書　評

河浪武史著

『日本銀行　虚像と実像　検証25年緩和』

（日本経済新聞出版，2023年６月）

相　沢　幸　悦

Ⅰ　本書の構成と目的

本書の構成は，次の通りである。

序　章　日銀と通念の破壊者
第１章　初の経済学者総裁の誕生（2023年～）
　1　Ueda － Who? のサプライズ人事
　2　去りゆく歴代最長の総裁
　3　18年ぶりの円卓
第２章　アベノミクス，世紀の大実験（2016～18年）
　1　戦力の逐次投入はしない
　2　バズーカ発動
　3　届きかけた２％インフレ
　4　浮かんだマイナス金利
　5　ヘリコプター・ベン
第３章　最長総裁，黒田氏の無念（2018～23年）
　1　キャピタルフライトの恐怖
　2　だまし討ちは突然訪れた
　3　カール・ポパーの思想
第４章　「アクシデントの総裁」白川氏（2008～13年）
　1　リーマン・ショック
　2　ハチの一刺しではなかった
　3　政争の具となった日銀人事
　4　バーナンキ FRB との競争
　5　想定外のデフレ宣言
　6　リフレ派を生んだ緩和競争
　7　東日本大震災
　8　永田町からの逆風
第５章　デフレの始まり，速水氏・福井氏（1998～2008年）
　1　新日銀法下の独立記念日
　2　長銀ショック
　3　デフレがやってきた
　4　主要国初のゼロ金利政策
　5　量的緩和政策の始まり
　6　円キャリー取引の出現
　7　安倍晋三氏，反日銀の原点
第６章　苦悶のパウエル FRB（2020年～）
　1　トランプ大統領とコロナ危機
　2　まさかの大インフレ
　3　金融不安がやってきた
　4　マエストロと対話
第７章　魔法の杖はない
　1　日本経済はなぜ停滞しているのか

2　日本だけなぜデフレに陥ったのか
3　長期の金融緩和は効いたのか
4　日本経済は成長軌道を取り戻せるか
おわりに
参考文献
日本銀行　関連年表

本書の目的は，日銀をめぐる人模様を丁寧に描きながら，金融面から日本経済の長期停滞とデフレの原因を探ることにある。同時に，「何があったのか」という歴史的な記録とともに，「どうしてこうなったのか」という経済分析も提示している。そして，処方箋を描くには，まずは全体像をきちんと把握することからはじめなければならないとする。

本書は，2023年４月に発足した日銀植田和男体制のストーリーからはじまる。そのうえで，ひとつひとつの原因と結果を解きほぐすために丁寧に時間を遡っている。

第２章と第３章では，アベノミクスと黒田緩和を検証し，第４章では，政治と市場との闘いにあけくれた白川体制を取り上げている。第５章では，長期デフレのスタートである速水体制，福井体制を掘り下げている。検証25年緩和とするゆえんである。第６章では，最強の中央銀行である米FRB（連邦準備制度理事会）の実像を取り上げている。そこからみえてくるのは，虚勢が通用しなくなった中央銀行の姿だからである。著者は，虚像と実像の間で苦悩しているのは，日銀だけではないということを言いたいのであろう。

Ⅱ　本書の概要

1　日銀と通念の破壊者

著者は日銀の苦難のはじまりは，「新日銀法」が施行され金融政策の独立性を勝ち取った1998年ではないかという。それは，本書の検証の開始時期とピタリと一致する。

日銀は，みずからの独立性と引き換えに「物価の番人」としての役割を全面的に引き受けてしまった。中央銀行の政治からの独立性が必要なのは，世界の中銀がそうであるようにインフレと闘うためである。ところが，日銀が独立性を獲得した1998年というのは，日本経済がデフレに突入し，インフレではなくデフレと闘わなければならない時期だった。

日銀は，すでに金融緩和の余地を失っており，政府の財政政策や成長戦略や企業の積極的な経営戦略などあらゆる施策の総動員が求められた。だが，デフレが深刻化すると政府ばかりか企業経営者まで，その脱却の責任は日銀にあるとの大合唱をはじめた。黒田東彦氏の日銀総裁就任の背後には，デフレ克服に何の手も打たない日銀を戦犯に仕立てる経済ポピュリズムの動きがあった。

著者は，長期デフレの要因のひとつとして，1998年に日本経済が雇用の急激な悪化をさけるために，（労働組合が）賃下げを受け入れたことにあるという。これが欧米と異なって，デフレ的な経済構造となった大きな要因であるとする。

2　初の経済学者総裁の誕生（2023年～）

「Ueda － Who? のサプライズ人事」

植田和男氏が日銀総裁候補となった経緯をあきらかにしている。氏は，総裁人事で下馬評にすら上がっていなかった。異次元緩和の後始末が主要業務といわれ，誰も火中の栗を拾おうとしなかった。だから，総裁候補者達にはことごとく断られた。著者の取材によれば，植田氏を総裁候補に推薦したのは雨宮正佳前日銀副総裁だという。

雨宮氏は最有力総裁候補であったが，「日銀の次期体制は，長い金融緩和の点検と修正が求められる。私は緩和政策を実行してきた当事者中の当事者であり，客観的に公正な見直し作業ができるとは思えない」として固辞したという。

この雨宮氏の固辞は「見事な身の引き方」ではある。だが，評者は氏がゼロ金利，量的緩和，包括緩和，異次元緩和，マイナス金利，長短金利操作などを企画してきた中心人物であることからすれば，総裁を引き受けて出口戦略を果敢に実行し，早期に金融正常化に回帰させてほしかったと思う。もし，それが難しいのであれば，金融正常化に「25年（植田氏の冗談）」もかかる企画の危険性に警告を発し，説得する責任があったはずである。

