



Title	専門知と金融政策（四・完）：公共政策形成における学問知と経験知
Author(s)	上川，龍之進
Citation	阪大法学. 2016, 65(6), p. 25-54
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/75474
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

専門知と金融政策（四・完）

——公共政策形成における学問知と経験知——

上
川
龍
之
進

はじめに

第一章 分析視角

第一節 「専門知」と「世間知」に着目する研究

第二節 「専門知」と「世間知」と「利害」に着目する研究

第三節 「学問知」と「経験知（現場知）」

第四節 金融政策の特殊性と公共政策一般への適用可能性

第二章 専門性・専門知をめぐる先行研究の検討

第一節 テクノクラシー論

第二節 行政機構の専門性への信頼・評判に着目する研究

第三節 行政機構内外における専門知の所在に着目する研究

第四節 専門性と利益の関係に着目する研究（以上、六五卷三号）

第五節 専門性向上を目的とした行政機構の人事システムに着目する研究

第六節 新しい専門知の導入に対する行政機構の制度的遮蔽性に着目する研究

第七節 官僚の執務知識に着目する研究

第八節 小括

第三章 金融政策論争の論点

第一節 長期不況の原因

第二節 マネーサプライ論争（以上、六五卷四号）

第三節 ゼロ金利政策

第四節 非不胎化介入

第五節 為替介入・外債購入

第六節 量的緩和（以上、六五卷五号）

第七節 インフレ数値目標

第八節 異次元緩和と出口政策

結 論（以上、本号）

第三章 金融政策論争の論点

第七節 インフレ数値目標

① インフレ数値目標への賛否

次に、インフレ数値目標政策（インフレーション・ターゲティング）について検討しておこう。まず、その内容について説明しておく。

物価の下落が続くと人々が考えると、企業の設備投資や家計の消費が抑制され、景気が悪化する。というのも、企業の経営者が銀行から融資を受けて設備投資を行う場合、物価が下落（通貨価値は上昇）すると予測すれば、融資を返済するためには、より高い利潤を得なければならないと考えるので、新規投資に消極的になるからである。

また家計についても、今後、物価が下落すると予測する場合、購入したい商品があったとしても、将来、その商品は値下がりすると考えるので、買い控えが起きてしまうからである。

そこでデフレを止めるには、将来、インフレが起きると人々に期待させる必要があるというのが、インフレ・ターゲット理論の主張である。具体的には、中央銀行が一定の物価上昇率（インフレ率）を数値目標として設定し、その目標が実現すると人々に信頼させて、インフレ期待を抱かせる。そうすれば期待インフレ率が上昇し、現実インフレ率も上昇し、実質金利（名目金利からインフレ率を差し引いたもの）は低下するというのである。

この見解に対しては、中央銀行が一定の物価上昇率を実現すると宣言したからといって、経営者や消費者がそれを鵜呑みにして、期待インフレ率が高まることはないという批判がなされる。⁽¹⁾ 日本銀行も、以下の理由から、インフレ数値目標の採用には否定的であった。第一に、インフレ・ターゲットを採用した国は、インフレ率を引き下げるために導入したのであって、デフレ下でインフレ数値目標を導入した国はないという理由である。第二に、インフレ率を引き上げる確かな政策手段がないなかで、インフレ目標を宣言するだけでは、それは信頼を得る政策となり得ず、インフレ期待を引き上げることはできない。そのうえ、そのような実現できない目標を設定することで、日本銀行の金融政策全体に対する信頼を損なうことになるという理由である。⁽²⁾

くわえて日本銀行エコノミストは、二〇〇〇年に公開された論文で、インフレ数値目標の具体的な問題点を次のように挙げている。翁邦雄・白塚重典・藤木裕は、「物価指数の計測誤差やゼロ金利制約をどの程度考慮してターゲット水準をどう設定するか」という問題点、また「リフレ方向のターゲットインフレ率がデイスインフレ方向のターゲットインフレ率と同じようにワークするか未知数であるとか、物価下落には技術革新に伴うよい物価下落もあり、物価変動の中身と無関係に数字だけ追うことの問題点」を挙げ、「実際、著しい構造変化の中で持続的成長と整合性のあ

る物価上昇率をどう定義するかについては、学界・中央銀行サークルのいずれにおても^マコンセンサスは存在しないと考えられる。例えば、インフレーション・ターゲティングの基本的な理論モデルにおいては、経済が自然失業率に一致するような均衡状態でターゲットを設定することが想定されており、調整過程については明確な議論がない⁽³⁾としている。翁邦雄・小田信之も、同様の見解を示す。すなわち、「物価指数の計測誤差やゼロ金利制約をどの程度考慮してターゲット水準をどう設定するか」、「経済構造の変化（学界のインフレーション・ターゲティング・モデルでは経済構造は所与であり、情報技術革新などによる急速な物価下落を伴う著しい構造変化の中で持続的成長と整合性のある物価上昇率をどう定義するかについては、学界・中央銀行サークルのいずれにおいてもコンセンサスは存在しない）」といった問題点を挙げ、これを「技術的論点として割り切る立場をとるか、技術的論点としては割り切れない本質的困難として捉えるかがインフレーション・ターゲティング派とクラシックス派の分岐点になる⁽⁴⁾」としている。

② 数値目標の絶対化と政府介入への警戒心

これに対してインフレ・ターゲティング論者は、デフレは悪いと断言し、先進国では消費者物価指数で年率2%の上昇を目指すことが標準的となっているとする。また、インフレ期待を引き上げるには、もちろん中央銀行がインフレ数値目標を設定するだけではなく、長期国債の買い増しやリスク資産の購入など、伝統的な金融政策の手段としては用いられてこなかった「非伝統的手段」を動員することが必要で、その結果、実際に物価も上昇すると主張する。

この主張に対しては、前節で記した通り、こうした政策手段は、そもそも中央銀行がとるべきではなく、中央銀

行の信託を失わせるという反論がなされた。また、かりに物価の引き上げに成功したとしても、それで実体経済が回復するわけではないといった反論もなされた。⁽⁵⁾

さらに、こうしたリフレ派の議論自体が、日本銀行のインフレ数値目標導入への懸念を高めた。日本銀行は、インフレ数値目標がいったん導入されると、その実現を求める政府の介入が強まり、非伝統的手段を動員するよう強要されることになる懸念したのである。

本来、インフレ・ターゲティングは、「たんに現在のインフレ率を、何が何でも目標値に近づける『原理主義的』なルールではない」。⁽⁶⁾ イギリスやスウェーデンなどのインフレ・ターゲティング採用国でも、実際の運営は伸縮的であり、近年では、短期的な物価安定よりも中期的な物価安定を重視する「フォワード・ルッキング」かつ、実体経済など物価以外の動向にも明示的に配慮する「柔軟」な政策を実施する姿勢を鮮明にしている。⁽⁷⁾

