

青木昭氏ヒアリングの趣旨

青木昭氏は80年12月に日銀総務部長（機構改革により81年3月から総務局長）、84年3月に営業局長と、金融政策の根幹にかかわる要職を歴任した後、プラザ合意があった85年9月、理事に昇格して大阪支店長を兼務、87年1月に金融政策を受け持つ総務局担当理事として本店に戻り、89年10月、任期満了により退任した。

青木氏が本格的に金融政策にかかわるようになるのは87年2月のルーブル合意から。ルーブル合意後、ドル安が行き過ぎたため、日本、西ドイツなどはこれを是正するための協調利下げを実施するものの、国内景気が回復すると今度は市場金利の高め誘導を開始。これが87年10月の「ブラックマンデー」につながるが、G5、G7諸国の協調利下げにより、24時間あまりで終息する。青木氏にはまず、当時の一連の国際的な「政策協調」（ルーブル合意後の日独やブラックマンデー後のG5、G7諸国）や日銀の公定歩合政策の状況や評価についてたずねるとともに、ブラックマンデーの発生と終息の要因についても聞く。

その後、ブラックマンデーを終息させるための協調利下げをきっかけに、バブル経済が本番を迎える。だが、日銀は89年5月まで2年3ヵ月もの間、公定歩合を2・5%に据え置いた。バブル発生の原因と当時の日銀が採った金融政策に対する評価を聞き、バブル発生回避・拡大防止のため採るべきだった政策は何か、なぜその政策が採れなかったのかを振り返っていた。また、青木氏退任後の事象ではあるが、バブル崩壊とその後の処理についても、金融政策

に携わった方として、日銀の対応などについて伺う。

青木 昭氏略歴

青木昭氏年譜		関連出来事年表
1931年(昭和6年)	誕生	
1953年(昭和28年)	東京大学経済学部卒業、日本銀行入行	
1980年(昭和55年)	総務部長	
1981年(昭和56年)	総務局長	
1984年(昭和59年)	営業局長	
1985年(昭和60年)	日本銀行理事	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)		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)		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)	日本輸出入銀行副総裁	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)		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)		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)	日本証券金融(株)取締役社長	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)		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
1998年(平成10年)	日本証券金融(株)取締役会長	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)		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)
2002年(平成14年)	日本証券金融(株)相談役	
2008年(平成20年)	日本証券金融(株)顧問	

第2部 オーラルヒストリーインタビュー⑫

青木 昭 氏（元日銀理事）

日時 2010年3月16日（火） 10時5分～11時35分
場所 日本証券金融株式会社 会議室

プラザ合意後の協調介入、協調利下げ

【原田】 まず、プラザ合意（85年9月22日）後の協調介入、協調利下げについてお聞きします。協調利下げでドル相場が下落しました。このときの各国の一連の協調介入、協調利下げの対応についてどのように評価されていたか、ということからお聞きしたいと思います。

【青木】 私はもちろん対外折衝には何も絡んでおりませんが、このときの感覚では、アメリカが非常によく根回しをしておいて、プラザ合意の時点では各国とももうほとんど異議なしという感じになってきていたと思います。

アメリカは金本位離脱後何年も苦勞しました。結局、為替相場について実質的な需給と関係のない相場が立つ。アメリカのドルが高過ぎることについて各国で話をして、各国の為替市場運営についてお互いに相談していく場所がなければ、マーケットはうまくいかないのだということを、非常に粘り強く長く根回しをしていた。それは日本も含めてであります。円・ドル委員会ができたのはもともとずっと前ですから（83年11月）。

その時点で一番の主役はアメリカですけれども、それに次い

で、日本の円が日本の対外競争力等から見て過小評価されているということ、日本はドイツと共に協力を求められ、あとは、これにフランスと英国は賛成ということだったと思います。激論を戦わせたとかいうようなことは一切聞いておりません。

【原田】 そうすると、それは成功したし、当然そうするべきであったと評価されているということですね。

【青木】 そうですね。

ループル合意からブラックマンデーまで

【原田】 プラザ合意後の協調介入によってドル高是正ができたわけですが、87年になって今度はドル安が行き過ぎてしまったのではないかとということで、ドル安是正のために、日本や西ドイツなど黒字国が利下げ、アメリカが利上げということがループル合意（87年2月21日）で決まって、ループル合意は成功したかに見えました。しかし、今度は日本、ドイツも景気が良くなってきたので、金利を高めるに誘導しなければいけないという話になりました。これによってブラックマンデーが起きたという見方があります。これがまずかつたのではないかとこの見方がありますが、この金利の高め誘導をどのように評価されていますか。

【青木】 87年頃の日本経済の情勢は、ご存じかと思いますが、既に地価、株価の上昇がやや目立ってきていました。一般物価はもちろん円高のせいもありまして非常に落ち着いておったわけですが、日本銀行としてはかなり心配だという気持ちがありまして、何かチャンスを捉えて公定歩合の引き上げをしなきゃいかんという気持ち

日本銀行の中に広まっていたことは事実であります。

そのいわば前哨戦みたいな格好で、多少金利が上がってもいいよというような感覚の金融機関との話し合いが窓口指導で行われていたことは事実だと思います。しかし、それは目立つほどやれるという代物ではありませんので、おとなしく、いわば引き締め気味の方向に向かっているんだということを知らしめていたというところではないか、と思うんです。

ところがアメリカのほうは、(FRB議長が)「ポール・」ボルカーから「アラン・」グリーンズパンに人が替わったばかりでしたが、替わった途端にグリーンズパンが公定歩合を上げました。それが何月のことだったかな。

【木村】 87年9月です。

【青木】 このころ特に注目されるのは、西ドイツのやり方に対してアメリカが強く反発したことです。例えばこのブラックマンデーのごく近くには、「ジェイムズ・」ベイカー財務長官が特にドイツの金融政策を非常に強く批判して、ドイツの利上げを牽制したことがあった。ドイツだけでは格好がつかないから、日本もその中に少し入っていたのだけれども、ベイカー財務長官の批判の主なターゲットはドイツだったわけです。しかも、10月17日にアメリカとイランの紛争悪化のニュースが出てきます(米船籍タンカーがイランの攻撃を受けたのは16日、米国がイランの油田を報復攻撃したのは19日)。そのようなことで、金利先高感とか、インフレ懸念、ペルシャ湾情勢の悪化というようなことが、10月19日のブラックマンデーになったのだと思います。