植田総裁は2023年４月10日，はじめての記者会見にのぞんだが，異次元緩和に修正はないという想定問答は日銀の企画ラインが用意した。万が一，修正と受け取られるような発言があれば，株価や金利や為替相場に大きな影響を及ぼしてしまうからである。国会への人事提案前に出した異例のコメントも官邸と日銀が擦り合わせていた。たしかに，評者も，学者出身にしてはそつのないコメントだと感じた。

実際，植田氏の失言ひとつで，市場が大きく混乱しかねないほどマグマがたまっている。国債のカラ売りにあえば長期金利は上昇する。政界にもマグマがたまっているが植田氏は国会で，自民党安倍派議員の質問にアベノミクスを最大限評価してみせた。

去りゆく歴代最長の総裁

黒田総裁10年の量的緩和は過去最大であった。だが，伝統的金利政策でもともとゼロであった政策金利をマイナス0.1％に，長期金利も0.8％しかなかったものをゼロ前後まで下げただけである。著者は，異次元緩和というのは，インフレ心理を引き起こすための「見せ金」のようなものだと喝破する。評者は，だからデフレ脱却ができなかったと思う。

黒田氏が10年前に打ち出そうとしたのは「ルーズベルト的覚悟」であった。氏の信奉する米経済学者ポール・クルーグマン氏が，1998年の論文で日銀を批判して述べた言葉である。ルーズベルトは29年世界恐慌という未曽有の危機に際して，リフレーションという言葉を使い，「徹底的に物価を押し上げていく」，「もしも，リフレーションができなければ，別の方法を試す，やりきれるところまでやりきるのだ」と宣言した。

だが，黒田氏は退任記者会見で，「期待に働きかける云々というが，意味がなかったとか効果がなかったとは言わないですけれども」と，ルーズベルト的「期待の転換」が困難なことをにじませた。氏は，旧大蔵省在職時に英大学院に留学し，ジョン・R・ヒックス氏の講義を受講し「期待に働きかける効果」と出会う。中銀が２％のインフレ目標を掲げて「あらゆる手段を講じる」と訴えれば，企業や家計は，「２％

のインフレになるに違いない」と考えて行動することを学んだ。ルーズベルト的覚悟の起点は英留学時代にあった。

黒田氏の退任が近づく2023年初頭，日銀OBから降ってわいたように黒田体制の大規模緩和に手厳しい批判が相次いだという。評者は，黒田氏の政治への「屈服」もさることながら，日銀出身副総裁や理事・局長などが黒田氏に「服従」したことへの怒りだと思う。

18年ぶりの円卓

植田新総裁は2023年４月27日，18年ぶりに金融政策決定会合の円卓に座った。この会合で氏は，25年間の長期緩和をレビューすることを決めた。

現在の日銀の金融緩和策は，主に，①２％のインフレ目標，②長短金利操作付き量的・質的金融緩和（YCC），③オーバーシュート型コミットメントの三つにわけられる。

金融政策は，1990年代までは金利の上げ下げだけですんだが，2000年代に入って利下げ余地がなくなると量的緩和政策やリスク資産の購入，マイナス金利，長短金利操作など金融政策は複雑化した。金融政策はどこに向かうのか。著者は，その過程を紐解くために安倍晋三元首相の経済政策「アベノミクス」の生誕物語に踏み込む。

3　アベノミクス，世紀の大実験（2016～18年）

戦力の逐次はしない

黒田日銀は2013年４月４日，量的・質的緩和政策（QQE）と名付けた大型金融緩和策を発動した。「２年で２％のインフレ率を達成するため，２年で国債の保有量を２倍に積み増してマネタリーベースも２倍に増やす」というものである。氏が，「これまでとは全く次元の違う金融政策だ」と言うので異次元緩和とよばれる。外国為替相場は，2012年９月の１ドル77円台から13年５月には103円台まで一気に26円も円安にふれた。円高修正で株価が上昇した。円安と株高が連鎖する「アベノミクス相場」のはじまりである。

2006年に首相の座を射た安倍氏は，わずか１年で投げ出すように同ポストを退く。雌伏６年，12年９月に自民党総裁に返り咲いた安倍氏は，日銀を仮想敵に仕立てて「無制限緩和」を求めて徹底的に攻撃する。一敗地にまみれた安倍氏と異端視され怨念をためこんだ「リフレ派」の直情的な反撃がはじまる。12年冬には，政権復帰をめざす安倍氏の政権公約は，「美しい国」から「大胆な金融緩和」へと大転換していた。

運よく世界経済の重荷であった欧州債務危機もようやく和らぎ，2012年後半には，投資家心理が悲観論から楽観論に切り替わる時期でもあった。「勇ましい掛け声で，市場の期待に働きかける」というアベノミクスはこうして基礎が形成される。

エリート集団である中央銀行を長い経済停滞の元凶と見定めて叩く姿は，安倍氏につきまとっていた「ひ弱な政治家」というイメージを払拭するのに十分だった。評者は，それまでの旧民主党政権に愛想をつかしていた国民が待望する「強い」政治家像を演出しようとしたのだと思う。金融政策を訴えても票にならないといわれていたのだが。

日銀批判は，リフレ派からだけでなく米主流派経済学者達からもよせられる。大恐慌研究で知られるベン・バーナンキ氏は，1999年の論文で「過去15年間の金融政策は不十分で日銀は自

