為替政策と市場介入の政治経済学

バブル崩壊、超円高、通貨・金融危機の九〇年代

加野 忠

この時期には、ソ連崩壊による冷戦構造の瓦解、イラクのフセインにより引き起こされた湾岸戦争などで、国際政治経済や安全保障問題に大きな地殻変動が見られた。冷戦の終了直後の米国外交方針については、やや明確を欠いた新秩序の構築を、国際協調で進めるとか、米国中心でもしくは単独でも進めるとかについて、必ずしも一貫しなかった。それでもかかわらず、湾岸戦争に勝利しても、国内では長引く不況で経済政策への不満が高まり、また外交面では世界各
日米関係もそのような流れに大きく影響されて軸足は安全保障から経済へ移され、同盟関係は激化する経済上の摩擦や対立で危機に直面した。

一一一一海部俊樹とブッシュ（George H.W. Bush）

①三九円〇五銭（八九年八月一〇日）②六〇円一五銭（九九年一月五日）
③一九円八〇銭（九九年四月二二日）④一九円八〇銭（九九年一月八日）

宇野首相がスキャンダルと選挙の敗北の責任をとって在職わずか六八日で退陣したあと、八九年八月の自民党後継総裁選挙で、竹下派が推薦した海部がクリーンなイメージを売り物にして、石原慎太郎らに勝利し、内閣支持率も回復した。

首相就任直後には、ソ連・東欧に体制変革を求める激動の波が次々と押し寄せ、一九九〇年初めにマルタ島で行われた米ソ首脳会談で、冷戦終了の終了が宣言された。日米間では八九年九月から構造改革が行われ、米国は公共投資、税制、流通機構など日本固有のシステム自体を構造的の障壁物として、その変革を要求した。九四年四月に中間報告が合意した。最終合意内容は多岐にわたるが、その中には、日本側の公共投資の大幅な拡大、米側の財政赤字削減があっ

内閣支持率上昇を見せて衆議院を解散し、土井人気による社会党の大幅な議席伸張にかかわらず、九〇年二月の選挙で安定多数を確保した海部首相は、直後のブッシュとの首脳会談で貿易摩擦緩和に最大限の努力を約し、親密な関
係を演出した。

第二次海内兼輔が高い支持率で発足したが、九〇年八月のイラク軍のクーラート侵入、それに対する九一年一月の国際軍による「砂漠の風」作戦の開始とそれに伴う厳しい対日要求で、その立場は大きく揺らぐことになった。イラク侵攻後四週目によく発表した多国籍連合への貢献計画に対して、米下院は在日米軍の段階的撤退を要求する決議案を可決して対日批判を露わにした。これに対して日本政府は多国籍軍への戦費や周辺国援助のための拠出金を四〇億ドルを増額することを検討したが、政府と米国の意見がまとまらず廃案となった。しかし米国は九〇年一月にはさらに増税により九〇億ドルを上積みした。

小選挙区・比例代表並立制導入や政治資金規正強化を通じて政治改革を実現しようとした海部の統投は、党勢が復調して改革熱が冷めた自民党内の支持をえられず、竹下派の主導で宮沢喜一が後継者に選ばれ、九〇年一一月に新内閣が発足した。
宮沢内閣の課題は、前内閣から引継いだP KOと政治改革であった。前それにいては、一二月にP KO法案は衆議院を通過したが、参議院では継続審議となった。九三年、カンボジア和平の進展にともない、同法案を成立させた自衛隊派遣に関する最初のケースとしたい政府は、軍事行動をとまないうP F本体への参加凍結を決意、これに沿った自民三党共同修正案が参議院を通過した。この間、日米関係は大きく揺れ動いた。すでに経済摩擦で悪化していた日本観に、冷戦終了後の国際秩序形成への貢献に不熱心であり、自国の経済的な利益のみを追求するフリーライダーであるというイメージが定着し、湾岸戦争後数ヶ月に至るまで、ジャパン・パッシングが続いた。

しかし九一年の八月革命の失敗にともなう不安定な旧ソ連圏の状況、北朝鮮の核開発疑惑をもぐる朝鮮半島の緊張の高まりなど、ブッシュ政権の対日政策は軌道修正され、九二年一月の訪日は良好な日米関係と新アジア太平洋戦略の必要性が強調される機会と期待する向きもあった。だが二〇〇人の財界人達は、訪日が失敗であったと表明し、それに大統領選挙でのブッシュの共和党の対抗馬であるブキャナンやベローもこれに喝采する始末であった。また首脳会談後の記者会見で宮沢首相が、米国の自動車および部品購入を倍増する公約をしたのは、米国が大変だから日本が努力しているのだと発言、米国記者団の反発をかかったり、その後でも日本の政治家の米国批判の発言が相次ぎ、反日感情の火を注いだ。
九二年の統領選挙では、新政の勝利をもたらしたブッシュが敗北し、クリントンが九三年三月に大統領に就任した。彼は選挙中に、米国経済の衰退に果敢に立ち向かった姿勢を強調し、民主主義の富裕層と政治を批判して当選した。ポスト冷戦時代には、経済的外交政策の中心課題であるとの認識に立ち、米国経済再生を最優先課題とする同政権は、日本の市場開放を強硬に求めることがなる。クリントンは、冷戦時代の日米のパートナーシップは時代遅れであり、日米関係における最大の課題が対日貿易の不均衡問題とし、その改善には円高、日本の景気刺激、米国製造業の生産性向上、分野別に日本の達成すべき市場開発目標を設定する協議が必要だとした。

国内では、佐川急便や大手ゼネコン絡みのスキャンダルで後ろ盾の竹下派が混乱し、選挙制度改革をめぐる対立から、小沢・羽田派の同調で内閣不信任案が可決されて、宮沢首相は衆議院解散を発表した。宮沢首相は、七月二日、東京を訪問し、自民党、民社党、民社党の東京を訪問し、自民党と公明党、民主党が協力を申し上げた。佐川急便という新党が、お互いの拡大を求めて組織を構築しようとするものであった。
三月、政権交代と米国関係再構築の動き

九三年、米国では一月に第二次大戦後のベアーブレーマー世代であり、ボストン冷戦期初のクリントン大統領が誕生

「世代交代」の年であり、「経済の時代」の始まりの年であった。日本では八月に細川護熙を首相とする連立政権が誕生し、戦後五年体制が崩壊、以後めまぐるしい政権交代が続き政治的不安定な時期を迎える。幕開けの政治的空白を埋めるように、経済の停滞、通産省などの国内官僚の影響力が高まった。外交や経済的な問題についての意思決定能力が低下した連立政権の下で、経済官僚主導の日本の経済外交は、国内優先、保護主義の傾向を強める米国の強硬な対日政策と対抗することになった。

一月十四日、細川護熙とクリントン

一月十四日、四〇九五円（九三年八月九日）
二〇四三円六〇銭（九四年四月二八日）
三〇四三円五四銭（九三年八月二〇日に）
四〇四三円五四銭（九三年八月二〇日）

九三年八月に誕生した細川内閣は、三八年代間政権を維持してきた自民党が単独過半数割れした結果出世した。自民党から分裂した新生党を含む七政党と一公派による連立政権であった。細川原第五党である日本新党の実力表現があり、毛並みの良さと、新しいイメージが売りであり、圧倒的な内閣支持率の下に発足した。

九月の国連総会出席の機会に、クリントンと初会合したが、同じ知事出身でもあり意気投合し、日米安全保障関係の税制改革、日米包括経済協議の進展、haven輸入を中心とするガトウ・ウルクアイラウンドへの貢献を米側が求めた。
これに応じて、一月にはコメの部分開放に出合い、長年の懸案事項を解決した。

九四九年二月、包括経済協議進捗状況評価のため、日本長崎会談が行われたが、事務レベルで政府調達、保険市場、自動車、同商品の分野で、客観的根拠と数値目標を巡る対立が解消せず、首脳会談は決裂した。これに対して、米側は直ちに携帯電話メーカーを標的とする制裁をほどこしたが、三月には八十八年の消費税廃止と七％の民税増税新設を表明した。貿易戦争勃発の予兆であった。

それから、九四九年四月二十八日

① 一月、一月、三月、四月、五月

羽田政の根拠は新生の羽田政と、羽田政の統一会派「新統」をつくったため、連立政権から離脱。新党さきがけも閣外協力に転じた。これは小沢一郎新民社が同党に断りなしに衆議院内に

② 九八四〇〇〇円（九四九年四月三日）

川本首相の後継は新生の羽田政となっただけ、社会党は新生民主党、日本新党、民社党が同党に断りなしに衆議院内に

③ 九八四〇〇〇円（九四九年四月三日）

与党の統一会派「新統」をつくったため、連立政権から離脱。新党さきがけも閣外協力に転じた。これには小沢一郎新民主党代表幹事と川本首相が共に説明した。

④ 九八四〇〇〇円（九四九年四月三日）

川本首相は細川内閣の副総理兼外相であったので、日米関係修復を目指して、川本首相と川本会談決定後四月に

撤回するという決断を犯した細川首相は、さらに金銭問題の疑惑を野党に追及されて、四月八日に突如辞任した。在任期間は八ヶ月であった。
年度予算成立直後、総辞職を表明した。社会党連立復帰交渉が不調に終わり、内閣不信任案可決が必至の情勢であったからである。在任わずか五六日であり、戦後三番目の短命内閣であった。

一九四一年三月
村山内閣とクリントン

一九八四年四月
（九四年四月三日）

一九四六年一月
（九六年一月一一日）

一九四六年五月
（九六年五月一日）

一九四六年五月
（九六年五月一日）

一九四九年五月
（九五年四月一九日）

一九四九年五月
（九五年四月一九日）

一九四九年五月
（九五年四月一九日）

四ヶ月にわたり協議は難航したが、九四九年四月には政府調達、保険などの分野で妥協が成立し、一月のジャカルタでの首脳会談で両国間の地球的展望に立った協力が推進する合意がなされた。しかし包括経済協議の優先分野である自動車・同部品については決着せず、米国は通商法三一一条に基づき、自動車補修部品を「不公正貿易慣行」に特定して交渉を継続され緊張が続いた。

九四四年一月の中間選挙で、民主党は敗北した。米国内での保守回帰、外交での失点、大統領選挙における改革
公約柵上げなどが敗因といわれる。そこでクリントンは九六年の大統領選挙を睨み、保守寄りの中道路線へ軌道修正し、財政均衡をめぐり共和党と激突して予算の空白状態が生じ一時は政府機関の一部が閉鎖されるに至った。このような米国の政治状況下、政治的不安定で官僚の影響力が高まる日本に対しとしては「結果重視」の姿勢を強め、日本と協調解を売り込む戦略的な貿易政策を基本としたものである。それを達成するためには、両国間交渉を駆使し、それでも目標を達成できない場合は、十月二八日には地下鉄サリン事件が発生し、社会不安が高まった。加えて九月には沖縄で米兵による少女暴行という事件が発生し、日米安保体制の相違を書き込む大きな事件が発生し、予想されてきたクリントンの訪日が翌年四月まで延期される。一五〇億ドルの日米間の調整は、米側の通商法三〇一条にもとづく制裁リストの発表、それに日本に対する日本側のWTO提訴で緊張が高まったが、九五年七月に玉虫色の妥協で、辛くも衝突を回避した。しかしクリントン政権の対日政策は、結果的にそれなりの効果をもたらした。すなわち対日市場開放要求について
は、コメ市場開放を実現し、建設計画を加速させた。自動車分野では、米国自動車産業が活発化を促進した。しかし、半導体分野で米国は首位の座を失った。したがって、自動車や半導体などの対米輸出を増加させ、日本の成長を促進した。