ところが日本のインフレ・ターゲティング論議では、デフレ下で日本銀行が金融緩和を十分に行ってはいないという考えから、日本銀行にインフレ数値目標を採用させ、その実現を強要することで、長期国債の買い増しや、国債の直接引き受け、株式・不動産といったリスク資産の購入など、非伝統的な政策手段を実施させようとする思惑が見え隠れしていた。

このことを翁邦雄・白塚重典・藤木裕は、次のように論じている。かなり長いが引用しておこう。

「わが国においてインフレーション・ターゲティングを実地に導入した場合に、理論的に本来有しているメリットを享受できるかは、導入のタイミングやインフレーション・ターゲティングについての国民的理解に依存する部分が極めて大きい。例えば、景気が一本道で回復すればともかく、足取りがおぼつかない情勢に逆戻りした場合、インフレーション・ターゲティングを導入したがために、『目標至上主義』の風圧をもろに受ける可能性が考えら

れる」。

「調整インフレ論が繰り返し提唱されているわが国においては、一旦、インフレーション・ターゲットイングを採用すれば、期限までに目標インフレ率を達成するためにはいかなる手段も辞さない、というインフレ率目標至上主義への圧力が過度に高まるリスクは否定し難い。既に調整インフレ策の採用を提言しているマス・メディア等からは、インフレーション・ターゲットイングを目標インフレ率達成の不退転の旗印とせよ、というキャンペーンが当然に一層強まるであろうし、そのような性質のものとしてインフレーション・ターゲットイングを解釈しようとするであろう。この場合には、目標未達である限りは『国債引き受けを含め、考え得るあらゆる手段を動員せよ』というブレッシャーが強烈に高まることが考えられる」。

「独立な中央銀行である以上、こうした圧力は跳ね返して毅然として行動すればよい、というのは1つの正論ではあるが、日本銀行は日本国民のものであり、中期的に国民世論と全く対立する政策運営を行うことは困難である。従って、世論がインフレ目標の早期実現に傾いた場合、中長期的なインフレ目標を掲げつつ、景気や雇用などの情勢をみて弾力的に中央銀行が政策運営するという本来のインフレーション・ターゲットイングのメリットを冷静に享受することは極めて困難になり、インフレ目標を掲げたことがかえって政策の柔軟性を失わせるリスクがある」。

「物価は遅行的な指標であること、ゼロ金利を超えた手段の不確実性は極めて大きいことを考えあわせると、日本銀行がインフレーション・フォーキャスト・ターゲットイングを目指そうとしても、結果的に景気の振幅を拡大するリスクが大きい」。

そのうえで、リフレ派の経済学者である伊藤隆敏の議論が引用され、インフレ数値目標がインフレ目標至上主義に変質し、日本銀行が非伝統的手段の採用に追い込まれることへの危惧が示される。伊藤は、「欧米のインフレ

ション・ターゲットイング採用国の事例を挙げ、インフレーション・ターゲットイングが政府からの操作目標独立性を高め、日本銀行の独立性向上に寄与する優れた枠組みであることを主張し、その採用を勧めている。しかし、同時にインフレーション・ターゲットイングの達成が困難な状況では、長期国債オペ、株式オペなどこれまで採用してこなかった手段を使えば設定したインフレ率目標は達成できるはず、というかたちで操作目標の設定にも言及している。」「こうした論理展開をみると、仮に採用時点でのインフレーション・ターゲットイングに目標至上主義の意図がなく、むしろ独立性向上を謳うものであったとしても、その後の経済動向次第でいかに容易にインフレ目標至上主義に変質するかは想像に難くない」。

「こうしてみると、インフレーション・ターゲットイング採用に関しては、これに伴う困難が仮に技術的論点としてある程度割り切れるという目途がたつのか、政策運営の柔軟な枠組みとしてのインフレーション・ターゲットイングという理解が国民と共有できるのか、という2つのハードルをクリアする必要がある、これらの点を見誤るとマインナスの結果をもたらしかねないリスクを内包しているように思われる」⁽⁸⁾。

このように翁らは、インフレ数値目標を設定すると、その実現を強要され、長期国債の買い増しやリスク資産の購入を求められるようになること、さらに政策の柔軟性が失われてしまうことが予測されるとして、そのことへの危惧を示している。

さらに興味深いのは、翁らが、独立した中央銀行といえども、中長期的に国民世論とまったく対立する政策運営を行うことは困難だと主張していることである。中央銀行は、たとえ法制度的に独立性が保障されていようと、その独立性を守るためには、国民世論の支持、もしくは少なくとも、その理解を得られるような金融政策を実施しなければならぬし、政府・与党とも、できるだけ対立を回避しながら金融政策を実施していかなければならない。

民主主義国において中央銀行が、民意や、民意によって選ばれた政権の意向にまったく配慮せずに政策決定を行えるはずはない。このことを日本銀行は、これまでの経験から熟知していたのである。

そのうえ、政府が日本銀行にインフレ数値目標を課し、それが実現できなければ総裁を罷免できるよう、日本銀行法を改正すべきだといった議論もなされていた。日本銀行としては、そうした組織への責任追及を招きかねない代物を採用するわけにはいかなかったのである。

③ バブル経済のトラウマ

日本銀行がインフレ数値目標に反対する理由として、リスク資産の購入を強要されることにくわえて、政策の柔軟性が失われることが挙げられた。日本銀行が政策の柔軟性の確保を重視した背景には、バブル経済の経験があった。

日本銀行は、一九八〇年代後半に円高防止を重視して金融緩和政策を長期間にわたって継続することで、バブルを発生させたと非難された。ところが、一九八六年から八八年にかけて消費者物価上昇率は〇%台で推移している。消費者物価のみを見れば、この時期に利上げを実施しなかったのは当然なのである。それどころか二%のインフレ数値目標が掲げられていたならば、むしろ、さらなる金融緩和が必要とされたことになる。この経験から日本銀行の政策担当者は、物価だけを見ていると判断を誤るのであり、インフレ数値目標は不適切な政策だと考えていたのである。

翁邦雄は、日本銀行内でインフレ数値目標政策が受け入れられなかった事情を次のように論じている。「インフレ目標政策の評価が高まりつつあった一九九〇年代後半から末にかけて、日本では、資産価格バブルの崩壊とその

