

# デフレ不況下の金融政策をめぐる政治過程

なぜインフレ目標政策は導入されなかったのか

清水直樹

- . はじめに
- . 先行研究の検討と本稿の仮説
- 1. 先行研究の検討
  - (1) 「政権政党の党派性」仮説
  - (2) 「中央銀行の独立性」仮説
  - (3) 「日本銀行のデフレ容認」仮説
  - (4) 「日本銀行の構造改革重視」仮説
- 2. 本稿の仮説：「日本銀行の金融問題重視」仮説
- . 事例分析
  - 1. 日本銀行政策委員会のアイデア
    - (1) 執行部のアイデア
    - (2) 執行部と近いアイデアの審議委員
    - (3) 執行部と距離のあるアイデアの審議委員
    - (4) まとめ
  - 2. 金融政策の展開
    - (1) ゼロ金利政策の導入：1998年4月～2000年2月
    - (2) ゼロ金利政策の解除：2000年3月～2000年11月
    - (3) 量的緩和政策の導入：2000年12月～2003年1月
    - (4) まとめ
- . 結論

## . はじめに

1990年代後半以降、日本経済はデフレ不況が深刻化している。デフレとは持続的な物価の下落である。物価の下落を測る指数は様々なものがあるが、もっとも身近な物価指数である消費者物価指数は1998年以降下落し

表1 物価（1991～2003年度）

年度	消費者物価指数	国内企業物価指数	GDPデフレーター
1991	2.6	0.5	2.7
1992	2.1	1.0	1.4
1993	1.1	1.8	0.4
1994	0.6	1.4	0.1
1995	0.0	1.1	0.7
1996	0.3	1.4	0.7
1997	2.1	1.0	0.7
1998	0.2	2.1	0.6
1999	0.1	0.8	1.4
2000	0.4	0.6	1.4
2001	0.8	2.4	1.3
2002	0.8	1.6	1.5
2003	0.2	0.5	1.2

注：消費者物価指数は、生鮮食品を除く。  
 出所：消費者物価指数については総務省統計局ホームページ（<http://www.stat.go.jp/>）、国内企業物価指数については日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/>）、GDPデフレーターについては内閣府ホームページ（<http://www.esri.cao.go.jp/>；すべて2005年4月10日に確認）を参照。

ているし、国内市場向けの国内生産品の企業間における取引価格を対象とした物価指数である国内企業物価指数は1990年をはじめから全体的に下落傾向にある。また日本経済全体の売上を示す物価指数であるGDPデフレーターは、1994年以降下落している（表1を参照）。いずれの物価指数をみても1990年後半以降、日本経済はデフレ不況が深刻化していることがわかる。戦後においてこのような長期間にわたるデフレを経験した先進国は、他に存在しない（野口2003：10-13；深尾2001：146）。デフレは次のようなメカニズムによって経済に悪影響を与える。デフレによって商品の価格が低下すると企業の売上高が減少する。このとき賃金も売上高と同じように低下するならば、企業の収益は減少しない。しかし企業は売上が低下したからといって簡単に雇用者の賃金を引き下げることができない（これを「賃金の下方硬直性」という）。したがって商品の価格が低下すると賃金コストが上昇し、企業の収益が減少する。収益が減少した企業は、人件費を節約するために雇用を減少しなければならなくなる。また企業は人件費以外の経費も節約しなければならなくなる。こうして失業者は増加し、企業活動は停滞するのである（岩田2001：156-173；野口2003：6-10）。また失業率の増加や企業活動の停滞は、税収の減少をもたらして財政赤字を拡大させる（岡田2003）。

このようにして経済に悪影響を与えるデフレを克服するために、経済学者・エコノミストから様々な政策提言がなされた。その中でも非常に大きな注目を集めたのは、ポール・クルーグマンが提言したインフレ目標政策 (inflation targeting) である。クルーグマンは1998年5月にオフィシャル・ウェブ・ページ<sup>1)</sup>で公開した「日本がはまった罠」(Krugman 1998a) と題するエッセイにおいて、IS-LMモデルによって日本の不況を分析し、日本が「流動性の罠 (liquidity trap)」に陥っていると診断する。そしてこれを打開するためには、インフレ期待をつくりだすことで実質金利を引き下げることが必要だと主張する。その後「日本がはまった罠」に対する質問に答える形でウェブ・ページに公開した「日本の流動性の罠について：追記」(Krugman 1998b) と、『経済活動に関するブルッキングス論文集』に掲載した「復活であっ！：日本の不況と流動性の罠の逆襲」(Krugman 1998c) において、クルーグマンは、インフレ期待をつくりだすためには「日本銀行が長期的なインフレの目標値を設定する(たとえば4%のインフレ目標政策を15年つづける)ことで、その目標を達成するためにはなんでもする、という意志を表明すればいい」と主張した。

このインフレ目標政策という政策提言は、デフレを克服するための手段として多くの国内外の経済学者・エコノミストからの支持を受けた。たとえば国外では、ジョセフ・スティグリッツ(『日本経済新聞』2002年5月9日付朝刊)、ロバート・マンデル(『日本経済新聞』2001年3月17日付朝刊)、ロバート・ルーカス(2002)といったノーベル経済学賞を受賞した経済学者をはじめとして、ラルス・スベンソン(2001)、ベン・バーナンキ(Bernanke 2000)、アラン・ブラインダー(2000)、オリビエ・ブランシャール(Blanchard 2000)、アダム・ポーゼン(Posen 1998)といった経済学者がインフレ目標政策の導入を主張している。また国内では、岩田規久男(2001; 2003)、伊藤隆敏(2001)、野口旭(2002; 2003)、浜田宏一(『日本経済新聞』2001年8月10日付朝刊)、原田泰(2003)、深尾光洋(2001)といった経済学者が同様の主張をしている<sup>2)</sup>。

もちろんすべての経済学者・エコノミストがインフレ目標政策の導入に賛成しているわけではない。たとえば斎藤精一郎(2001: 208-248)はインフレ期待をつくりだすことが困難であるということからインフレ目標政策の導入に反対しているし、吉川洋(2000)はクルーグマ

ンの分析が日本経済を正しくとらえていないことから導入に反対している。また短期金融市場の1つであるコール市場の現場に身を置いている加藤出(2001)は、ゼロ金利政策や量的緩和政策といった金融緩和政策が短期金融市場の機能低下をもたらしていることからインフレ目標政策の導入に懐疑的である<sup>3)</sup>。しかし経済学者・エコノミストの中でこうした意見は、決して多くはないように思われる。松原隆一郎・東谷暁・宮崎哲弥(2002: 127)の整理によれば、「経済学者の8、9割が金融政策派(いっそうの金融緩和政策に賛成する立場)」であるとされているし、野口旭(2003: 179-180)の整理によれば「金融政策推進派の比率は、少なくともマクロ経済学を専門とする経済学者のなかでは、きわめて高くなる」とされている。こうした整理によればインフレ目標政策の導入に賛成する経済学者・エコノミストの数は、かなり多いことがわかる。

インフレ目標政策の導入を主張しているのは、経済学者・エコノミストだけではない。与党の政治家もインフレ目標政策の導入を主張している。たとえば2002年3月26日に自民党のデフレ対策特命委員会(相沢英之委員長)がインフレ目標政策の導入を提言しているし(『日本経済新聞』2002年2月27日付朝刊; 3月1日付朝刊)、2001年8月に山本幸三、渡辺喜美、舛添要一など26人の自民党有志で発足させた「日銀法改正研究会」もインフレ目標政策の導入を主張している(『日経金融新聞』2001年8月29日付)。そもそも自民党にはインフレ目標政策の導入を推進する「インフレ目標論者」が少なくない」といわれている(『日本経済新聞』2002年12月30日付朝刊)。

また日本銀行にインフレ目標政策の導入を求めているのは、経済学者や政治家といった日本銀行外部のものだけではない。日本銀行内部からも導入を求める意見があった。導入を求めたのは当時日本銀行審議委員であった中原伸之である。中原は1999年2月から2001年3月まで一貫してインフレ目標政策の導入を提言しつづけた(「中原審議委員講演」2001年12月11日<sup>4)</sup>; 中原2002: 148-190)。

このように様々な方面から日本銀行にインフレ目標政策の導入を求める政治的圧力があつた。しかし日本銀行がインフレ目標政策を導入することはなかった。なぜインフレ目標政策は導入されなかったのか。この問いを明らかにすることが本稿の目的である。本稿はアクターの

