

早稲田商学第 404 号  
2 0 0 5 年 6 月

最終講義

## 中央銀行の独立性と国際政策協調

立 脇 和 夫

### はじめに

本日の講義は、早稲田大学における私の最後の講義であり、同時に21年間の大学教員生活最後の講義であります<sup>(注)</sup>。私は、多くの先生方と違って、学校を出て最初に日本銀行に就職し、社会人としてスタートを切りました。今日の最終講義のテーマを「中央銀行の独立性と国際政策協調」としたのはそのためです。

今、日本経済は、バブル崩壊後の長期不況から脱出できず、なおももがいている状況であります。バブルが生成したのは1980年代後半であり、そのオリジンは1985年9月のプラザ合意にあります。今日、国際化・グローバル化の時代を迎えて、各国経済の相互依存関係はこれまでに深く深まっており、それだけに経済・金融政策の国際協調の重要性も高まってきております。その場合、国内政策との整合性、換言すれば国益との調和をいかにして図っていくかが重要な課題となります。

---

(注) この最終講義は、2005年1月27日、11号館402番教室において行なったものです。

そこで、本日は、中央銀行の独立性の観点から金融経済政策の国際協調はいかにあるべきかについて、プラザ合意後の1980年代後半を中心に考えてみようと思います。

## 中央銀行の独立性

### (1) 独立性の必要性

中央銀行の最も重要な役割は、金融政策の運営にあります。中央銀行の独立性とは、金融政策の決定に当り、外部から干渉や影響を受けないことを意味します。

中央銀行は政治的影響から独立して金融政策を行なうべきであるという考え方は、古くからありましたが、1970～80年代のインフレーションの経験を踏まえて、世界的に中央銀行の独立性に対する関心が高まり、日本を含め、各国でその法的な整備がなされました。

1990年代に、中央銀行法を改正し、独立性を強化した国は30か国を超えるといわれています。その多くは EU 加盟国で、1999年の EU 通貨統合に参加するため、マーストリヒト条約（欧州連合条約）の規定に従って、中央銀行の独立性強化を迫られたものであります。その中心勢力になっていたのは、戦後強い独立性を背景にインフレ抑制に成功してきたドイツ・ブンデスバンクであります。

マーストリヒト条約第107条には、「欧州中央銀行、加盟国中央銀行及びその意思決定機関の構成員は、その任務及び責務を遂行するに当り、EU の諸機関、加盟国政府あるいは他の機関の指示を仰ぎ、あるいは指示を受けてはならない」と規定されていますが、これはドイツの強い意向を反映したものとみられます。

それでは中央銀行の独立性とは具体的に何を意味するのでしょうか。それは主として、政治・行政からの独立性ということになるかと思います。政治家

は選挙に勝たねばならないわけですが、その為に政府与党は、景気をよくしなければならぬので、どうしてもインフレ指向が強くなります。景気がよくなれば、企業の収益はふえ政治献金もふえることになります。

また、行政、とくに財政当局は、景気がよくなれば財政収入がふえるので、インフレ・バイアスが強いといえます。財政当局は、考えてみますと、金融市場のプレーヤーであり、そこで資金の運用・調達を行なっているため、金融市場に中立的ではありません。従って、そうした利害関係をもつ財政当局が金融政策に介入することは公正が失われることになり、よくないのです。

日本の場合、旧日本銀行法では日本銀行は大蔵大臣の監督下にあり、大蔵大臣は日本銀行に対して業務命令権も持っていましたが、1998年に施行された新日本銀行法で廃止されました。

中央銀行の独立性とはいっても、民主主義国家である以上、三権分立の枠組みからはみ出すものではありません。日、米、英など多くの国で、金融政策決定権限は政策委員会に委ねられていますが、政策委員会メンバーは議会の承認を経て、行政府の長が任命する形になっています。そして、定期的に議会に対して、金融政策運営の状況を報告する義務があります。ただ、一度任命された以上、意見が違ふからといって、任期途中で解任されるようなことのないよう、身分が保証されています。

## (2)主要国の中央銀行

世界の主要国の中央銀行のなかで、一番古い中央銀行はスウェーデン国立銀行で、1668年、スウェーデン議会により設立されたものです。スウェーデン国立銀行は、議会の銀行委員会の監督下にあり、議会に対して報告義務を負っています。また、スウェーデン国立銀行理事会の理事は議会によって任命されます。従ってスウェーデン国立銀行は、設立当初から、行政府から独立した存在であります。

世界で 2 番目に古い中央銀行は、1694年に設立されたイングランド銀行です。イングランド銀行は国王に資金を貸し付けるのと引き換えに、銀行券の発行が認められていました。第 2 次大戦後、イングランド銀行は労働党政権の下で国有化され、金融政策決定権限は大蔵大臣に帰属しましたが、1998年、再び労働党政権の下でイングランド銀行法が改正され、金融政策決定権限がイングランド銀行に委ねられたのであります。

米国の中央銀行である連邦準備制度が設立されたのは1914年のことで、先進国のなかでは、比較的遅かったわけです。米国では、中央銀行業務を行なう連邦準備銀行の資本金は民間銀行の出資によってまかなわれていますが、金融政策決定権限をもつ連邦準備制度理事会は行政機関であり、理事はすべて、議会の承認をえて、大統領により任命されます。政府財務省の人間が理事会へ出席することはありません。