このブラックマンデーのおかげで、抑制気味な金融政策を考えて

いた日本銀行としては立場が非常に悪くなっちゃったわけです。せっかく期を見て金利引上げに移ろうと思っていたのが、それが全くできなくなりました。日米間の金利格差を現在の状態で維持するようということをして、9月30日に、「マニユエル・」ジョンソン(FRB)副議長から大場「智満」大蔵省顧問を通じて日本銀行に言ってきているんです。今の状態を維持してくれともう堂々と申し入れてきていたわけです。

ですから、やろうと思っても引き締めには転ずることはできないということ、10月16日に当時の三重野「康」副総裁は、今すぐ公定歩合を引き上げる考えはないけれども、今後は物価により重きを置いた慎重なスタンスをとるよ、という説明を国会で表明しているわけです。そのようなことで、アメリカとの関係で利上げが難しいと言っているところに、10月19日のブラックマンデーがすっと出て来ちゃった、ということなんです(笑)。

○参考人(三重野康君) ただいまご説明申し上げましたような情勢において金融政策でございますけれども、先生は特に、とくにご承知の通り、金融政策というのは景気、物価、国際収支、マネーサプライ等の総合判断でございますけれども、今すぐにごで公定歩合を上げるという考えは私どもにはございません。しかしながら、先ほど申し述べたような事情でございますので、従来と同様引き続き為替レートの変動には十分注意をしておりますが、より物価に重点を配慮した慎重な金融政策を今後行いたい、かように考えております。

(参議院決算委員会 閉4号、斎藤栄三郎議員の質問への返

答)

ブラックマンデーの収束

【原田】 ブラックマンデーで、これで世界恐慌かという話になったわけですが、これがG7の中央銀行の国際協調によって24時間で消えた。これは国際協調の勝利だということで評価されていると思います。この政策対応は優れていたと評価されていますか。

【青木】 いや、これは大して何にもやった覚えがない、というのが今私がぼんやり覚えていることです。西ドイツが短期金利の低め誘導をすぐにやりました。それから日本は、日銀が、予定外ということになるかもしれませんが、買いオペを実施してアメリカに協力する姿勢を示した程度のことであって、特にそれ以上アクションとして何かしたということはない。しかし、とにかくしばらくのあいだ金利の引き上げについては慎重にやりますから、ということとはアメリカに改めて伝えたのかもしれませんが。

【原田】 西ドイツの短期金利の低め誘導や日本の買いオペ実施は金融緩和になるわけですから……。

【青木】 そうですね。

【原田】 それが効いたとはあまり考えておられないのですか。

【青木】 いや、あれだけ落っこちて、次の日にも回復しちゃったのですから。要するに、あのブラックマンデーそのものが茶番みたいなものだったとは思えないんです。そういうことをやったって、おそらく（その効果が出るのは）それより後ですからね。

【原田】 確かに、株式相場はよくわからないことで変動するものだ

と言う方もいます。下がったこと自体が間違いだったから、何もしないで戻ったのかもしれない。しかし、国際協調の成功と認識されている方もたくさんいると思います。

【青木】 そう言えばそうですね。プラザ合意以前のように各国間において替ルートを話し合うルートがなかったら、こういうふうにはいかなかっただろうというのは事実でしょう。それから、特にアメリカが日本の引き締め方向への動き出しを抑えたというのは、プラザ合意がなければその場で急にできるといったものではないと思いますね。

【原田】 そういうルートがあったということが重要だったということですね。

【青木】 そういうことですね。

ブラックマンデー収束後

【原田】 自然治癒だったかもしれませんが、成功したという認識ができた。むしろこの成功によって、日本はもう金利は上げられず永久に低金利になるのだ、という神話をもたらしした。そのときは成功だったかもしれませんが、あとになってみればむしろ失敗の始まりだったのではないかという考え方もありますが、それについてはどうお考えですか。

【青木】 確かに87年にそれが起こって、88年いっぱい金利を全然動かさなかった、引き上げをやらなかったのは、やはり反省すべき点があったと思いますね。物価そのものは非常に落ち着いていたわけです、87年も、88年も、89年に至っても。問題は地価と株価という資産価格の上昇にあることは明瞭なわけです。

ところが、資産価格の上昇（抑制）のために、物価（対策）と同じようにきつい手をスポン、スポンと打っているかというところ、やはり（資産価格というのは）部分的なものの値段ですからね。何かが上がったから急に公定歩合を上げるというように、部門的なものに対してそういうことができるかできないかという問題になってきます。結局躊躇したまま88年まで経ってしまったということなんです。

私はあの頃を考えると、地価の上昇など先行きに懸念すべき現象が現われてきていて、日本経済の将来に問題を引き起こすおそれがあるから、これを抑制していくことが大事だということを、公定歩合を上げなくても、何らかのかたちでもっと正直に強く表明していくことが非常に大事だったと思うんです。

しかし、87年前半頃は、プラザ合意による円高不況という感覚が日本の企業にはあって、好景気だと思っていないんです。政府も87年5月には緊急経済対策を打出している状況ですから、仮に公定歩合引き上げをやったとしても、強い引き締めができるような状態ではない。結局何のために公定歩合引き上げをやるかというところ、こういうことが起きていて先行きが心配だから上げるのだ、といういわば政策の姿勢そのものを示すためです。そうだとすれば、公定歩合を上げなくても、それを強く表明していくことが大切だったと思います。

あるいは、大蔵省のほうは上げろという感覚は全くなくて、何もないのだからいいじゃないかという感覚だったのではないかと思いますが、政府と相談して、こういうことが心配なんだ、現に資産価格や何かの面でこういう計数が出ているじゃないかということを、