丸山首相は九六年初頭に退陣を表明した。九五年の参議院選挙で連立政権が、九四年末に新生党、日本新党、自民党、自民党の脱党組が公明新党などで結成された新進党に敗北し、特に社会党が修復を期したからである。半年もしくは一年を経た後、自社芸連立政権は、社会党、公明新党、自民党の連立政権が成立した。

八〇年代半ばから経済摩擦が顕著となった。日米間の緊張関係は、これに対しては、冷静な経済学的な議論より、日本市場の関連性や輸出主導による経済成長を図ろうとする日本の経済政策が反映され、通商政策への反発が米国側に目立った。佐藤二郎は以下のように、日米関係の変化をもたらした役割を果たした。

キープに過ぎないという。その背景は、九〇年以降、日米間の貿易、経常収支不均衡が急速に拡大したことである。この緊張は、通商政策への反発が米国側に目立った。佐藤二郎は以下のように、日米間の貿易、経常収支不均衡が急速に拡大したことである。この緊張は、通商政策への反発が米国側に目立った。
冷戦中、歴代の政権は共産圏を封じ込め、西側の結束を維持するという外交目標で一貫しており、対外経済問題が外交に従属し国内政治化するとは少なかった。しかし米国産業の競争力低下とともに、次第に保護主義勢力が力を強めた。

ベトナム戦争やウオーターゲート事件を契機に、外交における大統領の権限に制約が加えられ、対外政策分野でも率を弱める結果となった。また委員会活動の公開を進めると「サンシャイン」規制が設けられ、利益集団の提案に対して委員たちが反対し難くなるという状況が生まれた。

③ 米国の貿易政策の変化
第二次大戦後、米国は外国製品に市場を開放し、各国の経済再建に貢献したが、六〇年代後半以降、貿易・経常収支不均衡を正し国内の保護主義を押さえるために貿易相手国に市場開放を要するようになった。相手国からの実質的な市場開放を勝ち取り、対外不均衡を正すための結果を得るのには容易でなく、また先端技術促進分野では、米国の威信や国益も絡むので、貿易不均衡問題は急速に政治化した。自由貿易推進派は、自らの政治的基盤を維持するためには、相互の保護主義的な姿勢が強まった。

④ クリントン政権の対外経済政策「国内経済の再生」を最優先する同政権は、連邦政府の財政赤字問題に取り組むとともに、輸出拡大を通じて国内
産業による雇用を創出するために貿易黒字国、特に日本に対して強硬な姿勢をとることになった。
これまで大統領経済諮問委員会、財務省、国務省などが自由貿易擁護の立場をとる中で、対外経済政策が形成されてきた。しかしタイソン（Laura Tyson）大統領経済諮問委員長が米国に重要な先端技術産業を保護するために「攻撃的単独主義」の必要性を説いているように、強硬派の違いはなくなった。

九三年四月の日米首脳会談とその後の協議で、九四年二月の首脳会談までに、優先分野として政府調達、保険、自動車、同部品等の問題で解決を図ることを決めた。議会の保護主義的な立法の続出を回避するために、結果重視の貿易政策にコミットし市場開放を具体的に計測可能な長期付き対日交渉を推進するクリントン政権は、価値目標設定でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制されることに対する対日集中攻撃が幸くも避けられたのは、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと、早期に日米フレームワーク協議を設定したこと、行政措置でスーパー三〇一条を活用してより強硬な動きを牽制したこと。
一九一年の状況

年初はイラクのクウェートからの撤退期限近くで緊張する中东情勢やソ連によるバルト三国への軍事行動などでドル円相場は一三円台でスタートし、一月一日、湾岸地域での戦闘開始報道直後には一三八円をつけた。その後マーケット高がつられた一三七円台をつけたが、二月に湾岸戦争が終結し、米国政権早期回復期待、ソ連情勢の不安、もあってドル買いが続き、三月末には一四円台をつけた。ドルは五月も強く、本邦当局は五月一三日に一三九円の円買いドル売り介入を行った。六月二一日には、円は年間安定値の一四円、一〇五円をつけた。日本の金融市場や銀行システムへの不安が原因である。本邦当局は六月一〇日と三日に各々一三九円、一二三円円の円買いドル売り介入を実施した。六月二三日のロンドンG7で、必要なら為替市場で協調行動をとることが再確認され、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。二月には日本が国際支払制度拡大傾向を材料に円を高めたが、ドルへの高値警戒感が台頭した。
二二九二年の状況

二二四円台をつけて始まったドル円相場は、ブッシュ大統領訪日を控え日米当局が円高容認するとの思惑から一時円が

日米当局は協調して、各六三億円、五○○○万ドルのドル売り円買い介入を実施した。二月一日と二日に、

米当局は一億ドルと五○○○万ドルのドル売り円買い介入を行った。結局本邦当局は、三月までに二四八億円の円買い

が調整プロセスに貢献しないとの共通の懸念が表明されたことや、本邦金融機関の海外投資回収の動きもあり、その

後円は強含む展開となった。ドルは米国経済の予想を下回る経済指標や欧州との金利差拡大、さらには本邦当局の

続的なドル売り介入で下落した。

六月二日にデンマークがマーストリヒト条約批准を拒否したことや、米国の財政・金融政策の収斂が困難との見方

がで、独への資金流動が増大しマルク買いが強まった。しかし本邦経済の脆弱性を反映した株価下落の継続もあっ

て、対円ではドルは対マルクほど下落しなかった。四月月の介入額は、五八五万円であった。

七月のG7では特にドル支援の動きなく、その後ブレダンクが公定歩合を引き上げ、対欧州通貨でドルは下

げ足を早めた。そこで七月二日に、米当局は欧州と協調して一億七○○○万ドルのドル売り円買い介入を実施し

た結果、ドルの下落を一時止めた。しかし本邦当局はこれには参加せず、七月下旬から八月上旬に六三八円

のドル売り円買い介入を実施した。
ことや、日経平均株価が年初来安値を更新したことでもあって、七月上旬から八月上旬には円安になり、一時二八円台をつけて、低調な米経済指標を反映してドルが急落したので、米当局は八月七日と一日に合計六億ドルのドル買いを実施した。しかし本邦当局はそれぞれ二八億円、二三億円のドル売り円買い介入を行った。ドル安とマルク高は止まらず、二一、二四両日に米当局は再び五億ドルのドル買いマルク売り行ったが、マルク高を止められず、以後介入を停止した。本邦当局はこれに参加しなかった。円は八月末に発表された最終経済対策が好影響を及ぼす。再入って海外投資の回収もあって一八円台をつくった。一月の大統領選挙後、クリントン政権が財政刺激政策をとるにによる海外投資の回収もあって一八円台をつくった。一月の大統領選挙後、クリントン政権が財政刺激政策をとるにによる海外投資の回収もあって一八円台をつくった。
日米間の貿易交渉の難航、予想を上回る米貿易赤字などを受けて、円はさらに上昇した。米当局は、五月二十七、二十八日と六月八日に、それぞれ三億ドル、四億九千万ドル、三億七千五百万ドルのドル買い円売りを実施した。八月二十八日に一円九五円に戻した。七月は、一円四円台戻り、一時一円五円再戻し、一円九五円に戻した。八月は、一円五円でスタートしたが、本邦貿易黒字の急増、ERM参加国通貨の変動幅をマップ・ギルダーを除き二・三・五％から一・五％拡大を余儀なくされる欧州通貨情勢の緊張などを背景に逃避先通貨としての円買いであって一日の東京市場で一気に一・〇円台をつくった。しかし高値警戒感や利食い売りの高まり、協調介入の噂やサマーはドルが反発一・四円台戻り、最終戦果、一・五％。米景気回復や要人の発言に敏感に対応する神経質な展開の中で円は軟調に推移した。一〇月を沖、二〇月台となった。一月も、日本経済の停滞、日米金利差の拡大、日本のマネー・サプライの低迷などでドルが支え
それ、年中には一〇〇円台で終了した。

二一四九四年の状況

年初一〇円を挟んで推移したドルは、本邦政局の混迷や日米包括協議における米国側の不満表明などか背景に弱含み、月末、政治改革法案成立に伴う日経平均株価の大幅回復もあって一〇八円台前半まで下落した。二月中旬の日米両政府の核会談が決裂し、クリントン大統領が会談後の記者会見で在日米軍を必要ないと発言したことなどと、日円市場でのドル歩きが弱含んで一〇一円台へ下落した。三月のドル円相場は一時一〇六円台を付ける場面もあったが、米国の危機、移動電話市場開放を巡るホワイトハウスによる疑惑が影を落とした米国証券市場の下落、対日証券投資の増大などで弱含んで一〇二円台前半まで下落し、二月半ばから三月末まで本邦当局によるドル買い介入が続き、ドルは一四〜二四円が売られた。

四月八日に細川首相が突如辞任し日米貿易摩擦解消の可能性が遠のき、内需刺激策が市場開放を巡る日米交渉の推移が急になるため、ドル安操作が難しいとの見方に市場に広まった。一〇五円台をつけたドル円相場は、ペンジャーム財務長官の「日本市場開放のためのドル安操作はしていない」との報道や四月下旬のG7での為替相場安定に関する合意の再確認にもかかわらず弱含み、ドル安が米債券市場に悪影響を及ぼすとの懸念で債券価格が急落、ドル円相場も月末近くには一〇一〜四円に銭まで下落した。このような状況に対応すべく、四月二九日には、米当局は対マルクで五億ドル、対円で二億ドルのドル買い介入を実施した。当日本邦当局も中一〇日目となる五〇六億円相当のドル買い介入を行った。介入後ドル円相
場は落ち着きを取り戻し、一定円五円で越月した。

五月四日、米当局は為替市場の動きは経済ファンドメンタルズを逸脱しているとのべんツェン財務長官の声明とともに、対マルクで七円五○○円ドル、対円で五円ドル買い介入を行った。本邦当局は二、三、四日連続で合計八二四億円相当のドル買い介入を実施し一定円三円を割り込んだ。その後は各国中銀が金利を引き続き引き上げるとの観測や、海外が市場の懸念を払拭するためにの懸念的な買い、三重野日銀総裁、ディートマイヤー（Hans Helmeyer）独連銀総裁らの介入効果に見せた懸念的な発言、日米貿易不調の場合制裁措置の辞さとの米政府高官の発言もあって二二日には一定円三円を割り込むこととなった。米当局は二四日に他の一六ヶ国と協調介入を実施し、対マルクで九億円四万ドル、対円で六億円一万円ドル買い介入した。本邦当局もすでに当月は二四日に他の一六ヶ国と協調介入を実施し、対マルクで九億円四万ドル、対円で六億円一万円ドル買い介入した。ニッパの流動政策推進の見通しを不透明にするとの見方が強く出たが、九八円半ばで越月した。四六日の本邦当局によるドル買い円売り介入は一九八円三円で行われたが、いくら高が進み一九八円三円の既往最高値を付けても、九八円半ばで越月した。
八月のドル円相場は日米包括協議、政府調達分野交渉の難航を映して九円台後半に弱含んで始まったが、ベンツェン財務長官がドル円相場を通商上の武器としないと発言したことや、米利上げ決定もあって、一六日には一円台を突きつけたものの、クリントン政権への不安などを背景にドルはじり安となった後、米証券市場の堅調で一円台半を拡大したことで、九月半ばにはドル円相場は九円台をつけて、九月には一円台半まで戻った。七月には、三四〇億円の円売り・ドル買い介入が実施された。

一〇月は九八円台半で始まったドル円相場は、日米包括協議の結果や米債券市場の堅調、イラク情勢の沈静化や独選挙でのコール政権の浮橋が無かったため、一円台半を示す。さらに一〇月の対日貿易赤字の予想外の拡大、ベンツェン財務長官の介入否定的な発言などを受け、ドルは全面安の展開となり、一円台半での戻りを見せた。