中央銀行として、最も新しいのは、1998年に設立された欧州中央銀行（ECB）であります。欧州中央銀行は、世界で最も独立性の高い中央銀行として知られていますが、同時に、EU 加盟国によって設立された国際機関という性格ももっています。欧州中央銀行は、1992年に調印されたマーストリヒト条約に基づいて設立されているからです。但し、欧州議会は、独立国の議会のような強大な権限をもっていないので、諸外国とは事情が異なります。

### (3)日本銀行

日本の場合について申し上げますと、日本の中央銀行である日本銀行は、1882年（明治15年）「日本銀行条例」に基づいて設立されました。明治15年といえば、早稲田大学の創立も同じく明治15年です。日本銀行は10月10日の開業、早稲田大学の開学は10月21日のことです。日本銀行の創立の立役者は、大蔵卿松方正義であります。実は、その前任者だった大隈重信侯も、中央銀行設立案を提出されています。しかし、この時は時期尚早で、実現に至りません

でした。

それは、兎も角としまして、日本銀行は、ベルギー国立銀行をモデルとしたもので、一種の株式会社でした。その後、戦時中の1942年（昭和17年）に日本銀行法（旧法）が制定され、大蔵大臣の監督下におかれる特殊法人となりました。戦後1949年（昭和24年）にGHQの指示で政策委員会が設置されましたが、大蔵大臣の監督下にある点はそのままでした。1997年に新しい日本銀行法が制定され（翌年施行）、日本銀行の独立性が強化されました。政府代表は政策委員会のメンバーから外れたにもかかわらず、政策委員会へ出席し、意見を述べ、議案の提出もできる、という奇妙な形になっています。但し、一貫して政府代表に議決権はありません。

2000年8月11日の政策委員会政策決定会合でこんなことがありました。その前年から日本銀行はいわゆるゼロ金利政策を続けていましたが、景気回復の兆しがみえてきたため、この日の会合で、政策委員会議長である速水日銀総裁はゼロ金利政策を解除する議案を提出しました。討議の後、この議案を採決しようという段階で、政府代表が、本省との連絡のため議事の一時中断、つまり休憩を要求したのであります。

その20分後、会議が再開されたところ政府代表は、本省の意向をうけて、ゼロ金利解除の議決を次回の政策決定会合まで延期する議案を提出したのです。しかし、この動議は否決され、改めて、ゼロ金利解除の議案を採決した結果、賛成多数で可決されました。政府の意向は無視されたわけです。これは、新日本銀行法が、日本銀行に高い独立性を認めているからこそできたことで、旧法だったらこうはいきません。おそらく速水総裁は大蔵大臣に呼ばれて「ハヤミ君、辞表を書きたまえ」となったことでしょう。昨年、日本道路公団の前総裁が政府との見解の対立から、辞表を出すよう求められましたが、これを拒否しました。そしたら、解任されたでしょう。クビですよ。独立性がないとこういうことになります。

さて、話を国際協調に移しましょう

### 戦前の国際協調

第 1 次世界大戦後に国際協調の気運が高まり、1919年に国際連盟ができました。金融経済面でも同じ頃国際会議がブリュッセルやジェノアなどで相次いで開かれ金本位制再建に向けた国際協調の気運が高まってきました。そして、1930年には、国際決済銀行（BIS）の設立をみることとなります。わが国は、第 1 次大戦に参戦したものの、実損は殆んどなかったばかりか、経常収支の大幅黒字によって、戦前の債務を完済して対外債権国になったのであります。このため日本の国際的地位は高まり、国際決済銀行の設立に参加したばかりでなく、英米諸国と協力して、ドイツ、ベルギー、イタリアなど、第 1 次大戦で打撃を受けた国々へ金融支援も行なったのであります。

しかし、第 1 次大戦後の国際金融協力の最大の成果は、BIS の設立でありましょう。BIS は自己資本比率で大変有名になりましたが、もともと BIS は敗戦国ドイツから取立てる賠償金の取扱いだけでなく、同時に各国中央銀行間の国際的な協議と情報交換の場にしようとの意図が込められていました。しかし、日本と米国の BIS 参加に関しましては、それぞれ国内法上の問題がありました。

BIS は国際機関とはいうものの、各国政府ではなく、各国の中央銀行が出資し、中央銀行が協力して運営に当るものであります。日本の場合、当時「日本銀行条例」の規定により、日本銀行が BIS の株式を引受けたり、日本銀行総裁が BIS の理事に就任することはできませんでした。そこで、BIS の株式は、日本銀行に代わって、日本興業銀行、横浜正金銀行（両行は特殊銀行）及び民間銀行12行が引き受けました。ちなみに、民間銀行は、第一、三井、三菱、安田、川崎百百、三十四、住友、山口、鴻池、名古屋、愛知、及び明治の各銀行でした。

なお、BISの公称資本金は5億金スイス・フランで、これを20万株に分け、当初11万2,000株を発行し、参加国7か国（日、米、英、独、仏、伊、ベルギー）に配分し、各国は1万6,000株、4,000万フランを引き受けました。翌年、スイス、スウェーデン、オランダが加わり、10か国となりました。

