

重原久美春氏ヒアリングの趣旨

重原久美春氏は日銀入行後、内外金融政策の企画部門が長く、また、調査・研究にも従事すると共に、70年以降、4回に亘り経済協力開発機構（OECD）に出向、その中核である経済総局の要職を歴任するなど、国際派エコノミストとして知られている。バブルが発生した86年央々87年央に日銀の参事考査役、金融研究所副所長を務め、バブルが絶頂にあった87年初秋から2年余はOECD経済総局・政策調査局長、その後、バブルが崩壊に向かった89年末々92年央までは日銀の金融研究所長の任にあった。さらに、日本経済の低迷が続いた90年代末までの7年間は、OECD経済総局長、次いで副事務総長として、日本を含むOECD加盟国の経済運営に関する政策提言を行うと共に、国際経済政策協調を図る立場にあった。

当事者として金融政策の実務に携わった経験はバブル発生前の国内金融調節と民間銀行の国際業務に関する指導が主であるが、ある時は日銀本店という内部から、ある時はバリのOECD本部という外部から、85年9月のプラザ合意以降、バブル期を経て現在に至るまでの日本のマクロ経済政策や金融政策を眺めて実践的な政策提言を行ってきた視点は、他のエコノミストにはない貴重なものである。

重原氏にはまず、プラザ合意後、ルーブル合意、ブラックマンデーを経て、バブル期に至るまでの日銀の金融政策を公定歩合操作とマネーサプライの取扱いを中心に振り返り、総括的に評価していただく。また、バブル崩壊後の90年代に長く海外で勤務した重原氏

から見て、日本経済がバブル後遺症に長く悩まされた原因は何か、独自の観点からの分析を伺う。さらに、長年に亘るOECD勤務で培った経験に基づいて、第1次BIS規制とプロシクリカリティ（景気循環増幅効果）の関連性、OECDなどの国際機関による多国間政策監視（マルチラテラル・サーベイランス）の有効性などについて論じていただく。

重原久美春氏略歴

		重原久美春氏年譜	関連出来事年表
1939年(昭和14年)	群馬県前橋市で誕生		
1962年(昭和37年)	東京大学法学部卒業、日本銀行に入行 本店発券局勤務、広島支店(国庫課、営業課)		
1966年(昭和41年)	フランス中央銀行業務研修(1年間)		
1967年(昭和42年)	日銀調査局(欧米調査課、内国調査課)		
1970年(昭和45年)	OECD経済総局・政策調査局・金融調査課 (エコノミスト、課長補佐、課長を歴任)		
1974年(昭和49年)	日銀企画局主査(国内金融調節担当)		
1975年(昭和50年)	日銀外国局資金係長 (邦銀及び外銀在日支店の外貨業務の指導)		
1976年(昭和51年)	日銀企画局調査役・外国局調査役 (バーゼル銀行規制監督委員会委員を兼任)		
1980年(昭和55年)	OECD経済総局・政策調査局次長		
1982年(昭和57年)	日銀金融研究所研究第一課長		
1983年(昭和58年)	日銀長崎支店長		
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(ブラザグ合意)
1986年(昭和61年)	日銀参事考查役		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)	日銀金融研究所副所長 OECD経済総局・政策調査局長	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)		7月―B I S 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)	日銀金融研究所長	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%)
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)	OECD経済総局長兼チーフ・エコノミスト (加盟国経済官庁の次官級ポスト)	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)	OECD副事務総長 (各種の経済問題に関する閣僚級の国際会議におけるOECD代表など担当)	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

重原久美春氏年譜		関連出来事年表
1998年(平成10年)	(ベルギー・リエージュ大学名誉経済学博士)	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)	OECD副事務総長退任(8月末)	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)
2000年(平成12年)	日本国内及び海外で経済講演・論文執筆活動に従事	
2008年(平成20年)	国際経済政策研究協会(本拠パリ)会長	

第2部 オールラヒストリーインタビュー⑬

重原久美春 氏 (元日銀金融研究所長・OECD経済総局長)

日時 2010年3月8日(月) 14時～16時30分
場所 内閣府(合同庁舎4号館) 1212会議室

日本銀行によるマネーサプライの取り扱い方

【原田】 75年7月の日本銀行の調査月報では、その前の石油ショック前後の過大な金融緩和がインフレーションを起こしたのだという議論がありまして、「今後、適切な経済の発展を図っていくためには、マネーサプライの動向に十分な注意を払い、その行き過ぎを防止していくことが大切である。」と書かれています。日本銀行は、しばらくはそういうスタンスをとっていたと思いますが、その後、90年代前半から特にそうだと思いますが、マネーサプライの管理を否定し続けました。日銀がマネーサプライの管理を放棄したのはいつで、それはなぜか、あるいはそもそも、日銀は厳密な意味でのマネーリストではなかったとお考えでしょうか。

【重原】 このご質問ですが、「マネーサプライの管理」という言葉が適切かどうかという問題が一つありますので、私としてはこれをやや拡大解釈して、日本銀行における「マネーサプライの取り扱い方」と読み替えてお答えさせていただきます。

そういうことでまいりますと、日本銀行が置かれていた金融システムの変化、それから、日本を大きく取り巻く対外的な経済あるいは資本市場の動き等々によって変わってくるわけでは

ないので、そういうことをご理解いただいたうえでこの話をしたほうがいいのではないかと思います。

特に、ヒアリングの後半にまた出てくると思いますが、マネーサプライを金融政策の中間目標(ターゲット)にしてバブル破裂後の金融政策をやったらどういった結果になったろうかということ、いわゆるマネーサプライ論争というものがありません。私は当時OECDにいたわけですが、このマネーサプライ論争というものも、パリから見ている限りは、一部の学者の方々はかなり昔の時代のマネーサプライ管理に関するご理解によって、議論が非常に混乱してしまっただけな気がします。従いまして、この点をもう少しさかのぼってお話したいと思います。

そこで、マネーサプライ重視の動きが出てくる背景です。その前に、では日本銀行はマネーサプライを60年代ぐらいにはどう考えていたのか。ちょうどその頃から、ご承知のようにマネタリズムの動きが学界、特に(ミルトン・)フリードマン(元シカゴ大教授)以下で出てきているわけです。その頃どうだったのかということ、つまり金利ではなく量的な指標である「aggregates」(総量)というものも金融政策運営の上でどのように位置づけられていて、その中でさらに、マネーサプライというものはどういうところに置かれていたのかということ、についてお話したいと思います。時間の関係もありますので簡単にいたします。

冒頭申し上げました通り、日本の金融システムは第2次大戦後も長い間、金利の規制、業態別金融機関の活動制限、為替管理といったように、内外両面にわたって非常に規制の厳しい状態に置かれていたわけです。従いまして日本銀行の金利操作もかなり限定さ

れていました。

こういふなかで日本銀行はどのように金融政策を行っていたかという点、事実上は民間銀行貸し出し総量を非常に重視してました。60年代は、日本銀行に限らず他国の中央銀行でもまだ、中央銀行がコントロールする金融変数のレベルの問題ははつきり意識されていませんでした。金融政策手段というものから、段階を追って操作目標、中間目標、そして最終的な目標（これがインフレ率、物価安定なのか、それとも需給ギャップ等ケインジアン的なものなのか等いろいろありえますが）、これらの段階をどういふふうに進めて政策効果が波及していくのかという意識は、どこの中央銀行でも画然としてはいなかったのです。

この時期（70年）に私はOECDで仕事を始めたわけですが、各国はどのような金融政策手段をどのように用いているのか、それから、それがどういふ波及過程を通じて金融システムそして実体経済に影響を及ぼすのか、という研究を、OECDの最も重要な経済政策委員会（Economic Policy Committee）第3作業部会（Working Party No.3, "WP3" OECD加盟主要10カ国の財務省次官、中央銀行副総裁クラスが集まる金融政策、財政政策、為替政策に関する国際協力の場合。当時の議長は西独ブンデスバンク副総裁でこの総裁のオットマール・エミンガー）の指示といまいますか依頼で行うことになりました。当時は、日本銀行あるいは海外の中央銀行の中でも、学界にも、こういう金融政策の実際の運営と効果に関する体系的な文献は存在しない状況でしたから、パイオニア的な作業でした。研究シリーズの第1巻として、私が執筆を担当した報告書

（"Monetary Policy in Japan", *OECD Monetary Policy Studies* Se-

ries, Volume1, Paris, 72年12月刊行）は、その発刊直後に、英国『Econo-mist』誌が全2ページに亘る詳細な紹介記事を載せ、日本の新聞でも報じられました。

この報告書の重要な論点は、日本では金融政策の運営にあたって、当時は結局「aggregates」を中心に考えていた、ということにあります。その「aggregates」とは何かといいますと、先ずは民間銀行貸し出し総量であった。ただ、ここが次に重要な点ですが、マネーサプライを全く無視していたのかというと、実はそうではなかった。当時置かれていた状況では、中央銀行を含む銀行組織全体の consolidated balance sheet（連結貸借対照表）の資産サイドを見るか、負債サイドを見るかといっても大きな違いはなく、負債サイドにある monetary aggregates（貨幣供給総量）と資産サイドにある貸し出し総量はだいたい両建てでパラレルに動いている。そこがちよっと違ってくる点は、主として民間非金融部門のネットのみ見た対外収支がどのような動きをするかによります。当時は、対外資本取引が非常に制限されておりましたから、民間非金融部門によるネット対外収支（balance on net non-monetary transactions）、特に経常収支が赤字になると、民間銀行貸し出しによって創出された資金のうちの一部が海外に対する決済のために流出することになるので、マネーサプライの伸びはどちらかという銀行信用の伸びよりも低くなる。当時の固定平価制度の下でこういう自動的な調整作用みないものが効くことになっていたので、景気が行き過ぎて国際収支が赤字になり、金融引き締めが必要になった時には、民間銀行貸し出しの総量の動きのほうを見れば物事が大体うまくいくという仕組みだったので、これは日本銀行がそう意識

して説明をしてはいなかったのですが、実態はそういうことだと私は理解して、OECDで書いた報告書の中で日本における金融政策運営の枠組みを説明したわけです。

もつとも、日本銀行は信用総量重視説(クレジット・ビュー)というものだけでよかったのかというと、実はそうではなくて、特に71年以降の経常収支の黒字、それに伴い預金通貨の増大が対外要因から生ずるようになると、中央銀行を含んだ銀行組織全体の consolidated balance sheet の負債サイドにあるマネーサプライを従来よりも重視しなければ国内経済の安定化ができなくなりました。しかし、これは金融政策の中間目標というものとしてマネーサプライを位置づけるというものではありませんでした。日本を含むOECD主要国の金融政策運営を比較研究した報告書『金融政策と景気調整——主要6カ国の国際比較』の抜粋(資料1)があります。OECD金融調査課長であった私がコペンハーゲン大学のニールス・ティージェン教授と共同執筆したこの本のなかで、この辺の事情について書いています。この資料は、日本銀行、その他、各国の金融専門家が集まる会議にまずドラフト段階で提示し、彼らの意見も取り入れて最終版に仕上げられたものですから、日本銀行の企画、営業、調査部門等からもコメントを得たものです。ですから、私のこの考え方は、日本銀行では公式にはそういう言い回しを使っていなかったけれども、結果的に「重原の書いた通りで違和感はない」というような感じで通っていたということです。

なお、これはちよつと手前味噌ですが、当時、日本では aggregate gates 等の表現がまだ定着していなかったものですから、報告書の邦語訳では「信用総量」とか「金融総量」というような言葉を使っ

ております。この辺はご理解いただければと思います。

そういうことで70年代に入っていったわけですが、ここでご質問にある通り、日本銀行調査月報の75年7月号が関心を呼んだわけです。75年というのは、釈迦に説法であります。第1次オイルショックが発生した直後で、この年は金融政策の面でも非常に重要な年です。75年4月にアメリカでは、FRB(連邦準備制度理事会)が定期的にマネー・サプライの年間の目標レンジを設定するよう議会から要請され、それに応じるかたちになった。それから同じ75年中頃には、カナダ中央銀行が政府のインフレ対策に対応するかたちで、中期的なマネー・サプライ(これはM1です)の抑制方針を打ち出しました。翌年の76年7月には、イギリスがM3の伸びを12%に抑えるという政策を導入しました。従いまして、英語圏の主要国では、75年というのは金融政策上も非常に重要な位置づけになります。この時期に日本銀行の調査局がこういう月報論文を出したわけです。

私は、74年11月にOECDの金融調査課長から日本銀行に戻りまして、総務部(今は企画局になっています)企画課の主査になりました。当時は、部長がそのあと総裁になった三重野(康)さん、企画課長が青木(昭)さんで、ご承知の通り澄田(智)さんが総裁であった時代の企画担当理事です。ですから、皆さんが75年頃からバブル期までのことについてヒアリングをされるなら、澄田さん亡きあとはおそらく三重野さんと青木さんが一番の適任になるかと思えます。実は今年の日銀OB新年会で青木さんにお会いする機会があつて、「青木さんはヒアリングに呼ばれていますか」と聞いたら、「いや、そういう話は聞いていない」という話でありまして、「そ

れはおかしいですね」と一。

【原田】 お願いで来てお伺いすることになりました。

【重原】 ああ、それはいいことですね。

それから、調査役には福井〔俊彦〕さんがおられました。私はその下の主査で、その下にまた若い方がおられるということでした。日銀OBと申せば、調査局のこのマネーサプライの論文については、おそらく鈴木淑夫さんから話があったでしょう？

【原田】 ええ、ありました。

【重原】 鈴木さんは当時調査局の重鎮であったかと思いますが、大変な実力者でしたから、この論文の大きなラインは鈴木さんから出たのだと思います。

私は金融調節を担当する企画課の主査でしたので、当然のことながらこの論文のドラフトについてのコメントを総務部内で求められました。私の見解では、マネーサプライを目標にまで持つていくのは問題が多いのではないかと、ということを進言した記憶があります。それを青木さんが覚えておられるかどうか知りませんが、青木さんもその他の方々もそのような感じでした。総務部というのは金融政策の企画立案のほか国会における日銀総裁の想定問答なども作成するところですから、そういうかたちで総裁にも国会での答弁もして頂いたかと思えます。ということ、この問題については、おそらく鈴木さんからいろいろ説明があったと思いますが、私は企画部門のほうから見ていて少し腰の引けた対処を進言しましたし、それが総務部全体のスタンスでもあったと思います。

