

2011年4月の金融政策決定会合

土井 省悟[†]

— 目 次 —

1. はじめに—本稿の目的
2. 政策委員会
3. 金融政策決定会合
4. おわりに—Q-JEMの登場

キーワード：『展望レポート』、東日本大震災、Q-JEM

1. はじめに—本稿の目的

2011年3月30日、日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』の初版が刊行された。本書は、2000年に、さらには、その増補版が2004年に刊行された『新しい日本銀行：その機能と業務』を引き継ぐものである。「日本銀行の機能と業務を理解するために、日本銀行が実際に行っている業務の解説に焦点をあてている点」は、当然ながら、2004年版と変わりはない。本書が2004年版と大きく異なるのは「金融政策運営の枠組みや、日本銀行の最高意思決定機関である政策委員会についての説明を拡充している」ことである⁽¹⁾（1頁）。実際、2004年にはなかった「政策委員会」の章を立てている。本稿は、政策委員会がどのようにして金融政策の決定をして行くのか、金融政策決定会合でのプロセスを追っていくことに

[†] DOI, Shougo 本学社会学部教授

よって、わが国の金融政策の理解に資することを目的としている。

2. 政策委員会

わが国の金融政策は、毎月1、2回開催される金融政策決定会合で決定される。⁽²⁾ 政策委員会のメンバー（Board Member）である総裁と2名の副総裁、6名の審議委員による多数決によって決定される。政策委員会で決定されたことの執行責任者は、総裁と副総裁であるが審議委員は執行にかかわらない。政策委員会は、金融政策を決定するばかりでなく、人事、給与等の日本銀行の組織にかかわるすべての決定機関である。金融政策は月1、2回開催される会合で決定されるが、それ以外の案件については週2回開催される「通常会議」で決定される。内閣によって任命された審議委員は常勤である。金融政策の決定は会合終了後、直ちにその内容が公表され、3時30分から、総裁の記者会見が行われる。総裁は、決定内容とその判断根拠を説明し、記者の質問に答える。金融政策決定会合の「議事要旨」が次の金融政策決定会合で審議決定されてその2営業日後に公表される。発言者の名前を明示した「議事録」は10年後に、公表されることになっている。⁽³⁾

3. 金融政策決定会合

(1) 会合前準備

須田 [2002] によれば、金融政策決定会合の2営業日前までに、金融政策決定会合の招集通知と説明資料が配布される。この説明資料は、日本銀行のスタッフが金融経済情勢に関する分析をまとめたものである。この説明資料は議事録とともに公表される。各審議委員は、図表を含めた大部の「事前資料、また、それまでの間に外部の有識者と意見交換した内容やその他の調査資料などを十分に検討して、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する考えを概ね固める」(13頁)。

審議委員を含め政策委員会メンバーは日本銀行の常勤の役員であるから日本銀行の保有しているリソース（資源）を利用できる。日本銀行は、様々な調査・研究をしており定期的に各種のレポートを作成している。これらは政策委員会メンバーの手元に届けられているものと考えられる。会合の前には、委員会のメンバー

が集まって議論することはできないので、委員会の各メンバーは様々な資料を、別々に勉強・検討してから会議に臨むわけである⁽⁴⁾（須田 [2004]、6頁）。

（2）『展望レポート』

日本銀行は毎月『金融経済月報』を公表している。4月と10月には『経済・物価情勢の展望』（以下『展望レポート』と略す）を公表している（表1参照）。

『展望レポート』は金融政策決定にとって特に重要である。『展望レポート』は、「基本的見解」、「背景説明」、「参考計数」との3つの部分で構成されている。「基本的見解」には、わが国経済の2、3年先の、相対的に蓋然性の高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）とこうした見通しに対する上振れ要因・下振れのリスク要因が検討されそれらが「政策委員の大勢見通し」と「リスク・バランス・チャート」として明示されているからである。4月と10月の金融政策決定会合では『展望レポート』の「基本的見解」の文章表現が検討され、会合の翌営業日の15時に公表される。「背景説明」と「参考計数」を含む『展望レポート』の全文は会合日の2営業日後の14時に公表される。