一方、BIS理事については、役員ではない日本銀行ロンドン代理店監督役田中鉄三郎と横浜正金銀行ロンドン支店長野原大輔を選任したのであります。但し、BIS総会における議決権の行使に当っては、日本銀行総裁が議決権の行使を担当すべき者を選任する、という手のこんだものであります。

BISの設置場所をめぐる議論には大変興味深いものがあります。設置場所の候補としてはロンドン、パリ、ブリュッセル、アムステルダム、チューリッヒ、パーゼルの6都市があげられました。しかし、フランスがロンドンに反対し、英国はパリに反対でした。ドイツはブリュッセルに難色を示し、ベルギーはアムステルダムに反対、という具合に星のつぶし合いとなりました。そこで、日本代表が中立国スイスでフランス・ドイツと国境を接するパーゼルを提案したところ、賛成多数でここに決まった、とされています。

BIS設立後、ドイツの賠償問題が片付かないうちに、第2次世界大戦が勃発しました。BIS設立の9年後のことでした。しかしながら、BISは中立国スイスにあったため、戦時中、敵対関係にある国の人間がパーゼルでしばしば会合をしていたばかりか、むしろ、BISはナチス・ドイツにうまく利用されていたようです。ですから、BIS理事のうち、ドイツ人3人とイタリア人1人が戦後戦犯として処罰されたほどです。

このため、1944年に米国で開催されたブレトンウッズ国際金融会議で、BISの廃止が決議されました。しかし、この決議は実行されず、BISは生き残ったのであります。そして米国のマーシャル・プランの支払業務を扱うこととなりました。戦後、日本はサンフランシスコ平和条約でBISに対する請求権を放棄しましたが、1970年に復帰が認められ、今日に至っております。なお、BISは

1990年代に加盟銀行の拡大方針を打ち出し、現在加盟行数は55行となっております。

## 戦後の国際協調

### (1)英ポンド支援のためのパーゼル協定

BISを舞台とする中央銀行間の国際協力は第2次大戦後、主に英ポンド支援のための「パーゼル協定」として展開されました。

英ポンドは、第2次大戦後、基軸通貨としての役割が著しく低下したとはいえ、なおもスターリング地域（英ポンド圏）においては重要な通貨であり、ポンド不安を放置しておくことは危険でした。このため、BIS加盟国を中心とする、いわゆるパーゼル・グループが、再三にわたり、英国への信用供与を行ってきました。

パーゼル・グループによる最初の金融支援は、1961年3月の国際通貨不安に対処するために形成された第1次パーゼル協定であります。この協定は同月パーゼルで開かれたBISの月例総裁会議で合意されたもので、2国間の双務協定の形でしたが、これに同意したのは英国、フランス、西ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、スイス、スウェーデンの8か国でした。その内容は 各国の為替相場安定の努力、 そのための各国中央銀行の外国為替市場での緊密な協力、 解決を必要とする問題は2国間で申し合わせをし、それを実行する、の3点から成っていました。この協定によって、英ポンドは1961年3月の危機を脱し、ポンド切下げを回避できたのであります。

その後、1964年11月、再度危機に陥った英ポンド救援のため、第2次パーゼル協定が締結されました。この年の10月、総選挙で勝利した労働党政権が総合経済対策を発表しましたが、失業率が1.5ポイントも低下するほど過熱した英国経済と、貿易収支の慢性的悪化を主因とする経常収支の弱体化への対策としては不十分でした。このためスイスへの短期資本の大規模な流出が発生したの

であります。

第2次バーゼル協定は先進11か国の中央銀行、BIS及びワシントン輸出入銀行からの総額30億ドルの緊急借款でした。実際に引出されたのは28億6,000万ドルでしたが、この時、日本銀行は戦後初の対外借款として5,000万ドルを供与したのであります。

このような大型借款にも拘らず、1965年8月に英国の貿易収支が再び悪化し、英ポンド先物相場も軟化したため、イングランド銀行は予防的措置として主要10か国中央銀行とBISとの間で新たなスندバイ取決め（借入予約）を締結しました。取決め参加各国の資金援助額は公表されなかったのですが、日本銀行はこのときイングランド銀行に対して3,000万ドルのコミットをしたものの、最終的には使用されませんでした。

さらに、1966年6月にも3度、主要国中央銀行による総額10億ドルの対英資金援助が実施され、日本銀行も4,000万ドルを分担しました。この資金援助は各国中央銀行が代理人としてのBISを通じて借款を供与した最初のケースであります。また、同年9月にも、主要国中央銀行によるBIS経由の対英信用供与が行なわれました。

1967年11月の英ポンド危機は、同年6月5日の第3次中東戦争の勃発を契機とするドル売りによって始まりました。スイス系銀行やアラブ諸国が在ロンドン資金を引き揚げるのではないかというルーマーがポンド売り圧力の直接的原因であったのですが、この背景には英国の経常収支の赤字とポンド残高の未処理があったのです。当時、英国のポンド建て対外債務は47億ポンドに達していましたが、金・外貨準備は僅か10億ポンドにすぎないという有様でした。

同年11月14日、主要国中央銀行は、BISを通じる2億5,000万ドルの借款をイングランド銀行へ供与したものの、ポンド危機を乗り切ることができず、11月18日、英ポンドは戦後、1949年に続いて2度目の切り下げを余儀なくされました。1ポンドは2.8米ドルから2.4米ドルへと、14.3%切り下げられたので

