

博士論文

中央銀行の金融政策に関連する  
叙事的資料による分析

令和3年1月

川口 陽享

## 内容

第1章	序論	- 1 -
1-1	本論文の目的とその背景	- 1 -
1-2	先行研究	- 4 -
第2章	日本銀行の役割と金融政策	- 7 -
2-1	日本銀行法の改正	- 7 -
2-2	日本銀行の役割	- 8 -
2-3	金融政策	- 9 -
2-3-1	総裁別に見る金融政策の変遷	- 10 -
2-4	日本銀行政策委員会とボードメンバー	- 16 -
2-4-1	日本銀行政策委員会	- 16 -
2-4-2	日本銀行政策委員会のボードメンバー	- 18 -
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	- 19 -
3-1	2001年1月19日、金融政策決定会合	- 19 -
3-1-1	2001年1月19日の金融政策決定会合	- 20 -
3-1-2	量的緩和政策についての政策委員の発言	- 23 -
3-1-3	不良債権処理についての政策委員の発言	- 24 -
3-1-4	政府出席者の発言	- 24 -
3-1-5	まとめ	- 25 -
3-2	2001年2月9日、金融政策決定会合	- 26 -
3-2-1	2001年2月9日の金融政策決定会合	- 26 -
3-2-2	日本銀行の景気判断は甘いのか	- 31 -
3-2-3	量的緩和政策について	- 34 -
3-2-4	不良債権処理について	- 34 -
3-2-5	政府出席者の発言	- 35 -
3-2-6	まとめ	- 36 -
3-3	2001年2月28日、金融政策決定会合	- 37 -
3-3-1	2001年2月28日の金融政策決定会合	- 38 -

3-3-2	量的緩和政策について .....	- 41 -
3-3-3	不良債権処理について .....	- 42 -
3-3-4	政府出席者の発言 .....	- 42 -
3-3-5	まとめ .....	- 43 -
3-4	本章のまとめ .....	- 45 -
第4章	量的緩和政策の導入 .....	- 47 -
4-1.	2001年3月19日、金融政策決定会合 .....	- 48 -
4-1-1	2001年3月19日の金融政策決定会合 .....	- 49 -
4-1-2	金利政策派と量的緩和政策派 .....	- 62 -
4-1-3	不良債権処理について .....	- 63 -
4-1-4	政府出席者の発言 .....	- 64 -
4-1-5	まとめ .....	- 65 -
4-2.	量的緩和政策決定過程の検証 .....	- 67 -
4-3	本章のまとめ .....	- 80 -
第5章	量的緩和政策の解除 .....	- 88 -
5-1	日本銀行政策委員の考える量的緩和政策解除の条件 .....	- 89 -
5-2	政府の考える量的緩和政策解除の条件 .....	- 97 -
5-3	量的緩和政策解除の条件とデフレ .....	- 99 -
5-3-1	1990年代後半からの日本のデフレにまつわる議論 .....	- 99 -
5-3-2	量的緩和政策の解除条件とデフレ .....	- 103 -
5-4	2006年3月9日、量的緩和政策の解除は日本銀行・政府とも容認できる景気の回復が見込めたのか .....	- 107 -
5-5	本章のまとめ .....	- 111 -
第6章	結論と課題 .....	- 113 -
参考文献	.....	- 121 -
謝辞	.....	- 124 -

## 第1章 序論

### 1-1 本論文の目的とその背景

本研究のきっかけは、新聞報道<sup>1</sup>にある。量的緩和政策の導入を前にして日経新聞は、「政府は19日の日銀政策委員会・金融政策決定会合で金融の量的緩和策を含めた独自の追加策を提案する準備を進めている。現在の日本経済は緩やかなデフレにあるとの見解に基づき、金融政策面からの対応を日銀に求める。政府は会合での議論を見定めた上で議案<sup>2</sup>を提出する必要があるかどうかを最終的に判断する方針だ。日銀はこれも踏まえて一段の金融緩和策を決める見通しだ」と2001年3月19日の政策委員会・金融政策決定会合（以下、金融政策決定会合という）を前にして、政府の量的緩和圧力を報じている。

また、量的緩和政策の解除についても日本銀行が2005年10月30日公表した「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」<sup>3</sup>が、2006年度に向けて量的緩和政策解除の可能性に触れたことに対して、政府・与党が早期の量的緩和解除を目論む日本銀行を牽制する新聞報道<sup>4</sup>として、「自民党の中川秀直政調会長が『日銀法の改正も視野に入れる』と言及したのに続き、小泉純一郎首相も慎重な考えを示した。首相自ら金融政策に踏み込むのは異例。背景には『デフレ脱却』を巡る景気認識などのずれがあり、突然の逆風に日銀は戸惑いを隠せない」と報じている。

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、その政策が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が、日本銀行に対立する政府・与党の姿勢に疑問が生じた。

1998年施行の新日本銀行法は、透明性を高めるため、第20条により各会合から10年間を経過した後に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。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、量的緩和政策の導入理由、解除条件を解明できないかという思いから、金融政策決定会合で決定した政策委員の議論および判断を通して、政策決定過程を現在の視点で分析してみよ

---

<sup>1</sup> 日本経済新聞朝刊 2001年3月17日付 001 ページ「追加金融緩和提案へ 日銀会合で政府」。

<sup>2</sup> 日本銀行法第19条2項による金融調節事項に関する議案の提出。

<sup>3</sup> 「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」 pp.6-8。

<sup>4</sup> 日本経済新聞朝刊 2005年11月1日付「量的緩和、解除『まだ早い』、異例の言及、日銀に逆風—デフレ脱却認識ずれ」。

うと試みた。

各章は、以下のような内容となっている。

第2章においては、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る。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を概説する。

第3章においては、量的緩和政策が導入される前の金融政策決定会合を議事録により検証する。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日の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）<sup>5</sup>を0.25%から0.15%へ利下げを行っている。

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議事録を基に検証する。また、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ていたか、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圧力になっていたのかも併せて検証する。

第4章においては、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する。

2001年3月19日の金融政策決定会合議事録を見ると、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

---

<sup>5</sup> 金融機関同士が資金をやり取りするコール市場における無担保の翌日物取引レートのこと。

金利政策を考えていた。議長案の効果を考えると、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検証する。

第5章では量的緩和政策の解除に至る条件（判断基準）について検証する。

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と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。その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使いながら、日本銀行が量的緩和政策の解除に至った条件および経緯を分析する。

第6章では第3章から第5章までの内容を基に本論文の結論と今後の研究課題を述べる。

## 1-2. 先行研究

梅田雅信（2011）<sup>6</sup>は、新日銀法下の金融政策は異例の連続であり、こうした日本銀行の政策対応に関しては、特にゼロ金利政策や量的緩和政策を中心に内外の研究者が強い関心を示してきたが、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指摘している。

その1つの原因に、これまでは金融政策決定会合の議事の検討結果が議事録ではなく、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年間を経過した後に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始めた。その公開された議事録等を使い、未公表の期間については議事要旨や審議委員の講演・記者会見要旨・日銀スタッフの研究論文等により、その政策決定過程を分析し、新日銀法下における金融政策決定会合の機能評価を行うと伴に、金融政策運営へのインプリケーションを引き出すことを目的として書かれた学術書である。

具体的には次の3点について検証している。

- ① ゼロ金利政策や量的緩和政策といった異例の政策導入・解除や、その後の金融政策運営に関する政策形成が、どのようなプロセスでなされていったのか、この点を明らかにすることにより、総裁や執行部による指導力の発揮状況、審議委員の果たした役割や政府との関係等を中心に金融政策決定会合の機能度を評価する。
- ② 新日銀法下における政策変更の対外公表文上の理由としては、「デフレ」や「物価低下圧力」という実体経済にかかわる指標を中心に据えるロジックが採用されることが多かったものの、ゼロ金利政策や量的緩和政策といった異例の政策や、その後の金融政策運営が採用されるに至った日本銀行の判断の背景には、どのような動機や大きな狙いがあったのか、この点を明らかにする。
- ③ 新日銀法施行後の日本銀行の政策運営は、市場との円滑なコミュニケーション、人々の期待形成へのチャンネルとどこまで整合性がとれていたとみることができるか。

---

<sup>6</sup> 梅田雅信（2011）『日銀の政策形成』東洋経済新報社。

鐘ヶ江毅（2002）<sup>7</sup>は、日本金融学会報告（2002年春季大会）のため作成したディスカッション・ペーパーにより、新日本銀行法が施行され4年が経過した2002年の時点で、新法施行後の金融政策の推移を見ている。際立った政策としては「ゼロ金利政策の導入」、「ゼロ金利政策の解除」、また「実質的にゼロ金利政策の導入」をあげる。中でも日本銀行の政策委員会が政府の議決延期請求権を否決した「ゼロ金利政策の解除」をあげている。ゼロ金利解除に関しては多くの議論があるが、一部の国会議員が研究会を組織し提起した日銀法改正案とその取り組み方について意見を述べている。さらにはこの機会にと、将来の再改正に備えて、改めて問題点を指摘している。

当初は、一部の与党・自民党の国会議員が、研究会を組織し提起した問題であると思っていたが、論文添付の日銀法改正案を目にすることができ、日本銀行にとっては、与党・自民党が一段と大きな圧力であったことが分かった。

岡本直樹（2001）<sup>8</sup>は、ディスカッション・ペーパーにより政府と日本銀行のデフレの定義、あるいはデフレを判断する指標を整理している。2001年3月までの政府は、デフレを「（単に物価が下落することを指すのではなくて）物価の下落を伴った景気の低迷をさす場合」と定義し、次の3つに整理していた。①（物価動向にかかわらず）不況、景気後退をさす場合、②物価の下落を伴った景気の低迷をさす場合、③景気の状態にかかわらず物価の下落をさす場合である。しかし2001年3月以降、政府はデフレの定義を見直している。現在の状況下では、物価が下がること自体に問題がある等の観点を重視し、従前の定義「物価の下落を伴った景気の低迷を指す場合」を改め、国際的な基準に合わせ「物価の持続的な下落を指す場合」をデフレの定義として採用したのである。

また、岡本直樹（2001）によると、日本銀行は2000年10月の調査月報に掲載した「我が国の物価の動向—90年代の経験を中心に—」により、デフレを「物価の全般的かつ持続的な下落」<sup>9</sup>と定義している。この時期、政府と日本銀行のデフレの定義は、ほぼ同じである。それでは、デフレを判断する場合にどのような指標を採用するべきかという点について、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<sup>10</sup>。

---

<sup>7</sup> 鐘ヶ江毅（2002）「日本銀行法の再改正論議をめぐって」。

<sup>8</sup> 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」。

<sup>9</sup> 日本銀行調査月報2000年10月、p.52。

<sup>10</sup> 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」、pp.28-29。



内閣府は、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。それも季節要因や特殊要因を取り除かない総合で見ることが望ましいというものである。それに対し、日本銀行調査統計局（1998）<sup>11</sup>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。

政府と日本銀行が、量的緩和政策の導入時あるいは解除時前後に、デフレを測る主要な指標を何にしていたかを知りたい筆者の研究に有効であった。

古賀麻衣子（2003）<sup>12</sup>によると、消費者物価指数（除く生鮮食品）の2003年4月の前年比は-0.4%と、下落幅が縮小したが、GDPデフレーターは1～3月の前年比が-3.5%と統計開始以来、最大の下落率になった。この2つの統計の乖離には、様々な一時的要因が影響しているが、もう少し長い目でみても両者はかなり異なった動きをしており、どちらでみてもデフレの程度についての印象がかなり異なる。この論文は、これら2つの物価指標の動きが実際にどのように異なり、そうした乖離がなぜ生じるのかについて解説した論文である。中でも、GDPデフレーターの下落率が恒常的に大きいという点については、①カバレッジが広く価格下落率の大きい投資財を含んでいること、②CPIとは逆方向のバイアスをもつ指数算式で作られていると解説する。また当時のGDPデフレーターは基準年が古いため、パーシェ指数であることに伴う下方バイアスが大きくなっている可能性があるほか、短期的な振れが大きく物価変動の基調を読みにくく、表面価格ではなく「品質調整」によって低下している度合がCPIに比べて大きいので、GDPデフレーターを基調的な物価変動の指標、期待デフレ率の代理変数などとして重視することに慎重でなければならないと指摘している。この指摘は、筆者の研究に有効であった。

---

<sup>11</sup> 日本銀行月報 1998年6月「1997年度の金融および経済の動向」、p.80。

<sup>12</sup> 古賀麻衣子(2003)「GDPデフレーターの下落率はなぜ大きいのか?—消費者物価指数との乖離の背景を探る—」、pp.1-4。

## 第2章 日本銀行の役割と金融政策

### 2-1 日本銀行法の改正

日本銀行は、1882年（明治15年）10月に業務を開始した歴史ある中央銀行であるが、1998年4月、旧日本銀行法が改正され金融政策運営の仕組みが大きく変化した。

新日本銀行法は、第1条1項「日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする」において、1番目に日本銀行券を発行できる唯一の発券銀行としての制度的な役割をもっている。政府機関ではないが民間金融機関とも違い、利益を追求することを目的としていないため通貨を発行することで得た通貨発行益は、運営コストや出資証券所有者への配当等を除いて残りは国庫納付金として政府に納付される。また、合わせて通貨及び金融の調節を行う役割も規定されている。通貨や金融の調節とは、オペレーションを通じて通貨量を調節することである。

次に2項「日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」において、資金決済における秩序維持のための政策を規定している。この規定は金融調節を手段とする金融政策とは区別され、プルーデンス政策と呼ばれる。

第2条「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」においては、ここに2番目の役割として、「物価の安定」という目的を達成する役割を負っているが、「物価の安定」を図ること自体が最終目標ではなく、「国民経済の健全な発展」が最終目標であるため、その責務を日本銀行が負うことを定めている。

また、政府と日本銀行との関係については、19条1項により金融政策決定会合に政府の代表者（財務大臣、経済財政担当大臣もしくはその代理）を出席させ意見を述べる権利を、2項により政府出席者に議決権はないが、議案を提出できる権利及び議決延期請求権を認めている。

新日本銀行法の理念は、政策運営の透明性と独立性である。透明性とは、金融政策が金融政策決定会合で多数決により決定されることである。旧法においては、政策委員の位置づけがはっきりせず、実質的には総裁・副総裁・理事からなる役員集会で意思決定が行われていたようである。独立性とは、政府が業務命令権や審議委員の罷免権を有しないことである。

旧法においては、政府に広範な監督権限があり、大蔵大臣に業務命令権や役員解任権が与えられていた。<sup>13</sup>

また、旧法には金融政策の目的に関する規定がなかったが、新法においては、世界の流れに乗るべく、国民経済の持続的な成長に貢献するよう金融政策の目的として物価安定の規定を設けている。

## 2-2 日本銀行の役割

日本銀行は、日本銀行法によって定められた認可法人である。資本金は 1 億円で、その 55%を政府が、残りの 45%は民間から出資されている。株式会社ではないため株式に相当する出資証券が発行されており、ジャスダックに上場されているので売買も可能であるが、普通株式と異なり議決権はなく、配当は年 5%までと法で定められている。

白川方明（2008）<sup>14</sup>によると、中央銀行のもっとも根源的な機能は、中央銀行通貨という信用リスクのない通貨を発行することである。中央銀行は、この機能により様々な役割を果たしている。その役割や範囲は国により、また時期にもより異なるが、大きくは 5 つの役割をあげている。勿論、日本銀行にも通じるものである。

第 1 は、決済サービスを提供することである。銀行券は小口の決済手段として企業や個人に利用されている。一方、大口取引ないし金融市場取引の決済には、日本銀行当座預金を利用されることが多く、民間銀行の資金決済に利用されている。

第 2 は、「最後の貸し手」として流動性（資金）を供給することにより、金融システムの安定を維持する役目である。通貨は、日本銀行通貨だけでなく、金額としてはるかに多い民間銀行の預金通貨と両方で構成されている。民間銀行の預金通貨は、通常はいつでも日本銀行通貨への引き換えが可能であるという安心感から、信用リスクを意識することなく通用している。しかし、金融システムの一角でシステムック・リスクが生じた場合には、それを防ぐため日本銀行は流動性不足に直面した民間銀行に対し、「最後の貸し手」として流動性を供給する役目をもっている。

第 3 は、物価の安定を実現する役割、すなわち、金融政策を運営する役割である。金融政策は通常は金利のコントロールを通じて実行されるが、日本銀行が金利をコントロールで

---

<sup>13</sup> 海外の事情については、例えば、Fischer, Stanley (2017)“The Independent Bank of England-20 Years On” を参照のこと。

<sup>14</sup> 白川正明（2008）『現代の金融政策—理論と実際』日本経済新聞出版社、pp.17-22。

きるのは、日本銀行通貨の供給を独占しているからである。この供給量を増減させることにより金利水準のコントロールをし、物価の安定を可能にする役割をもっている。

第4は、金融機関に対する規制・監督を行う役割である。日本銀行は、考査を行うことでこの役割を担っているが、ECB（欧州中央銀行）やBOE（イングランド銀行）においては、その役割はない。

第5は、「政府の銀行」としての役割である。中心的な役割としては、政府預金を預かり、国庫金の受払い等の業務を行っている。

また、白川方明（2008）は、以上5つの中央銀行の役割を金融システムと金融政策の2つに大別し、この2つの役割は前者を金融システムの安定ということで「バンキング政策」、後者を物価の安定ということで「金融政策」として使い分けている。その1つ目の役割である「バンキング政策」は、通貨あるいはより一般的に金融システムそれ自体が経済活動の不安定化要因になることを防ぐことである。過去の例からも金融恐慌などの例が示しているように、通貨や金融システムは時としてそれ自体が経済の不安定化要因になることもあるので、中央銀行には金融システムの安定が必要とされる。2つ目の役割である「金融政策」は、物価の安定を実現することである。価格メカニズムは、資源の効率的な配分を実現するが、これが可能となる前提は、全体として物価が安定し、個々の財・サービスの希少性が価格シグナルという形で正確に認識されることである。

### 2-3 金融政策

先に述べた日本銀行の5つ役割のうち第3の役割が金融政策に当たる。日本銀行法に定めるこの金融政策の最大の目的とは、物価を安定させることにより「国民経済の健全な発展」を図ることにある。

白川方明（2008）<sup>15</sup>によると、1998年4月に改正施行された日本銀行法は、第1条1項「日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする」と規定したうえで、第2条では「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と規定しているが、その第1条1項でいう「通貨及び金融の

---

<sup>15</sup> 白川正明（2008）『現代の金融政策 — 理論と実際』日本経済新聞出版社、pp.23-84。

調節」が金融政策と解されていると述べている。

旧日本銀行法（1942 年施行）においては、金融政策の目的に関する具体的な規定は存在せず、物価の安定は、いくつかの目的の一つにすぎなかったようである。

### 2-3-1 総裁別に見る金融政策の変遷<sup>16</sup>

総裁は政府とのつながりも強く、政策委員会の中で総裁の発言は大きな影響力をもっている。1998 年に施行された新日本銀行法以降の金融政策を総裁別に見ることにより、各時期の金融政策の変遷がよく分かると思われる。

#### 速水優総裁

1998 年 3 月～2003 年 3 月

1998 年に新日本銀行法が施行され、政策決定のプロセスが大きく変わった最初の総裁である。新日本銀行法の施行後は役員集会が廃止され、政策委員会が日本銀行の最高意思決定機関となった。旧日本銀行法と異なり、政府関係者には議決権がなく、政策委員同士の議論を通じて金融政策が決定されるようになった。

新しい制度的枠組みの中で、1999 年 2 月 12 日～2000 年 8 月 11 日までゼロ金利政策が取られ、無担保コールレート（翌日物）を 0.15%前後で推移するよう金融調節される。2001 年 3 月 19 日には、量的緩和政策が導入された。金融市場調節の主たる操作目標を、日本銀行当座預金残高（以下、当座預金残高という）とし、金融市場調節方式を、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇が安定的にゼロ以上となるまで継続する」という時間軸政策を取り入れる。この政策は金融機関にゼロ金利で必要な資金を供給し、その目標額を引き上げることでアナウンス効果を発揮するというものであった。当初の当座預金残高目標は 5 兆円であったが、2003 年の総裁任期終盤には 17～22 兆円まで引き上げられていた。また 2002 年 10 月 11 日には、金融市場の安定化を図るため 2 兆円を上限に金融機関からの株式買い取りを開始している。中央銀行が株式のような高リスク資産を購入することは、かつてなかったため、この決定は大きな話題となった。同年 10 月 30 日には長期国債の買い入れの増額が図られ、毎月のグロスの買い入れ額見込みは 1.2 兆円になった。

---

<sup>16</sup> 小林照義（2015）『金融政策』中央経済社、pp.167-176。

## 福井俊彦総裁

2003年3月～2008年3月

就任直後に、臨時の金融政策決定会合を開いて、株式買い入れ額を3兆円にするという金融緩和に積極的な姿勢を見せた。当座預金残高目標は2004年1月に30～35兆円まで引き上げられ、2003年7月には1兆円を限度とする資産担保証券の買い入れも開始している。

2006年3月9日の金融政策決定会合では、2000年公表した『物価の安定』についての考え方」を改めて整理するため、「新たな金融政策の枠組みの導入について」を決定している。物価の安定についての考え方を「中長期的な物価安定の理解」という表現で、消費者物価指数の前年比上昇率0～2%程度（中心値は、概ね1%程度）と各政策委員の見方を示す。

福井総裁のもっとも大きな特徴は、量的緩和政策を解除し、出口政策をしたことである。2006年3月9日、日本銀行は誘導目標を当座預金残高から無担保コールレート（翌日物）に変更している。具体的には、無担保コールレート（翌日物）に「概ねゼロ%」の誘導目標を設定した上で、量的緩和の下、膨らんだ当座預金残高を数か月かけて徐々に減少させていく方法をとった。無担保コールレート（翌日物）が正の値をとる環境に戻すためには、30兆円を超える当座預金残高を所要準備額近くまで減少させる必要があった。当時の所要準備額は約10兆円であったため、20兆円の資金吸収を行っている。この資金を短期に吸収すると金利の乱高下を招く可能性があり、数か月の時間をかける必要があった。量的緩和解除から4か月経った2006年7月14日、無担保コールレート（翌日物）の誘導目標が0.25%に引き上げられ、量的緩和の解除に続いてゼロ金利政策が解除された。2007年2月21日には無担保コールレート（翌日物）の誘導目標が0.5%まで引き上げられた。

## 白川方明総裁

2008年4月～2013年2月

任期中にリーマンショック（2008年）、欧州債務危機（2010年）、東日本大震災（2011年）の非常事態が発生した。白川総裁はこの悪化する経済状況に対応すべく新たな施策を打ち出した。リーマンショック直後の2008年9月には、国内金融機関の米ドル調達を支援するためFRB（連邦準備制度理事会）と中央銀行間スワップ取極めに基づいた米ドル供給オペ（3か月以内の貸付、利率は入札で決定する。また、10月には限度額無制限とする固定金利での貸し付けに変更する）を開始し、同時にCP現先オペの積極的な活用や、年越しの資金



供給を積極的に行うためのターム物オペの早期開始など金融市場の安定化策を打ち出した。同年 12 月には、企業の資金繰りを支援する目的の企業金融支援特別オペ（企業への貸出債権を担保とし、担保額の範囲内において金融機関に対して無制限に貸し出す資金供給オペ）を開始する。このオペは 2010 年 3 月で終了するが、同様の目的のオペが 2010 年 6 月 15 日、「成長基盤強化を支援するための資金供給」（貸付総額の上限 3 兆円）に引き継がれる。

2010 年 10 月 5 日には、包括的な金融緩和政策として、㊸無担保コールレート（翌日物）の誘導目標を 0.1% から 0～0.1%（実質ゼロ金利）に変更し、㊹「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」という公約をすることで、中長期的な物価安定の理解に基づく時間軸の明確化を行い、㊺資産買入等のため総額 35 兆円の基金の創設（最終的には 100 兆円程度まで増額）を行っている。この政策の特徴は非伝統的な政策としての量的緩和に相当する部分を資産買入基金として設定したことである。

また、物価上昇率の目標値を定めることを、それまでの日本銀行は避けてきたが、デフレ脱却を求める政府の圧力により、これまで 2006 年 3 月 9 日以来、「中長期的な物価安定の理解」という表現で、「消費者物価指数の前年比上昇率 0～2% 程度（中心値は、概ね 1% 程度）」と各政策委員の見方を示していたが、2012 年 2 月 14 日の金融政策決定会合では、今までの「理解」という表現を「目途」に変更を決定する。「理解」は政策委員の見方であったのに対して、「目途」は日本銀行としての判断であるという点が相違点である。消費者物価の前年比上昇率を当面 1% として政策運営を行うことを決定する。この決定は日本銀行として物価目標を明確にしたと言える。その後、2012 年 12 月に成立した安倍政権は、日本銀行の金融政策に批判的であり政治的圧力を強める。日本銀行は政府との共同声明として、2013 年 1 月 22 日、インフレ・ターゲティングを導入、「物価安定の目標」として消費者物価指数の前年比上昇率 2% を設定する。

図表 1 は各国のインフレ目標を内閣府の近年の金融政策の動きから抜粋したものである。

### 黒田東彦総裁

2013 年 3 月～

デフレからの脱却ができない経済状況下、第 2 次安倍政権が打ち出したアベノミクスの第一の矢である金融政策を黒田総裁は担うことになった。

2013 年 4 月 4 日には量的・質的金融緩和政策（異次元の金融緩和とも呼ぶ）が導入され

た。この金融政策の目標として、②2年間で消費者物価指数の前年比上昇2%のインフレ目標を達成する、③マネタリーベース、長期国債及びETF（上場投資信託）の保有額を2年間で2倍に拡大する、④長期国債買い入れの平均残存期間を2倍以上に延長するというものである。これらの2年間、2%、2倍という数字は経済学的に決定されたというより、国民の期待にわかりやすく働きかけるためといわれる。

量的・質的金融緩和政策においてマネタリーベースの保有額を2年間で2倍に増加させる（金額にすると、年間60～70兆円のペースでマネタリーベースが増加する）。

通貨量による金融政策は、2006年3月に量的緩和政策が解除されて以来のことである。2001年3月に導入された量的緩和政策は当座預金残高に目標が設定されていたが、今回はマネタリーベース（銀行券発行高+貨幣流通高+日本銀行当座預金）を目標にしている違いがある。当座預金残高を政策変数にすると、当座預金から現金が引き出されると残高が減少するが、マネタリーベースには金融機関の保有現金も含むので残高は変わらない。マネタリーベースは、日本銀行が直接的に供給する通貨量全体であるから、当座預金残高よりもわかりやすいメリットがある。しかし、当座預金残高が大幅に所要準備を上回っているとき金利はゼロ近辺で安定するが、そうでないときはマネタリーベース操作では金利の変動を大きくすることもある。

2001年3月の金融政策決定会合で決められた銀行券ルール（日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする）は黒田総裁就任後に一時停止の措置がとられ、長期国債の買い入れ枠（白川総裁のときは基金の枠を設けていた）も一本化された。

量的・質的金融緩和の特徴は、期待のコントロールに強く依存した政策である。量的・質的金融緩和は、インフレ期待の上昇による実質金利の低下が政策の効果をもたらす。異常と思える程に量の拡大をコミットするが、これは量的な拡大としての効果以上に期待をコントロールするためのアピールである。

2014年10月、長期国債の買い入れ額を50兆円から80兆円に拡大する。ETFなどの買い入れベースを三倍に増額するという追加措置をとるが、当初の目標期間である2年を超えて緩和政策が長期化する中で、2%のインフレ目標が達成されず修正を余儀なくされた。2016年1月マネタリーベースの拡大を維持する一方で、当座預金の一部にマイナス金利を付すというマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策を導入する。マイナス金利政策は、実質的にはマネタリーベース・コントロールという量的目標の操作をやめて、金利操作に復帰



することを意味する。また、2%の物価目標達成時期を2017年度前半頃に先送りする。

量的・質的金融緩和の長期化が予想される中で、長期国債の買い入れが増額されれば金利は低下を招く。これは民間銀行貸出金利の低下につながり、収益に損失をもたらした。金利の低下が行き過ぎ、イールドカーブがフラット化すると金融緩和の効果が減退する。その対応策として2016年9月、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を決定する。短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%前後にするというイールドカーブ・コントロールに政策変更をした。この目的は、フラット化したイールドカーブのスティープ化を進めることにある。この政策に至るまでの間、日本銀行は極端な金融緩和を行っていたため、イールドカーブのフラット化が進んでいた。

物価上昇率が安定的に目標水準を超えるまで金融緩和を続けたかった日本銀行は、金融緩和とセットでイールドカーブ・コントロールを実施、長短金利の利鞘を確保することで銀行の経営にプラスに働くことを狙った。マネタリーベースの拡大目標は、2017年からより柔軟なものになり年間80兆円の増額ペースは弱まっている。2018年10月には長期金利の変動幅を大きくする政策変更を行っている。これは長期金利の上昇を許容するものである。

図表2は中曽宏元日本銀行副総裁が日本銀行の非伝統的金融政策を整理したものである。

図表1 各国のインフレ目標

	導入年	インフレ目標値と幅	物価指標	期間	設定者
日本	2013年	2%	CPI	できるだけ早期に	中央銀行
ニュージーランド	1990年	1~3%	CPI	中期	政府・中央銀行の協議
カナダ	1991年	2±1%	CPI	— (外れた場合には、18~24か月で戻すことを目指す)	政府・中央銀行の協議
英国	1992年	2%	HICPに基づいたCPI	常時 (外れた場合には、妥当な期間で戻す)	政府
スウェーデン	1993年	2%	CPI	— (外れた場合には、2年程度で戻すことを目指す)	中央銀行
オーストラリア	1993年	2~3%	CPI	1景気循環	政府・中央銀行の協議
韓国	1998年	2.5~3.5%	CPI	3年間	政府・中央銀行の協議
ノルウェー	2001年	2.5%近辺	CPI (特にコアCPI)	中期	政府
ユーロ圏(参考)	—	2%を下回りかつ2%近傍	HICP	中期	中央銀行
米国(参考)	—	2%(goal)	PCEデフレーター	中期	中央銀行

(備考) 1. 各国資料により作成。  
2. ユーロ圏と米国は明示的にターゲット(Target)と表明していない。

出所：内閣府の近年の金融政策の動きから抜粋

図表 2

日本銀行の非伝統的金融政策

	操作目標	短期金利誘導目標	① 長めの金利 への働きかけ	② リスク・プレミアム への働きかけ	③ マイナス金利の適用 (当座預金への付利)	④ インフレ期待 への働きかけ	
1999/2月	ゼロ金利政策	無担保 コールレート (0/N物)	「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2000/8月							
2001/3月	量的緩和政策	日銀当座預金	ゼロ%程度 で推移	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2006/3月							
2010/10月	包括的な 金融緩和政策	無担保 コールレート (0/N物)	0~0.1% (実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利オペ  時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)	リスク性資産 買入れ (CP、社債、ETF、 J-REIT)	2%の 「物価安定の目標」 (2013/1月導入)	
2013/4月							
2013/4月	量的・質的 金融緩和	マネタリー ベース	ゼロ%程度で推移 ↓ マイナス圏で推移 (2016/1月→)	大規模な 長期国債買入れ	リスク性資産 買入れ	マイナス金利 (2016/1月導入)	強く明確な コミットメント
2016/9月	長短金利操作付き 量的・質的 金融緩和	長短金利 (短期政策金利 10年物国債金利)	マイナス圏 で推移	イールドカーブ・ コントロール (10年物国債金利操作)	リスク性資産 買入れ	マイナス金利	オーバーシュート型 コミットメント

出所： 中曾宏 (2017)、図表 4 から抜粋

## 2-4 日本銀行政策委員会とボードメンバー

日本銀行に設置された政策委員会の構成、金融政策決定会合のスケジュールや会議運営の流れを見る。また、ボードメンバーについては2001年3月19日、量的緩和政策導入時と2006年3月9日、量的緩和政策解除時のボードメンバーを記載している。

### 2-4-1 日本銀行政策委員会

金融政策の実行手段である金融調節は、日本銀行に設置された政策委員会において多数決により方針が決定される。政策委員会の構成は、総裁1名、副総裁2名、審議委員6名であり、内閣の任命を受け国会の同意を経て承認される。

注目される総裁人事であるが、1998年までの旧日本銀行法の時代は大蔵省（現財務省）の事務次官経験者と日本銀行出身者が交互に就任するケースが続いた。新日本銀行法が施行された1998年以降は、日本銀行出身者が3人続いて総裁についているが、2013年3月にスタートした現体制は財務省出身者である。