7月と1月には、4月と10月の『展望レポート』における「中心的見通し」と「リスク要因」を検討して、その結果を「中間評価」として、決定会合後直ちに公表される。金融政策の効果は、1～2年後に現れると考えられるから、常に少し先をみていなくてはならない。つまり金融政策はforward-lookingでなければならない。

その意味で、政策委員会が先行きをどのように見ているのかは金融政策変更についての予想を与える。将来の金融政策の見通しがつくことは将来の金利動向の見通しを立てやすくなり、それが、企業の設備投資や家計の住宅投資等の意思決定の際に安心感をあたえる。金融政策決定会合は毎月1、2回開催されるのであるから、原理的には、決定された金融政策（オーバーナイト金利の目標）の有効期間は4週間ないし2週間である。しかしながら、3か月ごとに向こう3年程度の「見通し」が与えられることは、経済の将来動向に安定性を与えることになるものと考えられる。リスクと不確実性に満ちた「この世」の先行きを確実に長期間見通すには限界があるのだから、3年程度であっても、政策委員会の見通しは有益であると考えられる。

表1 金融政策決定会合等の日程（2011年1月～12月）

2011年	会合開催日	「議事要旨」公表日	『経済・物価情勢の展望』		『金融経済月報』 公表日
			基本的見解 公表日	全文 公表日	
1月	24日(月)・25日(火)	2月18日(金)	中間評価あり		26日(水)
2月	14日(月)・15日(火)	3月17日(木)			16日(水)
3月	14日(月)	4月12日(火)			15日(火)
4月	6日(水)・7日(木)	5月9日(月) 5月25日(水)	28日(木)	29日(金)	8日(金)
5月	28日(木)	6月17日(金)			23日(月)
6月	19日(木)・20日(金)	7月15日(金)			15日(水)
7月	13日(月)・14日(火)	8月10日(水)	中間評価あり		13日(水)
8月	11日(月)・12日(火)	9月12日(月)			8日(月)
9月	4日(木)・12日(金)	10月13日(木)			8日(木)
10月	6日(火)・7日(水) 27日(木)	11月1日(火)	27日(木)	28日(金)	11日(火)
11月	15日(火)・16日(水)				17日(水)
12月	20日(火)・21日(水)				22日(木)

(出所) 日本銀行ホームページ (http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/index.htm/#p01)
より作成。

(3) 2011年4月開催金融決定会合

表2は、2011年4月6日（14：00～16時47分）と4月7日（9：00～13：05分）の2日間にかけて開催された金融政策決定会合と4月28日に（9：00～13：26分）開催された2回の金融政策決定会合における議事の項目を記したものである。表に示された項目のうち東日本大震災にかかわる部分はこの2回の決定会合での特別な議題である。それらを除いた項目が通常の金融政策決定会合の議題である。4月6、7日開催分の「議事要旨」は5月9日8時50分に、4月28日開催分のそれは5月25日8時50分に公表されている。前者は、日本銀行のホームページからダウンロードするとA4で18頁、後者もA4で17頁である。「議事録」は10年後に公表されるので、議事の内容の詳細はわからない。⁽⁵⁾以下では、「議事要旨」をもとに、金融政策決定会合がどのように進むかを見て行こう。

a. 2011年4月6、7日開催

出席者は、総裁、2名の副総裁、審議委員6名、政府からは財務省2名、内閣府2名であった。さらに、執行部からの報告者として4名の理事を含む11名と事務局として5名が出席している。