持つアイデアが政策決定に与える影響に注目するアプローチ<sup>5)</sup>によって、この問いに解答を与える。具体的には、インフレ目標政策が導入されなかったのは、デフレ不況を克服するためには徹底的な金融緩和政策をとるよりも、不良債権問題やバランスシート問題といった金融問題を解決する必要があるというアイデアが、日本銀行内部において共有化されていたからだ、という仮説をたてて、これをデフレ不況下の金融政策をめぐる政治過程を分析することによって実証する。

本稿の構成は、次のとおりである。最初に、では金融政策に関する先行研究を検討し、こうした研究と本稿の仮説との相違点を示す。次に、では金融政策をめぐる政治過程を分析して、本稿の仮説を実証する。最後に、では本稿の議論をまとめる。

## ・ 先行研究の検討と本稿の仮説

インフレ目標政策が導入されなかった原因を明らかにしようとする本格的な研究は、現時点において存在しない。しかし金融政策を説明するための比較政治経済学理論はあるし、インフレ目標政策が導入されなかった原因について一般的に持たれているイメージはある。ここではこれらを次の4つの仮説に整理する。第1に、政権政党の党派性から金融政策を説明する仮説。第2に、中央銀行の独立性から金融政策を説明する仮説である。この2つの仮説は、金融政策を説明する比較政治経済学の代表的な理論である。第3に、日本銀行がデフレを容認していることから金融政策を説明する仮説。第4に、日本銀行が構造改革を重視していることから金融政策を説明する仮説である。この2つの仮説は、インフレ目標政策が導入されなかった原因について一般的に持たれているイメージをまとめたものである。そしてこれらが本稿の事例を分析する上でどのような問題点があるのか、それに対して筆者はどのような仮説によってインフレ目標政策が導入されなかった原因を明らかにしようとしているのかを示す。

### 1. 先行研究の検討

#### (1) 「政権政党の党派性」仮説

最初に、「政権政党の党派性」仮説を検討する。この仮説は、右派政権は失業者の減少よりもインフレの抑制を優先する緊縮的なマクロ経済政策を実行する一方で、

左派政権はインフレの抑制よりも失業者の減少を優先する拡張的なマクロ経済政策を実行するという議論である (Alesina 1987 ; Hibbs 1977)<sup>6)</sup>。この議論によれば、右派政権である自民党は緊縮的な金融政策を選好するので、インフレ目標政策のような極端に拡張的な金融政策は実行されなかった、という説明がなされる。

しかしこの説明には次の問題点がある。第1に、上川龍之進 (2003-2004) が指摘するように、自民党の経済政策は右派、左派といった党派性が明確ではないという点である。上川によれば戦後の自民党政権は、社会民主主義的党派性 (左派) にもとづいて産業基盤整備のための公共投資や人為的低金利政策、財政投融资資金を活用した政府系金融機関による特定産業への資金配分などの金融抑制を実行する一方で、自由主義的党派性 (右派) にもとづいて設備投資、生産計画、新規参入など主要な経済活動は民間のイニシアティブにゆだね、かつ政府財政規模を小さいままに抑えることで、民間設備投資を中心とした高度経済成長を達成した。また1970年代以降のスタグフレーションに際して自民党政権は、1975年の春闘で失業者の減少よりもインフレの抑制を優先する総需要抑制政策を実行し、インフレを収める一方で、1975年の春闘以降は失業者の減少を優先する拡張的な経済政策を実行している。このように自民党政権は、右派とも左派ともいえない「中途半端な党派性」を持っているのである。したがって自民党の党派性が明確でない以上、「政権政党の党派性」仮説を日本に適用することは困難である。

第2に、より本質的な問題として、本稿の事例において自民党がインフレ目標政策の導入を求めているという点がある。「政権政党の党派性」仮説が想定しているように政権政党が金融政策に影響力を行使することができるならば、インフレ目標政策は導入されたはずである。しかし実際には導入されなかった。したがってインフレ目標政策が導入されなかった原因を明らかにするために、他の変数による説明が必要となる。

#### (2) 「中央銀行の独立性」仮説

次に、「中央銀行の独立性」仮説を検討する。この仮説は、中央銀行は物価の安定を政策目標とするため、中央銀行の制度的位置が政治的圧力から独立的であればあるほどインフレが抑制されるという議論である (Alesina, and Summers 1993 ; Cukierman, Webb, and

Neyapti 1993 ; Grilli, Masciandaro, and Tabellini 1991 )。この議論は、中央銀行の独立性という制度変数と物価の安定という利益変数を重視している。中央銀行の独立性が制度変数であることについては、自明のことであり説明する必要はないであろう。一方、物価の安定が利益変数であることについては、少し説明する必要があると考える。そこで少し遠回りになるが、後の議論で大切なポイントになるので、このことについて説明しておこう。

ここでいう利益とは、組織利益、特に広い意味での官僚組織<sup>7)</sup>の利益である。官僚組織の利益については、ウィリアム・ニスカネン (Niskanen 1971) の予算の最大化や、加藤淳子 (1997) の組織権力の拡大など様々あるが、本稿では戸矢哲朗 (2003) が提示した「組織の存続」という定義を参考にして議論を進めていこう。戸矢によれば省庁は、組織を存続させるために「名声の最大化」を追求するという。なぜなら省庁は、高い名声を保つことで、業界や他のアクターに影響力を行使することができるからである。というも仮にある省庁の名声が失墜して弱体化した場合、業界は天下りを受け入れるために必要な金銭的成本を負担してまでその省庁とコネクションを持つとしないであろうし、また与党の政治家は名声が低下した省庁に対して政府内における戦略的なポジションを与えようとはしないであろうからである。したがって「省庁における組織存続とは、政治、経済、社会におけるプレゼンスの維持や高揚」なのである。

この議論を中央銀行に適用すると、次のようにいえる。一般的な中央銀行に対して課されている政策目標は、物価の安定である。したがって中央銀行は、物価の安定を達成することで名声を高めることができる。逆に物価の安定が達成できなければ、中央銀行の名声は失墜し、組織を存続させることが困難になると考えられる。したがって物価の安定を追求することは、中央銀行にとって合理的な選択、すなわち損得計算なのである。以上のことから、物価の安定は利益変数であることがわかる。

それでは「中央銀行の独立性」仮説を本稿の事例に適用すると、どのように説明できるだろうか。この仮説によれば、日本銀行法の改正によって日本銀行の独立性が高まったため<sup>8)</sup>、日本銀行の物価の安定という政策目標に反するインフレ目標政策は導入されなかった、という説明がなされるだろう。

しかしこの説明には次の問題点がある。第1に、インフレ目標政策は物価の安定という政策目標に反するわけ

ではないという点である。このことは多くの国の中央銀行でインフレ目標政策が導入されていることから確認できる。たとえばインフレ目標政策を導入している国は、ニュージーランド、カナダ、イギリス、スウェーデン、イスラエル、オーストラリア、スペインがある (Bernanke, et. al. 1999)。こうした国の中央銀行は、物価の安定を政策目標としていないわけではない。そもそも「インフレ目標政策は、中央銀行が『物価の安定』を具体的に宣言する金融政策のやり方」なのである (高橋 2003 : 211)。

第2に、本稿の事例のように不確実性が高い状況において、利益変数は期待でしかないので、これによってアクターの行動を説明することができないという点である (Goldstein, and Keohane 1993 : 13-17)。アクターが得するためにはどういった選択をすればよいのか明確なときには、利益変数によってアクターの行動を説明することができるだろう。しかしアクターが得するためにはどういった選択をすればよいかわからないときには、利益変数によってアクターの行動を説明することができないのである。中央銀行の金融政策の例でいえば、インフレ下では、中央銀行が得する選択は明確である。それは中央銀行が金融引き締め政策を実行することである。そうすることで物価の安定を達成することができて、中央銀行の名声を高めることができるだろう。しかしながら本稿の事例のようにデフレ下、特に金利がゼロの状態では、中央銀行が得をする選択は明確ではない。たとえばデフレを克服し物価の安定を達成するためには、量的緩和政策を実行することがよい選択かもしれないし、インフレ目標政策を実行することがよい選択かもしれない。またそれ以外の選択があるかもしれない。このように不確実性の高い状況において利益変数は期待でしかなく、どの選択をすることが中央銀行にとって利益になるのか不明確なので、利益変数によってアクターの行動を説明することができないのである。

以上の点から「中央銀行の独立性」仮説では、インフレ目標政策が導入されなかった原因を明らかにすることができないと考える。したがってこれを明らかにするためには、利益変数、制度変数に加えて、不確実性が高い状況においても日本銀行の行動の指針となるような説明変数が必要であると考えられる。本稿では、このような機能をもつ説明変数としてアイデアに注目する。なぜならアイデアは、不確実性が高い状況において、アクターにどのような選択をすればよいのかを教える「因果的信念

