

## 市場との対話

第一生命経済研究所 常務取締役経済調査部長 佐久間 啓

今ではほとんど言われることがなくなったが、「衆議院解散とマルコー（公定歩合）についてはうそをついても（本当のことを言わなくても）構わない。」ということが普通に言われていた時代があった。つまり内閣総理大臣と日銀総裁はこの2つについては影響の大きさ故に時期について事前に本当のことを言わなくても責められることはないということだ。まだ説明責任という言葉が当たり前になる前のいわば古き良き時代の話である。

日銀の金融政策については1995年3月からその操作目標が公定歩合から公開市場操作を通じた無担保コールレート（オーバーナイト物）に替わって以降、政策変更について本当のことを言わなくても構わないなどと言われることはなくなった。これは単に操作目標が変わったからというわけではない。

そもそも突然の政策変更は市場に不安を与え、ひいては混乱を招き政策変更効果を小さくするリスクがある。また金融政策が実体経済に効果を与えるには時間がかかることから政策変更は先々を見ながら動くべきという考え方が主流になっていった。こうした中で市場を通じて金融調節をしている以上、中央銀行、市場双方がお互いに考えていることをより理解し、混乱による社会的コストを排除していく必要があるのではないかということから、「市場との対話」の重要性がより強く認識されるようになったのである。

現在も金融政策の変更は一大事である。また当然事前にアナウンスされることは有り得ない。しかし「市場との対話」促進に向けた制度設計やルール作りがなされており、市場は中央銀行の発信する情報を分析し次の行動を予測しやすくなっている。結果、サプライズはあっても不

安を感じたり唐突と感じるような政策変更はなくなっている。政策効果を高めるという観点で市場との対話、相互の理解は必須だ。

そこで日銀の「量的・質的金融緩和」である。昨年12月以降、デフレからの脱却、経済再生を掲げる安倍政権の誕生から市場は様々なシナリオを想定し、多くの材料を織込みながら動いてきた。

そして3月の日銀総裁副総裁人事の決定を受けて、4月の決定会合では相当思い切った金融緩和策が出てくるという見方がコンセンサスになり、それを織込むかたちで円安、株高、長期金利低下の動きが続いた。

決定会合後の動きは象徴的である。為替市場、株式市場は素直にポジティブサプライズと捉え、円安、株高が継続。債券市場はポジティブサプライズというよりびっくりした上に恐怖感まで感じたようで乱高下を繰返し金利は上昇、日銀のサポートが入りやや落ち着きを取戻したものの、流動性、ボラティリティーとも緩和発表前のレベルには戻っていない。

日銀は債券市場との対話に失敗しているのだろうか。債券市場は「2年で2%の物価安定目標の達成」をどういう経路で実現させていくのか、日銀はどこまで表面的な数字にこだわるのか、債券市場の動きをどう見ているのか、等々日銀の対応に不安感を払拭できておらず、異次元と言われる今回の金融緩和策を十分には整理しきれていない面があるのかもしれない。

異次元の緩和策だからこそ相互理解を進めるにはある程度時間が必要である。一番日銀を理解していると思っている債券市場の不安感払拭に向け、日銀にはこれまで以上に丁寧な情報発信、対話を望みたい。