ら機能不全に陥っている」と批判し，ポール・クルーグマン氏は，日銀が「４％のインフレ目標を15年間維持しては」という大胆な政策提言をおこなった。

黒田氏はクルーグマン氏の主張を「簡単な理論的枠組みを使って，重要な政策的含意を導き出しているすばらしい論文」と手放しで称賛した。だが，氏は，日銀に大規模緩和を求めた理論が不十分だったと後に見解を修正する。評者は，日本の経済学がアメリカの「物まね」であることを懸念していたがその悪弊がもろに出たと思う。よその国（日本）を「実験台」にしてみずからの「理論」を実行させ大失敗したら「ごめん」ですます。評者は，日本経済に責任をもつ学者・研究者が有効な理論を構築し実行すべきだと考える。

バズーカ発動

米経済学者の「お墨付き」を得た黒田日銀は，異次元緩和に突っ走る。「市場参加者の常識を超える極めて巨額なものです。戦力の逐次投入はせずに，現時点で必要な政策はすべて講じました」と力説した。評者は戦力の逐次投入は，敗北の大きな原因で決してしてはならないことなので，十分な戦力を投入するというのは正論だが，異次元緩和の効果が出ないことがわかった時点でただちに戦術変更が絶対不可欠だったと考える。

当時，著者は，量的・質的緩和を設計した中心人物を取材し驚愕の発言を引き出す。「世界でみたって前例のない金融緩和だろう。でも，これだけのことをやってもダメだったらさ，逆に日銀がずっと言ってきたこと（金融緩和の不足が日本経済の停滞の原因ではない）が正しかったと誰もがわかるようになるんじゃない？」と。評者はその通りだと思う。

量的・質的金融緩和は，前任の白川方明日銀総裁が打ち出した「包括緩和」を拡大したものにすぎない。金融緩和だけで経済が立て直せないことは10年後に明確になる。

浮かんだマイナス金利

当初こそサプライズで２％のインフレ実現も可能かとみられたが，１年目の好循環は2014年春に逆回転する。ひとつは，消費税増税による国内景気の減速，もうひとつは，原油価格の下落である。そこで10月31日，突如量的・質的金融緩和の第２弾に打って出る。黒田氏は，「30兆円（長期国債増加幅），３年（国債残存期間延長幅），３倍（ETF，REIT 購入額）」と３をそろえアピールした。当初こそ，株価が上昇したものの勢いは長くは続かない。

著者は2014年12月，日銀の企画ライン関係者から「ちょうどマイナス金利政策の研究を始めたところだ」と打ち明けられる。マイナス金利政策は12年７月デンマーク，14年６月欧州中央銀行，12月スイスの中央銀行が導入した。スイス中銀は，当座預金のうちマイナス部分を限定する「階層方式」をとった。ただ，金利政策の復活は，当時の岩田規久男副総裁などリフレ派からみずから理論付けしたアベノミクスの失敗とみなされるリスクがあったので，ひとまず15年12月に「金融緩和の補完措置」を発表した。

日銀は2016年１月29日，マイナス金利付き量的・質的金融緩和を発表するが，円安・株高となったのは数日間だけである。発動の10日後の２月９日には，長期金利が史上初めてマイナス圏にいたる。マイナス金利政策は，銀行だけでなくあらゆる金融機関の収益をむしばむリスクが出てきた。黒田氏は，金融機関のマイナス金利批判に対して，「金融政策は金融機関のためにやっているわけではない」と反論した。評者

は，「日銀法」で金融システムの安定を義務付けられている日銀の総裁として不適切な発言だと思う。

著者は，マイナス金利政策がうまく機能しなかったのは，ひとつは「金利の限界」，もうひとつは「副作用の大きさ」，三つ目は「世論の不人気」だという。

ヘリコプター・ベン

ヘリコプター・マネーという言葉は，ミルトン・フリードマン氏が著書で表現したものである。「ある日，１機のヘリコプターが飛んできて，これまで流通している貨幣量と等しいだけの現金を空からまいたとしよう」。貨幣量が突然２倍になればあっという間にインフレがくるつまりデフレ脱却ができるという。氏に師事するベン・バーナンキ氏はこのたとえを踏襲した。

返済不要（たとえば無利子永久国債［評者注］）な国債を大量に発行し日銀がすべて引き受ければ，財政出動も金融緩和も際限がなくなるリスクが高い。2016年７月，リフレ派の理論的支柱であるバーナンキ氏を日本のリフレ派が当時の安倍晋三首相と面会させた。安倍政権は，「（ヘリマネ政策を）政府が検討している事実はない」と否定したが，８月には，大規模な「未来への投資を実現する経済対策」を発動した。

アベノミクスの第２弾は，金融緩和から財政緩和へと移りつつあった。同日，当時の麻生太郎財務大臣と黒田日銀総裁が会談し，財務相は，超長期の国債である40年債の増発を発表した。安倍官邸に浮かぶヘリマネ論をギリギリのところで受け入れたのが，政府・日銀の連携の確認と40年債の増発であった。

4　最長総裁，黒田氏の無念（2018～23年）

キャピタルフライトの恐怖

2022年になると資源高と円安で，ゼロインフレのノルム（社会通念）の変わるチャンスが突然到来した。４月の消費物価指数は，前年同月比で2.1％と黒田体制発足後ではじめて２％を超えた。インフレ阻止のための米金利の引き上げと，異次元緩和をかたくなに続ける日本の金利格差が広がって円安が進み輸入物価が上昇した。金融緩和が物価を押し上げるチャンスが訪れた。ただ，財務省幹部は，「このまま円安が進めば，日本はキャピタルフライト（海外への資本逃避）にだってなりかねない」と危機感をあらわにした。