「議事要旨」によれば、決定会合は最初に、金融経済情勢等についての報告が執行部からなされている（表2参照）。今回は、2011年3月11日に発生した東日本大震災による金融情勢の項があるが、通常は、「最近の金融市場調整の運営実績」、「金融・為替市場動向」、「海外金融経済情勢」、「国内金融経済情勢」の順で事前に配布されている資料に基づいて説明がなされる。それぞれの説明が終わるたびに、説明に対して質疑応答がなされる。執行部からの説明と質疑応答は「議事要旨」には報告されていない。執行部からどのような報告がなされ、どのような質疑応答がなされたかは10年後に公表される「議事録」で分かる。

次に「金融政策決定会合のクライマックスと言っても過言ではない」（須田[2004]、13頁）「金融経済情勢および当面の金融政策運営の方針」に関する政策委員会メンバー間の本格的な討議が始まる。どのような討議がなされたか、誰がどのような意見を述べたかは、10年後に公表される「議事録」で明らかになる。当該金融政策決定会合での討議の概要は「議事要旨」で知ることができるけれども、それが審議委員の誰の発言であるかを知ることにはできない。金融政策決定会合の審議時間は、長時間にわたるので、「議事要旨」から当該金融政策決定会合の議論を詳細に把握することはできない。ちなみに2000年12月15日の金融政策決定会合の審議時間は6時間4分であった（梅田[2011]、19頁）。

議事録では発言者の氏名が明示されているが、「議事要旨」では発言者の氏名はない。2011年4月6、7日の「議事要旨」によれば、「多くの委員は」、「複数の委員は」、「何人かの委員は」、「ある委員は」、「別のある委員は」という主語に続いて、「・・・を指摘した」、「・・・と述べた」、「・・・との認識を示した」、「・・・との見方を示した」、「・・・との問題意識を示した」、「・・・との意見を述べた」、「・・・を挙げた」、「・・・を付け加えた」と記されている。もちろん全員一致の場合は、「委員は・・・との認識（見方、方針）で一致した（共有した、確認した）」と記されている。

表2 金融政策決定会合「議事要旨」の構成

2011年4月6、7日開催分（2011年4月9日公表）	2011年4月28日開催分（2011年5月25日公表）
（開催要領） I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告概要 1. 被災地の金融情勢 2. 最近の金融市場調節の運営実績 3. 金融・為替市場動向 4. 海外金融経済情勢 5. 国内金融経済情勢 （1）実体経済 （2）金融環境 II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要 1. 経済情勢 2. 金融面の動向 III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要 IV. 政府からの出席の発言 V. 採決 VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討 VII. 議事要旨の承認	（開催要領） I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告概要 1. 最近の金融市場調節の運営実績 2. 金融・為替市場動向 3. 海外金融経済情勢 4. 国内金融経済情勢 （1）実体経済 （2）金融環境 II. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要綱」の制定等に関する執行部からの報告の概要 III. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要 1. 経済情勢 2. 経済・物価情勢の展望 IV. 「中長期的な物価安定の理解」の点検 V. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要 VI. 政府からの出席者の発言 VII. 採決 1. 「資産買入等の資金」の増額に関する件 2. 金融市場調節の方針 3. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要綱」の制定等に関する件 VIII. 「経済・物価情勢の展望」の決定 VI. 議事要旨の承認

（出所）日本銀行ホームページ（http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minu_2011）より作成。

公的文書であるから、誤解のないようにその表現や言葉遣いを慎重に検討した結果、このような定型表現が使われるのは当然であろう。したがって、「議事要旨」からはある特定の政策委員が一貫した意見を述べているのだとか、認識や見方を同じくする政策委員がどれほどいるのかは分からない。それぞれの政策委員が自らの情報と見識を持って意見を述べ合い、議論をしていく中で共通の見解に達しているのだということを推察することができるだけである。けれども、金融政策を9名の政策委員の合議によって決定するいわゆる「委員会方式」は総裁一人で決定する場合よりも、多様なバックグラウンドを持った人々の持つ様々な知識や意見が委員会の場に出されて議論することによって各委員が刺激を受け互い

