

## デフレ経済への挑戦 —日本銀行審議委員 中原伸之の4年間—

植林 茂

### はじめに

最初に、昨年(2011年)の11月1日にご逝去された中原伸之景気循環学会前会長に哀悼の意を表するとともに、ご冥福をお祈り申し上げます。中原伸之氏が1998年4月～2002年3月の間、日本銀行政策委員会審議委員を務められていた期間を通して審議委員スタッフを務めていたことから、本稿を執筆することとなった。

当時の経済状況を振り返りつつ、中原伸之氏が日本経済に対して当時どういった思いを抱き、日本銀行の審議委員としてどういった戦略で臨んでいったのか、また、その審議委員としての期間において中心的な提案となったインフレーション・ターゲット付き量的緩和策は、どのように構想・立案・策定され、変遷していったのかといった点について、スタッフの立場から述べる。さらに、いわゆるマネタリーポリシーとともに日本銀行のもう一つの柱であるプルーデンスポリシーに関して、「金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム」の一員として関与されたことについても簡単に触れる<sup>1</sup>。

### 1. 当時の経済状況

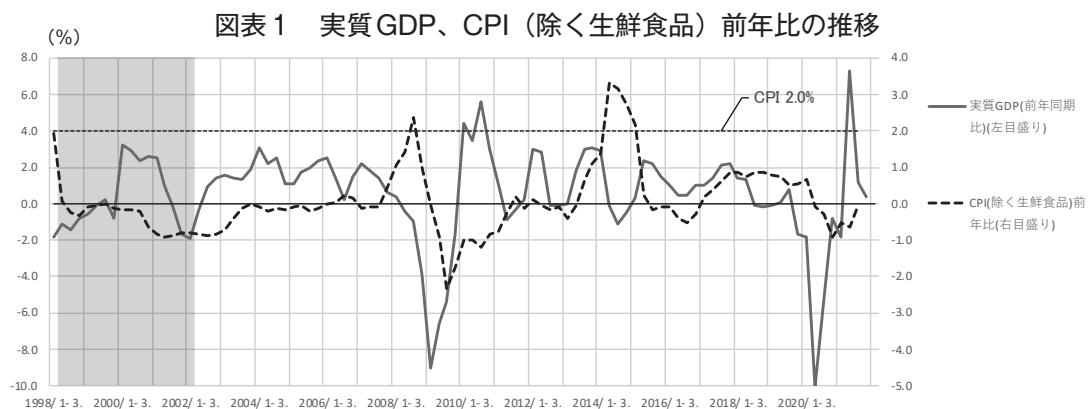
中原伸之氏が審議委員として着任した1998年4月時点の経済状況は、暗澹たるもの

---

<sup>1</sup> 内容は正確を期したつもりであるが、20年以上前のことであるので誤りがあった場合にはお許しただきたい。

であった。前年の1997年11月には三洋証券（3日）、北海道拓殖銀行（17日）、山一証券（24日）の破綻により不良債権問題は大手金融機関のステージに入り、企業マインド・消費マインドは急速に悪化し、マーケットでは長銀・日債銀の帰趨が焦点となるなどプルーデンス問題が佳境となっていた。海外経済についても、1997年にアジア通貨危機が発生していたほか、1998年8月にロシア中銀が90日間の債務支払い停止を行うことになるロシア危機が深刻化しつつある局面で、国内経済も、こうした海外経済の悪化の影響に加え1997年4月に橋本龍太郎内閣が①消費税の3%から5%への引上げ、②所得税・市町村税の特別減税廃止、③健康保険料引き上げ、④国民年金保険料引き上げを纏めて行ったことなどもあって、マイナス成長に陥っていた。さらに、東京協和信用組合の破綻などを機に明らかになっていった接待汚職事件に関連し1998年1月、3月に大蔵省および日本銀行に逮捕者が発生するなか、コントロールタワーであった大蔵省の危機対応機能の低下が否めない局面でもあった。こうした厳しい状況のなかで、新法に基づく日本銀行が1998年4月からスタートした。

1998年4月から2002年3月までの中原氏が日本銀行審議委員に在任した間の経済状況をみると、実質GDP（図表1）の前年同期比は1997年10～12月期にマイナスに転落して以降マイナス成長が続いていた。また、消費者物価指数（除く生鮮）の前年比も1997年4月の消費増税の反動の後、98年央以降はゼロからマイナス1%の間でのマイナス傾向で推移する状況となり、デフレが進みつつあることが明らかになっているように窺われた。マインド面についても、先程申し上げたように大型金融機関の破綻の連鎖により暗い状況に陥っていた。こうしたなかで、中原氏の日本銀行審議委員とし