政策委員の肩書はさまざまであるが、日本銀行出身者、学者、民間企業出身者、官庁出身者等がバランスを考慮し配置されているように見える。性別構成を見ると男性8名、女性1名が続いている。政策委員の任期は5年で、再任は禁止されていない。任期については、委員の任期が同時に切れ、過去の議論が大きく断絶することのないよう当初から、ずらして決定されている。総裁と副総裁の任期が同時に到来する点は、海外の主要国とは異なるところである。また、委員会のボードメンバーは、日本銀行法第25条により、あらかじめ定められた事由を除き、政府と意見を異にするという理由で解任されることはない。

しかし、政策担当者である総裁、副総裁、審議委員が変われば、マクロ経済に対する見解も変わり、金融政策に対する方針も大きく変更されることもある。

金融政策の方向性を示す金融市場調節方針を決定するのは、政策委員会の中でも金融政策決定会合と呼ばれる会合で、政府の代表者（財務大臣、経済財政担当大臣もしくはその代理）も出席させ意見を述べる権利を有している。

政府出席者には議決権がないが、議案を提出できる権利及び議決延期請求権を認めている。この議決延期請求権は、2000年8月11日の金融政策決定会合において提案されたゼロ金利解除に対して、政府関係者がゼロ金利解除を時期尚早として行使した経緯があるが、政策委員会は政府の議決延期請求を否決している。

金融政策決定会合のスケジュールは、当時（2016年1月から年8回）、月2回行われる場合と1回行なわれる場合があった。2回行われる場合には、前半の会合は2日間かけて開催し、1日目は会合終了後にアナウンスは行わず、2日目の終了後、会合結果の発表あるいは金融経済月報（2016年以降、金融経済月報は「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）に集約された）の発表を行い、総裁が定例記者会見をする。

後半会合は1日だけの開催で、会合終了時には会合結果の発表があり、総裁の定例記者会見がある。なお、議事要旨については1か月～1か月半後に公表される。

また、毎年4月末と10月末の金融政策決定会合では、会合後に「経済・物価情勢の展望とリスク評価」（2004年4月以降は「経済・物価の将来展望」として公表、2016年以降は年4回（通常1月、4月、7月、10月）「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）として公表）を発表する。

金融政策決定会合の進行は、議決延期請求権が行使された2000年8月11日を例にあげると、次のような会議運営となっている。開会の後、Ⅰ.議事要旨（6月28日開催分）を承認し、続いてⅡ.金融経済情勢に関する執行部報告がある。報告は、まず1番目に金融調節、金融・為替市場動向に関する報告から始まり、政府出席者も含めて質疑がある。2番目に海外経済情勢に関する報告があり同様の質疑がある。3番目に国内経済情勢に関する報告があり同様の質疑がある。4番目に金融環境に関する報告があり同様の質疑がある。この後、Ⅲ.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定を行うが、金融経済情勢に関して委員全員から順番に10分程度、意見を聞き、討議がなされる。その後、当面の金融政策運営方針の決定については、これまでの討議を踏まえ当面の金融政策運営方針について委員全員から順番に5分程度を目安に意見が述べられる。最後に取りまとめ的な意見を議長が述べるが、反対の中原伸之委員は独自の議案提出を表明する。議長の取りまとめに対し、政府出席者の村田大蔵総括政務次官が議決延期請求権を行使する必要性を協議するため会議の一時中断を求める。その間、議長案と中原案の議案説明がある。議案説明の後、政府出席者は議決延期の求めに関する検討のため退出する。会議再開の後、村田大蔵総括政務次官が議決延期請求権を行使する。議決延期請求に対し委員との議論があり、政府出席者退席の後、採決があり否決される。続いて、金融市場調節方針の採決がなされ議長案が可決される。その後、対外公表文「金融市場調節方針の変更について」の検討がなされ、最後にⅣ.金融経済月報の検討をし、閉会となっている。

## 2-4-2 日本銀行政策委員会のボードメンバー

2001年3月19日、金融政策決定会合で量的緩和政策導入時の日本銀行政策委員会のボードメンバーは次のとおりである。

日本銀行総裁：	速水 優	(元経済同友会代表幹事、元日商岩井会長、元日銀理事)
日本銀行副総裁：	藤原 作弥	(前時事通信社解説委員長)
	山口 泰	(前日銀理事)
審議委員：	武富 将	(前興銀常務)
	三木 利夫	(元新日鉄副社長)
	中原 伸之	(元東燃社長)
	篠塚 英子	(前お茶の水女子大教授)
	植田 和男	(前東京大学教授)
	田谷 貞三	(前大和総研常務理事)

(出所：日本銀行の資料および各種報道資料より。

ただし、筆者の判断により選択し表記している。)

2006年3月9日、金融政策決定会合で量的緩和政策解除時の日本銀行政策委員会のボードメンバーは次のとおりである。

日本銀行総裁：	福井 俊彦	(元副総裁)
日本銀行副総裁：	武藤 敏郎	(元財務事務次官)
	岩田 一政	(前内閣府政策統括官、元東京大学教授)
審議委員：	須田 美矢子	(前学習院大学教授)
	中原 眞	(前東京三菱銀行副頭取)
	春 英彦	(前東京電力副社長)
	福間 利勝	(元三井物産副社長)
	水野 温氏	(前CSFB証券チーフ・ストラテジスト)
	西村 清彦	(前東京大学教授)

(出所：日本銀行の資料および各種報道資料より。

ただし、筆者の判断により選択し表記している。)

### 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

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。FOMC（連邦公開市場委員会）は、景気の減速を回避するため2001年1月3日、同月31日と2回の利下げを行っている。

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日本の現状景気認識は、中原伸之委員が足元の景気は回復基調が止まり、いよいよ崩れ始めているから更なる緩和が必要であるという認識のほかは、悪化はしているが、「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現状維持であった。

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ていた。

また、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%へ利下げを行っている。

以下、2001年1月19日から2月28日まで量的緩和政策を導入する直前までの3回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なされたのか金融政策決定会合議事録を検証する。

#### 3-1 2001年1月19日、金融政策決定会合

2001年は年明け以降、米国の経済減速と株式市場の変調をきっかけに日本の株安が進み、日経平均株価は前回会合時対比で見ると、前日の株価は1,000円強の大幅な下落となっている。金融システム不安の再燃が意識され、2月危機が囁かれ日本銀行に対して「ゼロ金利回帰」や「金融緩和」の待望論が高まった。しかし、日本銀行は1999年2月にゼロ金利政策に踏み切った時のような金融システム不安は生じていないとの認識から、金融政策運営方針については現状維持としている。2001年1月金融経済月報の基本的見解の総括判断<sup>17</sup>を

---

<sup>17</sup> 1月金融経済月報の「基本的見解」は、1月19日に開催された金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済および金融の情勢に関する基本的見解として決定されたものである。総括判断の第1行目の記述の変化は重要なポイントとなる。



見ると、「わが国の景気は、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、前回会合より下方修正<sup>18</sup>している。

### 3-1-1 2001年1月19日の金融政策決定会合

金融政策決定会合議事要旨<sup>19</sup>によると、多くの政策委員の金融経済情勢に関する認識は、「(1)景気は緩やかに回復傾向を続けているが、輸出の減速により、回復テンポは鈍化している、(2)また、海外経済の減速や内外資本市場の動向に由来するリスクが、一段と明確になってきている、(3)物価は、先行きやや弱含みで推移するとみられる、(4)金融は緩和された状態が続いているといったものであった」とまとめている。

以上のような金融経済情勢を踏まえて、2001年1月19日、金融政策決定会合議事録<sup>20</sup>の中、「Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 2. 当面の金融政策運営方針の決定」において、政策委員は金融政策運営方針について三木委員、武富委員、山口副総裁、藤原副総裁、田谷委員、植田委員、篠塚委員、中原伸之委員、速水議長の順番で発言している。

三木委員は、実体経済が今の踊り場状態から後戻りする懸念が出てくるなど、金融システム不安がシステミック・リスクに繋がる恐れがある時には、弾力的な政策対応が必要であると述べるが、今回の金融調節運営方針については現状維持を提示する。現状維持とは、2000年8月11日ゼロ金利政策を解除したとき以来続けている政策金利の無担保コールレート（翌日物）0.25%の現状維持である。

武富委員は、かなり景況感が悪化しているが、実体経済の方が直ちに悪くなっている訳ではなく微妙な段階にあると考えている。1998年のミニ版的なことを念頭に置きつつ、いざという時には直ぐ動けるよう努める必要があるとの見解を示し、金融調節運営方針については現状維持を支持する。

しかし、山口副総裁は当面の金融調節運営方針については現状維持としながらも、武富委員は流動性供給に万全を期す気持ちの準備で止めたが、ここは一步進めて、金融機関のソルベンシーを前提に流動性の調達に支障が生じることのないように、日本銀行が流動性供給

<sup>18</sup> 2000年12月金融経済月報の総括判断は、「わが国の景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている」であった。

<sup>19</sup> 金融政策決定会合（2001.01.19）議事要旨、p.10。

<sup>20</sup> 金融政策決定会合（2001.01.19）議事録、pp.67-94。

の道具立てを強化する余地がないか、次回会合までに実務的な検討を執行部にしてもらい、それを政策委員会で改めて議論してはどうかと提言した。

藤原副総裁は、当面の金融調節運営方針について現状維持を支持する。

田谷委員は、緩やかな景気回復シナリオを変えるには至っていないが、2000年10月30日決定の「経済・物価情勢の展望とリスク評価」で指摘したリスクの顕現化に相当注意を払わなければならない局面にあると危惧する。景気回復シナリオの実現が疑われる事態に陥った場合には、緩和スタンスを明確にし、金利引き下げを含めて検討すべきであるが、現時点では、そこまでの事態に至っていないとの見解から、金融調節運営方針については現状維持を支持する。

植田委員は、他の政策委員より少し前のめりである。利下げを提案しようと思ったようであるが、無担保コールレート（翌日物）が現在0.25%と低いため、悩ましい状況にあると迷っている。自身ははっきりスタンスを決めている訳ではないが、昨年、一昨年に行われた金融緩和方向での選択肢ないしその効果等についての議論を若干レビューして、今日、政策発動ができないまでも次回以降の議論に繋がりたいと述べ、以下のように持論を示した。①コールレートをゼロないしは若干下げる、②有力な選択肢として「ゼロ金利」プラス「時間軸」、③ターム物コントロール、④長期国債買いオペの増額の4つである。

また、既に超低金利が続いている中で、これらの政策がそこそ効く一つのケースは流動性不安が発生しているケースかと思うが、現状では必ずしも流動性不安が生じている訳ではない。しかし、流動性不安が起こる前に何ができるか準備を開始し、そのメッセージを本日マーケットに対して送りたい考えを述べている。

篠塚委員は、株価下落や金融システム不安といったリスク要因が、かなり警戒的になってきたが、現状の日本経済ではまだ緩やかな回復過程にあるという判断をしており、この時点で政策の変更をする必要はないと考えている。今後、金融緩和を要求する様々な声も出てくる可能性もあるので、ゼロ金利政策を導入した理由、その結果に対する日本銀行としての評価、副作用、問題点などについて、この場でも議論されるのであれば、執行部できちんとまとめておいて欲しいと要望し、金融政策運営方針については現状維持とした。

篠塚委員は、量的緩和政策導入時にも、ゼロ金利政策を採ったときの評価が説明されなければ次には進めない気持ちを述べている。過去に採った政策の評価をもって次の政策に進むことは必要なことである。



中原伸之委員は、2000年10月30日の金融政策決定会合時に、「経済物価の将来展望とリスクの評価」を議決した際、外部環境の変化、特に世界経済の減速や内外株式市場の変調等が十分に記述されておらず、内容が概して楽観的であるという理由で反対しているが、現在そのとき反対した理由が顕現化しており、改めて大変な事態になっていると問題視する。

また、FED（連邦準備制度）と日本銀行を比較して、FEDを見ているとビハインド・ザ・カーブではないかを非常に気にしているが、日本銀行もビハインド・ザ・カーブにならないよう、時としてアヘッド・オブ・ザ・カーブになるように大胆に行動すべきであると量的緩和政策導入の好機を主張した。

速水議長は、政策委員の議論を踏まえて本人の見解を入れ、まとめをしている。1か月間の特徴的な動きについて、第一に輸出の減速を主因にして鉱工業生産の増勢が鈍化してきている。第二に家計部門では、所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善方向にあるほか、賃金も僅かながら前年を上回って推移しており、底堅さが増してきている。第三に最近の株価下落の影響によって、これまでのところ消費者マインド、あるいは金融機関の貸出姿勢や企業金融の状況に大きな変化はみられないというものである。今後の金融政策運営については、先行き幾つか注意すべき材料はあるが、緩やかながらも回復基調が続いているとの判断から、現在、金融政策を変更すべき段階ではない思いを述べている。

また、山口副総裁の提言でもあったが、速水議長は金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法について改善を図りえる余地がないか執行部に次回会合までに検討してもらうことを政策委員に諮った。

その後、金融市場調節方針について、速水議長は議案の取りまとめをしたが、それに対して、中原伸之委員は反対理由を述べている。一番目に日本銀行の景気観が楽観的であり、实体经济の悪化スピードに追い付いていない。二番目に諸指標の動きから判断して、日本銀行の描いてきた標準シナリオは崩れ去る可能性が高くなった。三番目に株価の大幅な下落や物価の下落が顕著である。以上の理由から現状維持では不十分であると、金融緩和の議案を提出した。

中原伸之委員の議案は、中期的な物価安定目標として2002年10月～12月期平均の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、当座預金残高を7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくという一種のインフレ目標付き量的緩和案であるが、否決された。賛成者は1人（中原伸之）、反対者は8人（速水

優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子、植田和男、田谷貞三)であった。

議長案として、金融市場調節方針について無担保コールレート(翌日物)0.25%の現状維持を提案し決定した。議長案に対して賛成者は8人(速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子、植田和男、田谷貞三)、反対者は1人(中原伸之)であった。

また、議案採決の後、速水議長は執行部に対して、「金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図りえる余地がないか検討し、次回会合までに報告すること」と指示した。

### 3-1-2 量的緩和政策についての政策委員の発言

この時期、金融政策決定会合において量的緩和政策について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

中原伸之委員は、2000年10月30日決定の「経済物価の将来展望とリスク評価」は内容が概して楽観的すぎるという理由で反対している。この会合においても最近の外部環境の変化、特に世界経済の減速や内外株式市場の変調等が十分に記述されていないことを指摘し、これらが早々に顕現化してきていると問題視する。また、流動性供給の準備を行うといった意見があるが、今は日本銀行もビハインド・ザ・カーブにならないように大胆に行動すべきであり、量的緩和の好機だと思いと見解を述べている。議案としてもインフレ目標付き量的緩和案を提出している。

中原伸之委員は、元経営者としての考え方が金融政策に出ており、金融緩和を進めたい立場にある。回顧録である中原伸之(2006)<sup>21</sup>から分かるように、石油動向・為替・景気予測に明るく、独自のルートで学者・民間のエコノミストと勉強会をもち、政策提言をサポートしてもらっている。金融政策については、なるべく裁量の余地を減らしてルールを明確にすることを重要視しており、インフレ目標付き量的緩和政策については、ゼロ金利政策導入前から持論を展開している。議事録から筆者が感じることは、物価安定の数値化、インフレ・ターゲティング、量的緩和政策の導入に慎重であった当時の日本銀行にあって、物言う存在として議論を活性化させるために必要な審議委員であったと思われる。

---

<sup>21</sup> 中原伸之(2006)『日銀はだれのものか』中央公論新社、pp.24-61。

### 3-1-3 不良債権処理についての政策委員の発言

この時期、金融政策決定会合において不良債権処理について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

この会合において、三木委員は今年の日本経済の課題として、経済構造改革と金融面では不良債権処理の二つをあげている。不良債権処理についての当事者は金融機関であり、行政当局は金融庁であるが、日本銀行としても信用秩序の維持の観点から事態の正確な把握と金融庁への提案、サポートに力を注ぐべきであると意見を述べている。三木委員は不良債権処理について、いつも政府を意識した緩和政策に前向きな発言をする。

### 3-1-4 政府出席者の発言

この時期、金融政策決定会合において政府出席者の発言が日本銀行に対してどのような圧力をかけていたか検証する。

村上財務副大臣は、日本の経済は企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては、緩やかな改善が続いているという景気判断をしている。しかし、企業部門以外には雇用情勢も依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、家計部門の改善の遅れを指摘する。日本銀行は、政府による諸施策の実施と併せ、我が国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を機動的に行うなど、適切な金融政策運営を行って頂きたいと金融緩和の要請をしている。

坂井内閣府副大臣は、月例経済報告等関係閣僚会議において報告された景気動向から、家計部門の改善が遅れるなど厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善がつづいていると景気動向を判断している。しかし、米国経済の減速や内外株価の下落など景気の先行きに警戒すべき要素が強まっており、政府は経済を自立的回復軌道に乗せていくため、引き続き景気回復に軸足を置いた政策運営を行っていくことを強調した発言をしている。

政府出席者もこの時点では、雇用情勢は厳しく、家計部門の改善の遅れを指摘するが、日本の経済は企業部門を中心に緩やかな改善が続いているという景気判断をしている。

### 3-1-5 まとめ

今回の金融政策決定会合は、田谷委員の発言に代表されるように、緩やかな景気回復シナリオを変えるには至っていないが、2000年10月30日決定の「経済・物価情勢の展望とリスク評価」で指摘したリスクの顕現化に注意を払わなければならない局面にはある。

速水議長がまとめたように、先行き幾つか注意すべき材料はあるが、緩やかながらも回復基調が続いており、現時点では金融政策運営方針を変更すべき段階ではないとした判断に速水議長を含め8人の委員が賛成したことも頷ける。しかし、現状維持としながらも植田委員は他の政策委員よりもう少し前のめりで、何らかの政策発動が望ましいと思っており、次回以降の議論に繋がりたいと述べ、「ゼロ金利」プラス「時間軸」を中心とする金利政策を提示するが、議案としては提出していない。

中原伸之委員は、日本銀行の景気観が楽観的であり、実体経済の悪化スピードに追い付いていないこと、諸指標の動きから判断しても、日本銀行の描いてきた標準シナリオは崩れ去る可能性が高くなっていること、また株価の大幅な下落や物価の下落が顕著であるという判断理由から、インフレ目標付き量的緩和政策を提案する。

不良債権処理についての対応は、三木委員が今年の本邦経済の二つの課題としてあげた経済構造改革と不良債権処理の中の一つである。不良債権処理についての当事者は金融機関であり、行政当局は金融庁であるが、日本銀行としても信用秩序の維持の観点から事態の正確な把握と金融庁への提案、サポートに力を注ぐべきであると意見を述べている。

また、本会合の主要な目的は、山口副総裁の提言でもあったが、速水議長が執行部に対してした指示である。金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図りえる余地がないか、次回会合までに検討をさせたことである。

梅田雅信（2011）<sup>22</sup>は、次回会合で導入されたこの補完貸付制度<sup>23</sup>は、金利政策から量的緩和政策への転換に当たって必要不可欠なスタンドバイ・レンディング・ファシリティであったと考えられると述べている。

---

<sup>22</sup> 梅田雅信（2011）『日銀の政策形成』東洋経済新報社、p.114。

<sup>23</sup> 次節3-2で述べる。

### 3-2 2001年2月9日、金融政策決定会合

執行部の海外経済情勢に関する報告では、米国経済の景気減速傾向が明確化したこと、FOMCの金融緩和を受けて、米国金融市場の逼迫感が和らいだことの説明が経済指標を持ってなされている。同様に、東アジア諸国においても輸出の減速をきっかけに韓国、台湾を中心に景気が減速しているが、中国は内需の好調があり堅調な景気展開をしているというものである。国内経済情勢に関しては、金融経済月報によると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、前月と同じ総括判断をしている。

しかし、この日本銀行の「緩やかな回復が続いている」という景気判断については、新聞報道<sup>24</sup>によると、自民党の証券市場等活性化対策特命委員会（相沢英之委員長）が、2001年1月30日に日本銀行、総務省、厚生労働省、公認会計士協会の担当者を交えて株価対策意見交換をした際、自民党議員から日本銀行批判が噴出し、「緩やかな回復が続いている」という日本銀行の景気判断に反論が相次ぎ、「国債を引き受けて量的緩和を実施すべきだ」との意見まで飛び出して、出席した増淵理事ら日銀幹部は困惑し、「政策委員会に持ち帰って協議する」と返答し、ほうほうの体で会場を後にしたという記事である。また報道は、日本銀行が2001年2月9日の金融政策決定会合に向け資金供給の拡充方法を検討していることにも触れている。しかし、量的緩和を排除したこの方策が強硬姿勢を見せ始めた自民党の理解を得られるか疑問視し、2001年2月9日の金融政策決定会合まで検討を任された日銀事務当局は頭を悩ますであろうとの記述がある。金融政策決定会合を前にして、日本銀行は与党自民党議員により量的緩和を強いられていたことが分かる。

因みに、2001年2月金融経済月報の基本的見解の総括判断<sup>25</sup>は、「わが国の景気は、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、1月と同じ判断をしている。

#### 3-2-1 2001年2月9日の金融政策決定会合

2001年2月9日、金融政策決定会合議事録<sup>26</sup>の中、「IV.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 2.流動性供給方法改善策の具体案の執行部からの報告」に

<sup>24</sup> 日経金融新聞 2001年1月31日付「特命委で日銀批判、量的緩和要求も強まる（BOJウォッチャー）」。

<sup>25</sup> 2月金融経済月報の「基本的見解」は、2月9日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済および金融の情勢に関する基本的見解として決定されたものである。

<sup>26</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事録、pp.83-91。



において、前回決定会合の際、速水議長から指示のあった流動性供給方法の改善について、執行部における検討結果を鮫島企画室参事役が報告をしている。それは、流動性供給方法の改善案の具体策として、①ロンバート型貸出制度（補完貸付制度）の導入、②短期国債のアウトライト・オペの積極活用<sup>27</sup>、③全店買入方式の手形オペの具体化<sup>28</sup>である。

新たに導入するロンバート型貸出制度とは、日本銀行が予め定めた条件に基づき、貸付先である金融機関等の申し込みを受けて受動的に貸し出す常設の貸付制度である。貸出金利は公定歩合（現在は基準貸付利率）で、金融政策決定会合で決定・変更される。適格担保を取り、貸付期間は1営業日であるが、一定の日数までロール・オーバー（借り換え）を認めている。日本銀行が金融政策の誘導目標を無担保コールレート（翌日物）にシフトして以来、政策金利として形骸化していた公定歩合であるが、その金利を無担保コールレート（翌日物）の誘導目標を上回る水準に設定することにより、無担保コールレート（翌日物）の変動の上限となり、無担保コールレート（翌日物）の高騰を抑える効果がある。また、流動性に関する不安を防止して市場機能の円滑な発揮に繋がることが期待できる。ドイツのブンデスバンクのロンバートを引き継ぐECB（欧州中央銀行）のロンバートを参考にしたものである。

報告の後、金融政策運営方針と併せて政策委員は議論する。

金融政策決定会合議事要旨<sup>29</sup>によると、多くの政策委員の金融経済情勢に関する認識は、「(1)わが国の景気は、緩やかに回復を続けているが、輸出の減速により、回復テンポは鈍化している、(2)海外経済がさらに減速する可能性や内外資本市場の動きなど景気にたいする下振れリスクが強まっている、(3)物価は、先行きやや弱含みで推移するとみられる、といったものであった」とまとめている。

以上のような金融経済情勢を踏まえて、2001年2月9日、金融政策決定会合議事録<sup>30</sup>の中、「IV.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 3.流動性供給方法改善策および金融政策運営方針について」において、政策委員は流動性供給方法改善策も併せて金融政策運営方針について、武富委員、山口副総裁、藤原副総裁、田谷委員、植田委員、篠塚委員、中原委員、三木委員、速水議長の順番で発言している。

<sup>27</sup> 現在、実務面の問題から現先オペで対応している。この活用によりやや長めの短期資金を返済圧力がかからない形で供給することが市場の安定に貢献できる。

<sup>28</sup> すでに導入を決定しているが今年度半ば頃を目途に具体化を急ぐ。比較的長めの短期資金を支店の取引先である中小金融機関を含め幅広く安定的に供給できる。

<sup>29</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事要旨、p.10。

<sup>30</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事録、pp.91-117。

武富委員は、政策金利については現状維持を提示する。

山口副総裁は、今回は政策金利を現在の0.25%に据え置き、そのうえでロンバート型貸出に付ける金利である公定歩合の引き下げを考えている。ロンバート型貸出を導入し、公定歩合の引き下げを合わせて実行する場合には、意識的にターム物金利に影響を与える措置になり、公定歩合がまだもっているかもしれないアナウンスメント効果を含めて、流動性供給措置が持つ緩和効果を強化することになると期待を込める。また、受動的に日銀信用を供与するという意味で全く新しいファシリティになり、日本銀行自身が信用リスクを取ることなく銀行信用の拡大をサポートする措置の一つだとロンバート型貸出の導入を好評価した。

藤原副総裁は、政策金利としては現状維持を支持する。

田谷委員は、緩やかに景気が回復していくシナリオをここで放棄はしないが、昨年10月に「経済・物価の将来展望とリスク評価」で公表したほどの回復力は期待できなくなったことを重視する。これは当初から考えていたリスクの一部が顕現化してきたことと、企業収益から家計所得への改善の伝播が想定より遅いことにもよるが、金融政策は経済の実態に合わせて調節していくことが望ましいと述べ、無担保コールレート（翌日物）を15bp下げ、公定歩合については15bpないし25bp下げる提案の意を示す。また、こうした措置は流動性供給方法の改善策と同時に発表することで、より大きなアナウンスメント効果が期待できること、現在はゼロ金利に戻るほど日銀外部との認識の擦り合わせができていないし、97、98年のような危機的な状況ではないことも付け加えた。

中原伸之（2006）<sup>31</sup>によると、田谷委員は審議委員になる前は証券会社のエコノミストとして量的緩和政策を主張していたが、審議委員就任後は持説だった量的緩和政策の採用に慎重になった記述がある。この後も田谷委員は量的緩和政策ではなく、ゼロ金利政策を支持する。中原伸之委員はそれを好意的に見ていない。

植田委員は、足許から近い将来の実体経済については、極々緩やかな回復が続いているが、やや下方修正を迫られた状況にあるとの見方を示す。無担保コールレート（翌日物）を若干引き下げ、その後ゼロ金利政策にする二段階の刻み方があるが、これだけでは効果が弱く、この際、それに公定歩合の引き下げを組み合わせれば効果を強めることができると、田谷委員の提案に賛意を示した。

---

<sup>31</sup> 中原伸之（2006）『日銀はだれのものか』中央公論新社、p.91。

篠塚委員は、この流動性供給方法が十分に浸透すれば、公定歩合は市場金利の上限になりターム物金利にも影響を与えていくことになるので、現在の金融市場調節方針の下でも十分に金融緩和の効果を高める手段であるとの見解を示す。ロンバート型貸出制度がどれだけの効果があるのかわからない段階では、最初から大きな効果を期待して全ての手段を出す必要はなく公定歩合は今のままで良いと、金融政策運営方針については、現状維持を支持した。篠塚委員は政策委員の中ではタカ派（金融引き締めを主張する立場）である。

中原伸之委員は、景気、実体経済の悪化のスピードが非常に速く、日本銀行の標準シナリオはもうビハインド・ザ・カーブになっていると指摘し、一層の金融緩和を打ち出すべきであると持論のインフレ目標付き量的緩和案である当座預金残高を増やすことを主張した。

三木委員は、執行部から報告のあった流動性供給方法改善策により、完全に形骸化していた公定歩合に意味が出てきたことを非常に評価する。金融政策運営方針については政策金利を現在の0.25%に据え置き、そのうえで流動性供給方法改善策として、この新しい貸し出しスキームの公定歩合を0.5%から0.35%に下げる提案をした。

### 流動性供給方法の改善

このロンバート型貸出制度の導入など流動性供給方式の改善策については、一部条件を付ける政策委員もいたが、全員が好評価し賛成した。

ロンバート型貸出制度について、藤原副総裁、田谷委員、三木委員から無担保コールレート（翌日物）と公定歩合の金利差をいくらに保てばターム物金利に引き下げ効果が及ぶのか質問が出たが、増淵理事は、「現状の金利差ではターム物金利を0.05%引き下げる効果がある。ロール・オーバーなどの前提で異なるが、仮に幅が0.10%未満になると、相当程度、新制度が利用される可能性がある」と回答している。

山口副総裁と三木委員は政策金利を誘導目標0.25%で現状維持としながらも、ロンバート型貸出しに付ける金利である公定歩合の引き下げに言及し、田谷委員、植田委員、中原伸之委員は公定歩合の引き下げと併せた政策金利等の追加緩和に言及した。

しかし、篠塚委員はこれらの意見に対して新しい手法を導入するのであるから現状の公定歩合水準でまず実施し、その後必要に応じて改めるよう追加緩和に反対した。

政策委員の議論を踏まえ速水議長はまとめをしている。景気の現状については、緩やかな回復が続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。しかし、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で標準シナリオとして示した先行きの緩やかな回復という大枠



を外れている訳ではないから、政策金利は据え置くべきだと判断している。ただし、回復のテンポが鈍化している中で、何人かの委員から指摘があったように現状の金融政策スタンスの持つ緩和効果を最大限に高めることを考えると、本日、流動性供給方法改善策として提示された具体案はいずれも妥当なものだと思っていると述べている。

速水議長は金融市場調節方針について議案の取りまとめをする。中原伸之委員は、海外景気のスローダウンなどを背景に日本の景気が失速する可能性が高まってきたこと、物価が前年比で下落しているなどデフレ・スパイラルの懸念が強まっていること、また実質金利が高くなっていると提案理由をあげる。前回同様、中期的な物価安定目標として2002年10月～12月期平均の消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、当座預金残高を7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していく量的緩和を提案した。この提案に対して、賛成者は1人(中原伸之)、反対者は8人(速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子、植田和男、田谷貞三)であった。

田谷委員も「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示したような回復力を期待することは難しいという理由から、金融市場調節方針について無担保コールレート(翌日物)の誘導目標を0.25%から0.10%に、公定歩合を0.5%から0.25%に下げることが提案した。

田谷委員の提案に対して植田委員は、政策金利の引き下げ、公定歩合の引き下げ、ローンバート型貸出しの持つターム物引き下げ効果、それぞれ一つひとつの緩和効果は大きくないが、同時に行えば、それなりの効果が期待できると賛意を示した。この提案に対して、賛成者は3人(中原伸之、植田和男、田谷貞三)、反対者は6人(速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子)であった。

最後に議長案として、金融市場調節方針について無担保コールレート(翌日物)を0.25%の現状維持で提案し決定した。賛成者は6人(速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子)、反対者は3人(中原伸之、植田和男、田谷貞三)であった。

また、議長案として、公定歩合を0.5%から0.35%へ利下げが提案され決定した。賛成者は8人(速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、中原伸之、植田和男、田谷貞三)、反対者は1人(篠塚英子)であった。

### 3-2-2 日本銀行の景気判断は甘いのか

前掲新聞報道のように自民党議員が批判する「緩やかな回復が続いている」という日本銀行の景気判断は本当に甘いのか検証するため**V.金融経済月報の検討**<sup>32</sup>を活用する。

政策委員が金融経済月報の検討をする中で、三木委員は今置かれている経済の実態からみると総括部分の表現は、「わが国の景気は、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」で切らずにこの後、「今停滞している」あるいは、「今踊り場にある」という趣旨の表現を入れる必要性を述べている。今は回復ではなく横ばい状態であり、経済界の人達や世間一般からは踊り場にあると言われている。このままでは日本銀行は甘い、ということになりかねないと指摘をする。

この指摘に対して村山調査統計局長は、「これまでの総論については、あくまで現状について評価することでできており、先行きに対するリスクは余り表現を入れてない訳である。それがいいかどうかは別途の問題であるが」と今までの総論の書き方を説明し、「現状評価については、政府の月例も同じであるが、その時に手に入れられた統計等を基に判断する。そうでないと結局何で判断しているのかよく分からないことになる。我々はそういう下で判断するに当たっては、結局新しい数字が1月なので、確かに判断するのは遅れる訳である。そういうところをリスク評価で表現しているのがこれまでのスタイルである」と今までの経緯を説明している。

