

## 論文の要旨

氏名 川 口 陽 享

論文題目 中央銀行の金融政策に関連する叙述的資料による分析

### 論文の要旨

日本銀行のゼロ金利政策や量的緩和政策は内外の研究者が強い関心を示し研究もされている。しかし、既往の研究は、量的緩和政策等の効果に関する分析が中心であり、その政策決定過程に関しては、ジャーナリストの著作が多少存在するが、学術分野での研究は数が少ないことを梅田雅信（2011）は指摘している。また、その1つの要因に、これまでは政策委員会・金融政策決定会合の議事が日本銀行執行部のまとめた議事要旨でしか公表されなかったことをあげている。

1998年施行の新日銀法は、透明性を高めるため、第20条により各会合から10年間を経過した後議事録を公表することを定めており、2008年度から議事録あるいは資料の公表が開始された。本研究は、その公開された議事録・資料や政策当局による公表文書等を活用し、量的緩和政策という異例の金融政策が2001年3月19日の金融政策決定会合において導入された理由を、2006年3月19日の金融政策決定会合において解除に至った条件を現在の視点で分析しようと試みた。

上記の目的のため第4章において量的緩和政策の導入理由を、第5章において量的緩和政策の解除の条件（判断基準）を2つの分析視点として設定し、その上で本稿を6の章に分けて量的緩和政策の導入理由、あるいは解除の条件について論じた。

以下では各章の要旨を述べる。

### 第1章 序論

本論文の目的、その背景及び構成を説明している。

### 第2章 日本銀行の役割と金融政策

日本銀行の役割と金融政策と題し、1998年4月旧日本銀行法が改正施行され、大きく変

化した日本銀行法の改正点と日本銀行の役割について述べた。また、改正後の総裁別に見る金融政策の変遷、金融調節を行う日本銀行政策委員会の金融政策運営の仕組みについて概説した。

### 第3章 量的緩和政策が決定される前の金融政策決定会合

2001年1月19日から2月28日までの間、量的緩和政策を導入する直前までの金融政策決定会合において政策委員の間でどのような議論がされ、これらの金融政策運営方針が決定されたのか、その際、量的緩和政策や不良債権処理について政策委員の中でどのような議論が交わされたか、金融政策決定会合に同席した政府出席者の発言は日本銀行に対する金融緩和の圧力になっていたかも合わせて検証した。

2000年8月11日、ゼロ金利政策を解除したものの、同年秋頃から内外情勢は悪化し始め、株価は下落し、米国ではITバブル崩壊の兆しが見え始めていた。しかし、2001年1月19日、金融政策決定会合における政策委員の多くは、日本の現状の景気認識は悪化しているが、「我が国の景気は、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している」というものであり、政策金利はゼロ金利政策を解除したとき以来続けている無担保コールレート（翌日物）0.25%を現状維持とした。

2001年2月9日の金融政策決定会合においては、公定歩合（現在は基準貸付利率）を0.5%から0.35%へ利下げを決定し、ロンバート型貸出制度の導入などにより流動性供給方式の改善策を取ろうとした。

2001年2月28日の金融政策決定会合においては、再度公定歩合を0.35%から0.25%へ利下げし、無担保コールレート（翌日物）を0.25%から0.15%へ利下げを行い金融緩和を図った。

### 第4章 量的緩和政策の導入

2001年3月19日の金融政策決定会合が下した政策が、なぜゼロ金利政策への回帰ではなく、量的緩和政策を導入したのかその理由を検証した。2001年3月19日の金融政策決定会合議事録をみると、量的緩和政策導入については5人の政策委員が、懐疑的あるいはゼロ金利政策の整理ができていないという理由から議事の最後まで意見がまとまらなかった。5人の中には山口副総裁を始めとして多くの委員がゼロ金利政策を考えていた。議長案の効果を考えて、ゼロ金利政策に回帰することでもよかったのではないかと筆者は考えるが、それではなぜ前例のない量的緩和政策を導入するに至ったのか、公表された金融政策決定会