後遺症に悩まされていく」。「日本では八〇年代にはインフレ目標採用国が九〇年代によく達成していた低インフレ率を達成しており、日本銀行の中には、そうした物価安定の実現だけでは、資産価格バブルの生成に歯止めをかけられなかった——むしろ、資産価格上昇のもとでの物価安定が金融政策を制約した——という思いが強く、インフレ目標に魅力を感じながらも、その枠組みへの懐疑は強かったと思われる」。「インフレ目標政策を採用していれば、デフレ的な物価情勢と資産価格の急騰併存に悩まされてきたバブル生成期には、より強い金融緩和圧力にさらされていたはずだ。それでも、物価安定に特化し資産価格上昇は放置してよいのか。二〇〇七年にはじまる金融危機前においては、インフレ目標政策を推奨する（ベン・引用者注）バーナンキら主流派マクロ経済学者の見解は確信に満ちた『イエス』であった。しかし、資産価格バブルの生成と崩壊、その後の日本経済の弱体化を目の当たりにした筆者は、その確信は共有できなかった⁽⁹⁾」。

バブルの教訓は、日本銀行内で受け継がれた。それゆえ福井総裁は、二〇〇五年秋以降、物価が十分に上昇していないにもかかわらず、バブル発生を懸念して「金利正常化」を進めたのである。

後任の総裁となった白川方明も、インフレ数値目標について、バブルを見逃す危険性があることや、後述するように長期金利が上昇する恐れがあることを危惧し、導入には消極的であった。

例を挙げよう。二〇一〇年一〇月二二日付朝刊に掲載された『朝日新聞』のインタビューで白川は、インフレ目標について、「物価だけをみて経済の大きな不均衡を見逃してしまいかねない欠点がある」と述べている⁽¹⁰⁾。また、二〇一二年二月一四日の金融政策決定会合で、「消費者物価の前年比上昇率で二%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は一%を目途とする」とした「中長期的な物価安定の目途」の導入を決め、「当面、消費者物価の前年比上昇率一%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の

措置により、強力に金融緩和を推進していく」とした際にも、「ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたりリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする」という文言を付け加え、金融政策の柔軟性を確保しようとした。⁽¹⁾ バブルの兆しがあれば、物価上昇率が1%に達しなくても金融緩和を抑えるとの意思表示である。

くわえて日本銀行内には、無理に高い物価上昇率を目指して金融緩和をし過ぎれば、インフレが止まらなくなるという懸念も強かったという。⁽²⁾ これは学問知とも、一九七〇年代にインフレとの闘いを経験したことに基づく経験知とも考えられる。

④ 長期金利の上昇

さらに日本銀行の政策担当者は、長期金利は市場で決まるのであって、中央銀行は長期金利をコントロールできないという考えから、インフレ数値目標政策の導入が、長期金利を上昇させかねないという懸念も抱いていた。リフレ派は、日本銀行が長期国債を購入しさえすれば長期金利は抑えられると考えている。それに対して日本銀行の政策担当者は、第六節第一項で白川の論述を引用して示した通り、長期金利の形成要因として予想物価上昇率やリスク・プレミアムを重視しているがゆえに、そうした懸念を抱いたのである。これは、長期金利がどのようにして決まるのかという学問知に基づく考えである。

翁邦雄・小田信之の論文も、次のように論じている。

「日本に関連した1つの興味深い論点は、調整インフレによる負債デフレ圧力の軽減効果である」。「この論点は、調整インフレを推奨する論者が、名目金利はゼロ以下に下げられないのだから、実質金利を下げるためにはインフ

レ率を上げなければならない、という議論を行っていることにも密接に関連する。問題は、こうした考え方の場合、リスク・プレミアムが変化する可能性が軽視されている点である。中央銀行がインフレ率を人為的に上げようとするれば、インフレのポラティリティも当然に大きくなる。これは、不確実性の増大を通じて、長期金利についてのリスク・プレミアムも大きくする。さらに、インフレ率を無理に上げようとするプロセスで財政規律への信認が疑われれば、国債が格下げになって国債価格は更に低下し、結果的に借換え国債の金利負担の増加が債務残高の実質価値の減少効果を著しく上回ることになるだろう」。

「こうした考え方に対し、インフレーション・ターゲティングを採用すればインフレ率の不確実性に伴うインフレ・リスクを避けられるのではないか、という議論もあり得よう」。だが、「インフレ率を高めようという」のは、「これまで実験されたことのない政策であり」、「デイスインフレ期においてさえ、インフレ率はそう思いどおりに下げられるものではない。まして、無理にインフレ率を上げようとすれば、行き過ぎた緩和が生じ、ターゲットを守るために急ブレーキでこれにストップをかける必要が生じる、といった形で、短期金利および予想インフレ率のポラティリティがともに大きくなると予想される。ポラティリティが大きくなり不確実性が増せば、仮に平均的にインフレ率をインフレーション・ターゲティングの周辺に収め得たとしても、長期金利についてのリスク・プレミアムはやはり大きくなると予想される」。

ここで日本銀行エコノミストは、インフレ率を引き下げることは、それほど簡単ではないと考えている。リフレ派が、インフレ数値目標さえ設定すれば、インフレになったとしても、すぐにそれを抑制することが可能だと考えるのとは対照的である。これは一九七〇年代の経験に基づく考えである。

そのうえで、海外の例が持ち出され、次のような結論が導かれる。「一九七九年一〇月に米国連邦準備制度理事

会はマネーサプライを中心とした金融調節方式を標榜し、短期金利の大きな乱高下を許容した。他方、八〇年代に入って長期金利はインフレ期待を差し引いた実質でも異常な高水準が続いた。この2つの事実から、短期金利の不確実性を高める金融調節が長期金利のリスク・プレミアムを高めてしまったのではないか、との議論が盛んになされた。これらの経験および理論を照らし合わせると、調整インフレにインフレーション・ターゲティングという歯止めをかければ、長期金利はオーバーシュートせず、政府債務をはじめとするバランスシート問題が軽減される、という理解は楽観的にすぎるように思われる⁽¹³⁾。これは海外の経験に学んで得られた教訓だと言える。

白川総裁も、二〇一二年二月一七日に日本記者クラブで講演を行った際に、物価上昇率の目標をアメリカと同じ二%にすべきという指摘がなされたのに対し、「二%の目標は、過去三〇年間なかった状況を掲げることになる。日本は海外より物価上昇率が低く、実態から離れた目標で、（物価と連動する）長期金利が上がりかねない」と反論している⁽¹⁴⁾。

⑤ インフレ数値目標の導入

しかしながら、二〇一二年一月一六日の衆議院総選挙で自民党・公明党が大勝し、リフレ派を政策ブレーンとする安倍晋三が首相に就任したため、日本銀行はインフレ数値目標を導入せざるを得なくなる。安倍に逆らえば、日本銀行法の改正にまで追い込まれる危険性があつたからである。

二〇一三年一月二二日、安倍内閣の下で初めて開催された金融政策決定会合で日本銀行は、「物価安定の目標」を導入し、その目標値を、自民党の選挙公約通り、消費者物価の前年比上昇率二%とすることを決めた。また日本銀行は、金融緩和を推進し、この物価目標をできるだけ早期に実現することを目指すとした。