前掲新聞報道の自民党議員から「緩やかな回復が続いている」という日本銀行の景気判断に批判が噴出した理由は、「その時に手に入れられた統計等を基に判断する」、「先行きに対するリスクは余り表現を入れてない」という村山調査統計局長のこの説明に表れている。その時に入手できる統計にタイムラグがあれば、当然景況感は異なり、先行きに対するリスクを控えめに表現すれば景気判断は異なる。ここに自民党議員と日本銀行の考え方の違いがある。しかし、三木委員のように政策委員の中にも「緩やかな回復が続いている」という判断に同調できない委員もいる。

また、中原伸之委員も金融経済月報の基本的見解に対して次のように反対している。

日銀は景気判断の根拠についてももう少し明確な基準を作るように努力するべきである。できれば幾つかの指標を選んでそういうものを利用するといったことをすれば

---

<sup>32</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事録、pp.140-152。

市場との対話、それから景況感とのギャップ解消に繋がると思うので、デフレ懸念の払拭に似たような「緩やかに回復している」といった表現はなるべくやめた方がいい。そして、結論的に申し上げると、実体経済に対する見方が非常に楽観的であり、後手後手に回っているというのが私の反対の最大の理由である。<sup>33</sup>

このように日本銀行の総括の甘さを指摘し、また米国のようにどの経済指標を使うのか市場にはっきりさせることを提案している。

しかし、2月金融経済月報の議決結果は、賛成者は7人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、篠塚英子、植田和男、田谷貞三）、反対者は2人（三木利夫、中原伸之）であった。多数の政策委員は賛成している。日本銀行の調査統計局の考え方を政策委員の多くは認めている。

参考に2000年8月～2001年3月までの日本銀行と政府の景気に対する見方を比較してみると、図表3のようになる。政府月例経済報告では2001年1月までは一貫して、「厳しい状況をなお脱していないが」という表現をしている箇所は、日本銀行との大きな違いに見えるが、2001年2月の日本銀行の景気は「緩やかに回復している」も、政府の「緩やかな改善が続いている」という表現も大差はないと思われる。

村山調査統計局長が、「これまでの総論については、あくまで現状について評価することできており、先行きに対するリスクは余り表現を入れてない訳である。それがいいかどうかは別途の問題であるが」と今までの総論の書き方を説明し、「現状評価については、政府の月例も同じであるが、その時に手に入れられた統計等を基に判断する。そうでないと結局何で判断しているのかよく分からないことになる」と今までの経緯を説明しているが、現状評価について、その時に入手できた統計等を基に判断するという説明は筆者も頷ける。結局は、作る側の意を考慮せず、それを利用する側の都合の良いように使われている場合が多いのではないかと推察する。

---

<sup>33</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事録、p.152。

図表3 日本銀行と政府の景気認識

	日本銀行金融経済月報	政府月例経済報告
2000年8月	景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている
2000年9月	景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている
2000年10月	景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている
2000年11月	景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している	景気は、家計部門の改善が遅れるなど、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては、緩やかな改善が続いている
2000年12月	景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている	景気は、家計部門の改善が遅れるなど、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては、緩やかな改善が続いている
2001年1月	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	景気は、家計部門の改善が遅れるなど、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては、緩やかな改善が続いている
2001年2月	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	景気の改善は、そのテンポがより緩やかになっている
2001年3月	景気は、輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている	景気改善に、足踏みがみられる

(資料) 日本銀行「金融経済月報」、内閣「月例経済報告」により作成

出所：梅田雅信『日銀の政策形成』、図表4-2から抜粋

### 3-2-3 量的緩和政策について

金融政策決定会合において量的緩和政策について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

三木委員が、国債買い切りオペの増額による量的緩和の効果について分析をしている。

金融機関は3月決算を控えて業務純益を何とか確保しようとしているが、どうしても債券運用で利鞘を稼ぐしかないので、集まる資金の運用は全部債券投資に回さざるを得ない感がある。量的緩和が必要だという声が非常に強まっているが、この点だけから見ると、仮に日本銀行が金融機関に国債買い切りオペによって資金供給を増やし量的緩和状態を作り出しても、運用先がない以上、結局資金はまた債券市場に流れる公算が強い。緩和によって、期待しているような貸出を通じて実物経済に回る姿は想定し難いと思うと、国債買い切りオペによる量的緩和の効果に疑問符をつけている。これは不良債権処理を抱えた金融機関の実情を良く言い当てている。

政府に不良債権処理の早期解決を求めるためなら、量的緩和政策への枠組みを変更することもやむをえないと考える三木委員であるが、国債買い切りオペに対しては不安視する。

しかし、政府のブレーンである浜田宏一氏は、ゼロ金利下では短期国債や長期国債の償還期限の近い買いオペは効果が小さいので、買いオペの対象を長期国債や民間の債券にまで広げるように勧めている。当時の日本銀行に新しい考え方を導入するには、山口副総裁のような存在もあり難しい局面であったと考える。

### 3-2-4 不良債権処理について

金融政策決定会合において不良債権処理について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

不良債権処理について篠塚委員は次のように意見を述べている。

先日の第3回経済財政諮問会議の議事要旨などを見ると、委員の方々は皆日本経済の重要課題が構造改革であることで共通理解となったとの話も出ていた。ということは政府筋も市場参加者達も全てがそのような理解になっていると思われる。こうした中で構造改革のための対策が現在の景気の低迷を金融政策だけで解決できるというのはもはや無理難題だと思われる。問題は日本の金融機関と企業の低い収益力であり、その根底にある不良債権問題をどうするかになる。その解決なしにどのよう

な小手先の対策をしても（中略）根本的な回復にはならないと思う。<sup>34</sup>

このように篠塚委員は、不良債権処理は大きな課題であるが、その対策として、景気の低迷を金融政策だけで解決できる問題ではないと考えていた。

### 3-2-5 政府出席者の発言

金融政策決定会合において政府出席者の発言が日本銀行に対してどのような圧力をかけていたか検証する。

政府出席者の意見として、坂井内閣府副大臣が2月2日に行われた経済財政諮問会議（速水総裁も議員の一人）<sup>35</sup>の内容報告をしている。特に有識者として経済財政諮問会議に参加した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長のプレゼンテーション<sup>36</sup>は、金融政策以外に物価下落を止められる経済政策はないとの認識の下に、日本銀行は短期金利の操作だけに政策手段を限らず、他の政策手段も行うことが日本経済の構造改革、弱気の均衡という形から強気の均衡という形に移行することができる。その移行に資するように考えてもらいたいというもので、また複数の議員から同様の金融政策をすべき趣旨の意見が述べられたことも併せて紹介し、政府としての更なる金融緩和を求めている。吉川洋氏も議員として出席し、同様の見解を示している。

若林財務副大臣は、日本の経済は雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横ばいの状態が続いているほか、企業部門についても輸出の減速を背景に生産の伸びが鈍化するなど、全体として景気のテンポがより緩やかになってきていると景気判断をしている。また、米国経済の急速な減速、株式市場の動向など景気の先行きに対する懸念から、日本銀行に対しては、我が国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なって頂きたいと金融緩和の要請をしている。

<sup>34</sup> 金融政策決定会合（2001.02.09）議事録、pp.64-65。

<sup>35</sup> 経済財政諮問会議とは、橋本行革により2001年1月の中央省庁再編によって設置される。内閣府に設置されている「重要政策に関する会議」の一つである。内閣総理大臣の諮問を受けて経済財政政策に関する重要事項について調査、審議をする。

<sup>36</sup> 吉川 洋（2013）は、「浜田所長のデフレと金融政策、とりわけ『量的緩和』の必要性について、このプレゼンテーションは政府部内の動きを象徴するものである」と述べている、p.16。



### 3-2-6 まとめ

今回の金融政策決定会合で主要な議論は、ロンバート型貸出制度の導入など流動性供給方式の改善策の検討であるが、他にも三木委員が指摘した金融経済月報の総括部分の景気判断の表現の甘さや、中原伸之委員、篠塚委員の指摘する2000年10月公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」の標準シナリオがすでに現状にそぐわない状況にあるという議論がある。2000年8月～2001年3月までの日本銀行と政府の景気に対する見方を比較してみたが、政府月例経済報告では2001年1月までは一貫して、「厳しい状況をなお脱していないが」という表現をしている箇所は、日本銀行との大きな違いに見えるが、2001年2月の日本銀行の景気は「緩やかに回復している」も政府の「緩やかな改善が続いている」という表現も大差はない。村山調査統計局長の現状評価については、政府月例経済報告も同じであるが、その時に入手できた統計等を基に判断するという説明も頷ける。それゆえに調査統計局長の考え方を政策委員の多くは認めている。結局は、作る側の意を考慮せず、それを利用する側の都合の良いように使われている場合が多いのではないかと推察する。

それに対して金融政策であるが、田谷委員は2000年10月決定の「経済・物価情勢の展望とリスク評価」で指摘したリスクの一部が顕現化し、景気回復シナリオの実現が疑われる事態に陥っている今、金融政策は経済の実態に合わせて調節していくことが望ましいと、政策金利の誘導目標を0.25%から0.10%に、公定歩合を0.5%から0.25%に利下げすることを提案している。その提案に対して植田委員は賛意を示す。一方、現時点では、そこまでの事態に至っていないと思われるとの認識から、政策金利については現状維持とする議長案の賛成者は速水議長を含め6人であった。筆者は過去の例からすると、この3人の反対者は意外に多いと評価する。

量的緩和策については、中原伸之委員が日本銀行の景気観が楽観的であり、実体経済の悪化スピードに追い付いていないこと、諸指標の判断を理由に、今回もインフレ目標付き量的緩和策を提案している。また、三木委員は国債買い切りオペの増額による量的緩和の効果について分析している。量的緩和が必要だという声が非常に強まっているが、この点だけからみると、国債買い切りオペによって資金供給を増やして量的緩和状態を作り出しても、運用先がない以上、結局資金はまた債券市場に流れる公算が強く、緩和によって期待しているような貸出を通じて、実物経済に回る姿は想定し難いと量的緩和の効果を疑問視する。

不良債権処理が十分になされていない当時、政策委員の多くは量的緩和によって、期待し

ているような貸出を通じて実物経済に資金が回る姿は想定し難かったと考えられる。この金融政策決定会合において、具体的な量的緩和政策の導入については、中原伸之委員の議案提出時の提案説明に終わっている。

不良債権処理について篠塚委員は、第3回経済財政諮問会議の議事要旨を引き、議員達は、日本経済の重要課題が構造改革であることは共通理解をしており、それは政府筋も市場参加者達も同様であると述べている。しかし、構造改革をするための対策として、現在の景気の低迷を金融政策だけで解決できるものではなく、問題は日本の金融機関と企業の低い収益力であり、その根底にある不良債権問題をどうするかにある。その解決なしにどのような小手先の対策をしても根本的な回復にはならないという強い思いを述べている。他の政策委員にとっても不良債権処理は金融政策をするうえで大きな課題であったと言える。

政府出席者の意見として、坂井内閣府副大臣は、2月2日に行われた経済財政諮問会議の報告をしている。中でも有識者として参加した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長のプレゼンテーションは、吉川洋(2013)が、浜田宏一所長のデフレと金融政策、とりわけ「量的緩和」の必要性について、このプレゼンテーションは政府部内の動きを象徴するものであると述べているように、日本銀行に対する政府の大きな圧力と筆者は受け止めるが、吉川洋氏は、日本銀行と金融政策の見解を異にするため、自身の同著書で、「浜田所長の見解は、デフレを止めるために、日銀にマネーサプライの増加を求める経済学者を代表するものだ、と行ってよかろう」と浜田宏一所長を支持している。

### 3-3 2001年2月28日、金融政策決定会合

2月28日、金融政策決定会合当日の朝、下方修正された1月の鉱工業生産指数が発表されたが、前月比3.9%減と大幅に落ち込み、日経平均株価が一時、1998年10月につけたバブル経済崩壊後の最安値を更新した。先行きの不透明感が広がる中、今後は需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念が政策委員の中にも広がった。

政策委員は、前回会合で決定したロンバート型貸出制度(補完貸付制度)等の効果を気遣いながら景気の先行きが上向かない現状を心配しており、委員から追加緩和提案の意向が次々に示された。量的緩和政策に向けても動き出したのが本会合である。

早川調査統計局長の国内経済情勢に関する報告によると、1月は実質輸出が前月比で8%、10~12月対比で約9%の減少とかなり大幅な減少となっている。概況においては、先行きの



景気に対する下振れ方向のリスクは前回会合時と比べてもさらに高まっているという判断をしている。

### 3-3-1 2001年2月28日の金融政策決定会合

金融政策決定会合議事要旨<sup>37</sup>によると、多くの政策委員の金融経済情勢に関する認識は、「(1)海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化している、(2)先行きの不透明感も強まっている、(3)物価は、弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある、といったものであった」とまとめている。

以上のような金融経済情勢を踏まえて、2001年2月28日、金融政策決定会合議事録<sup>38</sup>の中、「V.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定」において、政策委員は金融政策運営方針について今回は山口副総裁、藤原副総裁、田谷委員、植田委員、篠塚委員、中原伸之委員、三木委員、武富委員、速水議長の順番で発言をしている。今月は2回目の会合なので、変更すべき点を中心に金融経済情勢に関する討議と金融政策運営方針の決定に関わる議論を併せて行っている。

山口副総裁は、前回会合の判断の後、幾つかの重たい指標・情報が出てきており、輸出の減少がより明確になってきたことを指摘している。足元の現状については、今まで考えていたよりは多少厳しめにみておくべきである。イノベーティブな措置を考えてみたい気持ちもあるが、データからの重みを考えると、金融政策運営方針については、現時点でミニマムの手当てをしておく方が良くとコメントする。

藤原副総裁は、前回の会合以来、公表されてきた経済指標から景気の先行きに、より警戒感を示す。特に機械受注の1~3月の見通しや日本経済新聞のアンケート結果から設備投資の動向が新たな懸念材料になっているようである。しかし、一方で金融市場では前回会合で決定した流動性供給方式の改善策が受け入れられて、長めの金利がかなり大きく低下し、狙った効果が現れつつあると、金融政策運営方針については、今回の情勢判断から何か追加的な措置を打ち出すべきか、もう少し様子を見るべきか判断に迷っている。

田谷委員は、前回会合時より経済の先行きが弱めの方向を示唆する指標が多いことを理

<sup>37</sup> 金融政策決定会合（2001.02.28）議事要旨、p.8。

<sup>38</sup> 金融政策決定会合（2001.02.28）議事録、pp.43-112。

由に、今回ロンバート型貸出制度の細目公表と同時に相乗効果を狙い、無担保コールレート（翌日物）を0.1%、公定歩合を0.25%へ引き下げを前回会合に続いて提案表明した。

植田委員は、経済の見方については、既に意見を開陳した委員達と大体同じ見方をしている。今回の金融政策については、田谷委員の意見である補完貸付制度との相乗効果を狙い無担保コールレート（翌日物）と連動させて公定歩合を引き下げることと同調する。

また、今考えられる政策として、①長期金利に直接影響を与えるような長期国債の買い切りオペ、②財務省の所管ではあるが、為替市場に直接介入し為替レートを誘導（為替相場の円安誘導は現在残されている非常に有力な数少ない金融緩和政策の一つである）、③金利もしくは量についての時間軸政策（金融緩和の継続を現時点で約束する方法）、の三つをあげている。植田委員は政策案をいつも提示し解説するが、自分で提案することはない。どういう役割を担っているのか図りかねるが、経済学者として日本銀行に近い存在と思われる。

篠塚委員は、景気の先行きに下振れリスクが高まっており、日本銀行として「物価下落を放置しない」というメッセージを打ち出す必要があると述べ、現行の金融市場調節方針は現状維持のままで、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比が安定的に0%以上になるまでの間、長期国債の買い切りオペを現行の月4000億円から2倍の8000億円に増額する提案をする。理由づけとして、長期国債買い切りオペの増額により長期金利及び円相場を通じて経済活動を下支えするとともに、消費者物価を押し上げる効果が期待できると説明する。

また、今回の提案には、日本銀行が政府関係者などと協力して不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いをもっていると、政府出席者に対して早急な不良債権処理の対応を要請している。

中原伸之委員は、2月の経済指標では景況感の悪化が非常に目立つこと、海外においてはOECDの先行指数<sup>39</sup>が下がってきており、米国も景気後退の局面が非常に明確に出てきていることを踏まえ、今回はそのファーストステップとしてゼロ金利政策への回帰と、公定歩合を0.1%まで下げを提案する。持論のインフレ・ターゲティングを採用した量的緩和政策が望ましいとしつつも、日本銀行の体質として伝統的な金利政策を志向する傾向があるので、量的緩和に必ずしも踏み切れないだろうという考えから、再度ゼロ金利政策を行い

---

<sup>39</sup> OECDが、主要国のGDPに連動しやすい主要短期経済指標から作成している景気先行指数。中でも6か月変化率（年率）は、世界景気の転換点を示す早期シグナルとして注目されている。

たいと提案理由を説明しており、当時の日本銀行の金利政策志向が分かる。

三木委員は、景気の現状と先行きについては依然として踊り場状態にあり、それは今日の生産統計などに見られると、景気の後戻りを懸念している。前回会合で決定された金融経済月報の基本的見解<sup>40</sup>については事態を非常に甘くみていると思う。リスクが顕現化してきた今、冒頭総括部分の緩やかな回復を続けているがそのテンポは鈍化しているという表現は通らない局面にきていると指摘する。また、現行の金融政策フレームワークの範疇で考えるならば、誘導金利はゼロ近傍に回帰させることが必要と思う。さらには公定歩合の引き下げ、対象銘柄を逐次残存10年まで拡充した国債の買い切りオペが必要であり、事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきだと思う。ベースマネーとマネーサプライが切れている状況に対して、日本銀行は今までと違った発想から金融政策を検討することは意味があるとコメントする。

前回会合で、三木委員は国債買い切りオペにより資金供給を増やして量的緩和状態を作り出しても、運用先がない以上、結局資金はまた債券市場に流れる公算が強く、緩和によって、期待しているような貸出を通じて実物経済に回る姿は想定し難いと量的緩和の効果を疑問視したが、今回の会合では、残存10年まで拡充した国債の買い切りオペの必要性を説く思考の転換に筆者は矛盾を感じる。

武富委員は、提案の乱立から「大変民主的と言えば民主的であるが、思想の統一がない」と指摘し、今日のところは現状維持にし、次回会合までにもう少し理論的にも実務的にも詰めるべきではないかと提案している。

速水議長が議案の取りまとめをするが、中原伸之委員は海外景気のスローダウンを背景とした外需の減少等により、日本の景気は失速の度合いを強め後退の可能性が高まってきたこと、物価が前年比で下落していることからデフレ・スパイラルに陥りかねない状況にあるという理由により、無担保コールレート（翌日物）をできるだけ低め（ゼロ金利）に推移するよう促すこと、公定歩合を0.35%から0.10%へ利下げすることを提案した。

賛成者は1人（中原伸之）、反対者は8人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子、植田和男、田谷貞三）であった。

また、篠塚委員は、先行き景気の下振れリスクが一段と高まっている中で、物価下落に歯

---

<sup>40</sup> 2月13日公表の金融経済月報の基本的見解の総括判断「わが国の景気は、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」（採決において三木委員と中原委員は反対した）。

止めをかけるため、日本銀行当局として何らかのメッセージが必要であるという提案理由を説明して、無担保コールレート（翌日物）を0.25%に誘導し、消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで、国債買い切りオペ（除く短期国債）を当面、月8千億円程度に増額することを提案した。

賛成者は2人（中原伸之、篠塚英子）、反対者は7人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、植田和男、田谷貞三）であった。

議長案としては、無担保コールレート（翌日物）を0.25%から0.15%へ利下げし、公定歩合を0.35%から0.25%へ利下げすることが提案され、賛成多数で可決された。

賛成者は7人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、植田和男、田谷貞三）、反対者は2人（中原伸之、篠塚英子）であった。

### 3-3-2 量的緩和政策について

金融政策決定会合において量的緩和政策について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

量的緩和政策の議論については、三木委員が、「事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきだと思う」と政策フレームワークの変更も検討する意義があると述べている。それに対して、武富委員はレジーム変更を前々から考えているが、あり得ないと言い過ぎであるが、相当論点を整理しないといけないと量的緩和政策には反対の意思表示をしている。

植田委員も量的緩和の議論について、「量的緩和をしろ」と言う主張があるが、これは非常に単純な意味では余り意味がない政策であると今まで言ってきた。意味があるのは、0.25%であるオーバーナイト金利をゼロまで引き下げて行く過程においては、量的緩和をある程度しなければならぬ点で意味があるかと思うが、そこを超えてしまうと量が増えること自体にほとんど意味がないと持論を展開している。

また、クルーグマンを引合いにだし、彼は量的緩和の権化のように言われているが、論文の中では単純な量的緩和政策は意味がないと言っている。彼が言っているのは将来の金融緩和政策を約束することに意味があると言っているのである。それではどうやって実現するかであるが、将来量を増やすことを量でいう言い方もあるが、日本銀行が昨年8月まで行ってきたゼロ金利を将来も継続するという言い方で実現することもあり得ると述べ、後者

に軸足を置いている。この時点で、量的緩和導入を考えていた委員は三木委員と中原伸之委員の2人であった。

### 3-3-3 不良債権処理について

金融政策決定会合において不良債権処理について政策委員の間でどのような議論が交わされていたか検証する。

不良債権処理についての議論で、篠塚委員は構造改革と金融政策の関係について次のように持論を述べている。最近、「デフレ対策は中央銀行の責任である」といった意見がある。こうした議論は一見すると日本銀行の独立性を尊重しているようにも見えるが、日本経済が直面している問題が直視されていないように思う。金融システムが弱い限り、高い経済成長は望み難いが、「金融政策自体は、構造改革を促す役割を担うことはできない」といった厳しい現実を直視する必要がある。また、今回の長期国債買い切りオペの提案は、日本銀行が政府関係者などと協力して不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いをもっていると、政府出席者に対して早急な不良債権処理を要請している。

三木委員は、構造改革、不良債権処理を進めるプロセスで副作用として生じるデフレ圧力を緩和するため金融政策も最大限のバックアップが必要であり、従来の政策フレームワークを超える発想も必要になることを念頭に置くべきであるとの見解を示す。また、構造改革、不良債権処理によるハードランディングもやむなしとして進めるためには、金融政策を先に発動して、それを促す発想が必要ではないかとコメントする。三木委員は量的緩和政策と引き換えにしてでも不良債権処理を政府に望んでいたことが伺える。

これら量的緩和政策や不良債権処理に関する政策委員の発言は、4章の量的緩和政策の導入理由にも繋がるものである。

### 3-3-4 政府出席者の発言

金融政策決定会合において政府出席者の発言が日本銀行に対してどのような圧力をかけていたか検証する。

政府出席者の若林財務副大臣は、2001年2月23日に開催された臨時関係副大臣会議において、経済担当省庁の副大臣が経済状況について意見交換した際、各副大臣から金融政策に



関し種々の発言があった報告をしている。その一つは金融政策運営について、経済に強いデフレ懸念が生まれつつあることに鑑みて、複数の副大臣から金融の一層の緩和が必要である意見、インフレ・ターゲティングを採用すべきであるという意見や政府と金融政策当局との間で政策の整合性を確保することが重要であるという意見がでたという報告である。

こうした意見を受けて、若林財務副大臣としては、日本銀行との接点もあるので日銀法第3条、第4条の趣旨を踏まえてどう対応するか、複数の副大臣の意見をどのように日本銀行に伝えていくか考えていきたい旨発言し、その場を一応引き取ったと述べている。明日も関係副大臣会議があるが、報告を巡ってはまた議論があるかもしれないという発言もしている。報告という形を取っているが、若林財務副大臣は政府代表として日本銀行に金融緩和等の諸施策を強く要請している。

小林内閣府政策統括官は、昨日行われた第4回経済財政諮問会議の議論を紹介している。日本経済がその潜在能力を発揮するためには、経済社会の構造改革が重要であり、不良債権処理の促進を含む包括的な経済活性化の方策をまとめることの重要性が、多くの議員で議論された。日本銀行においても、景気の自律的回復を確実なものにするため、豊富でかつ状況に応じた弾力的な資金供給を行うなど、予防的観点を含めた適切かつ機動的な金融政策を行なって頂きたいと要請している。

### 3-3-5 まとめ

今回の金融政策決定会合の主要な議論は、提案乱立が示すように大方の委員は前回会合の判断の後、幾つかの重たい指標・情報が出てきており、輸出の減少がより明確になってきていることなどから、足元の現状については今までよりは厳しめに見ている。金融政策運営方針については何らかの手当てをしておく方が良いと考えていた。

その何らかの手当てを具体的に提案したのは田谷委員で、今回ロンバート型貸出制度の細目を公表することと同時に相乗効果を狙い、無担保コールレート（翌日物）を0.1%、公定歩合を0.25%に引き下げる提案である。それに賛同したのが植田委員である。

また、もう一步踏み込んだ中原伸之委員のゼロ金利への回帰である。今回はゼロ金利政策への回帰と、公定歩合を0.1%まで下げる提案をしている。また、篠塚委員のように、日本銀行として「物価下落を放置しない」というメッセージを打ち出す必要があるとの考えから、現行の金融市場調節方針は現状維持のままとしながら、長期国債の買い切りオペを現行の



月 4000 億円から 2 倍の 8000 億円に増額する提案をする。警戒感からか政策委員の中から追加緩和の意向が次々に示された。政策委員が金融緩和の方向に向いていることが分かる。

量的緩和政策の議論については、三木委員が事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきだと思うと、政策フレームワークの変更を持ち出したのに対して、武富委員は、あり得ないと言い過ぎであるが、相当論点を整理しないといけないと、量的緩和政策には反対の意思表示をしている。

植田委員も量的緩和の議論について、「量的緩和をしる」と言う主張があるが、これは非常に単純な意味では余り意味がない政策であると指摘する。意味があるのは、現時点 0.25% であるオーバーナイト金利をゼロまで引き下げて行く過程においては量的緩和をある程度しなければならぬ点で意味があるかと思うが、そこを超えてしまうと量が増えること自体にほとんど意味がないと持論を展開した。2 月 28 日の時点で、量的緩和政策の導入を考えていた委員は三木委員と中原伸之委員の 2 人であったことが分かる。

不良債権処理の議論については、篠塚委員が構造改革と金融政策の関係について意見を述べている。金融政策自体は、構造改革を促す役割を担うことはできない現実を直視する必要があり、今回の長期国債買い切りオペの提案には、日本銀行が政府関係者などと協力して不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いをもっていると説明する。また、三木委員は構造改革、不良債権処理を進めるプロセスで副作用として生じるデフレ圧力を緩和するため金融政策も最大限のバックアップが必要であるとの見地から、量的緩和政策と引き換えにしてでも不良債権処理を政府に望んでいたことが伺える。いずれにせよ、金融政策をするうえで政策委員にとって大きな課題であったと言える。

政府出席者の圧力として、若林財務副大臣は、2001 年 2 月 23 日に開催された臨時関係副大臣会議における、各副大臣から出された金融緩和政策に関する意見の報告をしているが、報告内容は、経済に強いデフレ懸念が生まれつつあることから金融の一層の緩和が必要である意見や、インフレ・ターゲティングを採用すべきであるという意見、政府と金融政策当局との間で政策の整合性を確保することが重要であるという意見の報告である。報告という形を取っているが、政府代表として日本銀行に金融緩和を強く要請するものであり、日本銀行に対する政府の圧力になっていると筆者は考える。

### 3-4 本章のまとめ

量的緩和政策が導入される前の金融政策決定会合を議事録により検証した。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日の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2000年8月11日、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%を現状維持としている。

2001年2月9日の金融政策決定会合においては、金融市場調節方針について議長案である無担保コールレート（翌日物）を0.25%の現状維持とし、公定歩合を0.5%から0.35%へ利下げを決定した。また、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。しかし、事態を重くみた複数の委員から議長案に対して量的緩和や政策金利の利下げ等の2つの対案が提出された。

2001年2月28日の金融政策決定会合においては、議長案として無担保コールレート（翌日物）を0.25%から0.15%へ利下げし、再度公定歩合を0.35%から0.25%へ利下げを行っている。今回も対案として、政策金利と公定歩合の同時引き下げの提案、ゼロ金利に回帰する提案、国債買い切りオペの提案や量的緩和の導入もやむを得ないという意見が出て、とにかく金融緩和の方向に政策委員が向いていたことが分かる。

量的緩和を導入する直前までの3回の金融政策決定会合において政策委員の量的緩和政策の議論については、三木委員が事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきだと政策フレームワークの変更を持ち出したのに対して、武富委員は、相当論点を整理しないといけないと量的緩和政策には反対の意思表示をしている。植田委員も量的緩和政策については、消極的である。政策委員の議論は金融緩和へと進んでいたが、この時点で量的緩和政策の導入を考えていた委員は三木委員と、インフレ目標付き量的緩和案を議案として提出した中原委員の2人であった。

不良債権処理の議論については、篠塚委員が、「金融政策自体は、構造改革を促す役割を担うことはできない」といった厳しい現実を直視し、日本銀行が政府関係者などと協力して不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いをもって、長期国債買い切りオペ増額の提案をしている。三木委員も構造改革、不良

債権処理を進めるプロセスで、副作用として生じるデフレ圧力を緩和するため金融政策も最大限のバックアップが必要であるとの見地から、量的緩和政策と引き換えにしても不良債権処理を政府に望んでいる。いずれにせよ、不良債権処理は金融政策をするうえで政策委員にとって大きな課題であったと言える。

政府出席者の圧力としての発言は、2001年2月2日に行われた経済財政諮問会議の報告をした坂井内閣府副大臣の発言である。中でも有識者として参加した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長の量的緩和の必要性についてのプレゼンテーションは、政府内部の動きを象徴するものであったと、同会議議員の吉川洋氏が自身の著書で述べるように、日本銀行に対する政府として量的緩和政策を求める大きな圧力と筆者は受け止めた。

## 第4章 量的緩和政策の導入

2001年3月19日、金融政策決定会合で導入された量的緩和政策は、今までの伝統的金融政策である金利政策とは違い非伝統的金融政策として世界から注目され、2008年のリーマンショックをピークとする世界的な金融危機後には、主要国の中央銀行でも採用された。

量的緩和という考え方は、日本銀行において1998年4月9日の第1回金融政策決定会合から今後採りうる政策の選択肢として論点整理を行う際、植田委員によりすでに学問上の理論として提起されていた。その後、中原伸之委員は2000年2月24日の金融政策決定会合から当座預金残高を使ったインフレ目標付き量的緩和案を議案として続けて提出している。また、三木委員は2001年2月28日の金融政策決定会合において不良債権処理を促進するために、まず日本銀行が枠組みの変更をするべきであると提案しているが、こうした量的緩和政策に対して、山口副総裁、武富委員、篠塚委員、植田委員のように疑問を呈する委員が多数いたことも事実である。

2001年は年明け以降、米国の経済減速と株式市場の変調をきっかけに日本の株安が進み、日本銀行に対して「ゼロ金利回帰」や「金融緩和」の待望論が高まった。日本銀行は1999年2月に、ゼロ金利政策に踏み切った時のような金融システム不安は生じていないとの認識から、2001年1月19日の年初の金融政策決定会合では、政策金利を現状維持としている。2月9日の金融政策決定会合においては、公定歩合の利下げを決定し、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図ったが、先行きの不透明感が広がる中、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念から、2001年2月28日の金融政策決定会合では、無担保コールレート（翌日物）を利下げし、再度公定歩合の利下げを行っている。

一方、政府は3月16日の月例経済報告閣僚会議<sup>41</sup>で、「緩やかなデフレにある」ことを表明している。また、新聞報道<sup>42</sup>によると、「政府は19日の日銀政策委員会・金融政策決定会合で金融の量的緩和策を含めた独自の追加策を提案する準備を進めている。現在の日本経済は緩やかなデフレにあるとの見解に基づき、金融政策面からの対応を日銀に求める。政府

<sup>41</sup> 政府が月次で公表する景気に関する政府の公式見解をまとめた報告書。内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議配布資料（平成13年3月16日）」1.今月のトピック：緩やかなデフレ。

<sup>42</sup> 日本経済新聞朝刊2001年3月17日付001ページ「追加金融緩和提案へ 日銀会合で政府」。

は会合での議論を見定めた上で議案<sup>43</sup>を提出する必要があるかどうかを最終的に判断する方針だ。日銀はこれも踏まえて一段の金融緩和策を決める見通しだ」と政府の量的緩和圧力を報じている。同じく新聞報道<sup>44</sup>によると、金融政策決定会合前日の 18 日に森首相が米国に向かう政府専用機で金融政策について、「19 日の政策委員会・金融政策決定会合で、諸般の状況を勘案して適切な対応がなされるものと期待している」と追加緩和への期待感を表明したと報じられ、この金融政策決定会合において日本銀行は、政府からあるいは総理大臣から大きな緩和圧力がかかっていたことが分かる。