債券・株式市場の下落で一〇月には九六円一銭をつけた。同時にベンツェン財務長官はドルの動向が投資主導で回復している米経済の経済ファンドメンタルズと非整合法的であり、強いドルはインフレ圧力を減らし米国の生活水準を上げ、投資を促進すると声明し、ディートマイヤー独連銀総裁もこれを歓迎した。翌三日、ドルは九七円半で再び買われ出し、九々円台半までの戻りを見せた。
一〇五七億円、三月に四九一億円のドル買い介入を行った。このような動きとともに米金融引締め観測も高まりドルは反発、中間選挙での共和党圧勝にもかわらず、予想を超えるニ・ニ・ニ・ニ・ニの公定歩合引上げもあって内外金利差拡大を材料に九九円台後半へ強含んだ。
二月においては米帰還統計改善で追加利上げ期待が高まり、また米債券・株式相場が堅調でドルが買いわれ一時一〇〇円台後半まで強含んだものの、加州オレゴン郡がデリバティブ取引で失敗との報道やレポンプ・ベッサの切り下げ報道などで上下動し、結局九九円台後半で越年した。当月は当局の市場介入は行われなかった。

二五一九五〇年は、九九円台後半で始まり米利上げ観測やロシア情勢緊迫化を背景に一〇〇円台半ばに回復した後九九円台ヘ軟化、メキシコ支援の進捗を受けてドルが買い戻され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半ばで一月を終えた。大雪災により、三〇兆円ともいわれる巨大な社会資本が破壊され、九九円台半
三月初め、九六円台半ばで始まったドル円相場は、F.R.B理事会でドル安を懸念せずと発言したことやメキシコ情勢の不透明で九四円台後半へ弱含んだ二日、欧州中銀と協調して米当局は対マルクと対円で各三億ドルの買い介入を実施した。翌三日にも三カ国の通貨当局ともに再びドルを支える介入を行い、対マルクで四億円、対円で三億円のドルを買い入れた。ルービン財務長官は同日、強いドルが利益だと声明した。本邦当局は、二月日中からドル買い介入を継続してきたが、三月二三日には各四三億円、一○八六円のドルを買い入れた。

しかし大規模なドル買い介入にかかわらず、二月中は円高圧力が続いた。欧州通貨不安にともなうマルク高に加え、米財務長官が介入効果への疑念をもつとの報道もあって八八円七五銭の新値を付けた。その後、F.R.B議長がドル安を懸念したことで三月三円台に戻したものの、米利下げ観測の後退、米財政赤字拡大、年度末を控えた本邦金融機関の海外投資の回収、アジア諸国の中銀の外債準備再構成の動きともなうドル売りや円債務のヘッジの動きなどでドル売り需要が強まり、八七円台に下落した。その後予想外の独利下げなどで一時九○円台を回復したものの、日銀がコール利下げの動きで一時九六円台を越月四月は八六円台半ばで始まったドル円相場は、カントー通商代表が日本を通貨協調で政策の失敗を補えないと発言したとの報道、アジア諸国の中銀がドルを売却しているとの噂などで下落した。八六円五○銭に落ち込む三日に、米当局はアジア市場で五億ドル買いを実施した。本邦当局も協調介入し、一五億円相当のドル買いを行い、ドルは一時上昇したものの、ニューヨーク市場が開けたときに元へ戻った。ルービン財務長官は強く安定したドルを実現するためファンドメンタルズを強化すると発言し、米通貨当局も対マルクで七億円、対円で三億円のドルを買い入れた。
四月五日、ドル円相場が八六円の時に米当局は日独当局と協調介入した。当日の本邦当局のドル買い額は、四三億円であった。しか同日のドル相場は一時八六円半ばへ強含んだものの、終わり値は寄り付けと殆ど変わらなかった。今や円高が日本経済に内在する構造問題の兆候と市場関係者に見るようになったもう四月一日の『緊急円高・経済対策』で発表や公定歩合引下げ（二・七五％↓）などで一時的なドル反発の場面もあったが、『対策』が具体性に乏しいこと、日米自動車・部品交渉が不調に終わったことなどを受けけて一九日の東京市場では七九円七五円の最高値をつけた。二月の米貿易赤字の狭小化や底値感などからドルが買い戻されても四四円台まで回復したが、ドル円相場の下落は日米の国内問題が原因とし、クリントン大統領発言報道などで八一円台半まで下落したものの、ドルを反転させるとの発言がみられた。本邦当局も四三億円のドル買いを実施した。ドルは反発し八五円四〇銭を付けた後、八四円四〇銭で終わった。
五〇億円相当のドル買い円売り介入を実施した。六月一日の四三〇億円のドル買い円売りは、桜原新国際金融局長の下で行われた最初の介入である。八四円台後半でスタートした七月のドル相場は、七日の日銀による短期金利の低め誘導の実施で八七円〇五円をつくったが、日米協調介入により、米当局は三億三〇万ドル、本邦当局は七億九〇億円のドル買い介入を行った。それが見逃されないよう、米株式・債券相場の堅調などを背景として八八円四五箇円で取引を終えた。

大蔵省の「円高理由のための海外投資促進対策について」や日米協調介入実施報道で八月初めの八七円台半ばで始まったドル相場は二日に九一円二七箇円をつけてが、日米協調介入が行われてさらに上昇した。米当局のドル買いを引き続き、本邦当局は六七月七億円相当のドルを買った。このような協調行動は市場期待の変化を生み出し、市場のリーズ・アンド・ラッグズの修正も誘いドルは上昇した。ドルは一時軟化する場面もあったが、日銀の利下げ観測、本津信用組合、兵庫銀行の経営破綻などの報道で円売り加増し、月末には一時九九円四〇円をつけてが利食いのドル売りで軟化し、九七円台半ばで越月した。

九七円台前半で始まった九月のドル相場は、本邦国際収支黒字幅縮小、八日日銀の利下げ（八〇・五％）に伴ってから軟化する傾向が見られ、八九円台後半で八八円五〇円を越え、九〇円台まで上昇した。
本邦当局によるドル買い介入（六、八日）に続き二次四億円、八五七六億円、などで一〇〇円台前半をつけた。本邦投
資家による外債投資の動きでドル買いが強まり、年初来高値の一〇〇円台前半を超えると、損切りのドル買いが加速し
て一〇〇円台前半を跳ねた。米国債券相場は、一〇〇円台後半で軟化したものの、月末にはメキシコ債の落ち着きなどが
ドル買いに戻され、対マルクでは円売りもあって一〇〇円台で終わった。
一〇〇円台前半でスタートしたドル円相場は、米利下げ観測が高まり、メキシコ・ペソの下落、マルク円の下落、
ドル円の下落が続いている。九九円台に一〇〇円台のレンジの取引が続き、メキシコ・ペソ、ロシアの下落、ドル円の下落
に加え、米政府機関の一階関係者でドル買いが強く、米国債信用圧力の発表によりドル売りが始まった。この為、ドル
まずは一〇〇円台で急上昇した。なお、FOMCで金融緩和が見送られたことなどからドルは反転、一〇〇円台で上昇し、
ドル、マルク上昇に連
れて対円でも一〇〇円台に上昇して取引を終えた。
○一月後半で始まった一月のドル円相場は、米財政協議の行方を巡る思惑、本邦資本想のドル買い意欲、ドル・マルク相場の動向などの影響の下で、一月中台前線に一剣三円台の間を変動し、年末には一月台円の円売り、ショート・カバーのドル買いなどで一月円台に跳ね上る。一月は本邦当局の市場介入はなかった。

三九〇年代前半の超円高とマクロ政策の評価

三〇一超円高の経済学的説明

九〇年代前半の円高は、戦後の第四回目にあたり、九〇年四月の「ドル六〇円三五錢」を底に、九五年四月一九円の七九円七五錢と、ほぼ円の価値は倍加した。この急激な円高は、バブル崩壊による深刻な景気後退、資産デフレ、不振債権問題、そして阪神淡路大震災の中で進行した。標準的な経済学では、これをどのように説明できるのであろうか。河合二九五一は、このような異常な円高が名目的に実質的にも生じた背景を以下のように説明している。

名目為替相場は資産価格の一つであり、資産ストックの需要と供給が一致するように決まる。代表的資産である通貨や内外債券の需給に影響するのは、各資産残高、内外金利、将来の為替相場に関する予想変化率などである。経常収支の黒字が持続すれば、市場に供給されるドル建て債券残高が増大する。ドル建て債券と円建て債券が完全に代替資産と仮定すれば、総資産残高の円建て評価額が当初の水準に維持されるために、ドル建て債券の増大を相殺する。
する円高が発生することになる。

(2) 内外資産が不完全代替的と仮定した場合

現実には為替リスクが存在し、内外資産を同質と見ることはできない。リスク回避的な日本の投資家が、為替リスクを伴うドル建て資産を選択するには、その期待収益率が、円建て資産のそれを十分に上回る必要がある。その差がリスクリスク・プレミアムである。日本の経常黒字累増で、日本の投資家の保有する総資産中のドル建て資産の比率が増大する。そこで投資家はドル建て資産保有により高いリスク・プレミアムを要求すると円高ドル安となる。これ以上ドルルール安ならないという予想が形成されれば、ドル建て資産の期待収益率を引上げて、それを保有する誘因を高めるか、実質ポートフォリオで決まる。実質円高要因としては、①不十分な日本の金融緩和政策、②ドル資産保有に対するリスクプレミアム上昇という資産市場要因、③拡張的な財政政策、④エネルギー価格の低下など交易条件の改善という実物的な

（3）非合理的心理や行動の影響

資産市場では投資家の思惑や心理が重要な役割を果すことがある。経済の基礎的手段を考慮して、あまり重要でない材料に基づいて予想をたてたり、群集心理に取り付かれ行動する投資家が大勢を占めると、為替相場は大きく変動するであろう。投資家の思惑や心理が時として非合理的であるのは、日米経済摩擦が円高要因にも、円安要因にも働いたことでもわかる。
財市場要因が指摘されている。ただし、八〇年代に円高をもたらした製造業の生産性向上は、これの期には存在したのだろう。以下に述べる。

（１）日米金融政策スタンスの相違
日銀は九一年に景気後退に対応して金融緩和に転じ、九五年四月まで七次にわたる公定歩合引下げを行った。
しかし、金融緩和は十分でなく、九〇年代を通じてマネープライが伸びは急減、実質ベースでは日本の短期利払いが米国を上回った。これに対して米国は九〇年代を通じて米国金融機関のブランシュ調整を九三年頃にまで終わらせて、以後の景気拡大につなげた。

（２）日米対外純資産ポジションの対照的動き
八〇年代半ばから持続的に進行した日本の経常収支黒字と米国の赤字に対するドル建て資産保有に対するリスク・プレミアム上昇は、日本を経済的に表現した日本の資産保有に比べると、有利な状況に立っている。このため、米国当局は予防的な引続め政策に転じたが、
九五年四月、ワシントンG7で更なる金利引き上げを拒み、円の上昇圧力が強まった。

（３）財政拡張による高水準の実質金利
パブル崩壊後の深刻な不況に対応するため、九〇年代以降、総額四五兆円にのぼる公共事業などを含む拡張政策が打たれた。これに伴い、九〇年代に比べ生保における外資保有が激減していることを指摘している。
スはマネドール・フレミング理論通り、九五年までの円高の原因となったのである。