す。さらに、2週間後に、主要国中央銀行から総額15億ドルの追加借款が供与されました。

英ポンド不安を解消するためには、スターリング諸国の保有するポンド残高を削減することが必要でした。このため、12か国中央銀行と BIS は1968年9月に、イングランド銀行に対する20億ドルの中期信用を供与しました。イングランド銀行はこの資金を元にスターリング地域の通貨当局に対して、一定のポンド残高保有の見返りとして、そのドル価値の保証を約束しました。この中期借款は6億ドルが引出されましたが、その後国際収支の改善により、69年に全額返済されました。

またパーゼル・グループは、1968年のフランス・フラン危機に際しても、フラン支援を行ないました。この年の5月、フランスでは失業者の増大を主因にフランス経済に対する内外の不信が高まり、フラン売り投機が発生しました。こうした状況下、西ドイツ、ベルギー、オランダ、イタリア、米国の各中央銀行及び BIS は総額13億ドルの短期信用をフランスへ供与したのであります。

## (2)金プール

一方、第1次大戦後、英ポンドに伍して基軸通貨となり、第2次大戦後は最大の基軸通貨となった米ドルも、1960年代に入るとかげりがみえ、それを反映して金の市場価格がしばしば高騰しました。これはドルの信認の動揺に外ならず、放置できることではありませんでした。

1961年10月、パーゼルで開かれた BIS の月例会議で、米国は金価格安定のため「金プール」という一種の紳士協定を提案し、BIS 加盟国の協力を要請しました。これに対して、主要7か国（英、仏、西独、伊、蘭、ベルギー、スイス）がこれに同意し、新しい国際協力が実現しました。日本はあまり金を保有していませんでしたので、これには参加しておりません。

金プールは、参加各国が当初2億5,000万ドル相当の金を拠出し、市場で金

価格が上昇したときには金を売り、下落したときには金を買い入れて、市場価格が公定価格（1オンス＝35ドル）からかけ離れないようにする仕組みでした。それまでも、米国は金価格が高騰したときにはイングランド銀行を經由して金を市場へ放出していましたが、もはや単独での実行が不可能になったのであります。

金プールは、1962年5月の米国市場などにおける株価暴落、9月のIMF総会を控えての金価格の高騰、その直後のキューバ危機等に際して、金の放出を行ない、金価格の上昇を抑えるのに貢献しました。しかし、1967年11月に英ポンド切下げが行なわれてから、金投機熱が高まり、金プールは27億ドルの金を喪失しました。翌68年3月、フランスを除く金プール参加国の中央銀行総裁が集まって協議した結果、金の公定価格は維持するものの、金プールは解体し、金の二重価格制への移行を決定したのであります。

### (3)新しい形の国際協調：プラザ合意

1971年のニクソン・ショックの後、同年12月のスミソニアン会議をはじめ国際通貨会議がしばしば持たれるようになりましたが、その多くは非公式の、あるいは非公開の会議でした。1985年9月のG5（米、英、西独、仏、日）によるプラザ会議も秘密裡に開催されました。しかし、この会議終了後、初めて記者会見が行なわれプラザ合意の内容が明らかにされました。

プラザ会議については、面白いエピソードが残っています。

プラザ会議は、秘密の会議でしたから、各国の代表は、マスコミに気付かれないようにバラバラでニューヨークへ来るように、との要請を受けていました。そこで日本代表の竹下登大蔵大臣は、ゴルフの服装で家を出、千葉空港近くのゴルフ場でハーフラウンド回って、それから飛行機に乗られた、という話です。そして、澄田智日銀総裁は、風邪をひいたことにして大きなマスクをつけて、医者に行くといって家を出られたそうです。しかし、随行の緒方四十郎

日銀理事は、運悪しく、空港で新聞記者といっしょになり、話をはぐらかすのに苦労されたという話も聞きました。

なお、竹下登氏は、昭和22年に当商学部を卒業された方ですが、その後、総理大臣になられたのは、皆様ご存じのことと思います。

さて、プラザ合意は、経常収支の赤字に悩む米国が、変動相場制下にもかかわらず、市場介入によって、ドルの切下げを実現すべく、日本、英国、フランス、西ドイツの4か国に協力を求めたものであります。

プラザ会議は9月22日(日)に開かれ、同日夕刻(日本時間23日早朝)にコミニケが発表されました。翌23日は秋分の日で東京市場は休みでしたので、まず欧州市場で、次いで米国市場で、通貨当局による大量のドル売り介入が行なわれました。そして、24日(火)の東京市場でも日銀が大量のドルを売却し、ドルの終り値は前週末より12円も円高ドル安の230円となりました。その後も、通貨当局によるドル売介入は続き、プラザ合意当時1ドル=242円の水準だったドルは、同年末には200円まで下落しました。さらに、翌86年1月のロンドン G5 で、米国の利下げに歩調を合わせて、各国の協調利下げが合意されます。その結果、87年1月までの1年間に、公定歩合は、