（causal beliefs）」だからである（Goldstein, and Keohane 1993：8-11；13-17）。そこで以下では、日本銀行の持つアイデアに注目した「デフレ容認」仮説と、「日本銀行の構造改革重視」仮説を順に検討していく。

### （3）「日本銀行のデフレ容認」仮説

まず「日本銀行のデフレ容認」仮説から検討しよう。この仮説は、日本銀行は金融政策を策定するにあたって、デフレが生じている原因を技術革新や流通革命などによって生産性が上昇していることにもとめる「よいデフレ」論（もしくは「よい物価下落」論）というアイデアに依拠しているため、デフレ防止には消極的であり必要な金融緩和政策を実行しないという議論である（安達 2003：83-86；野口 2002：145-155；2003：107-112）。この議論によれば、日本銀行はデフレを容認しているため、インフレ目標政策といったデフレを克服するために必要な金融政策は実行されなかった、という説明がなされる。

たしかに日本銀行首脳がデフレを容認しているような発言をしていることは事実である。たとえば当時日本銀行総裁であった速水優は、「技術革新によるコストの低下が持続するような場合には、景気が順調に回復していく限り、統計上のインフレ率がマイナスだからと、これを『デフレ』とみなすのは不適當です」と述べているし（「速水総裁講演」2000年3月21日；速水 2004：162-163）当時副総裁であった藤原作弥は、「流通革命やIT分野での技術革新といった要因は、物価を押し下げる方向で作用している可能性が大きいとみられます。しかし、こうした要因による物価下落は、それが企業収益の拡大や経済活動の活性化を伴っているのなら、必ずしも『デフレ懸念』を示すものとみる必要はありません」と述べている（「藤原副総裁講演」2000年6月22日）。こうした発言によれば日本銀行は、デフレを容認しているようにみえる。

しかしこの説明には次の問題点がある。第1に、日本銀行は一貫してデフレを容認しているわけではないという点である。日本銀行首脳が上述のようなデフレを容認しているかのような発言をしたのは、日本銀行がゼロ金利政策の解除に向けて動きだした2000年3月から11月にかけてである。すなわち日本銀行首脳は、ゼロ金利政策を解除するための戦略として「よいデフレ」論を利用しただけであり、一貫してこれを主張したわけではない。

したがってゼロ金利政策解除の時期以外の金融政策を「日本銀行のデフレ容認」仮説から説明することはできないのである。

第2に、仮に日本銀行がデフレを容認しているからといって、そうした理由によって必要な金融政策が実行されないわけではないという点である。なぜなら日本銀行は、デフレが深刻化してからゼロ金利政策や量的緩和政策といった金融政策を実行しているからである。したがって必要な金融政策が導入されていないわけではなく、インフレ目標政策が導入されていないのである。なぜゼロ金利政策や量的緩和政策が導入されて、インフレ目標政策が導入されなかったのであろうか。インフレ目標政策が導入されなかった原因を明らかにするためには、他の説明が必要とされるのである。

### （4）「日本銀行の構造改革重視」仮説

最後に、「日本銀行の構造改革重視」仮説を検討する。この仮説は、日本銀行が構造改革というアイデアを重視していることに注目する議論である。たとえばアダム・ポーゼン（Posen 2000）は、構造改革という日本銀行のアイデアによって、バブル期以降に十分な金融緩和政策が実行されなかったことを論じている。すなわちこれは、金融緩和政策が銀行や企業のリストラを先送りさせて非効率な銀行や企業を存続させてしまう恐れがあるため、構造改革を進めるためには非効率な銀行や企業がリストラしなければならない程度の金融政策を実行しなければならないと日本銀行が考えていたために、十分な金融緩和政策が実行されなかったという議論である。すなわちポーゼンは、ヨゼフ・シュンペーターのいう「創造的破壊」が日本銀行の行動のインセンティブになっていることを指摘しているのである。

たしかに日本銀行首脳は、ゼロ金利政策が構造改革を阻害する可能性があることを主張している。たとえば速水は、ゼロ金利政策が「金融機関にとっても、企業にとってもそうであるが、1つのモラル・ハザードのようなものになって、資金は極めて低いコストでいつでも調達できるから、無理してリスクを伴う構造改革などに手を出さないでも何とか経営していけるんだという安心感から、今最も必要とする構造改革などを先延ばししていくというようなことになりはしないであろうか」と述べているし（「速水総裁記者会見要旨」2000年4月12日）、当時副総裁であった山口泰も、ゼロ金利政策が「多額の

債務を抱える経済主体に対し、貸入れや流動性リスクに対する警戒感を弱めることを通じて、構造改革を遅らせる面がないとは言えないと思います」と述べている(「山口副総裁講演」2000年8月4日)。

しかしこの議論には次の問題点がある。すなわち日本銀行は、一貫して金融緩和政策が構造改革を阻害すると主張しているのではないという点である。上述のようにゼロ金利政策が構造改革を阻害する可能性があるとして日本銀行首脳が発言したのは、日本銀行がゼロ金利政策の解除前の2000年8月までである。すなわち「よいデフレ」論と同じくゼロ金利政策を解除するための戦略として「ゼロ金利による構造改革阻害 = モラル・ハザード」論を利用しただけであり、これを一貫して主張したわけではない<sup>9)</sup>。したがってゼロ金利政策解除の時期以外の金融政策を「日本銀行の構造改革重視」仮説から説明することはできないのである。また、そもそも日本銀行首脳のこうした発言は、金融緩和政策が構造改革を阻害する可能性があるということを指摘しただけであり、それほど強く主張したわけではない。したがってこうした考えが日本銀行首脳の理念となっていたかどうかは疑問である。

しかし一方で筆者は、日本銀行が持つ構造改革というアイデアが重要であるという知見には注目する必要があると考える。日本銀行関係者の構造改革の必要性に関する発言は非常に多い(たとえば安達 2003 : 74-94 ; 野口 2003 : 103-122 を参照)。したがって構造改革というアイデアが日本銀行の行動の指針となっている可能性は、非常に高いと考えられる。しかし本稿の関心に引き寄せて考えると、次の疑問点が浮上する。すなわち日本銀行が構造改革を重視していると、なぜインフレ目標政策は導入されないのかという点である。そこで本稿は、構造改革を日本銀行の金融政策と深い関わりを持つ金融問題に限定してこの疑問を考えていく。

## 2. 本稿の仮説：「日本銀行の金融問題重視」仮説

以上の先行研究に対する本稿の仮説は、「日本銀行の金融問題重視」仮説である。具体的には、デフレを克服するためには徹底的な金融緩和政策をとるよりも、不良債権問題やバランスシート問題といった金融問題を解決する必要があるというアイデアが、日本銀行内部において共有化されていた結果、インフレ目標政策が導入されなかった、というものである。このように考えることによって、先行研究の検討で指摘してきた問題点を解決するこ

とができると考える。

金融政策の波及経路には、理論的には2つの経路が考えられる。第1は、「マネタリー・チャンネル」(もしくは「マネタリー・ビュー」)である。これはIS-LMモデルにみられるように、金融政策が実体経済に波及する経路において、金利やマネーサプライといった貨幣を重視する考え方である。第2は、「クレジット・チャンネル」(もしくは「クレジット・ビュー」)である。これは金融政策が実体経済に波及する経路において、銀行貸出といった信用を重視する考え方である。

「マネタリー・チャンネル」は銀行貸出を外生変数としているので、この考えによれば金融問題が生じて金融政策の波及経路に問題はないとされる。しかし「クレジット・チャンネル」によれば、金融問題が生じると金融政策の波及経路が収縮するので金融政策の効果が失われてしまう。こうした現象が1990年代以降の日本経済で生じていたことは、いくつかの実証研究で確認することができる。たとえば小川一夫(2003)は、1990年代に不良債権問題が生じることによって金融政策の波及経路が遮断されたため、金融政策の効果が失われたことを論じている。また小林慶一郎と加藤創太(2001)は、「追い貸し」の蔓延が企業の疑心暗鬼を深めることで、企業間の信頼醸成を困難にして企業間取引を収縮させてしまう「デット・ディスオーガニゼーション」という「バランスシートの罠」に日本経済が陥っていることを論じている。そしてこの構造的原因がある限り、ケインズ型総需要管理政策は全く有効性を持ちえない可能性があることを論じている。こうした研究によれば、不良債権問題やバランスシート問題といった金融問題の解決が何よりも優先順位の高い政策課題となる<sup>10)</sup>。

日本銀行は、こうした研究と同様に「クレジット・チャンネル」に依拠しつつ金融政策を実行していたため、金融問題を重視していたと考えられる。しかし日本銀行が金融問題を重視しているからといって、日本銀行は金融問題の解決に直接携わることができる機関ではない。金融問題の解決に直接携わるのは金融庁である。それでは日本銀行が金融問題を重視するアイデアを持っていると、金融政策の運営はどのように左右されるのだろうか。