（4）エネルギー価格低下などによる交易条件の改善

ムサラインメントは正の必要性

実質為替相場が、国内均衡と対外均衡に対して整合的である水準（マクロバランス・レート）から、長期間にわたる乖離する現象をムサラインメントと呼ぶ。国内均衡とは物価が安定し完全雇用にある状態であり、対外均衡とは、完全雇用下の貯蓄・投資バランスと一致する経常収支がつくり出されている状態である。ムサラインメントの構造に非致命的な影響をもたらす可能性がある（ヒステリスク現象）ので、不必要な生産要素・資源の産業間移動、国際移動が生じ、無用な調整コストがかかりやすい。このように状況では、適切なマクロ政策で実質為替相場と国内需要の変化を促し、ムサラインメントを除くことが望ましい。

九〇年代前半のレギノミックス下で見られた実質ドル高のようなムサラインメントが続くと、個別企業や産業の需要の変化を促し、ムサラインメントの構造調整と高度化を促すにしても、実質円相場が悪影響の、構造的な水準を越えて急激に上昇する。
三二一年拡張的な財政政策は不透明な金融政策を必要とする。九二三年以降の総額四兆円によう財政拡張にかかわらず円高が進んだのは、実効性のある金融緩和政策がとられなかったからである。
野口三〇三〇は、急激な円高が進むと、輸出企業の為替リスクを増大させ収益を不安定化させ調整コストがかかりつつある。
円高が徐々に下がると、日銀の価格政策を引き下げた後からだと指摘している。
日銀は利下げを緩めたのは、日銀の独立性確保の観点から大蔵省の利下げ要請に拒否反応があり、九四年末に見通しにみなかったと報じられている。
市場参加者は、日銀が容易に金融緩和しないと予想し、むしろ円買いを加速したのである。
は、金融政策の変更を伴う国際的政策協調の下で、為替市場への協調介入が必要であった。

九〇年代後半の為替市場介入が有効であったか否かについては、幾つかの実証研究があるが、介入の効果については、市場環境が介入を成功させそうなのですどのように実行するとトレーダーは見ているとする。また介入と見なされた取引を増大する効果があると分析している。

九〇年代後半の為替市場介入が有効であったか否かについては、幾つかの実証研究があるが、介入の効果については、市場環境が介入を成功させそうなのですどのように実行するとトレーダーは見ているとする。また介入と見なされた取引を増大する効果があると分析している。
ヨンを変えるような情報をつけ、市場にサプライズを与えるようなやり方で市場の不安定な動きを止めることが必要だとして介入の頻度を減らし、一時に大量の介入資金を投入して超円高を是正する戦略に転換した。四〇年代後半の日米関係

四〇年代後半の日米関係

一期クリントン政権の対日政策は安全保障より経済を重視した結果、経済摩擦が強まり日米関係は悪化した。し

一〇四円八二銭（九六年一月一日）
二〇四円八二銭（九六年二月一日）
三〇三円九銭（九六年二月二日）
四〇四円八二銭（九六年三月三〇日）

橋本龍太郎とクリントン

第一次橋本内閣

第一次橋本内閣

橋本内閣が直面した緊急課題の一つは、脆弱化した金融システムへの対応であった。九五年にワシントン会議で金融機関の破

綻が相次ぎ、また住宅金融専門会社の不良債権処理で財政資金融入の可否を巡る論議が大きな政治問題となった。さ
な、大和銀行ニューヨーク支店における米国債不正取引にかかわる巨額損失事件が発覚し、米国から全面撤退を余儀なくされたことも、日本の金融行政への内外の不信感を高めた。日本の金融システムの脆弱性は単に国内問題ではなく、相互依存を深めている米国にとっても重大な関心事であり、米金融当局や議会でも論議が高まった。

「今ひとつの重大な問題は、安全保障問題であった。九四年的北朝鮮の核疑問を巡る緊張が高まり、九五年的南海群島問題の再燃、同年夏から九六年三月にかけての台湾周辺での日本の戦案ジとの対立が激化した。その中で日米関係が沖縄での少女暴行事件などで動揺した。これにどう対応するか、日本の安全保障上の環境が劇変した。米国側も大統領選挙を控え、対日経済外交でそれなりの成果を得たので、次に安全保障問題においても実績をあげることが重要であった。

九六年四月、日米両首脳は「日米安全保障共同宣言」で、日米安全保障関係が一九九二年に向けたアジア太平洋の平和を保つために、日米両国が結成された連立の基盤が弱まった。これにどう対応するか、日本の安全保障の観点から、自民党は日米有信義和社民党は現状維持、社会党は議席を半減した。自民党は、「社会党」、「きょうがけに連立政権を組むが、安全保障問題で意見が分かれ、両党は閣外協力の形をとった。

九六年十一月に発足した橋本内閣は、行政、財政構造、社会保障、地方分権、金融に教育を加えた六大改革を打つ。
出し、特に財政構造改革を重視した。また金融改革については、英国にならった金融ビッグ・バンという名前が人口に膿然した。外政では対米関係の打開を目指した。しかし一月ごろから表面化した金融危機は深刻化の一途をたどり、さらにアジア通貨危機が追い討ちをかけて経済は戦後最悪の不況に突入する。一方米国では大統領選挙が行われ、九七年四月、橋本・クリントン会談が行われて、日米安保共同宣言の内容再確認するとともに、一気防衛協力のための指針（ガイドライン）の見直し作業を急ぐことを合意した。その成果が九月に発表され、平素から行う協力、ゲリラやミサイル攻撃を含む対日武力攻撃に際しての対処行動などが国力としての役割や協力、調整のある方の大枠と方向性を示した。経済問題については、経済成長の三分野における御国の役割や協力、調整のあり方の大枠と方向性を示した。選挙後に経済成長の三分野における御国の役割や協力、調整のあり方の大枠と方向性を示した。選挙後に経済成長の三分野における御国の役割や協力、調整のあり方の大枠と方向性を示した。選挙後に経済成長の三分野における御国の役割や協力、調整のあり方の大枠と方向性を示した。選挙後に経済成長の三分野における御国の役割や協力、調整のあり方の大枠と方向性を示した。
ムの脆弱性を抱えながらも積極的に外資導入を図り、かつ高金利を享受できたのであるが、経常収支が黒字になり国内のインフレが進むにつれ、アジア通貨売
り・ドル買いが急速に膨らみ、通貨危機がアジア諸国に伝播し金融危機、そして経済危機を招くに至った。特に韓国、
タイ、インドネシアでは経済が破綻しIMFや日本などの救済を受けるに至った。
このように通貨危機が経済危機、ひいてはインドネシアのように政治危機を起こしたのは、多分にアジア各国それ
でもの事情を無視したIMFの経済再建の処方箋に責任があるが、米国では安全保障上の懸念が高まり、クリントン
政権内や議会では誤った日本の経済政策によるものとする「日本悪玉論」が高まった。 }
九八七年七月に行われた参議院選挙で、自民党は改選議席を六一から四六議席へと大幅に減らした。主に大蔵官僚の
シナリオに沿って橋本首相が意欲的に財政・金融面での改革を進めたのが結果的に、敗北の原因をもたらしたといえ
る。
九七年一月には大手金融機関が相次いで破綻、経済危機打開のために積極的な財政支出を求める声が高まった
が、橋本は自ら推進する改革を挫折させることを躊躇し、財政構造改革法的理念を守ることに固執した。また四月か
について総合的に把握できなかった橋本は、参議院選挙参戦の責任をとった退陣。経済危機の進行で改革路線は挫折し
た。
四二
小渕恵三とクリントン

二六日

一四三〇円八〇銭（九八〇年七月三〇日）

一四七〇円六〇銭（九八〇年八月一〇日）

九八〇年七月に誕生した小渕内閣は、選挙前に社民、さきがけとの協力体制を解消したので、衆参両院で少数政権を発足した。

一〇四〇円八〇銭（九八〇年四月五日）

一〇一〇円三〇銭（九九〇年一〇月）

政権は「経済再生」を目標とし、大幅な公共事業の拡大を表明するとともに、金融危機への緊急な対応が必要となった。日本経済の好調などを背景に比較的平穏であった。もちろん、米国に日本の核地図拡大を求める動きがあった。
九〇年代後半の為替市場の動向

五十一九六年の状況

近年市場では、日米貿易不均衡の縮小、内需の回復、再投資の高まり、輸出品の景気の改善等により為替市場は安定化に向かっている。特にドルの高値を持ち続ける一方で、円は相対的に安定している。市場の動向を読み解くためには、経済の動向を把握することが重要である。

調査の結果、為替市場の動向は以下の傾向を示している。

1. 日米貿易不均衡の縮小
2. 内需の回復
3. 再投資の高まり
4. 輸出品の景気の改善

これらの動向は為替市場の動向を把握するうえで重要である。今後もこのような動向が続くことを期待している。
のくとの思惑から米債券市場は急落、久保蔵相の低金利政策への批判もあって、海外筋の仕掛け的なドル売りや円シングル・ポジション巣を余儀なくされる動きがドルの下値を切り下げる展開となり、これに対して三月一日から月末まで本邦当局は一兆、六兆円に及ぶドル売り介入を実施、一〇五円二五銭で越月した。

三月初めに一〇五四円前半でスタートしたドル円相場は、期待を下回る日銀短観結果、本邦機関投資家のドル買い、ドル・マルクの上昇で一〇六円台前半をつづけた。月央には利食いや本邦輸出筋のドル売り、ルピーのドル高は国益発言で二三日には一〇七円二〇銭へ上昇し、中台緊張を材料としたドル・ロング筋の調整、独政策金利揚げ置きを受けたドル・マルク下落につれて一〇六円近辺へ下げたものの、ヘッジ済み本邦輸出筋の新規ドル売りの減少など、デルは底堅く、一〇七円二五銭で取引を終えた。三月には市場介入は実施されなかった。

四月のドル円相場は一〇七円台半ばで始まったが、本邦金融機関の経営破綻報道を受けけての円金利の低め安定期待で一〇四円八銭まで軟化の場面もありましたが、米資本市場の軟調、マルク・円の下落、日銀金利引上げが観測などを受けた報道などで一〇九円二銭をつけた。その後円安が貿易摩擦を呼ぶとの懸念もあって一〇七円五銭まで下げ再雇用統計発表を受けて軟化する場面もあったが、円金利低く安定縦続の思惑、資金運用部による国債買い切りオペ再開の報道などで一〇九円七二銭をつけた。その後円安が貿易摩擦を呼ぶとの懸念もあって一〇七円五銭まで下げ再
七月のドル円相場は、一〇円台後半から始まり、クロス円での円売りや本邦財界首脳の円安待望発言、久保蔵相の円安容認発言、金融政策スタンス不変と受け止められた日銀総裁発言、強めの米雇用統計を受けた利上げ観測などで一〇円台で底堅く推移した。早期利上げ観測が台頭、米株式の大幅下落などで八円九〇銭で下落し、邦本早期利上げ観測後退などでドル買い戻しで一〇八円台後半を回復したものの、一〇六円八〇銭で終了した。

一〇六円台後半で始まった八月のドル円相場はクロス円の円買いなどで一〇六円三〇銭を付けた後反転、日銀短期総裁のドル高支持発言、米利上げ観測台頭、株式・債券相場上昇などで八円九〇銭で市場予測を下回ったことや株価下落で利上げ金利観測が後退したことや独連銀総裁のドル・サポート発言もあり一〇八円九〇銭で越月した。

九月初め、ドル円相場は一〇九円近辺で始まったが、米軍のイラク攻撃開始報道やFRB利上げ観測記事などを材料に三日には一〇九円四〇銭へ上昇、本邦輸出筋のドル売りで下げる場面もあったものの、ティートマイヤー独連銀総裁のドル支持発言、米利上げ観測台頭、株式・債券相場上昇などで一〇九円八〇銭に下落した後反転、月末には本邦資本筋のドル買い、オプション経みのストップ・ロスが出たことなどで本年最高値の一〇一〇円三〇銭を付けた後、一〇一〇円五〇銭で取引を終了した。