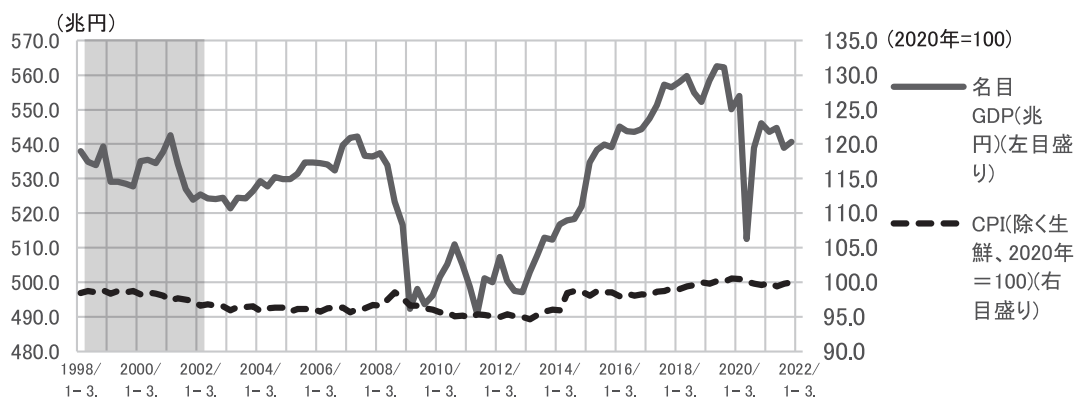


（出典）内閣府、総務省データより筆者作成。

での、デフレ経済への挑戦が始まった。

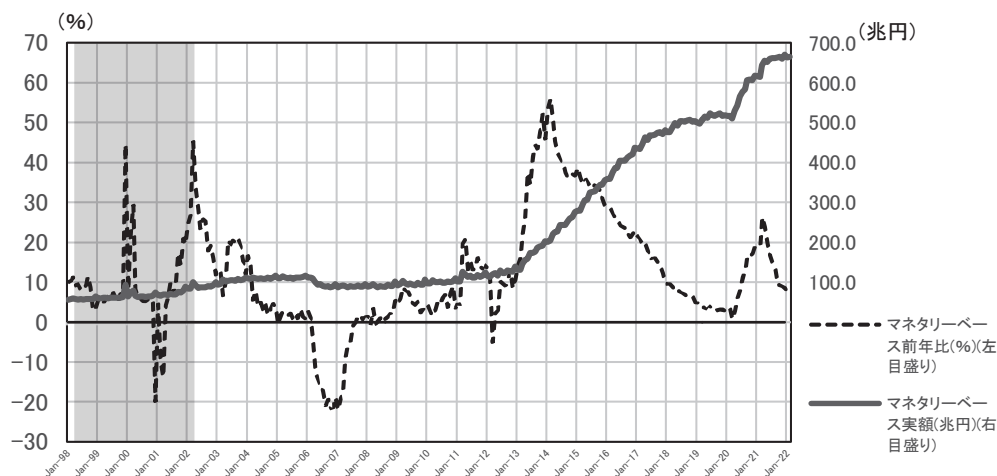
実体経済についてその後の状況も含めてレビューすると、その後に2008年世界金融危機、コロナ禍による経済の急激な落ち込みがあったこともあり、実質成長率はいまだ低迷しているように窺われ、消費者物価上昇率についてもデフレを脱却したとは言えないようである。名目GDPは安倍内閣の掲げた600兆円に遠く及ばず、物価水準は当時とあまり変わらないレベルに止まっている(図表2)。需給ギャップは依然としてデフレ・ギャップが生じている期間が大半となっており、潜在成長率も鈍化傾向で推

図表2 名目GDP、CPI(除く生鮮食品、2020年=100)の水準の推移



(出典) 内閣府、総務省データより筆者作成。

図表3 マネタリーベース実額(兆円)と前年比(%)



(出典) 日本銀行データより筆者作成。

移している<sup>2</sup>。一方、マネタリーベースの水準は大幅に増加し（図表3）、こうしたなかで、日経平均株価（図表4）は当時の水準から1万円以上切り上がっており、為替レートについては現時点（2022年4月）と30円程度異なる水準（図表5）にあるが、多くの問題は依然残されたままとなっているように見受けられる。当時の中原氏の取り組みを振り返ることは、現局面への対応策を考えるうえで、何某かのヒントを得られるのではないかと思う。



<sup>2</sup> 需給ギャップ、潜在成長率については、例えば、日本銀行 [https://www.boj.or.jp/research/research\\_data/gap/gap.pdf](https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/gap.pdf)を参照のこと。

## 2. 出会い ― 徹底したディスカッション、キーワードは「マ（マーケット）」・「セ（成長）」・「メ（目立つ）」―

中原氏のスタッフに着任するにあたり、当時の直属の上司である政策委員会室長から指示を受けた。第一は、日本銀行の執行部や政策企画部署のことは付度せず、審議委員の立場から徹頭徹尾サポートすること、第二は、中原氏が退任後も可能な範囲でサポートしていくこと、の二点である。こうしたこともあって、中原氏は4年間の在職期間中、ほぼ一貫して議長案に反対のポジションであったが、スタッフの私がライン上の上司から何かプレッシャーを受けたということはなく、自由に活動できた。

就任直後の時点で、空いている時間を使って、今後、どういったスタンスで審議委員の職責に臨みたいのか、スタッフに何を求めるのか、金融政策に対してどういった考え方なのかなどといったことについて聞いた。結果として理解できた中原氏から課されたミッションは以下の三点である。

第一は、日本経済は市場原理を十分活用できていない面が多いという認識で、自由主義的な発想で臨み、金融政策等についてもマーケット・メカニズムをできるだけ使っていく方向で考えていくということである。こうしたこともあり、その後の金融政策決定会合の提案では、例えばコールレートについて0.1%への緩和は提案しても、金利が「死んだ」と市場で受け止められかねないゼロ金利の提案は行わなかった。

第二は、徹底的に経済成長を志向することである。実質経済成長の劣位な国は尊敬されない。当時の時点でも、日本経済にとっては成長力の回復が最重要課題となっており、生産性の向上により、これに果敢に挑戦していくべきだという考えであった。

第三は、中原氏自身が金融の専門家として目立ちたい、すなわち、メディアへの露出を確保してほしいということであった。意見が埋没し目立たない場合、良い視点の議論でも無視されかねず、ある程度の緊張関係が生じてオープンに議論し、意見・提案がマーケットやマスコミに対してインパクトを持つことを望まれていた。

