必要はないのですよ。まさに constructive ambiguity（いい意味の曖昧さ）で、これ以上やらないかもしれないし、やるかもしれないというのを、マーケットに伝えるしかないのです。

【岡田】 日銀は、プラスの領域に金利があつたときだって、0・25の定量的効果なんて実は知らなかったのに、何で量的緩和になると

定量的な評価だとかと言うかというのが分からない。

棚上げになったアジア通貨基金構想

【原田】 アジア通貨危機、アジア債券市場、円の国際化、アジア共通通貨とお聞きしたいことがたくさんあるのですが、総裁が、特にこのことにご自分でご尽力された、これが良かったと思われることはなんでしょうか。

【黒田】 そうですね、ここにありますように、97年7月にアジア通貨危機が始まって、タイの支援の議論を始めたときから、これは榊原財務官と私は全く同意見だったのですが、これはタイだけの話ではないと。それで、これは相当深刻な話なので、タイなどのマクロ政策のアジャストメントは必要だけれども、liquidity（資金）の不足というか、支援額も相当用意しなくてはいけないということだったのですが、IMF側が支援を渋ったのです。IMFが渋ったのは、タイのクォータ（quota＝出資額）が小さいですね。タイのクォータの5倍の40億ドルまでというのが限度、その2年くらい前にメキシコ危機があったとき、メキシコにそれまで例のないことをやったのは、このクォータの5倍貸したのですね。それはIMFとして最大だったわけですね。だけれども、メキシコのクォータは経済規模に比して大きいのですよ。ところが、アジアはみんなクォータが小さい。だから、そのタイに5倍貸しても、資金の流出額と比べると全然足りないわけです。だから、アジア、日本を含めて、日本がIMFと同じ額だけ出して、あとマレーシアや、シンガポール、香港とか、オーストラリアとか、当時の中国も、韓国も、

インドネシアも出したのですけれども足りなくて、ばたばたしていた。

そういうときに、やっぱりアドホックにこういうことをやっているのでは、今回も対応できないし、仮に次回あったときにも対応できない。だから、スタンディングファシリテーターのようなものをアジアにつくるべきだということで、このアジア通貨基金構想（AMF）を提案して、97年9月の香港でのIMF・世銀総会で原則合意を得て、それから細部を詰めようとしていたのです。けれども、アメリカとIMFから反対意見が出て、ずっと棚上げになってしまっていて、それで残念ながらできなかった。あれができていれば、少なくとも韓国などには対応できたと思うのですが、それもできなかった。

インドネシアにも対応できたかもしれませんがね。インドネシアはもう97年のIMF・世銀総会のときにちよつとぐらうしていたのですよ。ただ、まだIMFに駆け込んではいなかったのですけれど、IMFと実際話は始めていたのです。要するにタイの話が収まらないのがはつきりし始めたときですね。だから、インドネシアまで間に合うかどうかはちよつと分からないけれども、少なくとも韓国、インドネシアへの支援も議論はできたのではないかと、当時我々は思ったのですよね。だけれどもこれが流れてしまつて、それで結局、後はアドホックにやっていくという形になってしまった。

だから、インドネシアと韓国については、日本などは第一線準備としていきなり貸すのではなくて、IMFやADB、世銀などがまずは貸して、足りなくなつたときに二国間で貸すという、そういうコミットメントをするわけですね。タイのときのように、一緒に、同時に出すのではなくて。だからますます支援の効果が薄れて

しまつて、インドネシアも結局うまくいかない。韓国の上きは結局、IMFはクオータの20倍ぐらい大規模に貸すですね。それは米国政府の意見がどうなっていたのか分かりませんが、米国防務省がそれまでの厳しいスタンスを変えて、安全保障のパートナーですから、がーんとやれと言つてがーんとやるんですけど、それでも駄目なのですよ。

それで、今でも覚えていますが、97年12月24日、クリスマス・イブのときにG7で大蔵大臣が合意して、G7蔵相代理会合でみんなで話してコミュニケーションをつくりました。これは、その当時、G7の銀行は韓国の銀行に外貨を貸し、韓国の銀行は韓国の企業に貸していたんですね。銀行間の貸出しはせいぜい1ヵ月や3ヵ月といった短期ですから、G7の銀行が、韓国の銀行がやばいのじゃないかと、みんな短期融資を更新しないわけです。そうすると、韓国の銀行はliquidityで破綻してしまいますから、破綻すると困るというので、中央銀行などが持っている外貨準備をほとんど銀行に貸してしまつたんですね。このまま行くと年末までに外貨準備がゼロになつてしまふ。ゼロになつたらもうそれ以上銀行に外貨を融資できませんから、そうすると、韓国の銀行は全部破綻してしまうのですよ。そうすると、そこに貸しているアメリカ、ヨーロッパ、日本の銀行も債権を全部回収できませんが、それでいいのですか、ということ、G7各国が個々の銀行に電話して、韓国の銀行向けの短期融資を全部更新してほしいと要請したのです。もう前代未聞、その後こんなことはやっていないのですよ。それで、韓国からの資金流出が一挙に止まつたわけですね。

【岡田】 ではG7、遅れて、中央銀行が全部やるのだからおまえら

もやれという意味？それともとにかくおまえやれと。

【黒田】 やらないとあなた方の債権が全部ゼロになる。と言つたのです。

【原田】 みんなでやれば恐くない。

【黒田】 そうです。

【竹中】 ですから、疑心暗鬼状態をどこかで解消するという、集合行為問題を解決したわけですね。

【黒田】 そう。しかし、ばたばたした後で、今度いいよ金融危機から経済危機になつていつて、タイ、インドネシア、韓国だけではなくて、フィリピン、マレーシアあたりも大幅なマイナス成長になつた。