ここでの問題は何かというと、通貨需要の安定性が第一です。私どもから見ても、日本では特にM2（当時はM2+C D）ではなかつ

た）についていえば、マネーサプライ目標を数値で置いている国に遜色ないくらいに安定性があるように見える。ただし、これは冒頭申し上げた通り、通貨需要関数の計測対象期間の大半は規制金利の時代でしたから、これから金融を本格的に自由化していこうというような時にこれだけの実証分析で十分かといえ、実は不安定要因が自由化後は非常に多くなるのではないかというのが、私の当時の懸念でありました。

それから、マネーサプライというか、もつと広い意味での“*money*”をどのように把握していくかという問題ですが、この点についてはマネタリーベース（中央銀行通貨量）をどう考えるかという話があるわけです。それはおそらく総務部、それから現場をやっている人たち（営業局等）のコンセンサスだと思いますが、少なくとも銀行券というものは短期的にはsupply-determined（供給決定）ではない。これはdemand-determined（需要決定）であって、日本銀行が受動的に需要を充足していくべきものである。そのため発券局等現場の人が一生懸命やっているわけであって、不測の銀行券需要が起きた時でも、中央銀行がその充足をリフィューズ（拒否）するというsupply-constrained（供給制約）になつてはならないということです。

残るマネタリーベースの最後の部分は日本銀行に対する民間銀行からの預け金になるわけですが、これも当時のシステム（日銀の民間銀行に対する有利子貸し出しによって創造された中央銀行通貨の一部が強制的に無利子の日銀預け金にさせられる、という課税メカニズムを内包したシテム）において、民間銀行は法定準備ぎりぎりの水準に中央銀行預け金を置いていましたので、こうしたシステ

ムの下で民間銀行の中央銀行預け金の総量を直接的に金融政策の操作目標として厳格にコントロールすることは市場金利の大変なボラティリティー（変動性）を甘受しない限り実際上できることではないわけだ。

マネタリーベースとノミナル（名目）GDP等との間の相関関係を事後的に見ると非常に高いわけですが、因果関係は、当時の日本の金融システムの下では、前者から後者に走っていたわけではありません。当時は、公定歩合とコールレートの操作、そして金融引き締め期における窓口指導、を主体とした金融政策手段によって、先ず民間銀行貸出総量がコントロールされ、これがマネーサプライ（そして、マネーサプライの重要な構成要素である預金通貨総量で決まってくる準備預金量＝マネタリーベースの構成要素の一つ）に影響を与え、さらに名目GDP、そして、これとほぼ同時に、マネタリーベースのもう一つの構成要素である日本銀行券（名目GDPの重要な構成要素である名目個人消費と強い相関関係にあった）に影響が及ぶ、という因果関係にあった、というのが、日本の金融政策の効果の波及過程に関するOEC D報告を書いた私の見方でした。マネタリーベースを直接的にコントロールしていくという考え方は当時のシステムを前提とする限りなじまないものだったということです。

そうなると、中央銀行のバランスシート上にあるマネタリーベースよりも少し遠いところにある広義のマネーサプライをどうするかということですが、企画部門にいた我々の考え方からすると、金利の規制がだんだん外れていくなかで、政策金利をどれだけ動かしたらうまく広義のマネーサプライをコントロールできるのかという

政策金利の変動幅、それからどのくらいのタイムラグでそれが効いてくるのかということには非常に不安定な要因があるので、その意味でもなかなか精緻な対応はできないだろうということでした。

FRBがマネーサプライ目標に関する議会の要請に飛びついたというものの、目標レンジを非常に広く設けてやっていたわけですが、しかし日本の場合には、数値目標というのは皆さんご承知の通りであって、いったん作るとそれが一人歩きして、何が何でもそれを守らないとダメみたいな話になりかねない。日本銀行としては、そういうかたちになる目標値というものには好ましくない。そういうことで、（今申し上げた）調査局の月報論文のセラに対する慎重なコメントになったわけだ。

そういうなかで、それではどうかたちでマネーサプライの重要性を具体化していくかという話になり、これが結局78年7月からマネーサプライの「予測値」の発表というところに行くわけだ。これは予測であって目標ではないわけですが、予測値の発表にも実は悩ましい問題が多い。従って、日本銀行は非常に特殊かもしれませんが、四半期ベースの前年比の伸び率をその当期の四半期が始まったところで予測する、ということになりました。ですから、3四半期分は過去のものであって、その上に1四半期分の見通しを乗せ、しかもそれを前年比で出すというかたちの予測です。こうして世の中の関心を高めることによって、いろいろな金融指標の中でマネーサプライが最も重要な指標であるとした訳です。私はこれを、「情報変数の中で最も重要なものに位置づけたのだ」という言い方（日本銀行の当時の公式資料ではそう表現しておりませんが）で説明しました。〔資料2〕の90年9月『金融研究』に発表した論文

でもそういう表現を使っています。この資料は、10カ国の金融政策担当の局長クラス、今FRBで偉くなって副議長をしているドナルド・コーンとかそういう連中がOECDに集まる会合のために私が書いたものです。当時、私は金融研究所長でした。同僚の企画局長や営業局長にもドラフトを見せてコメントを求めた上で発表したものですから、その意味で、普通の『金融研究』に載る論文よりはセミ・オフィシャルな性格のものとして見ていただければと思います。

そういうことでマネーサプライの情報変数としての位置づけが高まっていたのです。もつとも、ご質問の、なぜ日本銀行がマネーサプライの管理を放棄したのかという問いについては、コントロールの対象とも考えていなかったから、「放棄」ということでもありませんでした。ただし、情報変数としての重要性に関しては、予測値を発表してやっているうちにだんだんと問題が出てきました。それは何かというと、『資料3』の私が書いている『金融自由化の進展と金融政策』という論文の中に説明がありますが、まず金融自由化の影響です。それは、国内の金融自由化、2番目には海外との間の資本取引の自由化、この二つの動きが通貨需要を不安定にしていたということ。従って私の目から見ると、それ以外の情報変数が今後は重要になってきて、マネーサプライは引き続き重要だけれども、ほかの金融変数をも情報変数としてかなり活用しなければならぬということになる訳です。

金融の自由化の中で債券市場も発達する。それは単に銀行が金融債を発行するだけでなく、企業が社債を発行するかたちでの資金調達も出てくるし、国債発行市場が自由化されていくということ。です

から、イールドカーブ（利回り曲線）を情報変数として使っていくことが非常に重要になってくる。それから、資産取引が非常に進んできたことから、国内の資産価格、特に株価が重要な役割を果たす。幅広い個人層が株を持つようになってくれば、その持つ資産効果（ウエルス・エフェクト）も重要になってくる。資本取引の自由化に伴って為替相場の大幅な変動がある。これが実体経済に及ぼす影響も非常に大きくなってくる。そうなると、結局マルチスコープで物を見ていかなければいけない。マネーサプライ実績値が予測できないようなショックによって変動するようになるので、予測自体のもつ意味がだんだんと薄らいでいった、ということではないかと思えます。

ちよつと長くなりましたが、それが最初のご質問に関するお答えです。

【原田】 調査月報の言い方も、「十分な注意を払い、その行き過ぎを防いでいくことが大切」ということです。80年代末にはマネーサプライの伸びが非常に大きくなって、そのあとは極端に小さくなっていったわけですね。マネーサプライ論争に参加した経済学者が考えていたことは、それに対して十分な注意を払って行き過ぎを防いでいなかったのではないかと、ということ。それについてはどうお考えになりますか。

【重原】 その問題については、よろしければバブルのところでお話しさせていただきます。

【原田】 はい、わかりました。

マネタリストの行動

【重原】 次に原田さんが冒頭で言われた「厳密な意味でのマネタリスト」の行動が日銀に必要であったかという問題です。ちよつと言葉尻をとらえるようで恐縮ですが、マネーサプライの予測値と実績値との乖離、つまり自分で目標を立ててそれをコントロールするのが外れたという話ではなくて、あくまでも予測という、ノーマティクブな要素がないものが外れた場合にどうするかという問題としてとらえると、そのような場合に「厳密な意味でのマネタリスト」の行動はすべきでない、というのが当然の答えになります。

もし「厳密な意味でのマネタリスト」の行動をすれば、結局それはマネーサプライの伸び率のターゲットイングではなく、マネーサプライ水準、レベルについてターゲットイングすることになります。従って、乖離したらそれを取り戻すための政策金利の調整をしなければなりません。それは市場金利のボラティリティーを高め、実体経済に対してもマイナスになるであろう。実質的な理由はそこですが、「厳密な意味でのマネタリスト」の行動というものが、今申したようなことを意味するとすれば、全然すべきでないというのが私の答えです。

【原田】 自分で質問をしておいて言い方が変ですが、それほど厳密に考えているわけではなくて、目標よりも伸び率ないしはレベルが低くなつたら金利を下げ、目標よりも上がつたら引き締めるという、その程度の話だと思います。その意味であつても、日銀はあまりしていなかったのではないかという気がしますが、そのように理解すればよろしいですか。

【重原】 それがよくあつたかどうかはあとの問題としてお話ししますが、そういうことはしていません。あつたという訳です。

プラザ合意（1985年9月22日）後の協調介入、協調利下げ

【原田】 プラザ合意後、ドルが下落し、下落し過ぎるのではないかとということで、各国とも足並みを揃えて利下げしました。このような協調利下げについて、重原さんどのように評価しておられますか。

【重原】 一般的な評価ということではありますと、これは96年にブデスバンクで私が行った記念講演（資料4）の中にあります。このブデスバンクの講演は、原田さんもお承知のハンス・ティートマイヤーが総裁をしている時に、チーフ・エコノミストで理事をしていた私の旧友であるオットマル・イツシング（のちの欧州中央銀行専務理事）が、60歳の記念に大きなことをやろうということで、企画されました。私は、マネーサプライも含めた金融政策の枠組みをどのように考えたらいのかという講演をさせられました。そのあとの講演では、インフレーション・ターゲットイングについて、当時の理事で今はイングリッド銀行の総裁をやっているマーヴィン・キング、これも私の旧友ですが、彼が講演しました。3番目には、今も問題になっている為替相場を目標にする金融政策について、ヌート・ウエリンクというオランダ（中央）銀行の当時の調査担当理事（現在は総裁）が講演をしています。この3人でそれぞれ論文を提出しました。

私は、為替相場ターゲットイング、マネーサプライ・ターゲットイング、そのほかのいろいろなターゲットイングも含めてどう考えているか、ということを書きました。勿論、全部お読みいただく必要は全くありませんが、最後の結論的なこととしてインフレーション・ターゲットイング等の有用性に関しては、マーヴィン・キングとはだいぶ違う見解を、日本ではまだインフレーション・ターゲットイングの議論があまりされていない頃ですが、提出論文〔資料4 p.27以降〕で展開しています。

この論文では、最後の Concluding remarks のところで為替相場ターゲットイングの話も出ているわけですが、基本的には為替相場の安定のために国内経済政策を損なうような相克（コンフリクト）がある場合は、金融政策はやはり国内経済安定を重視するということとでなければならぬ。特に主要国間の財政政策のスタンスが国際的に整合性を欠いている場合に、金融政策という1本の手段（インストルメント）に最終目標を二つ与えてやらせることになるが大変な問題が起りかねない。それが Concluding remarks の中で言っている最大のポイントの一つです（注1参照）。

それをまず申し上げたうえで、今の個別の問題、プラザ合意後の金融政策についてお話ししますが、ご質問は、日本を含めた各国の対応をどう評価するかということだと思います。

これについては、お手元に差し上げた（資料6）、バルグレーブ（Palgrave、現在はバルグレーブ・マクミラン。学術書専門の世界出版社）から出版したもので、IEA（International Economic Association 国際経済学協会）の98年の年次総会での講演のため私を作成した論文があります。だいぶ遅れて01年に出版されてい

ます。この論文は、学者方から日米の金融政策の比較をしてくれという依頼を受けて書かれました。日本経済が80年代後半のバブル時代のあと90年代のかんりの部分もたついていたのに対して、アメリカ経済は比較的うまくいった。これをOECDチーフ・エコノミストとしての私はどのように評価するかと問われて、それに対する答えとして書きました。従って、もちろん日本銀行とか、米国連邦準備制度の人たちとは全く独立した立場で書いたわけです。ただ、印刷物になる前には（アラン・）グリーンズパン（FRB議長）にも見せて、彼からも自署した書簡でコメントをもらっています。彼のコメントがどういふことなのかということは、後で申し上げます。

〔資料6〕の p.48 をご覧ください。今すぐお読みいただく必要はないので口頭で申しますが、ここには、先ずウィリアム・プー（元米セントルイス連銀総裁）がプラザ合意に関連してコメントしている論文を紹介するかたちをとっております。プールの90年論文では、プラザ合意の結果として、85・86年の間、アメリカの金融政策の過度な緩和状態が余りにも長期にわたって続き過ぎた。つまりアメリカ側にとっても問題だった、と主張しています（注2参照）。

私はそれに対してさらにコメントしています。プールはそのように述べているが、当時の米国公開市場操作委員会（FOMC）の記録を見ると、ドルの下落に伴うインフレ圧力が出てきた時には、FRBは国内経済安定中心の金融政策に転じているのであって、それは87年に起こっているわけですが、その点でいけば日本銀行が置かれた立場よりもずっとまじだった、ということを行っています（注3参照）。

(注1)

Another lesson to be drawn from the experience of the past decade is that internationally co-ordinated discretionary use of monetary policy for the sake of exchange rate stabilisation of major currencies can run the risk of increased domestic economic instability, in particular when fiscal policies are misaligned or, more generally, when cyclical positions diverge significantly across countries. (pp.34-35)

(注2)

Poole argued that the outcome of the 1985 Plaza agreement of the G5 Finance Ministers and Central Bank Governors to manage the exchange rate was mismanagement of domestic monetary policy. His judgement was that the Plaza agreement led to a situation in which US monetary policy was too expansionary for too long in 1985-6, by providing "an international stamp of approval on US policies to achieve that result [dollar depreciation]" and "to prevent the Federal Reserve from reacting to depreciation by tightening monetary policy." (Poole, 1990, pp.59, 63).

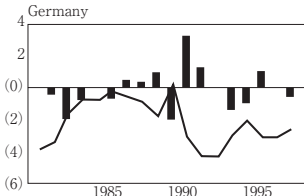
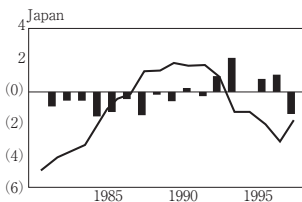
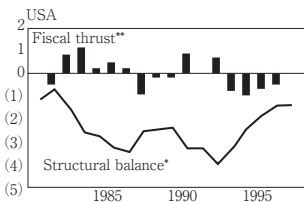
(注3)

Nevertheless, I would add that, unlike in the earlier period, the Federal Reserve did not wait for unequivocal signs that inflation was in fact rising before taking the first step to tighten monetary policy: the first tightening action in 1987 came..... [資料6 p.48]

(注4)

In this context, the orientation of monetary policy in Japan was particularly problematic. Monetary expansion there started to accelerate in early 1986 in the face of the deflationary demand effects of the yen's sharp appreciation and fiscal contraction. [資料6 pp.47-48]

(注5)



Notes:
 *Structural budget balance as percentage of GDP; a positive number indicates a surplus.
 **Fiscal thrust is the change in structural deficit ratio to GDP; a positive number indicates stimulus.

