

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

日本金融学会中央銀行部会

2012年3月17日

首都大学東京 社会科学研究所

梅田雅信

現代的政策運営の基盤を整えた日銀 (1990年代半ば以降)

1. 1995年3月 政策金利を操作目標にした現代的な政策運営方式に完全移行
2. 1996年1月 オペレーション主体の金融調節方式が確立
3. 1998年4月 新日銀法施行(日銀の独立性が法的に担保される)

世界的にも異例の政策選択の連続

1. 0.25%への利下げ+「なお書き条項」(潤沢な流動性供給)(1998年9月)
2. ゼロ金利政策(1999年2月～2000年8月)
3. 量的緩和政策(2001年3月～2006年3月)
4. 銀行保有株式の買入れ発表(2002年9月)
5. 資産担保証券の買入れ発表(2003年6月)

本研究のきっかけ

世界的にも異例の政策導入の説明に対する疑問

1. 対外公表文、議事要旨の説明は、政策変更の理由について十分な説得性を有するか？
2. 量的緩和政策等の効果に関するボードメンバーの説明は、金融システムの安定化、時間軸効果が中心でその他の効果については殆ど言及がないのはなぜか？
3. 日銀スタッフの実証研究の内容もボードメンバーの発言とおおむね同様の傾向なのはなぜか？

本研究の目的

- ゼロ金利政策や量的緩和政策等に関して、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、その政策決定過程を詳細に分析し、新日銀法下における金融政策決定会合の機能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

具体的な目標

1. ゼロ金利政策や量的緩和政策といった異例の政策導入・解除や、その後の金融政策運営に関する政策形成が、どのようなプロセスでなされていったのか
2. ゼロ金利政策や量的緩和政策といった異例の政策や、その後の金融政策運営が採用されるに至った日銀の判断の背景には、どのような動機や大きな狙いがあったのか
3. 新日銀法施行後の日銀の政策運営は、どこまで整合性がとれていたとみることができるか

本研究の特色

1. 金融政策決定会合の「議事録」・「執行部提出資料」の詳細研究を分析の一つの柱に据えた初めての研究
2. 議事要旨や審議委員の講演・記者会見要旨・寄稿・インタビュー記事、日銀の執行部スタッフの研究論文等を総動員して、多面的な分析を加味しながら、日銀の政策決定プロセスを立体的に解明

1998/9/9の0.25%への利下げ

- 速水総裁時代の政策運営の中で上記利下げへの注目度はゼロ金利政策や量的緩和政策の影に隠れ従来低くかった
- しかし、本書での分析を踏まえると、上記利下げは、速水総裁時代の政策運営を特徴付ける重要な政策変更であったとの評価が可能
 - なぜ、そう言えるのか？
 - 単なる利下げではなく、潤沢な流動性供給をうたった「なお書き」条項が重要

0.25%への利下げのロジック

- 「デフレ・スパイラルに陥るのを未然に防止するため」(対外公表文)
 - 当日の決定会合で多くの委員がデフレ・スパイラルというキーワードを使用
- しかし、議事録によると、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
 - 98年9月24日の議事録・速水総裁「9月9日直前には、このままでは市場が持たないという感じがしていた。一日遅れればそれだけ市場の情勢が悪くなっていくことが明らかにみえてきた。そこで緩和を決断した訳である」

1999/2/12のゼロ金利政策導入

- 景気の底打ち感がみられ始めていた時期での緩和（導入のタイミングには違和感？）
 - 事後的には、99年1月が景気の谷と認定（緩和のロジック）「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」
 - 1998年12月以降の長期金利の急騰（いわゆる「運用部ショック」）を「新たなリスクファクター」として位置付け

1999/2/12のゼロ金利政策導入(続)

- しかし、議事録や審議委員の講演などをみると、**真の動機は、長期金利の急騰を背景に、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、最後の利下げカードを切った**
 - ①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の高まり(経済閣僚会議、野中広務官房長官、堺屋太一経企庁長官等)
 - ②1999年2月12日は「早期健全化法」に基づく大手行への公的資金投入(7.5兆円)の内示日