まず日本銀行がこのアイデアを持っていたからといって、ゼロ金利政策や量的緩和政策といった金融緩和政策の実行を制約することはないと考えられる。なぜなら経済停滞下において、企業や銀行を金融緩和政策で支える

ことは必要な政策だからである。実際にバブルの崩壊以降、日本銀行は金融緩和政策を実行してきた。ただしインフレ目標政策だけは別であると考ええる。なぜなら日本銀行は、金融問題によって銀行信用が低下して金融政策の効果がなくなっているのに、インフレ目標を達成できるわけがないと考えるからである。仮にインフレ目標政策を導入したとしても、それが達成できない場合、日本銀行のプレゼンスは大きく低下することになってしまう。したがって金融問題を重視する日本銀行にとって、インフレ目標政策の導入だけは到底受け入れることができない政策なのである。

この説明は端的にいえば、インフレ目標政策を導入すると日本銀行の名声を下げってしまう、すなわち日本銀行が損をしてしまうので、インフレ目標政策が導入されなかったということであるため、一見するとアイデアよりも利益の方が重要な説明変数であるかのように見える。しかしながらこの利益自体は、アイデアによって規定されていることに注意する必要がある。すなわち徹底的な金融緩和政策を実行することでデフレ不況を克服できるというアイデアを日本銀行が持っている場合と、徹底的な金融緩和政策を実行するよりもまず金融問題を解決する必要があるというアイデアを日本銀行が持っている場合では、日本銀行にとっての組織利益が異なるのである。このことは金融問題を重視している速水の考える日本銀行の組織利益と、金融緩和政策を重視している中原伸之が考える日本銀行の組織利益を比較するとわかりやすい。速水の考えに立てば、インフレ目標政策を導入することは、日本銀行にとって不利益となる。なぜなら金融問題によって金融政策の効果が失われているので、日本銀行はインフレ目標を達成できず、名声を下げってしまうからである。しかし逆に中原の考えに立てば、インフレ目標政策を導入することは、日本銀行にとって利益となる。なぜならインフレ目標政策を導入してデフレを克服することができるのであれば、日本銀行の名声を高めることができるからである。要するに、ここでの「組織存続＝名声の最大化」という利益変数は分析のための便宜上の前提、もしくはコントロール変数なのであって、アクターの行動を説明する重要な変数はアクターの持つアイデアなのである。

それでは金融問題を重視するアイデアは、日本銀行の金融政策の決定にどのようにして影響するのだろうか。アイデアはアクター、特に最終的政策決定権を持つアク

ターに「共有化された信念 (shared beliefs)」となることによって政策決定に影響すると考えられる (Goldstein, and Keohane, eds. 1993)。金融政策に関して最終的政策決定権を持つアクターは日本銀行であり、その中でも最高意思決定機関である政策委員会<sup>11)</sup>が重要である。したがって金融問題を重視するアイデアが政策委員会で共有化されているかどうかには分析の焦点はあてられる。

## 事例分析

ここでは最初に、日本銀行政策委員会において、金融問題を重視するアイデアが共有化されていたことを、政策委員会メンバーの発言から確認していく。次に、ゼロ金利政策や量的緩和政策は導入されたが、インフレ目標政策は導入されなかったことを、金融政策の展開をたどることで確認する<sup>12)</sup>。これらを確認するにあたってここでは、速水が日本銀行総裁に就任していた1998年4月から2003年1月までのおよそ5年間の時期を対象とする<sup>13)</sup>。なぜならこの時期が、デフレ不況が最も深刻であった時期であるし(表1を参照)、日本銀行に対してインフレ目標政策導入の圧力がかった時期だからである。

### 1. 日本銀行政策委員会のアイデア

#### (1) 執行部のアイデア

最初に、日本銀行執行部(総裁と副総裁)の発言から検討していこう。当時日本銀行総裁であった速水は、金融問題は最重要課題であり、日本経済を再生するためにはまず金融問題を解決する必要があるという考えを持っている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「バランスシート問題を抱えた経済は、不良資産の処理が完了するまでの期間、自律的な活力がなかなか生まれてこないことになります。経済の健全な発展のためには、民間部門によるリスク・テイクが欠かせません。そうした健全なリスク・テイクが行われるためには、まず、不良債権問題を克服し、バランスシートの健全性を回復させていくことがどうしても必要です」(「速水総裁講演」1998年7月29日)。

そして速水は、金融問題があると金融緩和政策の効果が失われてしまうという考えを持っている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「日本経済が抱える構造問題として、まず最初に挙げなければならないのは、バブル経済とともに膨れ上がった資産や負

表2 日本銀行政策委員会メンバー（1998年4月～2003年1月を中心に）

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
総裁	松下康雄（～1998年3月）	速水優（1998年3月～2003年3月）				福井俊彦（2003年3月～）
副総裁	福井俊彦（～1998年3月）	藤原作弥（1998年3月～2003年3月）			武藤敏郎（2003年3月～）	
	——	山口泰（1998年4月～2003年3月）				岩田一政（2003年3月～）
審議委員	後藤康夫（1995年10月～1999年10月）		——	田谷禎三（1999年12月～2004年12月）		
	武富将（1997年6月～2001年6月）			中原真（2001年6月～2006年6月）		
	——	篠塚英子（1998年4月～2001年3月）		須田美矢子（2001年4月～2006年3月）		
	——	三木利夫（1998年4月～2002年3月）			春英彦（2002年4月～2007年4月）	
	——	中原伸之（1998年4月～2002年3月）			福岡年勝（2002年4月～2007年4月）	
	濃野滋（～1998年4月）	植田和男（1998年4月～2005年4月）				

注：日本銀行政策委員会メンバーの前職は次のとおり。速水優：日商岩井相談役、藤原作弥：時事通信社解説委員顧問、山口泰：日本銀行理事、後藤康夫：農林水産省事務次官、武富将：日本興業銀行常務、篠塚英子：お茶の水女子大学教授、三木利夫：日鐵商事会長、中原伸之：東燃名誉会長、植田和男：東京大学教授、田谷禎三：大和証券常務理事、須田美矢子：学習院大学教授、中原真：東京三菱銀行頭取、春英彦：東京電力副社長、福岡年勝：三井物産顧問。

出所：藤井2004：21-22を参考に筆者が作成。

債の処理がまだ終わっていないという点です。パブルの崩壊とともに、まず強気の経営計画をもとに大きく負債を膨らませた企業の経営破綻が相次ぎ、その中で金融機関の不良債権が増加していきました。そのことは、自己資本の毀損を通じて金融機関のリスク・テイク能力を減退させ、経済の血液とも言うべきお金の流れを滞らせることとなりました」（「速水総裁講演」1999年7月27日）。したがって速水は、金融問題がある中でのインフレ目標政策といった金融緩和政策に対して「国債等の債権を大量に購入することによって、マネタリーベースを増加させることは可能かもしれません。しかし、その場合でも、貸出追加的な低下余地が乏しいもとの、どの程度企業の借入需要が増えるのか、また、金融仲介機能が弱いときに、どの程度金融機関が積極的に貸出を増やすのか、といった点などについて、不確実性が大きいように思われます」と述べているように、一貫して否定的である（「速水総裁講演」1999年6月22日）。

当時副総裁であった藤原も速水と同じく、金融問題を最優先課題としている。このことは、たとえば「日本経済は明らかに苦境にある。そして、その核心は、不良債権問題を背景とした金融システム不安がある」と述べて、そのためには、「早期かつ大規模な公的資金の投入により、金融セクターの資本基盤を強化し、市場の疑念を取り除くことが先決ではないか」と述べているから確認することができる（「藤原副総裁講演」1998年10月22日）。

そしてこの金融問題を含めた構造問題は、金融政策を含めたマクロ経済政策では解決することができないという考えを持っている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「マクロ政策は、主として経

済の需要面に働きかける政策です。これに対し、先程申し上げている構造問題の本質は、金融セクターにせよ、企業セクターにせよ、経済の供給面が弱体化しているということです。『供給面が抱えている問題に対し、マクロ政策が解答を用意することはできない』、大きな整理としては、まずこのことを頭に入れておく必要があると思います」（「藤原副総裁講演」1999年8月30日）。したがって、金融問題を含めた構造問題を解決して、やっと金融緩和政策の効果があらわれるという考えを持っている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「構造調整の先に未来への展望が開けていれば、足許の経済環境が厳しくとも、企業や家計のコンフィデンスは、落ちないはずで、さらに申し上げれば、未来に対する確信が深まるにつれ、企業や家計のコンフィデンスが高まり、投資や消費が回復してくることが期待されましょう。また、そのような環境の下では、中央銀行による金融緩和の累積の効果が、よりはっきりと観察できるようになるはずで」（「藤原副総裁講演」1999年8月30日）。