もっと広く強くPRしていくことが大事だったと思います。

だから、公定歩合を上げるといっても、いわば警告のために上げるようなものなんです。こういう危険があるから上げたのか、とみんなに思わせるために上げる。しかし、上げられないのなら、その思わせるところをもっとしつかりやるべきだったのだ、ということ、私は、私としては反省すべき点だと思っています。

アメリカからの要請

【竹中】 話はちょっと前に戻りますが、ブラックマンデーの前、9月30日にアメリカ側から日本のほうに今の金利差を維持してくれと言ってきたというのは、公開されている情報ではないですか。要は内々に伝えられてきたということでしょうか。

【青木】 公開されていたかどうか、私はよくわかりませんね。私も、後でそういう話があったということを聞いただけですけれども、

【竹中】 それはいつ頃お知りになりましたか。

【青木】 三重野副総裁が国会で今のままでしばらくやっていくというようなことを言った時点では、日本銀行の役員は知っておりました。そういう話があってそれが総裁に伝えられた、ということも知っていたわけです。

相反する景況感

【岡田】 私は、ブラックマンデーのとき証券会社の調査部にいまし

て、目の前で株価のボードが真っ青になって、ランプが全然つかなくなるのを見てしまいました。あのときのことを思い出すと、おっしやる通り、一方では、失業率が3%を超えて、日本経済は円高不況でまだまだ全然ダメという雰囲気があつて、金利引き上げなんていう話にはならないという声がありました。同時に、他方、それでは低金利が永久に続くというシナリオの背景には何があるのかと債券部の連中に聞くと、アメリカは結局ダメだから低金利を維持せざるを得ない。それで日米の金利差を維持するために、日本の低金利も永久に続く。

そういう日米経済の状況、要するにアメリカがこのあと復活してくるのであれば金利が上がって、金利差がもし一定であつたら日本の金利も上がるのだから、低金利が永久に続くという論は全くナンセンスだという話になるわけですが、当時は誰もそうは思っていなかった。日銀の内部では、日本経済はまだ当分ダメねという話と、アメリカはもっとダメねという話と、どちらの雰囲気が強かつたでしょう。

【青木】 アメリカがダメねということでしょうね。おそらく87年の終わり頃から、日本の経済界にもだいぶ自信が出てきたのではないかと思うんです。政府が総合経済対策を出したのは87年の上期です（87年5月に政府が決めた経済対策は一般に総合経済対策でなく緊急経済対策と言われている）。かなり大きな金額の総合経済対策です。だから、まだ不況期だと思っていた人は結構いました。地価がどんどん上がっていることも目に見えているので、それに対して何かやったとしても、たいしたことはできない、警告に過ぎないよ、という感覚ですね。

【岡田】 製造業中心の地方と、サービス業、3次産業中心の都市との間のギャップがあつた頃からすごく開いていたことが、全く相反する景況感が同時に両立する原因になったのかなという気がしますね。

【青木】 日本の経済界に、本当に日本経済は強くなったんだ、という感覚が生まれたのは、88年の後半ぐらいではないでしょうか。

【竹中】 日米の金利差を維持するという話は、アメリカはドルの暴落を恐れたということですか。

【青木】 そうなんです。

【竹中】 アメリカはあれだけ「円高にしろ」とずっと言っておきながら、このころはもう既にその考えは逆で、これ以上ドルが下がるとまずいという考えになつていたわけですか。

【青木】 そういうことだと思います。だから、その辺のところは非常にふわふわしているんです。

バブル形成と金利引き上げの判断

【原田】 話が重なりますが、ブラックマンデーが落ち着いたあとは、本来、金利を少しづつでも引き上げるべきだったと思います。それに対して、いま竹中先生からも質問がありました。ドルの暴落をおそれたアメリカから、日本に金利引き上げをやるなどという圧力があつたのだらうと思います。その圧力によって日本はできなかった。

しかし、西ドイツも徐々に金利を上げていました。鈴木淑夫さんは、当時理事待遇だったと思いますが、日本はもっと自国優先で

やつてもよかったのではないか、それが結局は世界経済のためになったのではないか、とおっしゃっています。そういう主張は、日銀や大蔵省の中にはなかったのでしょうか。

【青木】 もちろん日本銀行にもできるものならぜひやりたいという空気はあるわけですが、もつと冷静に考えて何のためにやるのかということになる、日本の国内の一般物価を抑えるためにやるのかとは夢にも思わないわけです。それから、日本の一般景気そのものを抑えようとも実は思っていない。ですから、やると言っても、何というか、バブルの形成が進んでいるからおつかなくてしようがない。だからこれをなんとか今のうちにチェックしておきたい、という以外にちよつと考えにくいんですね。

そうなつてくると、いったいどういう引き締めをするんだということになつてしまつて、とにかくやらなきゃダメだと非常に強く言うことがはばかれるというのかな。というのは、誰も本当のバブルというものを経験したことがない。要するに教科書でしか知らない。ですから、それが今どうしてもやらなきゃいけないものなのか、もつと膨れ上がつてからやつたほうがいいものか、確信がない。

鈴木淑夫氏が、バブルの形成がそこまで来ているというふうに思われたのか、それとも、来ていなくても予防的にやつたほうがいいと思われたのか、そのところはどちらもはっきりしないと僕は思いますね。

【原田】 当時も心配だという議論はあつたわけですか。

【青木】 ありました。

【原田】 けれども、物価が安定していて、景気が良くて、みんな喜

んでいるのに、それをわざわざつぶすようなことをなぜするのか、ということではできなかったということですか。

【青木】 それもありますね。アメリカのドルがもつとちゃんと強くなつてもらわないと危なくてできない、という面もあるわけですからね。

【原田】 アメリカの圧力やアメリカとの協調関係を考えると金融引き締めなんて到底できないということではなくて、内部的に金融を引き締める理屈がない、ということのほうが大きかったと考えてよろしいですか。

【青木】 いや、それはやつぱりでできれば……。日本銀行が外に対して、経済界に対して物を言うときの一番大きなきっかけは、公定歩合の変動のときです。なぜやつたかということを詳細に説明することによつて意思疎通を図る。何にもないときに日本銀行の総裁が演説しても、よほどきついことでも言わない限りたいした話題にならない(笑)。