1999/4/13の時間軸政策の追加

- 1999年3月25日 山口泰副総裁がゼロ金利政策の意図明確化を提言し、植田委員が時間軸政策の着想を初めて提示
- 1999年4月9日、山口泰副総裁がゼロ金利政策の解除条件を提案、13日に速水総裁が記者会見で表明「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」⇔「自律回復軌道に乗るまで」

(問題点)

- ① 決定会合の議決なし
- ② 「デフレ懸念」の意味が曖昧

2000/8/11のゼロ金利解除

(従来の見方)

- 日銀と「議決延期請求権」を行使した政府との対立の構図(植田委員と中原伸委員が反対)
(議事録で判明) - 尊重されなかった少数意見
- 日銀と政府の見解の相違・対立だけでなく、
ボードメンバー間での意見の相違が鮮明
 - 植田委員は、99年から早過ぎる解除を牽制
 - 中原伸委員は、景気の失速を的確に予見
 - この2名の見解には、政府の見方にも共通する点が多い

ゼロ金利解除を巡る疑問

- ゼロ金利の解除条件は、植田委員の着想をもとに、山口泰副総裁と植田委員の連携プレーで導入された

(なぜ2000年夏場に見解は分かれたのか?)

- 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速水総裁と植田委員との間で異なっていたため

- 速水総裁は、金利機能の正常化を優先
- 植田委員は、政策の一貫性・整合性を重視

2001/3/19の量的緩和政策導入

(従来の見方)

- 政府の強い反対を押し切ってゼロ金利を解除して半年強で緩和を余儀なくされ、追い込まれて不連続的に採用された異例の措置

(議事録で判明した事実)

- 第1回決定会合で植田委員から量的緩和の考え方が提示され、「将来採り得る政策選択のぎりぎり最後のオプション」(山口泰副総裁)との考えが芽生えていた(その後徐々に定着)

決定会合における量的緩和を巡る議論

- 量的緩和政策は、決定会合発足後の審議委員の問題意識を発展させていき、課題をクリアしたうえで最終的に採用された措置
- 議事録によると、量的緩和については、第1回決定会合以降断続的に議論が続けられ、①量的緩和の有効性・限界と有効性を高める工夫、②国債買いオペ政策の位置付け、③量的緩和の副作用（金利のボラティリティ上昇）、④マネタリーベースのコントラビリティなどについて、議論が積み重ねられてきた点が重要

周到に導入された量的緩和政策

- ゼロ金利政策は、やや唐突に導入されたが、量的緩和政策は、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、導入されたものと考えられる。
- 2000年12月頃には、日銀執行部は、異例の政策導入も視野に入れて、その検討を開始したとみられる。2001年の最初となる1月19日の決定会合において、速水総裁が執行部に対して次回決定会合で導入されたロンバート型貸出の検討を指示したからである。

量的緩和の大きな狙い

- 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
 - 「需要の弱さを反映した物価低下圧力の強まりを懸念」(対外公表文)
- 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。量的緩和という異例の政策の大きな狙いは何であったかを解明しておくことは、量的緩和政策の経済効果を考えるうえでも、極めて有用と考えられる

量的緩和の大きな狙い(続)

- 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

量的緩和政策の評価

- 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
- ゼロ金利政策を解除して半年強で金融緩和に転換することに伴う日銀のクレディビリティロスを最小化する観点から編み出した、新しい政策パッケージであったと位置付けることができる

2002/9/18の銀行保有株式の買入れ

(背景)