金融政策決定会合後、日本銀行と政府は共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」を発表した。この共同声明で日本銀行は、「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で二%とする」、「日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これができるだけ早期に実現することを目指す」とした。ただ、「その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」とも付け加えた。白川のパブルへの警戒心は消えていなかったのである。

第八節 異次元緩和と出口政策

① 量的・質的金融緩和の決定

二〇一三年三月に、リフレ派の黒田東彦元財務官が総裁に、岩田規久男が副総裁に就任した。黒田総裁就任後、初めてとなる四月三・四日の金融政策決定会合で日本銀行は、量・質ともに従来とは次元の異なる「量的・質的金融緩和」の実施を決定する。その内容は、以下の通りである。⁽¹⁵⁾

① 金融市場調節の操作目標を、無担保コール翌日物金利からマネタリーベースに変更する（マネタリーベース・コントロールの採用）。今後二年間でマネタリーベースが二倍になるよう、すなわち、年間約六〇兆〜七〇兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う（二〇一二年末実績は一三八兆円で、一三年末に二〇〇兆円、一四年末に二七〇兆円となる見込み）。

② イールドカーブ全体の金利（全期間の金利）低下を促す観点から、長期国債の保有残高が、二〇一二年末の八九兆円から、一四年末には二倍の一九〇兆円になるよう、すなわち、年間約五〇兆円に相当するペースで増加する

よう買い入れを行う（毎月の長期国債のグロス（総額）の買い入れ額は七兆円強の見通し）。また長期国債の買い入れ対象を、四〇年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買い入れる国債の平均残存期間を、現状の三年弱から、国債発行残高の平均並みの七年程度に延長する。

③資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約一兆円、年間約三〇〇億円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。これにより、ETFの保有残高は、二〇一二年末の一・五兆円から一四年末には三・五兆円に、J-REITの保有残高は、二〇一二年末の一・一〇〇億円から一四年末には一七〇〇億円に、それぞれ増加する。なおCP等については、二〇一二年末の保有残高が二・一兆円のところ、一三年末までに二・二兆円まで買い入れ、社債等については、二〇一二年末の保有残高が二・九兆円のところ、一三年末までに三・二兆円まで買い入れ、その後、その残高を維持する。

④二％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

また、量的・質的金融緩和に伴う対応として、「資産買入等の基金」を廃止し、通常の金融市場調節で国債を買い切る「輪番オペ」と統合することと、「銀行券ルール」を一時適用停止とすることも決められた。

② 量的・質的金融緩和の効果

それでは、量的・質的金融緩和は想定通りの効果を発揮したのか。翁邦雄によると、それは疑わしい。確かに株高や円安は実現しているものの、それは量的・質的金融緩和の効果とはいえない。以下、翁の分析を見ておこう。

二〇一二年一月一六日に野田佳彦首相が衆議院を解散し、選挙戦が始まると、次期首相への就任が確実と見られた安倍晋三が、インフレ目標の設定と大胆な金融緩和、そして円高是正を打ち出した。その発言に為替市場が反応して円安が急激に進み、それと連動して株価も高騰した。「安倍氏がその時点で首相であれば、主要国から近隣窮乏化政策として強烈な反発に直面しただろう。しかし、この時点で安倍氏はまだ海外当局が反発しにくい野党党首であった」。「安倍氏は、首相就任が確実とみなされていたために市場には大きな影響力を与え得る一方で、まだ野党党首であるために、国際社会からの反発は小さくて済む、という微妙な時期を極めてうまく使って円安誘導を成功させた」のである。「しかし、もともと先進国において為替レートを明示的・意図的に減価させることは無理筋である」。「政権発足後はレトリック上の軌道修正が図られ、円安誘導論は封印された」。

しかも、「安倍氏にとって幸運なことに、この時期」は、「趨勢的な円高の修正局面の到来と時期的に重なっていた」。第一に、東日本大震災後の原発の稼働停止により、原燃料輸入依存度が高まり、貿易収支の赤字が持続するという予想が定着していた。さらに、これまで円高トレンドをもたらしてきた経常収支の黒字は大幅に縮小し、赤字転落の可能性まで出てきていた。第二に、欧州債務問題への不安心理が大きく後退し、円買いの背景にあった投資家のリスク回避姿勢も後退したため、円への買い圧力が大幅に低下していた。また、翁は指摘していないのだが、アメリカの景気も回復傾向にあった。

こうした理由により、円安は急速に進み、定着したのであって、量的・質的金融緩和が直接に円安をもたらしたわけではないというのである。

また株高については、確かに日本銀行がETFを購入したり、安全資産である国債の金利を押し下げたりして、投資家をリスクの高い資産に誘導していることが寄与している。しかし、それ以上に、円安による輸出企業の収益

好転が大きいというのが、翁の見立てである。

この円安により、日本企業の国際競争力が高まり、輸出数量が増えることが期待された。ところが、予想外に輸出は伸び悩んだ。日本企業の生産拠点の海外移転が進んでいたからであり、逆に輸入が増加して貿易収支の悪化幅が大きくなった。

輸出の伸び悩みにもかかわらず、二〇一三年度前半まで景気は拡大した。これは、アベノミクスの第二の矢とされる拡張的な財政政策によって、景気が下支えされたためである。しかし、「公的需要の寄与度が低下していく中で、二〇一三年第四・四半期にはマイナス成長になり、翌年の第一・四半期は消費税増税の駆け込みでかなりの成長になったものの、その反動で第二・第三・四半期と連続してマイナス成長になる。日本銀行は二〇一四年一〇月に追加緩和を実施するものの、二〇一五年一〇月の消費税増税は見送られることになった。

リフレ派は、インフレ数値目標を設定し、大胆な金融緩和を行えば、人々のインフレ期待が高まり、買い急ぎが起きるため、物価が上昇し、景気は回復すると主張していた。だが、家計の今後五年間の予想物価上昇率は、消費税増税の影響を除いては、ほとんど変化していない。消費者物価は、量的・質的金融緩和の実施直後は確かに上昇した。しかし、これは円安によるもので、輸入依存度が高まっていたパソコンなどの家電製品価格が上昇し、物価を押し上げたに過ぎない。ところが、その後、消費者物価は伸び悩み、二年をめどに二%の物価上昇を達成するとした黒田・岩田の公約は実現されなかったのである。⁽¹⁶⁾

そもそもリフレ派は、インフレ期待が高まると、消費者は買い急ぐとしていた。だが現在では、円高による食料・生活用品の価格上昇に賃上げが追い付かず、かえって消費は落ち込んでいるという指摘がなされている。これは、毎日買い物をする消費者からすれば当たり前の話で、消費者にとって物価の上昇は、リフレ派が消費の落ち込