にチェック・アンド・バランスを働かせることにより、正しい決定に達する可能性が高まると同時に、金融政策決定の正当性が高まり、その結果金融政策への信認が向上し、金融政策の効果が期待できるという点も忘れてはならない⁽⁷⁾（白川[2008]、112-113頁）。

b. 2011年4月28日開催

本決定会合では、震災関係の案件以外では、通常の金融政策決定会合と同様のプロセスで審議はすすんでいった。4月6、7日の会合と異なるのは、『展望レポート』（4月29日公表）の検討がなされていることである。『展望レポート』では、①向こう3年間の、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心の見通し」）と、②その見通しのもとで物価安定下での持続的な成長の経路をたどっているかどうかという観点（「第1の柱」）からの検討と、③やや長期的な視点から様々なリスク要因を検討して、物価安定のもとでの持続的成長経路をたどると見込まれるか（「第2の柱」）との点検を行っている。

今回の「中心の見通し」と第1と第2の柱による検討は震災の影響を政策委員会がどう見ているかを示している。

(i) 政策委員の「中心の見通し」

第3表は、政策委員の大勢見通しのうち中央値を示したものである。

第3表 2010～2012年度の政策委員の大勢見通しの中央値

	2010年度			2011年度			2012年度		
	1月時点 (%)	4月時点 (%)	見通しの 変化 (%ポイント)	1月時点 (%)	4月時点 (%)	見通しの 変化 (%ポイント)	1月時点 (%)	4月時点 (%)	見通しの 変化 (%ポイント)
実質GDP	+3.3	+2.8	-0.5	+1.6	+0.6	-1.0	+2.0	+2.9	+0.9
国内企業 物価指数	+0.5	+0.7	+0.2	+1.0	+2.2	+1.2	+0.7	+0.6	-0.1
消費者 物価指数 (除く生 鮮食品)	-0.3	-0.3	±0.0	+0.3	+0.7	+0.3	+0.6	+0.7	+0.1

（出所）『経済・物価情勢の展望（2011年4月）』（2011年4月29日公表）の（参考1）の表より作成。

4月28日開催の決定会合で決定された「基本的見解」は次のように述べている。

「わが国経済は、2011年度前半は、下押し圧力が強い状況が続いた後、年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるもとで、年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い。2012年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる」。

つまり、経済情勢の先行きの中心的な見通しは、震災による影響は、震災前の1月時点の見通しが+1.6%であったが震災後の4月時点では+0.6%と予測されていることから、震災の影響は実質GDPの成長を1.0%ポイント引き下げる規模であると予測されているのである。2012年度は、震災前の1月時点での見通しが+2.0%であったが、震災後の4月時点での見通しは、+2.9%となっており、経済成長率は加速する、と予測されている。

一方、先行きの物価を巡る環境を展望すると、「国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとで、国際商品市況の上昇を反映し、見通し期間を通じて上昇が続くと見込まれる。消費者物価についても、国際商品市況の上昇の影響がラグを伴いつつ波及すると考えられる。加えて、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定から、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる」、というのが「基本的見解」である。

つまり、国内企業物価指数は震災の影響によって、2011年度は上昇する。1月時点での見通しが+1.0%であったものが4月時点では+2.2%と見込まれ、1.2%ポイントの上昇となっている。けれども、2012年度には、上昇率は下落する。消費者物価指数は、波及のラグを考えると2010年度には、見通しを変えるものではないが、2011年度には、0.3%ポイント加速すると予測されている。2012年度は0.7%の上昇が続くと見込まれている。

