

第30代日本銀行総裁・白川方明

土井 省悟*

— 目 次 —

1. 日本銀行総裁人事
2. 新政権と金融政策
3. 白川方明氏の経歴
4. 託された舵

キーワード：白川方明、日本銀行、金融政策

1. 日本銀行総裁人事

2008年4月9日、白川方明・日本銀行副総裁が第30代日本銀行総裁に就任した（任期は2013年4月8日まで）。白川氏は、1949年9月27日に福岡県大分市に生まれ、72年3月東京大学経済学部を卒業し、4月に日本銀行に入行した。2002年7月理事に就任し、2006年7月に退職するまでの約34年間、日本銀行に勤務した。退職後の7月には、京都大学公共政策大学院教授に就任した。白川氏が日本銀行に戻るのは、2008年3月20日、副総裁として、であった。

2008年3月19日に任期満了になる福井俊彦日本銀行総裁の後任人事は円滑には進まなかった。2007年7月29日の参議院選挙の結果、与党は議席の過半数を確保できなくなっていたからである。政府が総裁と副総裁の人事案を提示したのは3

* Shougo DOI 本学社会学部教授（応用社会学科）

月7日である。総裁には武藤敏郎副総裁の昇格、副総裁には白川氏と東京大学大学院教授伊藤隆敏氏を充てるというものであった。けれども、武藤氏は、大蔵事務次官を経験しているから、伊藤氏は経済財政諮問会議のメンバーであるということ⁽¹⁾を理由にして、参議院で同意をえられなかった。政府は伊藤氏に代えて、2005年4月から日本銀行政策委員会審議委員を務めている西村清彦氏を副総裁として提示し、両院の同意をえた（任期は2013年3月19日まで）。したがって、福井総裁の後任人事が決まらないまま、3月20日には、総裁は欠員、副総裁2名、審議委員5名（1名欠員）で日本銀行政策委員会は出発した。その後、4月9日には白川氏が総裁に昇格した。4月8、9日に開催された政策委員会では、8日は副総裁として、9日は総裁として白川氏が議長を務めた。

白川氏が総裁に昇格した後、空席となっていた副総裁が決まったのは、2008年10月27日である。2006年2月から日本銀行理事であった山口廣秀氏が副総裁に昇格した。

2. 新政権と金融政策

2009年8月30日の衆議院総選挙の結果、野党であった民主党が過半数を占め、民主党党首の鳩山由紀夫氏が9月16日に内閣総理大臣となった。鳩山内閣が、日本銀行や金融政策に対してどのようなスタンスを取るのかは不明である。8月31日、大阪市での記者会見において、30日の選挙結果を踏まえて、「民主党政権の誕生が金融政策運営に及ぼす影響について」尋ねられた白川総裁は「記者会見で常々申し上げていることですが、日本銀行の金融政策は、日銀法⁽²⁾の精神に沿って運営していくということに尽きます。申し上げるまでもありませんが、金融政策の目的というのは、あくまで物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に貢献していくことであり、これを実践していくために、毎回の決定会合において、経済・金融のデータを丹念に点検して政策判断をしております。それ以上のコメンとはありません」と答えている。

新政権が、日本が直面している経済問題に対してどのような政策をとるのか、財政政策との関係で金融政策とくに、日本銀行の金融政策手段の独立性に対していかなる姿勢で臨むのかは、今後とも注目していく必要がある。そのためにも

日本銀行の金融政策がどのように運営されているかを理解しておくことが重要だと思われる。⁽³⁾

本稿は、主として、白川氏の日本銀行での経歴を負うことによって、日本の金融政策の理解に資することを目的にしている。

3. 白川方明氏の経歴

本節では、白川氏が1972年4月に日本銀行に入行して、2006年7月に退職するまでの略歴を追っていく。

(1) シカゴ大学経済学修士（1977年）

1972年4月、白川は、日本銀行に入行した時の日銀総裁は日銀出身の佐々木直氏（1907－1988）であった。その後シカゴ大学大学院に留学し、1977年にはシカゴ大学から経済学修士号を授与された。白川は、1976年にシカゴ大学を退職して、スタンフォード大学フーバー研究所に移ったミルトン・フリードマンの最後のクラスの学生であった。勤務の関係で、博士号を取得することなく帰国した。

帰国後、1977年には、3本の論文を書いた。「消費・貯蓄を巡る経済理論について－ライフ・サイクル仮説とその応用－」、「マネタリー・アプローチについて」、「『合理的期待』仮説について－金融政策へのインプリケーションを中心に－」、という3本である。1978年には、「マネタリー・アプローチによる国際収支・為替レートの実証分析－我が国のケースを中心に－」を、1979年には、「外国為替市場における期待形成について」を書いた。これらの5本のうち4本の論文は修正加筆されて、1979年、日本銀行の『金融研究資料』として公表されている。これらの論文を見ると当時の最新の経済金融理論を学んできていることが分かる。

『金融研究資料』は、1979年1月に第1号が発行され、1982年9月の第14号をもってその発行をおえ、1982年10月からは日本銀行金融研究所『金融研究』として引き継がれていった。

(2) 日本銀行金融研究所設立（1982年）

1979年12月には、日銀出身の前川春雄氏（1911－1989）が第24代総裁に就任し

⁽⁴⁾ た。74年12月17日から日本銀行総裁を務めた、元大蔵事務次官の森永貞一郎氏（1910－1986）の後任である。

1982年10月には、日本銀行創立100周年を記念して、日本銀行金融研究所（Institute for Monetary and Economic Studies, IMES）が設立された。IMESの設立目的は、（1）金融経済の理論、制度、歴史に関する基礎的研究の充実を図り、日本銀行の政策の適切な運営に役立てる、いわば政策のバックボーン作りのため、（2）学界等の交流促進をするため、（3）外部の研究活動の便宜に資する各種情報、資料等を公に提供するため、である。

前川春雄総裁は、その発足にあたって次のように述べている（前川[1982]）。

日本銀行は、幣制の混乱を收拾し、健全な通貨を発行してその価値を護るために設立された。金融政策の適切な運営によって通貨価値の安定を図ることは日本銀行にとっての変わらざる使命であるが、これを遂行するにあたっては、内外の金融経済情勢を的確に把握し、適切な判断に基づいた行動をとることがますます重要になっている。「中央銀行は金融経済に関する第一級の調査研究機関を持つことが必要である」。調査研究活動には多面的な基礎的研究が含まれていなければならない。基礎的研究は、樹木にたとえれば根に相当し、一見地味ではあっても、非常に重要である。金融経済のメカニズムに関する理論的な解明は、事象の本質を正しく把握するための基礎である。これによって、たとえば目先の目的を達成しようとする政策が、長期的にはどのような副作用を持つかといったことが明らかになる。また、各国金融経済の制度的あるいは構造的な研究も欠かせない。制度や構造がどのような伝統や背景のもとに形成され、また、金融政策の運営にどのような係わりをもっているかなどを調べることも、きわめて大切である。さらには、大局観に立って判断し、行動するうえで、内外の金融経済の歴史は多くの教訓を含んでいる。今日的な問題意識にたった歴史研究も、中央銀行の研究活動の大切な一環である。かつては、「中央銀行は行動すれども、弁明せず」と言われた時期もあった。しかし、中央銀行の使命が「万人のための通貨価値安定」にある以上、日本銀行としては、時々々の行動について何故そのように判断し行動するかを、国民に説明し、納得してもらうことが大切であると思う。このような努力を積み重ね、かつ、現実に通貨価値の安定に成功してこそ、中央銀

行は国民の信頼を勝ち得ることができ、そうした基盤のうえで中央銀行の独立性を支持する国民的合意が形成されていくのだと確信する。

これは日本銀行法が改正され、日本銀行に「独立性」が与えられる1998年の16年前の言葉である。民主主義社会において、日本銀行の「独立性」と「アカンタビリティ（説明責任）」が表裏の関係にあり、日本銀行の政策に国民が納得できるように説明をしていくためには現実の経済金融情勢の不断の調査研究、特に基礎的研究が必要であり、それらの研究を基礎にして目先の目的ではなく、長期的な視野での金融政策の運営を図っていく、しかも、理論的基礎的研究のみならず、歴史や制度の研究も中央銀行の政策、特に金融政策の適切な運営にとって大切である。これは、まさに、白川がその中で育ってきた、「日本銀行の組織文化」を明示するものであらうと思われる。