当事副総裁であった山口も同様に、構造問題として「不良債権問題、すなわち、経済全体としての自己資本の毀損に伴う対応能力の低下」が重要であるとしている（「山口副総裁講演」1999年10月8、9日）。そして金融問題があると金融緩和政策の効果が減少するという考えを持っている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「通常、金融緩和あるいは金利の低下は、金融機関の貸出行動やその背景にある企業の資金調達行動を通じて、影響が浸透していきます。そうした資金の供給と需要の相互作用により、金融緩和効果の現

われ方や、マネーサプライの動きも決まってくるわけです。そこで、金融機関貸出を例にとり、それがどのような要因で決まってくるかを考えますと、大きく整理すれば、三つの要因が考えられます。第1に、貸出を行う金融機関の資金調達面においてコストや量の面で不安はないか、第2に、金融機関の『金融仲介機能』あるいはリスク・テイク能力は十分備わっているか、第3に、金融機関が融資できるような資金需要はあるか、ということです。ゼロ金利政策は、今申し上げた3つの要因のうち、1番目の要因、つまり『流動性』という側面について、量およびコストの両面での不安を解消することに大きく貢献してきました。しかし、いくら流動性の面で制約がなくなっても、他の二つの要因が制約要因として働いていれば、実際にはなかなか金融緩和効果が、前向きな力として浸透してきません」（「山口副総裁講演」1999年10月19日）

以上の検討から日本銀行執行部は、金融問題を重視するアイデアを持っていることが確認できた。次にそれ以外の政策委員会メンバーの発言を、執行部と近いアイデアの審議委員と、執行部と距離のあるアイデアの審議委員に分けて検討していこう。

## （2）執行部と近いアイデアの審議委員

1998年4月から2003年1月までの審議委員で、執行部と近いアイデアを持っていたのは、後藤康審、武富将、三木利夫、須田美矢子、中原真、春英彦、福岡年勝である。彼らが金融問題を重視していることと、金融問題があると金融緩和政策の効果が減少してしまうという考えを持っていることは、たとえば次の発言から確認できる。

「平成不況が何故このように長期化し、なかなか回復しないのでしょうか。まず第1に、バブル時代の負の遺産（不良債権と不良資産）の処理がまだ終わっていないということがあります」（「後藤審議委員講演」1999年6月3日）。「実体経済がどんなに上向いても、それをサポートする金融が疲弊しては、十分な資金供給がなされず、本格的な回復は望み薄です」（「後藤審議委員講演」1998年6月9日）

「90年代の日本経済は、従来とは異なり、マクロ財政金融政策に対して余り反応しなくなって久しい。・・・それでは何故そうしたことになったのか。・・・戦後経済の総決算とも言うべき構造調整圧力が存在しているからではないか、と思う。・・・もし、

戦後経済の総決算というような問題が経済の奥深くに潜んでいるとすると、その問題の性格・本質からして、総需要管理型のマクロ財政金融政策によって全てを解決出来るとは必ずしも言えないのではないだろうか。・・・構造問題を・・・敢えて整理すれば、（1）収益構造の抜本的な建て直しの必要性、（2）バランスシート問題、（3）二極分化という形に要約できる」（「武富審議委員講演」1999年6月4日）

「わが国経済は、こうした一連の財政措置、金融緩和にもかかわらず、なかなか明るい兆しがみえてまいりません。最大の原因は、（1）わが国経済が、バブル経済を契機に、過剰設備、過剰雇用、過剰債務という、いわゆる三つの大きな構造調整問題を抱えてしまったこと、・・・であります。・・・『銀行の手許にノーリスク・ノーリターン準備預金（安全資産）がジャブジャブに余っていれば、銀行は収益拡大のため、収益性の高い貸出や株式といったリスク資産を高めるポートフォリオ構成にするはずである』という考えもあります。この意見は『リスク資産を増やすか否かは安全資産とのバランスで決まる』という資産選択理論が前提にあるかと思いますが、実務における実際の銀行の行動原理は『リスク資産を増やすか否かは、金利ゼロの下にあっても準備預金との間のバランスではなく、あくまで自己資本との間のバランスで決まる』という理解ではないでしょうか」（「三木審議委員講演」1999年5月28日）

「現時点では、こうした金融緩和の効果が、金融システムの外側にいる企業や家計にまで十分に浸透し、前向きな投資や消費活動に結びついて行くことを展望することは難しい状況です。・・・私は、今日、日本経済が直面している金融面の問題は、金融市場に資金が足りないことではなく、むしろ、短期金融市場の中で、あるいは、短期金融市場と他の市場、例えば株式市場や貸出市場などとの間で、資金が必ずしもうまく配分されていないことではないか、と考えています」（「須田審議委員講演」2001年11月5日）

「金融政策の有効性を高める二つ目の条件として、銀行が早期に不良債権の処理や収益性向上などの課題を解決して、金融仲介機能を回復することがあげられます」（「中原真審議委員講演」2001年11月22日）

「（1）家計がリストラや新卒の就職難、年金の不安などから消費に慎重だったこと、（2）企業が過剰債務、過剰雇用、過剰設備の中で債務の返済を優先させ設備投

資に慎重であったこと、(3) 金融機関が不良債権処理や自己資本比率規制、さらには地価下落に伴う借手の担保不足などから貸出に慎重であったことなど、それぞれの主体としては合理的な行動が結果として、金融政策の効果を限定的なものとしたと考えます」(「春審議委員講演」2003年12月4日)。

「マネタリーベースを伸ばしてもなかなかマネーサプライに繋がらない、貸出に繋がらないということ これについては総裁が何度もいろいろな場で、皆さんとの会見でも言っているが、そういう観点で、つまり、金融政策が効果を発揮するためという観点からみれば、不良債権の問題は、日銀にとって考査以上に関心のあるアイテムであると思う」(「福間審議委員記者会見要旨」2002年10月24日)。

こうした彼らの考えは、執行部と非常に近いものであることがわかる。

### (3) 執行部と距離のあるアイデアの審議委員

1998年4月から2003年1月までの審議委員で、執行部と距離のあるアイデアを持っていたのは、中原伸之、篠塚英子、植田和男、田谷禎三である。先に述べたとおり中原はインフレ目標政策論者であることからわかるように、徹底的な金融緩和政策を実行することでデフレを克服することができるという考えを持っているし、篠塚は年金生活者や預金者といった生活者の視点から金融緩和政策には絶対反対という考えを持っていた。

これに対して、この二人ほどではないが、金融問題のとりえ方で執行部と多少距離があるのは植田である。植田は、経済が立ち直ることで不良債権問題が解決すると考えている。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「不良債権問題であるが、この問題の解決は、経済を立ち直らせるためには望ましい対応のひとつである、ということ否定する人は少ないと思う。私個人の考えでは、不良債権問題だけをきちんと処理しても、経済は完璧には立ち直らない。・・・やはり色々なデータから読み取れる因果関係としては、経済が立ち直ったから不良債権問題の処理も進んだ、という側面が強いように思われる。したがって、不良債権問題がさらに悪化する、あるいは処理が進まない、というような不安感なるべく早く取り除くための政策は明らかに必要であるが、それだけで経済が中長期的な成長軌道に復帰する、と考えるのはおそらく早計であり、他の側面から実体経済に

立ち直りのきっかけを与えることがやはり必要である。また、その中において不良債権問題の解決もよりスムーズになるという点に注意が必要だ」(「植田審議委員講演」1998年6月29日)。こうした植田の考えは、金融問題を重視している執行部とは多少の距離があると考えられる。

しかしながらこうした植田の考えも、量的緩和政策を導入しても全く効果が得られない現状を目のあたりにしてか、金融問題があると金融緩和政策の効果が減少するという考えに変化している。このことは、たとえば次の発言から確認することができる。「このセクター(非製造業中堅中小企業)の投資不振の最大の原因はいわゆるバランスシート(以下、B/S)問題である。・・・加えて、いうまでもなく金融機関自身のB/Sも傷ついており、借り手側の問題を別にしても金融仲介能力が弱まっていたわけである。以上のような議論からすれば、金融緩和の景気刺激能力が弱まっている理由は見やすい。通常であれば、低金利に強く反応するようなセクター・需要項目(例えば、非製造業中堅中小企業の設備投資)が、借手・貸手双方のB/S問題、その他の構造問題を背景に弾力性を欠いているということである」(「植田審議委員講演」2002年4月24日)。こうした考えは、執行部とかなり近いものであると考えられる。