（ii）スタグフレーションと金融・財政政策

このような、生産と物価の先行き見通しを説明するために、『展望レポート』は通常の需要・供給曲線を用いている（「図表48」）。それによれば、震災の影響

は、①広範囲に及ぶ被災地域で多くの資本設備が失われ、②全国的に、材料・備品調達の困難化からサプライチェーンの大きな障害が生じ、さらには、③電力不足の問題が、供給面の制約となり、④一部の生産活動が大きく低下し、輸出や国内向けの集荷・販売に大きな影響が及んでいることに見られるように、震災の第一次的影響は供給曲線の左方シフトとして表わされる。需要曲線が変化しないなら、物価上昇と生産減少が同時に生じるスタグフレーション⁽⁸⁾となる。2011年度はスタグフレーションの年である（第3表参照）。

生産の減少は、所得・支出の減少を引き起こし、失業の悪化をもたらし、さらには、先行き不安から需要が一段と減退する。これは需要曲線の左方シフトを引き起こし、物価の下落と生産（産出）のさらなる減少が生じる。デプレッションの深化である。このような状況に対して、供給曲線と需要曲線の右方シフトをもたらす対策が必要である。

金融政策は、供給曲線ではなく需要曲線に影響を及ぼす。金融政策としてなしうることは、財やサービスへの人々の需要が有効需要となるための資金的環境を整備することであり、家計や企業や政府や外国といった経済主体による需要増加をとん挫させないために、資金的制約を除去しておくことである。政府も震災後の影響を緩和し、復興へ向けて様々な政策をとることによって、復興需要を喚起する。これらの金融・財政政策が効果をもたらすことによって、需要曲線が右にシフトする。需要曲線の右シフトは生産の増加と物価水準の上昇をもたらす。この効果が2012年度に表れてくる、と政策委員会は予測しているのだと考えられる（第3表参照）。

しかしながら、『展望レポート』は次のように注意を喚起している。

「現在の経済活動の落ち込みは、企業や家計のマインド悪化による面もあるが、基本的には供給面の制約による面が大きい。すなわち、リーマン・ブラザーズが破綻した2008年秋の金融収縮による需要の急落とはショックの性格が異なる。このため、供給面からの制約が和らいでいけば、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストック復元に向けた需要の顕在化によって、成長率は徐々に高まっていくと考えられる。ただし、供給面の制約が和らぐ時期やペースについては不確実性が大きいほか、震災をきっかけに、企業や家計の中長期的な成長期待が弱まらないかどうかにも、注意が必要であ

る」。

震災は経済の供給面への直撃である。経済の供給面の回復をもたらす第一の責務は政府にあると考えなければならない。問題の所在と性格を見誤ってはならない。

(iii) 2つの柱による点検

金融政策の目的は物価の安定である。日本銀行は「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年ごとに点検していくことにしている。これは、何%の物価上昇率を各政策委員が中長期的に物価が安定していると理解しているかを示すのである。つまり、予想される先行きの物価上昇率が「物価が安定していると政策委員が理解する物価上昇率内」にあれば、金融政策運営を変更させる必要はないと考える数値である。今回の点検の結果、その数値は「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスにあり、中心は1%程度である」となった（「基本的見解」）。つまり、0~2%の範囲内の物価上昇率は物価安定であると政策委員は考えていると言える。

このような「理解」からすれば、2012年度までの物価の上昇率0.7%は物価の安定圏内である。したがって、2012年度までは金融政策の変更はない。つまり、「やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく」というのが政策委員の見解である。これが、第一の柱による検討結果である。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについての点検を行った結果、「日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有し」ている。

政策委員は、第1の柱による点検によっても、第2の柱による点検によっても、「日本経済は、長期的にみれば物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく」との見方で一致しているのである。

2011年4月時点での1年先の見通しは、実質GDPが0.6%、消費者物価指数が0.7%の上昇である。2012年度の消費者物価指数の上昇率は0.7%と変化しないが、実質GDPは2010年度の見通し2.8%とほぼ同じ2.9%に復すると見ている。しか