（3）第20代大分支店長（1993年）

1984年12月17日には、元大蔵事務次官であった澄田智氏（1917－2008）が第25代総裁に就任した。

1989年12月17日には大分県出身の三重野康氏（1924－ ）が第26代総裁に着くことになった。日銀出身の三重野総裁にはバブルを退治することが託された。

白川は1990年には信用機構局信用機構課長に就任している。1993年5月、白川は第20代大分支店長として大分に赴任した。大分は白川の生まれ故郷である。1998年3月に第28代総裁に就任する速水優氏も1966年11月から1970年3月まで大分支店長を務めている。

1994年12月17日、元大蔵事務次官であった松下康雄氏（1926－ ）が日銀総裁に就任した。

（4）『わが国の金融制度』（1995年）と『日本の金融制度』（2001年）

1995年には金融研究所が『わが国の金融制度』の全面改訂版を発行した。その中心的執筆者は鹿野嘉昭であった。鹿野は2001年に『日本の金融制度』を公刊した。鹿野は本書執筆の動機を次のように記している（鹿野[2001]、p. v）。

それは、1999年10月下旬のことであった。22年6カ月にわたって勤務した日本銀行を辞し、母校の同志社大学に転職した直後、挨拶をかねて日本銀行金

融研究所の翁邦雄所長を訪問した際、1995年に全面改訂版が刊行されていた金融研究所発行の『わが国の金融制度』について、今後、改訂の予定がないことを知らされた。同書の改訂作業に実質的な執筆責任者として参画した著者としては、現在の日本の金融制度について同書のような包括的な解説書が必要ではないか、との思いを強く抱いていたところであり、新たに本書の執筆を決断するにいたった次第である。

さらに、翁邦雄・金融研究所長は、次のように書いている（鹿野[2001]、p. iii－iv）。

日本銀行金融研究所は、その創設以来、日本の金融制度を解説した『わが国の金融制度』を長年にわたり編纂する、という作業を続け、幸いにも多くの愛読者を獲得してきた。しかし1995年に全面改訂を行って以降は改訂に手がつけられないままの状態が続いてきました。この間、いわゆる日本版ビッグバンによる金融制度改革、新しい日本銀行法の成立・施行、不良債権問題に伴う金融危機の発生とセーフティネットの整備等、わが国の金融をめぐる制度・環境は、大きく変化しており、『わが国の金融制度』の内容は、制度等の実態から大きく乖離したものとなってしまう、学界や実務家からも改訂を求める声が日増しに強くなっていました。こうした状況のもとで、金融研究所でも、同書の改訂を検討したところ、同書のカバーすべき範囲があまりにも広く現在の金融研究所の主な研究領域に収まらないうえ、金融研究所の研究領域自体が拡大を続けているために研究スタッフの人材面での制約も一段と強まっていることから、結局、改訂作業は断念せざるを得ない、との結論になり、2001年初めに、思い切って絶版にすることを決めました。できれば、金融論等の分野での信頼できる実績を持つ研究者がこうした本を書いてくれればよいがと、ひそかに期待していたところです。幸い、今般、鹿野嘉昭教授が『日本の金融制度』を出版なさる、という話をうかがい、大きな肩の荷を下ろした思いです。現在、だれかが日本の金融制度について執筆するとすれば、最良の著者の一人であることには間違いありません。

金融市場も金融制度も時代とともに変化する。ことに、1990年代後半のわが国の金融制度は実体経済の変化とあいまって大きく変化した。その変化を取り入れて我が国の金融制度の鳥瞰を与える書物を執筆することを金融研究所が断念した。

それゆえ、2001年に公刊された『日本の金融制度』はわが国の金融制度の鳥瞰を得るのに好個の書物であるというのである。

(5) ニューヨーク駐在参事（1995年）

1995年12月、白川はニューヨーク駐在参事として海外勤務となる。当時のアメリカの連邦準備制度理事会議長はアラン・グリースパンである。1996年8月に金融研究所参事となり、1997年2月には国際局参事となる。同年11月に、白川は、翁邦雄（企画課兼金融研究所兼国際局）と白塚重典（金融研究所）と共同で「金融市場のグローバル化；現状と将来展望」という論文をIMES Discussion Paper Series 97-J-15として発表している。12月には国際資本市場担当の審議役となっている。

白川氏は、2008年4月9日の総裁就任記者会見でこのころのことを次のように語っている。

BISのことも含めまして、国際関係全般について私自身の考えを申し上げたいと思います。中央銀行の政策面にとって、国際的な面で人的な信頼関係を構築し、それに基づいて緊密な情報交換・意見交換を行っていくということは非常に大事であると思っています。私自身の国際的な会議での経験について若干申し上げますと、1996年当時、日本の金融システムの状況が一番厳しい時にニューヨーク駐在参事という役割で仕事をしておりました。その後、1997年から2000年までの間、BISのグローバル金融システム委員会の仕事をサポートしました。当時の福井副総裁、その後の山口副総裁がこの委員会の議長であり、私は議長をサポートする立場で3年強BISの仕事に携わりました。多いときは1年に10回程バーゼルに行きましたが、その時にBISを中心とする中央銀行間の緊密な関係に非常に強い印象を受けました。私は、その時にこのような国際的な場において活躍できるセントラル・バンカーになりたいと強く思ったことを今でもよく記憶しております。その後、2000年以降、金融政策を担当する審議役、あるいは理事という仕事に携わった際、海外中銀のカウンターパートと直接話す機会が非常に増えたと思いました。そのような経験を通じて、自分なりに国際的な関係を構築する重要性を再認識すると同時に、ささやかではありますが人的なネットワークを少しずつ広げ

ていくことができたと感じております。自分自身としては、ネットワークをさらに充実させていく必要があると強く認識しており、BISの会議も含めて積極的に参加していきたいと思っております。国際的な場は非常に大事だと思っています。中央銀行間の会議がそのような場でありますほか、国際的な言語という意味では——もちろん英語ですが——、中央銀行や学会が主催する様々なコンファランスで取り上げられる経済理論も重要な言語であります。そうした様々な場を通じて、共通の言語、すなわち英語や経済理論に基づきながら、金融政策およびそれ以外の政策について情報を発信していくことが自分の大きな務めの一つと感じております。

(6) 新日本銀行法施行（1998年4月）

1998年3月20日、速水優氏が（1925－2009）が、第28代総裁となった。1997年6月18日に公布された、新たな日本銀行法は、98年4月1日に施行された。「独立性」と「透明性」という理念のもとに改正された日本銀行法はわが国の金融・経済の基本法である⁽⁷⁾。

2008年3月21日、副総裁就任記者会見で、日本銀行の「独立性」と「透明性」について白川氏は次のように述べている。

金融政策は、金融市場や金融機関の行動を通じて効果を発揮するものであり、その透明性は、政策のアカウンタビリティの面でも、それから政策の有効性を確保する上でも重要な前提となってまいります。適切な政策を積み重ね、これをしっかりと説明していくことで、国民の皆様の信頼を頂くよう努力するつもりでございます。そうした信認こそが、日本銀行の独立性を確保する大切な基盤となると考えております。

(7) ゼロ金利政策開始（1999年12月12日）

白川は、1999年6月1日には金融市場局ワーキングペーパーシリーズ99-J-3として「日本の国債市場に機能向上に向けて」を公表した。同年10月21日には、「市場流動性の低下：国債金融危機の教訓」と題して、1999年ISDA（International Swaps and Derivatives Association）東京会合において講演を行った。

1999年12月12日には、「金融市場調節方針」が変更された。いわゆるゼロ金利

政策の導入である。

2000年1月25日、白川は、「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」をテーマにした、金融研究所の開催した国際コンファレンスのバックグラウンド・ペーパーとして、翁邦雄と白塚重典と共同で「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」と題する論文を提出した。⁽⁸⁾

1月29日の『週刊ダイヤモンド』誌には「金融政策は構造改革までは代替できない」と題した論文を白川は寄稿した。

4月11、12日の両日、アジア開発銀行研究所（ADB）と経済協力開発機構（OECD）の共催で行われた「アジアにおける資本市場改革に関するラウンドテーブル」において「日本の国債市場改革」と題してプレゼンテーションを行った。

6月、白川は、企画室審議役に就任し、6月12日の金融政策決定会合に、初めて『執行部からの説明者』として出席した。⁽⁹⁾

(8)『新しい日本銀行—その機能と業務』（2000年10月）

2000年10月には、日本銀行金融研究所から『新しい日本銀行—その機能と業務』が刊行された（本書は2004年10月に『増補版』が公刊されている）。翁邦雄・金融研究所長は「刊行にあたって」で次のように述べている。

