

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 5 月 8 日現在

機関番号：22604

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009 ～ 2012

課題番号：21530265

研究課題名（和文） 新日銀法下の金融政策決定過程に関する研究

研究課題名（英文） Monetary Policymaking at the Bank of Japan

研究代表者

梅田 雅信（UMEDA MASANOBU）

首都大学東京・社会科学部研究科・教授

研究者番号：40438114

研究成果の概要（和文）：

新日銀法（1998 年 4 月施行）下において、1990 年代末以降採用された、世界的にみても前例のない、異例の政策対応について、公開された金融政策決定会合の「議事録」等の詳細分析を行った。その分析結果からは、(1) 最初の 0.25% への利下げ、(2) ゼロ金利政策の導入、(3) ゼロ金利政策の解除、(4) 量的緩和政策の導入等の政策に関して、それらの政策判断の真の動機が明らかになるとともに、相次いで打ち出された非伝統的な政策対応の間の整合性についても、金融政策分析の面でも意味のある、様々な含意が得られた。

研究成果の概要（英文）：

In this paper, I investigated the unprecedented monetary policymaking process at the Bank of Japan since late 1990s under the New Bank of Japan Act, using the transcripts of the Monetary Policy Committee of the BOJ and various other documents and data. This study revealed the genuine motives for the BOJ's policy judgments such as (1) the initial interest rate reduction to 0.25%, (2) the introduction of zero-interest-rate policy, (3) the lift of zero-interest-rate policy, (4) the introduction of quantitative easing policy and so on, and also analyzed consistency among the unconventional policies whose results gave various useful implications for monetary policy analyses.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	100,000	30,000	130,000
2010 年度	200,000	60,000	260,000
2011 年度	200,000	60,000	260,000
2012 年度	100,000	30,000	130,000
年度			
総計	600,000	180,000	780,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済政策

キーワード：新日銀法、金融政策決定会合、非伝統的な金融政策、デフレ、金融システム不安

1. 研究開始当初の背景

1990 年代半ばから後半にかけては、日本銀

行の金融政策運営の中でも、歴史的にみて大きな転換が行われた重要な時期と位置付け

られる。こうした日銀の異例の政策対応に関して、既往の研究は、量的緩和政策等の効果に関する分析が中心となっている。その政策決定過程に関しては、学術的なレベルでの研究は、少数に止まっている。異例の政策決定過程に関する研究が少ない一つの原因は、これまでは、金融政策決定会合での検討結果に関しては、執行部によってエディットされた「議事要旨」のみが公開されてきたことが挙げられる。2008年7月から、10年後公開ルールによって、年2回新日銀法下での「議事録」・「執行部提出資料」の公開が開始されたこの機を捉えて、本研究を行った。

2. 研究の目的

本研究の目的は、新日銀法（1998年4月施行）下において、1990年代末以降採用された、世界的にみても前例のない、異例の政策対応に関して、10年後公開ルールによって2008年度から公表が開始された、金融政策決定会合の「議事録」・「執行部提出資料」の詳細な分析を一つの柱に据え、研究計画・手法に掲げるような多面的な分析を加味しながら、その政策決定過程を詳細に分析し、新日銀法下における政策委員会の機能の評価を行うとともに、金融政策運営へのインプリケーションを引き出すことにある。

3. 研究の方法

研究目的で述べたように、10年後公開ルールによって2008年度から公表が開始された、金融政策決定会合の「議事録」・「執行部提出資料」の詳細な分析を一つの柱に据え、以下に掲げるような多面的な分析を加味しながら、その政策決定過程を詳細に分析し、日銀の政策決定プロセスを立体的に解明した。

(1) これまでの「議事要旨」、審議委員の講演資料や日銀の公表論文等との比較分析 (2) フォワードルッキングな政策運営の基礎とし

て年2回公表される「経済・物価情勢の展望」に示される審議委員の大勢見通しの予測精度に関する分析 (3) 日銀の物価安定に関する考え方の変遷に関する分析 (4) 日銀公表資料に関するキーワード分析 (5) 実際の政策運営に関する日銀の操作目標についての計量分析による検証。

