

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 3 年 6 月 4 日現在

機関番号：34416

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2020

課題番号：16K17149

研究課題名（和文）非伝統的金融政策実施による所得・消費格差に関する研究

研究課題名（英文）The impact of non-traditional monetary policy on income and consumption inequality in Japan

研究代表者

英 邦広 (HANABUSA, Kunihiro)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：40547949

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,000,000円

研究成果の概要（和文）：日本銀行は資産価格バブル経済の崩壊とリーマン・ショック後の国内経済を立て直すために、1999年以降低金利の下で流動性の拡大を図ってきた。こうした政策は非伝統的金融政策と称されている。本研究では、日本銀行が非伝統的金融政策を実施したことで所得や消費に対して格差を生んだかどうかを検証した。得られた結果は次になる。(1)日本銀行が非伝統的金融緩和政策を実行したことで、所得不平等が高まったことは確認されなかった。(2)日本銀行がマネタリーベースを増加したことで、低所得層と高所得層の所得と食費に対して影響を与えていることは確認されなかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究では金融政策と所得や消費に対する不平等の関係について研究を行った。この研究を開始した時期には、トマ・ピケティ著の書籍が日本語に翻訳され（『21世紀の資本』、2014）、日本においても所得や資産に関する格差問題に注目が集まっていた。また、アベノミクスの3本の矢の一つである「大胆な金融政策」が実施されていた。本研究では非伝統的金融政策と所得・消費格差の関係に着目をし、その関係について一定の見解を示した。

研究成果の概要（英文）：The Bank of Japan has been expanding liquidity under low interest rates since 1999 in order to recover the domestic economy after the collapse of the asset price bubble economy and the Lehman shock. This policy is called non-traditional monetary policy. In this study, we examined whether the non-traditional monetary policy implemented by the Bank of Japan created inequality problems for income and consumption. The results obtained are as follows. (1) It could not be confirmed that the implementation of non-traditional monetary easing policies increased income inequality. (2) The increase in the monetary base did not affect the income and food expenses of both the low-income and high-income groups.

研究分野：金融政策

キーワード：非伝統的金融政策 消費格差 所得格差

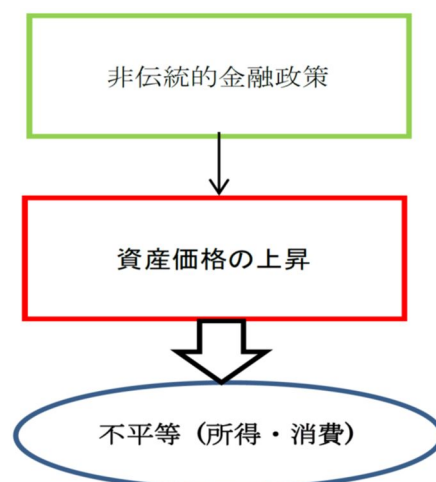
1. 研究開始当初の背景

(1) 1990年代前半に日本では資産価格バブル経済が崩壊した。日本政府や日本銀行は資産価格バブル経済崩壊後の経済危機からの脱却を図るため、経済政策を実行し、景気回復への対応を試みていた。そうした中、2008年9月にリーマン・ブラザーズが破綻し、その破綻による影響で世界的に深刻な経済・金融危機(=リーマン・ショック)を経験することとなった。日本銀行は資産価格バブル経済崩壊後に「ゼロ金利政策」、「量的緩和政策」を採用し、リーマン・ショック後に「包括的金融緩和政策」、「量的・質的金融緩和政策」を採用し、金融市場における信用不安の払拭と経済成長の回復のため、大量の流動性を供給した。海外の中央銀行も世界的な経済・金融危機からの脱却のため、日本銀行と同様な政策である、「非伝統的金融政策」を実行した。非伝統的金融政策関連の研究は国際的な学術論文にも掲載され、研究が蓄積され始めていた。しかし、それらの研究の多くは、期待を通じた波及経路の分析に焦点をおき、将来の金融政策に関する指針(フォワード・ガイダンス)の変更や流動性供給の拡大、政策レジームの変化による金融・実体変数への影響が研究対象となっていた。こうした背景には、政策開始からの年限が短く、十分なデータが揃わないことや伝統的な政策との差異を明確にすることがあったためであると考えられる。