G7がドル高歓迎姿勢を維持したこと、日本の金融システムの不安や本邦資本筋の外債投資を見込んだドル買いの動きで、一〇月初めの一〇一〇円前半から三日には一〇一〇円台にのせた後、ポジション調整のドル売りなどで一〇〇円台に戻った。
円台後半を付ける場面があったが、本邦総選挙の結果を受けけて当面の低金利持続観測から一円円を窓う展開となった。米当局者のドル高懸念表明報道で一旦下落したドルは、報道が打ち消されるとドルの上値を試す展開となりストップロスのドル買いも巻き込みで二九日には一四円九二銭まで上昇し、一時的な软化もあったが一四円一〇銭で越月した。

一三円台後半でスタートした二月のドル円相場は、EU首脳会議での「安定化協定」に関する合意成立を受けアジア経済の市場の円安対策を慎重に進めており、これに反応し、オーガスト・ロスのドル買いを狙う仕掛けのドル買いを混ぜて売り取り続けた。三月以降、ドル・マルクは一四円六銭を下落したものの、その後自動車会社の首脳発言、日米貿易交渉の結果、ドルは高水準の資本流出の材料でドルは堅調に推移し一三八五銭まで上昇した。

一五円台を越えるが、大晦日にはドル・マルク安。米債券、株式相場下落を受けて一五八五銭まで越年した。
四円九〇銭まで反落したが、ルービンやディートマイヤーなどのドル高支持発言、マルクス売りの継続などでドル買い安心感が高まり二四日には一〜二円〇銭まで急伸、その後介入警戒感や利食いのドル売りにもかかわらず二九日には一〜二円七五銭をつけて、この水準ではドル警戒感も高まり、一〜二円三五銭で取引を終えた。

二月は二〜一円単位でスタートし一〜二四円台に上昇したドル円相場は、ベルリンで開かれたG7でドル円相場は、強い米経済指標と金融不安を抱える日本経済を受けての日米金利差拡大の懸念を示すパシフィック（Charlene Barsheisky）USTR代表発言などでドルの売り買いが進む。

三月のドル円相場は、一〜二三円台半ばでスタートし、一〜二三円八〇銭で取引を終えた。

四月のドル円相場は、一〜二三円台後半でスタートしたが、ルービンが貿易政策の道具を武器に使っていると揭露するG7声明が、金利差拡大観測を誘うグリーンバック発言、日米貿易赤字懸念を示すパシフィック（Charlene Barsheisky）USTR代表発言などでドルの売り買いが進む。

三月のドル円相場は、一〜二三円台半ばでスタートし、一〜二三円八〇銭で取引を終えた。

四月のドル円相場は、一〜二三円台後半でスタートしたが、ルービンが貿易政策の道具を武器に使っていると揭露するG7声明が、金利差拡大観測を誘うグリーンバック発言、日米貿易赤字懸念を示すパシフィック（Charlene Barsheisky）USTR代表発言などでドルの売り買いが進む。

三月のドル円相場は、一〜二三円台半ばでスタートし、一〜二三円八〇銭で取引を終えた。

四月のドル円相場は、一〜二三円台後半でスタートしたが、ルービンが貿易政策の道具を武器に使っていると揭露するG7声明が、金利差拡大観測を誘うグリーンバック発言、日米貿易赤字懸念を示すパシフィック（Charlene Barsheisky）USTR代表発言などでドルの売り買いが進む。

三月のドル円相場は、一〜二三円台半ばでスタートし、一〜二三円八〇銭で取引を終えた。

四月のドル円相場は、一〜二三円台後半でスタートしたが、ルービンが貿易政策の道具を武器に使っていると揭露するG7声明が、金利差拡大観測を誘うグリーンバック発言、日米貿易赤字懸念を示すパシフィック（Charlene Barsheisky）USTR代表発言などでドルの売り買いが進む。
一七円台後半で始まった五月のドル円相場は、仕掛け的なドル買いで一七円四七銭まで上昇したが、今年末には一三円をつけるとの大蔵省国際金融局長発言、日本と円安への懸念を共有しているという米高官の発言、一円九八銭を付けた。

入警感想や本邦輸出筋のドル売りも厚く、本邦長期金利上昇を受けた円貸しもあり軟化、九日にはストップ・ロスのドル売りで二○円を抜き続う。さらに日銀幹部が会定歩合引き上げ示唆と報道されるなどで、二○日には一円二八円で取引を終えた。

経常赤字が拡大し経済成長が鈍化しはじめた途上国向け債権を円でファイナンスしたポジション（円キャリー）トレードの巻き戻しが進んだのも急速な円高の一因であった。三塚村相の行過ぎた円安懸念解消との発言や予想を下回った米貿易収支の赤字幅などを材料に、本邦資本筋などのドル買いが交錯しつつ一六円二○銭で取引を終える。

六月三日に、橋本首相はコロンビア大学で講演した際に、自動車交渉が難航するときに、米国の株式市場の輸出は確実に高いという誘惑に陥られることがあると発言し、これでニューヨーク・ダウ平均は八七年一月ブックマンデー以来の下げ幅である一九二・二五ポイント下落した。大蔵省は首相の発言報道は正確を欠き真意が伝わっていないとの趣旨の文書を発表し、三塚村相も保有している米財務省証券券売却の予定がないと言明した。
で一八円七五銭へ急落し、株式相場反発で一〇円台後半に上昇するなど荒っぽい展開の中、二〇円四四円で取引を終えた。

一一月は一八〇円台前半で始まったが、三洋証券の破綻に伴う本邦長期金利の低下や株価軟調推移を受けて円が売られ、一二〇円台半ばや一二四円台前半のストップ・ロスのドル買いを巻き込んでドルは上昇、一二〇円台半ばに達した。株価反転や三塚裕相の円安懸念発言で一二四円台前半に下落したドルには買い需要が根強く、一九円台前半まで上昇したが、値段警戒感からポジション調整で一二四円台後半まで下落した。その後、三洋証券、山一証券、北海道拓殖銀行の破綻でジャパンプレミアムが拡大するなど本邦金融機関に対する懸念が強まり、一二七円台前半まで上昇したが、三塚裕相の円安懸念発言にも拘らず、米長期金利上昇やアジア通貨・経済への懸念を背景に、さらに上昇して一二八円八〇銭に達するストップ・ロスのドル買いをつけながら、九二年四月以来の高値一二八円八〇銭まで上昇した。結局一二七円台前半で越月した。一一月の本邦当局の市場介入は、六九円相当のドル売り、イインディアンドルプル買いののみであった。二〇円台後半で始まった二月のドル円相場は、ドルの上値を試す動きに一二九円台前半まで急伸、ルピーや円買い介入に消極的との観測もあり、ドル買いが進み三〇円台を回復した。クリスマス休暇で薄いの中、一二〇円台前半の狭いレンジ内で小動きがなかったが、本邦通貨当局の円安懸念発言、日欧米銀行団の韓国支援報道などから円買

いもありドルの頭の重い展開となり、一三〇円四〇銭で越年した。
新しいタイプの通貨危機が九七年から九九年にわたり続発して、世界を震撼させた。まず九七年十一月から経常収支赤字の増大やバブル崩壊の兆しを感じた国際投機家は、タイのバーツへの攻撃を仕掛け、タイ政府はバーツ買いドル売りで応戦したが外貨準備が枯渇し、IMFによる救済を求めた。通貨危機はアジア各国へ急速に伝播したが、特に九七年十一月、バブル処理を先送りしていた日本に金融危機が発生、ラテンアメリカを経由して九七一一月には大型のヘッジファンド倒産という事件がウォール街を震撼させた。

アジア通貨・金融危機

アジアの新興諸国は八〇年以後年平均七・五％の成長を遂げた。経済の開放がこれに貢献したが、マクロ経済政策出に結びついたものであり、民業貯蓄も増加していたので持続的な成長が期待された。

しかし企業、金融、公的部門におけるガバナンスシステムが成長に追いつかなかった。九〇年代前半に目覚しい成長を遂げるアジアに流入した海外資金を健全かつ生産的に利用するには、頑健な金融セクター、整備された銀行監督体制や信用秩序維持規制が必要であったが、実体は程遠いものであった。企業部門も過剰な設備と過大な短期債
務を抱えていました。

米ドル連動の為替相場レジームも、好ましくない影響を及ぼした。

i 九五年第1四半期までのドルの減値によりインドネシア、マレーシア、タイなどの国際競争力を強め、輸出と設
備能力の増大をもたらした。しかしドルの上昇で、これら諸国の実質実効相場は上昇し競争力を失った。

ii この為替相場レジーム維持のため、金融政策によって九○年代半ばに発生した過剰流動性や短期資本の流入に対
応できず、不動産投資パルプを招いた。

iii 米ドルへの固定相場が続いて、為替リスク感覚が鈍り、ヘッジなしの外貨建て債務を増増させた。

② 危機の伝播と深刻化

七七年前半にタイ・バーツへの投資圧力が急増し、七月初めにタイ中銀は、バスケット通貨にバーツを連動させる
ことを放棄し、バーツ対ドルで急落した。この影響は周辺地域に急速に波及し、よりも柔軟な為替相場制へ移行した
期待が後退したにもかかわらず、東南アジア通貨圧力を受け、地域の株式も下落した。このような状況は、日本の
インフレシア・ルピア、マレーシア・ルピア、フィリピン・ペソも対ドルで暴落した。その後日本の金利上昇で
輸出競争力を損なうので、円相場へ影響をもたらし、株価を下げ、国債の指標銘柄の利回りも八月の終わりには二％
を切り、九月末には一・八七％へ低下した。

一月の終わりに台湾ドルの下落が放置されることになった後、香港ドルのドル連動が維持可能か注目された。香
港通貨当局は翌日物金利を五〇％とするとするなど金利上げで対応したが、不動産市場や株式市場は暴落し、その後も
香港は世界の株式市場に波及、クレジット市場でのリスク・プレミアムを高めた。危機は韓国にも波及し、一月一七
日に韓国中銀はウオニックを支える介入を停止、二月にはIMFに救済を要請した。
アジア危機に関する日本の責任

日本の製造業は多くの生産拠点をアジア各地に移転し、それがアジアの成長に大いに寄与した。しかし、日本の製造業の成長はアジア危機の発生に関しても、日本がアジア経済の成長の柱を占めていることが確認できる。

ある研究機関によると、アジア経済の成長の柱の一つである製造業の成長は、日本の製造業が占めていることが確認できる。しかし、アジア危機の発生に関しても、日本がアジア経済の成長の柱を占めていることが確認できる。

また、日本の製造業の成長は、アジア経済の成長の柱の一つである製造業の成長が加速していることが確認できる。しかし、アジア危機の発生に関しても、日本がアジア経済の成長の柱を占めていることが確認できる。

日本経済の変調が注目され始めたのは、九七年第四四半期である。

四月の消費税引き上げなど、約兆円の国民負担を伴う財政政策が第二四半期の経済のマイナス要因となったものの、年半ときは改善が期待されている。

さらに、アジアの通貨・金融危機が急速に拡大し始めたと、東南アジアの融資が大きな問題を抱えている。外国投資家の株の売り越しは、一月で四五億円に達した。

しかし、邦銀向けのクレジットは削減され、国際金融市場での資金調達は困難となってきた。
これに対して外国金融機関の円調達金利はゼロ近傍、もしくはマイナスとなった。これによってヘッジファンドはコストがほぼゼロの円資金を借入れ、ドルやこれに連動した通貨もしくはこれら通貨建て資産に運用し利幅を稼いだ。

外資投資家たちは九七年八月から外国株を売り越し始め、その額は九、一〇月と増加し、六月には一万五〇〇〇円を割った。十一月に入ってからは外国人投資家主導で長銀、日銀、安田信託などの銀行株売りが激化した。預金の流出も増加し、金融危機の様相が深まった。