しながら、2013年度は数値的にどのような見通しが立てられているのであろうか、2014年度はどうか。見通し期間が長くなればなるほど予測数値は不確かになる。それゆえ「長期的にみれば、物価安定のもとで持続的な成長経路に復する」という見方にはどのような根拠があるのか、疑問が生じる。さらに、「大震災によるサプライチェーンの障害が修復され、需給両面からの対応によって2011年の夏場の電力不足が緩和され、金融市場が著しく緊張する可能性が薄らいできている」ことを考えれば、総供給曲線は次第に右方にシフトしていくと考えられる。これは、実質GDPの上昇と物価上昇率の減少をもたらす。物価上昇率が0～2%の範囲は「物価安定範囲」であるとするならば、物価上昇率が0.5%（または0.2%）で実質GDPの成長率が3.3%でも「物価安定のもとでの持続的な成長経路」と言うのだろうか。

物価上昇率は、GDPギャップと労働費用も含めたコストの上昇と期待物価上昇率とに依存するとすれば、長期物価上昇期待が安定的であっても、国際商品の価格上昇によってインフレが生じる（コスト・プッシュ・インフレ）。コスト面からの圧力は総供給曲線を左方向にシフトさせ、生産つまり実質GDPを再び減少させる。さらには、金融政策による流動性の過剰な供給がわが国の潜在的成長力を超過する場合には需要面から物価を引き上げる要因となる。これらの定性的な影響を考えた場合、「長期的にみて物価安定のもとで持続的な成長経路の復する」という見方で一致した政策委員会での議論がどのようなものであったかは、10年後にしか確認できない。

4. おわりに－ Q-JEMの登場

経済の先行きの見通し期間が長くなればなるほど、予測の精度は落ちる。けれども、金融政策が常に先を見通しながら運営されざるをえないことから、そのような危険や不安はあっても何らかの手段を用いて長期的な見通しを行う必要がある。そのためには、経済理論に基づいた経済モデルによる予測が役立つのであろう。

日本銀行は、他の中央銀行と同様、最新の経済理論をもとに日本経済のマクロ経済モデルを構築してきた。そのモデルのシミュレーション結果の一部が、今回

の『展望レポート』に登場してきた。そのモデルが、Q-JEMである。

『展望レポート』の表47の「(3) 新興国経済の上振れが実質貿易所得・実質GDPに与える影響」についての図が「日本銀行調査統計局のマクロモデル (Q-JEM) によるシミュレーション結果」として、5年先までの変化を示している。Q-JEMというのは「ハイブリッド型日本経済モデル：Quarterly-Japanese Economic Model」のことである（一上他 [2008]、[2009] 参照）。Q-JEMは、「将来を予測すると同時に現在の日本経済の状態を分析するのに極めて有用な用具（very useful tool）であることが証明されている大規模マクロ経済モデル」（Fujita et al. [2005], p.61）である、JEM（Japanese Economic Model）を発展させたものである。

経済モデルは、目的に応じて使い分けること（suite of models）が必要であるが、本『展望レポート』にQ-JEMのシミュレーション結果が掲載されているということは、日本銀行が保有するマクロ経済モデルとしてQ-JEMの有用性を表明しているものと見ることができよう。

Q-JEMについては別稿のテーマである。

注

- (1) 2011年版では、第1章「総論」と第2章「日本銀行の組織とその運営」の参考文献として、白川方明『日本の金融政策』があげられている。本書については、土井 [2009]、[2010]、[2011]を参照。
- (2) 政策委員会は、毎週2回開催される通常会合と月、1、2回開催される金融政策決定会合とがある。政策委員会メンバーは、日本銀行総裁と2名の副総裁、さらに6名の審議委員の9名である。総裁と副総裁は日本銀行の職員であり、政策委員会で決定された事柄を執行する責任を持つ。審議委員は日本銀行の業務の執行にはかかわらないが、「常勤の役員として、政策委員会において、様々な政策・業務運営や内部管理事項など経営戦略上の重要事項の決定に、総裁、副総裁とともに携わっている」（日本銀行金融研究所編[2011]、28頁）。2001年に審議委員に任命された須田美矢子氏は次のように述べている。