最後に田谷の発言を検討しよう。審議委員に就任する以前、大和総研のエコノミストだった田谷は、日本銀行に対して量的緩和政策の導入や、国債買い切りオペの増額を求めていた(小塩 2000: 196-197; 藤井 2004: 136-139)。しかし田谷は審議委員に就任すると、景気が回復していたこともあり、量的緩和政策の導入や国債買い切りオペの増額に対して慎重な姿勢を示した。「量的緩和についての私の考えは、一言でいうと、金融機関の日銀当座預金ないし超過準備を増やすことによってさらなる緩和を行なうことは難しいでしょうが、やってできないことはないだろうと思いますし、何らかの効果を発揮する可能性はあるかもしれませんが、ということです。ただ、そうすることは現在の経済金融情勢の下では適当ではないように思います。・・・結局のところ、現在および近い将来の経済金融情勢がそうしたことを試すべき状況かどうかということになりますが、既に述べた通り、内外の経済金融情勢は改善の方向にあり、そうした状況ではなくなってきたように思います。ただし、状況の急変があり、何らかの手を打たなければならなくなる可能性がゼロでない限り、常に何ができるかは検討を続

けなければならないと考えております」（「田谷審議委員講演」2000年3月1日）。しかし田谷はもともと量的緩和論者であるし、導入の可能性を否定しているわけではないので、執行部のアイデアとは多少の距離があると考えられる。

#### （４）まとめ

以上の検討結果をまとめて、金融問題を重視するアイデアが、いずれの時期においても政策委員会で共有化されていたことを確認してみよう。政策委員会メンバーの入れ替わりの時期に注目すると、次の5つの時期に分けることができる。第1は、新日本銀行法下において最初に、速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、三木、中原伸之、植田の9名で政策委員会が構成された1998年4月の時期。第2は、後藤に代わって田谷が審議委員に就任した1999年12月の時期。第3は、篠塚に代わって須田が審議委員に就任した2001年4月の時期。第4は、武富に代わって中原眞が審議委員に就任した2001年6月の時期。第5は、三木に代わって春が、中原伸之に代わって福間が審議委員に就任した2002年4月の時期である。

第1の時期において金融問題を重視するアイデアを持っているのは、速水、藤原、山口の執行部3名と後藤、武富、三木の3名、合計6名。第2の時期では、執行部3名と武富、三木の2名、合計5名。第3の時期では、執行部3名と武富、三木、須田の3名、合計6名。第4の時期では、執行部3名と三木、須田、中原眞の3名、合計6名である。そして第5の時期では、執行部3名と須田、中原眞、春、福間に、この時期に金融問題を重視するアイデアへと変化した植田を加えた5名の合計8名である。この検討結果から、いずれの時期においても政策委員会メンバーの過半数が、金融問題を重視するアイデアを持っていたことがわかる。

政策委員会では、金融政策を多数決で決定する。したがって、いずれの時期においても政策委員会の過半数が金融問題を重視するアイデアを持っていたということは、このアイデアが政策委員会において共有化されていたといえる。

それでは次に、政策委員会で金融問題を重視するアイデアが共有化されていた結果、インフレ目標政策が導入されなかったことを、金融政策の展開をたどることで確認していこう。

## ２．金融政策の展開

### （１）ゼロ金利政策の導入：1998年4月～2000年2月

1997年5月のタイからはじまったアジア通貨危機の発生と、1997年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行といった大型金融機関の連続経営破綻による金融危機の発生は、日本の景気を一気に悪化させた。さらには1998年8月に表面化したロシア金融危機の発生が、世界的に金融不安や株価の下落をもたらすことで、日本の景気の悪化に拍車をかけた。こうした先行き不透明な経済状況に対して日本銀行は、9月9日に無担保コールレートを0.25%引き下げ、0.25%に誘導することを決定する。

その後、1998年11月に大蔵省が資産運用部による国債の市中買い入れの停止を宣言すると、国債の需給バランス悪化の懸念から長期金利が上昇し、政治家やアメリカから日本銀行に対して国債引き受けや国債買い切りオペの増額の要請がなされた。これに対して日本銀行は、1999年2月12日に無担保コールレートを0.1%引き下げ、0.15%以下を目指すことを決定し、ゼロ金利政策を導入した。このゼロ金利政策は、「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」続けられることとなった。

この時期は日本銀行に対するインフレ目標政策導入の圧力があまりなかった時期である。しかし導入の提案がまったくなかったわけではない。たとえば日本銀行内部から当時審議委員であった中原伸之が、1998年11月27日に物価目標付きで無担保コールレートを0.15%程度に引き下げることを提案、12月15日に物価目標付きで無担保コールレートを0.10%程度に引き下げることを提案、1999年2月25日に物価目標付きで（銀行が日本銀行に積み立てる）超過準備を5000億程度増額してマネタリーベースの前年度比を10%増まで誘導することを提案（これ以降2001年3月19日まで、物価目標付き量の緩和政策を提案）しているし、政策決定会合において、ある審議委員がインフレ目標政策の導入の検討を提案している（藤井2004：92-93）。しかし日本銀行政策委員会は、こうした提案を否決してインフレ目標政策を導入しなかったのである。

### （２）ゼロ金利政策の解除：2000年3月～2000年11月

1999年2月のゼロ金利政策導入以降、小淵内閣による財政拡張政策とアメリカのIT景気を背景にして、日本の景気は徐々に回復していった。しかしこのような景

気回復期においても、デフレは止まらなかった。しかし国内の景気が徐々に回復しているのをみて日本銀行は、2000年3月ごろからゼロ金利解除に向けて動き出す。このとき日本銀行は、ゼロ金利政策解除を正当化するために「よいデフレ」論、「ダム」論、「ゼロ金利による構造改革阻害 = モラル・ハザード」論という3つの論理を用いる。そして2000年8月11日に、政府が提出した議決延期請求<sup>14)</sup>を棄却して、無担保コールレートを0.1%引き上げ、0.25%に誘導することを決定し、ゼロ金利政策を解除した。

### (3) 量的緩和政策の導入：2000年12月～2003年1月

2001年のはじめにアメリカのITバブルが崩壊したことによって、日本の景気は再び悪化する。そして3月の決算期を迎えるにあたって、「3月危機」が取沙汰されるようになった。こうした経済状況に対して日本銀行は、次々と金融政策を実行していく。最初に、2001年2月9日にロンバート型貸出制度<sup>15)</sup>を導入して5%だった公定歩合を0.15%引き下げ、0.35%にすることを決定し、2月28日に無担保コールレートを0.1%引き下げ、0.25%に誘導することを決定する。次に、3月1日に公定歩合を0.1%引き下げ、0.25%にすることを決定する。そして、3月19日に金融調節方式を無担保コールレートから日本銀行当座預金残高に変更し、その目標を5兆円とすることを決定する。量的緩和政策の導入である。この量的緩和政策は、「消費者物価指数の上昇率が安定的にゼロ以上になるまで続ける」こととなった。

しかしこうした金融緩和政策を実行したにもかかわらず、その後も景気の悪化は止まらなかった。こうした状況に対して山崎拓自民党幹事長、麻生太郎自民党政調会長、竹中平蔵経済財政担当大臣（いずれも当時）といった政治家が、次々と日本銀行に追加金融緩和を要求する。また8月9日に、インフレ目標政策の導入を推進する「日銀法改正研究会」が初会合を開いた。そして株価は急落しつづけて、ついに8月13日には日経平均株価がバブル後の最安値を更新する。こうした状況に対して日本銀行は8月14日に日本銀行当座預金残高目標を6兆円に引き上げることと、国債買い切り額オペを月額4000億円から6000億円に引き上げることとを決定する。

しかしその後も景気はますます悪化する。9月11日にアメリカで同時多発テロが発生したことや、11月にアメリカ大手エネルギー会社エンロンが経営破綻したこ

とが、景気の悪化に拍車をかけた。こうした経済状況に対して日本銀行は、12月19日に日本銀行当座預金残高目標を10-15兆円に引き上げることと、国債買い切り額オペを月額6000億円から8000億円に引き上げることとを決定する。

このように景気の悪化がつづく中、2002年3月に再び「3月危機」が取沙汰されるようになる。こうした経済状況に対して政府は、2月に総合デフレ対策をまとめる。これをまとめるにあたって当時財務大臣であった塩川正十郎は、国債買い切りオペを月額8000円から1兆円に増額するように日本銀行に要求する。それを受けて日本銀行は、2002年2月28日に国債買い切り額オペを月額1兆円に引き上げることとを決定する。