このとき，日銀中枢は緩和修正に傾いていた。それは，インフレ率の上昇にくわえ世界的な金利上昇圧力が高まっていたからである。評者もその通りだと思う。要因のいかんにかかわらず，物価の低位安定が日銀の使命だからである。

もうひとつ，雨宮氏の頭の中には，「自らの副総裁退任を前に，一定程度は金融政策を正常化しておきたい」という思いもあった。想定していたのは，長期金利を抑え込む長短金利操作（YCC）である。これを編み出したのが雨宮氏だという。米FRBが，1942年から57年まで長期金利水準を2.5％と定めて国債を買い入れた事例を参考にしている。

ところが，日銀・財務省にあった金融緩和の縮小論にいち早く待ったをかけたのが安倍氏であった。黒田氏もデフレ心理を変えるラストチャンスだとして，日銀内で緩和縮小論にもっとも強硬に反対していた。それは，2000年のゼロ金利政策解除の失敗というトラウマがあった

からである。だから，財務省幹部の言うように一気にYCCを撤廃すること，つまり市場を「だまし討ち」にせよということになる。

だまし討ちは突然訪れた

日銀は2022年12月20日の決定会合で，「長期金利の変動幅を従来のプラス・マイナス0.25％程度」から「プラス・マイナス0.50％程度に拡大する」ことを決定した。

財務当局も日銀執行部も，「だまし討ちはやむをえない」と割り切っていた。黒田氏からすれば利上げや緩和縮小ではなく，金利のゆがみを改善し緩和効果を高めるための改善策にすぎないというロジックである

カール・ポパーの思想

黒田氏への日銀内の評価は，「信念の人，言い方を変えれば頑固」という声が多かったという。異次元緩和が「バズーカ」と評され，前のめりに機能したのは2013年から16年のわずか3年にすぎない。その後は，サプライズによる緩和策の発動をやめYCCで息の長い金融緩和に切り替えた。国債購入額を減らすことができるからでもある。

黒田氏は，「反証主義」の英哲学者カール・ポパー氏の熱烈な信奉者である。反証主義は，とりあえず間違いが見つからないなら科学的にオーケーの立場をとる。後々になって間違いがみつかれば，科学的仮説を上書きすればいいという考え方である。「長年政策の現場で，分析したり，予測したりしていると，現実と理論があわないことがよくあります。理論を絶対不可侵とするのではなく，模索しながら前に進めていくフレキシビリティー（柔軟性）の重要さを反証主義は教えてくれます」（『朝日新聞』2013年11月）と述べた。評者は，黒田氏には最後まで「間違い」がなかったのだろうと思う。旧大蔵官僚の習い性だろうか。

5 「アクシデントの総裁」白川氏（2008～13年）

リーマン・ショック

白川方明氏は，2008年4月に日銀総裁に就任したが，ひとつは，銀行システムの安全を守る「マクロプルーデンス」が中央銀行の最大の仕事という信念，もうひとつは，量的緩和のような非伝統的金融政策に慎重な姿勢をとるという信念をもっていた。氏は1993年5月，「大手銀行の不良債権は最大50兆円あり，15兆円の損失が発生する可能性がある」というペーパーをまとめた。銀行への公的資金の投入や受け皿機関の設立などの破綻処理策をまとめ当時の大蔵省に提示している。だが，旧大蔵省はそれを放置したという。

当時のブッシュ（子）大統領は，首席補佐官を通じてヘンリー・ポールソン米財務長官に対し，2008年9月15日に経営破綻したリーマン・ブラザーズに「連邦政府の資金を使わない形でリーマンを段階的に解体する」よう伝えていた。大統領選挙が迫っていたからだが，評者は，ブッシュ氏が日本の失敗を知らなかったからだと思う。危機に際し，中央銀行間で国際協調策が検討されドル資金不足に対応するためドル供給策がまとめられた。

ハチの一刺しではなかった

政府は当初，リーマン・ショックの日本への影響は「ハチの一刺し」と甘くみていた。だが，未曽有の円高となる。日銀を除く世界10中銀が，2008年10月8日に史上初の「緊急利下げ」に打って出た。政策金利の下げ幅はそろって0.5％である。日本は，協調利下げにはくわわれなかった。政策金利は，わずか0.5％で利

下げ余地がなかったからである。

９月末時点で１ドル105円台だったのが，10月24日には92円台まで急騰した。日経平均株価は，バブル崩壊後の最安値（7607円）を一時割り込んだので，日銀は10月31日の決定会合で0.2％の利下げを決定した。通常は0.25％引き下げるが，再利下げの余地を残すためである。世界同時不況にくわえて，日本は円高不況まで抱え込んでしまった。

バーナンキ FRB との競争

白川氏は，リーマン・ショック前の2008年３月21日に副総裁に就任し，そのまま空席となっていた総裁職を代行した。衆参ねじれ国会で，政府の提示する財務省次官 OB が参議院でことごとく不同意とされた。白川氏が総裁に昇格したのは４月９日である。

当時の FRB 議長はバーナンキ氏であったが，大恐慌研究の第一人者でありながら何故リーマン・ショックを防げなかったのかとの批判をあびながら，2008年10月29日にさらに0.5％の利下げをするとともに，大量の資金供給策や異例の金融仲介策も連発する。FRB は，住宅ローン担保証券を購入する「信用緩和」を発動した。

ついに FRB は12月12日，政策金利を１％から０～0.25％へと一気に引き下げ，米史上初のゼロ金利政策に打って出た。円相場は１ドル87円台に突入した。売り上げが急減した企業は，運転資金の確保すら困難になっていた。そこで，日銀は12月19日に追加利下げとともに CP の買い入れも決定した。財務省内には，対応の遅れに不満がたまっていた。