さらに、遠からず少数派になることが見込まれるなかで、広く知見を専門家から吸収できるチャンネルを早急に整備するように指示を受けた。

一方、中原氏からのリクエストに応じて、その時、①ARIMAモデルなどの時系列モデルを使った金融政策の効果等についての実証ペーパー、②大型マクロ経済モデルがいかにかたらないか、単位根検定、分散不均一性、バイアスなどのそれ以前の

数十年で明らかになった計量経済学上の問題などについての話をした。また、金融政策については、③これまでの金融政策の変遷をレビューしたうえで、金融政策の決定の本質は非常にシンプルで緩和・維持・引き締めしかないということ、当時フォワードガイダンスといった概念も明確ではなかったなかで、所期の政策効果を実現するためには、かつてのような突然の政策変更ではなく、市場との対話が重要視されていることが最近の流れで、市場の影響が拡大した自由経済のなかでは力業ではなく合気道的な、マーケットの力を利用するようなイメージで立案・運営しないと上手くいかないということ、なども説明した。

### 3. 政策実現に向けての戦略

審議委員としての業務を遂行するうえで日銀内での知見に限られ、また、遠からずボード内の少数派になることが展望されていたため、経済状況等のアンテナとなり、新たなアイデアを吸収するルートとしての情報のパイプ、定例・非定例のミーティングや専門家への面談の枠組みを速やかに整備した。具体的なチャンネルを挙げると、①エコノミスト、②学者、③財界人、④1～2名を招いての昼食懇、⑤海外の学者やファンド関係者との朝食会合、⑥マスコミ、⑦市場関係者との会合、⑧政治家などにカテゴリー分けをして、偏らないようにバランスをとりながら、研究会を開催したり、面談形式で話を聞いたり、食事をとりながらコミュニケーションをとることを行った。その間、ミーティングをさせていただいた方は少なくとも150名程度に及ぶ。メンバーを選択するにあたっては、難局なだけにオールジャパンでことに当たるべきだとの考えの下、組しない考え方の人達も含め、傾聴に値する有識者はできる限りお招きするというスタンスで取り組んだ。学者においては、中原氏がジョン・ベイツ・クラーク賞を標榜して創設された日本経済学会の中原賞受賞者の方々も数多く招聘したほか、景気循環学会初代会長篠原三代平先生にも何回か来ていただいた。

また、定められたルールのなかで発信力を最大化することを狙って、議事要旨への掲載を展望しての金融政策決定会合での発言・提案を行うという戦略で臨んだ。それは、少数意見の主張内容が明確に示されることが、新日銀法に則っており公益に適うと考えたからである。金融政策決定会合(MPM)での中原氏の提案については、



日本銀行法のルールに則り、金融政策決定会合において次期会合までの金融調節方針（ディレクティブ）として提案し、これらを議事要旨<sup>3</sup>でオープンにしていた。さらに、日本銀行の広報課から持ち込まれる講演については、議長案・現行政策の説明は行わず、審議委員中原伸之氏としての金融政策決定会合での主張の展開に特化して行った。

一方で、98年の前半段階で、審議委員への金融実務、マクロ経済への説明・勉強も深化させていった。今から振り返れば隔世の感があるが、その時期の少し前の1991年までは窓口指導が続けられていたわけであり、成長通貨供給・銀行券ルールや売りオペを行わないなどの慣習的なルール、金融調節において金融機関は超過準備を基本的に持たないこと（スティグマの存在）、日本銀行は積み上・積み下という概念を使いつつ、大きくスウィングする季節的な銀行券変動や財政資金の増減の波のなかで、これを利用しながら金融調節をしていることなどを中原氏に縷々説明した。そのうえで、米国の標準的なマクロ経済の教科書に書いてある金融政策と我が国との違いを説明しつつ、いずれこうした世界に近づいていくといった説明を行ったように思う。こうした考え方をご理解いただいたうえで、その後の政策提案においてマクロ経済学の教科書を味方につけることが極めて有効であるという話をし、その後の政策提案で活かしていった。例えば、デフレ・ギャップがあれば金融は緩和すべきであり、インフレ・ギャップがあれば金融は引き締めるということである。当時は、金融政策の決定において、日銀内部に旧態依然とした主張をする向きもあり、デフレ・ギャップがあるにもかかわらず政策の糊代（その後の金利引き下げ余地）を確保するために金利を引き上げるべき、といった主張もあったので、こうした主張に対してスタンダードな教科書的考え方を示すことは有効だったように思う。さらに、政策金利であるコールレートの下限が近づいているなかで、ゼロに達した後は論理的には量的緩和になると考えられるが、その有効性は必ずしも実証されていないという話も学者、実務家を交えながら積極的に議論していくことで、量的緩和策の実現可能性を高めるような努力をしていた。

---

<sup>3</sup> 当時、「主な意見」の公表はなく、議事についての対外公表は議事要旨と総裁会見（政策変更時など）によっていた。また、金融政策決定会合は、現在の年8回よりかなり多く、年20回開催されており、これに伴い年20回の議事要旨が公表されていた。

また、金融政策決定会合での提案・発言などについては、①フォワード・ルッキングな視点から先を見据えて発言していくこと、②主張したいことの全体像が分かるようパッケージ的に案を作成することに心掛け、一部が切り取られないようにすること、③(政策判断とは別に)金融実務は実際のところ複雑なので、今流に言えばナラティブな説明に陥らずに、複雑さを認識・理解した上で、MPMではかみ砕いた説明ができるように努めた。