1998年4月、日本銀行の「独立性」と「透明性」を理念とし、日本銀行が物価の安定と金融システムの安定に向けて適切に機能を発揮することを求める、新しい日本銀行法が施行されました。それから約2年半が経ちました。20世紀最後のこの期間は、日本経済が、そしてまた日本銀行も、しばしばきわめて大きな試練にさらされた時期といえます。21世紀の21世紀の日本経済および世界経済に日本銀行が貢献していくためにはどうすればよいか。そのためには、まず、わが国に一つしかない中央銀行である日本銀行が、新しい日本銀行法の下でいったいどのような組織になり、どのような業務を行い、それらを通じてどのような役割・機能を果たし、どのような貢献をしようとしているか、という点について、国民そして海外の人々に十分な理解を得ることが必要不可欠であると思います。本書はこうした問題意識に基づいて、できるだけ幅広い多くの人々に、新しい日本銀行の実像を理解していただきたい、という願いから、日本銀行の機能と業務についての解説を試みたものです。

本書が、新しい日本銀行法により日本銀行に与えられた理念の一方の柱である透明性の向上に役立ち、日本銀行についての理解の一助になることを願ってやみません。

(9)『バブルと金融政策』(2001年12月)

2000年7月31日、香西泰・日本経済研究センター会長と「バブル経済の経験から学ぶべき教訓とは」をテーマに対談をしている。8月17日、白川は、翁、白塚と共に、香西泰と伊藤修（埼玉大学教授）との5人による座談会「バブル期の金融政策」を開催している。

白川は、2000年10月に公表された香西泰・伊藤修・有岡律子（東京大学大学院経済学研究科）の論文「バブル期の金融政策とその反省」を含めて、2001年12月、香西と翁と共に『バブルと金融政策：日本の経験と教訓』を編集し公刊した。

「はしがき」において、本書編纂までに至る経緯を次のように説明している。

翁、白川は、かねて、1980年代後半の日本のバブルと金融政策について関係する論点がある程度包括的にカバーした、いわば総括的な論文を作成し公表することが中央銀行としての社会的責任ではないかとの問題意識をもってはいたが、問題の難しさや予想される論点や分析作業の広がりからこのリサーチに本格的に手をつけることには若干ためらいがあった。そうした中で、バブルと金融政策の総括的研究に手を付けることになった直接の契機は、日本銀行の山口泰理事からほぼ同じ問題意識での論文作成の打診があったことである。しかし、作業に着手してみると、ある程度予想はしていたことではあったが、バブルと金融政策の関係は複雑であり、総括的な論文として公表するには躊躇せざるをえなかった。ただ、このような形で「バブルの総括論文」を執筆し、公表しても、日本銀行スタッフによる論文だけでは、客観的な分析とは受け取られず、自己弁護的な分析と受け取られる可能性があることが懸念された。そうした思いから、翁、白川は日本銀行のスタッフによる分析と同時に、日本銀行と直接のかかわりのない外部のエコノミストによる独立した論文執筆を依頼することが是非とも必要であるという判断に至り、白川から編者の一人である香西に資産価格バブルと金融政策をテーマにした論文作成を依頼した。

(10)「物価の安定」とインフレ・ターゲティング論

日本銀行法第2条には、「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。ここでいう「通貨及び金融の調節」が金融政策である。しかしながら「物価の安定」とはどういうことをいうのか、どのような物価指数で測って何%の物価上昇率を物価安定と考えたらいいのか、という点が明確ではない。消費者物価指数の下落率を見ても、1998年度以降マイナス幅を更新している。しかも、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）はほぼゼロ%である。このような経済・金融情勢にあって、インフレを政策目標にすることを主張する「調整インフレ論」やインフレ期待をプラスにすることを通じて名目金利がゼロ%であっても実質金利をマイナスにして経済活動を回復することができるとする「インフレーション・ターゲティング論」に対して日本銀行はその考えを明確にすることが迫られていた。

2000年2月20日、24日、3月8日の金融政策決定会合での議論を踏まえて、3月10日の記者会見で速水総裁は次のように述べている。

日銀法に規定されているとおり、金融政策の目的は、「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」ということである。ただ、この「物価の安定」とは何か、どういう状態を考えるのか、ということは、そもそも、たいへん難しい問題である。また、最近の日本では、技術革新や流通革命——製造コストが下がり、販売コストが下がっていく、合理化の効果が出て、生産性やリストラの効果が出て、だんだんコストが下がって値段が下がっていくというような下がり方もある。そういうもので物価が下がるというのは、むしろ消費者にとっては、プラスになることだと思う。こういうものも十分頭に置いて物価の動きを判断していかないといけない。ただ「物価の安定」という意味が、特定の数値が変わらなければ良いということだけではない。インフレ・ターゲティングという言葉がこのところ非常に賑わしくなってきたが、本来、「物価の安定」に対する強い決意を示し、金融政策の透明性を高めるための枠組みとしてこういうものがある。国民にとって望ましい物価の状態を、特定の指標の特定の数値で表わすことが適当かどうか、という問題をはっきりさせなければいけないと思うし、下手をするとインフ

レ・ターゲティングというものが調整インフレと同じになってしまう危険がある。こういうことで、「物価の安定とは何か」ということの認識をきちんと整理することが必要であると、先般来の会合で議論してきたわけで、そういうことを討議したうえで、金融政策の透明性を向上させるにはどうすればよいか、という観点から検討すべきではないかということで、決定会合でも意見が一致しているところである。

そういう問題については、昨年来、決定会合においても活発な議論が行われてきたが、今回の決定会合でほぼ論点は出揃ったと思っている。そこで、これまでの議論を踏まえ、金融政策の透明性向上という観点から、日本銀行として、「物価の安定」の考え方について総括的に検討を深めていこうではないか、ということになった。具体的な検討課題としては、とりあえず、次のような4つの論点を考えている。

- (1) 「物価の安定」の基本的な考え方
- (2) 物価の計測（物価指数）を巡る諸問題
- (3) 最近のわが国の物価動向
- (4) 「物価の安定」の数値化を巡る諸問題

目標、見通しを数字で示すといった問題を含めて、こういう問題をどういうふうに考えて決めていくべきか、こういう課題について、まず、執行部で検討を行い、その検討結果を踏まえて政策委員会で議論を進めていこうではないかということを合意した。最終的には、日本銀行として、「物価の安定」に関する考えについて、何らかのかたちで、総括的なとりまとめを行いたいと思っている。また、執行部からいろいろな検討の段階で作成された資料なども、可能であれば個別に公表していくことも考えたい と思っている。

私としては、そういう作業と討議を、できれば夏場までには、とりまとめができるよう努力したいと考えている。かなり、複雑かつ多岐に亘る問題なので、検討状況を見ながら弾力的に考えていきたい。

新日銀法の施行から、ちょうど2年が経過するわけで、その間の経験を踏まえ、ここで、金融政策の目的である「物価の安定」について改めて検討を深めることは、たいへん意義のあることと考えている。日本銀行としては、今後とも、こうした検討などを通じて、金融政策の透明性の一段の向上に努

力していく方針である。

速水総裁は3月21日、調整インフレ論やインフレ・ターゲティングを巡る議論を手がかりにして『物価の安定』と金融政策」という講演を行っている。日本銀行企画室は、2000年6月に「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」を、2000年9月26日には「米国連邦準備制度および欧州中央銀行の『物価の安定』についての考え方」を公表した。日本銀行は、2000年10月13日には速水総裁の序文をつけて、「『物価の安定』についての考え方」を公表した。

(11)「物価に関する研究会」(2001年)

これらの一連の流れを受けて「物価に関する研究会」が3回開催された。白川は3回とも出席している。この研究会は、2000年10月13日に日本銀行が公表した『物価の安定』についての考え方』において示された方針に基づいて、学者、官庁関係者、市場関係者、統計実務者、流通関係者など日本銀行関係部署以外の人も含めて、「物価の安定」を巡る諸問題を検討するために設けられたものである。2001年4月19日、「物価指数を巡る諸問題」をテーマに第1回目の会合が開催された。増淵稔日本銀行理事は冒頭スピーチ「物価と金融政策：中央銀行の視点から」において、日本銀行が抱いている「具体的な悩み」を説明しながら、3回にわたる主要なテーマを説明して最後に「インフレーション・ターゲティング」について次のように述べている。