米国では7.5%から5.5%へ、

西独では4.0%から3.0%へ、

日本では5.0%から2.5%へ、

と引き下げられることとなります。日本の2.5%は、当時としては史上最低の水準でしたが、これが2年3か月も続くこととなります(第1表参照)。

こうした状況下、ドル相場は86年夏頃150円台まで下げた後、秋以降160円台を回復しました。ところが、86年末から87年にかけて、ドルは再び急落の気配をみせ始めました。87年1月には150円台へ再突入し、ドル安はなおも進む勢いでした(第1図参照)。

ここに至って、G5 諸国は、ドル安の目標は十分に達せられたので、これで

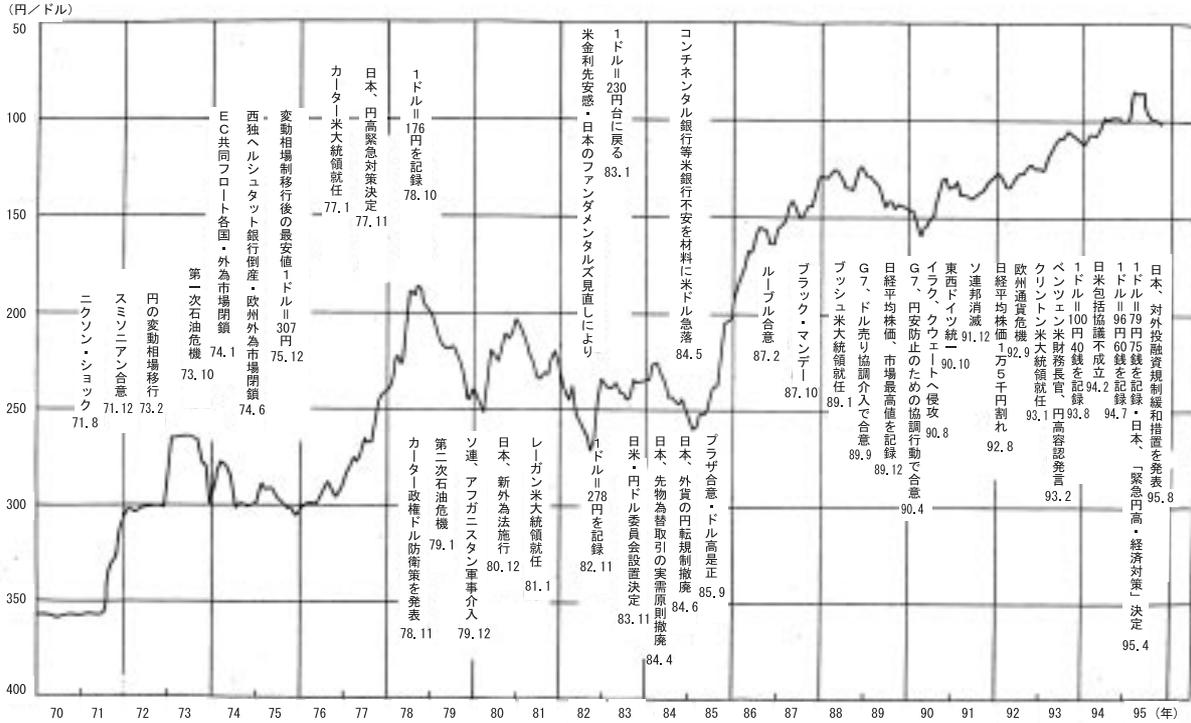
第1表 米・西独・日の公定歩合(1985~91)

(単位: %)

年月	米 国	西ドイツ	日 本
1985. 9	7.5 (プラザ合意)	4.0	5.0
86. 1	(ロンドン G5, 協調利下げで合意)		5.0 4.5
3	7.5 7.0	4.0 3.5	4.5 4.0
4	7.0 6.5		4.0 3.5
7	6.5 6.0		
8	6.0 5.5		
11			3.5 3.0
1987. 1	(米, 初のドル買介入)	3.5 3.0	
2	(ルーブル合意)		3.0 2.5
9	5.5 6.0		
10	(ブラック・マンデー)		
11	(BIS 中央銀行総裁会議特別声明)		
12	( " BIS 規制決定)	3.0 2.5	
1988. 7		2.5 3.0	
8	6.0 6.5	3.0 3.5	
1989. 1		3.5 4.0	
2	6.5 7.0		
4		4.0 4.5	
5			2.5 3.25
6		4.5 5.0	
10		5.0 6.0	3.25 3.75
12			3.75 4.25
1990. 3			4.25 5.25
8			5.25 6.0
12	7.0 6.5		
1991. 2	6.5 6.0	6.0 6.5	
4	6.0 5.5		
7			6.0 5.5
8		6.5 7.5	
9	5.5 5.0		
11	5.0 4.5		5.5 5.0
12	4.5 3.5	7.5 8.0	5.0 4.5

(資料) 日本銀行『日本金融年表』1993年

第1図 1970年以降の円・ドル相場の推移（インターバンク中心相場・月平均）



ドル安誘導を打止めにしようと決意しました。1987年2月、パリのルーブル宮殿で開かれたG7（G5 + イタリア、カナダ）の会議後に発表された、いわゆるルーブル合意では、これ以上のドル安はかえって「逆効果」であると述べていました。つまり、一層のドル安は黒字国側の経済を不況に陥れ、米国の側ではインフレ率を上昇させ、その結果ドル安に伴う経常収支不均衡の是正を台なしにしてしまうと考えられたのです。黒字国の不況は黒字拡大要因、赤字国のインフレは赤字拡大要因となるからであります。