みの原因と主張している消費税増税と同様の効果を持つように思われる。またリフレ派は、量的・質的金融緩和によるデフレ脱却の効果が出ていないことについて、二〇一四年四月の消費税増税が消費を落ち込ませ、金融緩和の効果を打ち消していると弁明している。しかしながら消費税増税は、黒田が総裁に就任する以前から決まっていたことであり、その効果も見込んで量的・質的緩和は実施されたはずである。⁽¹⁷⁾それゆえ、量的・質的緩和に効果がないうことを消費税増税のせいにするのは不当であり、やはり量的・質的緩和それ自体に効果がなかったと考えるべきなのである。

このように大胆な金融緩和によって円安と資産価格の上昇は実現されたものの、实体经济の改善にはつながっていない。リフレ派の主張が誤っていたことは、現実によって証明されたのである。

③ 財政ファイナンス

なお、拡張的な財政政策が実施され、消費税増税が先送りされたことについては、日本銀行による国債の大量購入が財政規律を失わせているとの見方があり、すでに財政ファイナンスの領域に入っているという見解もある。

財政ファイナンスに関して、リフレ派はリフレ政策の成功例として、高橋財政を挙げる。一九三〇年代初めに高橋は清大蔵大臣が主導して、日本銀行の国債直接引き受けによる積極財政をとり、昭和恐慌からの脱出に成功したというのである。だが日本銀行は、リフレ派とは異なる教訓を高橋財政から得ている。

翁邦雄の見るところ、量的・質的緩和の方が、高橋財政の成功期よりも財政ファイナンスに深入りしている。というのも、「当時、国債市場は現在のように発達しておらず、国債の市中売却では財政支出を迅速かつ円滑にファイナンスすることはできなかった」。そこで「高橋蔵相は、とりあえず日銀に未発達の金融市場を代替する機能を

果たすことを期待し」、「日銀による国債引受を決断した」のである。その後、日本銀行は、「引き受けた国債を徐々に金融機関に売却することで、日銀による財政ファイナンスを回避した」。日本銀行の国債引き受けが始まった一九三二年一月から一九三五年末までの間で、日本銀行の国債引き受け分の九〇％に相当する額の売りオペが実施されたのである。

ところが、一九三四年から一九三五年にかけて、民間金融機関への国債転売がうまくいなくなり、悪性インフレ論が高まった。そこで高橋は国債漸減方針を打ち出し、財政膨張を防ごうとする。しかしながら、二・二六事件で暗殺され、「一時の便法であつたはずの国債引受は恒久的な財政ファイナンスの手段に転化し」てしまったのである。⁽¹⁸⁾

それに対し量的・質的緩和はどうか。加藤出によると、債券市場関係者は、量的・質的緩和が事実上、国債の直接引き受けになっていると見ていたという。「現在、財務省による国債発行の入札の翌日に、日銀はほぼ必ず大規模な国債買入れオペを実施している。全体として金融機関や機関投資家が日本国債を買う意欲は弱くなっているため、証券会社の債券ディーラーは、国債を財務省から購入しても他に転売するあてがなく、翌日、日銀が買ってくれることを前提にして、国債発行の入札に応札している」。「このため、現時点では債券市場参加者の大半は、『今の日銀の国債購入と直接引受は実質的に違いがない』と感じている」というのである。⁽¹⁹⁾

④ 国債市場の動揺

量的・質的緩和の実施後、日本銀行が恐れていた事態が発生した。長期金利の上昇である。

量的・質的緩和が決定された翌日の四月五日午前には、一〇年物国債金利は〇・三二五％となり、二〇一二年一

二月にスイスで記録された〇・三六%を下回る史上最低記録を更新した。ところが同日午後には、一時〇・六二〇%に上昇する。

日本銀行が、国債を売買する市場参加者を呼ぶと、「日銀が大規模緩和で、国債を一度に買う量が多すぎ、不安心理をおおっている」との意見が出された。そこで日本銀行は、購入回数を増やして、一回当たりの購入量を減らすことを決める。四月一八日に、国債買いオペの回数を月六回から八回に増やし、一回当たりの購入額を減らすと表明したのである。これを受け、四月後半には市場は落ち着く。

ところが五月の連休明けに、アメリカの長期金利が景気回復期待から上昇したことを受け、五月一〇日に一〇年物国債金利は、〇・五九〇%から〇・七〇〇%に上昇、一五日には〇・九二〇%に上昇し、二三日には一時一・〇〇%に達した。日本銀行幹部は、「思った通り金利が下がらず正直あせった」という。五月三〇日に日本銀行は、国債買いオペの回数を月八〜一〇回程度に増やすことを表明する。

債券市場参加者からは、「黒田緩和が債券市場を壊した」として、日本銀行批判が噴出する。日本銀行が国債を大量に購入して金利を低下させるとする一方で、二年で二%のインフレ率が実現されるとするならば、それを見込んで金利は上昇することになるはずである。このため債券市場参加者は、金利の方向感をつかめなくなった。また、岩田規久男副総裁の長年の持論を汲んだためか、金融調節の操作目標をマネタリーベースとし、金利を金融調節の操作目標から外してしまったため、金利が不安定化することになった。さらに、日本銀行が国債を買い占めることで、国債市場の流動性が極端に低下した。この結果、まとまった売りが出ると金利は上昇し、これが、さらなる売りを招くことになってしまったのである。実のところ、長期金利が急上昇（国債価格が急落）したのは、金利上昇による評価損の拡大を懸念した銀行が、リスク圧縮のために国債を売却したことが原因であった。⁽²⁰⁾

最終的に金利を落ち着かせたのは、日本銀行幹部から大手銀行首脳への電話であった。「抜け駆けはしないではない。長期的な観点から、国債を売らないでほしい」。六月以降、長期金利はようやく落ち着き始める。⁽²¹⁾

実は国債市場は、「半ば『市場』」とは言い難い、閉鎖的な談合とも呼べるムラ社会が定着していた。だからこそ、安定が保たれ、暴落が起きなかったともいえる。「談合にもさまざまな形がある。例えば、売れ残れば国債暴落のトリガーとされる国債の入札。ここでは『メガバンクと財務省の密な関係』（債券ストラテジスト）が存在し、売れ残りが出にくい仕組みになっている」。「日銀もまた、銀行・証券会社とコミュニケーションを取りながら、『きめ細かい国債買いオペ』（市場関係者）を実施してきた」。「財務省の職人芸的な『国債発行計画』もあって、投資家同士では、決して国債の取り合いになることもなかった」。「特に生保や年金基金、うちちょ銀行といったプレーヤーに限っていえば、安定的に買う量が決まっており、『いわば配給制度に近い』（市場関係者）とやゆされるほど。かくして内輪の需給では決まるのが、日本国債ムラの特徴なのだ」。