#### 4. 政策スタンスと金融政策決定会合での提案の変遷

次に、本日の中心的課題である、中原伸之氏の金融政策スタンスと具体的な金融政策決定会合での提案(ディレクティブ)の変遷について説明する。

中原氏は、就任から2か月ほどは、執行部提案に対して是々非々で臨んだが、その後は、かなり思い切った緩和路線を求めるようになった。それは、①1997～1998年の国内の金融・経済状況は厳しく、具体的には、山一証券・三洋証券・北海道拓殖銀行の破綻や、日本長期信用銀行・日本債券信用銀行の破綻懸念を背景に金融市場のマイナードは不安定な状況が続いていたことに加え、海外経済もアジアを中心にスローダウンしていたこと、②明らかに大きなデフレ・ギャップが存在しており、教科書のセオリーからみれば緩和が当然であったこと、③将来的な政策余地を確保するために、条件を整えば金利を引き上げていくべきだという議論や円高が望ましいという考え方には明確に反対であったこと、という3点の理由があった。中原氏は、経済状況を虚心坦懐に判断して素直に金融政策を判断すべきであるという思いを強く持っていたように思う。こうしたことから、1998年6月の出席第4回目の決定会合から独自の提案を提出し、以降は、ほぼ一貫してハト派最右翼として少数意見の立場となった。

中原氏はこの結果、在任期間の大部分の時期において独自の立場から金融緩和を主張し続けたが、その提案内容は、大まかに5期に分けることができる(図表6)。

第1期は、1998年6月12日の会合から同年8月11日の会合までで、議長提案よりも低いコールレートの目標を提案している。これは9月9日にコールレートについて「公定歩合(0.5%)をやや下回る水準」から「0.25%」への引き下げが実現して、いったん独自提案は小休止した。



図表6 中原伸之審議委員（当時）の決定会合での提案の変遷等<sup>4</sup>

	西暦	月	日	項目（提案の概念）	具体的提案（当初）
	1998年	4月	1日	日本銀行審議委員就任	
第1期	1998年	6月	12日～	コールレートのより大きな引き下げ	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.40%前後で推移するよう促す。
		9月	9日	コールレート引き下げ実現	
第2期	1998年	11月	27日	コールレート引き下げ＋インフレ・ターゲット	中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率を零パーセントにまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要とされるような場合には、上記コールレート誘導目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う。
	1999年	2月	12日	ゼロ金利政策スタート	
第3期	1999年	2月	25日～	量的緩和（マネタリーベース拡大）＋インフレ・ターゲット	中期的にCPI（除く生鮮、間接税）の前年比が1%程度となること（99年10～12月平均の前年同月比：1±1%、2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%）を企図して、当面、超過準備額を5,000億円程度とし、その後、次第にこれを増額させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（四半期平均対前年同期比）が10%程度に上昇するよう、量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。
	2000年	8月	11日	ゼロ金利解除、コールレートを0.25%へ引き下げ	左記案に中原委員は反対。また、本会合において政府が議決延期請求権を行使し否決されたが、中原委員は賛成。
	2001年	3月	19日	日本銀行当座預金ベースでの量的緩和政策実現	議長案「日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」
		7月	19日	ミルトン・フリードマンからの返書到着	日本銀行の量的緩和が不十分であること、今後、国債の購入により更なる大規模な量的緩和が必要であることなどを指摘。
第4期	2001年	9月	18日	量的緩和（日本銀行当座預金残高）＋プライスレベルターゲット	1. 2001年1～3月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）のレベル（99.1）を基準として、2003年1～3月期平均の同指数について、その基準レベル（99.1）を維持しないしそれ以上に引き上げることを目的として、金融市場調節を行う。 2. ①日本銀行当座預金残高が8兆円程度となるよう金融市場調節を行う。（以下、略。）
第5期	2002年	2月	8日～	量的緩和（日本銀行当座預金ベース）＋インフレ・ターゲット	1. ①2003年10～12月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を1.0～3.0%にすることを目的として、金融市場調節を行う。②日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する。 2. 日本銀行当座預金残高が18兆円程度となるよう金融市場調節を行う。（以下、略。）
	2002年	3月	31日	日本銀行審議委員退任	

（出典）日本銀行金融政策決定会合議事要旨等から筆者作成。

<sup>4</sup> 本表での5期の区分けは筆者が行ったものである。

第2期は、1998年11月27日から1999年2月12日の決定会合までの間で、この時期は、消費者物価上昇率の目標0%というインフレ・ターゲティングとコールレート0.15%ないしは0.10%というコールレート誘導水準を組み合わせた提案を行った。当時は独自提案を行う委員は、席上での配布の都合上、決定会合直前に具体的提案の文章を事務方に伝えることになっていたが、この提案は、次回までの調節方針が消費者物価に制約されるため、こうした提案をすることに対しては抵抗が強かったように思う。しかし、日本銀行法第23条の「経済又は金融に関して高い識見を有する者」としての議論であることを理屈に自由な形でこうした提案を認めてもらった。この組み合わせ提案は、その後のインフレ・ターゲット付き量的緩和策に繋がっていくことになる。こうした議長案より強力な緩和提案を行った背景には、1998年頃、需給ギャップがゼロからマイナスに転じつつあるなかで、「小康状態」とする経済認識が甘すぎ、このままでは更なる悪化が必至、という認識があったからである。

第3期は、1999年2月25日から2001年3月19日までの間のマネタリーベース拡大による量的緩和と消費者物価上昇率目標すなわちインフレ・ターゲティングの組み合わせを提案した時期である。1999年2月12日からはゼロ金利政策に移行していたことから、一段と緩和するためには量的緩和を図る必要があった。そこで、量的緩和の継続性を市場に示すことで期待インフレ率や長期金利に訴えかける効果の拡大を図ろうと考え、インフレ・ターゲティングを組み合わせた。その際、経済学的な説得力を持たせるため、マッカラム・ルールを援用した。中原氏は、こうした大胆な提案を行うことについては、「経済学的なセオリーとして当然である」という認識であった。