2001 年 3 月 19 日の金融政策決定会合において、何らかの追加措置が必要であるという認識を政策委員全員が持っていたことが議事録から伺える。事実、本会合では量的緩和政策のみならずゼロ金利政策の提案もなされている。しかし、日本銀行はなぜ 7 か月余り前まで行っていた経験のあるゼロ金利政策に回帰することなく、量的緩和政策を導入しなければならなかったのか疑問が生じる。

#### 4-1. 2001 年 3 月 19 日、金融政策決定会合

この金融政策決定会合は、3 月 12 日に米国 NASDAQ 市場の 2000 ポイント割れにつれる形で 3 月 13 日、日経平均が 1 万 2000 円割れとなるなど世界同時株安が進行する中で開かれた。政府出席者の岩田内閣府政策統括官は、3 月 16 日に開催された月例経済報告閣僚会議の概要を報告する中で、前月の景気判断から改善に足踏みがみられると今月の判断を下方修正したこと、日本の経済は現在緩やかなデフレにあることを報告している。

前掲新聞報道で分かるように、政府あるいは総理大臣からも大きな緩和圧力がある中で、政策委員はデフレ懸念の高まりが収まらず緩和政策が不十分であるということから、この金融政策決定会合において量的緩和政策の導入を決定した。

この政策は、4 つの柱からなっていた。

- ① 金融市場調節の操作目標の変更：主たる操作目標を 無担保コールレート（翌日物）から当座預金残高に変更する。
- ② 実施期間の目途として消費者物価指数（除く生鮮食品）を採用：消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで継続する。

<sup>43</sup> 日本銀行法 第 19 条 2 項による議案の提出。

<sup>44</sup> 日本経済新聞夕刊 2001 年 3 月 19 日付 001 ページ 「『緊急経済対策を最優先』日銀に一段の緩和期待」。

- ③ 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下： 当面、当座預金残高目標値を5兆円程度に増額する。この結果、無担保コールレート（翌日物）は、これまでの誘導目標である0.15%より低下し、通常はゼロ%あたりで推移するものと予想される。
- ④ 長期国債の買い入れ増額： 日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4000億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。
- この日議決した2001年3月の金融経済月報の基本的見解の総括判断<sup>45</sup>は、「わが国の景気は、輸出の減少を背景にこのところ足踏み状態となっている」であった。

#### 4-1-1 2001年3月19日の金融政策決定会合

金融政策決定会合議事要旨<sup>46</sup>によると、多くの政策委員の金融経済情勢に関する認識は、「(1)わが国の景気は、輸出・生産の減少により、足踏み状態となっている、(2)先行き、『企業を起点とする緩やかな回復』という標準シナリオを維持することが困難になっている、(3)海外経済がさらに下振れする可能性や内外資本市場の動きなど、一段の景気下押し要因に留意すべきである、(4)物価面では、需要サイドの要因による下落圧力が強まり、デフレ・スパイラルに陥るリスクが高まっているといったものであった」とまとめている。

以上のような金融経済情勢を踏まえて、2001年3月19日、金融政策決定会合議事録<sup>47</sup>の中で、「**V.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 2.当面の金融政策運営方針の決定**」において、政策委員は金融政策運営方針について、藤原副総裁、田谷委員、植田委員、篠塚委員、中原伸之委員、三木委員、武富委員、山口副総裁、速水議長の順番で発言し、その後、質疑・追加意見を交わしている。

当面の金融政策運営方針の決定について、各委員が政策提案の意見を述べた後、議論するが、この日は藤原副総裁の政策提案から始まっている。藤原副総裁は、金融政策運営についてもある程度思い切った政策に踏み出すべき段階にきていると思う。しかし、従来の伝統的な政策手段には限りがある。そこで一定の歯止めを講じたうえで、いわば未知の領域に足を踏み入れることもやむを得ないと次のような提案をする。第一は金利水準の引き下げを行

<sup>45</sup> 金融経済月報の「基本的見解」は、3月19日に開催された金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済および金融の情勢に関する基本的見解として決定されたものである。

<sup>46</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事要旨、p.8。

<sup>47</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、pp.62-135。



う、第二の政策手段は従来の金利をターゲットとした枠組みを超えて、マネタリーベースや当座預金の供給額をターゲットにして資金供給を増やす、第三は明確な時間軸政策の導入、第四は長期国債の買切りオペの増額をするという提案である。今回始めて政策の枠組みを大転換する必要性を主張した。この日の藤原副総裁の議論の焦点は、最初からゼロ金利政策ではなく、マネタリーベースや当座預金残高あるいは長期国債の買切りオペの増額など量的緩和に移っていた。また、量的緩和政策を導入する判断に至った理由を、思い切った政策を打ち出すからには、同時に金融システム面や産業経済面での構造改革の必要性をこれまで以上に強く訴えていくことが肝要と述べている。成行きからして、速水議長に変わって提案をしているように見える。

田谷委員は、無担保コールレート（翌日物）が実質的にゼロになるように、それに必要な流動性供給を行うことが適当と思う。コミットメントについては、消費者物価指数（除く生鮮）が安定的にプラスになるまで政策を続けるのが適当と思うとコメントするが、前回会合のように具体的な提案はしていない。

植田委員は、ゼロ金利政策を採用した 1999 年初めと比べて金利体系全般は低いところがあり、銀行等の流動性不安も極めて限定的な状態にあるが、他方で米国経済の先行きが不透明であるというマイナス材料があるため、こういう対比を前提にすると金融緩和政策の効果は弱い状況にあると見ている。この現状は、財政政策等で総需要を支える方が素直な政策だと思うと前置きをした後、こういう中で行う金融政策は余地が非常に限られており、それも足許の金利を低下させるためマネーの量を拡大するような政策の発動余地は極めて限られているとコメントしている。将来の金融緩和政策へのコミットメントを量ないしは金利で行っていくことができるが、ゼロ金利で約束した方が、量で約束するよりもコミットメントの強さは強いと思う。それは、量で約束しても将来ゼロ金利になる保障はないが、ゼロ金利で約束すれば、将来の各時点で最大限の金融緩和を約束したことになるからと理由を説明する。また、ゼロ金利政策を前提とした時間軸を巡る議論については、「C P I のインフレ率が安定的にプラスになるまで」という見方を示した。植田委員は量的緩和政策に否定的な山口副総裁を中心とする日本銀行のブレーンの存在であったと思われる。

篠塚委員は、金融市場調節方針について、将来必要に応じて臨機応変にゼロ金利政策に戻る余地も残したうえで、無担保コールレート（翌日物）を 0.15% 以下に誘導する提案をする。その際、時間軸政策として消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比が安定的にゼロ%

以上になるまで継続することを設定する。また、金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、長期国債買い切りオペの増額を併せて提案する。提案に当たって、インフレ・ターゲットとは一線を画し、デフレ・スパイラルを断固阻止する姿勢として安定的な0%以上を目指す考え方であると説明をする。篠塚委員は、ゼロ金利解除の提案を出し続けるなど金融政策に関しては一貫してタカ派である。

中原伸之委員は、前回会合ではゼロ金利政策を提案したが、もはやゼロ金利だけでは収まらない事態に陥っていると、これまで提案していたインフレ目標付きの量的緩和政策を再提出する意向を示す。提出に当たって、最近の実証的な研究からマネタリーベースを伸ばした時には、金利へのインパクトよりはポートフォリオ・リバランシング、あるいは資産効果、株や為替を通じて機械受注、設備投資に効いてくるような結果が出ており、マネタリーベースを伸ばすことが一種の重要な意味をもっていることが分かると見解を述べている。消費者物価指数が0.5~2.0%になることを目途にマネタリーベースが前年同期比で15%程度になることを目標に行い、当面は当座預金を現在の4兆円から7兆円に増やす提案をした。

日本銀行の金融政策が、旧態依然としていると批判的なハト派（金融緩和を主張する立場）の中原伸之委員の言動は、毎回一人浮いたように見えるが、中原伸之（2006）<sup>48</sup>によると、このマネタリーベースの増加による効果についても、金融政策決定会合前に証券会社のエコノミストから教えを請うた記述がある。幅広い人脈を生かした政策提言を心がけていたようにみえる。

三木委員は、構造改革、不良債権処理を通じて景気回復に繋げ、そしてそこから出るデフレ圧力に対処するため、金融政策として金融市場調節方式の変更を図る提案をする。金融市場調節方針については、中央銀行が流動性を潤沢に供給していることを量の面で市場に明示することが重要との思いから、操作目標をリザーブの供給額として当座預金残高が平均的にみて5兆円前後になるようにする。消費者物価指数（除く生鮮食品）が安定的にゼロになるまで継続して無担保コールレート（翌日物）を0.15%以下に促し、また長期国債の買い切りオペの増額は、銀行券発行残高を上限として図りたいという提案である。三木委員の提案は速水議長寄りの提案で、中原伸之委員の提案するインフレ目標付きの量的緩和とは異なる。

---

<sup>48</sup> 中原伸之（2006）『日銀はだれのものか』中央公論新社、p.166。

それに対して、武富委員は金利政策が一番分かりやすいと切り出す。ゼロ金利にすることで多少金利のターム・ストラクチャーにも働きかければ、長短金利の低下効果で需要を刺激し需給を改善させて、その効果として物価も下落圧力が緩和される。それをさらに強化するためには時間軸効果を噛み合わせるのだと思うが、時間軸効果の指標は後で議論したいと述べるにとどめている。武富委員は旧日本銀行法時代から政策委員を務めており、時として俯瞰的な見方や発言をすることから、ご意見番のような立場にあったように見える。

山口副総裁は、金融政策だけでは限界にきていると思うが、どういう措置を採るにせよ構造改革、特に金融システムの改革を強く訴えていくことが必要だと述べている。そのうえで考えてみた場合に、金利面で実質的にゼロ金利にしていくことが素直な対応方法であると次のような提案をする。昨年8月までのゼロ金利時のように、必ず2~3bpに貼り付かなくてもよいゼロ金利で、物価指数が安定的にプラスになるまで実質ゼロ金利を続けるというコミットメント付きの実質的ゼロ金利政策案である。

また、藤原副総裁の政策提案に対して、山口副総裁は以下のように懐疑的である。

リザーブ・ターゲティング的な枠組みに転換するかどうかの問題は確かにあろうかと思う。私自身は少しここについては抵抗を持っており、それはこれまで我々が主張してきた政策の発想とは、少なくとも私の頭の中では相容れない部分がある。リザーブ・ターゲティング、すなわち、実質ゼロ金利になった後に銀行システムにリザーブを追加的に供給し続けていくことにどれ位実質的な意味があるのかについて、私は余り積極的な意味を認め難いと思うし、リザーブ・ターゲティングに転換することによって、追加的な緩和の余地が大いに生まれてくるような、ある種のイリュージョンを与えることにもなりかねないとも思う。<sup>49</sup>

このように金利をターゲットにした枠組みからの変更を問題視した。この時点では二人の副総裁の意見が割れた。これまでの発言から日本銀行生え抜きの山口副総裁のゼロ金利政策への回帰は当然と思われる。

速水議長は、8人の政策委員が意見を述べた後、考えを述べておきたいと前置きをし、今回、当座預金残高という量のコントロールを通じて、量的緩和政策を採りたい。その理由は二つあると次のように述べている。

---

<sup>49</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、p.77。

第一の理由は、大量に資金供給すれば無担保コールレート（翌日物）が事実上はゼロ%近くになる日が多くなると思うが、資金需要が逼迫する日にはある程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される余地も残っていると思う。その意味ではこれは市場メカニズム、市場機能に配慮しながらゼロ金利政策の持つ金融緩和効果を実現する方法ではないかと思う。第二には金利を目標とする方法では0%が限界となるが、資金の供給量を増やすことによって、情勢に応じた追加的な緩和策を講じることが可能になるように思うと理由を説明している。

4-2で述べるが第一の理由、速水議長の市場機能の回復は理由にならないと思う。

また、これまでの記者会見や講演の発言からは考えられない展開である。総裁として政府との対応の中で決断せざるを得なかった量的緩和政策への枠組み転換の決断と思われる。

#### 質疑および追加意見

追加意見として、植田委員は量そのものが何らかの意味で景気拡張効果を持つことは意味があるとするとする人と、ないとするとする人に分かれるが、理論的にはゼロ金利近辺になってしまうと、量の直接な影響があると主張するのはそう簡単ではない。中原伸之委員の引用したマネタリーベースを伸ばした時の実証的な効果については、量が直接何らかの好ましい影響を持つという結果を出すこともできるが、そうでない結果を出すこともできると説明する。ただし、マーケット等に量そのものが何か影響するのではないか、イリュージョン的なものがあるかもしれないことは無視できないと付け加えている。量や買いオペの影響のルートを眺めてみると、かなりの部分は実質ゼロ金利+時間軸で代替できると見解を述べ、日本銀行寄りの経済学者として、山口副総裁の提案するゼロ金利政策への回帰を理論づけている。

田谷委員は、補完貸付制度ができて、有担コールの世界では確かに0.25%が上限を画すことになるが、無担保コールレート（翌日物）はその限りではない。その場合金融市場が不安定化した場合には5兆円を超えて当座預金残高を増やすという但し書きをつけることになると思うが、そういった但し書きをつけること自身、この新しい金融政策レジームが必ずしも量に移行したことを意味しないと指摘する。コミットメントについては議論があるが、「消費者物価指数（除く生鮮）が安定的にプラスになるまで政策を続けるのが適当と思う」のプラスは、ゼロを含めてプラスの方がよいとの見方を示した。

藤原副総裁は、時間軸の物価に関わる表現として、ゼロを挟んで安定的か否かという点は、ゼロまでとするのではマイナスのイメージになってしまう。「ゼロを超えて安定的」という

方が良いとの見方を示した。また三木委員、篠塚委員の「無担保コールレート（翌日物）の誘導目標を 0.15%以下」の発言は、以下はゼロを底とした以下だと思うが、そういうことをディレクティブに書くことを意味しているのか、ないしは結果として起こることのイメージなのか問い質す。

三木委員は、藤原副総裁の発言に対して、今の公定歩合による 0.25%が今度はロンバート型貸付によるキャップになるが、外に対しては量だけではなく誘導金利 0.15%以下で、市場に任せることだということを知るように公表文で示すことがアカウンタビリティではないかと主張する。消費者物価指数（除く生鮮）の問題は、安定的にゼロになるまでという考えの方が良いとの見解を示した。

植田委員は、三木委員の発言に対して、厳密なりザーブ・ターゲティングであれば、平時はほとんどゼロになってしまうと思うが、たまには 0.2%になるかもしれない。それを 0.15%以下にしたいということは、金利の変動をある程度以下に抑えたいというもう一つの目標を持ち込むことになる。0.15%以下にしたい場合には、5兆円はある程度フレキシブルの上に動かさなければいけないが、田谷委員の懸念はもう少し強い、この場合 5兆円で止めておいていいのかと疑問を呈した。

皆の議論からは離れるが、ゼロ金利政策にも量的緩和政策にも否定的な篠塚委員は、金融政策として金融市場調節方式の変更を図る提案に対して次のように不満の色を見せる。

ゼロ金利政策を採った時の評価をこの決定会合ではどのようにしているのか。あの時は非常に良かったからもう一度ゼロ金利に戻せとの声に押されて行うのならば、我々はゼロ金利政策はこういうものであったと評価したうえでゼロに戻す、あるいはゼロ金利政策は無理にせよゼロ金利と同じ効果をもたらす量的なりザーブ・ターゲティングに移行するのだという説明をきちんとしなければ思想統一できないと思う。先程速水議長はゼロ金利の時は 99 年 2 月の金融機関の流動性供給に問題があった、それに対しては非常に大きな効果があった、しかし今は違うと言われているが、私はもっと違うことがあると思う。確かにゼロ金利が導入された時点では流動性の問題があったし、それがベースになっていた。しかしその時には、その前年から大幅な景気対策が打たれ、かつ公的資金が 2 月の末に出されるという大きな合わせ技があって、その結果 99 年からずっと緩やかな回復が続いて、資金が株式市場にもいき、国債市場にもいったと思う。従って、あの時ゼロ金利にただでこここまで来たなど



とはとんでもないことだと思っている。つまり、政府と日銀がまさに水も漏らさぬ連携プレーをしたからこれだけの効果があったと私は思っている訳である。今、この時点になってほとんど手がないという話が午前中出たが、この次の手がないとあって、ではまたゼロ金利に戻せばいいとはならないと思う訳である。しかし、皆が言うからゼロ金利に行く、あるいはゼロ金利はもうほとんど難しいからゼロ金利と同じ効果をもたらすリザーブ・ターゲティングにいく、では説明にならない。<sup>50</sup>

このように篠塚委員は非伝統的金融政策に対して否定的である。退任するまでこの姿勢はぶれない。

藤原副総裁は、5兆円とした場合のマーケットの状況、シミュレーションが可能かどうかを聞きたいと執行部に説明を求め、増淵理事はその質問に対して、確定的なことは言えないが、過去1か月の金融調節の実績をみても無担保コールレート（翌日物）が0.15%の場合、当座預金残高が概ね4兆円台かつ4兆円台の低いところで推移している。当座預金残高を5兆円にすれば、ほとんどの日に無担保コールレート（翌日物）は、ほぼゼロ%に近い。ゼロ金利政策時代の0.02%とか0.03%ぐらいのところに行ける可能性が非常に高い。しかし、月末月初、あるいは国債発行日といった資金繁忙日には5兆円のままであると無担保コールレート（翌日物）が0.02%とか0.03%より高くなる可能性もある。その場合にどのようなことが考えられるかという、一つは三木委員の言われたように0.15%よりは下がることを公表文に謳うか、もう一つは田谷委員の言われたように市場の不安定化に対応するある種の但し書きをつければ、現場では5兆円にこだわらず当座預金残高を増やすことによって0.15%までいかないようにできるのではないかと回答する。

増淵理事の回答に対して、中原伸之委員は、ゼロ金利政策を行ってみて一番思ったことは金利をいつも0.02%とか0.03%にするために日本銀行は毎日マーケットへ出て行ってオペレーションを行う。それは良く言えばオペレーションであるが、悪く言えばインターベンションである。それに反して、FEDをみるとマーケットに全く出て行かない日もあるし、金利をかなり自由にさせている。日本銀行のようにずっとゼロ金利に張り付けておくと、日本銀行とマーケットのフェアゲームができないと思うので、限られたレンジにせよ金利が自由に動けることは大変に意味があることであると思う。その際、問題になるのは5兆円であ

---

<sup>50</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、pp.91-92。



る。5兆円にすればゼロ金利の時の積み上げ1兆円と同じことである。市場機能に配慮するなら当座預金は、例えば2兆円積んで最低でも6兆円にしてはどうかと勧めている。中原伸之委員は、当座預金残高5兆円の量的緩和政策ではゼロ金利政策となんら変わらないという見解を示した。

この見解は的を射た見解である。増淵理事の回答からは、ゼロ金利政策時と何ら変わらないように思える。5兆円にすればゼロ金利時の積み上げ1兆円と同じことである。ましてや、資金繁忙日には5兆円のままであると無担保コールレート（翌日物）が0.02%とか0.03%より高くなる可能性もある<sup>51</sup>。中原伸之委員の言うように市場機能に配慮するなら当座預金は、最低でも6兆円にする必要がある。この時点では、速水議長はゼロ金利政策以上の緩和策をする意図はなかったと考える。

武富委員は、当座預金残高をターゲットにすることの効果は期待インフレ率なのか、その他のルートなのか、それによってデフレ色を払拭することに力点を置くのであれば方法論もそれに合ったものにしたいし、提案が整合的であれば是認したいが、まだすっきりしないと問題意識を示す。金利のレジームと量のレジームは、前提が違う。ドッキングすると政策的に自己矛盾に陥ると思う反面、今の状況は既にゼロ金利に近い。金利がゼロになると金利のレジームも量のレジームの側面をもってしまうことがある。どちらも実質金利を下げることによって経済に働きかけるという意図が根底にはあると思う。それぞれ完璧ではないが、しかし行ってみないと分からないところがある。最後は案の比較考量になると思が、無理をしてドッキングできる道がないかも考慮に値する。その意味で山口副総裁が先に述べた金利政策の中で時間軸のコミットメントもしつつ、量も何か工夫ができないか考えることは正当性があると述べ、金利政策に賛意を示しながら量的緩和政策との整合性を模索し歩み寄ろうとしていたように見える。

速水議長は、金利を目標とする方法では0%が限界となるが、リザーブ・ターゲティングは0%になっても資金の供給量を増やすことができるので、情勢に応じた追加的な緩和策を講じることが可能になる。同時に短期金融市場を育て機能を生かしながら資金供給を増やしていくという今の要請に応えていくことになるので、方向としてこれが良いとリザーブ・ターゲティングの採用を再度主張した。

---

<sup>51</sup> 白川正明（2008）は、「期末日や金融システム不安が特に懸念される局面では当座預金残高目標を超えて供給を行うことが多かった（中略）通常時は重要な論点ではないが、量的緩和政策が採用されていた局面では重要な論点であった」と述べている、p.267。

速水議長の主張に対して、山口副総裁は、これまで金利を中心として政策を組み立ててきたが、そう簡単に量に移行すると言ってしまっているのだからと疑問視する。植田委員の言うように量についてのある種の幻想を利用して、期待に影響を与えようとする場合、ただイリュージョンを利用しようとして、そういう説明をすればする程リスクも同時に大きくなっていく。それは5兆円で実質的にゼロ金利状態が実現した場合、それで実体経済に何程の影響が及ぶだろうかを考えてみればすぐ分かることだと思いが、そのリスクを我々は十分頭に置いておく必要があるのではないかと、この場がリザーブ・ターゲティングを前提にした議論になりかかっていることに反論している。また、時間軸効果の意味合いに関わる論点については、ゼロ金利を将来に向けて約束する場合その意味合いは割合明確であるが、レジーム転換を図る場合には、あまり明確ではないと批判的である。

田谷委員は、速水議長の量的緩和政策への移行に対して、武富委員が指摘したように、矛盾を感じている。また、三木委員の提案に対して、レジームの変更をしておきながら、無担保コールレート（翌日物）を0.15%以下にするのが趣旨なら、旧レジームのロンバート型貸出制度（金利0.25%、担保がある限りいくらでも貸す）の位置づけはどうなるのかという疑問を投げかけている。さらに、無担保コールレート（翌日物）を0.15%以下にするためにリザーブを状況に応じて供給するとなると、何のレジームだろうと非常に混乱してしまう。だからそういう心配があるなら、中原伸之委員の言うように初めから6兆円にしておけばいいという主張もある。5兆円であれば、時期によっては金利が上がる可能性がある。リザーブを状況に応じて供給することは、結局、レジームが変更されていないことになることと懷疑的に思う気持ちを述べている。田谷委員が、リザーブを状況に応じて供給することは、結局、レジームが変更されていないことになるとの指摘は筆者も同感である。

植田委員は、基本的にはリザーブ・ターゲティングとか国債の買い切りオペにあまり賛成ではない。それは積極的な意味をあまり見出し難いからと述べている。ただ、少し意味があるかもしれないが、その部分を自分の理論で完全に否定する程の力はない。しかし、これで打って出るとすると、リザーブを5兆円から6兆円、7兆円に増やすことに意味があるといった言い方はしたくないとの見解を見せる。ある程度アナウンスしたうえで、解釈はマーケットに任せるといった方法しかないような気がするが、いろいろな質問を受けて苦しい目に遭うことは目に見えている。そういうのが一切嫌であれば、一番すっきりするのは金利で水準を示し、時間軸を入れることではないかと述べ、それに武富委員は賛同した。

三木委員は、今、求められているのはデフレ懸念という物価下落への対応であり、構造改革、不良債権処理に対する対応であるが、金融政策だけではできないことを自覚している。ゼロ金利の時は財政出動もあり、公的資金の注入があって合わせ技で効いたことは間違いないが、今そういうことは現実問題として難しい。しかし、日本経済の置かれた立場を踏まえれば、政府が対応するまで日本銀行は対応しないと行ったものではなく、先程提案したように必要なことは必要どころが対応しなければいけない。金融政策に求められるのは流動性供給であるから、特別な時の歯止めは別として5兆円の量的ターゲットで良いと思う。また外部の人にも分かるように量のみならず、金利も示す必要があると主張した。

増淵理事は、今の議論を伺っている限りでは5兆円は、ほぼ下限なのではないかと理解している。勿論、逆に5兆円を若干下回る日があっても、ディレクティブ違反になる訳ではないと思うと執行部として意見を述べている。

速水議長は、ロンバート型貸出の0.25%が上限になっている。その間の振れは市場に任せることでいいのではないかと述べている。速水議長は5兆円のリザーブにのみ関心があり、三木委員の言うように無担保コールレート（翌日物）を0.15%以下にすることは考えていないように見える。速水議長の発言に対して、田谷委員は5兆円を厳密に実行して、完全に市場にまかせてしまうのかと問い質している。

山口副総裁は、速水議長に対して、ボルカーのリザーブ・ターゲティングは金利を上げるために行われた政策であるが、この政策は下げるために行う訳である。今、15bpを目安に金融調節を行っていて、新しい方式において、それより高い金利が出てくるのはおかしいと指摘する。

三木委員は、金融理論から言えばおかしいのかもしれないが、0.25%までいくことはないし、0.15%以下と明示するとディレクティブとしてやり難いのであれば、外部の人に対しては、きちんと言うことで分かってもらえると思うと述べ、消費者物価指数を時間軸とする件は、ゼロになるまでという議長案を支持する。

消費者物価指数について、植田委員は、若干のプラスの方が良いとコメントする。

武富委員は、当座預金残高を取りあえず5兆円にすることの意味をもう一度確認したいと述べた後、政策委員会が先行き何をみて5兆円では足りないから6兆円にするといったような判断をするのか分からない。量を目標とすることは貨幣数量説や物価が貨幣的現象だという理屈、しかも相当イリュージョンだと思われる怪しげな理屈に乗る訳であるから

と、リザーブ・ターゲティングへの転換に疑問を呈した。

武富委員の疑問に対して、植田委員は、最初の当座預金残高5兆円は大まかにゼロ金利を実現するための金利調節であるから、その後予想される道筋は、暫く経っても景気は良くならないし、物価も下がり続けると思う。そして日本銀行に対して更なる緩和要求が来て、5兆円といったように動かせるものを作ってしまったから6兆円にしよう、7兆円にしようとなる訳である。その時、普通の短期的金融資産では恐らく無理になってくるから、長期国債買いオペの増額になると思われる。それで景気が良くなって行けばよいが、ならないと地獄であると悲観的なコメントをしている。

この植田委員の危惧は当たっている。福井総裁が量的緩和政策を解除するまでに当座預金残高目標は30～35兆円まで引き上げられた。

武富委員は、量にコミットしても実際に期待インフレ率が上昇しなければ意味がなかったと認める何か別の理屈が必要であると心配する。それに対して、植田委員は我々としてもその出口となる戦略がないと述べている。

武富委員は、初めから出口を明確に明示すると、期待している効果が出るかどうか難しいが、今議論している採りうるオプションは、いろいろな難しさをもっていることを覚悟のうえで行うのかと問い質す。

田谷委員は、出口となる戦略は先の話かもしれないが、リザーブにターゲットを置いておくから出口に出られるのだと思う。積み上げにターゲットを置いてゼロ金利にすると出口に出られない。なぜかという、いつまでもゼロ金利になってしまうからである。しかしリザーブにターゲットを置いておくと、景気が良くなれば必要準備が増えて、金利が上がってくるからそれに追従していけば良いと思う。そのうえで言えば、5兆円なり7兆円なりにすること自身に意味があると述べる。

三木委員は、需要喚起はやはり財政である。民間の自助努力は勿論であるが、それができないところは、ある程度財政が支援することが大事である。効く財政出動を是非考えて頂きたいと坂井内閣府副大臣に要請した。

これら政策委員の意見のやりとりから、金融政策だけではデフレ脱却のための効果が期待できないという思いが伝わってくる。リザーブ・ターゲティングを取り入れようとする藤原副総裁や三木委員からは、リフレ派が言うようなデフレ脱却の明確な論点、あるいは処方箋が示されているようには思えない。政府の求めに応じようとする速水議長の思惑が動か

せているようにも見える。リフレ派と違い、金融政策だけではデフレ脱却に対処できないという認識が政策委員にあったことだけが強く印象に残った。

速水議長は、政府出席者の発言の後、議案の取りまとめに入った。中原伸之委員案、篠塚委員案、議長案が提出された。

### 採決前の質疑および追加討議

議長の議案の取りまとめ後、いつもは討議をしないが、この日の植田委員は違っていた。議論がいろいろ出ていたが、リザーブ・ターゲティングあるいは国債買いオペを増額することについても若干疑問符を持つ委員がいる。まだ少し議論が尽きていないように思うと三案を提示する。一番目は議長案のようにリザーブ・ターゲティングでいく方法。二番目は金利をゼロにするためにリザーブを増やす調節方式をはっきりさせたいうえで、国債買いオペの増額も考える。三番目は純粋にゼロ金利プラス時間軸でいく。このような三つの案があるが、いかがかと委員達に問うが、三木委員は、もう議論は尽くしたので後は採決をすればいいと追加討議を打ち切ろうとする。

山口副総裁は、議長案に対して当座預金残高を新しい目標に決めると、今回 5 兆円からスタートするが、その後どういう考え方で臨むか議論はあったが、まとまっていないと述べ、実質的にゼロ金利にするために 5 兆円程度リザーブを供給するという考えがある一方、必ずしもそうならなくてもいいという考えもある。どういうマーケットの状態を想定するのか理解の統一がなされていないことを指摘した。

それに対して、三木委員は各々委員の意見は、はっきりしていると思う。意見が合成されていなことは指摘のとおりかもしれないが、これ以上議論しても無駄であると再度議論を打ち切ろうとしたが、山口副総裁は金融市場が不安定化し、金利が 0.15%を上回るような場合に、もっと資金供給しろと言われればどういう措置を採るのかと山下金融市場局長に問い、山下金融市場局長は、例えば 0.15%以下ということであれば、それ以上に上がりそうな時には出していくと回答している。

山口副総裁は、0.15%以内に押さえて欲しいというようなことが、入っていないでもそうするのかと問い質すが、それに対して増淵理事は、対外公表文にどのように書かれるかにもよるが、対外公表文自体も日本銀行の方針なので、それと一体のものとして調節のディレクティブを実施することになる。対外公表文にそういうことが書かれていると 0.15%以上になる事態が生じれば、リザーブの供給を増やしてそれを防ぐと回答している。



中原伸之委員は、三木委員が指摘したように実質的にゼロ金利ではないのかと問うが、増淵理事は、通常の場合には、仮に5兆円を供給すればゼロ金利時代と同じ金利になると思う。資金的に繁忙な日の場合を話したと回答した。

田谷委員は、ロンバート型貸出は有担コールでの対応である。もし無担コールの跳ね上がりまで含めた何らかの対応を考えるのであれば、操作目標を当座預金残高にしたものの、金利の方に別の目標があるようなことになってしまうのではないかと、操作目標を当座預金残高にしたと言い切れないのではないかと疑問を呈した。それに対して、増淵理事は5兆円であれば通常の日は、ほぼゼロ金利になる。ここに準備しようとしている「なお書き」があれば繁忙な日でも0.15%を超えない旨説明をした。

速水議長は、ディレクティブでも「なお書き」で「上記目標にかかわらず一層潤沢に資金供給を行う」と書いてあるので、操作目標は当座預金残高としていいのではないかと述べるが、武富委員は、調節方針の決定に関するディレクティブと読み合わせると、この5兆円は実質的にゼロ金利にするためではなく、期待インフレに働きかける所要量が5兆円だと読んでしまう。従って、先行き経済情勢と我々の操作目標の関係がどういう基準で判断されるべきなのか明確にしておいた方がよいと述べる。

それに対して、植田委員は、僅かに何かあるかもしれないが、5兆円を6兆円や7兆円に変えていっても現状期待インフレ率に響く合理的な理由は考え難いと、当座預金残高の調節による量的緩和政策を疑問視した。

このような質疑応答を、脚注63.で示したように白川方明（2008）は、通常時は重要な論点ではないが、量的緩和政策が採用されていた局面では重要な論点であったと述べている。

議長案に反対した篠塚委員は前出のような反対理由から対案を提出している。議案の採決で、篠塚委員は金融市場調節方針について、無担保コールレート（翌日物）を0.15%以下に誘導すること。その際、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまで継続する。金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、国債の買い切りオペに関しては、長期国債買い切りオペの増額（月4000億円程度から月8000億円程度とする）をすることを提案した。