4. 研究成果

(1) 1998年9月の最初の利下げの背景

決定会合発足後、最初の政策変更となった1998年9月9日の0.25%への利下げは、対外公表文上の説明では、「経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため」というロジックが使われた。しかし、公開された議事録等を詳しく分析すると、利下げの真の動機は、長銀問題を巡る情勢緊迫化と金融市場における緊張の高まりに対処した、流動性危機対策であったことが判明。

(2) ゼロ金利政策はなぜ導入されたのか

景気の底打ち感がみられ始めていた1999年2月12日、日銀はゼロ金利を視野に入れた一段の緩和策に踏み切った。ゼロ金利政策の導入である。対外公表文上の説明では、「先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけるため」というロジックが使われている。しかし、公開された議事録や審議委員の講演などをみると、ゼロ金利政策導入の真の動機は、1998年12月以降の長期金利の急騰を背景に、政府等から日銀による国債の買い切りオペの増加等を求める圧力が強まっていた中で、新日銀法で金融政策の政府からの独立性を実現したばかりの日銀は、執行部も多くの審議委員も、日銀の政策の独自性を発揮するため、政策効果が得られやすいタイミングを捉えて、伝統的な金融政策の分野で僅かに残っていた最後の利下げカードを切り、ゼロ金利という未踏の

領域に踏み入る決断をしたとみることができる。

(3) ゼロ金利政策はなぜ解除されたのか

2000年春先以降、景気判断が一段と引き上げられる中で、速水総裁をはじめとする執行部は、ゼロ金利の解除に自信を深めていき、植田委員がテイラー・ルールによる政策金利の試算値を基に、日銀のクレディビリティ・ロスに繋がりにくい性急なゼロ金利解除を牽制し続けたものの、2000年8月11日の決定会合で政府の強い反対を押し切ってゼロ金利政策を解除した。

もともと山口泰副総裁と植田委員の連携プレーで導入された時間軸政策であったが、2000年夏場の時点で日銀執行部と植田委員との間で見解が分かれることになった大きな理由は、時間軸政策が意味するコミットメントの性格や継続期間に関する考え方が、両者の間で、特に速水総裁と植田委員との間で、大きく異なっていたためではないかと考えられる。

(4) 量的緩和政策導入の大きな狙い

公開された議事録によると、量的緩和という考え方が、1998年4月9日の第1回決定会合から提示され、委員の間では、金融経済情勢が極度に悪化した場合などに対応して、将来的に採り得る政策選択のぎりぎり最後のオプションと位置付けられていたことは見逃せない。量的緩和政策は、ITバブルの崩壊に伴う急激な景気情勢の悪化と金融システム不安の再燃に直面した日銀が執行部の周到な準備の下に、ロンバート型貸出制度の事前導入といった大きな政策転換の体制づくりをしっかりと行ったうえで、適切なタイミングを見極めて、導入したものである。量的緩和政策の導入に当たり、日銀がデフレ防止を強く意識し、それを一段の金融緩和のロジックに使ったのは事実である。しかしながら、

異例の政策採用の動機は、それだけではなかったと考えられる。

量的緩和政策の導入で主導的な役割を果たした速水総裁や植田委員・田谷委員が2001年に入ってから、政府の構造改革に伴うデフレ圧力の高まりに備えて金融政策面での対応が必要という問題意識を積極的に表明していた点に加え、2001年3月19日の決定会合における討議状況や対外公表文の構成等を総合的に考慮すると、日銀は、不良債権の最終処理等に伴うデフレ圧力を和らげる環境作りのために、量的緩和という前例のない政策を導入し、それをてこに政府に不良債権の抜本処理を中心とする構造改革への取り組みを断固促すという、大きな狙いを持っていたとみることができる。