さて、この第3期の途中に生じた最大の出来事は、2000年8月11日決定会合における日本銀行のゼロ金利解除とそれに対する政府による議決延期請求権の行使である。当時、デフレ・ギャップが多少は縮小傾向にあったとはいえ依然残存しており、景気動向指数などをみても景気が弱く、交易条件も悪化に転じ、財政支出も減少が予測されていたなかで、何故、政策の余地を求めて引き締め方向に走ったのか、理解できなかったと回顧している。中原氏は、議長案に反対、議決延期請求権に賛成した。

こうした経緯を経て、当然の如く経済が悪化するなか、2001年3月19日に日本銀行当座預金残高目標に移行するという形で量的緩和が実現した。インフレ率目標とは切り離されていること、日本銀行当座預金残高という実務的には明確な指標ではあるものの教科書的な概念ではないことなどの点が見受けられたが、中原氏は議長案に賛成

し、量的緩和は一応実現した。

その後、中原審議委員の独自提案は一時的に休止したが、デフレ的な状況が一向に改善しないことに加え、そのころ行っていたミルトン・フリードマンとのコミュニケーションのなかで、日本銀行の資金供給が圧倒的に足りないと指摘されていたことなどもあり、総合的に考えた結果、議長案より一段と量的緩和を進めた案を2001年8月13、14日の決定会合から提案するに至った。

2001年9月18日からは、消費者物価上昇率の目標ではなく、消費者物価指数の水準を目標として、これが達成されるまで議長案以上の金額の量的緩和を続けるというプライスレベル・ターゲティングを2002年1月15、16日の決定会合まで続けた(第4期)。プライスレベル・ターゲティングに変更したのは、提案のマンネリ化を防ぎたかった面もあるが、中央銀行がデフレから脱却するという断固とした強い意志を示すには、物価水準を維持することを明確にした方が市場に対するメッセージとしてより強いと考えたこと、テクニカルにはいったん物価が下落した場合プライスレベルターゲットであれば(伸び率の回復だけでなく)その物価水準を取り返すまで緩和を続けることになるという理由からであった。もう一つの理由であるが、年配の方々にとっては、オイルショックを経験したこともあり、「インフレ・ターゲット」の「インフレ」という言葉に抵抗感があり、それよりは「物価安定目標」とした方が受けがよいと考えられていたことも付け加えておく。さらに、2001年10月の決定会合からは、補完的な位置付けとして、外債の定期購入を提案するようになった。

2002年2月7、8日の会合から出席最後の会合である3月19、20日までは、物価目標についてはインフレ率ベースに戻し、2年後の消費者物価上昇率(除く生鮮)を1.0~3.0%に戻した形で基本形であるインフレ・ターゲット付き量的緩和策を提案し続け、退任となった。最後に元に戻したのは、インフレ・ターゲットを導入している諸外国のターゲットレベルが+2%であり、グローバル・スタンダードからみて妥当であろうということで、提案の基本形に近い形に復することにしたわけである。

## 5. インフレーション・ターゲット付き量的緩和策、その背景

次に中原氏が4年間の金融政策決定会合出席のなかで提案した中核ともいえる「インフレ・ターゲット付き量的緩和策」について説明する。コアのアイデアおよびバ

ックグラウンドとなる実証研究は、当時カーネギーメロン大学に在籍していたベネット・マッカラム氏の研究による。同氏は、日本銀行で客員研究として在籍したことがあり、日銀内では、日本銀行金融研究所の会議や勉強会において、いわゆるマッカラム・ルールといわれる実証研究についての説明を何度か行っており、このアプローチは行内的にはよく知られていた。このマッカラムのフォーミュラを金融政策決定会合での提案に使ったのである（図表7）。オリジナルのマッカラム・ルールでは、元々は、名目GDPをベースに最適ベースマネー（＝マネタリーベース）を計算しているが、名目GDPは実質GDPとデフレーターに分けられるので、デフレターの代理変数としてCPIを使えば、インフレ・ターゲットと最適マネタリーベースの関係を説明できることになり、量的緩和策とインフレ・ターゲットとを接合させることが可能となる。当時のインフレ・ターゲットは、多くの国ではインフレを抑えるために物価を下げる方向で使われているスキームであったが、中原提案にインフレ・ターゲット部分を明示的に書き加えることにより、量的緩和の程度や期間についての目途を含意することができ経済理論的に説明しやすいうえ、当時の状況においては先進的な考え方であり対外発信としてインパクトがあると考え、マッカラム・ルールを援用する形で「インフレ・ターゲット付き量的緩和策」を提案するに至った。

マネタリーベースの伸び率を提案するに当たっては、かなり大胆な過程を置いて、提

図表7 マッカラム・ルール

・マッカラムの政策ルール(マッカラム,ベネット T.(1993)「金融政策ルールの定式化と分析」日本銀行金融研究所『金融研究』第12巻第4号(1993年12月)p.11)

$$\Delta b_t = 0.01468 - (1/16) [X_{t-1} - b_{t-1} - X_{t-17} - b_{t-17}] - \lambda (X_{t-1}^* - X_{t-1})$$