【原田】 今は日銀が発言するとかかなり話題になつていてと思いますか、当時はそうだったのですか。

【青木】 そう思いますね。やはりアクションを伴つたほうが説得力があることは確かです。それをなるべく早くやつておくべきだったというふうに、今になれば非常に強く思えるわけですが、当時は迷いが……。バブルといつたつてどれぐらい大きいものか(わからなかった)。

実はあのバブルの数字をご覧になつていただいても(わかりますが)、最初のうちはふつと膨れ上がったけれども、今度は89年になつてからガーンと増えているじゃないですか。

【岡田】 87年に1回ボシやるんですね。

【青木】 そうなんです。

【岡田】 東京の地価などは87年のある段階(秋頃)で1回下がった。

それでどうしちゃったのかと思っていたら、大阪あたりでピュッと上がつたりというのが88年のある頃(夏頃)からあって、88年中は株の取引残高もすごく多いけれど、89年に入ると今度は株の取引がなくて、値段だけどんどん上がる。

【青木】 値段だけ上がった。

【岡田】 それで、相場を見ている人がこれは結構本当にまづいかもしれない、と言いだしたのは89年になってからです。88年は、健全な成長が続いているという雰囲気極めて強かったですね。

【青木】 そうなんです。だから、88年は日本全体に自信が出てきて、非常に健全な経済がうまく拡大しているという自信が、政府のほうにもあったし、日本銀行にもあったわけです。それから、一般経済界にもそういうものが出てきているものですから、これを何かチェックするというふうな感覚が薄いことは事実なんです。

【原田】 アメリカの圧力とか、政治家の人事介入があった。もし金利を引き上げたらとんでもないという圧力があつたからできなかった、ということも聞きました。

【青木】 アメリカの圧力は申し上げたようにありました。その他の圧力のことは知りません。

【原田】 しかし、むしろ、内部的に、積極的に金融を引き締める理屈がないし、みんなが自信をもって健全な経済だと思っているなかで引き締めるというのは難しい。そちらの要因のほうが強かったと考えてよろしいですか。

【青木】 そちらのほうが強かったかどうかはわかりませんが、そういうことも強かったと言わなければならないですね。

【竹中】 88年の日本銀行の中でどのような議論が行われていたかについては、かなりの人が関心を持っています。理事の方々の中で、金融を引き締め方向に行くべきだということを強く主張された方はいらっしやいましたか。

【青木】 理事クラスのほとんどの人間が、チャンスがあればやったほうがいいね、という感覚であつたことは事実です。ただ、チャンスとは何なんだと(笑)。ドルが十分に強くなつて問題がないと言えるかとか、そういうことを一々チェックしてみると、まだちょっとできないね、というようなものが出てくるのかどうか。それから、先ほど言われたように、地価の途中でのゆるみなんていうものもあつて、地価のことをきつく説明することができるかなといううなことで、結局チャンスがつかめなかったという。

私は、88年の後半になつてもやれなかったのは若干不運な面があつたと思います。チャンスがつかまえられなかったという意味で。

【竹中】 経済のデータを見ていて、そういうことを言い出す指標というものが出てきていないということですか。

【青木】 そうなんです。

【岡田】 異様なのはマネーサプライだけなんです。マネーサプライだけが異様に伸びていた。それまでは8%前後の増加だったのが10%になった(マネーサプライの伸び率は87年2月まで8%台だった、同年5月から89年5月まで2ケタが続いた)。僕などは、これは変だと言っていたけれど、世の中は、物価は上がっていないし、

なんでそれがいけないのかと。今でも覚えています。富士銀行の調査部長が誰かが日経の「経済教室」で、マネーサプライの急増は特に問題はない、という記事を書いていました。一方で、マネーサプライ重視派はもうおしまい、という雰囲気。日銀のほうからもう出てきていました。こんなにマネーが増えたらいくらなんでも、指標には出ていけないけれどそろそろ考えたほうがいいよ、という雰囲気（を感じている人）は、すごいマイノリティーであったことは間違いないと思います。

【青木】 まあ、そうですね。

【原田】 70年代から80年代の前半は、マネーサプライを重視したほうがいいのではないかとという主張が日銀内部でもあったかと思いますが、80年代後半からそういう議論がなくなってきたと思います。それに対して、なぜなくなつたのかという人もいますが、いや、そもそもなかったのだと言う人もいますね。

【青木】 マネーサプライ警戒論がなかったということです。

【原田】 マネーサプライ重視論は、調査統計部の一部の人が言っていただけであって、理事クラスにはそういう人はいなかったという説もあります。

【青木】 実は、マネーサプライの増え方が大きくてちょっと変だという感覚は、その前の87年にはありました。ほかのどこにも行き所がなく、それがいわばバブルの形成に使われているのではないかと、いうふうには思っていました。それがその後も増えているのが、バブルの膨張とある程度関係があるのだなというふうには思っていました。

【原田】 マネーサプライの影響が、物価には出てこないけれども資

産価格には出てきているという認識はおありだったということですか。

【青木】 それはかなりはつきりありました。

【原田】 それがまず資産価格に現われて、このままいけばいづれ物価にも行くのではないか。だからそろそろ引き締めたほうがいいのではないかと、いうところまでは、議論が行かなかったということですか。

【青木】 だから、その「物価に行くんだよ」というところが、物価の安定度合いが非常に高いですからね、そんなことを言っても、そのこと自体に説得力があるわけではないですね。

【岡田】 もう一つすごく思うのは、おっしゃったように、88年のあの段階で日本経済に自信がすごく強くなりましたね。

【青木】 そう、すごく強くなりました。

【岡田】 これはマネタリーポリシーとは関係ない強さである。ストラクチャルな強さである。横つ面を少しぐらいいぶん殴ったって平気だから、この際変なバブルをつぶしてしまってもどうってことないという雰囲気があった。日銀の知り合いと話をしていたら、その人の上司が、「株価なんか半分になつたって日本は全然へっちゃらだ。この際気にしないで徹底的にガンガンやったほうがいいんだ」と盛んに言っていたと聞きました（笑）。

