

# 中央銀行と金融市場の対話 —埋まらない溝の行方

中央銀行と金融市場の適切な対話は経済全体に大きな意味を持つ。長らく続いた「非伝統的政策」に伴う予想の誘導と市場機能の低下によって対話の環境は悪化したが、今や市場機能が改善に向い、政策金利が中立的となる中で、中央銀行と金融市場の双方が対話の「正常化」を進める必要がある。

## 中央銀行と金融市場との対話の重要性

中央銀行と金融市場との対話は、単に両者の関係だけでなく、経済活動全体にとって大きな意味を持つ。

つまり、中央銀行にとっては、政策運営の考え方を適切に理解してもらうことで、政策変更に伴う金融市場の反応を円滑化し、家計や企業の経済行動により迅速に影響を与えうる。金融市場にとっては、経済や金融の独自の見方を発信することで、中央銀行の政策判断の誤りによる経済活動の不必要変動を避けることにつながる。

## 対話を巡る環境の悪化

筆者が2009年に有識者会合として「金融市場パネル」を立ち上げた目的は、こうした対話の一翼を担うことにあった。しかし、リーマンショック後に対話を取り巻く環境はむしろ悪化の一途をたどった。

その主因は、政策金利が下限に達する下で展開された「非伝統的政策」の考え方、つまり、短期金利を下げられないので長期金利に下方圧力をかける発想にある。代表例は、インフレ率が回復するまで政策金利を上げないと約束することで、政策金利の予想経路を引き下げることであり、フォワードガイダンスの強い形態である。

日本銀行は2024年に至るまで、こうした約束を維持した。金融市場の予想を強力に誘導することで金利や資産価格が金融政策に強く影響される下では、金融市場が独自の見方を反映させることは困難となった。

「非伝統的政策」のもう一つの代表的手段である長期国債の大量買入れ（量的緩和）も、2016年から付加さ

れたイールドカーブ・コントロール（長期国債の利回りに上限を設定し、国債買入れによってその水準を上回らないように調整）によって、金融市場を直接的に誘導する性格を強く帯びるようになった。

量的緩和は、国債の市場機能を低下させた点でも意味を持つ。良好な市場機能は、取引の需給を映じて価格（金利）が円滑に形成される状態を指し、市場参加者が望む額や条件で多数の相手と取引しうることがある。しかし、日本銀行が、新発国債を上回る規模の買入れを行う下では、こうした条件が満たされるはずはなく、市場機能に関する指標はいずれも低位で推移した。

## 対話の「正常化」の遅延

こうした副作用があっても、長期にわたる低インフレから脱するために、日本銀行が「非伝統的政策」を実施したことには一定の意義はある。また、2024年以降には、副作用のうちで国債の市場機能は、日本銀行による国債買入れの減速等によって十分ではないとしても改善傾向を辿っている。

従って、残された問題は、日本銀行が市場の予想を誘導し、金融市場がそれをそのまま受け入れる構造が低インフレを脱した現在に至っても維持されている点にある。

この点には仕方ない面もある。なぜなら、2024年以降に日本銀行が「非伝統的政策」から脱却する上では、長らく続いた低インフレのために経済や物価、金融市場の反応は手探りであったからだ。このため、緩やかな利上げや国債買入れの慎重な減速といった方針について、総裁を含む幹部の講演等を通じて事実上予告し続けたからである。これもフォワードガイダンスの一種である。

中央銀行による誘導に慣れている金融市場はこうした対応を評価し、むしろ予告が曖昧であった局面では日本銀行によるコミュニケーション不足への批判が強まった。

## 対話の「正常化」に向けた対応

しかし、こうした状況から脱すべき状況は着実に近づいている。それは、日本銀行の政策金利が徐々に中立的な水準（経済や物価を刺激せず、下押ししない水準）に近づいていくからだ。

現在（2月初）の政策金利は0.75%だが、1月に上方修正された経済見通しは、政府の経済政策によってさらに上方修正される可能性がある。その下で物価も安定的に上昇すれば、政策金利は本年中に1%台中盤を超え、日本銀行が推計する中立金利の推計レンジに明確に入る。

こうした環境の下では、日本銀行が金融市場の期待を誘導することはできないし、望ましくない。なぜなら、今や経済や物価も上下双方に動く可能性があるという「正常」な状態になっているので、日本銀行は経済や物価、金融市場の反応を見ながら、政策金利を上下どちらにも動かす必要が生じうる。従って、日本銀行と金融市場が政策金利の予想や経済と物価の見通しを同じ方向で共有することは不可能だし、結果として双方ともに間違えうリスクも大きい。それは、家計や企業の経済活動を大きく不安定化する恐れが大きい。

日本銀行と金融市場が「正常」な対話を通じて共有する必要があるのは、日本銀行による政策運営の考え方（政策反応関数）と金融市場による経済や物価の独自の見方の双方だ。そのためには、日本銀行と金融市場のそれぞれについて求められる対応がある。

日本銀行については、経済や物価の見通しを示す際に、その前提やリスクに関する評価を丁寧に伝えることが重要だ。これによって、金融市場は、日本銀行が政策金利の先行きをどのような根拠によって考えているか、あるいは多様なリスク要因の中でどれを重視し、回避しようとしているかをより正確に把握できる。結果として、これらの前提が変わった場合にも、自ら円滑に予測を修正することにつながる。

金融市場も、日本銀行が政策運営の中で参照する基調的インフレ（需要や賃金のトレンドを反映したインフレ）の動向や中立的な政策金利の水準などについて、独自の推計や見解を示すことが望まれる。これらの指標は多様な仮定や定式化によって様々な推計が可能であり、アприオリにどれが正しいとは言えないからだ。これらの指標の扱いを巡る対話が活性化することは、両者にとって納得感のある政策反応関数の理解につながる。

折しも、米国でトランプ大統領が連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長として指名したウォーシュ氏も、金融危機への対応を除いては、中央銀行が量的緩和やフォワードガイダンスを常用することに予めから批判的な意見を主張している。このため、就任後には金融市場との対話のツールや用い方を大きく見直すことが想定される。日本銀行と金融市場との対話が「正常化」するかどうかは、国際的な視点からも注目されることになる。

## Writer's Profile



**井上 哲也** Tetsuya Inoue

金融イノベーション研究部  
シニアチーフリサーチャー  
専門は金融政策、金融市場、デジタル通貨  
focus@nri.co.jp