- ・0.01468 は年率成長率6%に相当する四半期成長率の対数値(名目GDP成長率の目標)
- ・ $b_t$  はベースマネー(第t期の平均)の対数
- ・ $X_t$  は名目GDP
- ・ $X_{t-1}^*$  は名目GDPターゲットの対数
- ・ $\lambda$  は調整速度(大きい方が調整が早い。マッカラム論文では0.00、0.25、0.50、1.00でシミュレーション)
  - 第2項目はベースマネーの流通速度(=名目GDP/マネタリーベース)の16期平均と解釈可能。
  - 中原提案では、名目GDPを実質GDPと物価上昇率に分解することで、物価目標実現のために必要なマネタリーベースの伸びを機械的に計算し、提案。

(出典) 日本銀行金融研究所『金融研究』第12巻第4号掲載論文を元に筆者作成。

案する量を決めたが、それでも金融政策決定会合毎に推計することは骨が折れた。特に、問題だったのはCPI目標の達成可能性についてである。CPIについては、バイアスの問題（ヘドニックアプローチによる分析で明らかになっていた品質向上バイアスが多方面の製品に広がっていることなど）や全体の約20%を占める帰属家賃の問題、公共料金が相応な割合で含まれていることなどを背景に、日本の消費者物価がかなり粘着的であることが過去の多くの分析から明らかであった。こうしたことから、いわゆるコアコアCPI的なCPIの一部の感応的な部分を取り出した指標、米国のような個人消費支出デフレーター、あるいは、もう少し感応的な川上の価格指数を選んだ方が金融政策の評価には適切かもしれなかった。また、金融調節の場から物価までのトランスミッションを考えると、金融政策からは遙か遠く離れた目標であるため不確実性も大きく、CPI目標の実現は至難の業のように思われた。にもかかわらず最終的にCPIをターゲット（最終目標）としたのは、他国の先例の存在や、CPIがポピュラーで分かり易いということなどもあるが、最大の理由は、中原氏が民主主義と金融政策との間の関係を考えたときに、「日本銀行という組織は、選挙なしに金融政策の独占的な遂行という高権的な地位を与えられているが、負託に応えるためには、仮に実現が難しいとしても、消費者物価指数という国民生活に最も近い指標を選ぶべきだ」という強い信念を持っていたからである。

一方、量についても、様々な議論があった。当初段階では、当時の日本銀行の実務セクションの一部の幹部から、金融機関が超過準備をできるだけ持たないようにしており、また、当時、日銀当座預金に付利がされていなかったなかで、超過準備が多額に含まれるような金額の当座預金残高を実現することは難しいこと、またそうした提案を議事要旨等で示すことは混乱を招くので、止めてほしいという意見を頂いたこともあった。しかし、当時の副総裁などから、新法の下、ボードメンバーの方々には自由に提案してもらいたいと常々言われており、自由に提案し続けることができた。

## 6. 中原氏に影響を与えた人たち ミルトン・フリードマン、ベネット・マッカラム

中原氏の金融政策決定会合での提案は、多くの学者、エコノミスト、実務家などから得た知識・情報のなかから日本経済に必要なものを蓄積、咀嚼し、経済状況等のタ



イメージに合わせて発言してきたものということができる。そのうち、金融政策に限って、特に「インフレ・ターゲット付き量的緩和策」の提案に際して、特に有益なサポートを頂いた方について、海外の方をお二人だけ挙げさせていただきたいと思う。

一人は、当時カーネギーメロン大学に在籍していたマッカラム教授 (Bennett T. McCallum) である。日本銀行金融研究所の国際カンファレンスでの発表内容やそのペーパー (骨子は図表7) が中原提案の大元となっているほか、中原氏自身が、しばしば直接コミュニケーションをとっていたようである。

二人目は、ミルトン・フリードマン (Milton Friedman) である。2001年3月19日に実質的に2回目のインフレ・ターゲット付き量的緩和策を提案し、別途、議長案として当座預金残高目標、すなわち実質的な量的緩和策が実現された後、経済の改善が捗々しくない状況が続いたため、6～7月にかけて Hoover Institution を通じて泰斗ミルトン・フリードマンに連絡を取った。ご自宅に電話をかけて、メールでやり取りをしたいとお願したところ、FaxでQuestionnaireを送って欲しいと言われ、以降、Faxの書面で数回やり取りを行った。彼の主張は原理主義的な部分もあったが、傾聴に値する点も多かった。具体的には、①日本銀行のベースマネーの供給は (2001年前半時点において) 量が全く足りない、②緩和を拡大する場合には国債を徹底的に購入すべきである、③民間資産は、量的に乏しいので実質的な効果が得られないし、中央銀行として正統的な手段である、ということコメントしていた。フリードマンとのFaxでのやり取りは、退任する2002年3月まで続いた。

ここで挙げた二人以外にも、他国の数多くの方と直接電話等でコミュニケーションをとっていたほか、海外の金融経済関係の要人が来るとホテルでの朝食会によく出席していた。海外出張でも、中原氏の個人的なパイプや日本銀行の中央銀行としてのネットワークを使って、数多くの要人とも会った。印象に残った著名人を何名か挙げると、ジャンクロード・トリシェ (元ECB総裁)、マービン・キング (元BOE総裁)、アラン・グリーンズパン (元FRB議長)、ベン・バーナンキ (元FRB議長)、ジャネット・イエレン (元FRB議長、現米財務長官) などである。イエレンとは初対面にも関わらず、中原氏がかつて在学したハーバードの大学院の話などで盛り上がっていた。当時FRB議長であったグリーンズパンと会ったことも印象に残る。会談中、両者が話すのを細長い机の反対の隅に陪席して聞いていたが、非常に聞き取りにくく、使う単語も非常に難解であった。William Greiderのベストセラー“Secrets of the Temple”の世界を垣間見たような気分になった。