「審議委員は執行を担当しません。政策委員会で決定された方針に基づいて実際に業務を執行するのは、審議委員を除く役員と職員です」。「ボードメンバー全員がフルタイムの常勤の

役員である」。「私は、毎日、朝は早めの時間に出勤し、夜はできるだけ8時頃には帰ろうと努めていますが、金融政策決定会合の直前や、講演を控えている時などには遅くまで執務しています。平日の帰宅後や週末にも持ち帰った資料などを勉強しています。大袈裟に聞こえるかも知れませんが、24時間365日勤務であると言っても過言ではないと思っています」(須田[2002])。

須田は2011年3月31日をもって審議委員を退任した。後任には、IMFエコノミストを5年間勤めたことのある慶応義塾大学総合政策学部教授である白川早百合氏が任命された。

- (3) 議事録はその決定会合で配布された資料とともに、2008年7月31日(1998年1月16日開催分)から順次公表されてきた。2011年1月27日には、2000年12月15日に開催された決定会合の議事録と配布資料が公表されている。梅田[2011]は、公表された議事録をもとに当時の金融政策がいかなる判断のもとに決定されているかを分析している。須田[2004]は次のように述べている。

「議事録がいつかは公開されると思うと、自分の発言に責任を持つという意識が強まります。例えば、過去の発言との整合性もなければならぬと考えますので、過去の発言などもチェックしながら、時間をかけて発言原稿をしっかりと準備します」(5頁)。

- (4) 須田[2002]は、次のように述べている。

「金融政策決定会合において、決定しなければならないこと、すなわち議案に明記されていることは、あくまでも、次回会合までの金融政策運営方針です。ところが、私を含め、各メンバーが金融政策運営方針について議論する場合には、次回会合までの金融政策運営を考えているだけでなく、その先の展開を視野に入れています。常に、金融情勢の変化を踏まえて、また先行きの展開を見通しながら、『金融政策はどのように運営するのが望ましいのか』と自問自答しています。……毎回の決定会合で決める次回会合までの金融政策運営方針は、一つの重要な結論ですが、同時に、金融政策運営を巡る私どもの検討の一部に過ぎないと言っても過言ではありません。したがって、現在の金融政策運営方針を指示している場合でも、私なりの意見や考え方はあります。もっとも、それを煎じ詰めますと、『次回会合以降の、先行きの政策運営についてどのようなことを考えているか』という論点に突き当たっていくように思います」(14頁)。

- (5) 2011年6月現在で最も最近に公表された「議事録」は2000年12月15日開催分である(2011年1月27日公表)。印刷するとA4で91頁である。「議事要旨」はA4で16頁である。当時、企画室審議役であった現在の総裁・白川方明氏は「執行部からの報告者」として出席している。

- (6) 須田 [2004] は次のように述べている。

「例えば、議事要旨について、日本銀行では執行部が作成した案について各ボードメンバーが自分の発言等をチェックし、金融政策決定会合時に自らサインする形で承認します。また、日本銀行では、金融政策決定会合において政策にかかる対外公表文、月報や展望レポートの基本的見解についても賛否をとっています。・・・金融政策決定会合の資料は、会合の2営業日前に手元に届きますので、会合までの2日間に、月報や展望レポートの基本的見解の文章表現についても、自分の見方と違う所はないかチェックしています。金融経済の見方については、当然、楽観的なメンバーも、慎重な見方のメンバーもいますので、同じ言葉であってもそのニュアンスについては各人各様であるように思われます。ただ、言葉の上での乖離はそれほど大きくありません。そのため、金融政策決定会合において、基本的見解の文章表現については、多少、字句の修正の議論に時間がかかることがありますが、合意に至らないことはありません。日本銀行では、このように合意へ向けて調整し、投票においては賛成しているため、少なくとも言葉の上では、日本銀行の政策委員は、共通の土台に立っているといえる」(9頁)。