それでは日本はどうかというと、私から見ると特に問題が多かった。86年の初めから金融は緩和に向かう。一方、当時の国際的に合意された目標である対外収支の是正からすれば、それと逆方向に行くように財政は緊縮方向になっていったということです(注4参照)。

この点は、あまり鮮明ではありませんが、「資料7」のp.49のグラフを見ていただくと分かります(注5参照)。ここに示されたのは日米独の一般財政部門の構造収支(structural balance)です。これを基に、収支のレベルそのものではなく、(日本の)構造赤字の前年比での変化を見ていくと、赤字幅は縮小していったって財政は常

に緊縮の方向に向かっています。つまり、それは、ISバランス（貯蓄投資差額）的な議論をすれば、むしろ経常収支の黒字を増やす方向になっていたわけです。従って、そういうなかで内需を増やすための中央銀行の政策だけが経常黒字の縮小という目的に振り向けられた（アサインされた）ということで、これは財政政策と金融政策とが完全にinconsistent（矛盾している）であったということです。

植田（和男東大教授）さんはたしか93年の論文で（私のIEA論文の中でも紹介していますが）、86年の日本銀行の公定歩合の引き下げは妥当であったという評価をしておられますが、OECDのほうは86年11月に発表した対日（経済審査）報告の中で、金融政策のさらなる緩和には問題があるということを言っております。（資料7）p.1の第1パラグラフをご覧ください。ここでは、金融政策のさらなる緩和にはリスクがあり、必要な場合は財政の拡大で対処しろと提言しています（注6参照）。

私は当時まだ日本におりまして、OECDの政策調査局長になる前のことでしたが、こういう考え方でいいだろうと考えました。従って、私がOECDに行ったからといって、こういう提言をひっくり返すようなことはしなくて済むなと思っております。これが今のご質問に対するお答えです。

【原田】 金融緩和し過ぎていたし、もし景気拡大策が必要であったら財政ですべきであった、ということですか。

【重原】 そうですね、基本的にはそうです。ただし、もちろんブラジ合意のあとの急激な円高の場合は極めて大きなデフレショックでありましたから、それに対して当初は金融政策も緩和方向に運営し

ていくことが妥当であった。つまり、金融政策運営の枠組みが、たとえマネーサプライ・ターゲットテイニングであろうと、名目GDPターゲットテイニングであろうと、最終目標としての物価に関する直接的なインフレーション・ターゲットテイニングであろうと、金融政策手段の面ではオートマテイクに金利の引き下げで反応をする筈です。ただ、経常収支の不均衡を是正するために金融政策を割り当てる（アサインする）のは間違いだ、という考え方であったということとを申し上げたいと思います。

【原田】 ただ、マンデルフレミング・モデルですと、こういうときに財政を出せば、金利が上がって円高になります。

【重原】 はい。

【原田】 それでも財政を出したほうがよかったということですか。

【重原】 それについては後程もう少し申し上げます。

(注6)

Since end-1985, monetary policy has been significantly eased, with monetary growth substantially exceeding that of nominal income and the discount rate being reduced in steps to 3 per cent, its lowest level ever. Further relaxation may risk triggering excessive monetary growth and rekindling inflationary pressures in the future. There is perhaps somewhat greater scope for fiscal policy. (p.93)

ブラックマンデー（1987年10月19日）

【原田】 そろそろ景気も良くなってきたわけですから、各国とも利上げをすればいいのだということになってきました。しかし、日本、西ドイツでは国内景気の回復を受け、市場金利の高め誘導策が開始され、そういうことが引き金となってブラックマンデーが起きたので、日本はその後、金融引締めができなくなりました。このあたりをどう評価されるかをお伺いします。

【重原】 恐縮ですが、頂いたご質問については、少し揚げ足取りをさせていただきます。

【原田】 いえいえ、とんでもない。正確ではなかったかもしれませんが。

【重原】 「しかし、日本、西ドイツでは国内景気回復を受け、市場金利の高め誘導策が開始され」、そういうことが引き金となってブラックマンデーになったというかたちで、日本とドイツが一緒に、しかも日本を最初に名指しなさっておられますが、必ずしもそうではなかったと理解しています。

87年9月に私はOECDの政策調査局長になりまして、翌月にこのブラックマンデーが起きたわけです。したがってこの時のことは一番よく覚えていて、私の最初の大事な事は、IMFに先駆けてOECDはどのように国際政策協調をやっていくべきか考えることでした。その観点から私はまず事務総長に、秘密書簡を Group of 10

(G10)の大蔵大臣と中央銀行総裁に書くべきだと進言しました。そのポイントは、ブラックマンデーのショックが起ったあとの金融市場への liquidity (流動性) の供給は中央銀行の喫緊の課題だけ

れども、より難しいのは、どういうタイミングでどれだけ量の liquidity を吸収していくかという出口政策だ。それについて今から我々はOECDの第3作業部会(WP3)等でよく議論したいから、あなた方(各国の大蔵大臣及び中央銀行総裁)の chairs (代理者である次官及び副総裁クラスの人たち)とOECD側(結局は私ということになるわけですが)でやっていこう、という趣旨の手紙を送っているんです。

では、ご質問の日本や西ドイツの金融政策についての事実はどうであったかという点、やっぱり大きな点は、これはマネタリズムの話に戻ってくるわけですが、ドイツがマネタリー・ターゲットインクを2年間にわたってミスし始めていたわけです。ドイツの景気の状態をOECDのほうから見ていると、日本のほうが景気回復の足腰はより強い、ドイツのほうはもつと不確かだと思われていながら、マネー・ターゲットインク(ブンデスバンクのマネタリー・ターゲットインクは当時は中央銀行通貨、「セントラルバンク・マネー」が対象だったと思います)に対する執着、それから、それに中央銀行の credibility (信頼) をかけている割合が非常に強いものですから、市場のほうにも、ブンデスバンクはやはり政策金利を上げるのではないか、という期待を生んでしまっていたわけです。ですから、ほんのちよつとしたことに金融資本市場がナーバスな反応をするようになっていた。それに加えてアメリカの貿易収支の悪い数字がパッと出たわけですね。そこで、新聞報道では、アメリカとドイツの間のパブリックな政策論争みたいなことになってしまっただけです。ドイツ側は、ルーブル(合意)で約束したドル安(ドイツマルク高及び円高)の是正を目指すよりも、マルクが高くなっても構わ

ないというかたちで国内の物価優先型に行くのではないか。これが国際金融資本市場の expectation (期待) を変えてブラックマンデーの素地を作ったというのが私共 OECD の考え方でした。

日本はドイツよりも実は景気の足取りはしっかりといたければ、もうちょっと腰が引けているうちにこの事件が起こったから、あとの事態の推移は原田さんのご認識と同じになるわけですが、結果的には金融引き締めタイミングを遅らされてしまったという面があるんですね。

その事実とはともかくとして、日本としてはどういう対応を金利政策の面からすべきだったのかということが一番心髄になってくると思います。OECD の場におけるマクロ政策協力ということが後ほど話題となるかと思いますが、これは主として90年代に関する問題ですので、ここでは80年代の後半、87〜89年まで、つまり私が OECD に政策調査局長として在職中に、どのように考えていたのかというのを申し上げます。

差上げた「OECD の見解」〔資料7〕をご覧くださいたいと思います。ブラックマンデーが起きた直後の87年12月に発表された「OECD エコノミック・アウトLOOK (Economic Outlook)」で何を言ったかと申しますと、ここでは、ともかく先ほど申しした通り流動性 (liquidity) の追加供給を行うことはそう難題ではないけれども、もう少し先を考えた場合どうやって物価の安定のために流動性をコントロールしていくか、これが一番難しい。その一般論をまづ言っているわけです (注7参照)。

その上で、特に日本に関して名指しでインフレを起こさないような政策が望ましいと言っているわけですね。そして、国内流動性の

コントロールが大切だと (注8参照)。

もう少し詳しく申しますと、この提言と共に12月に発表された OECD 予測 (というところは11月に作成した予測というわけですが) では、日本銀行が金利を上げる見通しが盛り込まれています。金利引き上げがいつ頃に始まると予測していたかという点、88年上期からです。87年後半にはブラックマンデーが起きたあと、短期市場金利は引き下げられました、それをもう修正して88年前半には金利を上げていく、そして徐々にではありませんが、89年にかけて引き上げを続けていく。当時の OECD のこういう日本の短期市場金利に関する見通しに照らしますと、日本の利上げのタイミングは非常に遅れたということになります (注9参照)。

【原田】 それは、先ほどおっしゃったように、国内均衡を重視してやらなければいけなかったということですね。

【重原】 そうですね。こうした日本の金利引き上げが国際的に許容できないことであつたのかどうかということに関連して、今日はここでは詳しくは申し上げませんが、ご興味がある方は OECD のフォローアップ提言を差し上げた資料で後ほどお読み下さい。国内均衡という目的との相克 (コンフリクト) が起こらない限りは為替相場のほうにも目配りした金融政策をすべきであるが、コンフリクトが起こるような時はやっぱり国内均衡を優先すべきであり、対外均衡の是正は財政政策でやるべきだと書かれています。

ただし、もう一つ別のことで言いますと、国際収支赤字国と黒字国との喧嘩両成敗みたい、アメリカが財政赤字を減らしたら日本とドイツは財政の拡大をやるべきではないかという議論が、ポリティカル・エコノミーの問題として政治家のレベルでは起こりやす

(注7)

Monetary authorities are now faced with the task of gauging and responding to the demands for extra liquidity arising from financial unrest while ensuring, over a slightly longer-term horizon, that liquidity increases are not such as to give rise to an upsurge of inflation. (p. VII)

(注8)

The Japanese authorities will need to remain vigilant to ensure that domestic activity remains on an appropriate growth path conducive to non-inflationary external adjustment. The prospective strength of demand in the immediate future underlines the need for control of domestic liquidity as well as the usefulness of import liberalization. (p. x)

(注9)

Interest rate projections for Japan by OECD (call money, per cent)

1987/1H	3.6	1988/1H	3.4	1989/1H	3.7
1987/2H	3.3	1988/2H	3.6	1989/2H	3.8

いのですが、私もOECDではそういう議論には賛同していませんでした。ずっと前の話になってしまいますが、80、82年、この時期には私はOECD経済総局の次長で出向していたわけですが、第2次オイルショックの後であったこの時期にもそういう問題が起こったわけです。政治のレベルでは、アメリカには財政の緊縮を求め、ドイツと日本については財政の拡大をやるということを、OECDの事務局の中でも私の上にいたアングロサクソンの幹部連中が主張したんです。私は当時は次長の立場ではありませんでしたが、それは絶対におかしいと反論しました。当時の状況からすれば、アメリカが単独で財政赤字を減らす、その結果として、アメリカの長期金利が下がっていくかたちでドル安になる場合には、日本はそれを受容すべきだけでも、日本が喧嘩両成敗みたいなかたちで財政を拡大することはやるべきではない、というのが私の基本スタンスであって、OECDの政策調査局長であった時も、経済総局長であった時も、私はその考えを通しました。

1989年5月の公定歩合引き上げ

〔原田〕 話が重なりますが、公定歩合を89年5月に2・5%から3・25%に上げていますが、それ以前は、87年2月からずっと2・5%のままだったわけですね。対外均衡のために金融緩和をやり過ぎていたという判断からすると、この2・5%の公定歩合は長過ぎたと考えられますか。

〔重原〕 まず、2・5%に下げたことが妥当だったのかという問題が一つあります。OECDでは、そこまでやる必要はない、3・

0%に行つたところで、公定歩合の引き下げについてはもう十分だ、という判断を打ち出してしまつていました。その点がまず現実の動きと違います。最初に申し上げた〔資料7〕の第1パラグラフ（注6参照）にありますように、3%まで下がつた時点で、further relaxation（さらなる緩和）は危険だと言つていたわけです。

ところが日本時間ではルーブル合意の翌日となる87年2月23日、日本銀行の公定歩合が2・5%まで下がつていった、ということですね。これが既成事実になつてしまつた後で、それからどういふうに日本銀行はやつていくべきだったのか、という問題になるわけです。これについては、先程申し上げたようにもつと早めに公定歩合を上げていくべきだった、という答えになるわけです。

少しダブるかもしれませんが、時間の関係もあるのでここでお話ししてしまいますと、この当時、OECD第3作業部会における日本の代表と私との間には、非常な対立が起つてしまつたわけです。ちょうど行天（豊雄）さんが議長をしていましたが、行天さんにはインタビューされましたか。

【原田】 はい。

【重原】 行天さんのご記憶にあるかどうか存じませんが、私の方は、日本が早く金利を上げていくべきだという考え方で、その背景には、株価、土地価格のサステナビリティの問題があるのではないかと議論をしたわけです。日本の代表は、大蔵省の財務官（財務官が議長である時は国内担当審議官が来られたと思います）、それから日銀の国際金融担当理事が来ていて、大蔵省が答えるわけですが、株の問題はサステナブルだという議論に終始したんですね。

行天さんは非常にエスプリというかユーモアのある方で、そう

いつた対立で会議の空気がだんだんと険悪になつてくると、当時、‘Japan Incorporated’（日本株式会社）という言葉があったことを引用されて、「それ見たことか。この会議用の丸テーブルのこちら側に座っているOECDの局長も黒い目、その真向かいにも同じ黒い目が座っている。しかも、両方とも日本から来た人間じゃないか。同じ日本人でもこんなに意見が違ふ。要するに日本だつてdiversity（多様化）されているんだ」と言つて、みんながドツツと笑つて雰囲気や和やかになつた。そのくらいの対立がありました。

日本銀行は当時まだ政府の管轄下にあつたわけですから、日本銀行代表は完全に自由な発言は出来なかつたと思われまふ。何を言われていたかという、非常に文学的な表現で、これは三重野さん（当時日銀副総裁）がお好きな表現だつたと聞いていますが、「（日本経済は）非常に乾いた薪の上に乗つている」と。何時インフレの火が燃え上がったもおかしくないといふことの比喩的な表現、これを日銀代表は何度も何度も繰り返しましたよ。従つて、言つてみれば、日銀は公定歩合を上げたいと内心は思つていたが、上げられない、という状況が続いていたのではないかと思います。