以上、3回分の主要テーマと関連させながら、私どもが日頃から抱いている問題意識を述べてまいりました。その中で不確実性の話をしましたが、せめて先行きの金融政策運営に関する不確実性だけでも無くすべきであり、そのためにインフレーション・ターゲティングを採用すべきだ、という考え方も一部で主張されています。私どもも、金融政策の透明性を確保することは、金融政策の有効性を高めるうえでも非常に重要であると考えております。しかし、「中期的に望ましいインフレ目標」を数値化しようとしますと、先ほどから述べてきた数々の悩みにどうしても突き当たらざるをえません。しかも、とくに現在は短期金利が事実上ゼロ%近辺にまで低下しておりますので、特定の数値目標を確実に達成する政策手段は、きわめて限られています。インフレーション・ターゲティングは、金融政策の透明性の向上を図るうえで、

引き続き日本銀行にとって重要な検討課題です。ただ、インフレーション・ターゲティングを採るか採らないかは、「物価の安定」をより適切かつ透明性の高い形で実現するために、金融政策運営の枠組みの改善を考えていくうえで一つの論点であるに過ぎません。

研究会の第2回目は「物価の下落と経済活動」をテーマに6月8日に開催された。白川は、2001年9月21日に開催された「物価の安定を巡る不確実性と金融政策」をテーマにした第3回目の研究会で、門間一夫・企画室政策調査課長と共同で「物価の安定を巡る論点整理」というペーパーを提出した。この研究会の議事要旨と提出論文は公表されている。

(12)『金融政策論議の争点：日銀批判とその反論』（2002年7月）

1999年2月12日に導入されたゼロ金利政策は、2000年8月11日に解除された。政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、ゼロ金利政策導入以前の0.25%に設定したのである。2001年3月19日には、「金融市場調節方式」を再び変更した。「日本銀行当座預金残高が5兆円になるよう金融市場調節を行う」という発表を行った。いわゆる「量的緩和政策」の導入である。

白川は、「量的緩和」の枠組みが採用された後ほぼ二か月の経験を踏まえて、「ゼロ金利制約とB/S調整下の金融政策」を執筆した。そのフォローアップ論文として、2002年3月20日時点で利用可能なデーターに基づいて『『量的緩和』採用後一年間の経験』を執筆した。本論文は、小宮隆太郎・青山学院大学教授の発案によるプロジェクトの一環である。このプロジェクトの成果は、2002年7月に『金融政策論議の争点：日銀批判とその反論』として公開された。白川は、本書に、先の論文に加えて「金融政策めぐる建設的な論争のために」を執筆し、「日本銀行の金融政策をどう評価するか」と題する討論会に参加し、「金融政策関連年表」を作成している。

香西泰・日本経済研究センター会長と八代尚宏・同理事長は本書の「まえがき」で次のように書いている。

日本銀行の金融政策、ことに量的金融緩和とインフレ・ターゲット論議は、内外の経済学者、エコノミストだけでなく、政治家等も交えて、幅広く論者に広がっている。本来、専門技術的な問題にもかかわらず、これほどまでも

国民的な大論争になった経済学のテーマも少ないであろう。しかし、他の多くの論争と同様に、様々な識者の中で意見が対立する要因としては、金融政策の有効性についての見方の違いだけでなく、おのおのが暗黙のうちにもつ前提やモデルの違いが大きいのではなからうか。そうであれば、それ前提や、それに基づいた論理展開の違いを明確にすることが、経済政策の重要課題に関して建設的な議論を行うために有益であろう。

第一に、一九九〇年代央からの持続的なデフレが経済活動マイナスであることを否定する者はいないが、その要因をどう考える違いが、どこまで量的緩和政策に依存すべきかの判断に影響する。また、金融政策の評価は、望ましい構造改革が、量的緩和政策によって妨げられるのか、それともむしろ促進されるのかの判断にも、依存する。

第二に、今後のデフレの見通しにも依存するものの、それが大恐慌に匹敵するような状況と考えるか、日本経済は一～二%の物価下落には、耐えられるとみるかの違いである。

第三に、デフレ脱出策が不可欠であったとしても、それをなぜ財政政策ではなく、金融政策によらなければならないと考えるかの論拠である。これは、財政政策の効果への評価と結び付くが、健全な財政政策による景気対策とインフレ・ターゲット論との、いずれがより政治的に実現可能性が高いかの見解の違いになる。

本書では、以上の観点から、金融政策ことにゼロ金利のもとでの量的緩和政策とインフレ・ターゲット論の妥当性をめぐって、賛成論と反対論の論者に、議論を戦わせていただいた。このプロジェクトの企画は、小宮隆太郎教授の発案によるもので、日本経済研究センターがその具体的な場を提供した。今後とも、こうした政策形成に建設的な討論の場を提供できることを願っている。

小宮隆太郎氏は、日本経済新聞の「私の履歴書」の第29回目（2008年12月29日）で次のように述べている。

政治・行政からの独立性を大幅に強化した新日銀法が九八年に施行された後の日銀の金融政策は、「百点満点に近い」と私は述べた。これに対し、かなりの人数の経済学者が反発した。要するに「もっと早くゼロ金利にしろ」と

か「為替介入の効果を『不胎化政策』で減殺するな」という主張だ。私が大学院で指導し共著もある岩田規久男さんや、かつての東大の同僚の浜田宏一さんが一番厳しかった。ゼミOBの山本幸三衆院議員も日銀叩きで名を馳せてきた。私はあまりにも「日銀バッシング」はひどいと感じ、白川方明さん（当時日銀企画室審議役）と相談して八代尚宏（同日本経済研究センター理事長）にお願いし、討論の場を設定してもらった。論争は「金融政策論議の争点」という本になった。同書には小宮ゼミ仲間が日銀批判と反論の両方に何人も登場した。日銀政策委員会や支店長会議の写真で、小宮ゼミのOBの白川総裁と大学院で教え「現代国際金融論」の共著者でもある須田美矢子委員の二人のお姿を見ると、私は不思議な気持ちになる。

須田美矢子氏は2001年4月1日、審議委員に任命され、2006年4月1日に再任され現在に至っている。白川が金融政策決定会合に執行部からの報告者として出席したのが2000年6月12日であるので、須田は、白川が日銀を退職するまで、金融政策決定会合で顔を合わせているのである。2008年4月18日以降は、同じ政策委員会のメンバーとして議論を重ねているのである。現在の政策委員会メンバー8名のうち2名が小宮門下生ということになる。

(13) 海図なき航海

2002年7月、白川は日本銀行理事となる。

2003年3月19日、速水優日本銀行総裁が退任した。退任記者会見で、5年間を振り返って、速水総裁は次のように述べている。少し長いが引用しておこう。

（1998年）当時、「独立性」と「透明性」という二本の柱を新しい日銀法の下で与えられて、新しい一步を踏み出そうとしていた日本銀行は、同時に、経済環境の面でも、また組織的な面でも、激動の真っ只中にあったと思う。その前の年の97年というのは、海外ではアジア経済危機、国内でも戦後初の大規模な金融破綻が起り、景気や金融システム問題の悪化がはっきりし始めたときであった。一方で、金利を引き下げる余地は、既に殆ど残っていなかったし、また、日本銀行の組織をみても、業務運営への信頼というものが大きく揺らいだときであったように思う。新しい日本銀行法の下での業務とか組織運営については、就任の際に、「中央銀行は一国の経済の良心（cons

science)」であり、「中央銀行は、国益ということを常に考えて、通貨の発行、通貨価値の安定、金融システムの安定というものを通じて国民の豊かさや安心、そして経済の持続的な安定成長の実現を目指していく」と申し上げた。行内の一人ひとりがそういった任務に誇りを持って、国民のために働く意識を持ち続けることが、中央銀行に対する信頼の構築につながっていくというふうに申し上げたつもりである。私の就任とほぼ同時に施行された新日銀法は、先進国の中央銀行法として誠にふさわしい内容を備えたものであった。とりわけ皆さんご承知と思うが、第3条に書かれている通貨および金融の調節における「自主性の尊重 (independence)」とその意思決定に関する「透明性の確保」というものは、ひとときも私の心から離れることはなかった。それと同時に、第4条に書かれている、政府の経済政策の基本方針との整合性についても、十分注意を払ってやってきたつもりである。