- (7) もちろん、重要なことは、委員会制度の長所を生かすための委員会制度の運用である(白川、113頁)。その意味で政策委員会の会合の進行プロセスの現状を確認しておくことには意味があると考えられる。梅田 [2011] 参照。

- (8) サプライ・ショックがスタグフレーションをもたらすのは石油ショックの場合と同じである(土井 [1980]、[1992] 参照)。

- (9) 「基本的見解」はわが国の潜在成長率について次のように述べている。

「見通し期間中の潜在成長率は、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると『0%台半ば』と計算される。ただし、潜在成長力については、推計手法に依存する面が大きいほか、今後のデータ蓄積を経てより正確な認識が可能になる性格のものであるため、そうとう幅を持つてみる必要がある。尚、今回の震災の影響による供給制約については、一時的であり、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長力には基本的に影響しないと考えられる」。

参考文献

- (1) 土井省悟[1980]、「エネルギー問題と終末」、四国学院大学『論集』第45号(3月)、161-189頁。

- (2) 土井省悟[1992]、「湾岸戦争と日本」、社会科学年誌編集委員会編『社会科学年誌』、第2号（3月）、19－32頁。
- (3) 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編『社会学研究科紀要』、第7号（3月）、1-23頁。
- (4) 土井省悟 [2009]、「第30代日本銀行総裁・白川方明」、四国学院大学『論集』第130号（12月）、1-32頁。
- (5) 土井省悟[2010]、「日本銀行の金融政策運営—白川方明氏の著作から学ぶ—」、四国学院大学『論集』第131号（3月）、55-91頁。
- (6) 土井省悟[2011]、「わが国の財政・金融政策と経済予測」、四国学院大学『論集』第134号（3月）、1-22頁。
- (7) Fujita, Ippei, Naoko Hara, Yasuo, and Yuki Teranishi[2005], “The Japanese Economic Model(JEM)”, in *Monetary and Economic Studies*, May pp.61-141.
- (8) 一上響、北村富行、小島早都子、代田豊一郎、中村康治、原尚子[2008]、「中央銀行におけるマクロ経済モデルの利用状況」、日銀レビー-2008-J-13（12月）。
- (9) 一上響、北村富行、小島早都子、代田豊一郎、中村康治、原尚子[2009]、「ハイブリッド型日本経済モデル：Quarterly-Japanese Economic Model (Q-JEM)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.09-J-6（7月）。
- (10) 加藤涼[2007]、『現代マクロ経済学講義—動学的一般均衡モデル入門』、東洋経済新報社。
- (11) 日本銀行 [2011]、『経済・物価情勢の展望（2011年4月）』、4月29日公表。
- (12) 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。
- (13) 日本銀行金融研究所編 [2011]、『日本銀行の機能と業務』、有斐閣。
- (14) 白川方明[2008]、『現代の金融政策—理論と実際』、日本経済新聞出版部。
- (15) 佐藤綾野[2009]、「各国中央銀行のマクロ計量モデルサーベイ～FSPとJEMの比較を中心として」、ESRI Discussion Paper Series No.211.
- (16) 須田美矢子[2002]、「日本銀行と金融政策：今を賢く生きるために」（2002年6月19日に京都大学、また同7月10日に琉球大学で行なわれた特別講義）、7月22日。
- (17) 須田美矢子[2004]、「中央銀行の情報発信と金融政策」（2004年5月15日日本金融学会2004年度春季大会において行なわれた記念講演）、5月27日。
- (18) 梅田雅信[2011]、『日銀の政策形成—「議事録」等にもみる、政策判断の動機と整合性』、東洋

経済新報社。

(19) 山澤成康 (2011)、『新しい経済予測論』、日本評論社。