話が戻りますが、日米の比較をした私のIEA提出論文〔資料6〕を出版前のドラフト段階でグリーンズパンに見せたところ、そこで言及されていた日本銀行の政府からの独立性に関する問題についてコメントが返つてきたのですが、当時は日銀法の改正がまだ実施されてない時でした。日本の場合は、プールがFRBについて問題視した以上に金融政策が対外均衡面に割り当てられ過ぎてしまつた。これには当時の日銀ではどうしようもない事情もあつたと思ひます。一番よく承知されていたのは故澄田智さんでしょう。

【原田】 対外的なものに関与し過ぎていたというのは、鈴木さんもおっしゃっていました。日銀自らがそういう圧力に随分弱かったなあという感じのことをおっしゃっていました。

【重原】 この辺のことは、ご存命の方では、青木昭さんに聞かれると一番いいと思います。青木さん自身が直接OECD第3作業部会などの国際会議に出て来られるわけではなく、国際金融担当理事が出てくるわけですが、こうした日銀における私の先輩は、後輩である私が論陣の先頭に立ったOECDから日本国内にあった低金利志向の意見とは逆方向からも攻められる大変つらい立場だったと思われまます。ただ、私としては、最初にOECDに赴任する時、前川〔春雄、当時日銀理事、のちに総裁〕さんから言われていたことですが、「ニュートラルな国際公務員として行動せよ」という教訓に従って職責を果たすことに専念したつもりです。

低金利の神話

【原田】 関連した話ですが、非常に長いあいだ低金利が続いていたので、永久に低金利が続くという神話が生まれた。こういう言い方をするとまた怒られてしまうかもしれませんが〔笑〕。

【重原】 いえいえ、私は当時バリにいたから知らない世界です。

【原田】 マスコミ的な表現で申し訳ありませんが、ジャーナリスティックにはそういうことが言われていて、経済合理的に説明できないほど資産価格が上がってバブルを発生させた、ということが一般的に言われています。重原さんのお立場は、当然日銀は手を打つことができた、ということですね。

【重原】 まあ理屈の話ですね。理屈の世界ではないところが問題だったんですね。

【原田】 金融を引き締めることはできたとし、引き締めていれば、バブルが全く起きないということはないと思いますが、あれほどひどいバブルにはならなかったらどうとお考えですか。

【重原】 そういう仮定の話に対しての答えは、イエスです。ただ、これについてどういう手が打てたのかということが質問だと思えますので、宜しければ、そこに少し触れたいと思います。

第1の問題はマネーサプライ・ターゲット。この席で、わざわざ前半にそれほど長い時間、マネーサプライについてお話をしたのはそのためですが、日銀が当時マネーサプライ・ターゲットを仮に持っていたとしたら、こういうことは起こらなかったのかという問題です。2番目の問題は、インフレ・ターゲットというものの数値できっちり持っていたらどうだったのか。ほかにもいろいろ問題提起ができます。金融政策の領域の中では、日本銀行が伝統的な金融政策手段の分野の外で何かやるのがなかったわけではないかもしれません。しかし、オーソドックスな金融政策の分野における基本的な問題はこの二つだと思えます。

その面からいくと、マネーサプライの定義は当時はM2+C Dとこの概念が変わっていたわけですが、これが86年初めの8〜9%の伸びから、87年第3四半期には前年比で11%、10月には12%にまで上がっているわけです。こうした伸びは許容できない、つまり予測値ではなくて、ノーマティブな目標値としてこれを仮に持っていたら、金融政策はどのような展開となり、資産価格はどうなったのか、というのが第1の問題です。

2番目の問題に関連した物価動向はどうだったかという点、当時の日本銀行は、物価見通し、特にGDPデフレレーター(名目GDP÷実質GDP)の見通しなどで出していませんし、日本政府が出すだけです。日本政府は原田さんもご承知の通りそれほどしよつちゅう改訂していない。OECDはもつと頻繁に日本のGDPデフレレーターと消費者物価の見通しを出しています。私が政策調査局長の時、87年12月発表のOECDの見通しでは、89年における日本のGDPデフレレーターの前年比上昇率をプラス1・5%と見ていました。そして、88年6月、つまり半年経ったあとに発表した予測では、同じ89年についてプラス2・5%と予測していました。

従って、もし当時の日本銀行が仮にインフレ目標圏を数値で0・1%として持つていて、フォワードルッキングな政策をとると宣言した上で、世間にOECDと同様な物価ないしGDPデフレレーターの見通しを出していたら、88年の初めぐらいから引き締めができたかどうか、こうした政策を果敢にやれたかどうか、という問題になります。ただし、足元の87年のGDPデフレレーターがどうだったのかという点とマイナス0・2%でした。そういう状況の下で、日銀としてはこういう物価ないしGDPデフレレーター見通しを持つているから金融引き締めをやりたいと言って、果たして強引にやれたか、という仮定の話になってくるわけです。これには相当強固な人物がトップに座っていることが肝要です。さらに日銀の独立性が法制上確保されていたとしても、それだけでは難しいことだったでしょう。独立性を確保された機関の長として、政府、国会だけでなく国内世論というもの、あるいは、海外で中央銀行の仲間からはある程度理解してもらえたでしょうが、アメリカの政界や大統領などの意

向を無視して利上げを早急にできる状況にあったかどうかは、OECDにいた者には判断がつかかねるところです。

ここで一つ、教えていただきたいことがあります。当時の日本の世論はどうだったのかということですが、私の記憶に間違いがなければ、その頃、日本国内では、「日銀アンカー論」というものがあったと思います。普通であれば、名目為替相場を安定させるのがノミナルアンカー論ですが、私の聞いたことのないような、「日本銀行が金利を低く抑えて、アンカーとなるべきだ」という議論です。日本の著名な経済評論家のなかでは田中直毅さんがこういうアンカー論の急先鋒だったということが、「日銀アンカー論は崩れるか」と題した『週刊東洋経済』の89年3月18日号に書かれています。今回のこのヒアリングのコンテラストで、日本国内で行われたこうした議論も再吟味される必要があるのではないのか、というのが私の質問です。

【**原田**】 基本的には経済政策に実際にかかわった方にお聞きするというスタンスなので、それを言っていた人にインタビューするということとはしていません。しかし、確かにそういう考え方がありました。

【**竹中**】 ありました。

【**重原**】 ありましたね。私も実は、メモワールを書くとマールヴィン・キングから言われています。彼も読めるものとなれば、英語で書く話になるのですが。それから、イタリア銀行出身の旧友で、最後は大蔵大臣もした(トマゾ・)パドアスキオツパからも、私のように、国際機関に長く働き、中央銀行との間で行ったり来たりしながら、この時期20年以上やった人間はいないのだから、ぜひメモ

ワールを残せと言われているのですが……。

【原田】 我々もぜひそのメモワールを読みたいですね。

【重原】 これを書くとなれば、日銀アンカー論に私が違和感を持っていたことにも触れたいと思います。というのは、このアンカー論というのは、日本語の文献を読んでいる人は知っているけれど、海外の人は知らないからです。英語で書いてグリーンズパンにも見せた私のIEA論文には日本国内にあったアンカー論のことは書いていないのですが、例えば、田中直毅さんが書かれた『日米経済摩擦』と題する本（NHKブックス573、89年5月）には、次のような議論があります。

「今後の国際協調ということになると、日本の金利ができるだけ低くなるような環境をつくっていくことが最大の使命だと私は判断している。…金融市場の混乱であれ、名目金利の高どまりであれ、米国にとってもまた世界経済にとっても、好ましくないことは明らかだ。こうした混乱や不況の長期化という米国のシナリオを少しでも否定していくためには、日本の金利水準が低いほど都合がいいことは明らかだ。」（同書、pp.207-208）

そういう世論のある中で、独立性もない中央銀行が金利引き上げをやるに必要な、相当個性が強く、しかも理論的にも強くて、アメリカの連中とも英語で丁々発止でやれるリーダーが日銀にいなかったから、いても難しいけれども、OECDで私どもが提言していたようなタイミングでの金利引き上げは出来なかったのではないかなとも思われます。

【原田】 まずフロアの物価について、インフレ・ターゲットがあっても、資産価格が上昇しても物価は上昇していないのだから引締め

はできなかつたと、日本銀行の方はおっしゃっています。

最初のマネーサプライ・ターゲットでしたら、75年ぐらいから8%ぐらいになっていたと思います。

【重原】 そうです、目標値ではなく予測値としてですね。

【原田】 その予測がターゲットであつたら、できないことはなかったと思いますが。

【重原】 非常に難しい問題で、75年以降、各国がマネーサプライ・ターゲットインギをどんどん中止していたわけです。やめない場合は、目標の対象をM1からM2だ、M3だとスイッチしていた。しかも目標レンジをものすごく大きく設けているし、それはさっきのブデスバンクの話ではないですけれど、目標をミスしても翌年も目標値と実績値との乖離を是正するためのレベルの調整をしないままいくなど、かなり形骸化していた。そのなかで、日本銀行がさっきの「厳密な意味でのマネタリスト」が主張する（貨幣供給量の伸び率に一定の目標値を設定して金融政策を運営する）k%ルールという形で採用していたとしても、早急な金利引き上げは簡単には出来なかつただろうと思います。

【原田】 当時の日本の世論を振り返ってみますと、確かにノミナルアンカー論もありましたが、同時に、地価が上がったことに對する国民的な世論の批判は非常に強かつたと思います。

【重原】 はい。

【原田】 株価に対しては両様でしたね。株が上がって喜んでいる人もいましたし、「あいつらはうまいことをやって」と言ってる怒っている方もいました。その両方だったと思います。土地については、サラリーマンが家を年収の5倍で買えなくなるのは良い国ではない

だろう、ということ非常に批判がありました。むしろその批判を受けて、日本銀行がそのあと非常に急激な引き締めを行ったということだと思います。世論の後押しがあったと思います。

【重原】 そうですね。だから引き締めのタイミングは遅かったですね。

【原田】 やったのが遅かったし、やり過ぎてしまったと思います。

【重原】 資産価格、特に土地の価格と金融政策あるいは株価との関係というのは、私も外で見ている非常に心配でした。反転が絶対に起こるはずだから。もう一つは、金融セクターの問題だけでなく、設備投資の対GDP比率がどんどん上がっていったわけです。これを私は一つ問題にしていたわけです。つまり、住宅バブルよりも、設備投資が余りにも過剰な生産設備の増加をもたらし、そのstock adjustment（生産設備ストックの調整）が起こるのではないかと。

日銀に戻ってからは、役員連絡会で情勢判断をする際に、そういうことを発言していたわけです。その時、私は金融研究所長でしたから、スタッフを使ってペーパーを用意する立場ではありませんでしたが、調査統計局ではスタッフを使い、統計も駆使して検討ペーパーを出してくるわけです。三重野総裁が必ず「重原君の意見を聞きたい」と言われるものですから、そうなるも、私もあえて本心を申し上げざるを得ませんので、「私は調査統計局の情勢判断に賛同できない」と発言しました。特に、設備投資のGDP比が20%ぐらいのところまで上昇したような状況は、60年代の成長の非常に強い時でさえも、そんな高い比率でない訳で、その反転下落が及ぼす影響を心配していました。Growth euphoria（グロース・ユーフォリ

ア…成長への陶醉的熱狂）の通りに、日本の成長率が4〜5%ぐらいいくという見方の人もいましたが、そういうものが続けば別ですが、そうでなければ絶対にcollapse（崩壊）に陥ってしまうという意味においても、バブルはむしろ設備投資バブルという色彩も大いにあるという判断でした。だから、こういう事態を防止するため、どういうふうにも前もって対策をとるのかという話が重要だと思っていました。そういう点からすると、さっきのマネーサプライを重視したら、あるいは、少なくとも重要な指標の中の最重要にしていたら、引き締めを早めに行うため、もう少し世論の形成をうまく出来たかもしれないと思います。

【原田】 資産価格も見た金融政策をしたほうがいいとおっしゃっておられたわけですね。

【重原】 はい。

【原田】 資産価格といっても、地価のデータには正確さに疑問がありますし、速報性もありません。これを判断材料にして金融政策をするのは難しいと思いますので、情報変数として株価などを考えたほうが良いと思います。

【重原】 そこで、一体どういうデバイスを使って世間あるいは日本政府やアメリカを説得して金利を上げるか、という問題が一つ出てくると思います。もう一つは、仮に、資産価格というものの、特に株価を利用して金利引き上げをやったらどういうことになったのか、経済の展開がもう少しならかにいって、うまくランディングできたかどうか、という問題です。この点、OECDにいた私には、日本の国内でどのような研究が行われたかというのに興味のあるところでした。

まず第1の問題に関連する、株価の情報変数としての役割のことですが、私がOECD政策調査局長であった間、つまり87～89年ですが、グリーンズパンはFRBの調査団を日本に送っています。彼らも日本の株価の高騰を非常に心配していたわけです。日本がバブルになっているんじゃないかと。日本の株価が反転下落したらアメリカも大変なことになる。アメリカではあれだけウエルス・エフエクト（特に株価について）が重要視されている国ですから。しかし、調査団を送ってみたけれども、結論はどうもinconclusive（不確定）だった、というのが私の得ている情報です。それほど判断が難しかったということです。

【原田】 グリーンズパンは、バブルかどうかわからないのだから……。

【重原】 そうですね。

【原田】 バブルが破裂してからやればいいんだ、と言っていましたから、おそらく結論の得られないことだったということなのでしょうね。

【重原】 日本に調査団を送った時のことも、あの発言にあたって一つ彼の頭にあつたと思います。

それはそれとして、何でもいから日本銀行が早期に金利の引き上げを実施していたら、どうだったのか、という先ほど申した第2番目の問題については、吉川〔洋東大教授〕さんと小原〔英隆東大社会科学研究所助手、現在明治大学教授〕さんによる97年の『経済学論集』に発表されたご承知の分析がありますね。私は、IEAの年次総会に出した論文の中にそれを引用させて頂いています（資料6）p.56）。89年5月ではなく1年半前の87年末に公定歩合を引き

上げていたらどういうことになっていたか、ということモデルでシミュレーションされています。その結果はどうかというと、この場合には88～89年の設備投資の伸び率が3～5%ポイントぐらい引き下げられるだろう。それから、2桁台（ダブルディジット）の設備投資の伸び率をあと3年間持続、つまり91年の第3四半期まで続けることができただろう。ただし、その後は実績値に戻ってしまうだろう、というのがお2人の結論になっています（注10参照）。

それから、もつと前の93年に植田さんがマックラム・ルールのモデルでやったらどういうことになるかという分析をしております。結果は吉川さんらの論文とほとんど同じで、そんなに大きく変わらなかったのではないかと、という話です。

ただし、こういうものは、原田さんには釈迦に説法ですが、モデルを事後的にこうやってはじめてみても、その時の雰囲気とかいろ

（注10）

Yoshikawa and Ohara (1997) looked into this issue using a simulation model. The result of their exercise suggests that, if monetary policy had been tightened a year and a half earlier than was in fact the case (in late 1987 instead of May 1989), the business fixed investment cycle could have been smoothed by reducing the annual growth rate of investment during 1988-9 by 3-5 percentage points. This would have sustained double-digit growth rates for investment for three more years, into the third quarter of 1991. But, thereafter, investment would have dropped to the actual level.