(2) 本研究の遂行者は、本研究を開始するまで、「非伝統的金融政策がマクロ経済変数に及ぼす影響の考察」を中心に研究を行い、リーマン・ショック前後の米国や欧州の中央銀行の金融緩和策の実施と金融市場の反応に関する分析、日本の資産価格バブル経済崩壊による日本銀行の政策対応(ゼロ金利政策、量的金融緩和策、包括的な金融緩和策、量的・質的金融緩和策)と期待形成への影響を分析してきた。

2. 研究の目的

研究の目的は、従来の非伝統的金融政策関連の研究で考察されている波及経路を通じた効果が所得・消費の不平等を拡大したか、否かについて検証することである。日本銀行が政策金利を引き下げたり、市場に出回る資金量を拡大させたりすることで非伝統的金融政策運営が実施されてきた。それにより短期金利だけでなく、長期金利や資産価格プレミアムが低下し、リスク資産への投資促進が起こった。その結果、資金に余裕のない人達は金融市場においてリターンを得ることは困難であるが、資金に余裕のある人達は低リスク下である一定のリターンを得ることは可能となった。こうした金融資産からのリターンを得ることが可能な人達と困難な人達の間において、不平等もしくは格差が生じることとなったのではないかと考えられる(右図はイメージ)。先行研究として、Coibion et al. (2012) や Saiki and Frost (2014) が挙げられる。Coibion et al. (2012) は、金融政策と格差問題を分析した研究の先駆けであり、米国における金融緩和策ショックと米国家計の所得や消費のばらつきに関する関係について検証している。Saiki and Frost (2014) は、日本の金融政策と格差問題を分析した研究で、分析期間は非伝統的金融政策を実施している期間となっており、日本銀行による非伝統的金融政策と家計間の所得のばらつきに関する関係を検証している。



3. 研究の方法

(1) 本研究の研究期間は4年を予定していた。しかし、令和元年度の1月下旬から3月末にかけ、新型コロナウイルスによる影響が深刻化し、参加予定であった研究会などが急遽中止になったことで他の研究者との意見交換ができなくなったことや、資料収集や調査による作業を一時的に中断・延期する必要が出てきたため、研究期間を1年間延長することとなった。研究の方法は、1番目に、非伝統的金融政策下での期待形成と金融市場に関する研究、所得・消費・資産といった格差問題に関する研究のサーベイを行い、理論的・実証的に十分に研究できていない点の確認を行い、分析を行うことである。2番目に、日本政府、日本銀行、国際機関、海外の研究者が公表している信頼性のあるデータを収集・加工し、そのデータの特徴を把握する。また、非伝統的金融政策の内容や日本の格差問題に関する内容を整理し、データとの整合性を確認する。3番目に、理論的考察を踏まえ、計量経済学的手法を用いて金融政策と格差問題の関係を検証することである。

4. 研究成果

(1) 日本銀行は国内で資産価格バブル経済が崩壊した後、市場金利の水準を低下させるために

公定歩合（現在の基準割引率もしくは基準貸付利率）の水準を低下させ、その後、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準を低下させていった。そして、日本銀行は1999年になると世界に先駆けてゼロ金利政策を導入した。非伝統的金融政策の先駆けであるゼロ金利政策とその後の量的緩和政策を実行していた期間を包括的に含む1999年2月から2006年6月までの短期金利（無担保コールレート（1ヶ月物））と金融緩和の尺度（日本銀行当座預金残高）の月次データを用いて、政策効果の検証を行った。その結果、日本銀行が日本銀行当座預金残高を増加させることで、無担保コールレート（1ヶ月物）の水準が低下したことが統計的に示された。これにより、日本銀行が金融市場に大量の資金を供給することで短期金利の水準を引き下げ、金融市場におけるリスクを低下させたという結果が得られた。