債券の場合、「各証券会社が『債券ディーラー』として取引所の代わりを務める」。「各証券会社は、国債を入札で仕入れて在庫として抱え、投資家からの注文に応じる。ディーラーの役目は、どんなに相場が乱高下しても在庫を確保し、その価格変動リスクを管理しながら流通市場で売値・買値を出すことだ」。だが日本では、「流通市場で役目をはたしていない銀行が、発行市場だけでディーラーとして入札に参加している」。「安定消化のために銀行が」、「財務省から優遇されて」おり、「投資家としても巨額の取引を行うメガバンクが、おのずと国債ムラでの存在感を高めてきた」のである。

ところが、日本銀行が国債を大量に買い占めるようになり、「長らく続いてきたムラ社会の均衡」が「突如破壊」されてしまった。市場参加者からは「ボラティリティ（価格の振れ幅）が高過ぎる」という「不満が噴出する」。

ブライマリーディーラー（PD）「各社は、それぞれ取れるリスク量の範囲内でしか在庫を抱えられない。リスク量はボラティリティ（価格の振れ幅）で計算する」。このため、「相場の乱高下」により、「在庫を抱えられないディーラーが続出した」。市場関係者は、「黒田さんはよそ者だから、ムラ社会を理解していなかったんですよ」と語る。

さらに、「PDが財務省から仕入れた国債を、そのまま日銀に渡す取引が常態化しているために、流通市場への供給量が激減している」。「干上がった国債市場では取引が減少しており、商売上がったりのディーラーの撤退も現実味を増す」。実際のところ、「特に『欧州系のディーラーは、本社から日本国債ビジネスで取れるリスクを減らされている』（市場関係者）」といい、体力を弱めている。『そのうち撤退するのでは』との声すら聞こえてくる。このため、「大きな売り買い注文が出れば、『一気に価格が一方向に振れかねない』（市場関係者）」というのである。²³

リフレ派はマクロ経済の観点から、日本銀行が国債を購入し、マネタリーベースを増やしさえすればよいと考える。また、日本銀行が国債を購入しさえすれば、国債価格は暴落せず、長期金利を低位に抑制することが可能と考える。ところが実際には、国債価格を安定させるのは、それほど簡単なことではない。これまで財務省理財局、日本銀行業務局、そして債券市場参加者との協調により、国債価格は安定してきたのである。

日本銀行の実務担当者は、買いオペで札割れを起こさないように、さらに量的・質的緩和後は、国債価格の暴落を引き起こさないように、国債買いオペの方法について、様々な工夫を重ねている。それに失敗すれば、国債暴落が起きかねない。日本銀行の政策担当者は、金融調節の実務に基づく経験知（現場知）から、このような危険性を知っていたからこそ、国債の大量購入には消極的であったと考えられる。²³

⑤ 「出口政策」問題

最後に、今後、物価が上昇してきたときに顕在化する、量的・質的金融緩和のもう一つの副作用について説明しておこう。物価上昇率が2%以上になった場合、日本銀行は物価の安定のために国債の購入をやめ、国債の売却に転じる必要がある。ただそうすると、国債価格が暴落し、政府の国債発行や金融機関の経営に悪影響を与えるため、引き締め政策はとれないのではないか。これが、いわゆる「出口政策」の問題である。以下、翁の解説を見ておこう。物価が2%前後まで上昇すると、長期国債金利は3%台に上昇すると見込まれる。一方、20一五年末には日本銀行の長期国債保有残高は二七〇兆円強になると見込まれる。そこで単純計算すると、二ポイントの長短金利上昇で、平均残存期間七年の日本銀行保有国債の時価は約一四%低下するため、損失は約三八兆円、自己資本の六倍弱に達する。もともと日本銀行は、有価証券の評価基準および評価方法に時価会計を採用していないため、損失はすくなく表面化しない。

さらにインフレに弾みがつくと、2%で物価を安定させるために、日本銀行はゼロ金利解除へと金融政策を転換しなければならなくなる。政策転換の方法としては、以下の三つが考えられる。

「第一の方法は国債の売りオペにより日銀当座預金を吸収し、その貸借金利をゼロ以上に誘導できるようにすることである」。この場合、「日銀の損失が直ちに表面化する」。しかも、「毎年八〇兆円国債保有残高を純増させる買手だった日銀が逆に巨額の売り手に回れば、国債市場は崩壊する」。実は白川が総裁のときに、日本銀行が長期国債の購入に際して、満期まで三年以内のものに限っていたのは、「出口戦略」として、三年程度でバランスシートを小さくできるようにするためであった。ところが、異次元緩和では四〇年物の長期国債まで大量に購入することにしたため、長期国債を売らない限り、日本銀行はバランスシートを急速に小さくすることができなくなっ

まったのである。そのうえ、「日銀当座預金は日銀が買った国債の値段に見合って膨らんでいるが、日銀保有国債の理論価格は1%の金利上昇で7%程度値下がりする」ため、「保有国債を全部売却しても、日銀当座預金の97%を占める超過準備を吸収しきれない可能性がある」。それゆえ、この方法は非現実的だという。

「第二の方法は」、「準備率を操作し金利が付かない所要準備を思い切って引き上げること、超過準備を減らし、金利をゼロ以上の水準に誘導できるようにすることである。この方法では、民間金融機関へ日銀の損失を転嫁するかたちで、日銀の損失が減り国庫納付金も保てるから、国会・一般国民には受け入れやすく、政治的には魅力的である。しかし、これは金融機関への大規模な課税措置で日銀が損失を免れることになり、財政民主主義の観点からは一番問題が大きい」。

「第三の方法は、補完当座預金への付利である。これは、超過準備を巨額に維持したまま、これに対して払う金利を引き上げる。それで政策金利を誘導する、という方法である」。二〇一五年末で日本銀行当座預金は二七〇兆円に達する見込みだが、「その残高を維持し、超過準備分に誘導目標金利を払うことになる」。かりに誘導目標金利が1%とすると、金融機関に長期間にわたって、毎年二・七兆円（日本銀行の自己資本の約四割にあたる）の利払いを続けることになる。「第一の方法と異なり金融市場の混乱を避けられ、第二の方法のような理不尽な課税ではない、ということではもつとも筋がよい対応だが、この場合、長期間、国庫納付金を納める代わりに金融機関に利子を払う、ということになり」、「国民が不公平感を抱くことになりかねず」、「政治的なリスクをはらむ」。

「第二、第三の方法とも、単独では巨額なので、これらを組み合わせ、金融機関への負担と国民への負担に振り分けられることも考えられる。しかし、選挙の洗礼を受けていない中央銀行のような組織が、その裁量で国庫納付金と民間金融機関への負担配分について判断を下すことは大きな原理的問題をはらむ」のであり、「財政民主