いろいろなものによってすべてのものが動いているわけですから、結局のところ、金利引き上げの心理的な効果などによって growth euphoria に早く水をかけて、設備投資意欲などを弱めていく、というような経路はなかなか計測できる話ではないと思います。従って、これらの分析だけでは結局確たることは断言できない訳で、もっとバブルを抑制する効果があったかもしれない。

とは申せ、今回の英国におけるバブルの経験の後でも、引き続きイングランド銀行などは、asset price（資産価格）の安定に割当した金利政策では、金利をものすごく上げなければならなくて、それをやった途端に極めて disastrous（悲惨）な実体経済になるだろう、という主張をしています。ですから、この分野は、私はこれからまだまだ研究していかなければならないと思います。日本、それから今回の米国と英国というアングロサクソン国に端を発した世界的な金融危機に金融政策が果たした役割については結論がまだ出ていません。マクロエコノミストにとってこれからは大変に重要な研究課題だろうと思います。その程度しか今の段階では私はお答えできないですね。確信をもって、OECDで私が提言していたように早めに日銀が公定歩合を上げていたら、それだけで90年代の日本経済の展開がどの程度良くなったか、という仮定の問題について明確にはお答えを申し上げられません。

バブルの発生

【原田】 次に、バブルの発生について、非常に大ざっぱな聞き方で申し訳ないのですが、経済が景気回復からバブル状態に変化する兆

しは、いつ頃、どこにあったと思われるかということと、それに關するエピソードがあったらお聞かせください。

【重原】 これはやはり、連続的なものの中で動いている、事後的に見ても、バブルの兆しがいつ頃あったのかと言えるのかはおそらくはつきりと答えが出せない問題だ、と私としては思います。それはそれとして、現在進行形的に動いていた当時はどうだったのかという問題については、「資料5」の日本銀行金融研究所が開催した金融研究会「資産価格の変動と日本経済」というものがあります。これは、私が金融研究所長として日銀に復帰する直前、89年12月に開催され、その後出版された『金融研究』に載せてあります。私はこの研究会の要旨を『金融研究』の編集者の立場で読んだ訳ですが、こうした結論では困るなという感想をもちました。

日銀に帰任するまで、OECDにあつて、感覚的だったかもしれないませんが、日本経済の状況はバブル的だ、サステナブルではないという見解をとっていた私にとって、日本経済をもっと近くで見えられた学者の方々が何と言っておられるか、は大きな関心事でした。レポーターにはそうそうたる学者で、吉川さんと、今（内閣府経済社会総合研究所の）所長をされている岩田（一政東大教授、のちに日銀副総裁など歴任）さんなどがなっておられて、それから堀内（昭義東大教授、現在は中央大教授）さんがコメンテーターをされておられるわけですけれど、この研究会の結論では、レジュメを後でご覧いただければわかりますが、結局バブルなのかどうかかわからないと言っておられるわけです。

その時点では、日本の代表的な学者の方々の間でも、そうした状況でした。日本の中に当時おられて見ておられた方々が現時点でど

ういうふうにお答えされるのか知りませんが、私には答える資格はないなと思います。

エピソードのほうは、おそらく今までヒアリングされた方の中には、大蔵省で金融機関の検査監督とか銀行行政をやっておられた方もおられるでしょう。私からは、民間銀行関係の日銀審査から得たエピソード的なことをお話しします。私は86年6月から1年ばかり、都市銀行、それから長信行、極めて大きな地銀、特に大きな業容拡大を図っていた相互銀行、都銀・長信行については海外店も含めて、実地審査で明け暮れました。東京だけでなく地方や海外に行って、頭取以下の役員など幹部と面談するとともに、私どものスタッフがラインシートなどを見て資産の査定をやり、最後に先方の頭取以下役員に審査役として所見を述べて帰るという仕事をしたわけです。私は、それ以前にBISの銀行規制監督委員会の日本銀行代表を5年近くやっていたことがありました。まだ、この委員会が自己資本の比率規制を出す前の頃です。86年当時は、金利自由化、それから業態規制の緩和等々が行われていくなかで、日本の銀行はシェア競争に狂奔していました。特に都銀についていえば、ある大手銀行の頭取の言葉とされている「向こう傷ができてかまわない」というような風潮がありました。お互いに競争意識が強いですから、どこの銀行がトップバンクになるのかということで、資産の規模を競いあい、シェアの大きさが国際的にも評価され、英国『バンカー』誌の表紙にどの頭取の写真が掲載されるかということが話題となる、そういう時代でした。

ですから、実地審査に行ってみて非常に驚いたのは、業容拡大方針のもとで、審査部の力がほとんどんそがれていっていることでし

た。そして、営業本部の中に審査部門を埋没させる。海外部門についていえば、組織面では、米州本部、欧州本部、アジア本部などを設けて、そこでもまた審査を簡略化してしまう。本店にある国際本部の中に国際審査部があっても、現地での営業活動が優先される体制になってしまったわけです。だから、伝統ある審査部の人たちに聞いただと、「重原さん、心配でしょうがないんですよ。だけど、こういう方針です」と言う。それは自分の銀行だけでなく、他行がみんな走っているから。そういう状況でした。

業容拡大のためには、自由化された大口定期の取り漁りが行われました。当時、商社を初めとした大手企業は、自由化された社債発行、それから海外の資金調達などができるようになり、都銀離れが起こっていたわけですので、都銀は、大口定期などで集めた低コスト資金、つまりドブ板を渡って個別の小口預金を取るのではなくても、非常に簡単に集められる資金をバックに、地方銀行や相互銀行の融資先を蚕食していく。そうすると、地方銀行や相互銀行は今度はその下のクラスの企業にまで融資先を求めに行くという状況でした。しかも土地の値段が上がっていますから、これはある意味で、BIS規制から生じるプロシクリカリティ（金融機関が好調時には株式含み益の増大などに伴う自己資本比率の上昇を背景に貸し出しを拡大してバランスシートを大きくし、逆に業績悪化時には低下した自己資本比率を回復するために貸し出しを減らすような行動の循環性）ではない、日本の銀行システムに内在する問題としてのプロシクリカリティ……。

【原田】 担保のプロシクリカリティですね。

【重原】 ……があつて、担保主義で行くから、土地の値段の上昇と

銀行融資が連動してどんどん膨れ上がる。しかも、担保の掛け目をだんだん緩めるということをやっていたわけですから、ものすごい野放図な融資拡大があったというのが86年の状況でした。当時、日銀検査役として、これを非常に心配した所見を述べたというのがエピソードです。ただし、日本銀行の検査というのは法律に基づく強制力のあるものではありません。それに、私がそんなことを言っていたって、結果的には「1年後になったって、重原の言っているようなリスクは顕在化していないじゃないか」ということだったと思いますね。

【原田】 重なるような質問になりますが、金融緩和は円高是正のためをやっていたから、結局この円高是正がバブルをもたらしたのだという考え方は、先ほどの対外均衡を優先したからいけなかったということと同じですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

【重原】 ええ。ところで、政治家の間にバブルについての心配があったかどうか、というご質問もおありのようですが、彼らには、そうした心配がありましたか。

【原田】 あまり心配していなかったという方が多かったです。時々そういうことを言う方はいたけれども、その人が一生懸命止めようとしたかというところではなかったという言い方でしたね。

【重原】 そうですか。

【原田】 後になっていろいろなことは言えると思いますが。

【重原】 ええ、後講釈では話にならないですね。

【原田】 そのときに本当にできたかという点、それは難しいことだったという方が多かったと思います。

財政拡大と円高

【原田】 財政拡大で円高が進むという理解についてです。対外均衡と円高対策のために金融緩和しているわけですが、財政拡大で円高が進むのだから、財政を拡大するとむしろ困ったことになるのではないかとこの発想は、当時は誰も考えていなかったのでしょうか。

【重原】 OECDのほうではむしろ、先ほど申し上げた通り、86年11月のOECD対日審査報告で、「資料7」のp.1の第1パラグラフ（注6参照）にある通り、公定歩合が3%にまで引き下げられた後、さらなる金融緩和はリスクがあるとの警告をしています。その一方で、財政政策面ではなお若干の拡大の余地があらうと指摘しています。あの時点では、財政でやれば、それ自体はマンデルフレミング的な枠組みでいえば円高になるけれど、その円高は受容すべきではないだろうか、という含意です。仮に行き過ぎた円高になって、この結果として需給ギャップがデフレ方向に大きく開くような展開になるのであれば、それに対しては金融政策を割当てて金利を下げる必要があります。その場合、日本の金利引き下げは円安（というか、行き過ぎた円高の是正）を結果する方向に行きますけれども、あくまでも金融政策は為替相場をターゲットにすべきではなく、国内均衡を優先した金融政策、そして、貯蓄投資バランス（經常収支尻）に影響のある財政政策、この二つの組み合わせから内生的に決まっていく為替相場の水準を受容すべきだ、というのが私たちがOECDでの基本的な考え方でした。また、もし財政拡大によって円高が進むとしても、円高自体は、ある意味で日本の *welfare*（厚生）、対外的な購買力を高めることであって、良いことではな

いか、望ましくないのはあくまでも内外の賃金物価水準の格差などから見て行き過ぎた円高である、というのが私どもOECDでの議論でした。ですから、当時の日本で、円高が望ましくないと、もし日本の政治家たちが言っていたとしたら、それはナンセンスですよと申し上げたと思いますね。ただ、当時私はともかく日本にはいなかったたので、このご質問にはちよつとよくお答えできない部分があると思います。

オーラル・ヒストリーについて

【重原】 今日にはオーラル・ヒストリーだそうですから、書面で書いたことをあまり申し上げるのではご趣旨に反するのかもしれないが、ただ、OECDでやったことは紙ベースでご説明しないと、絵空事を申し上げていることになりかねず、元国際公務員としてはちよつと問題なのでお許し下さい。

【原田】 国際機関は紙がしつかりしているところですが、日本はそういう紙があまりなくて、「いや、よく覚えていないんだけど、どうしていたかなあ」とか言われます。

【重原】 私どもOECDで仕事をする時は、部下に命令を出す時も、今は電子メールでやりますが、当時は必ずペーパーベースで、最初の勤務の頃は秘書にタイプ打ちしてもらったメモランダムのカンコンコピーを関係先に配布してもらっていたものです。OECDでは、エコノミストは全員それぞれの個室の中にこもって仕事をやっているの、口頭で全体的なミーティングをやる時以外の意見交換はメモを書いて、サイン入りの書面を関係者の個室に秘書を通

じて配布する。もし、局長室で会議を開き、口頭で議論をしたら、その結果はこういうことだったと思うと、局長である私がメモに取りまとめ、私がサインをした書面を、私の個人秘書がコピーを作って会議参加者全員、必要に応じて参加しなかった局員にも渡す。そして受け取った各自が自分のコピーを保管するから、それを見れば局長室で何の議論があったか、議論を踏まえた局長の最終的な意向が何であったか、これらは後でも書面でわかる。日本でも、当然GHQの時代もそうで、あの時の占領政策に関するGHQの検討はどうだったのかは、GHQ内部で作られたメモからよくわかる。それは日本の、ときの吉田〔茂〕内閣では、関係者間でどんな内部的な議論をやっていたかということですが、こうした個人の意見をサイン入りの書面で交換して政策を決定して行くプロセスがなかったから、そして、こうした書面を保管するしつかりしたアーカイブもないから、当時のことを調査されるヒストリアンとしては非常に困るという話を聞いたことがあります。だから、私はなるべく嘗て意見表明したことを紙ベースにして、今日はオーラル・ヒストリーのための席ではありますが、partly written historyでご説明したいと思っています（笑）。

【原田】 もちろんちゃんとしたそういう証拠があったほうが良いと思います。

【重原】 当時に書面で書いたものを引用しないで、あの頃こう言ったという記憶だけで口頭説明をするのでは、非常にsubjective（主観的）になりやすいですね。

プロシクリカリティの問題

【原田】 90年度以降のことになりますが、92年頃はクレジットラッシュ（金融ひっ迫）でもないし、銀行システム全体の問題はないけれども、プロシクリカリティに注目する必要があるとおっしゃっています。プロシクリカリティについては、先ほど、B I S規制の自己資本の中に固有の株を入れる、有価証券の含み益を入れるということから、そういうプロシクリカリティが出てくるわけですが、先ほど重原さんがおっしゃった、土地担保のプロシクリカリティというものもあると思います。そういう問題があるとすると、不況にはより一層の緩和が必要で、好況にはより慎重な金融政策が必要になると思いますが、そういう認識は日本銀行にはあったのでしょうか。

【重原】 B I S自己資本比率規制が論議されていた86年当時は日銀で審査役になって地方に行ったりしていて、現場の部隊をやっていたわけです。当時の政策そのものをやっているところにはいりませんでしたので、実際にどういいう議論があったのか知りません。B I S自己資本比率規制が導入された当時、私はO E C D政策局長でしたが、以前にB I Sの銀行規制監督委員会の委員もしていた者として関心を持っていた問題は、この規制とマネーサプライ管理との関係です。ヒアリングの冒頭で私は少し時間を頂いてマネーサプライの話をしていただきましたが、日本銀行がマネーサプライのターゲットを持っていけば、株価の上昇から有価証券の含み益が増加し、民間銀行部門の中で非常に自己資本が高くなって貸し出しを積極化する、従って貸出金利も下がり、企業や家計の資金需要がつかられ、マ

ネーサプライが伸びていくとすれば、それに対して日銀は政策金利を一種自動的に上げることになります。政策金利の水準というものもいわば内生的に決まってくる。通貨需要が不安定ななかで厳格なマネーサプライ管理には弊害があることを自覚しながら、プロシクリカリティに対していけば内生的な金融政策の対応が行われれば、問題はない訳ですよ。そうではなくて、プロシクリカリティが民間銀行の貸し出し行動を変化させることを十分に考慮せずに、政策金利をただそのまま、B I S規制導入前と同じ思考様式で捉えていると、金融経済の安定化に問題が起こってくることになると思います。O E C Dにいた私は、こういう考えを講演などで表明していました。