これに対して賛成者は1人（篠塚英子）、反対者は8人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、中原伸之、植田和男、田谷貞三）であった。

中原伸之委員は、中期的な物価安定目標として2002年10月～12月期平均の消費者物価



指数（除く生鮮食品）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、当座預金残高を7兆円程度まで引き上げることを提案した。

これに対して賛成者は1人（中原伸之）、反対者は8人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、篠塚英子、植田和男、田谷貞三）であった。

議長案として一つ目は、金融市場調節方式の変更に関する件である。①金融市場調節の操作目標を、日本銀行当座預金残高とする。②金融市場調節方式を、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する。③日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合は、長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。二つ目は、金融市場調節方針の決定に関する件である。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行うという二つの議案が提案された。

いずれも賛成者8人（速水優、藤原作弥、山口泰、武富将、三木利夫、中原伸之、植田和男、田谷貞三）、反対者は1人（篠塚英子）であった。中原伸之委員は自分の議案が否決された後、議長案に賛成に回る。

#### 4-1-2 金利政策派と量的緩和政策派

政策委員達の発言をみると、政策委員は大きくは金利政策派と量的緩和政策派に分かれる。また、金利政策派はゼロ金利派と篠塚委員のようにゼロ金利と量的緩和には懐疑的であり金利を現状維持する派の2つに分かれる。量的緩和政策派も当座預金残高の供給量の考え方あるいは物価安定目標によって2つに分かれる。

##### 金利政策派

###### ①（山口副総裁、武富委員、植田委員、田谷委員）

無担保コールレート（翌日物）が実質的にゼロになるように、それに必要な流動性供給を行う。コミットメントについては、時間軸の設定をして消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまで継続する。金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、国債の買い切りオペに関しては、長期国債買い切りオペの増額を図る。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残

高を上限とする。

② (篠塚委員)

ゼロ金利と量的緩和に懐疑的である。金融市場調節方針について、無担保コールレート(翌日物)を0.15%以下に誘導する。コミットメントについては、時間軸の設定として消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまで継続する。金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、国債の買い切りオペに関しては、長期国債買い切りオペを現在の月4000億円程度から月8000億円程度に増額をする。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。

**量的緩和政策派**

① (速水議長、藤原副総裁、三木委員)

操作目標をリザーブの供給額として当座預金残高が平均的にみて5兆円前後になるように目標を設けてゼロ金利状態にし、無担保コールレート(翌日物)が0.15%を上回る時には5兆円は増額する。コミットメントとして、消費者物価指数(除く生鮮食品)が安定的にゼロ以上(議論の際は速水議長、三木委員は「安定的にゼロになるまで」としていた。)になるまで継続する。また、長期国債の買い切りオペの増額を図る。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。

② (中原伸之委員)

中期的な物価安定目標として2002年10月~12月期平均の消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年同期比が0.5~2.0%となることを企図して、当座預金残高を7兆円程度まで引き上げる。消費者物価指数(除く生鮮食品)以外にマネタリーベースにも目標を置き、当座預金残高の供給量を7兆円以上にすることもある。

**4-1-3 不良債権処理について**

不良債権処理の必要性について、篠塚委員、三木委員、武富委員、山口副総裁が発言している。

篠塚委員は、最近一部の経済学者の間で物価変動は本質的に貨幣的な現象であり、これは公理であるといった主張も見られる。そのうえでデフレを回避するためには金融政策で対応する以外に打つ手がないといった主張にエスカレートしているようにも思われる。さら

に最近の株価の大幅下落に関しても、金融政策が短期的な株価対策までも背負うべきであるといった期待もみられる。しかし、日本銀行が現在マネタリーベースを十分に供給しているにもかかわらず経済活動を活発化させることができないのは、民間の信用創造機能が大幅に弱っているためである。不良債権問題が抜本的に解決される道筋がみえれば、現在採っている金融の超緩和政策の効果も急ピッチで高まるはずである。日本経済が力強い成長軌道に再び戻るためには、金融システム問題の抜本的な解決などの構造改革を断行して、生産性を高めること以外に進むべき道はないと思う。金融政策だけで日本経済を自律的な回復軌道に乗せることは不可能であると政府の不良債権問題の抜本的な解決に言及する。

また、最近日本銀行に対して内外の中央銀行の歴史に例をみないような思い切った金融政策が求められているように思われる。政府においても同じように前例のない思い切った財政政策、雇用対策、金融システム対策を期待したい。構造改革が先送りされる一方で、量的緩和政策に踏み込むだけであるなら、日本の経済政策運営全体に対する信任は失われると政府に対して構造改革、不良債権処理の早急な解決を要請する発言をしている。

山口副総裁、武富委員も同様な考えをもっている。

三木委員は、構造改革、不良債権処理を進めて景気回復をとという考え方があるが、これは民間、財政・政府、金融の三者の合わせ技で対応することが重要である。中でも民間企業、銀行の自助努力が基本であるが、デフレ圧力を極力緩和するためには、財政と金融で下支えることが求められると述べている。金融政策だけでは限界にきており、どのような措置を採るにせよ構造改革、不良債権処理の必要性を強く訴えている。

篠塚委員は退任後、日本経済新聞（経済教室）<sup>52</sup>で「このように調節手段を大転換した背景には、日銀が物価下落の阻止に対して強い決意を示すことと、政府に構造改革の取り組みを断固促すという二つの誘因があったと思われる」と語っている。ここでは、一部の委員の発言をまとめてみたが、政策委員は全員が、不良債権処理の問題を抱えたままでは金融政策の効果が十分に発揮できないことを実感していたと言える。

#### 4-1-4 政府出席者の発言

岩田内閣府政策統括官が、次のように3月16日開催された月例経済報告等関係閣僚会議

---

<sup>52</sup> 日本経済新聞朝刊 2001年8月3日付 29ページ「日銀、国民との対話重視を―前日銀審議委員篠塚英子氏（経済教室）」。

の報告をしている。今月の月例経済報告では前月の、「景気の改善はそのテンポがより緩やかになっている」との景気判断から、「景気の改善に足踏みがみられる」と判断を下方修正した。景気の先行きについては、米国経済の減速や設備投資の鈍化の兆しなど懸念すべき点が見られる。また、デフレ懸念について関心が高まっており、これまで論者によって様々な定義が用いられていたが、デフレを持続的な物価下落と定義すると、我が国経済は現在緩やかなデフレにあると考えられる。この状況は国際的にみても歴史的にみても極めて例外的なことであり、政府は引き続き経済を本格的な回復軌道に乗せることが最重要課題であるとデフレ脱却を強調している。

村上財務副大臣は、速水総裁の案はゼロ金利と同等以上の効果があるか山口副総裁に確認した後、一番目に一層の金融緩和に向けた具体的な措置が必要であり、ゼロ金利政策を再実施し金融緩和状態を一定期間継続する旨を明確にする。二番目に物価安定の目標を明らかにする。三番目にオペの対象拡大により豊富な資金供給を行うといった政策手段やこれらの組み合わせが考えられるが、日本銀行は、これらの政策手段につき検討の上、早急に一層の金融緩和に向けた措置を決定して頂きたいと要請している。

坂井内閣府副大臣は、景気は足踏み状態にあり、先行きに懸念すべき点があることを指摘する。政府・与党による緊急経済対策をしっかりと受け止め、株式市場の活性化策、不良債権の的確な処理などについて具体的な施策を早急に検討することの重要性を述べている。金融政策については、予防的観点を含めた適切かつ機動的な政策運営が重要と考えるので、日本銀行は、物価の安定の実現を目指して一層の金融緩和を実施して頂きたいと、今回の量的緩和政策の実施を求めている。

岩田内閣府政策統括官はデフレの状況にあることを説明することで、2人の副大臣は一層の金融緩和を日本銀行に要請することで、日本銀行に量的緩和政策導入の圧力をかけている。

#### 4-1-5 まとめ

今回の金融政策決定会合をまとめてみると、当面の金融政策運営方針の決定について、各委員が政策提案の意見を述べたあと議論するが、この日は藤原副総裁の政策提案から始まっている。藤原副総裁は政策の枠組みを大転換する必要性を主張し、この日の議論の焦点は最初から、ゼロ金利ではなくマネタリーベースや当座預金残高あるいは長期国債の買い切

りオペの増額など量的緩和で始まっている。

量的緩和政策に賛同した三木委員は、今、求められているのはデフレ懸念という物価下落への対応であり、構造改革、不良債権処理に対する対応である。ゼロ金利時は財政出動もあり、公的資金の注入があって合わせ技で効いたことは間違いないが、今そういうことは現実問題として難しい。しかし、日本経済の置かれた立場を踏まえれば、政府が対応するまで日本銀行は対応しないとといったものではないと述べ、金融市場調節方式を変更し操作目標を当座預金残高とする量的緩和政策を提案する。

中原伸之委員も提案するが、同じ量的緩和政策でも既に前年から提案していたインフレ目標付きの量的緩和案である。実証的な研究結果からマネタリーベースを伸ばした時には、ポートフォリオ・リバランシング、あるいは資産効果、株や為替を通じて機械受注、設備投資に効いてくるような結果が出ているというもので、マネタリーベースを伸ばす必要性を強調し提案している。

しかし、量的緩和政策に対して植田委員は、「ゼロ金利で約束した方が、量で約束するよりもコミットメントの強さは強いと思う。なぜかと言えば、量で約束しても将来ゼロ金利になる保障はない訳である。これに対してゼロ金利で約束すれば将来の各時点で最大限の金融緩和を約束したことになるからである」とゼロ金利プラス時間軸の考えを強調する。

植田委員のゼロ金利政策に賛同した武富委員は、ゼロ金利にすることで多少金利のターム・ストラクチャーにも働きかけることができれば、長短金利の低下効果で需要を刺激し需給を改善させ、その効果として物価も下落圧力を緩和される。それをさらに強化するためには時間軸効果を噛み合わせるのだと思うと述べている。

また、山口副総裁は、リザーブ・ターゲティングについて抵抗感をもっている。それはこれまで我々が主張してきた政策の発想とは相容れない部分があると述べ、リザーブ・ターゲティングに転換することによって、追加的な緩和の余地が大いに生まれてくるような、ある種のイリュージョンを与えることにもなりかねないと懸念する。

議案が採決される直前に、植田委員は追加意見として、まだ議論は尽きていないと異議を唱えたが、速水議長は議案の取りまとめをしている。三木委員の議論は尽くしたし、後は採決するだけと言う意見や速水総裁の何を議論するのかといった発言で、その異議は受け入れられないまま、速水議長は量的緩和政策へと議事を進めた観がある。山口副総裁、植田委員、田谷委員は速水総裁の進退を配慮してか、市場に対するリスクを心配してか議案を提出



することはしなかった。結果的には、8人の政策委員が議長案である量的緩和政策の導入に賛成しているが、議事録を読むと9人の政策委員のうち山口副総裁をはじめとする過半数の5人<sup>53</sup>は初めから量的緩和政策に納得していなかった。それは当面の金融政策運営方針の決定の議論の場において5人の政策委員が量的緩和政策の導入に懐疑的あるいは反対の意を唱えていることから分かる。

また、政策委員の意見は出たが、議論の中心は金融市場調節の主たる操作目標を、当座預金残高とした量的緩和政策に終始し、ゼロ金利政策にまで及ばなかったと言える。植田委員、篠塚委員の言うように議論は尽くされたとは言えない。しかし、速水議長は、量的緩和政策にまだ懐疑的であり十分な議論がなされていないという政策委員がいるもかかわらず、議案の採決を行っている。つまり、過半数の政策委員が新しい枠組みに納得しないまま、速水議長は前のめりに議事を進行して量的緩和政策を押し進めている。

それでは経験のあるゼロ金利政策に回帰することなく、なぜ量的緩和政策を導入しなければならなかったのか疑問が生じるが、その疑問は次の4-2で検証する。

#### 4-2. 量的緩和政策決定過程の検証

第3回経済財政諮問会議、あるいは政府・与党三党によってとりまとめられた「緊急経済対策の要旨」等により速水総裁は2001年3月19日の金融政策決定会合において、前回の会合以上に政府・与党から金融緩和を求められていた。また、3月の金融経済月報を見ても2001年1月の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は対前年比-0.5%である。これは2000年10月、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で公表した2000年度の政策委員の消費者物価指数（生鮮食品を除く）の大勢見通し対前年比-0.4%~-0.2%を下回っており、政策委員は誰も金融緩和をしなければならない状況にあることを認識していた。

しかし、前掲議事録から量的緩和政策導入については、5人の政策委員が懐疑的である、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最後まで議論がまとまらなかった。政策委員の中には執行部の要でもある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ことから、ゼロ金利政策に回帰することでもよかったと筆者は考えるが、それがなぜ前例のない量的緩和政策を導入するに至ったのか検証した。

---

<sup>53</sup> 採決では山口副総裁、田谷委員、植田委員、武富委員は議長案に消極的ではあるが賛成している。篠塚委員は独自に議案を提出する。



検証の結果、量的緩和政策を導入するに当たっては、以下（１）～（４）のような量的緩和政策の導入理由があることが分かった。

### （１） 政府・与党から量的緩和を促す圧力がある

理由１として、2001年2月9日の金融政策決定会合において、政府出席者の坂井内閣府副大臣が前掲の2001年2月2日にあった第3回経済財政諮問会議の内容報告をし、日本銀行に対して金融緩和を促している。

その経済財政諮問会議議事録<sup>54</sup>を見ると、特に有識者として経済財政諮問会議に特別参加した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長は次のような報告をしている。

現在の日本経済は、経済学で弱気の均衡という状態に陥っている。世界中を見ても、先進国の中で日本のように物価の下がっている国はない。物価下落は、消費意欲をそぎ景気に悪影響を及ぼす。デフレを何とかして止めなければならないというのが、金融政策の現在最も重要な課題であると思っている。

金融政策以外に、物価の上昇を止めたり、物価下落を止められる経済政策はない。日本銀行がインフレを止めることができるならば、デフレも止めることができるはずであるから、日本銀行がデフレにも立ち向かうという確固たるシグナルを国民に送るならば、弱気の均衡から強気の均衡への移行がより容易になる。

これは、株価についても同様であり、最も自然な株価対策は、金融を量的に緩和することにほかならない。日本銀行が現在の短期金利の操作だけに政策手段を限らないで、長期債の買いオペを弾力化したり、為替介入の不胎化をひかえたり、物価上昇率の目標を設定したり、総裁の国民が悲観しそうな発言を少しやめるなどの政策をとれば、構造改革、そして弱気から強気という移行がより楽になるのではないかと思うと述べている。

これは日本銀行総裁に金融緩和政策を迫るものであり、同席の平沼赳夫議員、吉川洋議員からも同様に金融緩和政策を促すべき趣旨の意見が述べられている。

浜田宏一他（2010）<sup>55</sup>は、牛尾次朗、奥田碩、本間正明、吉川洋といった人たちがメンバーの時期は活気があった。小泉首相になってからは雰囲気が一変し、みな意欲を持って政策決定過程を変えようとしていた旨の記述をしており、当時の経済財政諮問会議を重要視し

<sup>54</sup> 第3回経済財政諮問会議（2001.02.02）議事録、pp.17-18。

<sup>55</sup> 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代（2010）『伝説の教授に学べ！ 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社、P.80。

ている。また、吉川 洋 (2013)<sup>56</sup>は、浜田宏一所長のデフレと金融政策、とりわけ「量的緩和」の必要性について、このプレゼンテーションは政府部内の動きを象徴するものであると述べているように、まさに政府が日本銀行に量的緩和を促す大きな圧力にほかならない。

理由 2 として前掲の 2001 年 2 月 28 日の金融政策決定会合議事録<sup>57</sup>を見ると、政府からの出席者<sup>58</sup>である若林財務副大臣は次のような報告をしている。

2001 年 2 月 23 日に臨時関係副大臣会議が開催され、経済担当省庁の副大臣が経済状況について意見交換した際、各副大臣から金融政策に関し種々の発言があった。一つは金融政策運営について経済に強いデフレ懸念が生まれつつあることに鑑みて、複数の副大臣から金融の一層の緩和が必要である意見、インフレ・ターゲティングを採用すべきといった意見や政府と金融政策当局との間で政策の整合性を確保することが重要であるという意見の報告である。

こうした意見を受けて、若林財務副大臣としては日銀との接点もあるので日銀法第 3 条、第 4 条の趣旨を踏まえてどう対応するか、複数の副大臣の意見をどのように日本銀行に伝えていくか考えていきたい旨発言し、その場を一応引き取ったと述べている。

明日も関係副大臣会議があるが報告を巡っては、また議論があるかもしれないという発言もしている。報告という形を取っているが、政府・与党三党によって 3 月 9 日にとりまとめられた「緊急経済対策の要旨」となんなら変わりなく、若林財務副大臣は政府代表として日本銀行に金融緩和を強く要請している。

理由 3 として、新聞報道<sup>59</sup>によると、自民党の亀井静香政調会長が党本部に日本銀行の堀井昭成審議役を呼び、金融の量的緩和を行うよう要請している。亀井氏は「デフレ傾向は明らかなので、長期国債の買い入れを増やすなどの量的緩和をやるべきだ。速水優総裁に伝えて欲しい」と述べ、堀井昭成審議役は「勉強する」と答えたと伝えている。

また、政府・与党三党の緊急経済対策について同紙<sup>60</sup>には、日本銀行サイドの考えを取材した記事もある。記事によると、日本銀行は金融緩和の推進や物価の安定の目標設定が明記されたことについて、中央銀行の独立性を確保する観点から好ましくないと見ており、金融

<sup>56</sup> 吉川 洋 (2013) 『デフレーション』日本経済新聞出版社、p.16。

<sup>57</sup> 金融政策決定会合 (2001.02.28) 議事録、pp.42 -43。

<sup>58</sup> 議決権はないが、議案を提出できる権利及び議決延期請求権が認められている。

<sup>59</sup> 日本経済新聞夕刊 2001 年 3 月 5 日付「日銀審議役に量的緩和要請 亀井氏」。

<sup>60</sup> 日本経済新聞朝刊 2001 年 3 月 10 日付「与党緊急経済対策 物価安定目標 日銀『難しい』」。

緩和は日本銀行独自の判断で実施すべきものであると述べている。また、物価安定目標については「現時点で導入するのは難しい」（幹部）と反論している。

経済財政諮問会議に有識者として出席した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長の発言、金融政策決定会合における若林財務副大臣の要請、自民党の亀井静香政調会長の言動は政府・与党から日本銀行に対し量的緩和を促す圧力であると言える。

## （２） 銀行法の改正を迫られている

新聞報道<sup>61</sup>によると、日本銀行がゼロ金利解除から半年で二度の利下げをしたことから、金融政策の信頼性を問う議論が相次ぎ、自民党内で日本銀行法再改正案が浮上してきたほか、学者の間にも議論が及びつつあるという報道である。

政府・与党である自民党議員の山本幸三、渡辺善美両議員らは、2000年8月11日、金融政策決定会合において、政府出席者がゼロ金利解除を時期尚早として議決延期請求権を行使したにもかかわらず、日本銀行がそれを否決したことを重視する。その後の景気が低迷し、日本銀行はゼロ金利解除から半年後の2001年2月に、二度の利下げ<sup>62</sup>を強いられることになったが、議決を延期して冷静な議論をしていればこういう事態には陥らなかったと指摘する。また、それを理由に両議員ら政府・与党である自民党議員の中には、新日本銀行法を改正しようという動きがあることを報じている。

その改正案は図表4にあるように、①政府の経済政策と日本銀行の金融政策が整合的になるよう義務付ける、②物価目標導入を金融政策決定会合の議決事項に加える、③議決延期請求権が出ると次回金融政策決定会合まで一度延期ができるようにし、その間に政府の経済政策との調整を図るよう改める、④総裁、副総裁の選任は政策委員会の互選にするなどの論点を提示しており、今後、党内の金融調査会で各案を調整、議員立法化を検討するというものである。

<sup>61</sup> 日本経済新聞朝刊2001年3月13日付「日銀法3年経て再改正論」（編集委員・藤井良広）。

<sup>62</sup> 2001年2月9日の金融政策決定会合においては、公定歩合を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ていた。また、2月28日の金融政策決定会合においても再度公定歩合を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%へ利下げを行っている。

図表 4 日銀法再改正論議の論点

主な論点	該当条項
政府の経済政策と金融政策の整合性の明記	4 条
政策委員会の議決事項に「物価目標」を明記	15 条第 1 項
政府の議決延期請求権の担保（逆に、削除論も）	19 条第 3 項
総裁、副総裁の選任は政策委員会の互選に	23 条第 1 項

出所：2001 年 3 月 13 日、日本経済新聞朝刊

(参考) 該当条項

(政府との関係)

第四条 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

(権限)

第十五条 次に掲げる通貨及び金融の調節に関する事項は、委員会の議決による。

- 一 第三十三条第一項第一号の手形の割引に係る基準となるべき割引率その他の割引率並びに当該割引に係る手形の種類及び条件の決定又は変更
- 二 第三十三条第一項第二号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率その他の貸付利率並びに当該貸付けに係る担保の種類、条件及び価格の決定又は変更
- 三 準備制度に関する法律（昭和三十二年法律第百三十五号）第四条第一項に規定する準備率及び基準日等の設定、変更又は廃止
- 四 第三十三条第一項第三号に規定する手形、債権又は電子記録債権（電子記録債権法（平成十九年法律第百二号）第二条第一項に規定する電子記録債権をいう。以下この号及び第三十三条第一項において同じ。）の売買その他の方法による金融市場調節（金融市場を通じて行う通貨及び金融の調節（公開市場操作を含む。）をいう。）の方針並びに当該金融市場調節に係る手形、債券又は電子記録債権の種類及び条件その他の事項の決定又は変更
- 五 その他の通貨及び金融の調節に関する方針の決定又は変更

六 前各号に掲げる事項の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解その他  
通貨及び金融の調節に関する日本銀行としての見解の決定又は変更  
(政府からの出席等)

#### 第十九条

3 前項の規定による議決の延期の求めがあったときは、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならない。

(役員の内命)

第二十三条 総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。

出所：日本銀行法

山本幸三、渡辺善美両議員らのこの日本銀行法再改正案を自民党内の金融調査会で各案を調整、議員立法化を検討した後の改正案を基に、鐘ヶ江毅氏は日本金融学会（2002年春季大会）で報告するためディスカッション・ペーパーを作成している。

鐘ヶ江毅（2002）<sup>63</sup>のディスカッション・ペーパーによると、図表4の「**政府の経済対策と金融政策の整合性の明記**」については、現行法の「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう（中略）十分な意思疎通を図らなければならない」という表現の順序を入れ替え、「意思疎通を図ることにより（中略）整合的なものとなるようにしなければならない」とこととした改正案に対して、この変更が日本銀行の金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合性を持つことを義務付けることになり、日本銀行の金融政策における自主性を規定した第3条と矛盾することを指摘している。

「**政策委員会の議決事項に『物価目標』を明記**」について、インフレ・ターゲティングの導入については、その是非について議論が分かれるところであるが、日本銀行はすでに「①検討事項ではあるが中期的に望ましい物価上昇率を数値で示すことは難しい。②金融政策のみで物価の下落を防ぐことはできない。」との見解を公表しており、鐘ヶ江毅氏も同様の見解をもっていると述べている。

「**政府の議決延期請求権の担保（逆に、削除論も）**」については、政府側の権限強化を目的とするものであり第3条の精神に反する。また、第19条の改正案作成に当たって、ドイツ連邦銀行法の規定を参考にしているとされているが、本規定は、1997年欧州通貨機関の勧告

<sup>63</sup> 鐘ヶ江毅（2002）「日本銀行法の再改正論議をめぐって」。

に基づいて、すでに廃止されており中央銀行の自主性という観点から見て時代遅れの規定であることを指摘している。

「**総裁、副総裁の選任は政策委員会の互選に**」については、自民党内の金融調査会で調整された結果、政策委員会の構成メンバーのうち副総裁2名を排除し、政策委員数を現行の9名から7名に減員しようとする新聞記事とは異なる改正案に変わっているが、いずれにしても日本銀行執行部の意向が政策委員会の審議結果を左右する恐れがあるから再改正するというものである。

鐘ヶ江毅（2002）によると、新日銀法において2名の副総裁が加えられたのは、政策決定と（専門的立場からの）業務執行との有機的なつながりを確保するために、総裁以下の執行部の者も含める必要がある、との「中央銀行研究会」報告及び「金融制度調査会答申」説明書に基づくものであり、また副総裁は総裁を補佐・代理するものではあるがそれぞれ独立して委員の職務を執行することを保証していると述べている。その結果、日本銀行法は適時適切な金融政策運営が効果的に行われるように、業務執行との有機的なつながりが重んじられ、日本銀行内部の者が過半数を占めない範囲で2名の副総裁が政策委員に加えられたことも述べている。

また、この点について、米国を例に連邦公開市場委員会<sup>64</sup>（FOMC）は、議長、副議長、理事、地区連邦準備銀行総裁（12名）から構成され、投票権を持つメンバー（10名）で見ると、執行部が半数を占めることを指摘し、日本銀行執行部の数を減らす理由に決め手がなく、むしろ「業務執行との有機的なつながり」を確保するとの現行法の精神が尊重されるべきであると述べている。

これらの日本銀行法再改正案は、前掲新聞報道<sup>65</sup>、政府・与党三党によって3月9日にとりまとめられた「緊急経済対策の要旨」に掲載の「**二、日銀への的確な金融政策の要請**（1）日銀の独立性を侵さないことは言うまでもないが、金融政策は政府と日銀の綿密な連携のもと実施すべきだ。よりいっそう政府の経済対策と金融政策の整合性を確保すべきだ（2）日銀は現在のデフレ状況に対応したさらなる金融緩和を実施すべきだ。（3）物価安定の目標を明らかにすべきだ」という要請と同様に、3月19日の金融政策決定会合を前にして、政

<sup>64</sup> 米国の中央銀行に相当する連邦準備制度理事会（FRB）が定期的に関開く会合で、FRB理事7人（現在5人）と連邦準備銀行総裁5人（ニューヨーク連邦準備銀行総裁と、持ち回りで選ばれる他地区連邦準備銀行総裁4人。それ以外の地区連邦準備銀行総裁は参加するが議決権がない。）で構成される金融政策決定機関。議長はFRB議長が、副議長はニューヨーク連邦準備銀行総裁が担う。

<sup>65</sup> 日本経済新聞朝刊2001年3月10日付「緊急経済対策の要旨」。



府・与党である自民党議員が日本銀行に政治的圧力をかけたものである。

これらの改正がなされれば、日本銀行の自主性（独立性）はなくなりかねない。当時の日本銀行としては受け入れ難いものであったと言える。速水総裁としてもゼロ金利への回帰ではなく政府・与党の望む量的緩和政策の導入という選択肢が必要であったと考える。

### （3）不良債権処理の解決のため政府に協力を求める必要性がある

前掲新聞報道<sup>66</sup>によると、政府・与党三党によって3月9日にとりまとめられた「緊急経済対策の要旨」が掲載されている。主な内容は、「一、金融再生と産業再生の実現」、「二、日銀への的確な金融政策の要請」、「三、証券市場等の活性化対策」、「四、新市場の開拓による新しい雇用の創出」、「五、都市再生の実現」、「六、土地等の流動化対策」、「七、消費者マインドの効用など」であるが、二番目に取り上げられている日本銀行への要請は、独立性を侵さないと前置きをしながら、以下のように政府の政策との整合性、金融緩和あるいはインフレ目標を促すものである。「二、日銀への的確な金融政策の要請（1）日銀の独立性を侵さないことは言うまでもないが、金融政策は政府と日銀の綿密な連携のもと実施すべきだ。よりいっそう政府の経済対策と金融政策の整合性を確保すべきだ（2）日銀は現在のデフレ状況に対応したさらなる金融緩和を実施すべきだ（3）物価安定の目標を明らかにすべきだ」これらは政府・与党の日本銀行に対する圧力と取れる要請である。

この政府・与党三党の日本銀行に対する要請の後、速水総裁は2001年3月14日の第5回経済財政諮問会議<sup>67</sup>において、不良債権問題について金融政策をする立場から意見を述べている。その内容<sup>68</sup>は、金融政策の効果を引き出すためには金融システムの問題解決が必要である。金融システムを強固なものにしていくためには不良債権処理が必要であるが、不良債権を銀行のバランスシートから直接償却する最終処理を進めると、その間は財源が必要となり、銀行の貸し渋りが増え、銀行の株価も下落しデフレ効果は高まる。その対応策として不良債権処理を円滑に進めていくためには法制、税制面等で環境整備、インフラ整備を進め

<sup>66</sup> 日本経済新聞朝刊 2001年3月10日付「緊急経済対策の要旨」。

<sup>67</sup> 2001年3月14日、第5回経済財政諮問会議のメンバー。

議長：森 善郎	（内閣総理大臣）	議員：牛尾治朗	（ウシオ電機(株)代表取締役会長）
議員：福田康夫	（内閣官房長官）	同：奥田 碩	（トヨタ自動車(株)取締役会長）
同：麻生太郎	（経済財政政策担当大臣）	同：本間正明	（大阪大学大学院経済学研究科教授）
同：片山虎之助	（総務大臣）	同：吉川 洋	（東京大学大学院経済学研究科教授）
同：平沼赳夫	（経済産業大臣）	臨時議員：柳沢伯夫	（金融担当大臣）
同：速水 優	（日本銀行総裁）	同：坂口 力	（厚生労働大臣）

<sup>68</sup> 第5回経済財政諮問会議（2001.03.14）議事録、p.22。

ていく必要があるので、この点を是非政府にお願いをしたいというものである。

この後、2001年3月15日の参議院財政金融委員会<sup>69</sup>において、与党三党の緊急経済対策について、自民党の清水議員と速水総裁の間で次のような質疑応答がある。

与党三党の緊急経済対策について、ある程度すぐやらなければならないとか、そう簡単にはできない、慎重に検討を要するとか、考え方もいろいろあるかと思うが優先度とか重点度も踏まえた上で、どういうふう to 実施に向けて取り組もうとしているか、順次お話を伺いたいと清水議員が財務大臣、金融担当大臣、日本銀行総裁に質問をしている。

この質問に対して参考人の速水総裁は次のように答弁をしている。

与党三党におかれては、緊急経済対策において、不良債権の的確な処理を図り、経済の構造改革を積極的に推進するという方向性を示された。日本銀行としても、金融システム面で、経済・産業面で構造改革というものが日本経済の回復にとって不可欠の条件であると認識しており、各方面における取組が一層速やかに進展していくことを強く期待している。また、対策の中で日本銀行に対する要請も盛り込まれているが、日本銀行としては、こうした意見も真摯に受け止めた上で、日銀法に規定された金融政策運営の責任を適切に果たすように努めて参りたいという答弁である。

速水総裁には、金融政策の効果を引き出すため政府に早期の不良債権の抜本処理を中心とする構造改革を促す必要があり、そのためには政府与党の要請に応じようとする日本銀行の姿勢が見える発言である。

また、この時期、政策委員は金融政策決定会合において、金融政策の効果を引き出すためには金融システムの問題解決が早急に必要であり、その金融システムを強固なものにしていくための不良債権処理が必要であることを共通の認識として持っていた。

例えば、前掲議事録の三木委員の発言を見ると、事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきと思う。ベースマネーとマネーサプライが切れている状況に対して日本銀行は今までと違った発想からの金融政策を検討することは意味がある。そのタイミングで構造改革、不良債権処理を進めるためにも、金融政策を先に発動してむしろそれを促す必要があると思うと語っている。量的緩和の導入と政府に対する不良債権処理の進行要望が分かる。

---

<sup>69</sup> 参議院財政金融委員会（2001.03.15）会議録第三号（その一）、pp.3-4。

また、政策委員共通の要望として表れている例としては、2001年3月19日、量的緩和政策導入決定時の金融政策決定会合で、政策委員間で討議がなされた議事録を見ると、対外公表文には5.として不良債権問題解決のため「今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮されるためには不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。(中略)日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。」<sup>70</sup>と政府に対する期待が述べられている。

梅田雅信(2011)<sup>71</sup>も、日本銀行は、①不良債権の最終処理等に伴うデフレ圧力を和らげる環境作りのために、量的緩和という前例のない政策を導入し、②それをてこに政府に不良債権の抜本処理を中心とする構造改革への取り組みを断固促すという、大きな狙いを持っていたとみることができると分析している。