リフレ派を生んだ緩和競争

旧民主党政権は2009年11月20日，月例経済報告で「穏やかなデフレ状況にある」と宣言した。デフレは，1929年大恐慌を想起させるので安易に使うのを避けていた白川日銀は動かなかったが，その敵は円高で，その大元をたどれば最大の敵は FRB であった。

2010年８月10日に FBB は突如，米国債の買い入れを拡充する新たな量的緩和策を打ち出した。ゼロ金利・量的緩和という金融緩和策でも，アメリカのインフレ率は１％台半ばまでしか上がらなかった。バーナンキ氏等は，低インフレと低成長が長引く「日本化」を恐れていた。１ドル94円台だった円相場は，８月11日に84円台まで再上昇した。

こうした中，超党派議員による「デフレ脱却議員連盟」は，2010年８月末に「日銀法改正も視野に金融緩和を求める」という決議を採択した。決議は，インフレ目標が達成できなければ，国会が主導して日銀総裁を解任するとまで踏み込んでいた。リフレ派との闘いがはじまる。日銀は10月５日の決定会合で，実質ゼロ金利，長期国債・CP・ETF・REIT というリスク資産の買い入れなどを決めたが円高の流れは変えられなかった。

永田町からの逆風

2011年３月11日の東日本大震災発生から15分後には，白川氏はみずからを本部長とする「災害対策本部」を立ち上げ，日銀ネットの稼働を確認し金融不安の芽をつむことに全力を投入した。直後の日本経済の重荷となったのがさらなる円高の進行である。17日には，１ドル79円台前半まで急騰した。政府・日銀は，G7に呼びかけて11年ぶりの円売り協調介入をおこなった。円高は，日本企業の海外移転につながった。

旧民主党政権は，円高の責任を日銀に転化するようになった。アンチ日銀の経済学者集団で

あるリフレ派が永田町で注目されるようになり，2012年の自民党総裁選に立候補する安倍氏にも多大な影響を及ぼした。12月の衆院選は，金融政策運営が争点となるきわめて異例の展開となり，安倍自民党が圧勝した。国民の大多数が金融緩和の拡大を支持してはいないが，圧勝したその「瞬間に民意となった」（日銀関係者）という。

白川氏は，安倍政権が「日銀法」改正を正式に俎上にのせるなら抗議の辞任もやむなしの決意でいた。日銀は12月19～20日の決定会合で，２％のインフレ目標の設定を視野に政府との政策協定の検討に入ることを決めた。安倍官邸は，協定に「２％のインフレ目標を２年で達成する」と明記することにこだわった。だが，白川氏の徹底抗戦で達成時期は「できるだけ早期に」で決着した。同時に，過度な円安や不動産価格の上昇があれば，インフレ目標２％に到達していなくても緩和政策を転換できる「脱出ルート」も用意した。

日銀は2013年１月21日の決定会合で，政府との共同声明を正式に決定した。白川氏は２週間後，首相官邸に出向き任期切れ直前の３月に辞任すると申し入れた。白川氏が腐心した「できるだけ早期に」という達成期限は，後を継いだ黒川氏にあっさり消された。

6　デフレの始まり，速水氏・福井氏（1998～2008年）

長銀ショック

1998年４月１日は，日銀の独立記念日ともいえる日であった。旧大蔵省の管轄下あった日銀が，世界の潮流である中央銀行の独立を勝ち取った瞬間だったからである。ところが，前年97年に北海道拓殖銀行，山一証券という大金融機関が破綻して金融危機が深刻化し日本経済は戦後最悪の状態にあった。

1998年６月には，日本長期信用銀行の経営危機が表面化した。10月12日に政府による銀行の公的管理を可能にした「金融再生法」が成立し，長銀は，すぐさま破綻処理され一時国有化が決まった。12月13日には，日本債券信用銀行が経営破綻して一時国有化された。98年の実質経済成長率は，マイナス1.3％と戦後最大の景気後退となった。

速水日銀のスタートまもない1998年７月，消費者物価指数は前年同月比マイナス0.1％，99年１月には，マイナス1.2％まで落ち込み本格的なデフレに陥りつつあった。

主要国初のゼロ金利政策

1998年12月中旬，旧大蔵省が資金運用部の国債買い入れを中止することで発生した運用部ショックによって，長期金利が２％台に跳ね上がり国債市場は大混乱に陥った。政府は，日銀に国債の買い入れを迫った。高まる国債買い入れの圧力をかわすため，前例のない「ゼロ金利政策」に踏み切ることを事前に日銀執行部は決めていた。

1999年に入ると，金融危機はさらに深刻化しデフレの深度も増していた。日銀は２月12日の決定会合で，いったん0.15％を目標にして「徐々に一層の低下を促す」という方針を決定した。「ゼロ金利」を公言したのは，速水氏が会合４日後の記者会見で「ゼロでもいい」と述べたときであった。実質ゼロ％に到達したのは３月初旬である。

だが，速水氏は2000年８月に入ると，国会で「デフレ懸念の払拭が展望できた」と述べ，８月11日にゼロ金利政策を解除してしまった。わずか0.25％の利上げであったがこの判断は後に

禍根を残す。ゼロ金利解除に反対票を投じたのが現日銀総裁植田氏である。政府側は，議決延期請求権を行使したが決定会合で否決された。

このゼロ金利解除はタイミングが悪かった。同年秋には，アメリカのITバブルが崩壊し景気後退に見舞われたからである。これが，日本の与野党や海外の経済学者の日銀批判の種となり続けた。著者は速水氏にあったのは，金利引き上げが家計にプラスになるという発想であり，「金利生活者」「年金生活者」への思い入れが当時まだあったのだろうという。評者は，日銀が国民の生活を思いやる気持があったことを高く評価する。