【原田】 先ほどマネタリーベースは動かせないという話がありました。

【重原】 仕組みを変えればできますよ。

【原田】 なぜ皆がマネタリーベースを求めるのか。景気が良ければマネタリーベースを求めてしまう。なぜ景気が良いかというところ、金利を下げたから景気が良くなる、あるいは金利を下げなくても、何らかのショックがあつて景気が良くなればマネタリーベースを求めているわけです。そのときに、皆が欲しがるからといってどんどん上げていけば、まさにプロシクリカリティになってしまいます。ですから、マネタリー・ターゲットがあれば、そういうプロシクリカリティを抑えることができるのではないかという発想はなかったのですか。

【重原】 そうですね。だけどそれは、マネタリーベースよりは……。

【原田】 もっと広い、考え方としてですが。

【重原】 いや、そうじゃなくてバンクリザーブ(民間銀行の準備金)を金融政策の操作目標としたらどうか、という問題だと思うんです。そのバンクリザーブは当然、total reserves(総準備≡法定準備プラス過剰準備)、あるいはnet borrowed-reserves(ネット借入準備≡総準備マイナス中央銀行借入れ)という形でもいいんですけど、つまり日本銀行が動かせるコンセプトでないという意味がないわけです。当時は、先に申したように、日銀預け金は無利子で、過剰準備を持たせることは課税の強化となるコンセプトだったので、そういうシステムを変えれば話が違ってきます。

マネタリーベースをターゲットにした場合の問題は、銀行不安が出てきた時のことを考えれば明らかになります。民間銀行に預金で置いておくのはともかく危なくないように状況で、預金金利がゼロに近いとなれば、銀行預金のリスク回避が可能な、無利子の日本銀行券でタンス預金を増やす需要が増えるでしょう? あの時にマネタリーベース・ターゲットイングをしていたら、日本銀行はものすごく金利を上げなければならなかったわけです。金融不安、銀行蹉跌のリスクはあるけれども、そういうリスクを負ってもなおかつ民間銀行に預けたほうが妙味がある程に高い預金金利にして、マネタリーベースの重要な構成要素である日本銀行券の需要を抑制し、マネタリーベースを全体として予め設定した目標圏内にとどめなければならぬわけでしょう? それには政策金利を大幅に上げる、これに伴って、民間銀行貸し出し金利の大幅な上昇を招く、という結果になってくるわけです。その辺がよくわかった上で、ああいう議論をされているのかということ、私はパリにいて思っ

たんです。

マネタリーベースではなくてバンクリザーブを金融政策の操作目標にして、民間銀行にエクセスリザーブ(過剰準備)をつくらせて、そこから銀行貸し出しとマネーサプライの増加を促すとか、円の為替相場に影響を及ぼす(円高の是正を促す)などの環境を作っていくということであれば話は別ですよ。

【原田】 マネタリーベース・ターゲットを言っていた人もいますか。

【重原】 金融調節の実際のことかわかっていないんですよ。

【原田】 実際上は、少なくとも短期的にはキャッシュを動かせるとは言っていないかと思えます。

【重原】 そうでしょうか? ですから、動かせるコンポネントは何かということになると、マネタリーベースに占めるシェアとしては、いわゆる量的緩和と政策実施前は、ものすごく小さかったバンクリザーブです。これよりもシェアが大きかった銀行券の大きな変動で不安定な動きをするマネタリーベースをターゲットにすると、金融不安時には金融経済をさらに不安定にすることになる訳です。

【原田】 おそらく、リザーブであると示唆していたと思えますが。

【重原】 マネタリーベースではなく、バンクリザーブをターゲットにすべきだと主張されるのであれば、話が違ってきます。しかし、当時パリにいた私は、こういう主張を明確にされた日本の論者の文献は見たことがありませんでした。

【原田】 いきなりキャッシュを動かせるとは考えていなかったと思います(例えば、岩田規久男『金融政策の経済学』「1993年8月、日本経済新聞社」p.73には買いオペもしくは日銀貸出の増加を

通じてマネタリーベースを増加させることが説明されている)。

【重原】 民間実物需要、総通貨(マネーサプライ)需要、現金通貨(キャッシュ)需要、銀行準備(バンクリザーブ)需要、のそれぞれに予見不能なシフトが生じた場合に、一連の金融変数、つまり、短期金融市場金利、マネタリーベース、銀行総準備、銀行非借り入れ準備、などのうち、いずれを金融政策の運営目標(Operating target)にしたならば、实体经济に対する攪乱的な影響が一番小さく、すむのか、という問題は、「資料1」『金融政策と景気調整——主要6カ国の国際比較』の「金融政策の最適運営目標の選定」の箇所(pp.205～209)で論じられています。和訳本は76年に出版されましたが、日本の学界では、こうした分析には関心がなかったようです。その辺の詰めがちゃんとした議論になっていないから、93年に岩田さんの本が出た後も論争が混乱したのではないでしょうか。

それはそれとして、当時、仮にバンクリザーブを操作目標にしたら、どういことが起こるか。これは(ポール・)ポルカー(FRB議長)が79年10月から82年秋まで米国のインフレを克服するためにやった政策でしょう。それで市場金利についてもすごいボラティリティーが起こつて、結局、操作目標を転換し、金融市場は以前より安定的になりました。

それでは、あの当時の荒療治は何のためにやったかといったら、inflation expectation(インフレ期待)を沈静化させるためだったわけですよ。こうした政策によって生じた短期市場金利のボラティリティーの高まりは金利リスクプレミアムを増加し、これが民間銀行の貸し出し金利や長期債の市場金利を押し上げ、通常の短期市場金

利を操作目標にした場合以上の金融引き締め効果が得られた。あの時は米国金利のボラティリティーによって、当然のことながらドルの為替相場がものすごく変動して、他国にも大変な迷惑をかける政策だった。ポルカーがそんなことをわかつていなかったのではない。彼の懐刀としては私の友達であるステイブン・アキシルロッドがFRB政策局長でいたんですが、彼らは全部承知した上でそれをやったのです。何故かと言いますと、あの時は議会との問題があつて、政策金利を大幅に引き上げることにはものすごい抵抗があつた。だから、M1でもバンクリザーブでもいいんですよ、それを目標にする。ただし、「俺は金利がどこまで上がるか知らないよ。量をターゲットにしているんだ」ということで政策をやる。つまり、量を操作目標にしており、金利水準は内生的に決まるもので、これが高くても甘受してくれ、という論法で、議会の金利引き上げ反対論を押し切るといふ戦略でした。ただし、FRBはマネタリーベースをターゲットにしたのではありませんでした。マネタリーベースをターゲットとして日本に持ちこんで、あの金融不安時にやろうとしたらどういことが起こるかといふことを詰めて議論しないと、建設的なものにならないですね。

【原田】 プロシクリカリティを抑えるためには、マネーサプライ・ターゲットが有効かもしれないけれども、そのやり方については実態に即して慎重に考えないといけないといふことでしょうか。

【重原】 ええ。このBIS規制に伴うプロシクリカリティの問題といえ、ほかにもいろいろな問題がありますが、今日は時間がないでしょうから、それに対してどうい対処がいいかという私の見解はとりあえず割愛します。

金融緩和は有効な刺激策

【原田】 95年6月末、公定歩合はもう1%だったわけですが、日本経済新聞記者との会見で、「物価下落が定着しているので金融緩和が有効な刺激策だ」とおっしゃいました。せっかくそういうふうにおっしゃったけれども、そういう方向には進まなかったと思います。今もそういうお考えでしょうか。

【重原】 金利政策は極めて機動的にできるわけですから、与件が変われば変わってくるわけで、報道されている私のこの議論はあくまでも、92年の中頃からだったと思いますが、円高がずっと進んでいった、あの情勢が続いていくのであれば、それに対して、こうした円高から生ずるデフレ要因を相殺（オフセット）するのは財政政策の役割ではない。それこそ財政拡大だったらさらに円高になっちゃうわけですから。そうじゃなくて金利引き下げをやらなきゃならない、という議論でした。

それから、民間銀行の貸し渋りが加わって景気が益々下降に向かっていく時の私の当初の議論は、「財政はいじるな」ということで、ずっと一貫していたわけです。日本では報道されていなかったでしょうが、パリにおける私の会見では常にそういう方向でした。金融セクターの内部で起こったことについては、原則として金融政策を割り当てていけ、ということなんです。

ですから、当時、日本の財政当局には、嘗て大学での私の同級生だった小川是君（国税庁長官、大蔵事務次官などを歴任）などがない、私の見解について「大蔵省として有難く思っている」とか言われましたが、私は別に日銀と大蔵の意見対立の中で、どちらかの肩

を持って物を言っていたのではなくて、私のプレームワークで考えれば、日本の経常収支黒字が大きな国際問題でもない当時の状況では「財政はいじるな」ということだと思えました。特に日本では、80年代の後半には財政のポジションは良くなっていったけれども、中長期的には高齢化の問題があるから、それに対して絶対には備えていかなければいけないので、財政拡大はできるだけやるべきでないという主張をしていたわけです。

もう一つ遡って言えば、これは日銀の金融研究所長の最後の頃ですが、日本の中ではまだ設備投資の反転下落が起こることはないというふうに一般的にみなされていた当時の役連（役員連絡会）で私が言っていたことは、景気がむしろまた若返って新しい在庫循環の過程に入っていくなかで再び上昇するという調査統計局の樂觀的な見直しに対して、私はそうは思わないということでした。在庫投資よりも問題なのは設備投資のストックの調整だ。それが起こったら大変なことになる。それに対して日本銀行は何をしただいいのか。日本銀行の一番難しい点は、市場がまだ期待していない時に金利を下げていくこと。そのための世論づくりは大変なことですよ。時の（総裁の）三重野さんが覚えておられるか存じませんが、そういうことを言っているわけです。その頃、政策担当の理事をしていたのは福井さんです。

しかしながら、それからさらに時が進んで日本経済が悪くなっていくような兆しが出てきた時には、日本銀行の立場というのは政府に対して非常に難しいけれども、少なくとも裏では財政が出勤していく必要があるかもしれないと、政府に進言したほうがよい。その時は、またぞろになって財政支出が拡大するのは非常に問題が多い

ので、selective (選択的) にやらなくてはいけない。そうすると、どういふところを中心に財政支出を付加していったらいいのか、この問題についての提言を日銀は政府に対してすべきだ、という私見を役連で述べました。

日本銀行内部におけるその発言の後、私はOECDの経済総局長としてパリに行き、今度はOECDの公的な立場で日本の財政政策に関する発言をしたわけです。そして、円高がどんどん進んでいっている過程においては、これはマネタリーな現象である以上は、基本的には財政拡大ではなく金利引き下げ政策で対処すべきであるという見解を述べました。

この点は提出資料ではカバーされていませんが、93年に行われた私の記者会見で述べられています。(新聞記事を示しながら) 私は、財政を出すのは問題だ、景気の冷え込みに対しては金利引き下げで対処すべきだ、ということを行っているわけです。金利引き下げの必要性については、さらに、95年6月に発表した「OECDアウトLOOK」の中で提言して、また10月に日本に来て記者会見で発言しているんです。

「銀行の貸出金利が(名目ベースで)下がっても、物価が下落している時は実質的な貸出金利は名目金利ほど下がらない」と述べ、デフレ傾向に照準を合わせた政策(金利引き下げ)の必要性を強調。」1995年10月24日付け日本経済新聞朝刊 p.5 ()

内は原文に補足

どういふ状況だったかと申しますと、95年10月に日本で行った記者会見での発言が(新聞を示しながら)こうやってFinancial Times紙の東京特派員のドーキンス氏からロンドンの本社にキャリーされ

て、それをベースにロンドン本社からパリのOECD本部へ追加取材が行われ、私の発言とあわせて、東京発のかたちで報道しています。それに対して松下(康雄日銀総裁)さんのコメントをくつつけたようなかたちにしてまとめられています。ここで私が言っているのはやはり、円高が落ち着いてきても、次の段階は財政を絞っていくことが必要だと。円高ではなくて財政からくるデフレ要因があるとしたら、それに対してはさらなる金融緩和で対処すべきだ、ということを行っているわけです。

翌96年11月発表のOECD対日審査報告がここにあります(資料7) p.15) が、ここでも、財政が縮んでいくなかで、金融政策についてはイージースタンスをやつていけ、ということを行っています。こうした金融政策スタンスはまたバランスシートの問題の解決にも役立つと言っています。なるべく財政は使わないという方針をずっと提言しています(注11参照)。

実際には、それ以上の円高にはならなくて、そこからのデフレショックは弱まりましたけれども、しかし財政面から今度は違うかたちでデフレショックが起こってくる。こうした日本銀行にとっての外生的な財政面からのデフレショックに対しては金融政策のさらなる緩和で

(注11)

Maintaining an easy monetary stance would help to ensure that the recovery continues despite the possible short-run adverse effects on demand stemming from the planned fiscal tightening.(p.5) By strengthening economic activity, the maintenance of easy monetary conditions would also help improve banks' balance sheets and so restore their capacity to support economic growth.(p.6)

対処しろと。それから、金利水準はノミナルベースで見てもダメなのではないか。実質金利で見ると、その頃はすいぶんインフレ期待 (inflation expectation) が下がってきているから、名目金利を据え置いたのでは金融引き締めになってしまうんだよ、という議論をしているわけです。それは今でもそう思っています。

【竹中】 そうすると、90年代全般を通じて日銀の金融政策は引き締め気味に過ぎたということですか。

【重原】 結果としてそうでした。当時、日銀の代表が国際会議に出てきて説明していることには、私はとてもついていけませんでしたが。例えば銀行貸出の伸びが減ってきているのは、資金需要が弱いからだ、と説明しましたね。

【竹中】 そうですね、今もそう言いますよね。

【重原】 先程お話しした95年10月に日本で私が行った発言をドーキンズ氏が東京から報じた Financial Times 紙の記事のなかで、私、ミスター・シゲハラが東京でこう言ったということが伝えられているわけですが、それと同時にパリでは、OECD officials がどう言っているかということが書かれています。これは、Financial Times 紙のロンドン本社がOECD日本担当デスク所属の若手の企画庁からの出向者に追加取材したものでどうか知りませんが、「OECD officials in Paris denied that the recent banking crisis had affected the forecast, since demand for credit has been subdued.」という説明であったと、報じられました。日本の銀行貸し出しが伸びない理由は資金需要が弱いからで、これが日本経済の回復を遅らせている原因ではないという、日本銀行の代表の説明と同じような見方をOECD職員が語ったということになり、これでは、東京でOECD

