

学位論文題名

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

学位論文内容の要旨

1. 本論文の目的と特色

本論文の目的は、新日銀法下において、世界的にみても異例の政策対応であるゼロ金利政策や量的緩和政策などに関して、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にある。

具体的には、以下の3つの点について検証した。

第1は、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たのか。

第2は、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。

第3は、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出来るか。

本論文は、①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」の詳細研究を分析の一つの柱に据えた初めての研究であること、②そうした分析に止まらず、他の日銀公表資料の分析や様々な実証分析を用いた多面的な分析を加味して、日銀の政策決定プロセスを立体的に解明しようとする点に特色がある。

2. 本論文の主要な内容

[第1章]

金融政策決定会合での投票行動をみると、速水総裁時代は、執行部が強力な指導力を発揮した一方で、議長案への反対票がほぼ常態化し、また、対案が頻繁に提出されたことがわかる。福井総裁時代以降は、複数の議案の一部に反対票を投じる動きはみられるものの、大きな政策変更そのものに対する反対票は次第に少なくなっている。

## [第2章]

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、「デフレスパイラルに陥ることを未然に防止するため」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、利下げの本当の動機は、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。

## [第3章]

景気の底打ち感がみられ始めていた1999年2月12日、日銀はゼロ金利政策を導入した。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、公開された議事録や審議委員の講演などをみると、ゼロ金利政策導入の本当の動機は、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、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、ゼロ金利という未踏の領域に踏み入ったとみることができる。

## [第4章]

速水総裁をはじめとする執行部は、2000年8月11日の決定会合で政府や植田委員等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、異なっていたためと考えられる。

## [第5章]

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・田谷委員による事前の問題意識の対外発信に加え、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。

## [第6章]

丸5年続いた量的緩和政策の実施中に、日銀当座預金残高目標値は、9回に亘って引き上げられた。金融システム不安等の様々な不安心理が重なり、民間金融機関の流動性需要が増えていったことがその背景にある。

## [第7章]

日銀は、2006年3月9日に、量的緩和政策を解除した。2006年7月14日に、日銀は、経済・物価情勢の着実な改善を背景に、先行きの経済・物価情勢の上振れリスクを回避する観点から、ゼロ金利政策の解除に踏み切り、政策金利を0.25%とした。しかしながら、CPIの基準改定により、CPI（除く生鮮食品）の前年比上昇率が下振れたことは、日銀にとっては、追加利上げへのハードルを高くする結果となった。

## [第8章]

2008年秋口以降の日銀の金融政策は、①超低金利政策への転換は、欧米中銀に追随した側面が強いこと、②日本の金融システム不安に対処するという大きな狙いを持っていた量的緩和政策とは異なり、実体経済の急速な落ち込みに対処したものであったこと、③リザーブ・ターゲティングは行われていないこと、④超過準備に政策金利で付利することにより、ゼロ金利を回避する工夫がなされていること、の4点で2001年3月から丸5年続いた量的緩和政策とは決定的に異なる。

## [第9章]

新日銀法下の金融政策決定過程に関する定量的な検証を行った。具体的には、①決定会合発足後の約1年間に関するキーワード分析、②日銀法施行後の約2年半の間における日銀執行部の景気判断の特徴と事後的統計データからみた政策変更時期の検証、③新日銀法施行後の約1年間における政策変更のタイミングの妥当性、④政策委員の大勢見通しの特徴と政策形成への影響、⑤可変均衡実質金利を用いたテイラー・ルールによる検証、⑥長期債のボラティリティと政策変更のタイミング、の6つである。

### 3. 新日銀法下の金融政策運営を評価する（第10章での総括的とりまとめ）

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、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と考えられる。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とみることができる。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。この間の日銀の政策過程は、本論文の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している。

# 学位論文審査の要旨

主査 教授 板谷 淳一  
副査 特任教授 井上 久志  
准教授 工藤 教孝  
教授 内田 和男

(北海道武蔵女子短期大学学長)

## 学位論文題名

### 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

##### 1. 本論文の目的と特色

本論文の目的は、新日銀法下において、世界的にみても異例の政策対応である日本銀行（以下日銀と略）が行ったゼロ金利政策や量的緩和政策などに関して、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」の詳細な精査により、金融政策決定会合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役割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を目的としている。具体的には、以下の3つの点について検証している。

