

## 潮流

## 黒田日銀の「市場との対話」

取締役調査第二部長 新谷 弘人

「QE（量的金融緩和）の問題点は、現実として有効なのだが、理論的に有効かはわからないことだ。」これは、バーナンキ前FRB（連邦準備制度理事会）議長が昨年退任直前に行ったスピーチでのジョークである。（私はかなり本気なのではないかと思う。）

先進国では、リーマン危機以降、政策金利がほぼゼロに張り付いたため、非伝統的金融政策により景気回復を図っている。QEはその代表的手法だが、たとえば長期金利の引下げなど政策効果を高めるためには、「市場との対話」、つまりコミュニケーション戦略が重要となっている。

こうした意味で、13年3月に就任した日銀黒田総裁の記者会見などでの情報発信は、従来の日銀総裁とは異なるユニークなものである。QQE（量的・質的金融緩和）導入に際しては、「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」とし、「異次元緩和」であることを強調する一方、「必要があれば躊躇なく調整」することを約束することにより、市場の期待に強く働きかけ、長期にわたるデフレ環境下でトレンドとなっていた円高・株安を反転させることに成功した。その後も、14年10月の追加緩和ではサプライズを演出したほか、「デフレという慢性疾患を完全に克服するためには、薬は最後までしっかりと飲み切る必要があるのです。中途半端な治療は、かえって病状を拗らせるだけです。」「ピーターパンの物語に、『飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう』という言葉があります。大切なことは、前向きな姿勢と確信です。」など印象的なフレーズで、デフレ脱却に向けQQEに邁進する決意の固さをアピールしている。この間消費税増税で14年度は一旦マイナス成長に陥ったものの、円安・株高の動きが現在の景気回復の流れに効果を発揮したのは間違いなく、（日銀からの一方通行とはいえ）情報発信としては巧みであった。

一方、今後については課題も多い。当総研では17年度にむけて景気回復が進み、デフレ脱却が視野に入るとみているが、ポイントはどのように金融政策を軌道修正していくのか、である。これまで「16年度前半頃」と期限を切って達成をめざした2%の物価安定目標の取扱いなどの現行政策の枠組み変更や、その先にある資産買入れのテーパリング（減額）などの出口戦略については、これまでのようなサプライズを演出する手法は取りえない。残念ながら日銀は、景気や物価の現状判断や見通しについて市場とうまく対話ができているとは思えない。近い将来にデフレ脱却が実現するという情報発信のみで、インフレ期待を高めたいというバイアスが強すぎるのだ。現実には物価安定目標について「16年度前半頃」に達成されるとみる市場参加者は極めて少ない。

対話が不足する場合、政策の枠組み変更や出口戦略実行の際、金融市場への影響が懸念される。現在強烈な買入れにより流動性が低下している国債市場については、「債券市場参加者会合」など対話への取組が行われていることは評価できる。ただ安倍政権の財政健全化への道筋が後退するなか、物価上昇が進む過程で、市場への影響を軽微に抑え込めるかが、今後の対話にかかる重要な課題となるだろう。