- 政府は2001年に入ってから不良債権の最終処理を推進しようとしていたが、景気後退の影響で新規の不良債権が増えていったことから、大手行の不良債権比率は2001年から2002年にかけて急上昇。
- こうした中で、2001年8月28日、金融庁は、「金融資本市場の課題と施策」(いわゆる柳澤シナリオ)を発表したが、「不良債権の半減に7年もかかり、当面3年は横ばい」とするシナリオに対して、市場では、「不良債権処理が漸進的にしか進まない」として、高い評価は得られなかった。

銀行保有株式買入れの狙い

- 日銀サイドには、異例の対応、いわば捨て身の政策を打ち出し、それをてこにして、政府の不良債権処理を促す狙いがあった
 - (2002年9月17、18日の政策委員会・通常会合議事録・速水総裁)「不良債権処理を早くして欲しいということを行い続けている訳であり、日本銀行の強い要請の一端—日本銀行はやれることはやるので、不良債権処理を進めて欲しい—と受け取ってもらうことが重要である。(中略)これだけの気持ちを持って日本銀行が動き始めることが、関係者を動かしていければと思う」

新日銀法下の政策決定過程の検証(第9章)

1. 決定会合発足後の約1年間に関するキーワード分析の結果によると、「デフレ」という実体経済にかかわる指標を中心に据えるロジック採用は、対外的説明の容易さや、対外公表文上の政策の一貫性を保つ意味で、採用された面が大きい
2. 展望レポートの検証によると、量的緩和政策の解除まで丸5年を要したものの、その間に日銀が物価の基調判断を誤らなかつたことが政策の整合性を確保できた大きな要因と言える

新日銀法下の政策決定過程の検証(続)

3. 金融政策運営に当たって総合判断の一つの材料として、テイラー・ルールによる政策金利の試算値を活用していくことは、日本の経験に即してみれば、政策変更の整合性を確保する観点からは、意義を有する
4. 新日銀法施行後の政策変更と長期債のボラティリティの関係をチェックしてみると、政策変更の対外公表文に表れている以上に、日銀が市場における各種金利やイールドカーブの形状から政策に対する市場の反応、期待の変化を把握する観点から長期金利の動向を肌理細かくウォッチしていることを示唆

新日銀法下の金融政策運営を評価する

(第10章—4つの切り口から評価)

1. 物価安定の考え方と金融政策運営
2. 日銀の政策思想と金融政策運営
3. 金融システム不安と日銀の金融政策運営
4. 金利のゼロ制約下の政策立案をリードしたのは誰か(本日は、時間の関係で割愛)

1. 物価安定の考え方と金融政策運営

- 1990年代までは、日銀は望ましい物価上昇率について明確な定義を示してこなかった。
- 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。

1. 物価安定の考え方と金融政策運営（続）

- 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6年近い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。
 - 「インフレもデフレも許容しない」という考え方をボードメンバーで共有
 - CPI変動率基準の時間軸政策採用にも貢献

2. 日銀の政策思想と政策運営

- 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る
 - Woodford[1999], Eggertsson and Woodford[2003], Curdia and Woodford[2009]
 - 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

2. 日銀の政策思想と政策運営（続）

- ・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、こうした考え方を最大限活用
 - 審議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、実際の政策変更に全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
 - 2010年10月には、時間軸政策が4年半振りに復活

3. 金融システム不安と政策運営

- 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
- ゼロ金利政策を除く速水総裁時代の政策に共通しているのは、法案審議や政府の金融対策が遅れがちとなっていた中で、いずれも政府の金融安定化策等が正式に決まる前に、先行して打ち出されたことである

3. 金融システム不安と政策運営(続)

- 具体的に検証すると、
 - ①1998年9月9日の0.25%への利下げは、「金融再生法」の成立(1998年10月12日)の約1か月前、
 - ②2001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、
 - ③2002年9月18日の銀行保有株式の買取り発表は、金融庁の「金融再生プログラム」(2002年10月30日)の約1か月半前、

3. 金融システム不安と政策運営（続）

- これまでの分析によれば、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。
- その意味で、長期金利高に対処したゼロ金利政策は動機が大きく異なり、座りが悪い