合議事録、日本銀行・政府の公表文書、学術書、日本銀行の取材を通じて書いたジャーナリストの本、ディスカッション・ペーパーや新聞記事等を用いることにより検証した。

結果、量的緩和政策を導入するに当たって次の、(1) 政府・与党から量的緩和を促す圧力がある、(2) 銀行法の改正を迫られている、(3) 不良債権処理の解決のため政府に協力を求める必要がある、(4) 早すぎたゼロ金利政策解除の総裁責任を回避するため、あえてゼロ金利政策を取らず量的緩和政策に変えた、四つの導入理由があったと分析する。

## 第5章 量的緩和政策の解除

日本銀行は、政府がデフレ脱却宣言を行っていない中、2006年3月9日の金融政策決定会合において量的緩和政策の解除を決定した。この時期、日本銀行は量的緩和政策の解除の条件(判断基準)について、どのように考えていたのか。それに対して政府の考える量的緩和政策の解除の条件(判断基準)はどのようなものであったのか。また、日本銀行と政府は量的緩和政策の解除とデフレの判断基準をどのように考えていたのか。金融政策決定会合議事録、参議院予算委員会会議録、経済財政諮問会議議事録、日本銀行・内閣府のスタッフによる研究論文等を検証し、分析を試みた。

日本銀行の量的緩和政策の解除の条件は、政策判断の主要な指標として、3条件の公表文から分かるように、政策判断基準の継続性という観点からも消費者物価指数(除く生鮮食品)を使っていた。それに対して、政府の考える量的緩和政策の解除の条件は、金融政策決定会合議事録から分かるように政府出席者の発言や、その発言に対し反論する政策委員の意見から、政府の量的緩和政策の解除条件はデフレの脱却であったと考える。

政府と日本銀行はデフレを判断する指標をもっていたのであるだろうか。内閣府政策統括官のディスカッション・ペーパーは、内閣府の考えと日本銀行調査統計局の考えを次のように示している。内閣府の考えは、企業や家計部門がインフレ期待を形成するとすれば、最も情報収集しやすい消費者物価指数に基づいて期待を形成すると考えるのが合理的であるという理由から、消費者物価指数を基本にデフレを判断することが望ましいとしている。

それに対し、日本銀行調査統計局(1998)は、デフレを測る指標として、GDPデフレーターを提案しており、その理由にGDPデフレーターは、速報性の点では劣るものの、WPIやCPIに比較して輸入物価の影響を受けないことをあげている。

政府は量的緩和政策の解除条件をデフレ脱却とし、そのデフレ脱却の判断指標にはプラスになりにくいGDPデフレーターを使って、日本銀行に金融緩和を要望している。それで

は政府はなぜデフレ脱却の判断をするための主要な指標として GDP デフレーターを重視したのであろうか。これらの判断資料から、政府・与党は景気回復を優先するあまり、最後までプラスになりにくい GDP デフレーターを引合いに出し、金融緩和をできるだけ先まで引き伸ばしたいという思いがあったと筆者は考える。そこに政府と日本銀行が量的緩和政策解除を判断する考え方と指標の使い方に違いが生じていたのではないかと分析する。

## 第 6 章 結論と課題

金融政策の運営にあたって重要なことは、中長期的な物価の安定が維持されることであるが、物価の安定をどのように測定するかという問題がある。例えば、日本銀行が 2010 年に示したインフレ目標 1% は、2013 年には政策委員の見解ではなく、政権の政治的な変更公約で 2% に変更され、さらに 2 年の達成期限が加えられたが、2% の目標は達成を何度も先送りされている。いつまで経っても目標を達成できなければ中央銀行は信用を失うことになりかねない。物価安定を数値的な定義や目標をもって示す場合には、時代によって変化する品質の問題、購入量によって変わる複雑なプライシング、経済社会の高度化によるサービス経済化の進行等は、物価上昇率を統計的に正確に把握することの困難さがある中で、金融政策の目的や物価の安定をどのように理解し、具体的にどのように表現すればよいのか、法規やその国の置かれた経済状況や社会状況を考えて策定する必要があるが、過度の目標設定は歯止めのない緩和を招く事態も想定される。目標をより現実的なものに見直すことも重要である。

今後の研究課題としては、2006 年 3 月 9 日の金融政策決定会合において、決定した「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」以降を中心に政策委員の「物価の安定」に関する議論を引き続き議事録を使い変遷を検証してみたい。