第1は、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。

第2は、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、どのような真の動機や大きな狙いがあったのか。

第3は、新日銀法施行後の日銀の政策運営は、どこまで整合性（時間整合性）がとれていたとみることができるか。

##### 2. 本論文の主要な内容

###### [第1章]

金融政策決定会合の政策委員の投票行動を検討して、速水総裁時代は、執行部が強力な指導力を発揮した一方で、議長案への反対票がほぼ常態化し、また、対案が頻繁に提出されたが、福井総裁時代以降は、複数の議案の一部に反対票を投じる動きはみられるものの、大きな政策変更そのものに対する反対票は次第に少なくなってきたことを指摘している。

###### [第2章]

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、日銀の対外公表文上では、「デフレスパイラルに陥ることを未然に防止するため」と説明されているが、梅田氏は公開された議事録等を詳しく分析して、利下げの本当の動機は、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を明らかにした。

###### [第3章]

景気の底打ち感がみられ始めていた1999年2月12日、日銀はゼロ金利政策を導入した。日銀の対外公表文上では、「先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処するため」と説明しているが、梅田氏は公開された議事録や審議委員の講演など丹念に検討して、ゼロ金利政策導入の本当の動機は、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、政策の独自性を発揮したいという意図であったことを明らかにしている。

###### [第4章]

速水総裁をはじめとする執行部は、2000年8月11日の決定会合で政府や植田委員等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、両者の間で異なっていたためと考えられると梅田氏は主張している。

[第5章]

梅田氏は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分析して、量的緩和政策の日銀の真の動機は次のようなものであると主張している。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・田谷委員による事前の問題意識の対外発信という意図に加えて、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意図を持っていたと主張している。

[第6章]

梅田氏は、丸5年続いた量的緩和政策の実施中に、日銀当座預金残高目標値が9回に亘って引き上げられたのは、金融システム不安等の様々な不安心理が重なり、民間金融機関の流動性需要が増えていったことがその背景にあると指摘している。

[第7章]

梅田氏は、量的緩和政策解除後のCPIの基準改定により、CPI(除く生鮮食品)の前年比上昇率が下振れたことは、日銀にとっては、追加利上げへのハードルを高くする結果となったと指摘している。

[第8章]

2008年秋口以降の日銀の金融政策は、①超低金利政策への転換は、欧米中銀に追隨した側面が強いこと、②日本の金融システム不安に対処するという大きな狙いを持っていた量的緩和政策とは異なり、実体経済の急速な落ち込みに対処したものであったこと、③リザーブ・ターゲットングは行われていないこと、④超過準備に政策金利で付利することにより、ゼロ金利を回避する工夫がなされていること、の4点で2001年3月から丸5年続いた量的緩和政策とは決定的に異なると、梅田氏は主張している。

[第9章]

新日銀法下の金融政策決定過程に関する次のような定量的な検証を行っている。①決定会合発足後の約1年間に関するキーワード分析、②日銀法施行後の約2年半の間における日銀執行部の景気判断の特徴と事後的統計データからみた政策変更時期の検証、③新日銀法施行後の約1年間における政策変更のタイミングの妥当性、④政策委員の大勢見通しの特徴と政策形成への影響、⑤可変均衡実質金利を用いたテイラー・ルールによる検証、⑥長期債のボラティリティと政策変更のタイミング。

[第10章] 総括的とりまとめ

梅田氏は次のようにまとめている。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、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ことによると考えられる。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とみることができる。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。この間の日銀の政策過程は、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。

本研究科に所属している板谷および金融理論の専門家である井上久志先生、工藤教孝先生、内田和男先生(北海道武蔵女子短期大学)を審査員として加えた梅田氏の学位請求論文に関する審査委員会が平成23年9月2日に実施された。審査委員会の評価をまとめると次のようになる。

- (1) 日銀の20年にも及ぶ膨大な議事録を丹念に検証した大変な力作である。
- (2) 日銀の金融政策会合の20年に及ぶ議事録をベースに日銀の金融政策がどのように形成されたかという研究は日本において初めての研究であり、日銀の政策研究史において新領域を開拓したと言える。今後、本書の研究を端緒に日銀の政策研究にあたり金融政策会合の議事録の分析も重要になるとと思われる。