(2) 日本銀行は国内で資産価格バブル経済が崩壊した後、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準を引き上げることはあったが、その水準はかなり低いままであった。日本銀行による低金利政策の期間は20年以上継続していた。そうした中で、まず、人々が日本銀行による金融緩和が将来の経済に対してどのように影響を与えているのかを期待インフレ率の観点から分析を行った。インフレ率は物価の変化率であり、期待インフレ率は将来の物価水準や景気動向に影響を与えると考えられるため、重要なデータである。期待インフレ率は世帯の属性に分類し、二人以上の世帯、単身世帯、総世帯の3つを利用した。金融緩和の尺度はマネタリーベースを利用した。分析の対象期間は分析可能な期間である2004年第2四半期から2016年第1四半期までとした。マネタリーベースから3つの期待インフレ率それぞれに対してグランジャーでの因果性の検証を行った結果、統計的に有意な結果を確認することができなかった。これにより、期待インフレ率を予測する際に、マネタリーベースの情報が役立つことが確認できなかった。次に、マネタリーベース、期待インフレ率、外国為替レート、GDP、輸出のデータを用いて、各ショックが起きたことで、経済状況がどのように変化したかを分析した。その結果、以下の分析結果が得られた。マネタリーベースショックに対して、期待インフレ率、外国為替レート、GDP、輸出は統計的に有意に反応していないことが確認された。これにより、日本銀行が金融緩和を行ったことで、総需要を刺激させる効果や期待インフレ率の上昇といった効果を確認することができなかった。外国為替レートショックに対して、期待インフレ率、マネタリーベース、為替レート、GDP、輸出は統計的に有意に反応していることが確認された。これにより、日本銀行が円安誘導政策により、総需要を刺激させる効果や期待インフレ率の上昇といった効果を確認することができた。GDPショックに対して、期待インフレ率は統計的に有意に反応していることが確認された。これにより、経済成長が起きることで、市場参加者は期待インフレ率の上昇に刺激を与える効果を確認することができた。輸出ショックに対して、期待インフレ率、為替レート、GDP、輸出は統計的に有意に反応していることが確認された。これにより、外国との貿易が盛んになることで、GDPに影響を与える効果や期待インフレ率の上昇に刺激を与える効果を確認することができた。

(3) 日本銀行は2016年にマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策の導入を決定したことを公表した。マイナス金利政策は欧州ですでに実施している国もあったが、国内での政策効果に関しては十分な分析結果が得られていなかった。そこで、政策声明によって即座に反応する金融市場（外国為替市場、国債市場、株式市場）に着目して分析を行った。分析の対象期間は2013年4月4日から2016年9月20日までで、この期間は黒田東彦日本銀行総裁の任期期間であり、かつてない規模の量的緩和政策が行われていた。その結果、以下の分析結果が得られた。外国為替市場において、マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策の導入に関する政策声明が発表されたことで、円安ドル高方向に誘導されたことが確認された。さらに、その効果は2営業日間にわたって継続したことも分析から得られた。国債市場において、マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策の導入に関する政策声明が発表されたことで、金利水準の引き下げが確認された。さらに、その効果は2営業日間にわたって継続したことも分析から得られた。株式市場において、マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策の導入に関する政策声明が発表されたことで、株価の上昇が確認された。さらに、その効果は2営業日間にわたって継続したことも分析から得られた。

(4) 日本銀行は1991年7月頃から公定歩合の水準を引き下げ始め、1995年9月になるとその水準は0.5%までに低下した。低金利政策期間の初めは1995年になるが、非伝統的金融政策の開始時期はゼロ金利政策の開始の1999年となる。そこで、非伝統的金融政策期間を1999年以降とし、分析可能期間である1985年から2017年までを分析対象として、金融政策と所得不平等の関係に注目して分析を行った。所得不平等の指標は『国民基礎調査』の「所得五分位値 - 中央値、年次別」から作成し、先行研究のSaiki and Frost (2014)とは異なった所得不平等の指標を用いて分析をした。分析に用いた変数は、所得不平等の指標、経済成長率、政策金利、株価変化率、インフレ率、教育、非伝統的金融政策ダミー（1999年から2017年までが1、それ以前は0として作成）である。得られた結果は次になる。日本銀行が金融緩和政策として政策金利の引き下げを実行したことで、所得不平等が高まったことが確認された。この効果はショックから10年間継続していたことが分かった。大学への進学率が高まったことで所得不平等が高まったことが確認された。この効果はショックから4年後から6年後までの2年間継続していたことが