日本経済は強いから、ぶん殴っても平気だと思っているような人が、あの頃実は急激に増えたのではないか。

【青木】 急激に増えたことは事実ですね。今はどういう本だったか忘れましたが、その頃の新聞の論調を拾った本で見たことがありますが、非常に強気だったと思いますね。

【原田】 そうすると、バブルの発生に関連して、物価優先だけではダメで資産価格にも注意を払うべきだったという議論が、そのあと生まれてくるわけですが、その渦中であつてはなかった、ということですね。

【青木】 そうですね。89年になって、ドルもしっかりきててあまり気にしなくてもいいような情勢になったということで、ぜひやろうということに（なりました）。総裁などは各方面にいろいろと考えを伝えたり、気を使ったりしておられたと思います。だけど、89年になると、ぜひやりたいということは総裁も強く言っておられました。

国民世論と地価対策

【原田】 最初は、国民は資産価格の上昇に対してあまり反応しなかったと思いますが、80年代末には、こんなに資産価格が上がったら大変だ。株の上昇に対しては、一部の人もうけているという感じもありました。さらに、地価については、これでは普通のサラリーマンが一生家を持てなくなる。それでいいのか、という国民世論が盛り上がりました。政治家もそれに対して何かしなければならぬということになり、地価対策をしなければいけないという議論は80年代末にはかなり強くなっていました。

【青木】 そうですかね。私はその辺のことはあまりよく覚えていないなあ。

【原田】 日本銀行の中でも、そういう議論はあまりなかったでしょうか。

【青木】 地価についての議論として当時強かったのは、不公平（と）いうことでした。金持ちになるやつはほとんど金持ちになるというような、いわば不公平論とか分配論みたいなものでした。分配論となると、そういう分配がいけないのだということで金融面のアクションをとることは、日本銀行にとってはなかなか理屈にはならない。何が理屈になるかというと、このバブルはいずれ崩れる。崩れるまで放っておいたら、崩れたあとの経済全体に及ぼすマイナスの影響が非常に大きいよ、ということで早めということがあるに過ぎないですね。

ところが日本銀行も含めて日本は、バブルというものが崩れたときにどれぐらい大きなマイナスが起こるかということについて、非常に実感がないう社会だったということがあると思いますね。

【原田】 戦前はあったと思いますけれども。

【岡田】 70年代にもあったんですよ。

【原田】 70年代はバブルとインフレと両方来ました。もしあのときインフレがなければ、大変な不良債権を抱えたと思います。

【青木】 なるほど。

【原田】 たまたまインフレであつたので、不良債権がなくなりました。またということがありますね。ただ、あのときインフレがあつたから不良債権がなくて済んだ、ということは誰も考えていなかった。

【青木】 （笑）

【原田】 それはあとから思いついたことでした。ですから戦後については、バブルとその後始末の大変さ、不良債権処理がいかに大変かということについて、誰も経験したことがなかったというのは事

実だと思えますね。

【青木】 そうですね。

公定歩合引き上げ（1989年5月31日）

【竹中】 89年5月に引き締めるときの理由は、どういったものだったのでしょうか（89年5月31日に公定歩合を2・5%から3・25%に引き上げた）。

【青木】 正確にどういう発表をしたのかは覚えていませんが、やはり地価など資産価格の上昇というのが一つの理由だったと思いますね、はつきり。

【竹中】 当時はまだ物価は安定していたと思います。

【青木】 そう、物価は安定していました。

【竹中】 そういうなかで、それまでは理由づけがないとおっしゃっていたわけですが、そこにきてどういった理由づけが……。

【青木】 やっぱりそれですね、地価です。おそらく日本銀行の公式文書には、地価とははつきり書いていないと思いますが、資産価格の上昇など懸念すべきあれ（＝兆候）が強まってきているのでやるんだ、という説明だったと思います。

【竹中】 その頃には政策協調の呪縛、呪縛というのも変ですが、87年に金利差を一定に保ってほしいとアメリカから言われた話というもの、いつ頃まで効力があつたというか、意識されていたのでしょうか。

【青木】 それが意識されていたのは、おそらく88年の秋頃まででしょうね。アメリカのドルもだいたいぶ強くなってきたね、ちゃんとし

てきたね、ということですね。

【竹中】 そういうことは、外国担当の太田（赳（たけし））理事などが、そういうものをやはり重視しなければいけないということのようなことをおっしゃるのですか。そういうことではなくて、なんとなくみんながそういうことを意識しているということでしょうか。

【青木】 なんとなく、ということでしょうね。

【原田】 88年秋頃から、そろそろ金融を引き締めてもということになってきた。

【青木】 バブルのことが心配ならもうとにかくやらなきゃダメですよ、という意識になってきたということですね。

【原田】 政府もそういうことをだんだん望むようになっていったのではないかと思います。

【青木】 そうですね。

【原田】 90年3月には金融機関の土地関連融資の総量規制をしますのですが、89年には政府も何かやらなさいといけないという認識になつていたはずですよ。ですから、当然、89年には日銀が引締めをしてくれるならしてほしいというのが政府の認識だったと思います。

【青木】 はい。

【竹中】 上げるときには、大蔵省との瀬踏みといいますが、そういうことはどういう感じでおやりになったかというのはご記憶にありますか……。

【青木】 大蔵省のほうも、いやあ、そろそろやっぱりバブル警戒というのにはやらなきゃいかな、という感覚になつてきていて、銀行局などはそういう感覚があつたと思います。

【原田】 銀行局は、銀行がとんでもないことをやっているというこ

とをある程度つかんでいたの、そういうこともあってということでしょうか。

【青木】 そうですね。

【原田】 それで、89年5月に2・5%から3・25%にされていきます。普通は0・25%ずつですが、0・75%上げた、3倍上げたというの、そういう強いメッセージということでしょうか。