これより先、1986年1月、G5諸国は、為替市場協調介入に加えて公定歩合の協調利下げで合意しましたが、協調利下げの狙いは日欧対米国の金利差を縮小させながら、日欧通貨の為替相場上昇に伴う不況を防ぐために、足並みを揃えて利下げしようということでした。それは米国の望むドル安のためにも、日欧が望む不況回避のためにも必要な措置でした。ここ迄は、各国の国内の政策と国際的な政策協調に基づく「協調利下げ」との間に矛盾はありませんでした。

実際、日本は公定歩合を1986年1月から翌87年2月までの間に、0.5ポイントづつ5回、合計2.5ポイント引き下げて当時史上最低の2.5%という超低金利としました。西ドイツは、1987年1月までに2回、合計1ポイント引き下げて3.0%としました。一方、米国は1986年中に4回、合計2ポイント下げて5.5%としました。

#### (4)ルーブル合意後

1987年2月のルーブル合意後、国内経済政策の目標と、国際政策協調の目標との間に、矛盾が生じてきます。ロンドン合意によれば、日本は「協調利下げ」の路線を守らなければなりません。しかし、1987年に入って国内の景気は上昇しつつあり、2.5%の公定歩合をいつまでも続けているのは危険です。日本経済はまさに「乾いた薪の上にいる状態」（三重野康副総裁の発言）だった

のです。西ドイツも当時は全く同様の状況にありました。

そこで日本銀行とドイツ・ブンデスバンクは1987年半ば頃から秋にかけて、いわゆる市場金利の高め誘導を始めました。その結果、長期国債の市場利回りは、日本では、5月の3.9%から9月末に6.7%へ、西ドイツでは、5.4%から6.6%へ、それぞれ上昇しました。この延長線上には、当然、日本と西ドイツがやがて公定歩合の引上げを行なうものとみられていました。

こうした折、ニューヨーク株式市場で「マーケット・クラッシュ」が起こったのです。ときに、1987年10月19日、後に「ブラック・マンデー」(暗黒の月曜日)として歴史に記録されるその日でした。このニューヨーク証券市場の株価暴落は、かつて世界大恐慌の始まりとなった1929年10月24日(暗黒の木曜日)の株価暴落幅を上回り、1日としては史上最大の下げ幅を記録しました。同時に市場金利がはね上がって、債券相場は崩落しました。そしてドル相場も急落し、130円台に突入したのです。

つまり、資金が突如ニューヨーク市場から海外へ逃げ出したのです。そのために、株式、債券、ドルの3つの相場が一斉に崩落したわけです。しかも、その引き金は、明らかに日本と欧州における超低金利の是正、金利先高期待の台頭でした。

ブラック・マンデー後、日米欧の中央銀行が大量の資金供給を行なったため、世界大恐慌再来の恐怖は、24時間あまりで消えました。大恐慌の時代とは対照的に G7 諸国の中央銀行が緊密に連絡をとり合い協調して金融緩和とドル買支えを実施した結果、世界の信用機構の崩壊は阻止されたわけです。これぞ「国際政策協調の勝利」でした。しかし、ここでことが終わった訳ではありません。

こうした状況下、日本銀行とドイツ・ブンデスバンクは、市場金利の高目誘導を放棄しました。それどころか、信用不安に伴う世界同時不況を回避するため、さらなる協調利下げが G7 諸国で始まったのです。公定歩合の引上げを意

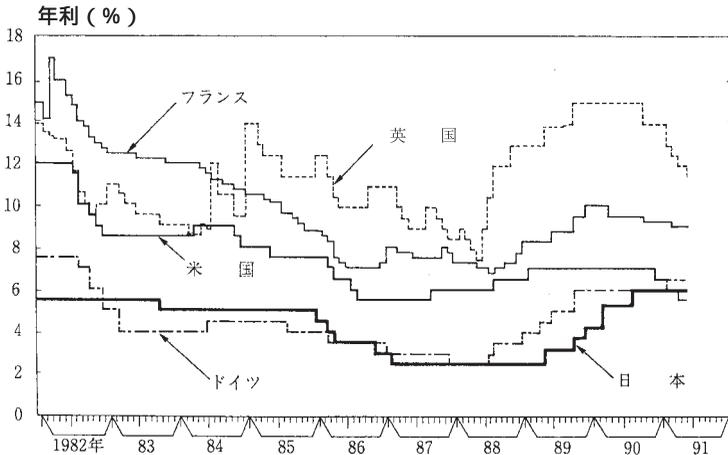
図していた西ドイツは、その年、1987年11月、逆に公定歩合を引き下げて、2.5%とし、超低金利の日本と並びました。各国の市場金利は、「低め誘導」へと変わりました。ところが、1988年に入ると、予想以上に景気が好転し、経済成長率は日本で87年の4.3%から88年の6.2%へ、西ドイツは同じく1.5%から3.7%へ、米国も3.1%から3.9%へと上昇したのです。

西ドイツのブンデスバンクが最も素早く対応しました。その年、88年に2回、さらに翌89年4月までに2回引き上げて、景気に対して中立的な4.5%へ公定歩合を戻したのです。米国の連邦準備制度も、88年と89年2月に0.5ポイントづつ引き上げて、7.0%としました（第2図参照）。ひとり、日本だけが取り残されてしまいました。