その後、輸出に支えられて景気の悪化はいったん止まるものの、9月の決算期を迎えるにあたって、「9月危機」が取沙汰されるようになる。この影響で銀行株を中心とした株価が急落する。こうした経済状況に対して政府は総合デフレ対策をまとめることを決定する。こうした状況の中、日本銀行は9月18日に銀行保有株買い入れを決定する。これは銀行の自己資本の減少を防ぐことと、政府の不良債権処理を加速させることがねらいであった。そして10月30日に政府は、総合デフレ対策をまとめる。同日に日本銀行は、日本銀行当座預金残高目標を15-20兆円に引き上げることと、国債買い切り額オペを月額1兆2000億円に引き上げることとを決定する。

### (4) まとめ

以上の検討によって、日本銀行が政治的圧力や景気の悪化に対して、ゼロ金利政策の導入、量的緩和政策の導入、拡大、国債買い切りオペの増額といった政策を実行していく一方で、インフレ目標政策を導入しなかったことを確認することができた。金融問題を重視するアイデアが共有化されている日本銀行にとって、インフレ目標政策の導入は組織利益を損ねてしまうことになるため、絶対に受け入れることができない選択なのである。しかしながらデフレの深刻化や景気の悪化に対して、何もしないということも組織利益を損ねてしまうことになってしまう。そこで日本銀行は、ゼロ金利政策の導入、量的緩和政策の導入、拡大、国債買い切りオペの増額といった政策を実行していくことで、組織利益を損ねないような戦略をとったのである。

## ・ 結 論

以上の分析によって、インフレ目標政策が導入されなかった原因が明らかになった。金融政策に関して最終的政策決定権を持つのは、日本銀行政策委員会である。この政策委員会メンバーの多くが、デフレ不況を克服するためには徹底的な金融緩和政策を実行するよりも、まず不良債権問題やバランスシート問題といった金融問題を解決する必要があるというアイデアを持っていた。なぜなら金融政策は銀行貸出を通じて波及すると考えられるため、金融問題によって銀行信用が低下していると、金融緩和政策の効果が減少してしまうからである。このアイデアによれば、インフレ目標政策を導入すると、日本銀行の組織利益を損ねてしまうことになると考えられる。なぜなら金融緩和政策の効果が減少しているのに、インフレ目標を設定しても、この目標が達成できず、日本銀行の名声を下げってしまうからである。したがってインフレ目標政策は導入されなかったのである。

この結論には、次のポイントがある。すなわち説明変数としてのアイデアの重要性である。本稿が分析してきた時期の日本銀行政策委員会において、金融問題を重視するアイデアが一貫して影響力を持っていた。このアイデアは、「組織存続 = 名声の最大化」という日本銀行の組織利益を規定することで金融政策を方向付けたのである。

最後に、本稿の分析で得られた知見と今後の研究課題をまとめておく。第1に、ある政策提言が受容される条件が明らかになった。ある政策提言が受容されるか、されないかは、政策決定権のあるアクターの持つアイデアとそれに規定される利益によって左右されるということである。すなわち本稿の事例分析によれば、ゼロ金利政策や量的緩和政策が導入されたのは、金融問題を重視するアイデアを持つ日本銀行にとって、不利益とならなかったからである。一方で、インフレ目標政策が導入されなかったのは、日本銀行にとって、不利益となるからである。

第2に、1990年代後半から2000年代前半にかけての日本銀行の機関哲学が明らかになった。真淵勝（1989）によれば、機関哲学とは「ある行政機関の安定的・持続的政策目標とそれに特徴的な行動様式のセット」である。本稿の分析によれば、日本銀行の機関哲学は次のとおりである。すなわち日本銀行の政策目標は、物価の安定である。そしてこれを追求する際の特徴的な態度は、「マ

ネタリー・チャンネル」ではなく「クレジット・チャンネル」を重視しつつ金融政策を運営していくということである。

ただしこうした知見については、あくまで1つの事例分析によるものであるため、不確かなものであると考えられる。したがってこうした知見を確かなものにしていくためには、多くの事例分析を行っていく必要があると考える。これについては、今後の課題である。筆者としては、金融政策の政治過程の分析を数多く行っていくことで、こうした知見を確かなものにしていきたいと考えている。

## 注

- 1) URLは次のとおり。http://web.mit.edu/krugman/www/（2005年4月10日確認）
- 2) クルグマンの主張と彼らの主張は、インフレ目標の設定値や達成期間などに違いがある。しかしクルグマン論文のエッセンスであるインフレ期待というチャンネルを通じて実質金利を下げるという点は、同じである。したがってここではクルグマンの主張が彼らによって支持されているとみなす。
- 3) 本稿はデフレ不況下の金融政策をめぐる政治過程を分析することに興味があるので、この経済政策論争や政策提言そのものについての検討は行わない。この経済政策論争については、岩田編 2000；小宮・日本経済研究センター編 2002；日本銀行金融研究所他編著 2001；深尾・吉川編 2000；吉川・通商産業研究所編集委員会編著 2000などを参照されたい。またこの経済政策論争を整理したものとして、田中・野口・若田 2003；東谷 2003；松原・東谷・宮崎 2002などを参照されたい。
- 4) 日本銀行の総裁、副総裁、審議委員の会見、講演は、日本銀行ホームページ（http://www.boj.or.jp/；すべて2005年6月7日確認）を参照した。
- 5) これを「アイデア・アプローチ (idea-oriented approaches)」という (Hall 1997: 183-186)。このアプローチの代表的な研究として、Hall ed. 1989；Goldstein, and Keohane, eds. 1993などがある。また政治学におけるアイデアには、世界観や価値観といったレベルから、具体的な政策案や問題解決案のレベルまであるが (北村 2000: 335-337; 377；久保 1997: 7-10)、本稿ではアイデアを経済政策を策定するにあたって依拠される経済学的な理論や考え方に限定して分析に用いる。
- 6) 近年の「政権政党の党派性」仮説は、政権政党の党派性という1つの変数だけで経済政策を説明するのではなく、労働市場の構造 (Boix 2000) や中央銀行の独立性 (Way 2000) といった変数を含めて経済政策を説明している。しかし労働市場の構造は本稿にとって関係のない変数であるし、中央銀行の独立性は「中央銀行の独立性」仮説として後に検討するので、ここでは検討から除外する。