経済総局長が記者会見で言ったこととはニュアンスが違うことになる訳です。しかし、資金需要がなぜ弱いかといったら、その背景には借入金利が実質ベースではなお高過ぎるということがあるんだ、というのが経済総局長として私の意見でした。

もう少し付言すれば、それこそ日銀が、credit aggregate (信用総量) を金融政策の中間目標という意味でのターゲットにしようが、monetary aggregate (貨幣供給総量) をターゲットにしようが、どちらにしたって、それが目標どおりにいかないとしたら、金利政策面では名目金利がゼロになるまでは引き下げで対処していくという理屈じゃないか、というのが私の見解で、OECDの場における秘密会議で当時の日銀代表とは意見の対立が続きました。

【竹中】 日本銀行はなぜ名目金利にあそこまでこだわるのでしょいか。

【重原】 知らないです。もし私がある頃日銀にいたとすれば、そんなのはおかしいと、役員会でも発言したでしょう。僕はこういうバックグラウンドの人間ですから、「そんなことじゃないですよ」と言っただけでしょう。

【竹中】 私は経済の専門ではないので、やや素人的な質問になってしまいかもかもしれませんが、名目金利を相当下げても、今みたいにデフレのときには実質金利が高いという状況になるわけですよ。それで今も日本銀行は、資金需要がないから伸びないのだということを言うわけですが、そういう場合にはどういう……。

【重原】 これは非常に難しい話になってきて、なかなか決め手が無いわけですが、私の見方ではやはりバンクリザーを増やすことが有効だと思います。それをドル買い円売り介入政策とセットという

かたちにするのかどうか。ダイレクトに言えば、私は行き過ぎた円高を是正するためのドル買い介入、それと見合った銀行過剰準備の増加はやったほうがいい、と思っていたんです。その議論はもう96年頃から、米国財務副長官であったラリー・（ローレンス）サマーズ（のちの財務長官、現在米NEC「国家経済会議」委員長）を議長としたOECD第3作業部会の秘密会ではやっているわけです。つまり、一番必要なことは、名目金利がゼロの限界に達して、デフレ状況で実質金利が高止まっており、さらに円高の行き過ぎがデフレ要因となっている時は、バンクリザーブそしてマネーサプライや銀行信用などを伸ばすことを狙った為替相場政策と併せた金融的量的緩和政策の強化が必要だと考えていました。

もっと言うと、ゼロ金利の制約のもたらす問題を学者だったラリー・サマーズが91年に発表した論文で書いているんです。ゼロ金利になってしまうと金利政策は有効でなくなるから、そうなることを避けるためには、物価安定化政策の目標というのは（この問題に関しては、10年2月、IMFチーフ・エコノミストのオリヴィエ・ブランシヤール他2名が共同で「Rethinking Macroeconomic Policy」と題した論文を発表している）、ゼロインフレではなく、ポジティブなインフレ率であるべきだ、という議論をしています。この論点の是非に関しては、私が経済総局長の頃に「OECDアウトLOOK」に書いているし、OECD第3作業部会でもそのことは議論しているんです。

これは世界経済全体がゼロ金利の壁に到達したら出来ませんが、そうでなかったら、つまり、開放経済のフレームワークで名目金利がなおプラスである外国があるとしたら、ゼロ金利に到達した国

は、為替政策を使って自国通貨の為替相場の引き下げを促し、輸入物価の上昇などでデフレ緩和を図る。一方、こうしたゼロ金利に到達した国の政策の結果として通貨が上昇し、そこからデフレ要因が生じた貿易相手国では、残された名目金利引き下げの余地を活用して金融緩和を行い、世界全体として見た実質金利水準の低下を図る、という国際政策協調が必要となります。もう一つは財政が、特に閉鎖経済のフレームワークでは、使えるだろう。それはもちろん財政についてもどういうイニシヤル・ポジションにあるかによりまし、開放経済のフレームワークでは、膨張する財政赤字の中央銀行によるファイナンスがないと、長期金利の上昇から自国通貨の為替相場が切り上がり、これがデフレ要因となる問題が生じます。

現に、今回の世界的な金融危機のことで言えば、アメリカや英国があれだけ金融政策を緩和して政策金利をゼロに近づけ、量的緩和も進めて、日本経済よりも国内生産活動の落ち込みを小幅に出来たのも、これは日経の「経済教室」（09年10月12日）にも書いたことですが、それはなぜかという点、ドルが安くなり、ポンドが安くなり、それによって net exports（純輸出）の増大というかたちで海外からの需要を獲得できたからです。日本ではその逆が起こっちゃっているから問題だと「経済教室」に書いています。

だから、為替相場政策というのは財務省の領域であって日銀に関係ないというのではなくて、実はそれはマネーサプライなどにも影響する重要な要因なのだから、それに対して働きかけていくのは当然じゃないか、というのが私の考え方です。その意味において、政策金利がゼロになったら何も打つ手がないのかというと、手はあるだろう。それからもちろん、為替相場政策を超えてもっとドラス

テイックに言えば、「経済教室」にも書いた通り、negative interest (マイナス金利)、タックスの分野にも入っていくことになりませんが、そういうことまで考えることが絶対に出来ないわけではない。それを日本銀行が黙っているのはおかしい話で、少なくともエコノミストはそういう議論をちゃんとパブリックにするべきではないか、というのが私の考え方です。話がパブルから離れてしまいましたが、

「……この間、欧州では、スウェーデン中央銀行が今年7月、金融機関の中央銀行預け金のうち一週間物に対して0・25%のマイナス金利を適用することを発表した。こうした政策展開はイングランド銀行総裁なども注目していると報じられている。

以上のような海外中央銀行の政策展開は、実証分析で効果が確認されるのを待たずに果敢な実験として大胆に進められている。日本でも、中央銀行内部だけでなく、学者その他の外部専門家の中でも、考えられる様々な非伝統的な金融政策手段の有効性が真摯(しんし)に論議されることが切に望まれる。」2009年10月12日付け日本経済新聞朝刊 p.18 「日銀、円高への警戒強め」(経済教室)

【原田】 為替がマネタリーな要因で決まるとか、金利は名目だけ見ていたらダメだとか、ゼロ金利になってもやることはいろいろあるとおっしゃっています。

【重原】 いろいろかどうかは分かりませんが、効果は不確かな面があります。その中で一番効果ははっきりしているのは為替相場だと思えます。ただ、バンクリザーブの量をどこまで伸ばしたら銀行の貸出態度が変わるとか、ノンバンクセクターの資金の取り方が変

わってくるとか、cost of capital (資本コスト)、それから real investment return (実質投資収益率) との相関関係がどうなるかというのには正確には分からないのですけれども、ケインジアン的なフレームワークで实体经济に対する効果が一番ははっきりしているのは為替相場を動かすことでしょうね。

【原田】 私にとっては非常に説得的ですし、経済学者にはそう言っている人もいるわけです。しかし、私の感じでは日本銀行はそれに対して非常に頑なで、また、多くの金融学者は日本銀行の見解を支持しているように思います。

【竹中】 そうですね。

【重原】 そうですか。私はそういうことにあまりタッチしないようにしています(笑)。

【原田】 せっかく重原さんが90年代にずっとそういう提言をなさっていたのに、世の中がそちらに動いていないことについてどう思われますか。

【重原】 それは大きな問題で、いわゆる国際機関の multilateral surveillance (多国間共同監視) の限界だと思っんです。つまり、国際機関でできることはあくまでも、加盟国のポリシーメーカーに対して提言をすることであって、彼らがそれを納得してくれなければ話にならない。この点に関連するエピソードを若干お話いたしますと、今も存命の政治家なので、お名前は出しませんが、この方が企画庁長官としてOECD閣僚理事会に出席するためにパリに来られた時、突然呼び出され、「OECDが日本経済についてあまり悲観的な見通しを発表するのは問題である。病は気からとも言われるのだから、気をつけて欲しい」と注文をつけられたことがあります。

また、当時、大蔵省で日本の金融政策を担当していた総務審議官からバリの私に電話があり、「あなたが日本の政策に注文をつけるのは内政干渉だ。こういうことをするのなら、出身母体である日銀のしかるべき人に抗議をする」と怒鳴り込まれたこともあります。もっとも、加盟国のOECD事務局に対する掣肘は日本に限ったことではありません。例えば、アメリカの金融政策の引き締めを提言した対米年次経済審査報告が公表された当日、アメリカの長期金利が急激に上昇し、国債価格が暴落したことがありました。この時は、まだ財務次官であったラリー・サマーズから私に電話があり、先ほどの日本の大蔵省の方ほど激しい罵声ではありませんでしたが、OECD経済総局のアメリカ経済担当官の配置換えなどの要請を含む強い抗議がありました。経済総局長として人事権も握っていた私がこの抗議を無視したのは申すまでもありません。OECD内部では実質ナンバーツーといわれる立場でしたから、ナンバールワンである事務総長にはこの電話のことは直ちに伝えましたが、米国経済担当官がひるむことがあってはいけませんので、彼らには内緒にしました。OECDのように単に政策提言をするだけで資金供与機能を持たない国際機関は、加盟国とのこうした緊張関係の中で妥協してしまえば、中立性と信頼性を失い、機能しなくなります。

それからもう一つ申しあげたいことは、日本の学者も、OECDのような国際機関や海外の学者はどういうことを言っているのかというのを国内でも少しフォロワーしながら政策提言をやつてくれると有り難い。例を一つ言いますと、ジェフリー・サックス(米ハーバード大教授、現在米コロンビア大教授)が日本の新聞に書いて

ています。95年11月27日の「経済教室」に(これはもちろん英語で書いたのを誰かが日本語に翻訳したのでしょうけれど)、「日本、さらなる金融緩和を」と言っているんですね。私が記者会見で日本における金融緩和の必要性を述べたことが95年10月の日経新聞の記事で報道された1ヵ月後ですよ。ここでサックスが何を言っているかというと、要するにマクロ経済の不況から脱するため金融をさらに緩和し、通貨供給を増やすべきだ。通貨供給の definition (定義) はともかく、その手段は金利を下げることしかないわけですね。そういうことで金融緩和をやつても、これは逆にバブル経済の再来につながるという見方があるが、それは誤りであると。さらなる金融緩和でバブルの再発がないだけではない。金融緩和が今度は円安を招くから、經常収支の黒字の拡大によって日米関係の悪化を招くという見方もあるが正しくない、とサックスは言っているわけです。日本人の私だけじゃなくて、アメリカの人がこれだけ言っているのに、何故日本でさらなる金融緩和がなかったのか。それから、アラン・メルツァー(米カーネギー・メロン大教授)はこの問題について私と意見交換を時々やっていて、当時、彼もこの問題に関する論文を書いて、サックスと同じような見解を示しています。さらに、日本銀行の金融研究所の国際コンファレンスに来て彼は同様の発言をしているわけです。それから(ベネット・)マッカラム(米カーネギー・メロン大教授)も同じような考え方を述べています。それがなぜ日本の金融学者の間にはちゃんと伝わり、真つ正面から議論されなかったのか。これは振り返って検討してみるべき問題です。

公的資金の銀行への直接投入

【原田】 97年12月には、金融機関の貸し渋りを回避するため、公的資金の健全銀行を含めた銀行への直接投入が必要と重原さんは発言されています（後掲の97年12月27日新聞各紙参照）。最終的にはそういう方向に動いていったわけですが、それについては今振り返ってどう評価されますか。

【重原】 これは、欧米での今回のバブルのあとの資本注入でも議論を呼んできたように、非常に難しい問題でした。日本の失敗の例もあるから、今回欧米でそれがかなり利用されたということかもしれないませんが、当時の日本の事例は今回の欧米とは比較できない非常に難しいことだったと思うんです。私も、92〜93年当時は、たぶん公的資金を入れなきゃならなくなるだろうとは思っていました。OECDの立場に立って記者会見で言うことと個別に日銀総裁等のところに行って話をする。こと、実は両刀遣いをしていました。

ですから、（新聞記事を示しながら）これは92年10月に、つまりOECD経済総局長になって日本に半年ぶりに、出張してきたの最初の記者会見ですが（92年10月14日付け日本経済新聞朝刊p.7）、これを報じた新聞が「銀行の資産改善遅れる」とタイトルをつけていますが、この時はまだあまり不安を煽ってもいけないから、個別の問題はあるけれども、「日本の現状は米国のようなクレジットクラッシュ（金融ひっ迫）はないし、銀行システム全体の問題というわけではない」と言っています。

「ただ、日本特有の問題として、株価下落が銀行の自己資本比率低下に連動するという側面には注目する必要があります」。それから次

に、「金融機関対策としての公的資金については、絶対出すなどはいえない」。実は出しても（いい）という思いを込めて言っているわけです。「金融システムを守るために」結果的に、コストが小さくて済む場合もあるからだ。しかし、他人頼みの風が広がる恐れもある。介入は極力少ない方が望ましい」という発言でした。

これを92年10月時点で言っているわけです。秘密会でももう少しはっきり物事を言っていて、特に日本での記者会見でも言及したBIS規制のプロシクリカリティを問題視する立場から発言していました。その後、日本では、個別行、住専の問題も非常に難航しているのを見ていて、これは極めて複雑な事態と受け止めました。言ってみれば、銀行の頭取の首が飛ばばいいというだけの話ではないわけで、日本の現場でやっている私の学校時代の同級生なども苦労しているだろう、大変なことだと思っていました。

こうしたなかで、国際会議の秘密会合で公的資金の使用に関する議論をしているだけでは、それがどういふふう国内にフィードバックされているのか、いまひとつ不確かでした。それは、日本への出張の時も、個別面談をやっていますよ。でも、公的資金の導入に関する世論のあれだけの抵抗に対しては、私は力がある人間ではないけれども、やっぱり国際公務員として税金で食わせてもらっている人間として、日本に帰って記者に向かって直接意見を伝えるのがいいのではないかと思つて、この目的で日本への出張をする決断をしました。もちろん前もって大蔵省や日銀等に行つて、こういうことを言いますとは言いませんでしたが、全体的なトーンはOECD対日審査報告の提言などもあり、通じてあった訳です。記者会見するとも何とも事前に関係当局に通知はしませんでしたけれど、パ

りに帰任する直前の日に3大紙、ご質問のなかで触れられた日経だけじゃないですよ、読売、朝日にも記者会見をやりました。

それで、3紙の書き方はいろいろでしたが、全部写真入りで（新聞記事を示して）こうやって載ったわけです。そこでは、健全行まで（公的資金を）入れなきゃいけないということを言っているんですね。この点はかなりはつきり申しました。要するに、弱小行、弱いところ、悪いところばかりに公的資金を入れるのではなくて、本来であれば、それこそ政策金利を下げられるのであれば金利をうんと下げる、あるいは、準備預金（要するに銀行に対する税金ですね）比率が高かったら、それを下げるといふことで、健全行を含めておしなべてコスト面で好影響が出る政策もあり得る。そして優良行といふか一生懸命よくやっていたところにもそれだけベネフィットが出る（というふうにするべきである）。つまり、全ての銀行に好影響の及ぶ金利引き下げ政策に限界があるなかで、公的資金の注入が弱小銀行に限られ、競争上のデイスアドバンテージが健全行に生じてしまうようなことは避けたい、というのが私の立場なものですから、健全行まで入れるべきだということを主張したわけです。