義の観点からすれば、これだけ巨額の所得再配分の可能性が容認されるべきかどうかは、本来、議会が判断すべきことである」というのが、翁の主張である。⁽²⁴⁾第六節で検討したのと同じく、ここでも民主主義体制下における中央銀行のあり方について、哲学的な考えが展開されている。

それに対して黒田総裁をはじめとするリフレ派は、デフレ脱却が最優先で、出口戦略について議論するのは時期尚早だとしている。経済学者やエコノミストは、それでよいのかもしれない。しかし、政策決定に際しては、その着地点まで考え、その効果と副作用を比較考量したうえで、実施の是非を判断するのが、責任ある政策担当者の態度である。

結 論

前章では、日本銀行の政策担当者がリフレ派の政策提言を受け入れなかった理由を、個別の政策論点ごとに検討した。日本銀行の政策担当者は、リフレ派とは異なる「学問知」を有し、さらに現場で培われた「経験知（現場知）」を有していた。そうした「専門知」からして、リフレ政策は効果に乏しくリスクは高いと彼らは考えたため、リフレ派の政策提言に反対したのである。

もともと日本銀行エコノミストの主張は、ときに割り引いて考える必要がある。専門知から政策を考え出しているというよりは、日本銀行の政策を正当化するために、専門知を駆使して、その理屈を捻り出していることもあるからである。その例を見ておこう。

まず、一九九九年二月のゼロ金利政策の決定は、先述の通り、長期金利の上昇という金融市場の情勢変化および、それを受けての政治的圧力に対応したものであり、实体经济が悪化していたわけではなかった。このため企画室内

にも、実体経済の情勢が動いていないのに金融緩和に踏み切ることへの反対論があった。しかし軽部謙介によると、日本銀行の事務当局は、「理屈はどうにでもなる」と考えていたという。「そのために何人も優秀な若手を張り付けているのだ。政策変更の理由、その説明の仕方を考えるなど、簡単なことのはずだった」。結局、企画室は、今後は将来の経済変動を見据えた「フォワード・ルッキングな（先行きを見通した）政策運営」に切り替えるという考え方をとることで、この政策変更を正当化することにした。ある若手行員も、「速水（優…引用者注）さんか山口（泰…引用者注）さんかは分らないが、上層部の誰かが政治との客観的な情勢をみて、何かやらねばもたないと考えたのだろうと思った。上層部がそう判断すれば、いくらでも理屈はつく。そのために企画室には人材をそろえているのだから」と証言している⁽²⁵⁾。

また、二〇〇〇年八月のゼロ金利解除については、日本銀行内でも賛否が分かれ、時期尚早と考える者も多かった。だが、速水総裁がゼロ金利解除に強い意志を示したため、日本銀行事務当局は、ゼロ金利解除を正当化しなければならなくなる。そこで企画室の「解除派」は、テイラー・ルールの答えがプラスになるように、需給ギャップ（産出量ギャップ）の値を算出したという。「需給ギャップというのは、そう簡単にはじけるものではない。つまり、テラールールにどのような変数を与えるかで、答えがまったく違ったものになるのは、理論経済のプロ集団である日銀はよく知っていた。『解除派』の面々は、『テラールールなんていつても、何のデータを持つてくるかで違うんだ』と言って、独自にテラールールの答えがプラスになるような変数を工夫したりした」。具体的には、「日銀短観の生産設備・雇用判断DIなどを変数に加工して計算するとプラスになったという。この計算方式を『ゼロ金利解除用テラールール』と呼ぶ日銀当局者もいた⁽²⁶⁾」。

さらに、かつてはリフレ派の主張を否定し続けていたにもかかわらず、二〇一五年五月に企画室は、量的・質的

金融緩和が想定通りに効果を上げているとの検証結果を出している⁽²⁷⁾。これも、政策を正当化するために専門知を動員した結果だと考えられる。

しかしながら、こうした例の多くは、政治の圧力もしくは総裁の独断により、日本銀行政策担当者の本意に反して政策変更を余儀なくされた際に、それを正当化するため、専門知を駆使したというものである。本稿で検証したように、日本銀行政策担当者および日本銀行エコノミストの主張には、長期間にわたって首尾一貫しているものも多く、また、その主張のうちのいくつかが正しかったことは、現実によつて証明されてもいる。彼らの主張のすべてを、日本銀行の政策を正当化するための方便に過ぎないととらえるのには無理があるというのが、筆者の判断である⁽²⁸⁾。

以上、本稿では、日本銀行の政策担当者が、リフレ派とは異なる「学問知」にくわえ、実務経験や過去の経験、海外の経験などの「経験知（現場知）」に基づいて、政策形成に取り組んでいたことを示してきた。中央銀行の金融政策という「学問知」が最も活用されるであろう政策領域においても、「学問知」は単一ではなく複数あり得ること、さらに、政策担当者の「経験知（現場知）」に重きが置かれることを論証したのである。したがって、金融政策ほど「学問知」が重視されることのない他の政策領域においては、当然「学問知」よりも「経験知（現場知）」が優先され、「学問知」がなかなか政策形成に活用されないということが予測される。それゆえ本稿により、公共政策一般の策定過程を検討するうえで、「経験知（現場知）」に着目することの重要性が示されたと考える。

【付記】 本研究は、平成二五～二七年度科学研究費 基盤研究(A)「公共政策の総論的分析」(研究代表者 真淵勝、課題番号 二五二四五〇一九)による研究成果の一部である。

- (1) 白川方明は著書で、リフレ派に批判的な小宮隆太郎の以下の指摘を引用している。「本来、有効な政策が当局者の発言による人々の予想の変化のために効果を失ったり、逆に本来、効果のない政策が当局者の発言で効果を発揮したりすることは稀である、と私は思う。（中略）人々の予想は移ろいやすいものではあるが、デフレに向かうとかインフレに向かうというような大きな流れが、当局者の発言だけでそれほど簡単に誘導操作ができるようなものではなからう」。白川方明（二〇〇八）、前掲書、三六八―三六九頁。また白川は、二〇一三年三月一九日の総裁退任会見でも、中央銀行が市場の期待に働きかけて期待インフレ率を上昇させるという考えについて、「期待に働き掛ける」という言葉が、「中央銀行が言葉によって、市場を思い通りに動かす」という意味であるとすれば、そうした市場観、政策観には危うさを感じると述べている。『朝日新聞』二〇一三年三月二〇日付朝刊。
- (2) 藤井良広（二〇〇四）、前掲書、二二二―二三三頁、伊藤隆敏・林伴子（二〇〇六）『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社、二三六―二三八頁。
- (3) 翁邦雄・白塚重典・藤本裕（二〇〇〇）、前掲論文、一一―一二頁。
- (4) 翁邦雄・小田信之（二〇〇〇）、前掲論文、一七六―一七七頁。
- (5) 白川方明も、二〇一三年三月一九日の総裁退任会見で、物価が二%上がり、賃金も二%上がるだけでは、生活は向上しないと述べている。『朝日新聞』二〇一三年三月二〇日付朝刊。
- (6) 伊藤隆敏・林伴子（二〇〇六）、前掲書、三七頁。
- (7) 白川方明（二〇〇八）、前掲書、二五五―二五七頁、上田晃三（二〇〇八）「インフレーション・ターゲットイングの変貌——ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験」日本銀行ウェブサイト、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.08-j-15 (http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2008/data/wp08j15.pdf)（二〇一五年九月四日最終確認）。
- (8) 翁邦雄・白塚重典・藤本裕（二〇〇〇）、前掲論文、二二―二四頁。翁邦雄・小田信之も、同様の主張を行っている。「日本の場合、現実には調整インフレ論が繰り返し提唱されている。こうした状況のもとで、インフレーション・ターゲットイングを採用すれば、これを目標インフレ率達成の不退転の旗印とせよ、というキャンペーンが当然に一層強まるであろう。この場合には、中長期的なインフレ目標を掲げつつ、景気や雇用などの情勢をみて弾力的に中央銀行が政策運営す