以上のことから見ても、不良債権処理を円滑に進めていくためには法制、税制面等で環境整備、インフラ整備を進めていく必要があるが、それは政府に動いてもらわなければならない分野である。日本銀行は政府・与党三党の望む量的緩和という前例のない政策の導入を以てしても、金融政策の効果を引き出すため政府に早期に不良債権の抜本処理を中心とする構造改革を促す必要があったと考える。

#### (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

理由として新聞報道<sup>72</sup>によると、日本銀行執行部内では1月頃から量的緩和の議論が進んでおり、執行部内では量的緩和に踏み出すのか、ゼロ金利復帰が先かという議論があったという。また、量的緩和をしたところで、どのような効果が期待できるのかということで意見が割れていた<sup>73</sup>ことを指摘している。

量的緩和政策の導入は、表向きは「短期金利をゼロに戻すと市場の機能を殺す」という理由だったが、ゼロ金利政策解除の「総裁責任論」を回避する狙いもあったことを指摘してい

<sup>70</sup> 金融政策決定会合(2001.03.19)議事録、p.136。

<sup>71</sup> 梅田雅信(2011)『日銀の政策形成』東洋経済新報社、p.120。

<sup>72</sup> 朝日新聞朝刊2001年4月19日付「ゼロ金利決断の不安 検証・量的緩和(日本経済「危機」の実相)(編集委員・西井康之 経済部・桜井透)。

<sup>73</sup> 金融政策決定会合(2001.03.19)議事録、pp.62-135、議論の場において5人の委員が量的緩和政策の導入に懐疑的あるいは反対の意を唱えていた。

る。市場機能の配慮については、金融政策決定会合議事録<sup>74</sup>を見ると、速水総裁は政策委員が当面の金融政策運営方針決定について意見を述べた後、私の考えを述べておきたいと前置きをし、今回、当座預金残高のコントロールを通じて、量的緩和政策を採りたい第一の理由として次のように述べている。

その第一の理由は、大量に資金供給すれば無担保コールレート（翌日物）が事実上はゼロ%近くになる日が多くなると思うが、資金需要が逼迫する日にはある程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される余地も残っていると思う。その意味ではこれは市場メカニズム、市場機能に配慮しながらゼロ金利政策の持つ金融緩和効果を実現する方法ではないかと思うというものである。

速水総裁の考えは理解できるが、議事録<sup>75</sup>によるとその後、政策委員が議論を交わす中で、藤原副総裁の 5 兆円とした場合のマーケットの状況、シミュレーションが可能かどうか聞きたいという質問に対して増淵理事は次のように回答している。確定的なことは言えないが、過去 1 か月の金融調節の実績をみても無担保コールレート（翌日物）が 0.15%の場合、当座預金残高が概ね 4 兆円台かつ 4 兆円台の低いところで推移している。当座預金残高を 5 兆円にすればほとんどの日に無担保コールレート（翌日物）は、ほぼゼロ%に近い。ゼロ金利政策時代の 0.02%とか 0.03%ぐらいのところに行ける可能性が非常に高い。しかし、月末月初、あるいは国債発行日といった資金繁忙日には 5 兆円のままであると無担保コールレート（翌日物）が 0.02%とか 0.03%より高くなる可能性もある。その場合にどのようなことが考えられるかという、一つは三木委員の言われたように 0.15%よりは下がることを公表文に謳うか、もう一つは田谷委員の言われたように市場の不安定化に対応するある種の但し書きをつければ、現場では 5 兆円にこだわらず当座預金残高を増やすことによって 0.15%までいかないようにできるのではないかと回答している。

議事録<sup>76</sup>には、公表文（原案）の最後に、「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」という一文がある。増淵理事の発言からすると資金需要が逼迫しても、なお書きどおりに当座預金残高目標値を 5 兆円からいくらかでも増額できれば、無担保コールレート（翌日物）

---

<sup>74</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、pp.79-80。

<sup>75</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、pp.93-94。

<sup>76</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、p.137。公表文（原案）であるが賛成多数で決定。金融政策決定会合終了後「金融市場調節方針に関する公表文 2001 年」で公表を確認済み。

は、ゼロ金利の誘導目標がより低下することはあっても、通常はゼロ%あたりで推移するはずである。速水総裁の発言にあるような「資金需要が逼迫する日にはある程度上昇したり」ということは考えにくい。この時点で、当座預金残高目標値 5 兆円ではゼロ金利政策と何ら変わらない。ゼロ金利政策を採っても資金需要が逼迫する日には、一時、無担保コールレート（翌日物）はある程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される日は、市場は同じ動きをするものとする。

増淵理事の回答の後、中原伸之委員の次の発言は的を射ている。ゼロ金利政策を行って一番思ったことは、金利をいつも 0.02%とか 0.03%にするために日本銀行は毎日マーケットへ出て行ってオペレーションを行うが、それは良く言えばオペレーションであるが、悪く言えばインターベンションである。それに反して FED をみるとマーケットに全く出て行かない日もあるし、金利をかなり自由にさせている。日本銀行のようにずっとゼロ金利に張り付けておくと、日本銀行とマーケットのフェアゲームができないと思うので、限られたレンジにせよ金利が自由に動けることは大変に意味があることであると思う。その際問題になるのは 5 兆円である。5 兆円にすればゼロ金利の時の積み上げ 1 兆円と同じことである。市場機能に配慮するなら当座預金は、例えば 2 兆円積んで最低でも 6 兆円にしてはどうかと勧めている。当座預金残高 5 兆円の量的緩和政策ではゼロ金利政策となんら変わらないという発言である。

よって、当座預金残高 5 兆円の量的緩和政策では、ゼロ金利政策より市場メカニズムを活かした方法とは考えられない。ゼロ金利政策を採っても資金需要が逼迫する日には、一時、無担保コールレート（翌日物）はある程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される日は、市場は同じ動きをするものとする。ゼロ金利政策への回帰ではなく量的緩和政策の導入は、速水総裁の早すぎたゼロ金利解除の目先を変えた責任回避策とみる方が自然である。



図表 5



出所：日本銀行。

出所：小林照義『金融政策』、図表 10-3 抜粋

清水功哉（2004）<sup>77</sup>は、速水総裁が金利を強引にゼロに張り付かせるゼロ金利政策に比べて、量的緩和政策は金利に多少なりとも変動余地が残るため、市場原理を生かせるという考え方をしていたが、前年 8 月のゼロ金利政策解除の責任論を回避しやすい点も大きかったと述べている。新聞記事と同様に表向き量的緩和政策は市場原理を生かせるとしながらも、総裁責任論の回避という見方をしている。

同様な見方をする鯨岡（2017）<sup>78</sup>によれば速水総裁は量的緩和導入を決めた 19 日の会見で、「今回の措置は、政府のプレッシャーがあつてやったわけではない。政治的なものと結び付けて、お考えいただかない方がいい」と語ったが、決定会合に出席していた一人の、「ゼロ金利に単純に復帰するだけでは速水さんの責任問題になりかねない。決定会合では話題にしなかったが、みんな、政治の反応を意識していたと思う」という証言から、政府の反対を押し切ってゼロ金利を解除した後、永田町では速水責任論が声高に叫ばれており、日本銀行は早すぎたゼロ金利政策解除の責任を回避するため、あえてゼロ金利政策は取らず、新しい枠組みとして量的緩和策を選択したことを、取材を通じて書いている。

<sup>77</sup>清水功哉（2004）『日銀はこうして金融政策を決めている—記者が見た政策決定の現場—』日本経済新聞社、p.175。

<sup>78</sup>鯨岡仁（2017）『日銀と政治 暗闘の20年史』朝日新聞出版、p.98。



また、梅田雅信（2011）<sup>79</sup>は、2001年3月19日の決定会合における討議状況や対外公表文の構成等を総合的に考慮すると、日銀は不良債権の最終処理等に伴うデフレ圧力を和らげる環境作りのために、量的緩和策はITバブルの崩壊に伴う急激な景気情勢の悪化と金融システム不安の再燃に直面した日銀が、ゼロ金利政策を解除して半年強で金融緩和に転換することに伴う日銀のクレディビリティロスをも最小化する観点から編み出した、新しい政策パッケージであったと位置づけることができると分析している。

以上のことを根拠に、速水総裁はゼロ金利政策解除の責任を問う声を回避するために、ゼロ金利政策に回帰するより、新しい枠組みとして量的緩和政策を選択した方が得策と考えた結果と筆者は考える。

#### 4-3 本章のまとめ

2001年3月19日の金融政策決定会合において、政策委員は誰もより一層の金融緩和をしなければならない状況にあることを認識していた。しかし、量的緩和政策導入については、5人の政策委員が懐疑的であるという理由、あるいはゼロ金利政策の効果等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。

また、議事録から政策委員の中には山口副総裁を始めとして、過半数の委員がゼロ金利政策への回帰かそれに近い金利政策を考えていたことが分かる。すでに経験済みの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。

しかし、その当時の公表された金融政策決定会合議事録、公表文書、日銀の取材を通し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、前例のない量的緩和政策を導入するに至った理由を検証した結果、量的緩和政策を導入するに当たって、以下（1）～（4）のような量的緩和政策の導入理由があったと分析する。

- （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性がある
- （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

---

<sup>79</sup> 梅田雅信（2011）『日銀の政策形成』東洋経済新報社、p.133。

また、これら（１）、（２）の理由から言えることは、中央銀行の独立性である。世界の主要国の中央銀行は、程度の差こそあれ、独立性を尊重されている。

中央銀行の独立性を「目標の独立性」と「手段の独立性」に分けて考え、「目標の独立性」を政治に委ねる考え方があるが、これは中央銀行の期待される姿ではない。

金融政策を担う中央銀行に独立性が求められる理由には、政府と違う非政治的な立場から中長期的な視点で政策を考えていく必要があるからである。日本銀行が、独立した中央銀行として本来の目的を果たすためには、政府に対しても対等な関係で発言できる独立性が必要である。中央銀行に独立性が乏しいと、政治からの圧力を受ける。選挙が頭から離れない政治家が、性急に景気回復を望むあまり過剰な金融緩和を要求し続ければ、出口戦略を誤り国民が損失を被ることにもなりかねない。

(添付資料)

資料 1

《資料 I》

日本銀行法改正(案)についての報告

金融調査会 金融と物価に関するワーキングチーム

座長 相 沢 英 之

金融と物価に関するワーキングチームは、昨年春以来、いわゆる「物価安定目標政策」を日銀が採用すべきかどうかを中心に検討を行ってきたところであるが、このたび以下のように、日銀法を改正することが妥当との結論を得たので、報告する。

1. 現下の日本経済の状況は極めて厳しく、とくにデフレ状況の解消が急務である。インフレの解消が日銀の最大の責務であるのと同様、デフレの解消もまた、日銀の大きな責務である。その為の最も有効な政策は、日銀が「物価安定目標(期限を含む)」を掲げ、その達成に向けて全力を傾けることである。今日の日本経済は大きなデフレ・ギャップのもとにあり、インフレの懸念は全くなく、この政策による副作用はほとんどない。さらに、これにより、日銀の政策の透明性が向上し、説明責任が明確になる。

本政策の採用に当たっては、「日銀の独立性」に留意する必要があるので、日銀法第15条の日銀政策委員会の決議事項の一つとして加えることにより、その点の懸念を払拭することとした。なお、「物価水準の目標」の決定又は変更にあたっては、政府の意見を聴取してもらうこととした。

2. 昨年八月のゼロ金利解除の際のような政府と日銀の対立は、国家・国民にとって不幸なことである。そこで、日銀の金融政策と政府の経済政策の整合性を一層図る必要があることを強調するとともに、政府から政策決定延期の要請があれば、一回に限り、これを延期せねばならないこととした。その間に、政府と日銀の間の十分な意志疎通を図ることにより、昨年八月のような失態を再び招かないようにすることとした。

3. 政策委員会の審議委員は現在9名で、その内3名を日銀(総裁と副総裁2名)が占めている。これまでの実績を見ても、この体制では、事実上、日銀の意向が政策委員会の審議の結果を左右してしまう。より中立的、専門的な審議を確保する為にも、日銀のオーバープレゼンスを改め、総裁1名が日銀を代表することとし、審議委員の数を7名にすることが適当と考えた。

4. 以上が今回の改正案の内容であるが、WTの議論では、この外、「総裁の解任権を規定すべき」とか「第2条の理念規定で、経済成長や雇用の確保ということを明示すべき」等の意見も出た。

この内、解任規定については、これを導入しようとする、管理・命令権を財務大臣が持てるようにするなど、旧日銀法の体系に逆戻りさせねばならないことになり、適当ではないと判断された。今回の改正は、あくまで、日銀の独立性を侵さない限度においてのものであるよう細心の注意を払ったところである。

次に理念規定であるが、やはり、「物価の安定」を目指すことが日銀の最大の責務であると考えられ、とくに、日銀の方から要請があれば別であるが、現規定を改正するのは時期尚早ではないかということになった。



《資料Ⅱ》

日本銀行法の一部を改正する法律案要綱（案）

第一 政府の経済政策との整合性の一層の確保

1 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、常に政府と連絡を密にし、十分な意志疎通を図ることにより、その行う通貨金融調節が政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるようにしなければならないものとする事。

（第四条関係）

2 政策委員会は、金融調節事項を議事とする会議において、政府からの出席者が当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決の延期を求めた場合には、一回に限り、当該議決を延期しなければならないものとする事。

（第十九条第三項関係）

第二 物価水準の目標決定等

1 政策委員会が通貨及び金融の調節に関し議決すべき事項に、「物価水準の目標（その達成の期間を含む）の決定又は変更」を明記するものとする事。

（第十五条第一項関係）

2 政策委員会は、1の物価水準の目標（その達成期間を含む）の決定又は変更の審議をしようとするときはあらかじめ、政令で定めるところにより、



財務大臣及び経済政策担当大臣の意見を聴かなければならないものとする  
こと。

(第十九条第一項関係)

3. 日本銀行が行う通常業務としての売買の対象を債券から有価証券に拡大  
するものとする。こと。

(第三十三条第一項第三号関係)

4. 外国為替の売買について、日本銀行は、必要に応じ自ら行うことができ  
ることを明記するものとする。こと。

(第四十条第一項関係)

### 第三 政策委員会の委員の構成の変更

政策委員会の委員の構成上、日本銀行からは総裁のみとするものとするこ  
と。

(第十六条第二項関係)

### 第四 施行期日等

1. この法律は、公布の日から起算して一月を経過した日から施行するもの  
とすること。

(附則関係)

2. その他所要の規定の整備を行うものとする。こと。



《資料 III》  
○ 日本銀行法の一部を改正する法律案新旧対照表 (未定稿)

改正案	現行
<p>(政府との関係) 第四條 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図ることにより、その行う通貨及び金融の調節が政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるようにしなければならない。</p> <p>第十五條 (権限) 次に掲げる通貨及び金融の調節に関する事項は、委員会の議決による。 一 物価水準の目標(その達成の期間を含む。)の決定又は変更 二 第三十三條第一項第一号の手形の割引に係る基準となるべき割引率その他の割引率並びに当該割引に係る手形の種類及び条件の決定又は変更 三 第三十三條第一項第二号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率その他の貸付利率並びに当該貸付けに係る担保の種類、条件及び価額の決定又は変更 三 準備預金制度に関する法律(昭和三十一年法律第百三十五号)第四條第一項に規定する準備率及び基準日等の設定、変更又は廃止 四 第三十三條第一項第三号に規定する有価証券の売買その他の方法による金融市場調節(金融市場を通じて行う通貨及び金融の調節(公開市場操作を含む。)をいう。)の方針並びに当該金融市場調節に係る有価証券の種類及び条件その他の事項の決定又は変更 五 その他の通貨及び金融の調節に関する方針の決定又は変更 六 前各号に掲げる事項の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解その他通貨及び金融の調節に関する日本銀行としての</p>	<p>(政府との関係) 第四條 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。</p> <p>第十五條 (権限) 次に掲げる通貨及び金融の調節に関する事項は、委員会の議決による。 一 第三十三條第一項第一号の手形の割引に係る基準となるべき割引率その他の割引率並びに当該割引に係る手形の種類及び条件の決定又は変更 二 第三十三條第一項第二号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率その他の貸付利率並びに当該貸付けに係る担保の種類、条件及び価額の決定又は変更 三 準備預金制度に関する法律(昭和三十一年法律第百三十五号)第四條第一項に規定する準備率及び基準日等の設定、変更又は廃止 四 第三十三條第一項第三号に規定する有価証券の売買その他の方法による金融市場調節(金融市場を通じて行う通貨及び金融の調節(公開市場操作を含む。)をいう。)の方針並びに当該金融市場調節に係る手形又は債券の種類及び条件その他の事項の決定又は変更 五 その他の通貨及び金融の調節に関する方針の決定又は変更 六 前各号に掲げる事項の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解その他通貨及び金融の調節に関する日本銀行としての</p>



<p>見解の決定又は変更</p> <p>2 前項の規定により委員会の議決によるものとされる事項のほか、次に掲げる事項は、委員会の議決を経なければならない。</p> <p>一(一十六) (略)</p> <p>3 (略)</p>	<p>第十六条 委員会は、委員七人で組織する。</p> <p>2 委員は、審議委員六人のほか、日本銀行の総裁をもってこれに充てる。この場合において、日本銀行の総裁は、第二十二条第一項の規定にかかわらず、独立して委員の職務を執行する。</p> <p>3(5) (略)</p>	<p>(組織)</p> <p>第十九条 委員会は、第十五条第一項第一号に掲げる事項の審議をしようとするときは、あらかじめ、政令で定めるところにより、財務大臣及び内閣府設置法(平成十一年法律第八十九号)第十九条第二項に規定する経済財政政策担当大臣(経済財政政策担当大臣が置かれていないときは、内閣府設置法(平成十一年法律第八十九号)第十九条第二項において「経済財政政策担当大臣」という)の意見を聴かなければならない。</p> <p>2 財務大臣又は経済財政政策担当大臣は、必要に応じ、金融調節事項を議事とする会議に出席して意見を述べ、又はそれぞれその指名するその職員を当該会議に出席させて意見を述べさせることができる。</p>	<p>3 金融調節事項を議事とする会議に出席した財務大臣又はその指名する財務省の職員及び経済財政政策担当大臣又はその指名する内閣府の職員は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出</p>
<p>見解の決定又は変更</p> <p>2 前項の規定により委員会の議決によるものとされる事項のほか、次に掲げる事項は、委員会の議決を経なければならない。</p> <p>一(一十六) (略)</p> <p>3 委員会は、日本銀行の役員(監事及び参事を除く)の職務の執行を監督する。</p>	<p>(組織)</p> <p>第十六条 委員会は、委員九人で組織する。</p> <p>2 委員は、審議委員六人のほか、日本銀行の総裁及び副総裁二人をもってこれに充てる。この場合において、日本銀行の総裁及び副総裁は、第二十二条第一項及び第二項の規定にかかわらず、それぞれ独立して委員の職務を執行する。</p> <p>3(5) (略)</p>	<p>(政府からの出席等)</p> <p>第十九条 財務大臣又は内閣府設置法(平成十一年法律第八十九号)第十九条第二項に規定する経済財政政策担当大臣(経済財政政策担当大臣が置かれていないときは、内閣府設置法(平成十一年法律第八十九号)第十九条第二項において「経済財政政策担当大臣」という)は、必要に応じ、金融調節事項を議事とする会議に出席して意見を述べ、又はそれぞれその指名するその職員を当該会議に出席させて意見を述べさせることができる。</p> <p>2 金融調節事項を議事とする会議に出席した財務大臣又はその指名する財務省の職員及び経済財政政策担当大臣又はその指名する内閣府の職員は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出</p>	<p>2 金融調節事項を議事とする会議に出席した財務大臣又はその指名する財務省の職員及び経済財政政策担当大臣又はその指名する内閣府の職員は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出</p>



し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで一回に限り延期することを求めることができる。この場合において、委員会は、当該議決を延期しなければならない。

(通常業務)

第三十三条 日本銀行は、第一条の目的を達成するため、次に掲げる業務を行うことができる。

- 一 商業手形その他の手形の割引
- 二 手形、国債その他の有価証券を担保とする貸付け
- 三 商業手形その他の手形（日本銀行の振出しに係るものを含む）、国債その他の有価証券の売買
- 四 八（略）

し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる。

3] 前項の規定による議決の延期の求めがあったときは、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならない。

(通常業務)

第三十三条 日本銀行は、第一条の目的を達成するため、次に掲げる業務を行うことができる。

- 一 商業手形その他の手形の割引
- 二 手形、国債その他の有価証券を担保とする貸付け
- 三 商業手形その他の手形（日本銀行の振出しに係るものを含む）、又は国債その他の債券の売買
- 四 八（略）

## 第5章 量的緩和政策の解除

2005年10月31日、日本銀行が公表した「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」<sup>80</sup>は、政策委員見通しの物価予想の中央値として、2005年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率を+0.1%、2006年度を+0.5%とし、経済・物価見通しが実現することを前提としながらも「現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まっていくとみられる。枠組みの変更は、日本銀行当座預金残高を所要準備の水準に向けて削減し、金融市場調節の主たる操作目標を日本銀行当座預金残高から短期金利に変更することを意味する」と2006年度に向けて量的緩和政策解除の可能性に触れている。

これに対して、この時期、政府・与党は早期の量的緩和解除を目論む日本銀行を牽制する発言が相次いでいる。新聞報道<sup>81</sup>によると、「自民党の中川秀直政調会長が『日銀法の改正も視野に入れる』と言及したのに続き、小泉純一郎首相も慎重な考えを示した。首相自ら金融政策に踏み込むのは異例。背景には『デフレ脱却』を巡る景気認識などのずれがあり、突然の逆風に日銀は戸惑いを隠せない」という記事である。

記事の詳細は、首相が14日、物価が（前年度比）ゼロ以上ないと、まだデフレ状況であり現段階で日本銀行が量的緩和の解除に踏み切るのは、時期尚早との認識を明らかにしたとある。安倍晋三官房長官も記者会見で、政府・日銀が一体となって協調していくことが大切と指摘し、谷垣禎一財務相も現在、デフレが進行しているとの認識を示しているというものである。

また、それらの発言のきっかけは、福井総裁が講演中、「消費者物価が安定的にプラスだということが確認できた後は（量的緩和の解除）一つの通過点として間違いなく越えさせていただく」<sup>82</sup>という発言にあるようだ。政府・与党は量的緩和の解除で深刻なデフレに逆戻りすることを警戒しているとも報じている。

また、記事は<sup>83</sup>デフレ脱却の判断基準にずれがあることを指摘している。日本銀行は個人

---

<sup>80</sup> 「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」、pp.6-8。

<sup>81</sup> 日本経済新聞朝刊2005年11月15日付「量的緩和、解除『まだ早い』、異例の言及、日銀に逆風—デフレ脱却認識ずれ」。

<sup>82</sup> 2005年11月11日、きさらぎ会における講演中の発言。

<sup>83</sup> この記事の論調からすると、デフレ脱却の判断に日本銀行は消費者物価指数のプラスを、政府・与党はGDPデフレータープラスを考えていることになる。その各々の指標がプラスになることがデフレ脱却であり、量的緩和解除を可能にする。日本銀行も政府・与党も量的緩和の解除条件はデフレ脱却と採れる。しかし、議事録等からは日本銀行の政策委員はデフレ脱却と量的緩和の解除を別問題と考えている。ただ、ここではそのことは問題としない。問題にするのは日本銀行と政府が量的緩和の解除に当たって、判断基準とする主要な指標がなぜ違うのか、なぜ量

が買うモノの値段の動きを示す消費者物価指数がプラス基調に定着することを解除条件とし、年内に消費者物価指数がプラスに転じ、来年春頃その条件が整うとの見方に対し、政府は設備投資などを含む物価の総合的な動きを示す GDP デフレーターを重視しており、その GDP デフレーターは 7～9 月に前年同期比 1.1%下落しており、プラス転換にはなお時間がかかると見ているというものである。

また、記事は福井総裁が 14 日の経済財政諮問会議の後、記者団に「なんら（政府・与党と日銀）認識の不一致はありません」<sup>84</sup>と語ったとあり、現在の政府・与党と日本銀行の関係が微妙なことを指摘している。双方の頭の中には日本銀行が 2000 年 8 月に政府・与党の反対を振り切って断行したゼロ金利解除があるが、解除後に景気が失速したため、日本銀行は批判の矢面にたたされた。その轍を踏まないよう政府・与党には「中央銀行の自主性」を振りかざす日本銀行への不信感が芽生えたとも報じている。

それでは、日本銀行は新聞報道のように、量的緩和政策の解除やデフレ脱却の判断基準を消費者物価指数がプラス基調に定着することと考えていたのであろうか。それに対して政府は GDP デフレーターがプラスになることを量的緩和政策解除の条件やデフレ脱却と考えていたのであろうか。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使いながら、日本銀行が量的緩和政策の解除に至った経緯を分析する。

## 5-1 日本銀行政策委員の考える量的緩和政策解除の条件

日本銀行は 2005 年 10 月 31 日公表した「経済・物価情勢の展望（2005 年 10 月）」の中で、政策委員見通しの物価予想の中央値として、2005 年度の消費者物価（除く生鮮食品）上昇率を+0.1%、2006 年度を+0.5%とし、経済・物価見通しが実現することを前提としながらも 2006 年度に向けて量的緩和政策解除の可能性に触れている。

その量的緩和政策解除の政策判断をするに当たって、日本銀行が主要な指標として消費者物価指数（除く生鮮食品）を使うことには次のような経緯がある。

2001 年 3 月 19 日の金融政策決定会合議事録<sup>85</sup>によると、政策委員は初めて量的緩和政策

---

的緩和の解除が問題なく行われたのかということである。

<sup>84</sup> 前掲、日本経済新聞朝刊 2005 年 11 月 15 日付「量的緩和、解除『まだ早い』、異例の言及、日銀に逆風—デフレ脱却認識ずれ」。

<sup>85</sup> 金融政策決定会合（2001.03.19）議事録、p.136。



を決定するに当たり、実施期間の目処として消費者物価を採用し、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ以上となるまで継続することを決定し、公表している。

その後、金融政策決定会合議事録<sup>86</sup>によると政策委員<sup>87</sup>は2003年10月10日の金融政策決定会合において、金融政策の透明性を強化する観点から量的緩和政策継続のコミットメントの明確化と題して、次のように決定している。

- ・第1に、直近公表の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要である。
- ・第2に、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である。
- ・こうした条件は必要条件であって、これが満たされるとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策の継続を判断する場合もある。

という、いわゆる政策委員の言う3条件を決定し、公表している。

この公表文から明らかなように、日本銀行は政策判断の主要な指標として、消費者物価指数（除く生鮮食品）を使っていたことが分かる。2005年10月31日の時点においても、当然、日本銀行は政策判断の主要な指標として、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）を使ってきたことは確かである。

しかし、金融政策決定会合における政策委員各々の発言は必ずしも同じではない。委員の中には、それ以外の指標も参考としたい発言もあり、量的緩和政策解除後にはインフレ・ターゲット（アンカーと表現している）を取り入れたい発言もある。そこには政策委員の考えに差が見られる。

それでは、各々の政策委員は量的緩和政策の解除について、どのような見解をもっていたのであろうか、金融政策決定会合議事録で検証する。議事録の選択に当たっては政策委員が「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」を決定した2005年10月31日の金融政策決定会合議事録から2006年3月9日、量的緩和政策解除までの6回の金融政策決定会合の議事録を選択し活用した。議事録選択の理由は、消費者物価指数（除く生鮮食品）が10月の会合

<sup>86</sup> 金融政策決定会合（2003.10.10）議事録、pp.137-138。

<sup>87</sup> 総裁：福井俊彦、副総裁：武藤敏郎、岩田一政、審議委員：植田和男、田谷貞三、須田美矢子、中原眞、春英彦、福岡利勝。

資料では対前年比 8 月-0.1%、11 月の会合資料では対前年比 9 月-0.1%、12 月の会合資料では対前年比 10 月 0.0%となり、量的緩和政策の枠組みを維持するに当たっての 3 条件が達成されようとしている中で、量的緩和政策の枠組みを維持するメリットとデメリットが同時に強まっている折、量的緩和の解除に触れる発言が相次いだことから選択した。また、それ以外の議事録も必要に応じて活用した。

2005 年 12 月 16 日の金融政策決定会合議事録<sup>88</sup>を検証する。中でも委員が金融政策運営について自分の意見を述べる「**金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策方針の決定 2.当面の金融政策運営方針の決定**」を中心に検証する。

最初の発言者は、現状維持の議長案<sup>89</sup>に反して、2005 年 6 月の金融政策決定会合から、量的緩和政策の枠組みは変更せず、当座預金残高を現在の 30～35 兆円程度から 25～30 兆円程度に引き下げる議案を提出している水野委員の発言である。

量的緩和政策の解除時に、当座預金残高を短期的に集中して引き下げることを所与とせず、解除 3 条件が達成される前から市場の実勢に合わせてファインチューニングしていく方が良いという見解をもっている。指標についても日本銀行が特定の物価指標にコミットしない金融政策運営を行うことが理解されれば、金融市場も足許の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率に一喜一憂することがなくなるという見解である。

水野委員は、今の債券市場は、長期に渡って量的緩和政策におけるコミットメントの効果に依存した金利が形成されおり、一つの経済指標にコミットした時間軸政策を安易に設定することは、市場機能を回復させることに逆効果になると考えている。水野委員は前外資系証券チーフ・ストラテジストで、マーケットに対して理解を示す発言をする。

現状維持で議長案に賛成の春委員は、最近、物価情勢の判断に当たって消費者物価指数（除く生鮮食品）だけではなく、GDP デフレーターやエネルギーを除く消費者物価指数など、様々な指標を見るべきだという意見があるが、物価情勢の判断に当たって基準としている消費者物価指数（除く生鮮食品）の重要性は変えない方が良いという考え方を示す。その理由として、GDP デフレーターは時として速報と確報の改定幅が大きくなることや、輸入が控除項目で、原油価格上昇時に GDP デフレーターが低下し、低下時に GDP デフレータ

<sup>88</sup> 金融政策決定会合（2005.12.16）議事録、pp.87-114。

<sup>89</sup> 「日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるように金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることもありうるものとする。」



一が上昇するなどの問題点があることを指摘する。また、消費者物価指数からエネルギー価格を除外するという点については、米国などが一時的な供給ショックの影響を受けやすいというエネルギー価格の特性から、コアベースの指数から除外しているが、原油価格等の上昇はエマージング諸国の市場経済化に伴うグローバルな需要の増加に起因することが大きいので、必ずしも一時的な供給ショックに伴う上昇とは言えないから除外する必要がないと指摘する。

それでは、どのような物価指数を見て基調的な物価情勢を判断すべきかについて、今後とも検討を続けていくことは、大切であるが、これまで政府が継続的に公表してきた消費者物価指数（除く生鮮食品）の指標は、国民や消費者にとって最も分かりやすい指標であり、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）の重要性を下げることが適切ではないという見解を示している。春委員は、量的緩和政策解除の政策判断をするに当たって、主要な指標として消費者物価指数（除く生鮮食品）を重視していることが分かる。春委員のこの見解は、執行部寄りである。

現状維持で議長案に賛成の武藤副総裁は、金融政策の枠組みの変更時期や、変更後の金融政策運営のあり方に関して様々な憶測や見解が聞かれるが、政策委員の基本的な考え方は、「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」の見通しの実現を前提に、政策判断は今後の経済・物価情勢を冷静に見極めた上で、消費者物価に基づくコミットメントに沿って適切に行いたいと意見を述べている。

武藤副総裁は元財務事務次官であるが政府寄りの見解は見せず、副総裁として、執行部の見解を示す。量的緩和政策解除について、判断基準の基本に消費者物価指数（除く生鮮食品）をおいていることが分かる。

現状維持で議長案に賛成の岩田副総裁は、デフレ脱却の判断と量的緩和政策解除についての判断基準を次のように述べている。デフレ脱却の判断については、岩田副総裁が内閣府にいた時<sup>90</sup>、2001年3月の月例報告<sup>91</sup>で、日本はデフレであると発言したことを振り返り、その時のデフレの論拠として、IMFの定義に沿って、あらゆる物価指数を見て2年以上、皆マイナスになっていたからという理由をあげている。

その理由の後で岩田副総裁は、反対に日本は物価指数が2年以上プラスにならないとデ

<sup>90</sup> 前内閣府政策統括官 2001.1～2003.3.4。

<sup>91</sup> 政府が月次で公表する景気に関する政府の公式見解をまとめた報告書。内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議配布資料（平成13年3月16日）」1.今月のトピック：緩やかなデフレ。