量的緩和政策の始まり

日銀は2001年３月19日の決定会合で，世界的にも前例のない量的金融緩和の発動を決めた。当時の植田委員は，ゼロ金利政策への復帰を主張した。当時の山口副総裁もゼロ金利を主張し，量的目標には，「追加的な緩和の余地が大いに生まれてくるような，ある種のイリュージョン（幻想）を与えることにもなりかねない」と疑問を呈した。

植田委員は，「マーケット等に量そのものが何か影響するのではないか，イリュージョン的なものもあるかもしれないということもまた無視できない」，「ここは少しずるく立ち回る余地はなくもない」として，市場の期待に働きかけて物価上昇率に影響を与える効果も完全には否定できないとした。山口氏は，「イリュージョンを利用しようとして，そういう説明をすればするほどリスクも同時に大きくなってくる」と警告している。その後の事態をみれば，評者は山口氏の見解は卓見だと思う。

同時に植田委員は，「期待インフレ率が上がって金利が上がっていったり，景気がよくなっていくのであれば良いが，ならないと地獄になる」，武富委員は「そう，地獄だ」と述べた。量的緩和は，委員らが危惧した通りその後になし崩し的に追加策を迫られた。

量的緩和政策の源流は，フリードマン氏の信奉者である中原審議委員であった。中原氏は，フリードマン氏が長く日本のデフレの原因を資金供給量の減少にあると主張していたという。1994年に日銀のアドバイザリーとなった経済学者のジョン・テイラー氏も量的緩和の検討を求めていた。ある日銀関係者は，すでに95年時点で後に副総裁となる雨宮氏が量的緩和の原案を取りまとめていたという。

円キャリー取引の出現

2003年３月，日銀総裁が福井氏に交代した。氏は，「民主主義の世界では，中央銀行の独立性にとって最も重要なのは世の中に信頼されることだと喝破していた」（日銀関係者）という。ドイツ連銀をみてきた評者もまったくその通りだと思う。日銀は４月７～８日の決定会合で，資産担保証券の日銀の直接購入などの追加策を提示し，４月と５月の会合で量的緩和の当座預金残高目標を，01年の５兆円から03年時点で27～32兆円に増額した。

政府は，大手銀行の不良債権比率（当時8.4%）を２年半で半減させる「金融再生プログラム」を打ち出した。2003年５月17日のりそなへの公的資金供給をきっかけにバブル処理のめどがたち，景気にも薄明かりがさし日経平均株価は上昇に転じた。日銀は，量的緩和の長期維持を打ち出しており，為替相場でゆるやかな円安トレンドがつくられた。

アメリカは，ITバブル崩壊から立ち直って急ピッチで政策金利を引き上げようとしていた。福井氏は，量的緩和の長期維持を打ち出し

ていた。こうした中，低金利の円を借り入れて高金利のドルなどに投資する「円キャリートレド」が活発におこなわれるようになった。だが，2008年のリーマン・ショックで円キャリー取引は一気に巻き戻された。FRBの利下げで日米の金利差が急激に縮小したからである。

安倍晋三氏，反日銀の原点

福井氏は2005年10月12日の決定会合で，都心部で不動産取引の一部に過熱感が明確に出ているとバブルの兆しに言及し，06年３月を量的緩和解除の期日と定めて準備作業に入ろうとしていた。だが，解除に反対したのは小泉政権当時の安倍官房長官であった。

先立つ2004年11月18日の決定会合で，福井氏は審議委員と幹部を前に「異例の金融政策というのは，ある時期にピリオドを打たないと将来に大きな禍根を残す」と明言した。任期終了前に，量的緩和政策とゼロ金利政策を解除しておきたいと考えていた。立つ鳥跡を濁さずの心境であり，評者はこれこそがセントラルバンカーの矜持だと高く評価する。

2006年３月８～９日の決定会合で異例の量的緩和を，７月14日の決定会合でゼロ金利政策を解除した。だが，07年２月から消費者物価はマイナス圏に沈んだ。00年のゼロ金利解除に続き，06年の量的緩和解除も結果的には「デフレ脱却からの失敗」と批判されることになった。福井氏は，安倍氏が閣内で「量的緩和の解除に踏み切れば，その結果責任はとってもらう」と話したことを生涯忘れることはなかったという。

7　苦悶のパウエルFRB（2020年～）

トランプ大統領とコロナ危機

2018年にFRB議長は，ジャネット・イエレン氏から共和党員のジェローム・パウエル氏に交代していた。メディアからは，「ミスター普通」というあまりありがたくないニックネームをつけられていた。同氏をFRB議長に選んだのは，ドナルド・トランプ前大統領であった。リベラル色の強いイエレン氏を後退させることだけが目的だったという。

コロナ危機に際しFRBが恐れたのはデフレであり，低物価と低成長が続く「日本化」を警戒する声もあった。2020年４月のFOMC（公開市場委員会）で「一定の期間，短期債と中期債の利回りに上限を設けて米国債を買い入れる」案が議論された。だが，政府債務の大量購入や政府の圧力が続く，出口戦略が困難，市場の価格メカニズムが歪むなどから採用論は次第にしぼんでいった。評者は，きわめて賢明な政策判断だと評価する。

コロナ危機に陥ったアメリカでFRBはゼロ金利政策，政府は過去最大の財政出動をおこなった。それを支えたのは，FRBが無制限に国債を買い入れる異例の量的緩和政策である。長期金利は，2020年５月には史上最低の0.5％まで下がった。米政府は，利払い負担を気にすることなく巨額の国債発行が可能となった。いわゆる財政ファイナンスである。