## 7. プルーデンス政策 ―長銀・日債銀の破綻、米国出張、金融検査マニュアル―

この4年間、金融政策も激動の時期であったが、もう一つ日本銀行として重要で、様々な対応を求められていたのがプルーデンス政策である。当時、金融機関は毎年多額の不良債権処理、償却・引当を行い、これがようやく落ち着くのは、2003年度決算期以降である。中原氏の審議委員在職中はこの破綻処理、不良債権処理の時期の真ただ中であつた。就任直前の1997年には山一証券・三洋証券・北海道拓殖銀行、就任後の1998年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行などの大型金融機関が破綻し、1997年11月には一時的にコール市場がストップしてしまうなど、市場機能についても相当注意を払わなければならない時期であつた。

こうしたなかで印象に残っているのは、中原氏が退任直前の2002年3月に米国出張をした時、フレッド・バーグステンが所長、アダム・ポーゼンが議長を務めていたInstitution for International Economicsで小講演を行った時である。日本の不良債権について、金融機関の決算記者会見時の楽観的とも受け取れる翌期決算の見通し・コメントや金融庁あるいは政治家の「今年で不良債権は出尽くした」という発言が毎年繰り返されているにも関わらず、翌年も、その翌年も多額の発生が続くのは何故なのか、日本は談合的に未だ何か隠しているのではないかと、ということで袋叩きとなったことを覚えている。

当時の我が国金融機関の会計ルールでは、地価が下落していくなかでは毎年、償却・引当額が新たに生じること、金融機関の償却・引当額はザックリ言えばおおよそ過去3～5年の移動平均値となってしまうため、地価下落が続くなかではなかなか出尽くさないことなどを一生懸命説明したのだが、それならそのような不合理なルールは直ちに変えるべきである、時価会計や予想損失モデルをなぜ導入しないのかと、厳しく責め立てられた。

これ以降、中原氏は金融機関の会計ルール、検査・考査の在り方、金融検査マニュアルの導入やその内容について一段と関心を深めていくこととなった。そうしたこともあって、審議委員退任後、竹中平蔵氏が金融担当大臣の頃に組成された「金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム」での活動には力を入れて取り組まれていた。

## 8. ガバナンス、議論の在り方 ―民主主義における中央銀行の在り方、政治との関係、議論の仕方、Groupthink―

次に、ボード内部でのコミュニケーションの取り方について、中原氏と議論したその内容について簡単に触れたい。

中原氏は、新日本銀行法において独立性が強調されていたこともあり、新しいことの勉強会や基本的知識の修得に関しては積極的に参加した一方で、金融政策決定会合の事前の根回し的なことについては、強く拒否していた。知見を見込まれて国会の承認、内閣の任命で就任した以上、執行部の根回し通りに投票するのではなく、その時の金融政策決定会合でオープンに議論し、自分の頭で考え、自ら判断して投票する、毎回「真剣勝負」というのがその立場で、政策変更や新たな提案があれば事後的に開示されるパブリックな場である金融政策決定会合で示すべきであるという考え方であった。また、執行部サイドが議論したくない内容（例えば、その後のことを考えると、後にとっておきたいプランや、同等な効果があると考えられるような代替的なプラン、あるいは決定に際しての議論において反対材料となりうる有力な意見等）も含め積極的に決定会合でオープンに議論し、それを開示していくべきだという立場を公にしていた。プルーデンス案件は例外としていたが、マネタリーポリシーについては、すべて決定会合で議論すべきだということで、在任期間中、一貫した姿勢であったと思う。

中原氏が心配していたのは、戦前の日本軍のような Groupthink に陥る可能性である。組織内でいつも固定メンバーだけで同じパターンで議論を続けると、正しい政策を選択できなくなるいわゆる Groupthink に陥るのではないかと懸念していた。それは日本銀行事務方の説明が巧みで情報量が多いことにもよるが、執行部案に乗ることは楽なのでそうしたやり方になれてしまうと、結局、重要局面で判断を誤り、日本経済に対して誤った政策対応をとることになるということを懸念していた。それを回避するためには、大きなエネルギーが必要かも知れないが、毎回真剣勝負で議論を行う必要があると考えていたわけである。

一方、政治や民主主義との関係で常々言っていたのは、日本銀行は、金融政策の独立性という公権的な権力を柵ボタの議論で獲得したが、これを真の意味で定着させられるか否かは、パフォーマンス次第であるということであった。逆に言えば、金融政策のパフォーマンスが悪かったり、決定的な政策判断ミスを犯せば、法律一本で独立

性が失われる可能性があることは否めないということである。また、独立性とは政府に逆らうことではなく、政府と十分コミュニケーションをとりつつ、専門的な知見を持って適切に判断し、政策を遂行していくことであるとして、政府とのコミュニケーションの重要性を説いていた。さらに、日銀に与えられているのは手段の独立性であり、目標については政府が決めることが民主主義のなかでは正しい在り方だと常々主張されていた。それらは、出張時のマービン・キングやトリシェらとのコミュニケーションを踏まえ、さらに強固になっていったように窺われた。

## 9. その後 —出版、不良債権処理への関わり、電話—

次に、退任直後の状況について簡単に触れる。

まず、行った仕事の内容を文章に残すことで、職務の説明責任を果たすこと企図して、在職中から計画して、2002年3月に東洋経済新報社から、『デフレ下の日本経済と金融政策』を出版した。1万部を超える売り上げとなり、講演集としてはよく売れたと聞いている。