【青木】 まあそうですね、上げ遅れたことに……。

【原田】 上げ遅れたから、今度は3倍上げなければいけないという発想だったわけですね。

【青木】 そうですね。

バブルの崩壊

【岡田】 それ、運悪くすぐに湾岸戦争が始まっちゃうんですね。

【青木】 そうなんです。

【原田】 湾岸戦争でインフレになるのではないかとということもあって、さらに上げることがどんどん続いている、今度はバブル崩壊になっていくわけですね。

【青木】 そうですね。

【原田】 非常に長期の金融緩和が続いたあと、非常に急速な引き締めをしたからバブルの生成も大きかったし、バブルの崩壊も大きかった。後知恵ではそういうことになると思いますが、そういう見方についてはどう思われますか。

【青木】 バブルというのは崩壊を始めたなら、緩やかに崩壊が続いて

いくのか急激な崩壊になるかは別として、崩壊するところまで崩壊してしまうのではないのでしょうか。

【原田】 崩壊するしかないものであって、崩壊するのもやむを得ない、と思っておられたわけですか。

【青木】 そうですね。崩壊によって金融機関にある程度のダメージが出るのもやむを得ない、という感覚ですね。

【原田】 89年10月には理事を退任されるわけですから、そのあとのことについては感想をお聞きすることになります。崩壊して金融機関がある程度ダメな状況になっても仕方がないという認識で日本銀行を退任されたということですね。そのときに、これほどダメージが大きくなる、あるいはバブルの崩壊がこれほど大きくなるということとは予想されていましたか。

【青木】 実は、非常に大きいものだ、と今さらのように思いましたね。ただ、日本はこういうことに対する施策というものがこれほど用意されていない国だったのか(笑)という気持ちは、非常に強かったですね。

【原田】 預金保険機構もありましたし、銀行に公的資本を入れることはどうせパニックにならなければできないのだから、制度は既にある程度はあったと言う方もいらつしやいます。

【青木】 一番典型的にあらわれたのは住專問題です。住專問題の非常にくだらない議論から、結局公的資金を金融機関の救済に使うべきでないというような状態が、ある期間ですけれどもあらわれちゃって、大蔵省などもそれを前提にして行動せざるを得ないことになってしまったというのは、ちょっと予想外というか……。バブルになったら大変だということはわかっていて、バブルが破裂した

ら誰かが救済しなければならぬというのは、いわば本で読む常識です。だから実感がなにもなくても、公的資金が使えないというようなことが考えられるかねという……（笑）。

【原田】 ただ、住専の頃は大銀行にはまだ含みもありました。そういうものがあるのになんで公的資金なんか注入するのだということになる。丸裸になってどうしようもない状況になるまで公的資金なんか注入できないという方もいらつしやいます。確かに実際に銀行があんなに含みを持っているというのは日本しかないわけです。

【青木】 なるほどね。

【原田】 ほかの国は、不良債権をつくれればすぐに終わりになってしまいうわけです。終わりになってしまつて、預金者が列を成すということになれば仕方がない。だから公的資金を注入するということについて国民の合意が得られるのであつて、日本の銀行が特殊だから、公的資金が注入できない。丸裸になる前にそんなことはできないと大蔵省銀行局の方がおつしやっていました。私もそれは正しいかなと思いました。

【青木】 まあそういうことはあるかもしれませんがね。

【原田】 確かに北欧の銀行がつぶれそうになったときは、すぐに公的資金を入れました。本当につぶれるのですね。つぶれないのに入れるのは不可能ではないかというのは、それもそうだなという気もいたしました。

【青木】 うーん。

【原田】 それから、バブルが崩壊したわけですが、それによって地価が87年ぐらいに戻るのではなく、70年代まで戻ってしまったわけですね。そうすると、これはバブル崩壊以上のが起きたわけですね。

から、90年代の最初にもっと大胆な金融緩和をして、むしろ資産価格の下落を押しとどめるということをするべきではなかったという議論もありますが、それについてはどういうご感想でしょうか。

【青木】 いや、質問事項にも書いてあったけれど、これはどうですかね、ちよつと私の考えることの全く外（と）だったな、という気がしますね。

【原田】 そうすると、日本銀行の方にとつても全く考慮の外（ほか）だったということでしょうか。

【青木】 外（そと）ですね。要するに、89年の公定歩合引き上げに踏み切つてしまった以上は、考慮の外（そと）になつちやつたということですね。

【竹中】 でも、そのあとは一生懸命下げていますよね。一生懸命下げ出したのは91年に入ってからですね。

【青木】 そうです、そうです、バブルが崩れてからです。

【竹中】 株価がすごく下がっているにもかかわらず、というか、89年12月に株価がピークになり、それでもそのあと引き上げ続けたのはどういうことなのでしょう。

【青木】 やはり地価ですね。地価の上昇がとまらないからということですね。

【岡田】 コールレートはもつとずっとあとまで上げていますからね。

日本銀行のエトス

【竹中】 これはなかなかお伺いしにくいことですが、せっかくの機会なのでお伺いします。大蔵官僚というのは、とりあえず何でも財

政赤字がいけないんだ、常に増税の機会を窺っているメンタリティーを持つというふうにとにかく世間から言われます。それに対して、日本銀行はチャンスがあれば常に金利を引き締める（笑）。よく総裁任期のあいだに何勝何敗で、上げるのは勝ちで、下げるのは負けだというようなことが、中で実際に議論されているのかどうかは承知しませんが、そういうことが言われていることはご承知かと思っています。

【青木】 はい。

【竹中】 なんでそういうエトスというか雰囲気になるのでしょうか。

【青木】 要するに、日本全体を通じて一般物価のことをまっとうに考えているのは俺のところだけだ、という意識が強いんです。それに尽きると思います。とにかくそれをいわば天職だと心得てやるんだということです。ですから、常に引き締めるべきときは引き締めるということが俺たちの使命なんだ。そういう感覚です。

【竹中】 そうすると、今みたいに物価が下がっているときに、逆に、自分たちにはそれをコントロールする能力がないというふうに実質的におっしゃっていると私は解釈しているのですが、そういうことになるのはどうしてですか。