「自主性の尊重」のほうは、新法の下で金融政策決定会合というものが開かれるようになり、このことについてはこれまでも、お話をしているので省略させて頂き、今日は主として「透明性の確保」ということについて、説明責任（アカウンタビリティ）の話をさせて頂きたいと思う。新法の下で、私の国会での答弁は5年間で、数えてもらったら、388回という数字が出ている。皆さんの前で記者会見を行ったのも、今日で101回目になる。私はこの1回1回について、誠実に説明に努めたつもりである。もとより、中央銀行の根幹的な仕事である、銀行券の発行と円滑な流通を維持していくということについては、紙幣の改刷なども含めて、十分配慮してきたつもりである。日本経済の再生に向けた取り組みについて少し話をさせて頂きたいと思う。最初に経済・金融システム問題であるが、日本経済や金融システムをどうやって立て直していけばよいのかという問題は、私の頭からひとときも離れることはなかった。日本経済は、既にかなり前から、成長経済から成熟経済へと大きな転換を必要とする時期にさしかかっていたように思う。しかし、まさにそうした時期に生じたバブルの発生とその崩壊が、経済の構造改革を様々な面で遅らせてしまったことは否めない。金融緩和のことについて触れたいと思うが、日本経済が複雑かつ深刻な問題を抱える中で、私は、中央銀行総裁としての立場から、どうすれば日本のために最大限の貢献ができるのか

ということを日々考えて、全力を尽くしてきたつもりである。我々の金融政策は、過去に経験したことのない様々な困難に直面した。まず、金利引き下げという手段を使い切った後に、金融政策が経済を刺激できるルートがあるのかどうかといったこと自体、明確な答えはないし、仮にこうしたルートがあり得たとしても、これを通じた効果は、かなり不確実性が高いことが予想された。このような状況の下で、我々は、様々な選択肢について、その想定される効果と、リスクや副作用とを、前例のない中で一つ一つ比較検討して、日本経済のために採り得る最善の策を、懸命に模索してきた。この結果として踏み切ったのが、量的緩和などの、未知のルートも積極的に模索するという、未踏の金融緩和であった。金融政策は、その効果や副作用が出尽くすまでに、長いタイムラグがあるものである。この5年間、我々が行ってきた金融政策のいわば「海図なき航海」への評価というものは、後世に委ねる他はないと思う。ただ、歴史上、経済がスパイラル的に悪化した局面では、ほぼ常に、大規模な流動性の逼迫や信用収縮が起こっている。これに対して、過去5年間、日本の金融システムへの厳しい見方が続いて、様々なりスクが現実化する中でも、これらが金融面での急激な収縮に結びつくルートは遮断されてきた。我々の金融緩和は、デフレ・スパイラルやいわゆる「景気の底割れ」といったようなことを阻止する上では、重要な役割を果たし得たと考えている。金融システム問題への対応であるが、不良債権をはじめとする金融システムの問題について、私は就任当初から、できるだけ率直な発言を心掛けるとともに、中央銀行としてできることを、積極的に行ってきたつもりである。私は、経済再生のためには、金融システムの厳しい現実から目を背けることなく、どうやってこの問題を克服していくのか、国民的な議論を進める必要があると考えた。金融政策は、需要を直接作り出すことはできないし、構造政策を肩代わりすることもできない。しかし、日本の未来を切り拓くためには、構造改革によって経済活動を活性化させ、需要を引き出すことや、不良債権問題を克服することが、どうしても必要だと、私は考えた。さらに、これらは、金融政策の波及経路の回復を通じて、我々の行っている潤沢な資金供給を、経済再生のため最大限役立たせることにもつながるものだった。そうした中で、経済財政諮問会議などでは、総理がよく言われる「改革なく

して成長なし」を踏まえて、更に「成長なくしてデフレ克服なし」と言わせて頂いてきた。構造改革を遅らせると、日本の産業が国際的にみて競争力を失っていくこととなるので、やはり、構造改革の取り組みは、猶予を許すものではない、と思う。私は、中央銀行が信認を失えば、いずれ、ほぼ確実に制御不能のインフレが起これると思っている。しかし、デフレ克服とは、そうしたインフレを起こすことではない。政策当局がいったん失った信認を、後で都合よく取り戻すといったことができないことは、貴重な歴史の教訓である。こうした中で、日本再生のシナリオとして、私が見出し得た答は一つだ。すなわち、日本銀行は思い切った金融緩和を続ける、その一方で、規制改革や税制改革などを通じて民間需要を引き出し、経済活動を活性化させる。その結果として物価のマイナス基調からの脱却も実現する、という道である。先進国が先進国であり続けていくには、環境変化に応じて産業構造の転換を柔軟に行い、その時々を経済をリードするいわゆる高付加価値産業を育てていくことが必要だと思う。私は、日本にはその力が、必ずあるはずだと思う。

金融政策に焦点を合わせてみると、1999年2月12日に「ゼロ金利政策」を導入し、2000年8月11日にそれを解除した。2001年3月19日には金融政策の操作目標をコールレートから日銀当座預金残高に変更するいわゆる「量的緩和政策」を導入した。この量的緩和政策が解除されて金融政策手段としての金利を復活させたのは2006年3月9日の金融政策決定会合において、であった。速水総裁がいう「海図なき航海」とは政策金利がゼロになった場合の金融政策の運営である。

白川が、金融政策決定会合に最初に出席したのは、2000年6月12日、「執行部からの報告者」として、である。最後の出席は2006年6月14日であったから、ゼロ金利政策の導入と解除、量的緩和の導入と解除という、金融政策運営上の重大な決定をする現場に白川はいたのである。

(14) 両手を縛られての出発[2003年]

2003年3月20日、日本銀行出身の福井俊彦氏（1935～ ）が第29代総裁に就任した。⁽¹⁰⁾ その就任記者会見で福井は次のように述べている。

奇しくも、今日、イラクでの戦争が始まった。私ども3人は、一段と緊張感

を強めている。何よりも危機対応について私が思っている一番肝心なことは、当局が慌てないということである。冷静に情報を収集し、分析し、本当に必要な対策を抽出する。抽出できれば、タイムリーに実施していく。これに尽きると思う。早速、本日は、マーケットに対する流動性の供給を増やした。的確なる対応をしたい。これがナンバーワンである。それから、そもそも、日本経済そのものは引き続き脆弱な基盤の上に立っている。政府におかれては、デフレ対応が引き続き最重要、かつ、最も真剣な課題になっている。その所以は、やはり、経済の大きなパラダイムシフトが世界的にも起こっているということだと思う。日本において、特にそれが大きな課題になっている。その大きな転換の過程を如何にスムーズに乗り切るか、この難題に引き続き我々は苦闘している。日本銀行としては、この面で、国民の皆様の期待に応えられるように、引き続き、知恵を出してまいりたい。「知恵を出してまいりたい」という意味は、日本銀行の最も有力な武器である金利機能が使えない状況に至っているということであるので、日本銀行の総力を挙げて知恵を絞り出し、それによって適切な対処をしていきたいということだ。それから、もう一つだけ申し上げると、日本銀行の仕事は、日本銀行単独ではできない。金融資本市場というものを舞台にして、その上で、金融機関とともにプレーをすることによって、初めて目指した成果が出るということである。ところが、日本の場合には、金融市場、資本市場について、21世紀において望まれる姿、展望はあるが、その方向への歩みが十分加速されていない。マーケットの整備が非常に重要な課題であると同時に、その上のプレーヤーが非常に傷んでいる、非常に士気も低いということがある。我々が一緒にプレーするプレーヤーの士気が低く、力も衰えているということは、政策効果を著しく削ぐリスクがある。これから私どもは、金融機関との対話ということを重視し、マーケットにより全面的に出てきてもらって、リスクをとってもらおう。そうでなければ、日本銀行の仕事も成り立たないと考えている。その辺の努力をしたい。金融政策の効果をこれからもっと高めていかねばならない。金利機能が今のところ封じ込められており、中央銀行にとっては両手が縛られているような闘いを強いられている状況である。流動性をより多く供給することによって、マネーサプライ増加につなげる、あるいは実体経済に対して

よい影響を与えていくということであるから、それは日本銀行が流動性を供給したその後の伝達経路が十分磨かれていないと目的を達成できない。お金は供給したけれど、金融部門の中で空回りする事態になる。これまでのところ、そういった状況がかなり現出しており、いわゆる「流動性の罟」にはまったような状況が続いているということである。

総裁就任から3営業日後の3月25日に、臨時金融政策決定会合⁽¹¹⁾と通常会合を開催し、3月31日までは日本銀行当座預金残高を15～20兆円、日本郵政公社が充足する4月1日以降は、17～22兆円程度になるように金融市場調節を行う決定をした。4月30日の通常会合においては、4月16日に設立された株式会社産業再生機構に担保貸付を行うことを考慮して、日本銀行当座預金残高の目標値を「22～27兆円程度」に引き上げた。日本経済が難題を抱えるなか、「金利機能が封じ込まれている、中央銀行にとって両手が縛られているような闘いを強いられている状況」で福井総裁は5年間の船出をしたのである。