たが，巨額の財政出動は，恐れていたデフレではなく想定外のインフレを呼び起こす。コロナ危機が少しずつ収まりはじめていた21年春のことである。パウエル氏は「物価上昇は一時的で長続きしない」と繰り返していた。ところが，FRBの予想に反してインフレは止まらなくなる。2022年３月にFRBがゼロ金利を解除した時点でインフレ率は8.5％（６月8.9％）に上昇していた。量的緩和も22年３月まで続き，市場の資金量を減らす「量的引き締め」は６月

にずれこんだ。

金融引き締めに入ると，未上場の銀行評価額の見直しも必要となって資金調達環境が逆風に転じ，シリコンバレー・バンクの預金残高もピークから13％減少した。そんな中，親会社が18億ドルの巨額損失の計上と増資を発表したが，2023年３月９日に増資に失敗し経営破綻と事業停止にいたった。取り付け騒ぎがデジタル時代に突然勃発した。最大の理由は，FRBの突然の利上げで保有債券に巨額の損失が発生したことであった。FRBは，インフレと金融不安のふたつをそろって退治しなくてはならなくなった。

マエストロと対話

アラン・グリーンスパン氏は，「人口高齢化は着々と進行しており，基本メカニズムを反映した長期金利の低下は構造的に長引くだろう」と述べたという。

言葉で市場を動かす昨今の中銀トップのスタイルはグリーンスパン氏の時代に確立した。

経済・市場は「大いなる不安定」に移りつつあるが，それは，ひとつはグローバル化の反転，もうひとつは気候変動，三つ目は「万能時代」から「迷走時代」への金融政策の突入によるものである。

8　魔法の杖はない

なぜ日本だけデフレに陥ったのか

アメリカは依然，３％程度の平均成長率を維持するが，日本の伸び率は1990年代に逆転された。１人当たりのGDPは，イタリアにも抜かれてG7で最下位である。しかも，日本だけが長期デフレに落ち込む。最大の原因は，1990年代前半のバブル崩壊とされるが，デフレのはじまる98年までタイムラグがある。それは，91年から日銀が利下げに転じて金融緩和を断行し，金融機関も株の（含み益の）益出しにより融資を増やし続けたからである。

企業の資金フローでは，1998年度に一転して貯蓄超過となりその状態が長く続く。どれだけ金融緩和を強めてゼロ金利にしても資金需要がなければ意味はない。しかも，98年から賃金が下がりはじめた。労働組合が雇用の維持を優先したからでもある。

長期の金融緩和は効いたのか

1991年以降の金融緩和は一定程度効果があった。銀行は，保有株の含み益を実現できたので，銀行融資はバブル崩壊下でも増えた。だが，99年以降はゼロ金利政策下でも多くの企業は，銀行から融資を受けられなかった。銀行の含み益が枯渇したからである。インフレ率がゼロになるとゼロ金利はかならずしも緩和的とはいえなくなる。

黒田体制の10年間で市場心理は大きく変わった。過度な円高は修正され，株価は上昇し不動産価格は２倍となったが，実体経済は押し上げられず，生産能力は円安にもかかわらず低下が続いた。賃上げも途上にあった。一方でさまざまな副作用が出てきた。

日本経済は成長軌道を取り戻せるか

経済再生にまず必要なことは，ひとつは，投資を促す成長期待を取り戻すことである。欠かせないのは個人消費の立て直しである。もうひとつは，ビジネス環境そのものを成長志向に改善することである。三つ目は，人口減への対処である。四つ目は，持続可能な財政を取り戻すことである。日本で財政不安が顕在化しないのは，日本が長く経常黒字を維持してきたからである。ところが，肝心の国際収支が危うくなってきている。

経済の成長鈍化は世界的な傾向である。10年間の金融緩和頼みでは，日本が豊かにならないことがはっきりした。欠けていたのは，低利マネーを成長投資に生かす国家と企業のビジョンであった。植田総裁は，金融緩和を続けるという。日本にも「金利のある世界」が近づくものの，欧米に比べてまだ低金利マネーを得られる時間が残っている。その最後のチャンスを使って，民間活力を高める成長戦略を実行しなければならないという。

おわりに

著者は2023年春，有力な日銀高官から「新日銀法が施行された1998年からの25年間の金融政策を検証してみてほしい」ともちかけられたという。多くのメディアは10年間の異次元緩和を徹底検証しているが，その高官は，「もっと長期で堀り下げなければ，今の日本経済の現状はみえてこない」と言ったという。

Ⅲ　本書の特長

日本ではデフレに陥った1990年代後半以降，25年間という長きにわたって「物価の安定」の実現が課題となってきた。その間さまざまな金融緩和策が実施された。こうした金融緩和策は，日本の経済・物価・金融の幅広い分野と相互に関連し影響を及ぼしてきた。このことをふまえ，日銀は2023年４月28日の決定会合で，この25年間の金融政策運営について１年から１年半程度の時間をかけて多角的レビューをおこなう。

本書は，日銀の金融政策運営を現在から過去へという手法で検証している。海外の経済学者の学説も丁寧にフォローし，日本の金融政策がいかに大きな影響を受けたかがわかる。

「新日銀法」が施行されて四半世紀，速水・福井・白川・黒田と４人の総裁が駆け抜けた。虚像と実像の間で揺れ動く日銀をベテラン金融記者が実録から説き起こす。ペーパーを読んでペーパーを書く評者には果たせぬ，25年間の日銀の苦悩が赤裸々に析出されている。