【青木】 いやあ（笑）、下がっているときのコントロール能力というの、今は非常に低いと思いますね。本当に低いと思います。

【原田】 日銀の方は、上がるときはコントロールできるけれども、下がるときはコントロールできないと考えておられるのですか。

【青木】 コントロールできないというより、インフレが縮まってくことは常に望ましいことである、ということですね。

【原田】 デフレになってマイナスになっているわけですが。

【青木】 デフレになってマイナスになっているときは、一生懸命景気刺激をすべく金利を下げる。これは当たり前のことですが、上げるほうには限度がないけれども、下げるほうにはどうしても限度があるということでしょうね。

【竹中】 名目で0・1%とか0・01%に下げちゃうと、そのあとはなかなか難しい。そういう感じで皆さんはいらっしゃるということです。

【青木】 そうですね。

【原田】 だから、そもそも通常のときの物価をあまり下げないようにしたほうがいいという議論もあります。通常のときの物価上昇率が4%であれば、金利も高く、不況になったときに下げる余地がいつばいある。ところが今日本は通常のときの物価がマイナスですから、金利も低く、不況になっても下げる余地がない。だから日本のようにならないためには、普通のときの物価がもっと上がっていったほうがいいんだ、という議論があります。

【青木】 そうですね。

【原田】 それから、地価が上がっているときには、日本銀行は、地価の上昇に対して国民世論の反発があるのはわかるけれども、それに対する政策対応は日本銀行の役割なのかどうかと考えておられた、という理解でよろしいですか。

【青木】 これはご存じの通り、中央銀行は業種によってファイナンスの仕方を变えるという選択はしない、というのは日本銀行の政策の基本的なルールです。ですから、不動産屋に対する融資はダメよ、というような話ではできない。

【原田】 必要ならそれは政府がやるべきであって、実際に政府が総量規制をやったわけです。それは日本銀行の仕事ではないということですね。

【青木】 しかし、政府も本当はそれを濫用すべきでない。濫用とはどの程度を言うか。本当にやむを得ないときしかそれはやれない、というふうに考えているものでしょうね。

【原田】 日本銀行はそうように考えているということですね。

【青木】 はい。

【原田】 公定歩合も上がって、金融を引き締めて地価が下がり出したときには、国民世論的には、日本銀行が引き締めているから地価も下がっている。三重野総裁はよくやっている。「平成の鬼平」だと言われていました。下がっているときには、日本銀行がヒーロー的になっていた状況のなか、日本銀行はヒーローになっていることを認めておられたのではないかと思います。それは非常に非対称的な態度のような気がします。

【青木】 しかし、下がっているほうは別に文句の言いようがないというのは、全くその通りですね、非対称的かもしれないけれどもね。

金融引き締めとバブル崩壊の関係

【原田】 それでどんどん下がってしまつて、バブルは崩壊。バブルが崩壊すればいいというのは、87年の状況に戻ることだと思えますが、70年代の状況まで戻ってしまいました。

【青木】 そうですね。

【原田】 金融を引き締め過ぎてしまったのではないか、というご感想はありますか。

【青木】 これはありません。というのは、仮に金融の引き締めを強めなくても、バブルは破裂する運命に（ある）。経済学の教科書的にいえば、バブルは必ず破裂する。

いつ、どれぐらいの規模で破裂させるかという政策的な操作ができるか、ということが次の問題になってくるけれども、そういう政策的な選択ができるほど、バブルというものについて知っていない。だから、（バブルの結末は）結果としては非常に乱暴なものになる。乱暴なものになるから、乱暴なものにならないうちにと言われても、バブルに対する対処として、それはどの程度のことをやったらいいか全然わからない。それから、どの程度の状態で手に負えないような強いバブルの崩壊になるのかどうかもよくわからない、というのが実状だと思うんです。

アメリカの政府はそういう金融恐慌に対する慣れがあつて、ズバツと金を出すができるわけです。ところが、日本の少なくともその当時の政府は、バブルが崩壊したから、それがある程度救済するために財政資金をドカッと注入するような発想は全然ないわけです。

だから、そういうものにだんだん慣れると言つたら悪いけれども、バブルというものは資本主義経済の場合は何らかのかたちで起こることが結構あるものだ、という前提の下で、政府が余裕金を用いるなかたちで持っているというアメリカのような状態になつていくべきなのかもしれないと（笑）。

公的資金投入の可能性

【岡田】 ただ、公的資金の投入は金融機関側がいやがりますね。経営責任を追及されるから。

【青木】 それはそうです。

【原田】 拒否しているうちに不良債権が大きくなってしまった。

【竹中】 大蔵省的にはたぶん、金融不安が起されれば公的資金をやらなければいけないという話になって、これはまた国会が面倒くさいなという発想で行動していると思います。金融不安、金融システム危機というものが起きたら、日本銀行としては何を最も懸念されますか。

【青木】 金融システム危機に対しては、そうですね、適切に金を注入していくということでしょうね。

【竹中】 それは特融とかそういうことですか。

【青木】 特融のために金をつぎ込むということは考えられないと思いますが、何かある期間をつなぐためにファイナンスをする、ということとは考えられますね。

【原田】 現在の金融危機では、アメリカのFRBなどはハイパワードマネー（ベースマネー。中央銀行の現金通貨と金融機関の中央銀行預け金の合計。マネーサプライの源泉となる）を2・5倍に増やすというようなことをやっています。日本銀行も92年頃はそういうことが必要だった、かなり大胆な緩和が必要だったと思われるますか。

【青木】 そうですね。

日本銀行と金融政策

【竹中】 また日本銀行のエトスというかメンタリティーの話になってしまいましたが、もう一つお伺いします。物価のことを意識しているのは自分たちだけだというご発想があるというのは、そうなのかなどよくわかることです。日本銀行の方は、自分たちが金融政策をもっていることによって、日本経済に対して大きな影響力を持っていると皆さん思われていますか。