それと、緊急事態なので私も渋々言わざるを得なくなつて、財政拡大が必要だとも述べました。三塚（博）さんが大蔵大臣だった時点で、2兆円というのはもう世の中に出ていたわけですから、「2兆円とは言わず」というのはもっと大きい数字が望ましいという意味で申しました。読売と朝日の記事は数字を出していません。日経はそれを5兆円とまで書きました。

「日本政府との協議のため来日した経済協力開発機構（OECD）の重原久美春副事務総長は二十六日、日本経済新聞記者と会見し

「金融機関の貸し渋りを回避するため、健全な銀行も含め全国的に広く優先株を公的資金で買い入れるべきだ」と公的資金の銀行への直接投入が必要と強調した。景気についても「内需拡大は国際的な日本の責任であり、五兆円規模の減税を断行すべきだ」と現在の景気対策では不十分との判断を示した。重原氏は「国際機関の立場で大蔵省・日銀にも説明した」と述べ、政府に働きかけたことも明らかにした。1997年12月27日付け日本経済新聞朝刊 p.5

「経済協力開発機構（OECD）の重原久美春副事務総長は二十六日、朝日新聞記者のインタビューに応じ、積極的な財政出動で日本経済を内需主導の成長軌道に戻す必要があるとの見解を示した。金融機関への公的資金投入も、経済成長を回復するために必要だと述べた。」1997年12月27日付け朝日新聞朝刊 p.11

「来日中の経済協力開発機構（OECD）の重原久美春・副事務総長は二十六日、読売新聞のインタビューに応じ、日本経済の内需主導の成長を急速に図るため、大蔵省や日本銀行に対し、恒久的減税や優良な大型公共投資の検討を要請したことを明らかにした。重原副事務総長は「危機に陥ったアジアの国々に市場を提供するのが日本の責務だ」とし、内需拡大のためこれらの政策を八年一三月に前倒して実施すべきだと指摘している。」1997年12月27日付け東京読売新聞 p.9

それと同時に恒久減税を実施する。しかしながら、それは何も「またぞろ」で、やるべきものではない。それから事業税も下げる。

つまり、経済の成長力を高める期待感をもたせるような政策をして、成長したら後での税収増加で取り返すというようなことが必要ではないか、ということを行いました。

それが日本での政策展開のきっかけになったとは思いませんし、そんな思い上がりはありません。こんな記者会見の報道は無視されたいと思います。ただ、時間の流れの中で事態の展開を追ってみますと、こうした政策が出てくるかなり前の段階でそういうことを言っていたことにはなりません。

当時の大蔵省の幹部など関係方面の方々が私の記者会見での発言をどう思われたかは聞かないことにしていました。そういうことを聞いたり気にしたりすると私の国際公務員としての仕事は成り立ちませんので。そういうことで、中立的な国際公務員の立場でやったのが3大紙への説明です。

あの時の財政政策が悪かったという批判もあるだろうと思いますが。原田さんはどう思っておられるでしょうか。

【原田】 あの時というのは98年の減税ですか。

【重原】 そうですすね。

【竹中】 98年は6兆円ではなく9・4兆円、かなり減税していますからね。

【重原】 そういうことで恒久減税にはなりませんでした。それだけたらよかったのかどうかというのはまた議論があるところでありましょうけれどね。

【原田】 ずっとデフレになってしまっていますから、当然税収も上がらない。

【重原】 そうですすね。

【原田】 ですから、90年代の最初から重原さんがおっしゃるようにしていればデフレにもならず、それほど景気が悪くなければ、あそこまで財政拡大をしなくてもよかったですでしょうし、これほどひどい財政赤字にならなかったのではないかと気がします。

外生的要因

【重原】 今度は私のほうから、ご質問の範囲を超えて幾つか申し上げたいと思うんです。80年代後半からいろいろな芽があったわけですが、それはそれとして、バブルが破裂したあと、90年代の立ち直りにとつての阻害要因として外生的なものが幾つかあった。これに関してどういうふうに関回のヒアリングの中で関係者のご意見を聞かれているのか、あるいは、事前の学者の方々の研究の中でどういうふうに取り上げられているのか存じませんが、私から見ると、90年代前半に二つ、後半に二つ、日本銀行だけでなく日本経済にとつてかなりの程度外生的な問題があったと思います。

その第1は、体系的に申し上げるために繰り返しにしたいと思います。当然のことながら92〜95年にかけての円相場の上昇です。アメリカにおけるS&Lの危機 (The Savings and Loans crisis) に伴う90年から91年の景気後退期とか、英国や北欧諸国などで80年代末頃に不動産バブルが破裂したあとも、必ず自国通貨の為替相場が下がっています。特に、北欧諸国では、国内市場だけでは国債のファイナンスはできないから、海外から資金を取るわけです。当然のことながら、自国経済に対する海外からの信認を得るために国内金利を引き上げざるを得ない。それでも、その通貨に対する信認が落ち

てしまっているため、為替相場は下落する。バブル崩壊に金融引き締めもあって内需が減っているなかで、為替相場の下落を背景に純輸出が伸びて国内生産の落ち込みに歯止めがかかり、やがて輸出主導で景気回復が始まる。輸出主導型の回復は小国だから可能だという議論があります。アメリカでもそういう現象が起こっている。今回のアメリカの場合でも、内需の大幅減による国内生産縮小のかなりの部分は純輸出の増加で埋め合わせられているわけですね。

ところが日本は、バブルが破裂したあとの92年半ばからずっと円相場がものすごく上がっている。

【原田】 95年まで上がっていますね。

【重原】 そうですね。そしてバブル崩壊による内需の低迷に加えて、円高による純輸出数量の減少が国内生産のマイナス要因になっている。その原因は何だろうか。日本銀行が金融政策を緩和していなかったわけではない。緩和していたけれど、なお円の対ドル相場が上昇しているのは何故か。私たちが「OECDアウトロック」を作るにあたって研究しても、どうも経済要因だけでは説明が十分できませんでした。今日のヒアリングのため持参してきた96年6月号のp.30にそのことが書かれています、よく分らない、と。基本的に数量ベースでは経常収支の黒字のアジャストメントは行われているけれども、Jカーブ効果もあってドルベースで見るとあまり黒字は減っていないですね。そこで、日米間の貿易摩擦が続く、以前から円相場にみられるイナーシャ(inertia 慣性)の中で上昇が起きているのかもしれない。そのようなことも書いてあります。ともかくこの円相場の上昇がバブル破裂後の日本経済にとって異常なマイナスのインパクトになったということが第1。日本銀行と財政当局

の対応を益々困難にした一つの不幸な要因です。それはさつき申し上げた *the victim* から出版された本に掲載された私のIEA提出論文の中にも書いています。アメリカと違うのは、日本がそのような円相場動向の *victim* (犠牲) になった要素があると。

2番目は、日本の学者がどの程度議論していたのか知りませんが、94年の世界的な長期金利の上昇です。これもまた名目金利で見ても話にならない。当時、世界的なインフレ率の低下で実質金利がどんどん上がっている。実質金利を「OECDアウトロック」96年6月号のp.29にあるグラフでご覧いただくと、日本の実質長期金利は93年の後半あたりをボトムとして1・5%ポイントも上がっちゃったわけですね。

日本の長期債金利が実質ベースでどうしてこう高くなったのか。それと円高というものが国際的な投資家の動きとどういう関係があったのかというのはよく分からないのですが、日本の長期債の実質金利が1・5%も上がるといえるのは日本の経済にとって相当なマイナスのインパクトでした。バブルの崩壊の後のこういう長期金利の動きについての日本の学者の研究というのがありますか。

【原田】 2番目はたぶんないのではないかと思います。

【重原】 1番目は、どうでしょう？

【原田】 1番目は、もつと緩和すればいいじゃないかという話だと思います。

【重原】 円高の背景は我々の目から見るとよくわからなかった。それから、2%ぐらい金利を下げて円高が止まるというような話じゃないでしょうから。

【竹中】 これは「ビル・」クリントン(政権)第1期の日米貿易摩

擦の反動じゃないですか。トーンダウンしましたからね、アメリカは。

【重原】 この頃、彼らはいちおう strong Dollar と言っているわけですよ。

【竹中】 細川とクリントンが「We agree to disagree」とかやったのが94年2月です。それでバートと79円75銭まで上がったのが95年4月。そのあと、結局日米自動車交渉が妥結したのが95年6月ぐらいですから、これは完全に政治相場じゃないでしょうか。と言っても、それを実証するのは非常に難しいですが。

【重原】 難しいけれど、そういうこともオールラル・ヒストリーで誰かが言われていたらいいなと私は思うんです。もし学者が指摘していないとしたら、少なくとも私はこういうコメントを持っていたことを出来たら残しておいて下さい。90年代の日本経済には、不幸な外生的な要因がいっぱいあったということです。

これに関連して、93～95年についてのエピソードと申せば、特に私が持っていた悲観的な見方に対して、日本銀行の企画局長のあたりの人達から「どうして重原さんはそう悲観的なんですか。違和感を覚えます」と言われた。あの言葉は今でも覚えています。「違和感を覚えます」と言われて、「うーん、君たちの経済見通しが当たっていないばいけれどね」と言っただけで済んだことがあります。

その時期の私の日本経済に関する見方はIMFよりも厳しかった訳です。例えば、副専務理事のスタンレー・フィッシャー（現在イストラエル中央銀行総裁）は、ほかの海外の友人と同じく、私のことを「Kumi」と呼んでいましたけれど、「Kumi、君は日本に帰れないだろう」と言うわけです。そのくらい日本経済に関する私の見解

は厳しくて、IMFだけでなく、OECDの日本担当デスクに比べても悲観的だったですね。国際機関の中で一番厳しかったことは間違いない。それでも結果的には私の見方でも甘かったということですよ。円高が予想よりもっと進んだこともありましたがね。

次は90年代の後半です。当たり前のことですが、まず指摘しなければならぬのはアジア通貨危機ですね。これが日本にとっても非常に大きなショックだった。これが90年代における日本経済にとっても不幸な第3番目の外生的な出来事です。

4番目は、98年以降の円相場の反転上昇です。これについては私があり内情を言うべきでないのですが、カーネギー・メロン大学のアラン・メルツァーがどういうことを言っていたかということをお話ししたいと思います。彼の発言は、日本でのセミナーのために私が英語で書いた論文に載っていて、私の個人的に持っているホームページなどにも紹介されています。ハーバード大学で行った講演の該当箇所を私の論文で紹介していいかと彼に問い合わせ、許可を得て全文引用しました。そこで彼が書いたポイントは次の通りです。

「98年になって、円の対ドル相場が下がっていき、6月に145円までになった。そういうなかで米財務副長官のサマーズが日本に来了。そして、彼は、円安政策を止めさせた」と書いてあるわけです（注12参照）。

つまり、この時期もアメリカに振り回されて、円高に転じました。日本国内で財政を引き締め過ぎていたことと、東アジアで発生した通貨危機、この三つを日本経済は食らっちゃった訳です。ダブルではなくトリプルパンチであったということです。日本の財政については、私共はOECDの立場から、どちらかというと引き締め

に賛成を示したわけですが、こういう外生的なショックまで加わっていったわけですから、私共が想定した経路よりもすくなく深い落ち込みになっていったことですね。日本銀行の対応も遅かったです。ゼロ金利になっていく過程がそういうことだったと言えます。

要するに、バブルの形成期と破裂した後の日本経済に関する研究に当たっては、そういう外生的な要因と、それから、それについてのポリティカル・エコノミーの分析をヒストリーの上にはつきりと残していかないと、私たちの記憶の中にあるだけでは残念なことになるのではないかと思います。したがって、財務官だった方やほかの方々から話があったかもしれませんが、私としてももう1度この点を申し上げたいと思いました。

【原田】 どうも大変ありがとうございました。

不幸な外生的要因という問題に対しては、私は金融政策で半分ぐらい対応できるような気もするわけですが、日本の経済学者、金融学者には、金融政策は効かないという信念を持っておられる方が非常に多い。日本銀行がそう言っていますから。経済学者と日本銀行が、ああ、そうだねとお互いにエールを交換すればそうなってしまうという気がしますね。

—了—

(注12)

In 1998, monetary stimulus showed signs of depreciating the exchange rate. The yen/dollar exchange rate depreciated to 145 in June from about 100 a few months earlier. Then Deputy Secretary Summers came to Tokyo and ended that policy. The yen soon appreciated to 105, a massive and foolish change in an economy with falling prices and rising unemployment. The policy was mistaken, wrong, and it failed. The major mistake was a failure to recognize that the yen was overvalued. If Japan could not depreciate its nominal exchange rate, prices had to fall until Japan had a real exchange rate that was consistent with steady growth and stable prices. (Alan Meltzer, "International Economic Policy in the Clinton Administration", prepared for "American Economic Policy in the 1990s", Harvard University, Cambridge, 27 June 2001)

〔重原氏提出資料一覽〕

- 〔資料1〕「金融政策と景気調整 —主要6カ国の国際比較—」(部分)
(英語版1975年、邦訳1976年)
社団法人金融財政事情研究会
- 〔資料2〕「Some Reflections on Monetary Policy Issues in Japan」
(1990年9月)
BOJ Monetary and Economic Studies, Vol. 8 No.2
- 〔資料3〕「金融自由化の進展と金融政策 —日本の経験—」(1990年2月)
日本銀行金融研究所『金融研究』第9巻第4号
- 〔資料4〕「The Options Regarding the Concept of a Monetary Policy Strategy」
(*Bundesbank Symposium: "Monetary Policy Strategies in Europe"*, Verlag Franz Vahlen, Munchen, 1996)
- 〔資料5〕「金融研究会 資産価格の変動と日本経済」(1989年12月)
日本銀行金融研究所『金融研究』第9巻第1号
- 〔資料6〕「Monetary Policy and Economic Performance: the Recent Experience of the United States and Japan」
(International Economic Association Conference Volume No.132, *"Monetary Theory and Policy Experience"*, Palgrave, New York, 2001)
- 〔資料7〕「日本の経済政策に関するOECDの見解と提言(バブル形成期以降の金融政策関連を中心とした要点)」1989～1999年」
(2010年3月5日重原久美春氏作成資料)