フレ脱却にならないという論議もあることを持ち出し、「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」の中で、政策委員見通しの物価予想の中央値が2005年度は+0.1%、2006年度は+0.5%を見ているので、2007年度も回復が持続すればもう少し高くなる可能性が高く、見通しまで含めれば2~3年は物価指数のプラスが続くと思われるという理由から、そうなれば、「そういう方向にある」（デフレ脱却とは言っていないが）と判断できると述べている。これは岩田副総裁のデフレ脱却の論拠と言える。

また、経済政策あるいは金融政策に使う物価指標として、岩田副総裁は国民生活に一番近く、最終的には家計部門の経済厚生という理由から消費者物価指数が適当であるとしている。しかし、判断基準とする指標を消費者物価指数以外にも、米国のFOMCが採用している個人消費デフレーター等も合わせて、低いけれども安定的にプラスになることを念頭に入れ判断する見解をみせている。

経済学者でもある前内閣府政策統括官の岩田副総裁は、日本銀行副総裁の立場もあるが、2001年1月、堺屋太一経済企画庁長官の要請で政策統括官に採用された経緯もあり、デフレ脱却の使命をもって政府から送り込まれた副総裁である。金融政策についてデフレ脱却の論拠も示し、政府寄りの見解をみせている。

その後の発言では、2006年3月9日の金融政策決定会合議事録<sup>92</sup>において、量的緩和政策の解除ということについては、基本的には3条件が満たされているかどうかということだと思うが、その中でも重視しているのはコアの消費者物価指数の上昇率が安定的にプラスになることと理解していると述べている。また、中長期的な観点からみて、物価の安定を+1%~+2%と考えており<sup>93</sup>、3条件のように物価上昇率がゼロを上回るというだけでなく物価上昇率も数値で明記した方が良いという持論を持ち出している。岩田副総裁は、量的緩和政策解除について、判断基準として消費者物価指数（除く生鮮食品）を重視しているが、内閣府の考え方も併せもっている。

福間委員は、現状維持の議長案に反して、2005年4月の金融政策決定会合から量的緩和政策の枠組みを変更する前に、当座預金残高を現在の30~35兆円程度から27~32兆円程度に引き下げる議案を提出している。2005年11月18日の金融政策決定会合においても、

---

<sup>92</sup> 金融政策決定会合（2006.03.09）議事録、pp.68-70。

<sup>93</sup> 岩田一政（2010）は、二つの理由をあげている、「第一に、消費者物価指数には真の生計費指数と比べて0.5%程度上方バイアスがあり、第二に、デフレに再び戻らないためには1%程度の糊代が必要であると考えた」と述べている、p.82。

金融政策の機動性、柔軟性を高めるため、資金供給オペの期間の短縮化を図っていく必要性を述べ、そのためには量的緩和政策の枠組みを維持しながら、ゼロ金利の維持に支障を及ぼさない範囲内で、経済・金融情勢を慎重に見極め、所要準備を大幅に上回る当座預金残高を引き下げる提案をする。

福間委員の考える量的緩和政策解除についての主要な指標は、この金融政策決定会合以外の議事録を見てもはっきりしないが、「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」には賛成をしている。主要な指標を消費者物価指数（除く生鮮食品）としていると考えられる。

現状維持で議長案に賛成の西村委員は、物価の定義は国民に容易に理解される形でなされるべきであり、国民が消費している財・サービスの価格水準を基準にするのが正しいという見解をもっている。そして、消費者物価指数あるいは概念的に同種の物価指数によりインフレ率を測るのがふさわしいと述べており、西村委員は消費者物価指数が基本にあることが分かる。また、2006年2月9日の金融政策決定会合議事録<sup>94</sup>では、物価上昇率が将来安定してゼロ以上となるかどうかを判断する際は、原点に戻って生鮮食品を除くCPI全体で見ていくべきであるという見解を述べている。このことから西村委員は量的緩和政策解除について、主要な指標は消費者物価指数（除く生鮮食品）と考えられる。

西村委員は経済統計に精通した経済学者で、2005年12月16日の金融政策決定会合においては、固定基準年方式のGDPデフレーターが連鎖方式に変更されることの弊害について、連鎖方式の方が理論的には望ましいが、運用上は一過性の変化に伴うドリフトの問題があるので注意が必要であることを指摘している。

また、量的緩和解除について、一般的に量的緩和政策の解除が今までの政策とは不連続な金融引締めであると誤解されているが、量的緩和解除の条件が満たされれば、それは既に時間軸が消えて、事実上のコミットメントなしのゼロ金利になっているということである。量的緩和の解除はその時に不必要な量の部分を自然に落とすだけに過ぎない。その誤解を解くために量的緩和政策の解除は、いわゆるデフレ克服最終段階の入り口の通過を示すに過ぎないということを明確にするべきであるという発言をしている。

中原真委員の発言からは、量的緩和政策の解除の主要な指標が何であるかが判断できないが、「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」には賛成をしており、主要な指標を消費者

---

<sup>94</sup> 金融政策決定会合（2006.02.09）議事録、p.73。

物価指数（除く生鮮食品）としていると考えられる。その後 2006 年 3 月 9 日の金融政策決定会合において、量的緩和政策のレジームの変更に当たっては、できるだけ多くの指標を分析し、念を入れることが重要であると述べ、時期尚早という理由で議長案に反対している。

また、就任時から金融政策の透明性向上の観点から、望ましい物価上昇率の導入を主張している。

現状維持で議長案に賛成の須田委員は、物価の安定という場合、どのような物価指数を選べば良いのかということについて持論を述べている。

人々のインフレ期待は、人々の消費全体に関わる物価指数の総合指数によって影響を受けられることから、総合指数の上昇率が長期的に安定することが望ましいと思う。また、インフレ・ターゲティングを採用している国の多くが総合指数をターゲットにしている。なお、トレンドを見るために、それから一時的な要因で大きく変動しやすいものを除くとしても、米国型のコア CPI では、日本においては国情が違い望ましい指数であるとは言えない。もっとも、除く生鮮食品・エネルギーであれば、総合指数の予測力は総合指数よりも精度が高いという執行部の分析もあるので、まだこの方が良いと思う。しかし、政策委員のコミットメントは、消費者物価指数（除く生鮮食品）を用いている。今日、様々な物価指数についての議論が高まっているが、政策委員のコミットメントは、消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年比が安定的に 0%以上になるまでということに変更がないので、それが実現できるという確信を高めるために、様々な物価指数の動きも参考にして見ていく必要があると述べている。須田委員は量的緩和政策解除について、消費者物価指数（除く生鮮食品）を判断基準の中心においている。

須田委員は小宮隆太郎門下の経済学者である。物価安定の数値化を望む岩田副総裁に対して、物価の安定の数値化は押し付けられる形で採用すべきではない。金融政策の柔軟性・機動性を制約することになると反論し、日本銀行寄りの見解を示している。

以上、議事録から政策委員の考えを検証したが、明らかに個人差があることが分かる。福岡委員は 2005 年 4 月の時点で、量的緩和政策の枠組みを変更する前に、まず当座預金残高を現在の 30～35 兆円程度から 27～32 兆円程度に、水野委員も同様な考えをもち 2005 年 6 月から 25～30 兆円程度に引き下げる議案を提出してきた。しかし、量的緩和政策解除の 3 条件を考えれば、2005 年の時点では消費者物価指数の対前年比がマイナスであり、当座預

金残高をまず引き下げるという「引き締め」の行動を起こすべきではない。日本銀行はこれまで、量的緩和政策下における当座預金残高目標の引上げを「緩和」という表現で説明してきたことを考えれば、当座預金残高目標の引下げは、「引き締め」と受け止められる可能性がある。景気情勢の微妙なこの時期に、当座預金残高目標を引下げこの案は、妥当かどうか大いに疑問がある。

中原眞委員は、量的緩和政策を解除した 2006 年 3 月 9 日の金融政策決定会合において、量的緩和のレジームの変更にあたっては、できるだけ多くの指標を分析し、念を入れることが重要であると述べ、時期尚早という理由で議長案に反対している。量的緩和政策解除にあたって、3 条件の内の第 3 番目の条件である総合判断が十分に検討されていないという理由であろうと解釈する。

また、岩田副総裁は、物価指数はいろいろな選択肢もあるが、これまで使ってきたコアの消費者物価指数で良いのではないかと発言しているが、中長期的な観点からみて、物価の安定を+1%~+2%と考えている。量的緩和政策解除後には、インフレ・ターゲティングを取り入れたい思いももっている。岩田一政（2010）<sup>95</sup>は、量的緩和解除に際して、新しい枠組みの下で決定した、「中長期の物価安定の理解」で示した物価安定数値について、「この 0%~+2%というレンジの物価安定数値は、私が 2003 年 3 月に国会で表明した数値と結果的には同じになった。私が所信表明で述べたことについて、大まかな合意を得られたことに私は大きな喜びを覚えひと仕事終わった思いがした」と述べている。小泉内閣からデフレ脱却の使命を持って任命された副総裁の実感と思われる。

これら政策委員の温度差を危惧してか、須田委員は政策委員が講演等で対外的に話す場合、公表した日本銀行としての統一見解である「経済・物価情勢の展望（2005 年 10 月）」がマスコミ等で崩されないように、そのあたりの申し合わせが必要であると発言している場面もある。講演等で自分の見解を述べる委員もいるが、須田委員の言うように対外的には、日本銀行としての統一見解は必要である。

量的緩和政策の解除に際して、政策判断の主要な指標以外の見解も出たが、日本銀行は政策判断の主要な指標として、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）を使ってきたことは明白である。当然、日本銀行は量的緩和政策解除においても

---

<sup>95</sup> 岩田一政（2010）『デフレとの闘い』日本経済新聞出版社、p.12。



判断基準とする主要な指標は消費者物価指数（除く生鮮食品）であった。

## 5-2 政府の考える量的緩和政策解除の条件

量的緩和政策の解除が話題になりだした時期、金融政策決定会合においてデフレ脱却と量的緩和政策の解除条件について政府出席者と政策委員の間で、どのような意見が交わされていたのか知るために2006年1月20日の金融政策決定会合議事録<sup>96</sup>と2006年3月9日の金融政策決定会合議事録<sup>97</sup>を検証する。

2006年1月20日の金融政策決定会合議事録を選択した理由は、2005年12月20日、閣議決定される前に経済財政諮問会議（福井総裁も本会議の議員であり資料は入手している）において資料として、「平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度（平成17年12月19日閣議了解）」が提出されており、その内容を政策委員はすでに承知していたであろうと思われることから選択した。資料には、17年度のGDPの実質成長率が2.7%、名目成長率が1.6%と見込まれること、18年度においてはGDP実質成長率が1.9%、名目成長率が2.0%程度見通すことが示されており、GDPデフレーター、消費者物価指数についても同様にプラスに転じる見込みが示されている。

また、2006年3月9日の金融政策決定会合議事録は、量的緩和政策を解除した金融政策決定会合の議事録であることから選択した。両会合とも政府出席者と政策委員の意見のやり取りから解除条件の違いが見える。

2006年1月20日、金融政策決定会合議事録<sup>98</sup>の「IV.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策方針の決定 2.当面の金融政策運営方針の決定」を見ると、政府からの出席者である赤羽財務副大臣は、次のように発言している。

平成18年度には、デフレ脱却の展望が開けようとしているが、それは政府・日銀が一体となった取り組みを前提とするものであり、現状ではデフレ脱却に向け引き続き最大限の努力が必要である。日本銀行も金融政策運営に当たっては、経済・物価情勢について慎重かつ総合的に判断し、金融市場および金利全般に対して十分な目配りをしながら、デフレ克服に取り組んで欲しいと要請している。

<sup>96</sup> 金融政策決定会合（2006.01.20）議事録、pp.118-120。

<sup>97</sup> 金融政策決定会合（2006.03.09）議事録、p.90。

<sup>98</sup> 金融政策決定会合（2006.01.20）議事録、pp.118-119。



また、同じく政府からの出席者である中城内閣府審議官は、次のように発言している。景気の現状については、緩やかに回復しているが、依然としてデフレの状況は続いており、デフレ克服は引き続き政府・日銀一体となって取り組むべき重要政策課題である。政府は1月20日、「平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「構造改革と経済財政の中期展望-2005年度改定」を閣議決定したが、中期的には民間需要主導の持続的な成長と両立するような安定的な物価上昇率を定着させたいので、平成18年度にはデフレ脱却のため政府・日銀が一体となった取組を行って欲しいと要請している。また、デフレ脱却の判断の際には、消費者物価のみならず、GDPデフレーター等、種々の物価統計を見るとともに、原油価格の高騰等の特殊要因を除いた物価の基調や需給ギャップ等も総合的に考慮して欲しいとも述べている。この2人の政府出席者は、量的緩和政策の解除条件はデフレ脱却と取れる発言をしている。

この直後、政府出席者の発言に対して、政策委員の水野委員は次のように反論をしている。総合的に物価指標を判断することに違和感はないが、我々はGDPデフレーターではなく、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比がプラスになることをベースに3条件<sup>99</sup>を考えている。一部でGDPデフレーターもプラスになるまで駄目だという議論があるが、これは日本銀行の政策の信認と言う意味で、我々も苦しい立場になってしまう。ここは3条件の問題、量的緩和解除の問題と、その後の政策運営の問題とに分けて議論して頂かないと我々に対するメッセージが上手く市場で消化してもらえないと主張している。

水野委員は、政府出席者がデフレ脱却の重要性を考慮し、政府の経済展望と整合性を取るためにGDPデフレーターも活用するべきであるという意見に対して、日本銀行は消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同期比がプラスになることをベースに3条件を整えば、量的緩和政策の解除が可能と考えており、一部ではGDPデフレーターもプラスになるまでは量的緩和政策の解除は駄目だという意見もあるが、それを受け入れることはできないと取れる発言をしている。

また、量的緩和政策の解除を決定した2006年3月9日の金融政策決定会合議事録<sup>100</sup>においては、春委員がデフレ脱却と量的緩和政策の解除の関係について、一部（政府とは言っていないが）にデフレを脱却していないのに量的緩和を解除することは疑問だという議論が

---

<sup>99</sup> 1-3で説明。前掲2003.10.10決定会合で決定された「金融政策の透明性の強化について」。

<sup>100</sup> 金融政策決定会合（2006.03.09）議事録、p.90。

あるが、その議論に対して消費者物価指数が安定的にプラスとなることは、デフレ脱却に向けての一つの通過点であり、金融政策の枠組み変更は金融緩和<sup>101</sup>を維持しながら異例の量的緩和政策から正常な金利政策に戻すものである。量的緩和政策の解除条件にデフレ脱却は考えていないと意見を述べている。

これら議事録から分かる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に GDP デフレーターを重視していたと筆者は考える。

### 5-3 量的緩和政策解除の条件とデフレ

日本銀行は、公表文から分かるように量的緩和政策解除の条件に消費者物価指数（除く生鮮食料品）の先行きプラス基調をあげている。一方、政府は金融政策決定会合の政府出席者や政策委員の発言から、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。

しかし、5-2 から分かるように、日本銀行の政策委員はデフレ脱却と量的緩和の解除を別問題と考えている。5-3-1 においては、1990 年代後半からの日本のデフレにまつわる議論を振り返る。また、5-3-2 においては、日本銀行が量的緩和政策の解除を検討し始めた頃、政府と日本銀行はデフレをどのようにみていたのか。日本銀行と政府が量的緩和の解除に当たって、判断基準とする主要な指標がなぜ違うのか検証する。

#### 5-3-1 1990 年代後半からの日本のデフレにまつわる議論

吉川洋（2013）<sup>102</sup>によると、政府におけるデフレに関する議論のはじまりは 1998 年 10 月に設置された「ゼロ・インフレ下の物価問題検討委員会」が 1999 年 6 月にまとめた報告書であり、「インフレ・ターゲティング論」に懐疑論が表明され、デフレに対して「金融政策のみによって対応することは適当でない」と述べられていることは、その後の「デフレ論争」の経緯に照らして興味深い。また当時、日本経済にとって最大の問題とされていたのは「不良債権」と「金融システムの安定」であり、デフレは主役ではなかったが、我が国におけるデフレ論争の序奏だったといえると述べている。

---

<sup>101</sup> 2006 年 3 月 9 日、枠組みを変更したがゼロ金利政策を採った。

<sup>102</sup> 吉川 洋（2013）『デフレーション』日本経済新聞出版社、pp.11-35。

岩田一政（2010）<sup>103</sup>によると、物価が持続的に下落していても必ずしもデフレとはいえないという政府の判断は、1999年に公表された経済企画庁物価局の「ゼロ・インフレ下の金融政策」報告書に基づくものである。GDPデフレーターは1995年以降、消費者物価指数は1998年末以降マイナスになり始めたが、物価局の伝統的な見方は、日本の物価水準は諸外国に比較して高いためゼロ・インフレは歓迎されていた。デフレが始まってからも、内外価格差を意識した「良いデフレ論」が強かったことは、日本銀行のデフレに対する取り組みにも影響を与えたようである。日本銀行は2000年10月13日の金融政策決定会合で、『物価の安定』についての考え方を決定しているが、議論において望ましい物価上昇率の結論を出すまでには至らなかったのは、このあたりに理由があるといえる。筆者は当時の日本銀行の政策委員の多くは、デフレについての認識<sup>104</sup>は物価局と同じであったと考える。

吉川洋（2013）は、日本銀行が2000年8月ゼロ金利解除時の、「日本経済は、かねてより『ゼロ金利政策』解除の条件としてきた『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至ったものと考えられる」<sup>105</sup>がキーワードであると指摘する。政府は、ゼロ金利解除時の金融政策決定会合において、景気の現状認識を日本銀行と異にし、議決延期請求をするが否決される。政府内部では日本銀行に対する批判が高まり、米国におけるITバブル崩壊で、日本経済が影響を受ける中、にわかにデフレに関する議論が高まったという。

政府は、前掲脚注52にあるように2001年3月16日、月次で公表する景気に関する政府の公式見解をまとめた報告書（内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議配布資料（平成13年3月16日）」1.今月のトピック）により、緩やかなデフレ宣言をしている。

政府が改めてデフレを「物価の持続的下落を指す場合」と定義したのは、国際基準に合わせるだけではなく当時、「デフレ」と「デフレ・スパイラル」という二つの言葉が混用され、物価が下落しても、「デフレ・スパイラル」でないから「デフレ」ではない、という言い方もされたからであることが分かる。

---

<sup>103</sup> 岩田一政（2010）『デフレとの闘い』日本経済新聞出版社、pp.3-4。

<sup>104</sup> 金融政策決定会合（2000.08.11）議事録、pp.41-42、藤原副総裁が、「GDPデフレーターは低下を以って、デフレ懸念が残っていると議論があるが、過去の例をみても、90年代で最も高成長を記録した1996年にデフレーターが最も大きく下がっている事実がある。このように基調的な物価動向を判断するうえでは、指数の動きだけをみてもだめであり、背後にある需給関係や収益・所得の動向をよく吟味してみる必要があると思う。現在企業収益が大幅増益となって、雇用所得もプラスとなっていること等からみて、物価指数の下落だけを捉えてデフレとみなすことは不適当だと思う」という発言からもいえる。

<sup>105</sup> 平成12年8月11日、日本銀行、金融市場調節方針の変更について、「日本経済は、かねてより『ゼロ金利政策』解除の条件としてきた『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至ったものと考えられる」。

白川方明（2018）<sup>106</sup>によると、デフレという言葉は、1980年代後半のバブル期「円高のデフレ的インパクト」という言葉に示されるように経済活動の低下を表す言葉として使われた。その時、政府は物価が直ちにデフレであるという理解ではなく、物価下落と景気低迷とが併存する事態をデフレと理解していたが、この理解を一変させたのが2001年3月、内閣府の行ったデフレ宣言であると述べている。この時から政府は景気の実態とは関わりなく、物価が継続的に下落する状態をデフレと定義し、2006年6月までこの判断を踏襲した。

しかし、政府の採用したこの定義は、デフレに関する経済学的な定義として間違いではなかったが議論の混乱を招いたとしている。その問題として、①国民、企業経営者、マスコミはデフレと言う言葉をもっと広い意味で理解しており、物価下落を指す場合もあるが、景気の悪化や企業実績が良くないことを表す時の一般的な表現として使われることも多かった。最も多かったのは、経済状態が全体として不満足な場合を指す常套句としての使用であった。②デフレという言葉は1930年代の大恐慌と深く結びついており、恐怖感を生み出す言葉でもあった。したがって、デフレという言葉を使用した場合、論者によってその内容は異なっている場合でも、何をおいても避けなければならない事態であるとの認識を人々に植え付け冷静さを失わせたと記述している。

#### デフレ・スパイラルの考え方

白川方明（2008）<sup>107</sup>によると、「デフレ・スパイラル」という言葉で新聞記事を検索すると急増したのは1998年と2001年から2002年にかけて2回あるが、日本で最もデフレ・スパイラルの危険が意識されたのは2001年前後である。

デフレについては二つの立場を整理している。「物価下落を景気悪化の原因とみる」第1の立場は、物価下落が原因となって景気悪化がもたらされ、これがさらに物価下落をもたらすというデフレ・スパイラルの危険が強調される。この立場は何よりも物価の下落を止めることが先決となり、金融政策の運営面では、物価上昇が十分高まるまで緩和政策を続けるべきであるという政策提案をする。第2の立場は「物価下落は景気悪化の結果であり、その限りにおいては望ましくないが、物価下落が原因となって景気悪化が生じているとは考えない」という二つの立場である。また、2001年量的緩和政策採用時点の例をあげ、景気が後

---

<sup>106</sup> 白川方明（2018）『中央銀行』東洋経済新報社、pp.294-297。

<sup>107</sup> 白川方明（2008）『現代の金融政策—理論と実際』日本経済新聞出版社、p.374。

退局面にあり、金融緩和が必要であるという点では二つの立場に違いはないが、両者の違いは具体的な金融政策運営において、景気が回復し、需給ギャップのマイナスが解消する局面において出ることを指摘する。第 1 の立場は、景気が拡大局面に入っても物価上昇率が有意に高まらない限り緩和政策を続ける必要がある。第 2 の立場は、景気が拡大し需給ギャップのマイナスが解消する局面にあるならば、物価が上昇していなくても金融政策を修正することが必要な局面もあると言うものである。白川方明氏は日本銀行の当事者として第 2 の立場を採っている。

吉川洋 (2013) は、ここで述べられているような第 2 の立場に立つ日本銀行のスタンスが、2000 年 8 月の「ゼロ金利解除」という「早とちり」を招いたのではなかろうかと指摘する。吉川洋氏は、二つの基本的立場を認めるも、この二分法だけだと不良債権問題への視点が抜け落ちてしまう。デフレと負債の悪循環こそは資本主義にとって最大の脅威とフィッシャーが指摘したように、デフレは不良債権問題と組み合わせることによってマクロ経済の脅威となるという。

白川方明氏がデフレは景気悪化の原因だとする第 1 の立場は、物価がさらなる物価下落をもたらす「デフレ・スパイラルの危険」を強調することになる、としているが、不良債権問題、株価に言及していない点で、こうした説明だけでは不十分であると吉川洋氏は反論している。

一方、デフレこそが長期停滞の原因だという第 1 の立場を採る吉川洋氏は、「デフレ・スパイラル」という言葉が現実性を帯びるところまで日本経済は追い詰められていると、経済学者・エコノミスト 9 名のグループの中心となり、デフレを阻止するためにマネーサプライの増加を求め 2003 年 3 月 19 日、日本経済新聞「**経済教室**」に福井総交代を狙って緊急提案をしたことは注目に値する。

また、白川方明 (2018) <sup>108</sup>は、E C B のドラギ総裁の 2014 年 2 月の記者会見を例にとり、デフレであるかどうかを判断する基準として、広範囲の財・サービスの価格が下落することと、それが自己増殖的な物価下落をもたらすことの 2 点をあげている。つまり、さまざまな財・サービスの価格が全般的に下落するとの予想が支出を抑制し、そのことが一層の物価下落をもたらすメカニズムを作動させているかどうかをデフレの判断基準にしていると

---

<sup>108</sup> 白川方明 (2018) 『中央銀行』東洋経済新報社、pp.294-297。



いうものである。エコノミストの言う、デフレ・スパイラルが発生しているかどうかである。白川方明氏は、ECBのこの定義や判断基準はごく常識的であり、日本銀行も長くこの定義を用いていたと述べている。デフレの議論はあるが、ECBのこの判断基準はデフレあるいはデフレ・スパイラルの判断基準として、筆者は適当であると考える。

#### デフレ・スパイラルに陥らず好転するきっかけを与えた2つの事情

吉川洋（2013）は、日本がデフレ・スパイラルに陥らず、好転するきっかけを与えた2の事情をあげている

- ① りそな銀行に2兆円の公的資金を投入したことにより、不良債権問題終結の展望が開け、以後金融システムが安定し、株価が上昇に転じたこと。
- ② 輸出が実体経済を牽引した。中国を中心とするアジア向け輸出に牽引され、2002年以降、平均実質成長率2%の成長軌道へ復帰した。

#### 5-3-2 量的緩和政策の解除条件とデフレ

議事録を見ると、政府出席者や政策委員の発言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。

それでは、日本銀行が量的緩和政策の解除を検討し始めた頃、政府と日本銀行はデフレをどのように見ていたのであろうか。そのデフレを判断する指標はあったのであろうか。興味深い論考をしているディスカッション・ペーパーがある。内閣府政策統括官のディスカッション・ペーパー<sup>109</sup>は、政府と日本銀行のデフレの定義あるいはデフレを判断する指標を以下のように整理している。

2001年3月までの政府は、デフレを「(単に物価が下落することを指すのではなくて)物価の下落を伴った景気の低迷をさす場合」と定義し、次の3つに整理していた。

- ① (物価動向にかかわらず) 不況、景気後退をさす場合
- ② 物価の下落を伴った景気の低迷を指す場合
- ③ 景気の状態にかかわらず物価の下落をさす場合

2001年3月以降、政府はデフレの定義を見直している。現在の状況下では、物価が下がること自体に問題がある等の観点を重視し、従前の定義「物価の下落を伴った景気の低迷を

<sup>109</sup> 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」、pp.4-30。

指す場合」を改め、国際的な基準に合わせ「物価の持続的な下落を指す場合」をデフレの定義として採用したのである。

また、ディスカッション・ペーパーによると、日本銀行は2000年10月の調査月報に掲載した「我が国の物価の動向—90年代の経験を中心に—」により、デフレを「物価の全般的かつ持続的な下落」<sup>110</sup>と定義している記述がある。この時期、政府と日本銀行のデフレの定義は、ほぼ同じであると言える。

それではデフレを判断する場合にどのような指標を採用していたのであろうか。

前掲新聞報道<sup>111</sup>は、日本銀行と政府の間にデフレ脱却の判断基準にずれがあることを指摘しており、日本銀行は個人が買うモノの値段の動きを示す消費者物価指数を、政府は設備投資などを含む物価の総合的な動きを示すGDPデフレーターを重視している記述がある。

しかし、ディスカッション・ペーパーは、デフレを判断する場合にどのような指標を採用すべきかという点について、いろいろな問題点が指摘されているとしながら、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<sup>112</sup>。内閣府は、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。それも季節要因や特殊要因を取り除かない総合で見ることが望ましいというものである。なお、卸売物価指数（現在の企業物価指数）やGDPデフレーターも判断の参考指標にすることが重要であることを付け加えている。

それに対し、日本銀行調査統計局（1998）<sup>113</sup>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。

意外なのは、内閣府のディスカッション・ペーパーがデフレを測る主要な指標をGDPデフレーターとはせず消費者物価指数としていることであり、日本銀行は消費者物価指数とはせずGDPデフレーターとしていることである。

デフレを判断する場合にどのような指標を採用すべきか、ディスカッション・ペーパー

---

<sup>110</sup> 日本銀行調査月報2000年10月p.52。

<sup>111</sup> 前掲、日本経済新聞朝刊2005年11月15日付「量的緩和、解除『まだ早い』、異例の言及、日銀に逆風—デフレ脱却認識ずれ」。

<sup>112</sup> 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」、pp.28-29。

<sup>113</sup> 日本銀行月報1998年6月「1997年度の金融および経済の動向」、p.80。

は、内閣府の主要な指標として消費者物価指数（総合）をあげているが、前掲議事録の岩田副総裁（前内閣府政策統括官）のデフレの論拠<sup>114</sup>で、消費者物価指数を主要な指標とする発言は、このディスカッション・ペーパーの内容と一致することから、政府のデフレを測る指標は当初、消費者物価指数（総合）であったと判断できる。

消費者物価指数とGDPデフレーターにおける乖離についての研究がある。小牧康之（2014）<sup>115</sup>によると、代表的な物価指標である消費者物価指数とGDPデフレーターについては、捕捉範囲や作成方式の違いから、両統計には乖離した動きがみられる。消費者物価指数は上方バイアスが、GDPデフレーターは下方バイアスが存在するというものである。両統計を変化率で比較すると2000年以降、概ね消費者物価指数（総合）は種々デフレーターより上方にあることが確認できるとされている。

また、GDPデフレーターの下落率がなぜ大きいのか論じた日本銀行調査統計局経済調査課の「経済点描」<sup>116</sup>によると、GDPデフレーターの下落率が恒常的に大きいという点については、①カバレッジが広く価格下落率の大きい投資財を含んでいること、②CPIとは逆方向のバイアスをもつ指数算式で作られていることをあげている。

また、GDPデフレーターは、基準年<sup>117</sup>が古いため、パーシェ指数であることに伴う下方バイアスが大きくなっている可能性があるほか、短期的な振れが大きく物価変動の基調を読みにくい、表面価格ではなく「品質調整」によって低下している度合がCPIに比べて大きいので、GDPデフレーターを、基調的な物価変動の指標、期待デフレ率の代理変数などとして重視することに慎重でなければならないという指摘をしている。

しかし、政府は量的緩和政策の解除前に、明らかにGDPデフレーターにこだわっている。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。

これらの研究から、当時はGDPデフレーターを基調的な物価変動の指標として重視することに慎重でなければならないことは分かっていたことである。消費者物価指数を基本に

---

<sup>114</sup> 金融政策決定会合（2005.12.16）議事録、p.94。

<sup>115</sup> 小巻泰之（2014）「GPIとGDPデフレーターにおける乖離について」ニッセイ基礎研究所 Vol.58 June2014,p.83。

<sup>116</sup> 古賀麻衣子（2003）「GDPデフレーターの下落率はなぜ大きいのか？－消費者物価指数との乖離の背景を探る－」、pp.1-4。

<sup>117</sup> 固定基準年方式のGDPデフレーターは、基準年から離れるほど相対価格が大幅に変化するため、2004年12月に固定基準年方式から指数ウェイトが毎年更新される連鎖方式に変更され、1994年まで遡及改訂された。その結果として、バイアスは改善されたと思われるが、一方で2005年12月16日の金融政策決定会合において、西村委員は固定基準年方式よりも連鎖方式の方が理論的には望ましいが、運用上は一過性の変化に伴うドリフトの問題があるので注意が必要であることを指摘している。

デフレを判断することが望ましいとしている内閣府政策統括官のディスカッション・ペーパーは、当時の政府の基本的な考え方である。

それでは、デフレ脱却と量的緩和政策の解除条件については、前掲 5-2 **政府の考える量的緩和政策解除の条件**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発言から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プラスになりにくい GDP デフレーターを使って金融緩和の引き延ばしを要望していたと考える。

それに対して、日本銀行は前掲 5-1 **日本銀行政策委員の考える量的緩和政策解除の条件**で示した 3 条件の公表文から分かるように、日本銀行は政策判断の主要な指標として、消費者物価指数（除く生鮮食品）を使っていたことは明らかである。量的緩和政策解除の条件にデフレ脱却を使ってはいない。

また、量的緩和政策解除の条件にデフレ脱却を使っていない福井総裁の議会答弁がある。2006 年 3 月 27 日の参議院予算委員会会議録<sup>118</sup>を読むと、平野達男議員の「デフレ脱却というのは日銀として判断をすることはないと、むしろ政府が判断をして、それに従うという、そういう理解でよろしいのでしょうか」という質問に対して、参考人の福井総裁は次のように答弁している。

金融政策というのは、刻々と連続線上で変化する経済ないし物価情勢に対して最もいいタイミングで政策を打ち出していくものであり、これが物価の安定の下で経済が持続的な回復ないし拡大をたどっていくために最も決め手になると考えている。デフレ脱却の時点を定義し、かつそこに縛りを設けて金融政策を行うことは、好ましくないという日本銀行としての見解を述べている。この総裁の答弁からも日本銀行の行った量的緩和政策解除についての条件は、デフレ脱却ではないことが分かる。

これらの判断材料から政府・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の量的緩和政策解除とデフレ脱却の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。