それで、これは大変だということで、IMFによるliquidityの短期支援ではなくて、経済回復のための支援をしなければいけないということになつた。IMFのliquidityの短期支援というのは、要するに外貨準備を積み上げるだけです。政府は使えないのです。使える支援というのは、援助でない駄目ですね。公共事業でも、社会保障の充実でも、生活保護でも何でも財政支出なので、だからそのための支援をやろうという話になつて、98年10月のIMF総会の際に関係の5カ国を呼んで、300億ドルの資金支援というものを日本がやりまふと言つた。これは宮澤（当時大蔵）大臣が非常に強く主張されたのですよ。宮澤大臣が強く主張したのは、これはもちろん5カ国に対する援助だけれども、それは5カ国の経済が立ち直らないと、結局は日本経済の風向きが変わつてしまうのではないかということをおっしゃつたのです。それは本当にそうだなと思ひましたけれども、さっき言つたように宮澤大臣は5カ国を呼ん

でもそこでも言ったのですよ。これはあなたの方に対する援助だけれども、あなたの方の経済が立ち直ってくれば日本も含めたアジア全体、世界経済の成長にプラスになる。だから、どんなに使ってくれと言ったのですよ。そこが政治家だったのですね。

しかし、どんなに使えと言ったって、援助のプロセスは事務コストが高いでしょう。円借款や輸銀融資も時間がかかります。それで、向こうからスタッフが来るとか、こっちからスタッフを派遣して、どんなそのプロジェクトを率先して、あるいはファイナンスの一部をこつちで肩代わりするということで、300億ドルのうち150億ドルは中長期で、150億ドルは短期でしたが、150億ドルの中長期の資金はほとんど全額使われたのですよ。それもあつという間に。それがこの99年からかなりプラスに影響してきた。150億ドルというのは当時としては相当な額ですよ。この5カ国だけですからね。

それで、短期の方は、貿易金融が止まってしまっているから、貿易金融をサポートしようとしたのですね。ところが、貿易金融をサポートしたって、それは輸銀などが直接小さな短期の貿易金融を一つ一つやるわけにいかないから、保証するなり、商業銀行に融資して、ツ・ステップ・ローンで出す。ところが、商業銀行は実際はみんな使えなかった。それで結局短期の資金は使われなくて、通貨スワップだけ使ったのですね。中央銀行とのスワップ。それがマレーシアと韓国とのスワップで、これがその後のチェンマイ・イニシアティブにつながっていくのです。あれでスワップをして、必要なときに短期の外貨融資をしますという仕組みにしておいて、その時は中央銀行が何かうまく商業銀行をセレクトして、貿易金融や何

かの支援に使ってくれるという話だったのですが、結局、契約はしたけれども、韓国、マレーシアはスワップを使わなかった。これが、その後出てくるチェンマイ・イニシアティブの原初的アイデアで、この短期の資金でスワップをやるということだった。もうアジア通貨基金構想は駄目だから、ああいうものをつくるのではなく、二国間スワップの仕組みを作った。

【竹中】 本当はネットワークを狙っていたのではないですか。

【黒田】 これだったらアメリカは文句を言わないでできるだろうと。ちなみに、「新宮澤構想」のときも、もちろんこれは援助ですから、アメリカはどんどんやってくれと。それで、このチェンマイのときもアメリカはもう反対しないと。

【竹中】 AMFにアメリカが反対したのは、やっぱり自分たちの発言力が……。

【黒田】 よく分からないですけどね。IMFが反対するのは分かるのですね（笑）。IMFのパラレルラインをつくろうというのですからね。

【原田】 そうですね。IMFとしては絶対反対ですね。

【黒田】 だけれども、何でアメリカが反対するのかわつとよく分からない。

【竹中】 AMFというのはアメリカも入れるということですか。

【黒田】 AMFについて香港で呼び掛けたときは、東京でのタイ支援国会合でお金を出した国だけ呼んだのですよ。だって、アメリカは一銭も出さなかったのですから。そういう国に呼び掛けたってお金を出すはずないわけですよ。だから、当然のことながらあのようにタイにお金を出してくれた東アジアの国とオーストラリアです

よね。それから、香港も出してくれていましたから香港を呼んだのですよ。それでそういうものをつくって、あのときのタイの支援をスタンディングファシリティー、一種の恒久的なファシリティーにしよう。アドホックにこんな交渉して、それで関係機関の承認を得ていると、緊急のときには間に合いませんからね。だから、緊急のときに間に合うようにそういうアレンジメントを事前につくっておいた方がいいということでやったので、タイのときに出してこない人に声を掛けてもしようがないので、タイのときに出していた人だけ声を掛けた。もちろん香港の会合に我々を出させろと言ったものですから、アメリカとかIMFはオブザーバーで出しましたけどね。だけれども、全然反対していたのに（笑）。今から言うのと、アメリカもIMFも短絡的な対応でした。今やIMFもどんどんやってくれと言うのですね。

【竹中】 そうですか。

【黒田】 そうですよ。確かに専務理事も替わりましたしね。ドイツの〔ホルスト・〕ケーラーになり、今の〔ドミニク・〕ストロスカンになり、IMFも全く賛成、というスタンスになりました。

円の国際化の話は、私が局長のときはある程度やりましたが、それでもあまりできませんでしたね。97年からアジア通貨危機があり、国内でも金融危機があり、それから99年からはアジア通貨危機後の対応もやらなくてはいけなかったし、円高の防止が優先だった。円の国際化というと、短期的に見ると、それをやればみんなが円を持つことですから円高になるではないですか。だから、私は、あまり円の国際化について具体的、実的なことはやっていないですよ。タイミングが良くなかったのですね。遅かったという

かね。

【竹中】

【原田】

どうもありがとうございます。どうもありがとうございます。