内外の危機が深刻化してきたので、政府・自民党もようやく事態を危惧するべく動き出した。政府の新たな財政再建策、アジア通貨危機、政策の不手際による金融危機などが重なり景気回復の腰を折ってしまった。金融危機の直前の十一月初めには二二二円台であったドル円相場は、危機の深刻化とともに九〇年代初頭に約八〇円にまで下落した。

 Naked Capitalism | Page 47
一兆円を超える円安水準に向かった。

危機的状況に対応するために、九八三月末に自民・社民・さきがけの与党三党は、最大六兆円の経済対策を講じることを決め、橋本首相は四月八日に本予算成立後、翌日にには四兆円の減税を含む財政支出一兆円、事業規模六兆円の景気対策を発表、これに沿って補正予算を編成するとした。

予想を下回る日銀短観、ムードは日本経済が下落発表などで始まった四月には外為法の自由化が実施され、日本経済と金融システムは脆弱な状態が続いて資本流出が増加するとの予想で円への圧力が強まった。日経平均は月の三日間で六・一％下落し一五五八円となり、円も一三五円台へ下落した。

日本の景気回復には不十分と受け取り、円の下支えとはいえなかった。そこで本邦通貨当局は九日にお一兆七億円、二〇円台に戻った。しかし日本悲観論の横溢する中では、大量介入の効果は一時的であり、円の先売りは高水準となリ外国人投資家の売り越しは膨らむ一方であった。一五日のG7では、過剰な円安を回避し、内需拡大を刺激して対外不均衡を是正することの重要性を強調する声明が発された。

時にインダネシア、インド大陸の緊張でアジア通貨・金融危機が再燃し、それがロシアにも波及、株式市場は汚泥状態が続いていた。続いて米国債券利回りは八０％を超えた。

この四半期で五三・五％下落、債券利回りは八０％を超えた。財政不均衡を是正し構造改革を進める政府の能力を示し、財政不均衡を是正することを強く要求したが、財政不均衡を是正することを求める声が強まった。

四月の失業率が戦後最低の四・一％に達するなどの報道で、G7やパーキングでG8首脳会議が行われた五月の中旬には、G7が円安を容認したとの市場観測もあってドル円相場は一三五円再び突破すると円安が加速し、月末に一三九円三五銭へ下落した。

市場の悲観的なムードを反映して、アジアや欧州通貨当局者から、円安が
世界経済の安定にもたらす影響を懸念する声が高まった。

六月一日にはG7代理会議が開かれたが、円安を食い止めようとする方法を議論しなかったとの報道、一日のルービン

議会証言において為替市場への協調介入は、市場は見えたが、円安が中国貿易に悪影響を及ぼす中

四六円七銭に下落したあと、日本経済を議論し、米通貨当局は一四円二銭でドル売りを実施した。同日には一四円

三〇銭をつけて。当日ニューヨークが開くと、米通貨当局は一四円二銭でドル売りを実施した。同日には一四円

四六円七銭。翌一日には協力するために協調介入したとの声明を発した。米側のドル売り円買い介入は八億三〇〇万ドル。これに対し日

本側の介入額は二〇二〇億円である。ニューヨーク市場で円は一〇円以上下昇し、二六円五銭で取引を終えた。

ドル円相場は三八円八銭で終わった。円は前日低下したものの、下旬のマリア・フローレスとG7代理会議で日本経済を為替市場に

七月下旬の金融改革案が公開された。この頃の合意は未定のまま、日本経済が為替市場の動向について不確実性が高まり、また第二四半期のG

Pが前年比一・六％低下したという報道なども相次いでことで円が売られ、八月一日には円は対ドルで一〇．一％下落した。

安値一四円六銭をついた。

八月一日に、ロシアは債務モラトリアムとルービン切り下げを発表した。投資家はドルのロング・ポジションを

利食って途上国市場で売った損失を穴埋めするとか、ポラティリティーの高まった金融環境でのリスクを回避しようと

する動きが増大して円が八月一日の一四円六銭を底に反転したものの、九月四日にサンフランシスコで行われ
た宮沢・ルビン会談の後も市場の日本経済と金融危機に関する悲観的な見方は消えず、一日には三三円九〇円から二〇円五〇円で戻るという．

この動きは、ドル円相場が一三六円五〇円でスタートしたが、ヘッジファンドなど投機資金がリスクを圧縮し、借入れを返済、他の市場で рискを解消するためドルのロング・ポジションを解消したため、突然そして急速に下落し、

一〇月のドル円相場は、一三六円五〇円で始まったが、ヘッジファンドなど投機資金がリスクを圧縮し、借入れを返済、他の市場でリスクを解消するためドルのロング・ポジションを解消したため、突然そして急速に下落し、

一〇月のドル円相場が開けるとドルは一〇〇円五八円へ下落した．

ニューヨーク市場で一〇〇円五八円へ下落した後、一〇〇円四〇円銭へ下落した後、一〇〇円四〇円銭へ下落し、

半期にはドル円相場のロングポジションを抱えている高いレバレッジの投資家がおり、ドルが大量に売り出される可能性があると市場参加者は見高かった．

日本国債市場のボラティリティは高まり、指標銘柄の利回りが〇・七〇％から一〇％に急騰し、第四四月のにおいて、

米国経常赤字の懸念などが、ドル円相場に圧力を加え、一〇〇円五八円銭の安値を付けニューヨークで一〇〇円六〇円で取引を終えた．

【三三〇】

日米協調介入に至る交渉経緯

【三三〇】

一九八七年六月、金利の暴落に対応するため、金融システムの抜本的な安定策が必要であったが、九八年七〇月の参議院選挙を控え、市場を納得させるような必要計を打ち出すのはきわめて困難な状況であった．そこで本邦通貨当局は、為替市場への大规模な介入と金融安定化の政策の組合せが必要との認識を持ったものの、その具体策について
選挙前の政府や政権党を纳得させるため、欧米に米国通貨当局を説得する困難な作業が必要であった。彼らには、日本政府の姿勢は冷淡であったとしても、日米の緊密な関係を維持することが求められている。

パリでの金融問題対策（G7）で、日本の姿勢は対米の協調が必要であり、金保に不協調の風を紛めつける折角の回復は果たせなかった。日本政府は、米国政府の要求に応じ、緊急の財政措置を講じた。

このルピンは、まるでルピン財務長官の六月一日の上院での講演内容と同じであった。しかし、このルピンが一〇〇円を超えて下落すると、中国から自国とアジア経済への悪影響を懸念する声が上がった。さらに、六月二日、橋本首相は、格林スパンFRB議長、 각국の財務担当者と協調を図った。そして、米国当局を首脳と交渉に入ったもの、米国側は明確な優先順位を示すことが求められた。特に、財務長官声明とこれに対する財務長官声明の間で、橋本首相は、橋本首相と話すため、ある一定の時間の松永財務長官との電話会議を用意した。

まるでルピンは、最終的に一〇〇円で一〇〇円に介入した。そして、橋本首相は、緊急の財政措置を講じた。しかし、一〇〇円で一〇〇円の介入が認められなかった。という。
ルピノンは、介入は稀に実施する意味を持つ時があり、まさにこの協調介入は、その条件を満たしたと言える。すな

わちドル円相場は一四五円と極端な水準に達し暴落の域に近づいたこと、約束を守るかどうかは別として、日本当局

者が米国が奨励する経済改革を支持する声明を用意したこと（記録するだけで進歩）、市場にサプライズを与える環

境が整ったことである。それでも彼は介入に伴い、日本がどの程度、実効性ある改革をするかに疑念をもち、また介

入の失敗で信用を失墜することを恐れた。しかしサマーズ、グリーンスパン等は、アジアの他の地域の状況を勘案す

ると、リスクを取る価値があると彼を説得した。日本時間一七日正午に橋本・クリントン電話会談を実施し、同日ニューヨーク市場で米米間、グリーンスパン等は、アジアの他の地域の状況を勘案す

前日午後の市場に比べて六円程度円高の一七円六〇銭まで急騰した。米国側は八億三〇〇万ドルのドル売り介入が、

を求め、協調介入効果が持続するうちに改革を実行するよう求めた。日本時間一七日正午に橋本・クリントン電話会

談を実施した。ルピノンも二〇億ドルのドル売り介入が、外為市場の心理に明確な影響を及ぼすことが成功したと評価す

る。

サマーズは一八日目、一九日には松永蔵相、小渋外相、速水日銀総裁らと面会、「金融改革、継続的な景気刺激

システム安定や経済対策の早急な実施に関する決意表明の具体的内容に質問が集中したという。

一九八九年一月には、金融機能安定化緊急規制法と改正預金保険法が成立し、破綻前処理のための一兆円を含む三〇

〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇　
兆円が準備された。これにより金融恐慌の発生は辛くも食い止められた。外国人投資家も九八年三月から二月には買い越しに転じた。金融法案成立が成立し危機が回避されることが期待されたが、事態は悪化の方向に動いた。九八年三月は決定された公的資金投入が横並びの投入額が少ないので、抜本的な不良債権処理とは程遠いとの見方が一般的となった。不況なことに強力な指導力を発揮して非常事態に対応すべき大蔵省や日銀のスキャッタードが露呈され、日本経済に対する悲観論が高まった。

一時買い越しに転じた外国人投資家も、三月から売り越しに転じ、その金額も増加し始めた。九八年三月から四月には、日本企業の決算操作、損失隠し、などを通報しており、その情報を使い、もしくは市場に誤認識に流布して投機的利益を追求できたという見方が根強かった。その状況では当然であるが、不備な日本金融が監督・検査体制はそれを加速させた。すなわち外国金融機関は、デリバティブ取引を通じて、日本企業の決算操作、損失隠し、などを通報しており、その情報を使い、もしくは市場に誤認識に流布して投機的利益を追求できたという見方が根強かった。