#### (5)日独の対応の差異

日本銀行は、1988年を通じて、公定歩合を「超」低金利の2.5%に据え置いたままでした。日本銀行が第1回の公定歩合引上げに着手したのは、西ドイツ

第2図 主要国の公定歩合



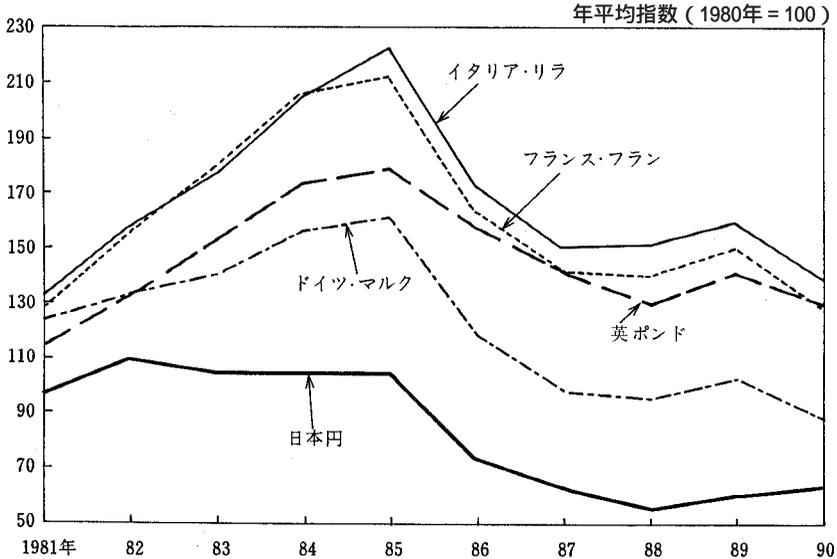
(出典) 日本銀行『国際比較統計』1992年

が4回も引き上げた後の1989年5月のことでした。日本は史上最低の2.5%を87年2月から89年5月まで、実に2年3か月も続けたのです。これがバブルを生む土壌になったことは明らかであります。どうして、日本の対応がこのように遅れたのか、その謎を解く鍵は、為替相場の動きにある、と鈴木淑夫元日銀理事は指摘しています。

ブラック・マンデーの時に130円台に突入したドル相場は、ニューヨークの株式相場や債券相場が落ち着きを取り戻したあとも下げ続け、2か月後の12月には120円台となり、122円丁度で越年しました。対ドイツ・マルクでは、1ドル=1.582マルクでした。翌88年に入ってから、5月まではドル相場が弱含みで、120円台前半にとどまっていた。しかし、88年の中頃になると、ドルは円に対しても、ドイツ・マルクに対しても、一時回復しました。ドルは、対円で120円台前半、対マルクで1.8マルク台に戻りました。この機を捕えて、ドイツ・ブンデスバンクは7月と8月に0.5ポイントずつ引き上げて、3.5%とし、「超」低金利から脱却したのです。この西ドイツの利上げのあと、ドルは再び軟化しましたが、それでも1.7マルク台に下がっただけで、翌89年に入ると再び1.8マルク台を回復しました。再びこの機会を逃さず、ブンデスバンクは、1月と4月に再度0.5ポイントずつ公定歩合を引上げ、ついに景気に中立的な4.5%の水準に戻すことに成功しました。

ところが、日本円相場の動きはドイツ・マルク相場の動きとは違っていました。1988年の秋、ドイツの利上げのあとにドルが再度軟化したときに、対円では120円を突破しそうになりました。つまり、ドル相場は、1988年を通じて、円に対しては弱く、いまにも崩れそうだったのです。そのような時に日本銀行が公定歩合を引き上げればドル暴落の引き金となり、「ブラック・マンデー」の再来となりかねない、と判断されたわけです。それに比べれば、ドイツ・マルクは、対ドル相場のピークが1987年末の1.5マルク台であり、88年中頃以降は1.8マルク台前後で上下していた訳です。120円を割って新高値が出そうな円

第3図 主要国通貨の対米ドル為替相場



(出典) 日本銀行『国際比較統計』1991年

とは、状況がまるで違っていたわけです。実際、円がマルクに対して最も高くなったのは、1989年の初めであります(第3図参照)。だからこそ、ドイツ・ブンデスバンクは、1988年7月から89年4月までに、公定歩合を4回も引き上げたのに、日本銀行はそれができなかつたと説明されています。

#### (6) バブルの崩壊

日本で土地、株式、高級絵画などの資産価格が、基礎的諸条件では説明のつかないほどの上昇、つまりバブルが発生したのは1988年から89年にかけての「超」低金利時代であります。1989年春になって、ドルが130円台を回復すると、日本銀行はついに公定歩合の引上げを決意し、5月に0.75ポイント上げて3.25%としました。その後も、同年10月、12月、翌90年3月、8月と矢継ぎば