白川は、2003年5月12日、揚村康夫・野村証券取締役、武内英史・三菱商事執行役員トレジャー、蓑田秀策・みずほコーポレート銀行執行役員ディストリビューション第一部長の、3人による「新たな企業金融への取り組み」をテーマにした座談会の司会をしている。

2004年1月29日、白川は、「金融調節に関する懇談会」で「国債市場と日本銀行」と題してスピーチを行っている⁽¹²⁾。

(15) 国際コンファレンスと*International Journal of Central Banking*理事

2004年7月5、6日の両日、金融研究所主催で「変貌する経済・社会・国際環境の下での持続的成長への挑戦」というテーマで第11回カンファレンスが開催された。その第2日目の総括パネル・ディスカッション：「持続的な経済成長と中央銀行」でのパネリストの一人であるビンセント・ラインハート（Vincent R. Reinhart）・連邦準備制度理事会金融問題部部長（Director, Division of Monetary Affair）の報告「対インフレ休戦後の和平確保にむけて」に対して、白川は「コメント」している。

1982年10月に設立された金融研究所が、第1回目の国際カンファレンスを開催したのは、1983年6月22日から24日までの3日間であった。テーマは、「現代に

における金融政策の役割」であった。ミルトン・フリードマンが「マネタリズム－言葉と実践」と題して、ジェームス・トービンが「不確実性の世界での金融政策」と題して基調講演を行っている。第11回コンファレンスでは金融研究所の海外顧問であるカーネギー・メロン大学のB. マッカラム (Bennett T. McCallum) が「貨幣の長期中立性と現代の政策分析」と題して基調講演を行っている。

2004年7月、白川は、*International Journal of Central Banking (IJC)*の理事に加わっている。*IJC*の発刊は、当時、アメリカの連邦準備制度理事会 (Fed) 副議長であったロージャー・ファガスン (Roger W. Ferguson Jr.) の発案により、彼と国際決済銀行 (Bank of International Settlement : BIS) の幾人かの人たちと当時連邦準備制度理事会理事であったバーナンキとの議論によって具体化したものである。2004年7月に、BISとヨーロッパ中央銀行 (European Central Bank: ECB) とG10の中央銀行がこの*IJC*の発刊を支援することを決めたのである。

*IJC*は、貨幣的安定および金融的安定に関連した研究に強調を置いた中央銀行理論やその実際に関する論文を掲載して、世界中の中央銀行の使命を反映する、政策に関連しかつ応用的な最良の研究を広め、中央銀行内外の研究者間のコミュニケーションを図ることを主たる目的として、2005年5月、その第1巻第1号が⁽¹³⁾公刊された。理事会はBIS、ECBとG10の中央銀行からの12名であった。編集部は、バーナンキを統括編集者 (managing editor) として4人の共同編集者 (co-editors) と⁽¹⁴⁾26人の準編集者 (associate editors) で構成されている。

2004年10月には、先に触れた『増補版 新しい日本銀行：その機能と業務』が有斐閣から発売されている。

11月1日、新しい銀行券が発行され始めた。銀行券偽造事件が急増してきているからである。1998年には807枚であった偽造券が2004年秋までに28,562枚も見られた。日本銀行は唯一の発券銀行として、支払完了性をもつ銀行券の偽造を監視し真札の流通を管理しているのである。

2005年2月、白川は、金融研究所が公刊している*Monetary and Economic Studies*に、共同で“Japan’s Deflation, Problems in the Financial System, and Monetary Policy”を発表している (Baba, et al, [2005])。

5月30、31日の両日、「望ましい経済政策を動機づけるための制度設計」とい

うテーマで第12回国際コンファレンスが開催された。白川は、総括パネル・ディスカッション：「マクロ経済政策と中央銀行」において、ECBのフルフギング・シル（Wolfgang Schill）、サンフランシスコ連邦準備銀行総裁・ジャネット・イエレン（Janet L. Yellen）とともにパネラーとして報告している。指定討論者は、マッカラムとカルフォルニア大学バークレー校のモーリス・オブストフェルド（Maurice Obstfeld）であった。

11月24日、25日の両日、東京大学金融教育センターと日本銀行調査統計局共催第1回コンファレンスが開催された。白川は、24日、その第2セッション「実質成長率の長期低迷（金融面のインパクト）」の座長を務めている。25日には第4セッション「総括討論」において、福田慎一・東京大学教授、西村清彦・日本銀行審議委員、早川英男・日本銀行調査統計局長とともにパネラーとして参加している。

11月29日、白川は、「金融調節に関する懇談会」で「短期金融市場と日本銀行」と題してスピーチを行っている。

（16）量的緩和の解除：金融政策手段としての金利の復活

2006年3月8、9日の金融政策決定会合では、金融市場調節の方針を、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ％で推移するよう促す」ように変更した。これは、金融政策の手段としての金利の復活であり、量的緩和の解除であった。その後、政策金利の誘導目標は、2006年7月14日には「0.25%前後」に、2007年2月21日は「0.5%前後」に引き上げられた。

6月1日、2日、第13回国際カンファレンスが「低金利環境下における金融市場と実体経済」というテーマのもとに開催された。白川は、総括パネル・ディスカッション：「低金利下における金融市場と実体経済」において、スウェーデン・リクスバンクのスティファン・イングヴェス（Stefan Ingves）、ニューヨーク連邦準備銀行のクリスティン・カミング（Christne Cumming）、ECBのルクレチア・ライヒリン（Lucrezia Reichlin）とともにパネラーの一人として報告をしている。指定討論者は、マッカラムとオブストフェルドであった。

6月14、15日には、白川にとって最後となる政策委員会に出席した。

2006年7月、白川は、ほぼ34年間、勤務した日本銀行を後にして、京都大学公共政策大学院教授となった。東京大学の金融教育研究センターの客員研究員も兼

務である。

(17) 日本銀行総裁の資質

2008年3月19日、後任総裁が決まらないまま、福井総裁は退任した。福井総裁は退任記者会見で次のように述べている。

5年間を振り返って、日本銀行の政策委員会および執行部のマシンは非常によく回ったと感じております。私自身は、このマシンのエンジン音をいつも確かめながら、専ら前を向いて全力投球、全力疾走してきたと感じています。5年前に着任した時の日本の経済・金融の姿と現在の経済・金融の姿は異なっています。少なくとも経済については、前向きな循環メカニズムが作動するようになっており、外からのショックに対する頑健性が増してきています。金融についても、金融機関の健全性は回復し、政策金利はまだ低いのですが金融市場も金利機能がきちんと働くようになってきています。最近のサブプライム住宅ローン問題を発端とするグローバルな金融市場の変動や海外経済から起こってきているダウンスайдリスクが日本経済にどの程度影響があるかを、金融市場はきちんと映し出して私どもに見せてくれるようになってきています。その程度には状況は改善してきていると思っています。当面は、日本経済あるいは日本の金融資本市場が、グローバルなリスクを上手く吸収していけるような正確な判断と対応が必要となります。金融についても、より適正な資源配分機能が発揮できるような金融市場に仕上げていかなければなりません。課題はいっぱい残っています。従って、長期的な課題を明確に設計し、政策委員会および執行部の組織のエンジンの音をより高くしながら、是非、強力に引っ張ってってもらいたいと思います。私は、5年間、日銀総裁の役割を果たさせて頂いて、日銀総裁という仕事はやりたくてやるものではない、とつくづく感じます。5年前に着任した時の日本経済、日本の金融というのは、本当にどこに出口を見出していか思い悩むような状況でした。おまけに着任の日にイラク戦争が始まるという、いわば非常時対応から物事を始めました。そのことを思い起こしてみますと、私の任期中にいわずに量的緩和から脱却できるのか、このことすら考えると恐ろしいという気持ちで仕事を始めたわけです。従いまして、3年ほど経過した時点で量的緩和

から脱出し、新しい金融政策のフレームワークというものを打ち立てることができ、その後、政策金利の水準は低いけれども金利機能がしっかりと働くマーケットというところまでなんとか漕ぎつけた、ということが印象に残っています。金融政策というものは一連のものであっていつかピリオドを打つというものではない。人口が減り、少子高齢化が進み、財政再建についても重い課題がある、といった日本の状況を考えますと、改革を進めできるだけ広い範囲で生産性を上げる、といったように経済の仕組みを変えていく以外に、世界的な厳しい生存競争に打ち勝っていけるようなたくましい構造をつく方法しかないのではないかと思います。時間的余裕がどの程度あるのか認識を共有し、前向きな努力を刺激し合うような社会の仕組みが必要ではないかと思っています。日本はかなり豊かになっていますから、しばらくは大丈夫ではないかといった気持ちどこかにあるという気がしないでもないのですが、そうしたことではいずれ競争に負けるリスクがあると思います。（次期総裁としての資質は）通貨価値の安定に対する強い決意、市場を愛する心、市場を大切にする心、グローバルな時代ですので、グローバルな視野をしっかりと持った人、政策委員会を民主的に運営できる人、そうしたことができる人であれば、どのような出自であるかは関係ないと思います。

