

日銀と市場の双方向対話

渡辺 努

「衆院解散と公定歩合変更は記者に嘘をついても許される」——筆者が新米日銀マンをやつて

いた30年前、先輩にそう教えられた。公定歩合とは日銀が決める政策金利のこと。明日公定歩合を変更することが日銀内部で決まっていても「変更はない」と白を切って構わないという意味だ。

当時は、金融政策は市場にサプライズを与えた効かないと考えられてきた。しかしこの手法は今や完全に化石だ。日銀の政策運営は180度変わった。

例えば、インフレ・ターゲティング。これは、日銀が予め物価上昇率の目標値を公表し、その実現のために金利やおカネの量を調整するという政

策運営の方法だ。実際の物価上昇率が目標を下回つていれば、次の一手は金融緩和とはつきり予測できる。サプライズなどあり得ない。

中央銀行の情報開示も急速に進んだ。日銀の政策を決める会合の議事要旨は、その後に日英同時公開される。その上、決定内容の解説を行う総裁の記者会見はネットでライブ中継されている。

また、最近では日銀の公表文がAIで分析され全て裸にされる。

日銀を始めとする中央銀行の情報開示が短期間で急速に進んだ第1の理由は、中央銀行の独立性だ。選挙の洗礼を受けていない中央銀行に独立性を与えることと引き換えに、中央銀行は自らの意

思決定の過程の透明化を求められるようになった。第2は金融市场の成熟だ。中央銀行が少数の商業銀行を相手にしていた時代は、それらの銀行に手の内を知らせるだけで十分だった。しかし金融市场が大きくなると、プレイヤーの数も飛躍的に増える。そうなると、中央銀行の政策意図を広く伝え、それを株価や為替などの資産価格に織り込ませることで政策を遂行する必要が生じる。最近メディアにしばしば登場する「市場の予想に働きかける」政策運営とはこのことである。

予想に働きかける政策運営は、金利がゼロに張りついてしまった「流動性の罠」の状況ではより一層重要になる。足元の金利はゼロで下げる余地は乏しい。しかし、金融緩和を将来も続けるとアナウンスすることで人々の予想を変え、それによって足元の景気を良くすることが可能だ。各国の中央銀行は、非伝統的金融緩和という名の下に、こうした予想チャネルを活用する政策を展開している。

このように中央銀行の情報発信は近年重要な意味をもつようになってきているが、中央銀行には情報の受信者としての顔もある。中央銀行が政策を決定する際には、当然、経済の実態を知らないけ

ればならない。中央銀行は様々なルートでその情報を収集する。企業の経営や消費者の暮らしはどうなっているのかというミクロの情報から、資産価格（株価、国債価格、為替、地価等）などマクロの情報までありとあらゆる情報を収集し政策判断を行う。つまり、中央銀行と市場との対話は双方的なのである。

しかし、この双方向対話には難しい問題がある。英國中央銀行のエコノミストとして有名なCharles Goodhartが「Goodhart's Law」として指摘した問題がそれだ。中央銀行が予想への働きかけを強化すると、資産価格はその影響を強く受けける。これが行き過ぎると、資産価格は中央銀行の意図を映す鏡に過ぎなくなってしまう。そうなると、中央銀行はそこから何も学ぶことができず、双方向対話が壊れる。

日銀は、国債金利がゼロになるように国債購入額を調整することを9月末に決めた。国債価格は財政や経済の状態に関する市場の見方を示すものだ。その価格を日銀が固定してしまうと日銀は国債市場から学ぶ術を失つてしまふ危険がある。日銀は健全な双方向の対話を取り戻すべきだ。