るといふ本来のインフレーション・ターゲットインゲのメリットを冷静に享受することは極めて困難になり、インフレ目標を掲げたことがそれを達成するために非常手段を用いることの副作用を無視させ、かえって政策の柔軟性を失わせるリスクがある。翁邦雄・小田信之(二〇〇〇)、前掲論文、一八一頁。

(9) 翁邦雄(二〇一一)、前掲書、九五―九六頁。翁邦雄・白塚重典・藤木裕も、インフレ数値目標の問題点として、「わが国の一九八〇年代後半以降の経験に照らしても、消費者物価上昇率がある一定の範囲内に保たれていれば経済が持続的成長パスにのるとは限らないことは明らかである」と論じている。翁邦雄・白塚重典・藤木裕(二〇〇〇)、前掲論文、一二頁。翁邦雄・小田信之も、インフレ数値目標の問題点として、「資産価格などの考慮(わが国の一九八〇年代後半以降の経験のように、資産価格が大きく変動した場合、消費者物価上昇率がある一定の範囲内に保たれていれば経済が持続的成長パスにのるとは限らないことは明らか)」を挙げている。翁邦雄・小田信之(二〇〇〇)、前掲論文、一七六頁。

(10) 『朝日新聞』二〇一〇年一〇月二二日付朝刊。

(11) 『朝日新聞』二〇一二年二月一四日付夕刊、同一五日付朝刊。この点については、第三節第三項の議論も参照。

(12) 『朝日新聞』二〇一二年二月三日付朝刊、同七日付朝刊、同一〇日付朝刊。

(13) 翁邦雄・小田信之(二〇〇〇)、前掲論文、一七七―一八〇頁。

(14) 『朝日新聞』二〇一二年二月一八日付朝刊。

(15) 以下、『朝日新聞』二〇一三年四月四日付夕刊、同五日付朝刊、を参照。

(16) 以上、翁邦雄(二〇一五a)、前掲書、五三―五六頁、翁邦雄(二〇一五b)「黒田日銀総裁、あなたは間違っている——出口なき空前の大緩和」『文藝春秋』二〇一五年八月号、一三〇―一三七頁。翁邦雄は、「黒田さんや岩田さんは最近になって、原油安が物価上昇目標の未達に大きく影響していると説明していますが、それで説明される部分は大きくありません。そもそも学者時代の岩田さんは、原油価格下落で余裕ができた分が他のモノやサービスの支出に回るので全体の物価水準には影響がなく、こうした要因は日銀を免責する理由にはならない、と主張していたはずだ」。「だから、『二年で二%のインフレ率を達成できない日銀総裁は罷免すべきだ』と厳しく批判し、副総裁就任時には『二年で目標を達成できなければ辞任する』とまで宣言していました。学者出身者として、そうした過去の発言とも誠実に向き合ってほしいと思います」と論じている。翁邦雄(二〇一五b)、前掲論文、一三二―一三三頁。

- (17) 岩田規久男副総裁は、量的・質的緩和の規模について、「計算上はあそこまでもやらなくても十分なのに」と語っていたという。『朝日新聞』二〇一三年九月二六日付朝刊。
- (18) 翁邦雄（二〇一五a）、前掲書、一六三―一六七頁。
- (19) 加藤出（二〇一四）『日銀、「出口」なし——異次元緩和の次に来る危機』朝日新聞出版、一七三―一七四、二〇三頁。
- (20) 以上、大崎明子（二〇一三）「金利急騰！債券市場を破壊した黒田緩和——日銀は管理不能、高まるリスク」東洋経済オンライン、二〇一三年五月一六日（<http://toyokeizai.net/articles/-/13984>）（二〇一五年九月一〇日最終確認）、『朝日新聞』二〇一三年九月二六日付朝刊。
- (21) 『朝日新聞』二〇一三年九月二六日付朝刊。
- (22) 『週刊ダイヤモンド』二〇一三年一〇月一九日号、三四―三七頁。
- (23) 岩田規久男は副総裁就任後のインタビューで、次のように語っている。「日銀内のさまざまな部局を時間の余裕があるときに見て回っている。外部にいたときは金融政策の観点でしか日銀をみていなかったが、信用秩序の維持がなければ物価の安定もできない。そのためにはさまざまな人々の仕事、下支えがある。例えばオペについても、外部にいたときは簡単だと思っていたが、実務はそのような簡単なものではないとわかった。日本銀行の実務に対する理解を深めつつある状況だ」。ロイター「岩田日銀副総裁インタビューの一問一答」ロイター通信社日本語ウェブサイト、二〇一三年六月二四日（<http://jp.reuters.com/article/2013/06/24/3n0f02xu-iwata-interview-q-and-a-idJPTE95N01G20130624?sp=true>）（二〇一五年九月二三日最終確認）。岩田は、実務についての理解なしに、日本銀行批判を繰り返していたのである。
- (24) 翁邦雄（二〇一五a）、前掲書、一七四―一八〇、一八六―一九三頁、翁邦雄（二〇一五b）、前掲論文、一三三―一三四頁。
- (25) 軽部謙介（二〇〇四）、前掲書、八一―八二、九六頁。
- (26) 軽部謙介（二〇〇四）、前掲書、一五九―一六四、二〇五頁。
- (27) 日本銀行企画局（二〇一五）『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」日本銀行ウェブサイト、日銀レジャー・シリーズ No.2015-J-8（http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2015/data/rev15j08.pdf）（二〇一五年九月

（28） 月四日最終確認）。
もちろん、筆者自身が日本銀行の見解のすべてに賛同しているというわけではない。