福井総裁が退任した翌日の、3月20日、白川は、日本銀行副総裁に任命された。総裁不在のままである。白川が第30代日本銀行総裁に任命されたのは2008年4月9日であった。このようにして、日本銀行の金融政策運営のかじ取りは白川方明・第30代総裁に引き継がれたのである。

4. 託された舵

白川氏が日銀に入行する前の1971年8月15日にはニクソン大統領は長く続いた金とドルとのリンクを断ち切った。入行後の1973年2月14日には固定相場制から変動相場制へと国際通貨制度は変更された。1ドル＝360円であった為替レートは今や1ドル＝80円台である。国際決済通貨としてはドルだけでなく1999年につくられたユーロの台頭が著しい。中国、インドをはじめ新興市場国の経済成長は大きい。戦後の国際政治の枠組みであった冷戦構造は1990年のドイツ連邦共和国

とドイツ民主共和国の統一によって急速に崩壊していった。1973年、1979年の2度にわたるいわゆる「オイルショック」も経験した。原油価格は1960年代は1バレルが1ドルであったものが今では100ドルを超える事態も経験した。

わが国経済も大きな変貌を遂げた。1964年の東京オリンピック、1970年の大坂万博の開催を経て日本は高度経済成長を遂げ、1968年にはGNP水準が世界第2位になった。外貨準備高も2009年10月末現在で1兆576億ドルにまでなった。73年、74年は消費者物価指数、卸売物価指数とも2ケタの上昇率というインフレーションも経験した。80年代後半の資産価格の上昇と下落を経験した。バブルの崩壊以後わが国は低成長を続け、失業率も上昇し、不況が長期化している。財政規模は、2009年度当初予算で88兆円を超えるが、33兆円の国債発行によって支えられている。国債累積額は600兆円に迫る勢いである。マクロ経済政策としての財政政策の自由度は極めて小さい。さらに金融政策を見ても、1999年12月12日には政策金利はゼロ%となり、日本銀行は伝統的な政策手段を失い、2001年3月19日には非伝統的手段である量的緩和を実施した。2006年3月9日には量的緩和を解除して、金利政策の復活を果たした。けれども、2009年12月1日には、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%に引き下げた。金融政策の自由度も少ない。

白川氏が日銀に入行した時からこれまで8人の総裁が金融政策のかじ取りをした。1998年4月1日には日本銀行に「独立性」を与える新日本銀行法が施行された。金融市場のグローバル化の進展に伴い、世界の経済の相互依存関係が広く深く複雑に絡み合っている現在において、どの国も金融政策運営には困難を極める。わが国も速水優日銀総裁の言葉をかりれば「海図なき航海」に出発する船のようである。たとえ海図があっても、大波が次々打ち寄せる、嵐の中を漂いながらも、かじを確保するのに精一杯だという、思いをもたざるを得ない。

白川方明氏が、日本銀行での様々な仕事を「経験」しながら身につけた、いわばセントラルバンカーとしての「感覚」や理論的理解を基にした「判断」が、今後のわが国の金融政策運営に如何に生かされていくのか。我々は「期待」と共に「同じ船に乗る国民」として今後とも、日本銀行の金融政策運営を「注視」していくことが重要であると思われる。

注

- (1) 日本銀行法第23条には、「総裁及び副総裁は両議院の同意を得て、内閣が任命する」となっている。第2項は「審議委員は、経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する」となっている。総裁と2名の副総裁さらに6名の審議委員で構成される政策委員会で金融政策が決定される。従って、政策委員会のメンバーがいかなるバックグラウンドを持っているかは、具体的な金融政策決定上の質に影響する。筆者は、そのような観点からこれまで、アメリカの金融政策決定に影響を与える、グリーンズパンやバーナンキやミシュキンの経歴をたどってきた。本稿は同じ問題意識の延長線にある[土井[2005]、[2006a]、[2006b]、[2008] 参照]。

岩田規久男は次のように書いている。「二〇〇八年三月に、日銀の総裁選びを巡って与野党が対立した際に、与党案に対して野党が反対したが、その反対理由は、『財務省OBだからダメ』とか『経済財政諮問会議で、構造改革を推進したからダメ』といったもので、『経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験のある者』という日本銀行法に規定された人選の精神と相容れないものだった。日銀の金融政策は総裁・副総裁と六名の審議委員の多数決によって決まる。しかし、わたしは寡聞にして、審議委員に選ばれた人が初の記者会見で『デリバティブなんて知りませんが、これから勉強します』などと言っているにもかかわらず、新聞やテレビなどが、その審議委員が果たして、『経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験のある者』に該当するかどうかを記事にした、という話を聞いたことがない。これは日本の新聞やテレビはだれが審議委員になるかにまったく興味がないか、あるいは、審議委員の能力を判断できるほどの知識を持っていないかのいずれかであることを示している。本当にこんな状態で、日銀に金融政策を任せっ切りにして大丈夫なのだろうか。本書が検討しようとするのは、まさに、この疑問である」(岩田[2009]、9-10頁)。

- (2) 日銀法第2条は「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」と規定されている。「通貨及び金融の調節」が金融政策である。
- (3) 日銀法第3条1項では「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」と規定しており、第4条では「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」と規定して

いる。第34条では「日本銀行は、我が国の中央銀行として、前条第1項に規定する業務のほか、国との間で次に掲げる業務を行うことができる」として「一、財政法（昭和二十二年法律第三十四号）第5条ただし書の規定による国会の議決を経た金額の範囲内において担保を徴求することなく行う貸付け、二、財政法その他財政法第5条ただし書の規定による国会の議決を経た金額の範囲内において行う国債の応募又は引受けの国の会計に関する法律の規定により国がすることが認められる一時借入金について担保を徴求することなく行う貸付け、三、財政法第5条ただし書の規定による国会の議決を経た金額の範囲内において行う国債の応募又は引受け」と規定している。

「財政法第5条ただし書」とは「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」というものである。累積赤字を抱える政府にとって「無担保で国債を日銀に引き受けさせることができる」規定は魅力的である。しかしながら、金融政策にとっては危険な条項である。特に議院内閣制をとっているわが国にあっては、選挙で多数党となった党から内閣総理大臣が選ばれ、内閣をつくる政治システムにあるので、行政権と立法権は密接に関係し合っている。日本銀行に「独立性」を与えたのは国会（立法府）である。しかしながら、政府（行政府）が赤字国債を日銀に引き受けさせることは、国会の議決によって可能である。時の政府と国会の理解がなければ日本銀行の「独立性」は維持できない。1997年6月に決定され、1998年4月1日に施行された新日本銀行も国会で改正されうるのである。日本銀行の「独立性」を保持し、国民生活に大きく影響を与える金融政策を適正なものにしていくための担保は何であろうか。日本銀行に与えられた「独立性」は、万全なものではなく、脆弱なのだと思う。だからこそ、われわれが、日本銀行の金融政策運営への関心と理解を深めることが、大切になるのである。日本銀行の「独立性」を守っていくためには日本銀行が「国民」に対して様々な情報発信をすることによって「透明性」を高める努力を務めるのはもちろんであるが発信された情報を理解力することは「国民」の課題であり、その理解力を高めるためにこそ「金融教育」が必要になってくるのだと思われる。

- (4) 日本銀行と大蔵省の出身者が交互に日銀総裁に就くといういわゆる「たすき掛け人事」の慣行は、2003年の福井俊彦総裁が日銀出身である速水優総裁を引き継ぐまで続いた。
- (5) 国際局というのは「外国中央銀行・国際機関との連絡・調整、外国中央銀行等の円資産運用及び国際金融支援に関する業務、本行保有外貨資産の運用、海外経済・国際金融に関する調査・