ここで，評者の問題意識からみた本書の特長をいくつか取り上げてみよう。

⑴「日銀法」の改正である。法改正が，自社さ連立政権のもとでおこなわれたことに大きな意義がある。自民党政権であれば，かかる改正がおこなわれなかった可能性が高い。安倍元自民党政権が，日銀がインフレ目標を設定しなければ，「日銀法」を「改正」して，政府による総裁解任を可能にすると恫喝したことからもあきらかである。安倍一強政治というのは，弊害が多くきわめて深刻であった。

1998年の「新日銀法」施行が日本のデフレのはじまりで，日銀によるレビュー（検証）の開始年になっているというのは歴史のいたずらだろう。旧「日銀法」は，戦時中にヒトラーが制定した「ライヒスバンク法」を踏襲するもので日銀は政治に「従属」していた。法改正では，日銀の政治からの独立性確保が論点となったが，それでは，日銀が「第四」の権力になるので「憲法」違反だといわれた。違反ではないという憲法学者もいたが。

総裁・副総裁・審議委員は，衆参両院の同意が必要とされた。ここで，日銀は，政治からの独立性を確保できず政治の影響を大きく受けることになる。郵政民営化に賛成したとして不同意になった金融学者もいる。政権の意に沿う総裁を選任できるようにもなった。ここに，禁じ手の異次元緩和を実行させる根拠があった。本書はそこを詳しく検証する。

法的にはある程度，独立性を確保した日銀ではあったが，それがゆえに「貨幣現象であるデフレ脱却」の全責任を日銀に押し付けられた。異次元緩和を日銀が遂行しても，政府は，成長戦略の遂行という共同声明をほとんど順守しなかった。というよりできなかった。だから，２％のインフレ目標の達成，デフレ脱却などできるはずがない。

⑵白川氏は，1993年５月に「大手銀行の不良債権は最大50兆円あり，15兆円の損失が発生する可能性がある」というペーパーをまとめ，そこには，銀行への公的資金の投入や受け皿機関の設立などの破綻処理策が明示されていたという。前年には，当時の宮沢喜一首相が公的資金の投入を提言している。白川氏は，同案を旧大蔵省に提示したものの同省は放置した。宮沢案もまったく議論にのぼらなかった。銀行の不始末に公的資金すなわち国民の「税金」を投入するとは何事かとの国民の批判を恐れたためである。公的資金というのは，結果的に税金を使うこともあるがそのほとんどは税金ではないのだが。

この段階で銀行に「わずか」15兆円程度の公的資金を投入しておけば，「少ない」資金で早いうちにバブル崩壊不況を克服できデフレにも見舞われなかった可能性が高い。銀行の不良債権問題が解決して貸し出し余力が高まり，企業も大規模なデジタル投資などをおこなっていれば，せめてヨーロッパ並みの経済成長は可能だったことだろう。

最高権力者と銀行考査をおこなう中銀からの貴重な提言を積極的に政府・国民に説明し，デフレを回避する責任が「官庁の中の官庁」大蔵省にあった。かえすがえすも残念である。

⑶速水・福井氏は，ゼロ金利政策や量的緩和政策をみずからの手で解除した。福井氏は，中央銀行に必要なことは「世の中に信頼されること」と述べたという。評者の調べでは，かつて史上最強の中央銀行といわれたドイツ連邦銀行の物価安定のための金融政策に対するドイツ国民の信頼は絶大なものであった。だから，日本政府がいとも簡単に行使した議決延期（請求）権をドイツ政府は，何度か行使しかけたものの国民の批判が怖くて行使できなかった。ただ，日本では，ゼロ金利を解除できる状況ではなかったのだが。

速水・福井氏は，みずからの手で非伝統的金融政策に終止符を打った。もし解除していなければ，リーマン・ショックに際して利下げすらできなかった。もちろん，利下げ余地がほとんどなく包括緩和に追い込まれたのだが。

⑷クルーグマン氏の考えの修正である。氏は「無責任であることの約束を続けてインフレを起こす，と宣言する」よう求めたが，そこには，マクロ経済学の主流派学者が提唱する「合理的期待形成」という仮説があった。それは，「個人はあらゆる情報を入手して合理的に未来を予想する」というものであるが，日本には，２％目標を知っているひとは25％にすぎなかったという。そんなことで合理的期待など成立するはずもない。

クルーグマン氏は，2015年に米紙ニューヨーク・タイムズにコラムを寄稿し，「金融緩和が直面する問題は思った以上に難しい。需要の弱さは，本質的に永続的な状態とみえるからだ」と1998年時点の主張を修正している。氏は「リフレ派」の理論的主柱となり，黒田氏の退任までの25年間にわたり日銀の金融政策を大きく左右した。

後に主張を修正するような「学説」にもとづ

いて，日本が金融「理論」の「実験場」となったのはまことに残念なことである。かかる「学説」にもとづいてしてはならない経済「実験」を強行し，日本国民は成果をはるかに超える副作用に苦しめられている。

⑸日銀総裁を退任した白川氏は2021年10月，「今では誰もデフレが『貨幣現象』とは言わないし，物価が上がれば日本経済の難題が解決するとは思っていない。残念だが，現実に中央銀行がバランスシートを拡大してみなければ，社会がそれを学ぶのは難しかったということかもしれない」と著者の質問に率直に答えたという。事実，そうなりつつある。安倍氏のすさまじい政治的圧力と果敢に闘った白川氏のこの言葉は重い。

最後に，10年間の金融緩和頼みでは，日本が豊かにならないことが明確になったというのが本書の主張であり結論である。金融緩和が続くうちに，民間活力を高める成長戦略を実行すべきであるという。けだし卓見である。だが，残された時間はけっして多くはない。

（埼玉大学名誉教授・当研究所客員研究員）