分かった。日本銀行が金融緩和政策として非伝統的金融緩和政策を実行したことで、所得不平等が高まったことは確認されなかった。これは先行研究と異なった分析結果となった。

(5) 日本銀行は低金利政策を1995年に始め、非伝統的金融政策を1999年に始め、非伝統的金融政策の強化を2013年に始めた。2013年は量的・質的金融緩和政策の開始時期であり、アベノミクスの「大胆な金融政策」が行われていた時期であった。そこで、非伝統的金融政策の規模がより大きくなった期間を2013年4月以降とし、分析可能期間である2013年4月から2020年7月までを分析対象として、金融政策と所得・消費格差の関係に注目して分析を行った。所得不平等の指標は『家計調査』の勤労者世帯における「世帯主の定期収入五分位階級別1世帯当たり1か月間の収入と支出」の実収入から作成し、消費不平等の指標は『家計調査』の勤労者世帯における「世帯主の定期収入五分位階級別1世帯当たり1か月間の収入と支出」のエンゲル係数から作成し、分析をした。分析に用いたデータは、マネタリーベース、日経平均株価指数、消費者物価指数、鉱工業生産指数、実収入（第1階級）、実収入（第2階級）、エンゲル係数（第1階級）、エンゲル係数（第2階級）である。五分位階級別では、第1階級が最も収入が高く高所得層を意味し、第2階級が最も収入が低く低所得層を意味する。得られた結果は次になる。日本銀行が金融緩和政策としてマネタリーベースを増加したことで、低所得層と高所得層の所得と相対的な食費に対して影響を与えていることが確認されなかった。株価が上昇したことで、低所得層に対しては所得を引き上げる効果があることが確認され、高所得層に対しては相対的に食費を引き上げる効果があることが確認された。経済成長が起きたことで、低所得層に対しては所得を引き下げる効果があることが確認され、高所得層に対しては相対的に食費を引き下げる効果があることが確認された。所得が上昇したことで、低所得層に対しては相対的に食費を引き下げる効果があることが確認され、高所得層に対しては相対的に食費を引き上げる効果があることが確認された。

引用文献

Coibion, O., Y. Gorodnichenko and L. Kueng (2012), "Innocent bystanders? Monetary policy and inequality in the U.S.", NBER Working Papers, No. 18170.

Saiki, A and Frost, J. (2014), "Does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan.", Applied Economics, Volume 46, Issue 36, pp 4445-4454.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 英 邦広	4. 巻 64
2. 論文標題 金融政策と格差問題に関する一考察	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 19-34
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 英 邦広	4. 巻 63
2. 論文標題 マイナス金利付き量的・質的金融緩和実施による金融市場への影響に関する実証分析	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 21-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Hanabusa Kunihiro	4. 巻 53
2. 論文標題 Japan's quantitative monetary easing policy: Effect on the level and volatility of yield spreads	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 Journal of Asian Economics	6. 最初と最後の頁 56~66
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.asieco.2017.10.004	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Hanabusa Kunihiro	4. 巻 38
2. 論文標題 Policy announcement and credit risk: zero interest rate policy and quantitative monetary easing policy	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Economics Bulletin	6. 最初と最後の頁 201~210
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 英 邦広	4. 巻 62
2. 論文標題 近年の期待インフレ率と流動性供給に関する研究	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 75～93
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 英 邦広	4. 巻 28号
2. 論文標題 Liquidity Expansion and Short-term Monetary Market in Japan	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 中京大学経済学論叢	6. 最初と最後の頁 35-41
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計3件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 英 邦広
2. 発表標題 The Effect of the Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate Policy on Financial Markets
3. 学会等名 日本金融学会秋季全国大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 英 邦広
2. 発表標題 マイナス金利政策導入による金融市場への影響
3. 学会等名 日本金融学会関西・歴史合同部会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 英 邦広
2. 発表標題 非伝統的金融政策下での流動性供給と金利の期間構造の関係
3. 学会等名 日本金融学会 中部部会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------