(5) 政策変更の整合性は確保されたか

新日銀法施行後、日本銀行は、しばらくの間は、対外公表文上の政策変更の連続性を確保するように努めたが、結果としては、必ずしも、政策変更の一貫性・整合性を確保できなかった。その大きな理由は、新日銀法施行後の約2年半の間は、日銀が物価安定の考え方を十分に確立できていなかったためではないかと考えられる。一方で、2000年10月に『「物価の安定」についての考え方』を公表したあとの期間については、物価安定の数値的な目安を設定するまでには、なおかなりの時間を要したものの、政策の整合性はおおむね確保されたと考えられる。

(6) 日銀の政策思想

最近の金融政策理論において、主流となっている新ヴィクセル流の見解によれば、金利のゼロ制約下においても中央銀行が名目短期金利の将来経路に影響を及ぼすことができるならば、将来の緩和効果を前借りするかたちで、金融政策は有効性を維持できると考えられる。単純なゼロ金利、あるいは量的緩和だ

けでは効果が乏しいので、人々の期待に働きかけるルートを重視し、それによってゼロ金利や量の拡大の効果を補強しようとする考え方である。新日銀法施行後の、ゼロ金利政策や量的緩和政策といった異例の政策対応では、こうした考え方が最大限活用されたとみることができる。新日銀法下において、政策委員の多くや日銀執行部のスタッフは、最近の金融政策理論を踏まえ、実際の政策変更にて反映された訳ではないが、人々の期待に働きかけるルートを重視する一貫した政策思想をもって金融政策運営に臨んできたとみることができる。

(7) 速水総裁時代の政策運営の評価

決定会合発足後の最初の4年半は、日銀にとってはまさに「金融システム不安との闘い」であったとみることができる。1998年半ば以降は長銀問題等で金融システム不安が一段と高まったあと、1999年3月末の公的資金投入で一旦は鎮静化したものの、それもつかの間、2001年以降の景気後退で不良債権問題が再び深刻化していったからである。この間の日銀の政策過程は、これまでの分析によれば、通常の意味での金融政策では追加的緩和の余地が極めて限定される中で、速水総裁らが、金融システムの安定を目指して潤沢な流動性供給を行うという日銀の使命を果たすことに率先して全力を傾注する一方で、政府には抜本的不良債権処理を断固促すという姿勢で一貫していたことを示唆している。

具体的にみると、(1) 1999年9月9日の0.25%への利下げは、長銀・日債銀等の破綻処理に使われた「金融再生法」の成立(1999年10月12日)の約1か月前、(2) 2001年3月19日の量的緩和政策導入は、政府が不良債権の最終処理を明確に打ち出した「緊急経済対策」(2001年4月6日)の約20日前、(3)

2002年9月18日の銀行保有株式の買取り発表は、大手行の不良債権処理を大きく促すきっかけとなった金融庁の「金融再生プログラム」(2002年10月30日)の約1か月前となっている。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表] (計1件)

梅田雅信『日銀の政策形成』日本金融学会中央銀行部会(2012年3月17日 麗澤大学東京センター)

[図書] (計5件)

(1) 梅田雅信 (2013)『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社 248ページ。

(2) 梅田雅信 (2011)『日銀の政策形成—「議事録」等に見る政策判断の動機と整合性』東洋経済新報社 368ページ。

(3) 飯星博邦・梅田雅信・脇田成 (2011)「量的緩和—レジーム・スイッチVARからみた2つの政策効果」浅子和美・飯塚信夫・宮川努編『世界同時不況と景気循環分析』東京大学出版会 201-220。

(4) 梅田雅信 (2009)「日本の消費者物価指数の諸特性と金融政策運営」内閣府経済社会総合研究所企画・監修、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶応義塾大学出版会 295-344。

(5) 梅田雅信・宇都宮浄人 (2009)『経済統計の活用と論点第3版』東洋経済新報社 308ページ。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

梅田 雅信 (UMEDA MASANOBU)

首都大学東京・社会科学研究科・教授

研究者番号：40438114