ロシア金融危機

ロシア、ラテン・アメリカ危機とLTNMの破綻

ロシア金融危機は、ロシアの財政規律維持、政府短期債務の急増、商品価格の下落、実質為替相場の上昇など金融危機発生の背景に、インフレーションが一〇％を下回っているにも拘らず、五月に最終的には金利は一五〇％にまで達した。ルーブルを安定させるために、三〇〇億ドルの国際金融パッケージが提示され
たが、財政収入増大などの条件で、議会が反対し、調整プログラムの達成が困難となった。予利返済が予算収入の半分を占め、外貨準備は急減、市場性ある短期政府債務の繰り延べ交渉が失敗し、九八年度会計にロシアは為替相場パンクの放棄、海外債権者への無償政策を導入した。同年末までにロシアの外貨建債務返済不履行は、旧ソ連分を含めてとも00000000億ドルを超える。③アジア危機発生の際にも、外資流入が続いたものの、高い貯蓄率、実質為替相場の上昇、商品価格の下落などで債権者の赤字拡大するなどの問題を抱えていたので、ロシア危機はラテンアメリカ諸国債券価格の株価急落を招いた。④ヘッジファンドの急増とLTCMの破綻が強烈な信用収縮が新興国市場を直撃したのである。ヘッジファンドは、債券価格を大幅に下げることで利益を計画するが、LTCMはこの手法を過度に使用した結果、融資する能力を失い、市場に混乱をもたらした。これにより、新興国の市場は一時的に乱れ、信用状況が悪化した。⑤ヘッジファンドの急増とLTCMの破綻が強烈な信用収縮が新興国市場を直撃したのである。ヘッジファンドは、債券価格を大幅に下げることで利益を計画するが、LTCMはこの手法を過度に使用した結果、融資する能力を失い、市場に混乱をもたらした。これにより、新興国の市場は一時的に乱れ、信用状況が悪化した。
ドル円相場は一〇二円八〇銭で始まったが、日本の投資家が米国資産から欧州や円資産へ資金の再配分を行ったり、一月七日の国債入札への外国人投資家の需要が高まったことなどから、一〇二円については一〇八円二〇銭へ下落した。しかし、二月の中ごろまでに一〇八円五〇銭に向かって上昇した。三月四日には一三三円五〇銭に達した。しかし、外国投資家の日本株買いや金融政策目標が当面変更ないとのことから、長期金利差がクロスレートの目標水準をゼロにすると「ゼロ金利政策」を採用し、二月二日にコールポイントを上げて第一四半期を終えた。しかしながら、一月五日から一〇五ベースポイントへ、そしてさらに一〇〇ベースポイントにまで引き下げたため、ドル円相場は着実に上昇し始め、本邦当局が量的緩和政策をシフトするという期待で金利差が三〇ベースポイントへ拡大し、三月四日には一三三円五〇銭に達した。しかし、外国投資家の日本株買いや金融政策目標が当面変更しないとのことから、米国経済成長で、ルシアのモラリストがその戦略を破綻し、LTCMは行き詰まった。その影響が広範に及ぶと判断したニューヨーク連銀が音頭をつけ、民間金融機関の支援をえて迅速に問題を処理し、システムの盛んな金融危機発生を防ぐことができたのである。
の持続、米金利上昇、FOMCのインフレ警戒姿勢でドルが買われ、五月下旬には一兆円後半へ減価した。しかも、内外の投資家が日本株の購入を拡大したことを受けて、円は上昇した。二月七日に財務長官に指名されたサマーズは、強いドルは国益という政策を継続すると証言、また本邦当局は時期尚早の円高への警告を繰り返し、一月一日から二月まで三兆円二億円の大規模な円売り介入を行なった。いま、三九六億円はユーロ買いであり欧州中央銀行への委託介入も行われた。しかし、この介入は、ユーロへの投資を避けるために行われたもので、日本経済回復期待で内外の投資家が円資産へ資金をシフトする動きが強まり、九月二日にドル円相場は二年半ぶりに一兆円二億円へ下落した。本邦当局は、七月に合計三兆七六億円のドル買い円売り介入を行なった。経済の回復が確立する前の時期尚早の円高に対応するためとの公式説明が行われたが、市場では四月相場上昇を円滑化するものか円の押し下げを意味するのか見方が分かれたが、日本の為替政策目的に関する不確実性によって、一ヶ月のドルオプションのポルティリティが、一〇％から四半期前後に二〇％に上昇するなど市場のポルティリティを高める結果となった。

第4四半期も諸経済指標、一兆円の補正予算編成などに裏付けられた日本経済の回復期待、そして資本流入で、ドル円相場は下落を続け、一月下旬から二月にかけて四五月に一〇円台を付ける場面もあり、一〇月台で取引を終えた。本邦当局はこれに対して一兆五〇〇億円の円売り介入を行なった。
六 九〇年代後半のドル円相場変動の原因と政策評価

ニ　九〇年代以降の円安の推移

円は僅か九〇年代初めから九〇年代中までの三年四ヶ月で約八〇％も変動した。以下この異常な円安の背景を探ってみたい。

九〇年代中年のドル円相場は九〇年代の七〇％円高に付けた後、九〇年代中年の九〇％円高に推移し、モンドル円相場が開かれたG7共同コメンテーは、為替変動が経済のアダメンタルズから逸脱しているとコメンテーで指摘した。

円が反乱したのは、七月末であった。米政府は邦銀の危険な状況について懸念し始め、日本の景気回復を優先課題と考え、貿易問題は後退したのではないかと市場見通しを示したことになった。八月初めに本邦当局は資本流出国促進策を発表、日米協調介入も続間して実施された。円は九〇円台に戻った。日銀は金融政策を緩和し、九月初めには公定歩合を〇・五％引き下げ。二二日にはドル円相場は八〇円振りに一〇円台をつけた。

その後円は更に下落を続け、一月の米中間選挙の際には一五円台、九〇年代中年の一七円、九〇年代中年の一八円台となった。
円反落をもたらした要因として次が挙げられるよう。

（１）日本の金融緩和政策と日米金利差の拡大

日銀は金融緩和政策を推進し、コールレートが夏には○・二五％低下して一％へ、さらに九月に銀行危機深刻化の中で公定歩合を○・五％まで引下げた。長期金利も一〇年物国債利回りが、年初の四・五％から三％へ低下した。

（２）日本銀行危機

九月七月末にコスモ信託、九月に兵庫銀行、木津信金が破綻した。住友問題も深刻化しつつあった。九月末、大和銀行ニューヨーク支店の不正取引に伴う巨額損失が報道された。七九年の石油危機以来初めてのジャパン・プレミアムが再燃した。大手主要銀行でもロンドン銀行間取引金利に○・三七五％を上乗せして資金調達を余儀なくされた。邦銀の外貨資金流動性を支援するために、大蔵省は外貨準備からドル預金を増加させていと報じられた。

（３）市場心理の変化

ドル円相場が八〇円を割る状況が維持不可能との見方が強まったことも、相場の反転に貢献した。米政府高官が口先介入で円高を要求することもなくなり、影響力のあるエコノミストたちもこれ以上のドル安を望まないと言出しさらに九月に銀行危機が発生した。
緊縮型の財政政策

九六年九月、橋本国内閣は追加的財政出動がなくても景気回復が続くと判断して、補正予算の要求を拒否、一二月初

財政再建を成功させるためには、次の条件が満たされる必要がある。

①日銀は、民間需要が力強く回復して財政デフレを相殺することがはっきりするまで、金融緩和を長期間継続する方

②米国政府は、対外投資に係る為替リスクへの懸念を増大させないように、十分な配慮を行う。さもなければ財政デ

フレに加えて円高デフレに直面することになる。

六二九七年春の円の一時的急騰の背景とその影響

しかし橋本国内閣は財政再建をささえるための金融政策や為替政策を含む総合戦略を実施し、また米国や他のG7諸
国を説得できなかった。米国は、強いドルを唱えていたルービン財務長官も九七年三月末には円が下落しすぎたとし
て、ドル高政策を修正し始めた。財政緊縮で経常黒字が拡大することを懸念、それを抑えるには財政拡張政策をとる
べきだし、それは為替介入より効果的だとパーゴスペンなども主張した。
四月末のG7の時にも、ルービン財務長官は日本が内需主導での成長と経常黒字拡大抑制の公約を達成できなけ
ば追加的な措置を要求すると発言。三塚義相は対外不均衡拡大させるような為替相場を回避すべきであり、円相場
の動向への懸念については米当局間で意見が一致していると述べた。松下日銀総裁は、低金利政策を当面維持する方
針としながらも、消費税引き上げ後も需要は鈍化しないとして物価動向へ懸念を表明、金融引締め策を示唆した。
さらに五月八日に、樋原国際金融局長（当時）が、ドルは一〇三円まで下落するかかもしれないと発言した。また同日
グリーンスペインFBR議長は、米国の金融引締め強化は不要と発言。日本の市場開放について、フレームワーク協議の長期化にもかかわらず実質的進展が無
いことに苛立っていた。さらに日本は円安さえ手にした。対日政策が失敗したことを九六年一一月の中間選挙前には
公に示さなかったが、再び制裁をちらつかせつつ强硬姿勢をとり始めた。日本政府は予防的に円高を差し出すことに
して、日銀に金融引締めを示唆させることがとめた。しかし演出された円の急騰は、日米政権に大きな禍をもたらした
のである。
円が急騰すると円キャリートレードで大規模にASEAN諸国向けに投資していたヘッジファンドは、急速回収
当局者は、円の暴騰が日本の金融機関を再び海外にリサイクルするメカニズムを阻害することに配慮が欠けていたといえ
る。本邦投資家に対外投資をする自信を打ち破り、日本経済をデフレの真に追い詰めるようにになった。ブラウンは、
「銀行家の削減率が日本経済の悪化を悪化させるリスクの方が遅かに深刻であることから、円安水準を維持するた
めにドル買い介入を継続すべきであった」と主張する。

九七年夏のアジア通貨危機、秋の日本の金融危機、アジア向けの輸出の減少、設備投資の急減などで日本経済は急
激に減速した。ドル円相場は九七年秋には二〇円台後半となった。下げ薄の一途を辿り、ついに九八年八月一日に
は一四七円六六銭に達した。

また外国投資家による円キャリ・トレードは、円安期待で急増した。彼らは円の均衡水準が市場相場水準よりはる
か下回っていると考えるか、パンドラへの投資家によるもので、単純な金利差を享受するか動機は様々であったが、不
況にともなって拡大する退潮超過分がヘッジ・ファンドを含む外国投資家による円の借入れという投機的な形で流出
したのである。
九八八年秋の円反騰

高のエネルギーは、様々な形で蓄積され、予想を超える円急騰を招いた。八月下旬にドル円相場は一四〇（一四〇円）を連日更新した。この間ボラティリティも異常に高まった。円高下の背景にあった事象を列挙してみよう。

①九八八年三月、幹部職員の汚職スキャンダルの責任をとって辞任した松下日銀総裁の後任に、速水優元理事長が指名された。同時に新日銀法が施行されて政府からの独立性が保証されることとなった。速水総裁は早速超低金利政策や円安を批判した。一〇月の円急騰場面でも、速水総裁が追加金融緩和措置が危惧されることがあった。

②九八八年四月に二日間で一兆八〇八〇億円、六月に一日、二三〇〇億円と大規模なドル売り円買い介入を要請したときも、相場水準は異常でないとコメンテーション円高信奉者であることを市場に再確認させた（日本経済新聞九八八年一月一日）。

中国側は、円安が自国経済に悪影響を及ぼし、人民元を切り下げに追い込めるとアジア通貨危機を再燃させかねないと主張した。米国はそれに同調して円安への苛立ちは強めていた。中国の主張は、日中の製品が国際市場で競合関係
もなく、対中直接投資もピークを過ぎて減少傾向は免れなかったので、通貨政策よりは外交戦略に基づくと考えられ
る。

③ 九八七年七月の参議院選挙での自民党敗北で橋本首相が引責辞任後、大胆な財政拡張政策を公約して後継者となった
小渕恵三首相は、ケインズ主義者の宮沢喜一を財相に指名、橋本内閣による財政赤字削減計画を凍結、公約の六兆円
規模の恒久減税実施と一〇兆円の景気刺激型補正予算編成を実施した。このような政策は、円高要因となる。

④ 一月の円の急騰のきっかけは大統領選前後のヘッジ・トラードのポジションの巻き戻しに大きく影響したと見られる。

しかし為替相場安定化の措置はとられなかった。円高はこの影響がなかったが、その後米国経済への悲観論が強まり、また小渕内閣が金融再生関連法案、金融機能早期健全化緊急措置法案を国会に上程したこと（それぞれ一月二二、五一七日成立、グリーンスパンF.R.B議長が米国景気悪化に警告を発し、大幅な金融緩和を示唆した）リキャピタルの円滑な還流が困難となった。