次に、審議委員退任後、日本経済の再生に向け、2004年度には不良債権問題を終結させるとの総理の指示を受けて、2002年10月に発足した「金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム」のメンバー（香西泰、奥山章雄、木村剛、中原伸之、吉田和男）に就任した。ここでは、積極的に予想損失モデルや時価会計など、不良債権をフォワードルッキングに処理できる枠組みを主張し、不良債権処理の加速を図る方向で議論に参加した。その際も、微力ながらサポートさせていただいた。

中原氏からは、退任後も、ごく頻繁に電話を貰い、立場上、守秘義務等に抵触しない範囲で対応させていただいた。年に1回は当時の日本銀行で中原氏をサポートした6～7人のメンバーと定例的な会合を行った。

## 10. 反省（実現できなかったこと）、将来に向けて、金融政策の拡張性

その後、中原氏としばしば語り合ったのは、歴史に若しくはないが、2000年頃の段階でインフレ・ターゲット付き量的緩和策を本格的に展開できていれば、日本経済は多少は違っていたかもしれないということである。ギャンブル的な側面が残ることは否

定できないが、2013年4月に量的・質的金融緩和を打ち出したタイミングと比べれば、成功する確率は遥かに高かったと思われ、金融政策だけでの対応には限界があるものの、現在のようにまで一部製造業等の競争力が失われたり、経済の活力が損なわれることも若干なりとも防げた可能性があると言ったものである。と同時に、不作為にならないように量的・質的金融緩和などの政策を打ち出さざるを得ない黒田現総裁に対しては、半ば同情的な感情を持たれていたように思う。

日本銀行にとって不幸であったのは、当時、過度に強い円高志向を持つボードメンバーがいたことや、中原氏の言い方を借りれば、「柵ボタ」の独立性であったため変な形で力こぶが入り、正しい方向で政府と連携し政策効果を発現させることが難しかったことかもしれない。また、中原氏のスタンス等もあって、彼の提案が正鵠を得ているながら、ボードメンバーの賛意の得られなかったことも、残念であった。中原氏が在任中のタイミングで本格的なインフレ・ターゲット付き量的緩和策を展開できていれば、と考えるのは私だけではないであろう。

中原氏は、日本銀行の長い将来を考え、自由な発想での創造的な議論を行うためにも、議長案の否決を是非実現したいと言っていたが、これも達成できなかった。すでに議長案が否決された経験を複数回有していたバンク・オブ・イングランドの決定会合(MPC)の議事要旨を読んだり、出張時に実際にマービン・キングの話の聞いたりすると、今後も続くであろうこの枠組みにおいて、議長案の否決というのは一度経験した方がよいことかもしれない。実現すれば、不要な足枷が取り払われ、現在よりは真の意味で経済中心の政策議論ができるようになる可能性があると思う。

私たちは、金融政策の拡張性についても、外部の知見も借りながら様々検討した。デリバティブ利用の可能性、信用不安時等におけるCDS活用の可能性、新たな民間資産の買入れ等々である。しかし、効果や実務的なフィージビリティ、中央銀行としてのその手段をとることの正統性の検討などから、当時は国債および外債の購入だけを提案するという事に落ち着いた。ただ、金融政策のツールは様々なものがあり、金融市場も進化・拡大しているので、難局が続くなか、日本銀行には発想の壁を取り払って様々な方法にチャレンジすることを検討してもらいたいと思う。

本研究会の演題である「デフレ経済への挑戦」についてであるが、図表1のその後の状況を一瞥いただければ明らかなおおり、真の意味でのデフレ経済の克服、活力のある経済の実現には未だ道半ばであり、失われた30年が終わったとはとても言えない状

況にあると言える。この背景には、その後起こった2008年世界金融危機、いわゆるリーマン・ショックや、成長戦略の進展の遅さ、新型コロナ感染拡大の影響といった問題もある。また、金融政策だけでは対応できないことも、その後の経験から明らかである。しかし、その一方で当時の金融政策における判断が尾を引いている面がないとは言い切れないようにも思える。こうしたデフレ経済、低成長で活力に力強さを欠く経済の克服のための金融面からの環境整備は、現在の日本銀行に託された宿題といえよう。

さて、話が最初に戻るが、着任時に直属の上司から指示された「審議委員が日本銀行を去ってからあともサポートしてほしい」と言われたミッションは、今回、大変残念ながらコンプリートということになった。中原氏には、審議委員退任後も含めて大変エキサイティングな経験をさせていただいたことに厚く感謝したい。

中原伸之さん、安らかにお眠りください。

(注) 本稿は2022年4月4日の景気循環学会定例研究会における内容の概略を纏めたものである(2022年6月入稿)。

(うえばやし しげる 椋山女学園大学現代マネジメント学部教授) (2022.4.4)

## 参考文献

- ・ 中原伸之 (2002) 『デフレ下の日本経済と金融政策』 東洋経済新報社
- ・ 日本銀行 (1998～2002) 「日本銀行政策委員会室 金融政策決定会合議事要旨」 1998年4月9日会合分 (1998年5月22日公表) ～2002年3月19、20日会合分 (2002年5月7日公表)
- ・ マッカラム, ベネット T. (1993) 「金融政策ルール of の定式化と分析ー日本への応用」 日本銀行金融研究所『金融研究』第12巻第4号 (1993年12月)
- ・ Greider, William (1989) “Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country” A TOUCHSTONE BOOK by Simon & Schuster
- ・ MacCallum B.T. (1997) “Issued in the Design of Monetary Policy Rules” *NBER Working Paper Series 6016*
- ・ MacCallum B.T. and Nelson E. (1999) “Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semi-classical Structural Model” in *Monetary Policy Rules*, J.Taylor, ed, The University of Chicago Press