- 分析、国際収支統計等の作成」をその仕事としている。
- (6) 本論文は、日本銀行金融研究所発行の『金融研究』第18巻第3号（1999年8月）に所収されている。その時の所属は、白川は金融市場局、翁と白塚は金融研究所となっている。
- (7) 日銀法第3条（日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保）は次の通りである。「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。2日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない」。
- (8) これは、2000年5月、*IMES Discussion Paper Series 2000-J-11*として公刊されている。その時の肩書きは、白川が金融市場局審議役、翁が金融研究所長、白塚が金融研究所研究第1課調査役である。
- (9) 以後、2006年6月14日まで、96回、金融政策決定会合に出席している。
- (10) 1958年、東京大学法学部を卒業後日本銀行に入行し、1989年に理事、94年に副総裁に就任した。98年に副総裁を退任後、富士通総合研究所理事長、2001年経済同友会副代表を務め、2003年に日本銀行総裁に就任したのである。
- (11) 日本銀行の政策運営の透明性から、金融政策決定会合の日程はあらかじめ決めてあるので、臨時会合は「例外中の例外」であり、「今日がほとんど唯一の例外と思って頂きたい」と、当日の記者会見で述べている。
- (12) 「金融調節に関する懇談会」は、日本銀行のオペ先とのコミュニケーションを深めるために、2000年3月にスタートした。白川はこの会合に何度も参加している。
- (13) 2005年9月発行の第2号からは理事会のメンバーは30名になっている。新たに18の中央銀行がスポンサーに加わったのである。
- (14) パーナンキは*IJBC*の第1巻第2号（2005年9月）では肩書は「大統領経済諮問委員会（Council of Economic Advisors）」となっている。第1巻第3号（2005年12月）からは、スタンフォード大学のジョン・テラー（John B.Taylor）が統括編集者になっている（第3巻第4号〔2007年12月〕まで）。共同編集者には、1998年4月から日本銀行審議委員を務める植田和男が東京大学という肩書で加わっている（第4巻4号〔2008年12月〕まで）。協力編集者には東京大学の伊藤隆敏が加わっている（最新刊である第5巻第1号〔2009年3月〕にも伊藤の名がある）。

参考文献

- (1) 揚村康男・武内英史・蓑田秀政策・白川方明 [2003]、 「(座談会) 新たな企業金融への取り組み」『にちぎんクオターリー』 夏季号 (6月25日)。
- (2) Baba, N., Nishioka, S., Oda, N., Shirakawa, M., Ueda, K., Ugai, H., [2005], “Japan’s Deflation, Problems in the Financial System, and Monetary Policy”, *Monetary and Economic Studies*, Vol.23, No.1 (Feb.), pp. 47–111.
- (3) 土井省悟 [2005a]、 「金融政策と経済学者」、 『四国学院論集』 第116号 (3月)、 77–109頁。
- (4) 土井省悟 [2006b]、 「アラン・グリーンズパン」、 『四国学院論集』 第119号 (3月)、 45–68頁。
- (5) 土井省悟 [2007]、 「ベン・シャローム・バーナンキ」、 『四国学院論集』 第120号 (7月)、 109–146頁。
- (6) 土井省悟 [フレデリック・S. ミシュキン]、 『四国学院論集』 第125号 (3月)、 9–47頁。
- (7) 土井省悟 [2007]、 「インフレーション・ターゲティングと日本銀行の『新しい金融政策の枠組み』」、 四国学院大学大学院社会学研究科委員会『社会学研究科紀要』 第7号 (3月)、 1–23頁。
- (8) 速水優 [2000]、 『「物価の安定」と金融政策」 (3月21日・内外情勢調査会における講演)。
- (9) 岩田規久男 [2009]、 『日本銀行は信用できるか』、 講談社。
- (10) 小宮隆太郎 [2008]、 「私の履歴書」、 『日本経済新聞』、 12月1日–31日。
- (11) 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。
- (12) 香西泰・白川方明 [2000]、 「[対談]バブル経済の経験から学ぶべき教訓とは」、 『にちぎんクオターリー』 秋季号、 9月25日。
- (13) 香西泰・伊藤修・有岡律子 [2000]、 「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』 第19第4号 (12月)、 217–260頁。
- (14) 香西泰・伊藤修・白川方明・翁邦雄・白塚重典 [2000]、 「(座談会) バブル期の金融政策」、 『金融研究』 第19第4号 (12月)、 323–343頁。
- (15) 香西泰、白川方明、翁邦雄編、2001、 『バブルと金融政策』、 日本経済新聞社。
- (16) 前川春雄 [1982]、 「金融研究所の発足に寄せて」『金融研究』 第1巻第1号 (10月)、 1–2頁。
- (17) 増淵稔 [2001]、 「物価と金融政策：中央銀行の視点から」 (4月19日・「物価に関する研究

- 会」第1回会合における冒頭スピーチ)。
- (18) 日本銀行 [2000]、『『物価安定』についての考え方』、10月。
- (19) 日本銀行発券局 [2004]、「日本銀行券の改刷」、『日本銀行調査季報』秋号 (10月)、1-11頁。
- (20) 日本銀行企画室 [2000a]、「諸外国におけるインフレ・ターニング」、6月。
- (21) 日本銀行企画室 [2000b]、「米国連邦準備制度および欧州中央銀行の『物価安定』について
の考え方」、9月26日。
- (22) 日本銀行金融研究所編 [2004]、『増補版 新しい日本銀行：その機能と業務』、有斐閣。
- (23) 鹿野嘉昭 [2001]、『日本の金融制度』、東洋経済新報社。
- (24) 翁邦雄・白川方明・白塚重典 [2000]、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の
経験とその教訓」(IMES Discussion Paper Series 2000-J-11)、5月。
- (25) 篠塚英子 [2000]、「物価安定の達成に向けて」(10月25日・日本経済研究センターにおける
講演)。
- (26) 白川方明 [1979a]、「消費貯蓄を巡る経済理論についてーライフ・サイクル仮説とその応用ー」
、日本銀行特別資料室、『研究資料』(54) II-4、1979年6月。
- (27) 白川方明 [1979b]、「マネタリー・アプローチについて」、『金融研究資料』第3号 (8月)、
1-23頁。
- (28) 白川方明 [1979c]、「マネタリー・アプローチによる国際収支・為替レートの実証分析わが
国のケースを中心に」、『金融研究資料』第3号 (8月)、25-56頁。
- (29) 白川方明 [1979d]、「外国為替市場における期待形成について」、『金融研究資料』第3号
(8月)、57-87頁。
- (30) 白川方明 [1979e]、「『合理的期待』仮説についてー金融政策へのインプリケーションを中心
にー」『金融研究資料』第4号 (9月)、1-32頁。
- (31) 白川方明 [1999a]、「日本の国債市場の機能向上に向けて」(金融市場局ワーキングペーパー
シリーズ99-J-3、6月1日)。
- (32) 白川方明 [1999b]、「市場流動性の低下：国際金融危機の教訓」(1999年ISDA [International
Swaps and Derivatives Association] 東京会合、10月21日開催、講演)(金融市場局ワー
キングペーパーシリーズ99-J-6、10月22日)。
- (33) 白川方明 [2000]、「金融政策は構造政策までは代替できない」、『週刊ダイヤモンド』1月29
日号。

- (34) 白川方明 [2001a]、「ゼロ金利制約とB/S調整下の金融政策」、『Economics & Policy』東洋経済新報社第5号（夏号）、39-52頁。
- (35) 白川方明 [2001b]、「物価の安定を巡る論点整理」（9月21日・「物価に関する研究会」第3回会合における報告資料）。
- (36) 白川方明 [2004a]、「国債市場と日本銀行」（1月29日『金融調節に関する懇談会』におけるスピーチ）。
- (37) Shirakawa, Masaaki [2004b], “Comment on ‘Securing the Peace after a Truce in the War on Inflation’ by Vincent R. Reinhart”, *Monetary and Economic Studies (Special edition)*, Vol. 22, No. S-1 (Dec.), pp.208-215.
- (38) 白川方明 [2005a]、「短期金融市場と日本銀行」（11月29日『金融調節に関する懇談会』におけるスピーチ）。
- (39) Shirakawa, Masaaki [2005b], “Panelist’s Remark”, *Monetary and Economic Studies (Special edition)*, Vol.23, No.S-1 (Oct.), pp.243-248.
- (40) 白川方明 [2006a]、「パネリスト報告」、『金融研究』第25巻第4号（12月）、125-134頁。
- (41) 白川方明 [2008]、『現代の金融政策—理論と実際』、日本経済新聞社。
- (42) 白川方明・香西泰 [2000]、「(対談) バブル経済の経験から学ぶべき教訓とは」『にちぎんクオータリー』秋季号（9月25日）。
- (43) 白川方明・翁邦雄・白塚重典 [1997]、「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」（IMES Discussion Paper Series 97-J-15、11月）。
- (44) 高橋洋一 [2009]、『この金融政策が日本経済を救う』、光文社。