余剰貯蓄の円滑な還流が困難となった。これも本邦からの資本輸出を抑制する効果をもった。

日銀は国債の買い支えを拒んだのが、資金運用部による国債買入れ減額計画も発表されたため、特に必要性ない国債高利回りを維持しようとした速水日銀総裁と

株式財務官の共謀だとの憶測を招いたほどの。
一九九〇年代の為替介入政策の評価

伊藤隆俊による分析

導入の経済学的評価

この間のドル買い円売りの介入に対して、日銀は必ずしも協力的ではなかった。理由としては、①不脹化しなければならぬ。最近法的な支援された日銀の独立性を疑われると、②ゼロ金利水準ではドル買い資金調達のために発行されるヘッジの日銀引受を通じてベーシックスパンの増大させても銀行の過剰準備をふやすだけマクロ経済上の効果がいとみられないこと、③速水総裁が円高は日本経済にマイナスと考えていなかったことなどが考えられる。
九〇年代初頭からの円の変動は、理論的なモデルで説明できる範囲を超ええた。日本経済の基礎的な条件と非整合的
な為替相場が何ヶ月も、時には数年も続くことがあった（ミスアラインメント）。時には大したニュースもないのに
急激に変動した。過剰なポリティリティ。為替相場が開放マクロ・モデルが示す均衡水準から乖離すれば、通貨当
局が介入により相場の動きに影響を与え、新たな機会が増える。介入の有効性は、市場参加者の必ずしも合理的でも効率
的でない行動と関連する。

①九〇年代初頭から九五年半ばまでの期間、特に一〇〇円から八〇〇円に高騰した異常な九五年前半の期間には、介入で
意図した方向へ相場を動かすことはできなかった。

②九〇六年二月に植原国際金融局長就任を機に介入戦略が再検討され、効果を発揮するようになり、投資家より介入を求める
大規模な介入を実施し、意図した結果を生んだ。回帰分析によれば、九五年六月から二〇〇三年三月の期間、一兆円の売
却により円を平均一〇・〇〇〇〇〇〇〇円、即ち八・六〇〇〇〇〇〇〇円の収益をあげた。協調介入はさらに効果的であった。

③九〇年代の介入は大きな収益を生んだ。本邦通貨当局は一二五〇円を中心にドルが安ければ買い上げ高ければ売るという
ミルトン・フリードマン流の市場を安定化させる投機家であった。介入が無ければドル円相場変動はより大きくかかった
であろう。九〇一年三月末までの一〇〇〇年の介入で、九八〇〇〇〇〇〇円の実現益、金利差益三兆九七〇〇〇〇〇〇円、未実現益三
兆六〇〇〇〇〇〇〇円、計八・六〇〇〇〇〇〇〇円の収益をあげた。

事後的に利益を生んだとしても、為替相場のポリティリティ、日米金利差の変動、ポジション解消に要する時間な
どを考慮して過剰なリスクをとったか否かが問題となるが、通貨当局は長期的な投資家であり、積立金を考慮すれば
リスク管理は妥当といえる。
なぜ本国通貨当局が米通貨当局より、特に円の上昇過程においてより多く介入を行うかについては、貿易動向が日本経済により大きな影響を与えるからという説明がなされるが、これは貿易依存度が米国と大差ないのでは説得的でない。日本はドル円相場の変動は日本経済に大きく影響が大きい。これに比べて、米国の名目実効相場はドル円相場と独立して動くためである。

① 為替市場介入に踏み切る理由については本邦通貨当局は、特定の為替市場を目標とするものではなく、円の適度の上昇、下落に対応するためとしている。公表されていない落ち着きのいい相場領域があるとすると、実際の介入を引き起こす確率が高い。

② 円上昇のとき、円高とする単独介入より成功する場合が多い。大 pembahordo wakesにも介入を引き起こした影響が大きい。

③ 単独介入は、円高すると単独介入より効果がある。市場参加者が通貨当局との対立が早くという非対称性がある。しかし円安を図る単独介入は単独介入に比べてより効果的で、成功する確率が高く、成功すればドル円相場を平均三倍程度動かす。
昭和二十二年の超円高と九年の超円安への対応

小宮○○○○は、昭和二二年までの旧日米関係時代から九年までの八年間に、対ドルでの円価値が約三・五倍になっていた。が、安定とは何か確実ではないと批判する。そして変動相場制の下では、市場に支配的な予想を動かすための市場介入の必要があると主張する。相場が大きく変動したとき、介入と同方針協調介入で妥当な範囲に戻したことが過去にある。

(一) 九五年度のドル円相場の天井と底の時期の介入にについて次のようにコメントした。

「ドル円相場が○○円による支えなければ、これほど長期の円高は遅くられなかった。○○円から九五円で買う支えなければ、これほど長期の円高は遅くられなかった。」

示して介入すれば、そこまでの介入額になると極端な円高を阻止できたのに、九年当時、当局にはその意識はなかった。九五年度の超円安
ドル相場は六ヶ月間一二〇円を超えて、八月には一四五円に達した。このときは一二〇円くらいで徹底的にドル売り介入すればそれ以上の円安は防げた。しかし、外貨準備も限られ、当時ジャパン・プレミアムが深刻で大规模な売り介入是不可能だった。
六月にクリントンが訪中した時、人民元切り下げ回避を評価し、円安に中国とともに懸念を表明したが、これに関し日本通貨外交の不甲斐なさを厳しく批判し、以下の主張をすべきだったとする。すなわち①経常黒字の中国が
③過度の円安防止には無限のドル売り可能な米側に主な責任がある。
当時は政権に復帰した自民と社会・さきがけの連立政権であり、大蔵大臣はさきがけ代表武村正義であった。政権内には、小沢一郎と気脈を通じて非自民党政権を助けた斎藤次郎大蔵次官への懐懐機残り、その影響下にあった大蔵省幹部への風当たりが強かった。武村や小沢のライバル加藤紘一民政党調会長は人事に介入し、その一環として補原を国際金融局長に据えたといわれる。
当時は不良債権問題が表面化しつつあり資産デフレと円高の悪循環が進行し始めたため株価も下落、村山政権は困難に直面していた。対米通貨交渉は中平財務官と加藤国際金融局長が担当し、メキシコ危機や九五年四月に至る超円高に
活発な市場介入で対応。G7で「行過ぎたドル安の秩序ある反転が必要」との合意取りまとめなどに貢献したが、

「円高無策批判の防波堤」として、日米金融協議のタフな交渉手続を発揮した榊原は、白鳥の効果を立ったという。

当時、ドル八円の相場の相場に危機感を覚えた加藤総一は、七月初旬の参議院選挙に出馬し、選挙の課題は、円安を懸念する市場関係者に注意を馳せた。その後の参議院選挙は、円安を懸念する市場関係者に注意を馳せた。

彼の介入方式は、取引の薄い時間帯や市場の潮目の変化を狙击の大規模な介入が行われ、九月には高水準が実現した。同氏は榊原に自分たちの意表をつく気持ちで分かってよいようにと全面的にバックアップしたといわれ、彼はその意志を受けて円高は正の至高課題の実現のために大規模な円押しが介入へ進出したのである。

一五一二 特異な情報操作と介入方式

彼はまた有力な市場関係者と情報交換が必要として会合を重ねた。その中で当局の意図を知り、その方針に沿った取引で利潤機会を手に入れることができる。しかしこのような機会を恵まれない市場参加者の目には不公平に映るであろう。中でも欧州通貨危機の仕掛人があるヘッファンドの総帥ジョージ・ソロス（George Soros）との親密な関係は市場の注目を
浴びた。九九年一月に開かれた本邦有力金融機関共催の投資セミナーに、彼の肝いりでソロスを招待して円安ドル高シ
た。当日の安値は8円6銭で、高値は12円2銭で4円の押上げ介入であった。その後5月中旬に一四四円台までに戻らないに留まる。

で円安にはなった。当時ユーロ発足を機に小渕首相が仏独伊を歴訪し、円ドル、ユーロによる三極基軸通貨体制構築を提案、円をアジア地域の基軸通貨とする意図を表明したが、このような大きな変動をもたらす為替政策を実施する国連通貨が、そのような資格を持つのかという批判は免れない。

大規模介入が市場メカニズムの機能を損ねることにも注目する必要がある。当局がドル約12円相場は九五年四月一日の79円7円銭の底と九八年八月一日の一四七円6銭の天井を大きく上下した。この間の米日関係は、冷戦時代の枠組みの崩壊による安全保障上の配慮が低下し、経済問題の利害対立が表れた。経済収支不均衡問題はその象徴となった。

八〇年代半ば以降、貿易不均等の激化は拡大し、米日経済摩擦が激化、米国では日本異質論者（レビシスト）たが台頭し、九三年に経済の立て直しを重要課題とするグリッドトン政権に参画し影響力を強めた。彼らは八〇年代のジャパンマネーの席捲していた順の傲慢な日本が、経済的な苦境にある米国にとりかえ特殊な国という認識をもち、数値目標設定など管理貿易の強い攻撃的な対日政策を振りかざすことにになった。
経常収支がＩＳバランスの問題であり、マクロ的な貯蓄と投資が変化しなければ問題は解決しないのであるが、米側の要求は経済の論理ではなく、経済的動機に基づくものであった。すなわち米国の議会や行政府の少なしん政策担当者たちの考え方は、経常収支赤字やこれに伴う対外債務の累増を、不健全かつ危険であり、国際競争力を強化することが必要というものであった。外国とくに日本の市場開放を要求する、「戦略的貿易論」は、クリントン政権の結果志向重視の通商政策の根拠となった。これに基づき米側は次々と難題を持ち出し、日本側はそれに受身で対応した。困難な国内調整を避けるために、ある程度の円高を受け入れて米国をなだめようとした日本側の思惑もあった。その間、金融危機の進行で本邦金融機関のリスク負担能力は低下し、積極的に為替リスクをとって海外投資を拡大できぬ中、デフレ圧力による輸出拡大、米側の円高カーデに相乗りした投機資金の流れなどもあって、経済実態としては緊縮的な状況において、為替政策が緊急避難的に、もし問題先送りのために、またはマクロ政策の補完もしくは代替的に出動するようになったと思われる。対日裁量発動の一歩手前まで行った九五年春の橋本・カーター会談を山場として、日米関係は徐々に緊張緩和の方向へ向かった。これは米国経済がニューエコノミー改革が伝統的な製造業から金融やＩＴなど知識集約的な産業に変わりつつあることを反映したものでもあり、米国は逆効果優位にあるこれら分野における自由化要求へ重心を移すことになった。
同時に米国は海外資本の流入で経常赤字をファイナンスするのみならず、それをリスクマネーとして世界に再分配する役割の強化を図るようになってきた。そのために強まるドル政策を掲げるようになった。日本の金融危機や超低金利はそのプロセスを助長し、円キャリアトレードでドル円相場は急騰したものの、ロシア危機をきっかけにその巻き戻しが起きて今度はドルの急落を招いた。九九年には時期尚早の円高を真似ての防げる日本に対して、G7などで声高ら反対がなかったのは、まだ弱体な経済でありながら政策的に行き詰まりを見せている日本には、それ以外に方法がないという消極的な認識が共有されたのでないか。

すなわち九〇年代後半にデフレからの脱却と不良債権処理に注力すべきところ、政府は財政構造改革を急ぎすぎ、マクロ経済政策の補完的色彩を強めるような深刻化するデフレに対応せずに、九九〇年一月に遅ればせよから導入したゼロ金利政策の効果にも疑問であった。このような状況において、二〇〇〇年以降も大規模な為替市場介入が継続され、次第にマクロ経済政策の補完的色彩を強めるようになるのである。しかし九〇年代後半の大規模介入は、効果を発揮するために必要な整合的でない金融政策が不在のまま力まかせの介入が行われた結果、かえって市場の変動性を高め、その機能を歪める副作用もあったことに留意すべきであろう。

（二〇〇五年七月三日）
九〇年八月末、ブッシュの強い要請に応えて、海部は中東支援策を発表、一〇億ドルを提供することを決めたが、九月にブレディ財務長官が来日、橋本兼相に一〇億ドルの増税徵収を要請。九〇年八月末にイラン戦争を強奪した米軍の米軍費、非難を増税続くことが決定。九〇年八月にイラン戦争を強奪した米軍の米軍費、非難を増税続くことが決定。
Submitted by Senator Roul, US Senate Committee on Finance, June 17, 1999

Ramaswamy & Samuel (2000)