- 7) 中央銀行は厳密な意味での行政官庁ではなく銀行である。しかし上川(2005: 237-249)と同じように、「金融政策の策定において果たしている役割を勘案し、ここでは広い意味での官僚組織とみなして議論を進める。」
- 8) たとえばアレックス・クッカーマン、スティーブン・ウェブ、ピリン・ネヤプティ(Cukierman, Webb, and Neyapti 1993)の研究による旧日本銀行法にもとづいた日本銀行の独立性の測定結果は、0.18(21カ国中19位)と低かった。しかし同様の計測方法によって新日本銀行法にもとづいた日本銀行の独立性を測定したトマス・カーギル、ミッチェル・ハッチソン、伊藤隆敏(Cargill, Hutchison, and Ito 2000: 83-112)の研究の結果によれば、0.39(21カ国中9位)と高くなっている。このことから新日本銀行法における日本銀行の独立性は、旧日本銀行法のときに比べて高くなっていることがわかる。
- 9) 日本銀行はゼロ金利政策を解除するための戦略として「よいデフレ」論、「ゼロ金利による構造改革阻害=モラル・ハザード」論と、もうひとつ「ダム」論を利用した。「ダム」論とは、「企業収益の増加の影響は、直ちに現れるのではなく、貯水されたダムのように、家計所得や個人消費の増加へと徐々に波及する」という考え方である(安達 2003: 83-88; 野口 2003: 107-112)。
- 10) 一方、インフレ目標政策の導入を主張する経済学者は、このようには考えない。たとえば岩田(2003: 29-32)は、銀行貸出が増えなくても、金融政策によってデフレ期待が止まってインフレ期待が形成されると、株価が上昇し増資が活発になるため、企業活動が活発になり生産が拡大すると論じている。
- 11) 政策委員会は、総裁、副総裁2人、審議委員6人の合計9人で構成される。政策委員会には金融政策を決定する金融政策決定会合(毎月1、2回)と、それ以外の事項を決める通常会合(原則火曜日と金曜日に開催)がある(清水 2004: 24)。
- 12) ここでの基本的な事実関係については、特に断りがないかぎり、安達 2003; 小塩 2000; 軽部 2004; 清水 2004; 野口 2003: 103-122; 藤井 2004を参照した。
- 13) この時期の日本銀行政策委員会メンバーについては、表2を参照。
- 14) 議決延期請求権とは、金融政策決定会合に出席する政府代表が金融政策の変更を次回の会合に延期するよう求めることができる権利である。請求が出た場合、その賛否を政策委員会の多数決で決定する。
- 15) ロンパート型貸出制度とは、国債などの担保の範囲内であれば金融機関が公定歩合の金利で日本銀行から自由に借りることができる制度である。正式名称は、「補完型貸付制度」という。
- 2003: 67-108。
- 伊藤隆敏 2001 『インフレ・ターゲティング: 物価安定数値目標政策』日本経済新聞社。
- 岩田規久男 2001 『デフレの経済学』東洋経済新報社。
- 岩田規久男 2003 『金融政策を大転換せよ』岩田編 2003: 13-40。
- 岩田規久男編 2000 『金融政策の論点: 検証・ゼロ金利政策』東洋経済新報社。
- 岩田規久男編 2003 『まずデフレをとめよ』日本経済新聞社。
- 岡田靖 2003 『デフレはどれくらい日本経済を蝕んでいるのか』岩田編 2003: 41-66。
- 小川一夫 2003 『大不況の経済分析: 日本経済長期低迷の解明』日本経済新聞社。
- 小塩隆士 2000 『新・日銀ウオッチング』日本経済新聞社。
- 加藤出 2001 『日銀は死んだのか?: 超金融緩和政策の功罪』日本経済新聞社。
- 加藤淳子 1997 『税制改革と官僚制』東京大学出版会。
- 上川龍之進 2003-2004 『政権政党の党派性と経済政策: 続・比較政治経済学の発展と日本の政治経済(1)・(2)完』『愛媛法学会雑誌』30(1・2): 133-170; 30(3・4): 107-142。
- 上川龍之進 2005 『金融危機の中の大蔵省と日本銀行』村松岐夫編 『平成バブル先送りの研究』東洋経済新報社: 215-276。
- 軽部健介 2004 『ドキュメント ゼロ金利: 日銀VS政府 なぜ対立するのか』岩波書店。
- 北村亘 2000 『機関委任事務制度廃止の政治過程: もう1つの解釈の可能性』『甲南法学』40(3・4): 331-384。
- 久保文明 1997 『現代アメリカ政治と公共の利益: 環境保護をめぐる政治過程』東京大学出版会。
- 小林慶一郎・加藤創太 2001 『日本経済の罨: なぜ日本は長期低迷を抜け出せないのか』日本経済新聞社。
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター編 2002 『金融政策論議の争点: 日銀批判とその反論』日本経済新聞社。
- 斎藤精一郎 2001 『日本経済非常事態宣言』日本経済新聞社。
- 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。
- スヴェンソン, ラルス・E・O 2001 『開放経済下における名目金利非負制約: 流動性の罨を脱出する確実な方法』日本銀行金融研究所他編著 2001: 233-284。
- 高橋洋一 2003 『ゼロ金利下でも有効な金融政策』岩田編 2003: 199-235。
- 田中秀臣・野口旭・若田部昌澄 2003 『エコノミスト・ミシュラン』太田出版。
- 戸矢哲朗(青木昌彦監訳・戸矢理衣奈訳) 2003 『金融ピクパンの政治経済学: 金融と公共政策策定における制度変化』東洋経済新報社。
- 中原伸之 2002 『デフレ下の日本経済と金融政策: 中原伸之・日銀審議委員講演録』東洋経済新報社。

#### 参考文献

安達誠司 2003 『新日銀法下での政策決定と論争地図』岩田編

- 日本銀行金融研究所他編著 2001 『ポスト・バブルの金融政策：1990年代調整期の政策対応とその検証』ダイヤモンド社。
- 野口旭 2002 『経済学を知らないエコノミストたち』日本評論社。
- 野口旭 2003 『経済論戦：いまここにある危機の虚像と実像』日本評論社。
- 速水優 2004 『中央銀行の独立性と金融政策』東洋経済新報社。
- 原田泰 2003 『日本の「大停滞」が終わる日』日本評論者。
- 東谷暁 2003 『エコノミストは信用できるか』文藝春秋（文春新書）。
- 深尾光洋 2001 『日本破綻：デフレと財政インフレを断て』講談社（講談社現代新書）。
- 深尾光洋・吉川洋編 2000 『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社。
- 藤井良広 2004 『縛られた金融政策：検証 日本銀行』日本経済新聞社。
- ブラインダー，アラン 2000 「日本は資産デフレ対策としてインフレ・ターゲティングを導入すべきだ」『週刊エコノミスト』2000年2月8日号：74-77。
- 松原隆一郎・東谷暁・宮崎哲弥 2002 「緊急版 エコノミスト政策提言地図」『諸君！』2002年5月号：126-151。
- 真淵勝 1989 「大蔵省主税局の機関哲学」『レヴァイアサン』4：41-58。
- 吉川洋 2000 「日本経済の現状とマクロ政策」吉川・通商産業研究所編集委員会編著 2000：43-48。
- 吉川洋・通商産業研究所編集委員会編著 2000 『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社。
- ルーカス，ロバート 2002 「景気後退、米は軽症だが日本は深刻」『日経ビジネス』2002年2月11日号：132-133。
- Alesina, Alberto. 1987. "Macroeconomic Policy in a Two-Party as Repeated Game." *Quarterly Journal of Economics* 102: 651-678.
- Alesina, Alberto, and Larry Summers. 1993. "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2): 151-62.
- Bernanke, Ben S. 2000. "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induces Paralysis." In Mikitani, and Posen, eds. 2000: 149-166.
- Bernanke, Ben S., et. al. 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- Blanchard, Olivier. 2000. "Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy." In Mikitani, and Posen, eds. 2000: 185-193.
- Boix, Carles. 2000. "Partisan Governments, the International Economy, and Macroeconomic Policies in Advance Nations, 1960-93." *World Politics* 53: 38-73.
- Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito. 2000. *Financial Policy and Central Banking in Japan*. Cambridge: MIT Press (北村行伸監訳・妹尾美起・谷本和代訳 2002 『金融政策の政治経済学(下)：日本の金融政策と中央銀行制度』東洋経済新報社)。
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti. 1993. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes." *World Bank Economic Review* 6(3): 353-398.
- Goldstein, Judith, and Robert O. Keohane. 1993. "Ideas and Foreign Policy: An Analytical Framework." In Goldstein, and Keohane, eds. 1993: 3-30.
- Goldstein, Judith, and Robert O. Keohane, eds. 1993. *Ideas and Foreign Policy: Beliefs, Institutions, and Political Change*. Ithaca: Cornell University Press.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro, and Guido Tabellini. 1991. "Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries." *Economic Policy* 6(2): 341-392.
- Hibbs, Douglas A., Jr. 1977. "Political Parties and Macroeconomic Policy." *American Political Science Review* 71(4): 1467-1487.
- Hall, Peter A. 1997. "The Role of Interests, Institutions, and Ideas in the Comparative Political Economy of the Industrialized Nations." In Lichbach, Mark Ieving, and Alan S. Zuckerman, eds. *Comparative Politics: Rationality, Culture, and Structure*. Cambridge: Cambridge University Press: 174-207.
- Hall, Peter A., ed. 1989. *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*. Princeton: Princeton University Press.
- Krugman, Paul. 1998a. "Japan's Trap." The Official Paul Krugman Web Page (山形浩生訳 1998 「日本がはまった罠」『クルーグマン教授の経済学入門』メディア・ワークス：339-366)。
- Krugman, Paul. 1998b. "Further Notes on Japan's Liquidity Trap." The Official Paul Krugman Web Page (山形浩生訳 2003 「日本の流動性の罠について：追記」『クルーグマン教授のニッポン 経済入門』春秋社：139-152)。
- Krugman, Paul. 1998c. "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap." *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137-187 (山形浩生訳 2003 「復活だあっ！：日本の不況と流動性の罠の逆襲」『クルーグマン教授のニッポン 経済入門』春秋社：11-114)。
- Posen, Adam S. 1998. *Restoring Japan's Economic Growth*. Washington, D.C.: Institute for International Economics (三原淳雄・土屋安衛訳 1999 『日本経済の再挑戦：成長回復への3つの政策』東洋経済新報社)。
- Posen, Adam S. 2000. "The Political Economy of Deflationary Monetary Policy." In Mikitani, and Posen, eds. 2000: 194-208.
- Mikitani, Ryoichi, and Adam S. Posen, eds. 2000. *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Washington, D.C.: Institute for International Economics (清水啓典監訳 2001 『日本の金融危機：米国の経験と日本への教

訓』東洋經濟新報社).

Niskanen, William A., Jr. 1971. *Bureaucracy and Representative Government*. Chicago: Aldine, Atherton.

Way, Christopher. 2000. "Central Banks, Partisan Politics, and Macroeconomic Outcomes." *Comparative Political Studies* 33(2): 196-224.