やに、公定歩合を引き上げ、1年3か月の間に合計5回、合わせて3.5ポイントも引き上げ、プラザ合意前の5%を上回る、6%の水準としました。それにつれて株価は、1989年末をピーク（日経平均株価で38,915円）に90年初から下降に転じましたが、地価も2年遅れて下降線をたどり、そして、今日に至る長期不況が始まったのです。89年12月に日本銀行総裁に就任するや、金融引締めを急いだ三重野康は、当初「平成の鬼平」と称賛されましたが、あまりにも急激な金融引締めが、バブルの崩壊と、その後の長期不況の引き金となったことは疑う余地がありません。「超」低金利の長期化でバブルを発生させた政策の失敗もさることながら、バブル発生後のあまりにも短兵急な引締めがバブルを破裂させた責任はそれ以上に重いといわねばなりません。

さて、そろそろ時間も迫ってきましたので、ここいらでまとめにはいりたいと思います。

## むすび

標題に掲げました「中央銀行の独立性」も「国際政策協調」もともに重要な事柄です。「中央銀行の独立性」の重要性は古くから指摘されていたところですが、1970年代、80年代のインフレの経験をふまえて、各国で法的整備が行なわれてきました。とくに、1998年に設立された欧州中央銀行は世界で最も独立性の強い中央銀行とされています。しかし、これまで、中央銀行の独立性という場合、政治とか、行財政当局といった国内における勢力からの独立を意味していました。

一方、国際協調は、第1次世界大戦後に出てきた動きですが、当初は主として資金面での協力でありました。第1次大戦を契機に債務国から一転して債権国になった日本も、こうした国際協力の一翼をにない、初の国際金融機関である国際決済銀行（BIS）の設立にも参画したのであります。そして、BISを舞

台に、第2次大戦後は英ポンド支援などで、中央銀行間の協力が展開されました。こうした国際金融協力は、各国の国内政策にふみ込むことはなく、その点であまり問題が生じなかつたのであります。

ところが、1980年代半ばのプラザ合意、ロンドンのG5、さらにはルーブル合意は、各国の国内政策を束縛することとなり、国際協調と国内均衡つまり国益とがぶつかり合う事態を生み出したわけでありませぬ。国内景気が過熱してくれば、金融を引締めねばなりません、利上げすればドルが暴落する恐れがある、となると利上げも困難になります。

既に、世界第2の経済大国となった日本は他国の利益を犠牲にして、自国の国益だけを追求することは許されませぬ。相互依存関係の深まった今日では、それはかえってマイナスでもあります。やはり、世界全体の経済的厚生を拡大を図ることが重要であります。問題はどのあたりで調整をつけるかでありませぬ。80年代後半の場合、対ドル相場の問題もありましたが、ドイツは、日本より、自国の利益を優先させ、それが結果的にうまくいったといえるでしょう。しかし、日本は反対に、国際協調にウエイトをおき過ぎたため、まずい結果を招いたといえるかもしれませぬ。国際協調という聞こえはいいのですが、見方を変えれば「外圧」と受け取れる場合もあります。そうした折に、中央銀行がいかにして外圧から独立性を守るのか難しいところでしょうが、80年代の経験をもとに、そして、1998年に新日本銀行法が施行され、独立性が強化された訳ですから新生日本銀行は、今後の金融政策運営に当り、ドイツのようにもっと国益にウエイトをおくと同時に、積極的に諸外国を説得して、理解を得る努力をすべきではないでしょうか。

これで、私の最終講義を終わります。ご静聴ありがとうございました。

## 参考文献

1. 石井菜穂子『政策協調の経済学』日本経済新聞社, 1990年
2. 春日井薫「中央銀行」(新庄博ほか編『体系金融大辞典』東洋経済新報社)1996年
3. 片木進「中央銀行の成立史」(館竜一郎編『金融辞典』東洋経済新報社)1994年
4. 清水啓典「国際政策協調と金融政策」(『金融構造研究』第16号)1996年
5. 鈴木淑夫『日本経済の再生』東洋経済新報社, 1992年
6. 『日本の金融政策』岩波新書, 1993年
7. 立脇和夫『改正日銀法』東洋経済新報社, 1998年
8. 「わが国の発券銀行と中央銀行」(『早稲田商学』第397号)2003年6月
9. 立脇和夫ほか編著『国際社会と国際協力』北樹出版, 1990年
10. 西川元彦『中央銀行』東洋経済新報社, 1984年
11. 日本銀行『日本銀行八十年史』1962年
12. 『日本銀行百年史』1983年
13. 『政策委員会金融政策決定会合議事要旨』2000年8月11日開催分
14. 春井久志「欧州中央銀行の最後の貸手機能」(田中素香ほか編『欧州中央銀行制度の金融政策とユーロ』有斐閣)2004年
15. 氷見野良三『BIS規制と日本』金融財政事情研究会, 2003年
16. 三木谷良一ほか編『中央銀行の独立性』東洋経済新報社, 1998年
17. 『日本の金融危機』東洋経済新報社, 2001年
18. Andersson, Mats, *Banking in the Old Town* (CD-Rom) Stockholm, 2004
19. BIS ed., *Eight European Central Banks*, London, 1963
20. , *The BIS and Basle Meeting*, Basle, 1980
21. Beckhard, B. H., *Federal Reserve System* New York, 1972 (矢尾次郎監訳『米連邦準備制度』東洋経済新報社, 1978年)
22. Capie, F., et al, *The Future of Central Banking*, Cambridge, 1994