---

<sup>118</sup> 参議院予算委員会（2006.03.27）会議録、p.22。

#### 5-4 2006年3月9日、量的緩和政策の解除は日本銀行・政府とも容認できる景気の回復が見込めたのか

2006年3月9日の金融政策決定会合議事録<sup>119</sup>の中、「IV.金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策方針の決定 2.当面の金融政策運営方針の決定」において、政策委員の金融市場調節方針や運営方針の決定について討議の後、政府からの出席者二人は、会議を中断し財務大臣および経済財政担当大臣と連絡を取り合った後、次のような発言をしている。

赤羽財務副大臣は、経済の現状を昨年10～12月期の四半期別GDP速報において、実質GDPが対前期比+1.4%になるなど景気は回復していると発言している。また、1月の消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年比上昇率+0.5%となっており、4か月連続してゼロ以上になるなど、物価の基調的な動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にあるものの、デフレ状況は少しずつ改善しているとみている。政府としては、続いてデフレ脱却に向けて政府・日銀一体となり粘り強く取り組む必要があるため、市場の安定を十分考慮に入れ解除の判断をしてもらいたいと要望している。しかし、最後に量的緩和政策の解除については、政策決定会合の判断を尊重したいと述べている。

同じく政府からの出席者である中城内閣府審議官の発言は、景気の状態については、2月の月例経済報告で上方修正したように回復していると判断しているが、物価の基調的な動向を総合してみると、依然として緩やかなデフレが続いている。日本銀行は、量的緩和政策の解除の検討に当たって、政府の経済政策の基本方針との整合性を考慮し、引き続き政府・日銀一体となったデフレ脱却に向けた取り組みをして欲しいという主旨のものである。

政府出席者の2人は、実質GDPが対前期比+1.4%になるなど、景気の状態を認めている。2000年8月11日のゼロ金利解除時と異なり議決延期請求を出すわけでもなく、赤羽財務副大臣は量的緩和政策の解除については、金融政策決定会合の判断を尊重したいという言葉まで述べている。

また、量的緩和政策解除後の2006年3月27日参議院予算委員会会議録<sup>120</sup>を見ると、平野達男議員の、「総理、日銀の判断、尊重されるというふうにマスコミのインタビューに答えておられましたけれども、20日過ぎて、この量的緩和の解除、結果的にどのような印象を持っておられるか、ちょっとお聞かせ願えるでしょうか」という質問に対して、小泉

<sup>119</sup> 金融政策決定会合（2006.03.09）議事録、pp.134-136。

<sup>120</sup> 第164回参議院予算委員会（2006.3.27）会議録第17号、p.20。



総理大臣は、「市場を見ましても冷静に判断していると、的確ではなかったかと思います」と答弁している。

量的緩和政策の解除は、判断基準は異なるが図表 6 中の消費者物価指数（生鮮食品を除く）の 2005 年度、2006 年度の政策委員の大勢見通しの中央値、図表 7 中の GDP デフレーターの平成 18 年度見通しのように、日本銀行だけではなく政府も容認<sup>121</sup>できる程、景気の好転が見込まれたこと、また量的緩和解除後もゼロ金利の継続があることから、政府も量的緩和政策の解除を認めざるを得なかったと分析する。

---

<sup>121</sup> 吉川 洋 (2013) は、本論文とは反対に政府が容認しにくかった見解を、「CPI の上昇を背景に 3 月 9 日、日銀が 5 年間続けた「量的緩和」を解除したときには、GDP デフレーターの下落を根拠に『緩やかなデフレが続く下での量的緩和解除は時期尚早』と、政府は日銀に対して異議を唱えていた。GDP デフレーターは、06 年に入ってからマイナス 1%(前年同期比)の下落を続けていたのである。このため政府内では、マイナス 0.6%と GDP デフレーターよりは下落率が小さく、上昇への転換の期待がもてそうな、「国内需要デフレーター」(GDP デフレーターから輸入品価格を除いたもの)を基準にしてはどうかという議論すらなされた」と述べ、GDP デフレーターについては、「原油価格など輸入素材価格が上昇しても、それが『企業努力』で吸収され、最終財価格へ転嫁されない」と、GDP デフレーターはその分下落する。当時はこれが GDP デフレーター低下の一因となっていたのである」と指摘している、pp.60-61。

図表6 政策委員の大勢見通し<sup>122</sup>

— 対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央地値。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2005 年度	+2.2~+2.5 <+2.2 >	+1.6~+1.8 <+1.7 >	0.0~+0.1 <+0.1 >
4 月時点の見通し	+1.2~+1.6 <+1.3 >	+0.8~+1.0 <+0.8 >	-0.1~+0.1 <-0.1 >
2006 年度	+1.6~+2.2 <+1.8 >	+0.5~+0.8 <+0.6 >	+0.4~+0.6 <+0.5 >
4 月時点の見通し	+1.3~+1.7 <+1.6 >	+0.2~+0.5 <+0.3 >	+0.2~+0.4 <+0.3 >

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

出所：経済・物価情勢の展望【2005年10月】p.8

<sup>122</sup> 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

図表 7

主要経済指標

(%)      (%程度)      (%程度)

	16年度 実績	17年度 実績見込み	18年度 見通し
実質GDP	1.7	2.7	1.9
民間消費	1.7	1.9	1.6
民間住宅	1.7	▲0.7	0.4
企業設備	5.4	7.7	5.0
民需寄与度	1.6	2.4	1.7
公需寄与度	▲0.3	0.1	▲0.2
外需寄与度	0.5	0.2	0.4
名目GDP	0.5	1.6	2.0
GDPデフレーター(注)	▲1.2	▲1.1	0.1
国内企業物価	1.5	1.7	0.9
消費者物価	▲0.1	▲0.1	0.5
完全失業率	4.6	4.3	4.1

(注) GDPデフレーター(物価変動指数): 名目成長率からGDPデフレーターの変化率

を差し引くと実質成長率になる。

出所: 経済財政諮問会議資料 平成18年度の経済見通しと経済財政の基本的態度【ポイント】内閣府

## 5-5 本章のまとめ

量的緩和政策の解除について批判もある。浜田宏一他（2010）<sup>123</sup>は、消費者物価指数が0%～-0.5%<sup>124</sup>と推移する中で、デフレ脱却を目指す日本銀行は言いながら、「量的緩和政策の解除によって、結局は元の木阿弥になってしまいました」いつもインフレになる手前で金融緩和を止めているようなイメージと批判をする。デフレ脱却の手段としては消費者物価指数が2%というインフレ・ターゲティングの導入が必要であり、インフレ・ターゲティングは量的緩和を止める目印の役目をするとして浜田宏一氏は説明する。また貨幣と短期国債は代替性が高いため、長期国債のような貨幣と性質の異なる多様な資産を購入せよという指摘もする。

「物価の安定」の数値化が問題であり、意見の分かれるところであるが、当時の日本銀行はインフレ・ターゲティングの導入に否定的であった。また、日本銀行は日本の消費者物価指数は世界の各国に比べても低いと判断をしており、政策委員の多くはゼロ・インフレに近い考え方をしている。

また、米国の影響も大きかったのではないかと考える。米国もインフレ・ターゲティングを採用したのは、2012年1月のFOMCで2%の長期的な物価目標を採用している。「ターゲット」ではなく「ゴール」という表現で、物価の長期的な目安としている。日本はこれまで2006年3月9日以来、「中長期的な物価安定の理解」という表現で、「消費者物価指数の前年比上昇率0～2%程度（中心値は、概ね1%程度）」と各政策委員の見方を示していたが、2012年2月14日の金融政策決定会合では、今までの「理解」という表現を「目途」に変更を決定する。「理解」は政策委員の見方であったのに対して、「目途」は日本銀行としての判断であるという点が相違点である。この決定は日本銀行として物価目標を明確にしたと言える。その後、政府の要求により2013年1月22日、インフレ・ターゲティングを導入、「物価安定の目標」として消費者物価指数の前年比上昇率2%を設定している。

当時、政府がデフレ脱却宣言をしていない中、日本銀行は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めている。日本銀行としては「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」どおりの景気回復をしており、日本銀行の主要な指標である消費者物

---

<sup>123</sup> 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代（2010）『伝説の教授に学べ！ 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社、PP.105-106。

<sup>124</sup> 2006年8月25日、5年に1度の消費者物価指数の基準改訂により旧基準に比べ0.3～0.6%ポイント下方修正された。

価指数（除く生鮮食品）も 2006 年 3 月 3 日、1 月の上昇率が 0.5%と公表されたことから、この時期、量的緩和政策の解除がなされたのは当然と言える。

これに対して政府も「平成 18 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度（平成 18 年 1 月 20 日閣議決定）」によると、判断基準は異なるものの GDP デフレーターの変化率が 2005 年度（実績見込み）-1.1%から、2006 年度（見通し）+0.1%になったことから着実に景気回復をしていることを認めざるを得なかったと判断する。2006 年 3 月 9 日の金融政策決定会合において、政府出席者の発言も 2000 年 8 月 11 日のゼロ金利解除の時とは明らかに違う。その際、議決延期請求権を出すわけでもなく、赤羽財務副大臣は、量的緩和政策の解除については、「政策決定会合のご判断を尊重したい」という言葉まで述べており、日本銀行の政策判断を認めている。

2006 年 3 月 27 日の参議院予算委員会においても、平野達男議員が量的緩和の解除を結果的にどのような印象を持って受け止めているかと質問したのに対して、小泉総理大臣は、市場も冷静に判断しており、解除は的確であったと思うと答弁をしている。量的緩和解除の時期は、日本銀行だけではなく政府も容認できるほど景気の好転が見込まれること、また量的緩和政策の解除後もゼロ金利政策が続くことから、政府は量的緩和政策の解除を認めざるを得なかったとみる。

また、金融政策決定会合における政府出席者の発言から政府の量的緩和政策の解除条件はデフレ脱却と採れる。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。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内閣府政策統括官のディスカッション・ペーパーを当時の政府の基本的な考え方とすると、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。

結論としては、日本銀行は伝統的な金融政策である金利政策に早く返したい思いが強く、政府はデフレ脱却を宣言できるまでは量的緩和政策の継続を続けて欲しいとの思いの中から生じた駆け引きである。福井総裁の政府との対応のうまさも相まって、量的緩和政策の解除を政府に容認させた日本銀行の思いが勝り、それが上手く落ち着くところに落ち着いたケースと分析する。



## 第6章 結論と課題

本論文の目的は、2001年3月19日の量的緩和政策の導入理由および2006年3月19日の量的緩和政策の解除条件を、金融政策決定会合議事録等を活用して明らかにすることである。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条件を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あるいは解除の条件について論じた。ここでは本稿をしめくくるにあたり本稿の総括ならびに若干の考察を行うこととしたい。

第3章においては、量的緩和政策が導入される前の金融政策決定会合を議事録により検証した。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、FOMCは2001年1月には利下げを2回行っている。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2000年8月11日、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%を現状維持としている。

2001年2月9日の金融政策決定会合においては、金融市場調節方針について議長案である無担保コールレート（翌日物）を0.25%の現状維持とし、公定歩合を0.5%から0.35%へ利下げを決定した。また、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。しかし、事態を重くみた複数の委員から議長案に対して量的緩和や政策金利の利下げ等の2つの対案が提出されている。

2001年2月28日の金融政策決定会合においては、議長案として無担保コールレート（翌日物）を0.25%から0.15%へ利下げし、再度公定歩合を0.35%から0.25%へ利下げを行っている。今回も対案として、政策金利と公定歩合の同時引き下げの提案、ゼロ金利に回帰する提案、国債買い切りオペの提案や量的緩和の導入もやむを得ないという意見が出て、とにかく金融緩和の方向に政策委員が向いていたことが分かる。

量的緩和を導入する直前までの3回の金融政策決定会合において政策委員の量的緩和政策の議論については、三木委員が事態によっては従来の金利ターゲットから量的ターゲットに転換を図るべきだと政策フレームワークの変更を持ち出したのに対して、武富委員は相当論点を整理しないといけないと、量的緩和政策には反対の意思表示をしている。植田委

員も量的緩和政策について、これは非常に単純な意味では余り意味がない政策である。意味があるのは、現時点 0.25%である無担保コールレート（翌日物）をゼロまで引き下げて行く過程においては、量的緩和をある程度しなければならない点で意味があるかと思うが、そこを超えてしまうと量が増えること自体にほとんど意味がないと持論を展開している。また、将来量を増やすことを、量でいう言い方もあるが、日本銀行が昨年 8 月まで行ってきたゼロ金利を将来も継続するという言い方で実現することもあり得ると述べており、植田委員は金利政策に軸足を置いていた。政策委員の議論は金融緩和へと進んでいたが、この時点で量的緩和政策の導入を考えていた委員は三木委員と、インフレ目標付き量的緩和案を議案として提出する中原委員の 2 人であった。

不良債権処理の議論については、篠塚委員が構造改革と金融政策の関係について、「デフレ対策は中央銀行の責任である」といった意見があるが、一見すると日本銀行の独立性を尊重しているようにも見えるが、日本経済が直面している問題が直視されていないと反論している。また、長期国債買い切りオペの提案は、「金融政策自体は、構造改革を促す役割を担うことはできない」といった厳しい現実を直視し、日本銀行が政府関係者などと協力して不良債権の最終処理を含め、構造問題に取り組む用意があることを明らかにする意味合いをもっていると、政府出席者に対して早急な不良債権処理を要請している。

篠塚委員とは異なるが、三木委員は構造改革、不良債権処理を進めるプロセスで副作用として生じるデフレ圧力を緩和するため金融政策も最大限のバックアップが必要であるとの見地から、従来の政策フレームワークを超える発想も必要であり、構造改革、不良債権処理を進めるためには金融政策を先に発動して、それを促す発想が必要であると、量的緩和政策と引き換えにしてでも不良債権処理を政府に望んでいる。いずれにせよ、不良債権処理は政府の協力なしに解決できない問題であり、金融政策をするうえで政策委員にとって大きな課題であったと考えられる。

政府出席者の圧力としての発言は、2001 年 2 月 2 日に行われた経済財政諮問会議の報告をした坂井内閣府副大臣の発言である。中でも有識者として参加した内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一所長の量的緩和の必要性についてのプレゼンテーションは、政府内部の動きを象徴するものであったと、同会議議員の吉川洋氏が著書で述べているように日本銀行に対する政府として量的緩和政策を求める大きな圧力と筆者は受け止めた。

第 4 章においては、ゼロ金利政策に回帰することなく、前例のない量的緩和政策を導入す

るに至った理由を検証した。2001年3月19日の金融政策決定会合において、政策委員は全員が一層の金融緩和をしなければならない状況にあることを認識していた。しかし、量的緩和と政策導入については、5人の政策委員が懐疑的であるという理由、あるいはゼロ金利政策の効果等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。

また、議事録から4人の委員がゼロ金利政策への回帰を、1人がゼロ金利に近い金利政策を考えていたことが分かる。植田委員の意見などから、すでに経験済みの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、最後には8人の委員の賛成により議長案である量的緩和政策が導入された。

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、前例のない量的緩和政策を導入するに至った理由を検証した結果、量的緩和政策を導入するに当たって、(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性がある、(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、という四つの量的緩和政策の導入理由があったと分析する。

また、これら(1)及び(2)の理由から言えることは、中央銀行の独立性の尊重である。

中央銀行の独立性を「目標の独立性」と「手段の独立性」に分けて考え、「目標の独立性」を政治に委ねる考え方があるが、これは中央銀行の期待される姿ではない。

金融政策を担う中央銀行に独立性が求められる理由には、政府と違う非政治的な立場から中長期的な視点で政策を考えていく必要があるからである。日本銀行が、独立した中央銀行として本来の目的を果たすためには、政府に対しても対等な関係で発言できる独立性が必要である。中央銀行に独立性が乏しいと、政治からの圧力を受ける。選挙が頭から離れない政治家が、性急に景気回復を望むあまり過剰な金融緩和を要求し続ければ、出口戦略を誤り国民が損失を被ることにもなりかねない。

第5章では量的緩和政策の解除に至る条件(判断基準)および経緯について検証した。日本銀行の量的緩和政策の解除の条件は、政策委員の考え方に個人差があることが分かる。例えば、中原真委員は量的緩和政策を解除した2006年3月9日の金融政策決定会合において、量的緩和のレジームの変更にあたっては、できるだけ多くの指標を分析し、念を入れることが重要であると述べ、時期尚早という理由で議長案に反対している。反対しないまでも委員

の中には、それ以外の指標も参考としたい発言があり、量的緩和政策解除後にはインフレ・ターゲットを取り入れたい発言もある。これら政策委員の温度差を危惧してか、須田委員は政策委員が講演等で対外的に話す場合、公表した日本銀行としての統一見解である「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」が、マスコミ等で崩されないように、そのあたりの申し合わせが必要であると発言する場面もある。

しかし、日本銀行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）を使ってきたことは明白である。当然、日本銀行は量的緩和政策解除においても解除条件として、判断基準とする主要な指標は**消費者物価指数（除く生鮮食品）**であった。

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、政府は量的緩和政策の解除条件を**デフレ脱却**と考える。

それでは日本銀行が量的緩和政策の解除を検討し始めた頃、政府と日本銀行は、デフレをどのように考えていたのか。日本銀行と政府が量的緩和の解除に当たって、判断基準とする主要な指標がなぜ違うのか検証した。

検証した結果、内閣府政策統括官の前掲ディスカッション・ペーパーは、内閣府の考えを次のように示している。内閣府は、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。それも季節要因や特殊要因を取り除かない総合で見ることが望ましいというものである。

判断指標としてのGDPデフレーターについては、GDPデフレーターの下落率がなぜ大きいのか論じた前掲論文の日本銀行調査統計局経済調査課「経済点描」から分かるように、GDPデフレーターを基調的な物価変動の指標として重視することに慎重でなければならぬことは分かっていたことであり、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内閣府政策統括官のディスカッション・ペーパーは当時の政府の考え方であったと考えられる。

それに対して、日本銀行調査統計局は、1998年6月の日本銀行月報によりデフレを測る指標として、GDPデフレーターを提案してはいるが、日本銀行は前掲5-1**日本銀行政策委員の考える量的緩和政策解除の条件**で示した3条件の公表文から分かるように、政策判断

の主要な指標として、消費者物価指数（除く生鮮食品）を使っており、量的緩和政策解除の判断にデフレ脱却を使っていないことは確かである。

また、2006年3月27日の参議院予算委員会会議録からも「デフレ脱却の時点を定義し、かつそこに縛りを設けて金融政策を行うことは好ましくない」という量的緩和政策解除の条件にデフレ脱却を使っていないと取れる福井総裁の議会答弁もある。

しかし、前掲 5-2 **政府の考える量的緩和政策解除の条件**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発言からも分かるように、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プラスになりにくい GDP デフレーターを使って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。

これら検証した資料から考察すると、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。

また、政府がデフレ脱却宣言をしていない中、日本銀行は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めている。日本銀行としては「経済・物価情勢の展望（2005年10月）」どおりの景気回復をしており、日本銀行の主要な指標である消費者物価指数（除く生鮮食品）も、2006年3月3日公表の1月の上昇率が0.5%と公表されたことから、この時期、量的緩和政策の解除がなされたのは、3条件をクリアしており当然と言える。

これに対して政府も、「平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度（平成18年1月20日閣議決定）」によると、判断基準は異なるものの、GDP デフレーターの変化率が2005年度（実績見込み）-1.1%から、2006年度（見通し）0.1%になったことから着実に景気回復をしていることを認めざるを得なかったと判断する。2006年3月9日の金融政策決定会合において、政府出席者の発言も2000年8月11日のゼロ金利解除の時とは明らかに違う。その際、赤羽財務副大臣は量的緩和政策の解除については、「政策決定会合のご判断を尊重したい」という言葉まで述べており、日本銀行の政策判断を認めている。2006年3月27日の参議院予算委員会においても、平野達男議員が量的緩和の解除を結果的にどのような印象を持って受け止めているかと質問したのに対して、小泉総理大臣は、市場も冷静



に判断しており、解除は的確であったと思うと答弁をしている。量的緩和解除の時期は、日本銀行だけではなく政府も容認できるほど景気の好転が見込まれること、また量的緩和政策の解除後もゼロ金利政策が続くことから、政府は量的緩和政策の解除を認めざるを得なかったと分析する。

結論としては、日本銀行は伝統的な金融政策である金利政策に早く返したい思いが強く、政府はデフレ脱却を宣言できるまでは、量的緩和政策の継続を続けて欲しいとの思いの中から生じた駆け引きであるが、福井総裁の政府との対応のうまさも相まって、量的緩和政策の解除を政府に容認させた日本銀行の思いが勝り、それが上手く落ち着くところに落ち着いたケースと分析する。

最後に、本論文の2つの分析視点である第4章の量的緩和政策の導入理由、あるいは第5章の解除条件を、叙述的資料を活用して検証し、考察した結果言えることは、金融政策において「物価の安定」の捉え方の重要性が求められることである。物価の安定状態を見誤ると、失敗を指摘される速水総裁時代の2000年8月11日のゼロ金利解除のように、その弱みから2001年3月19日の量的緩和政策の導入要因にもなる。

一方、量的緩和政策の解除を政府に容認させた福井総裁と、どこに違いがあったのであろうか。速水総裁<sup>125</sup>にも増して、福井総裁<sup>126</sup>の政府との対応の上手さもあるが、量的緩和の導入も解除も金融政策は「物価の安定」が基本にある。物価が安定しているとは一体どのような状態かということは難しい問題である。

2000年8月11日のゼロ金利解除の時点では、「物価の安定」についての考え方が政策委員の中で確立していなかった。消費者物価指数がマイナスでも解除している。当時の政策委員は、消費者物価指数（除く生鮮食品）の下落を供給サイドの物価の下落と考え容認したように見える。「物価の安定」についての議論は、2000年2月10日の金融政策決定会合において、今後の物価問題についてどう検討するかを巡って議論があり、同年3月8日の金融政策決定会合で具体的な進め方として速水議長から次のような、①物価の安定の基本的な考え方、②物価指数を巡る諸問題、③長期的にみた我が国の物価動向、④物価の安定に関する数値化また目標見通し等を巡る諸問題の提案がなされたが、2000年8月11日のゼロ金利

---

<sup>125</sup> 島村高嘉（2014）によると、「その率直な発言や信条の吐露からして、『頑固者だ』『信念を判断の機軸としている』『独立性にこだわり過ぎだ』などと揶揄され、評判は必ずしも好ましいものではなかった」PP.219-220。

<sup>126</sup> 島村高嘉（2014）によると、「対政府・与党との政策交渉の『不即不離』『柔軟にして粘り腰』、「当時の世論は、『中央銀行の根性をみた』『正面から見るとハト、しかし芯はタカ』などと好意的に評した」P.244。

解除の時点では、目の目をみていない。

2000年10月13日の金融政策決定会合で、「『物価の安定』についての考え方」と「経済・物価の将来展望とリスク評価」が決定された。「『物価の安定』についての考え方」の決定過程の中で、「物価安定」を数値的な定義や目標を示すことが議論されたが、結論は難しいとしている。しかし、中央銀行として「物価の安定」を判断していく際の視点は可能であると、①多様な物価関連指標による物価変動の性格の点検、②物価の安定の持続性、③経済の健全な発展との整合性の3つの視点を示した。また「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中で、物価上昇率や経済成長率についての「政策委員の見通し」を示すことを決定している。

しかし、これをもってしても2000年8月11日のゼロ金利解除当時の政府を納得させることはできなかった。それは次の議事録から分かる。

福井総裁の代になった2003年10月10日の金融政策決定会合において、「金融政策の透明性の強化について」を検討の際の発言であるが、前内閣府政策統括官の岩田副総裁は、2000年8月ゼロ金利解除の誤りを指摘し、「日本銀行がこれは暗黙であるにせよ明確な物価安定数値の目標を持っていなかった」、「2000年10月にそうした議論がこの決定会合で行われたと伺っているが、その時に合意ができなかったということで、勿論2000年8月の時点ではやはり持っていない」と発言している。

2001年3月19日の金融政策決定会合で、政策委員は初めて量的緩和政策を決定するに当たり、実施期間の目処として消費者物価を採用し、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ以上となるまで継続することを決定し、公表している。

福井総裁が量的緩和政策解除の政策判断をするに当たっては、前述の**5-1 日本銀行政策委員の考える量的緩和政策の解除条件**で示したように、福井総裁の代になって政策委員が2003年10月10日の金融政策決定会合において、金融政策の透明性を強化する観点から量的緩和政策継続のコミットメントの明確化と題して決定した、いわゆる政策委員の言う3条件を判断の根拠にしている。

福井総裁はこれら3条件を基に、消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年比が、先行きプラス基調が定着するとみられることから、量的緩和政策解除をしている。また、解除後もしばらくはゼロ金利状態が続くこともあり、政府は受け入れざるを得なかったと言える。

金融政策の運営に当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。そのような中で、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良いのか、また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

2006 年 3 月 9 日の金融政策決定会合において、2000 年 10 月に公表した『物価の安定』についての考え方を改めて整理するため、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」を決定している。改めて整理された「物価の安定」についての考え方をみると、金融政策運営にあたり、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）は、委員間で幅はあるが、消費者物価指数の前年比で、0~2%程度であれば各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と異ならないとしている。また、委員の中心値は概ね 1%で分散していたというものである。

「物価の安定」とは何かを最後に判断し、金融政策をするのは政策委員である。今後の研究課題としては、上記の 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。

## 参考文献

- 岩田一政 (2010) 『デフレとの闘い ― 日銀副総裁の1800日』 日本経済新聞出版社
- 岩田規久男 (2000) 『ゼロ金利の経済学』 ダイヤモンド社
- 植田和男 (2005) 『ゼロ金利との闘い ― 日銀の金融政策を総括する』 日本経済新聞社
- 梅田雅信 (2011) 『日銀の政策形成』 東洋経済新報社
- 翁 邦雄 (2011) 『ポスト・マネタリズムの金融政策』 日本経済新聞出版社
- 鐘ヶ江毅 (2002) 「日本銀行法の再改正論議をめぐって」 INSTITUTE OF ECONOMICS  
CHUKYO UNIVERSITY DISCUSSION PAPER No.0201
- 鯨岡仁 (2017) 『日銀と政治 暗闘の20年史』 朝日新聞出版
- 小林照義 (2015) 『金融政策』 中央経済社
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター編 (2002) 『金融政策論争の争点』 日本経済新聞社
- 島村高嘉 (2014) 『戦後歴代日銀総裁とその時代』 東洋経済新報社
- 清水功哉 (2004) 『日銀はこうして金融政策を決めている ―記者が見た政策決定の現場―』  
日本経済新聞社
- 白川正明 (2008) 『現代の金融政策―理論と実際』 日本経済新聞出版社
- 白川方明 (2018) 『中央銀行』 東洋経済新報社
- 須田美矢子 (2014) 『リスクとの闘い』 日本経済新聞出版社
- 地主敏樹・小牧泰之・奥山英司 (2012) 『世界金融危機と欧米主要中央銀行』 晃洋書房
- 中原伸之 (2006) 『日銀はだれのものか』 中央公論新社
- 日本銀行金融研究所 (2011) 『日本銀行の機能と業務』 有斐閣
- 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代 (2010) 『伝説の教授に学べ! 本当の経済学がわかる本』  
東洋経済新報社
- 藤井良広 (2004) 『縛られた金融政策』 日本経済新聞社
- 吉川 洋 (2013) 『デフレーション』 日本経済新聞出版社
- Ball, Laurence M. (2012) “BEN BERNANKE AND THE ZERO BOUND”, Working Paper 17836.
- Ball, Laurence (2016) “THE FED AND LEHMAN BROTHERS” .
- Fischer, Stanley (2017) “The Independent Bank of England-20 Years On” .
- Svensson, Lars E. O. (2011) “Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and The United states”  
Brookings Papers on Economic Activity.

Woodford Michael (2007) “The Case For Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy”,  
Journal of Economic Perspectives—Volume 21, Nunber 4—Fall 2007—Pages 3-24.

Woodford Michael (2012) “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”.  
Columbia University .

\*\*\*新聞記事\*\*\*

日経金融新聞 (2001年1月30日付)  
日本経済新聞 (2001年3月5日付夕刊)  
日本経済新聞 (2001年3月10日付朝刊)  
日本経済新聞 (2001年3月13日付朝刊)  
日本経済新聞 (2001年3月17日付朝刊)  
日本経済新聞 (2001年3月19日付夕刊)  
朝日新聞 (2001年4月19日付朝刊)  
日本経済新聞 (2001年8月3日付朝刊)  
日本経済新聞 (2005年11月15日付朝刊)  
日本経済新聞 (2006年11月1日付朝刊)

\*\*\*インターネット資料\*\*\*

岡本直樹(2001)「デフレに直面 する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」内閣  
府, 景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー,  
<https://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp011.pdf>  
熊野英生 (2011)「日本銀行分析レポート」第一生命経済研究所経済調査部,  
[http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/kuma/pdf/k\\_1107g.pdf](http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/kuma/pdf/k_1107g.pdf)  
古賀麻衣子(2003)「GDP デフレーターの下落率はなぜ大きいのか?—消費者物価指数との  
乖離の背景を探る」日本銀行調査統計局, 経済点描,  
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/ec/data/rkt03j02.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/ec/data/rkt03j02.pdf)  
小巻泰之(2014)「GPI と GDP デフレーターにおける乖離について」ニッセイ基礎研究所  
Vol.58 June2014, p.83, [http://www.nli-research.co.jp/files/topics/41703\\_ext\\_18\\_0.pdf](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/41703_ext_18_0.pdf)  
参議院「参議院予算委員会会議録」(2006年3月27日),  
<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/sangiin/164/0014/16403270014017.pdf>



内閣府「経済財政諮問会議議事録」（2001年）,

<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/minutes/2001/index.html>

内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議配布資料（平成13年3月16日）」（2001年3月16日）,1.今月のトピック：緩やかなデフレ,

<https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2001/0316getsurei/image1.html>

内閣府「経済財政諮問会議議事録」（2005年）,

<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/minutes/2005/1220/item5.pdf>

内閣府「付表1-2 各国のインフレ目標」,

[https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je13/h07\\_fz0102.html](https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je13/h07_fz0102.html)

中曾宏（2017）「進化する金融政策：日本銀行の経験」,

[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2017/data/ko171019a2.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko171019a2.pdf)

日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」（2001年）,

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/2001/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/2001/index.htm/)

日本銀行「金融政策決定会合議事録」（1998年～2006年）,

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/record\\_1998/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_1998/index.htm/)

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/record\\_2005/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2005/index.htm/)

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/record\\_2010/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2010/index.htm/)

日本銀行「金融経済統計月報」（1998年～2006年）,

[https://www.boj.or.jp/mopo/gp\\_1998/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/gp_1998/index.htm/)

[https://www.boj.or.jp/mopo/gp\\_2001/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/gp_2001/index.htm/)

[https://www.boj.or.jp/mopo/gp\\_2010/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/gp_2010/index.htm/)

日本銀行「経済・物価情勢の展望とリスク評価」（2000年～2003年）,

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

日本銀行「経済・物価の将来展望」（2004年～2006年）,

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

## 謝 辞

定年退職を機に始めた学問の世界で、学ぶことの面白さを感じながらも長い足踏み状態に悩んできました。多くの方々に支えていただき本論文を完成することができたこと、ここに感謝の意を表したいと思います。

中でも、千田隆先生には言葉に尽くせぬほど感謝をしております。私が広島大学大学院社会学研究科の博士課程前期に入学以来、修士論文続いて博士論文の作成にあたり、指導教授として懇切丁寧なご指導をいただきました。今でも印象に残るのは、著名な学者の英語論文の講読です。論文作成にあたり、避けて通れない有意義なものでした。また、昨年3月私が博士課程後期を単位修得満期退学した後も、続けて忍耐強い助言をいただきました。そのおかげで今があります。ここに深く感謝し、お礼を申し上げます。

また、本論文を審査していただいた瀧敦弘、大澤俊一両先生には、日本銀行だけではなく政府側の主張も取り入れること、審議委員の立場、自分の意見の明確化、また結論の明確化とその重要性をご指摘いただくと同時に、貴重な助言をいただきました。心よりお礼を申し上げます。

また、広島大学を退官された宜名眞勇先生、矢野順治先生、二村博司先生にもいろいろとご教示いただきました。ここまでやれたのは多くの先生方のご配慮のおかげです。心よりお礼を申し上げます。

最後になりましたが、社会科学研究科の事務職員の皆様には、長年にわたって変わらぬお心配りをいただき心強く思いました。本当にありがとうございました。

2021年1月

川口陽享