【青木】 それは、まあ思っていると思います。程度問題はわかりませんけれど、影響力を持っていると思っていますね。

【岡田】 でも、それはさっき言ったみたいに、ないと思っている気配もある。

【竹中】 そうなんです。大蔵省などは、自分たちは良かれ悪しかれ日本経済に影響力を持っていると思っていますだろうと思いますが、インタビューが感想を言うのはあまりよくないのですが。（日本銀行の方は）持っているかもしれないけれども、どの程度の大きさだと思っていられるのでしょうか。

【青木】 どういう答えをしたらいかがよくわからない。

【竹中】 物価にはかなりの影響力を持っていると思っておられると思います。

【青木】 そうですね。

【竹中】 極端な話、日本のGDP成長率に対してかなりのインパクトを持っていると思われるのか、それとも、自分たちが（公定歩合を）上げ下げしても、それはあまり関係ない、微調整ぐらいだ、と思われているのかということです。

【青木】 だから、日本経済の成長に日本銀行がよい影響を与えることができるとすれば、それは物価の安定を通じてである、ということ。そういう発想ですね。だから、財政投融资資金のようなものを日本銀行の金から支出していくからだ、というふうには思っていますよ。

【竹中】 竹中平蔵さん（元総務大臣、経済財政政策・金融・郵政民営化担当大臣、現在慶大教授）など上げ潮路線と一時期言われた人たちは、日本銀行が市場に非常に潤沢にお金を供給すれば、水がお風呂から溢れるように経済全体にお金が回って、それによって経済活動が良くなるのだと説明しています。

【青木】 例えばマーケットの金利を下げたい。3%のものを1%にしたいというようなときには、日本銀行は積極的にマーケットに潤沢に金を出そうとするわけです。それで潤沢に金が出て1%になれば、その1%というターゲットが完成されて、その1%という金融緩和の下で経済がある程度プラスの影響を受けるはずだ、というふうに考えているわけです。

【竹中】 それは物価以上のものですよね。

【青木】 不況のときに金利を下げる、というのはそういう感覚なんですね。

バブル崩壊のダメージ

【原田】 繰り返しになりますが、バブルの始まる前に戻るのがバブル崩壊だと思いますが、実際には70年代まで戻ってしまったわけですね。東京ですと70年代末ぐらいですが、地方まで行くと本当に70

年代最初に戻ってしまっています。バブル崩壊以上のものですね。なんでこういうことが起きたのか。やはり92～93年に金融をさらに緩和して物価も上がるようにすれば、資産価格の下落もおさまリ、不良資産もそれほど大きくならなかったのではないかと思います。が、それについてご感想はいかがでしょう。

【青木】 いや、バブルがどれぐらいのダメージを与えるものかということは、どんな国でも事前に知ることがほとんど不可能に近いと思うんですね。ただ、バブル崩壊慣れたところは、ずいぶん金が必要から普段から多少準備しておこうという気持ちがあるにしても、日本の場合はそのいうことは90年代には全くなかったのかもしれないと思うんです。

それを回復させることが、いわばバブル後の政策の一つとして行われるのか、平常な状態に戻すということだけなのかという物の考え方の差というのはあるのかもしれませんが。我々が考えるところにしても、正常な状態、要するに、みんながまともに働いてまともに競争すれば経済がだんだん立ち直ってくる、という状態をつくつてやればいいんだ、という感覚になってくると思うんです。

【岡田】（青木さんは）もう民間にいらしていて、97年に銀行がバタバタつぶれたりするのを横目で見ながら、日銀から出てくるステートメントをご覧になって、いかがですか。別にいい悪いではなく、落差があるという感じがしたかどうかということですが。

【青木】 うーん、いや、ちょっと何ともわかりませんね。この会社がつぶれないようにするので精一杯でした（笑）。

【原田】 92～93年頃には日銀は危機感を持っていて、不良債権が40～50兆あるのではないかとということで大蔵省にも盛んにアプロー

チしていたわけですね。

【青木】 そうですね。

【原田】 ですから、97年からしか危機感がなかったということはいいと思います。ただ、不良債権が40～50兆であれば大手21行はほぼ大丈夫だったでしょう。長期信用銀行はビジネスのモデルの問題がありますから分かりませんが。

【岡田】 結局、今回の事態の最大の特徴は、大手金融機関がこまめでいかれているとは誰も夢にも思わなかったということなのではないか。

【青木】 本当にそうかもしれませんね。

【岡田】 S & L危機の話はみんなずいぶん勉強したけれど、あんな小さい銀行をやくざみたいな連中が乗って鼻面を引っ張り回してというのは、それこそ例の2信組問題（経営破綻した東京協和と安全の2信用組合による乱脈融資事件）とかあいうのが同じパターンなので、あんなものだろうと高をくくっていた気配が濃厚です。

【青木】 （笑）

公定歩合上げ下げ決定までの手順

【竹中】 もう一つ基本的な質問で、公定歩合を上げるときの政策決定をどういうかたちで進めるのか（ということをお伺いしたいと思います）。下げるのでも上げるのでもいいのですが、青木様が理事をされていた頃は、そういう話は理事がされるのですか。

【青木】 毎日マル卓というものが有りますからね。だから、やはり

少し物価が危なくなってきたとか、ちょっとおかしい傾向が出てきた（ということになると）、数週間内あるいは何カ月以内ぐらいに考えたほうがいいんじゃないですか、というようなことを誰かが言うということですね。

【竹中】 理事の中のどなたかが言うんですか。

【青木】 それが通常のパターンですね。

【岡田】 マル卓があつた頃はそうだったんですね。

【竹中】 そういう話があると、とりあえずウオッチしますといつて中心になつてウオッチする方は、誰かいらつしやるわけですか。

【青木】 それは、ウオッチさせますということになつて、調査局にやらせる、営業局にやらせるというようにことでヒアリングを始めたりするわけです。それで、こういう証拠が拵がついているというようなことで、またマル卓に報告する。それでは来月どうしてもやろう、というようなことになつてくるのではないでしょうか。

【竹中】 そのときにはやはり総裁のご意向が非常に大きいということですか。

【青木】 それはそうです。

【竹中】 わかりました。どうもありがとうございます。

【原田】 どうも大変ありがとうございます。