

2012 年度日本金融学会秋季大会（9 月 15 日，北九州市立大学）

中央銀行パネル「中央銀行の市場とのコミュニケーション」

副題「中央銀行の独立性は担保されるか：日本銀行の場合」の報告要旨\*

上智大学 竹田陽介 ニッセイ基礎研究所 矢嶋康次

政策効果は、現在の政策スタンスだけではなく、将来の政策に対する市場の期待に大きく依存するため、中央銀行の金融市場とのコミュニケーションは、市場の期待に適切に働きかけていく上で、きわめて重要である。中央銀行は、政策目標を示し、政策をシステムティックに発動し、目標を実行できる能力と実績を示し続けなければならない。それによって、言葉と行動が一致し、市場の中央銀行に対する信認（Credibility）がもたらされる。実際、日本銀行は 90 年後半以降、ゼロ金利の制約の下で、2000 年 10 月には『「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表』を開始し、2003 年 10 月には、3 カ月毎の「中間評価」の公表、月報の即日公表、総裁記者会見の即日実施など多様な情報発信を、FRB や ECB に先んじて導入してきた。

本報告では、中央銀行の独立性の視点から、以下の三点について指摘したい。

1. 危機対応における政策目標の達成と中央銀行の独立性の相反について： 98 年以降、日本銀行は独立性を保障されたが、政府による損失補填がない点など、危機対応における追加的金融緩和を消極的にさせている可能性。
2. 「時間稼ぎ」の光明： 日本銀行の白川方明総裁は、「金融政策が達成できることには限界がある、時間稼ぎに過ぎない」と、金融政策に対する期待に対して消極的と受け止められる見解を繰り返し述べる一方、「世界経済の支援に必要な改革を実行しなければならない」と、財政の持続可能性・人口減少社会に向けた努力も強く訴えている。財政当局・政治との独立性を担保された日本銀行が、例えば「アコード」を通じた一時的な危機対応としての財政ファイナンスを時間稼ぎのために行なう可能性は残されているか。
3. Groupthink の功罪： コミュニケーションの方式は、中央銀行の独立性の下での政策決定の過程に依存する（Ehrmann and Fratzscher, 2005, “Communication and decision-making by central bank committees - different strategies, same effectiveness?”, ECB WP, #488）。「ワンボイス」アプローチを採った Greenspan 前議長の強力なリーダーシップの下にあった FRB において、Bernanke 議長の Groupthink が消極的金融緩和をもたらしてきたとされる（Ball, 2012, NBER WP, #17836）。日本銀行の場合、各審議委員は講演などを通じて日本銀行の公式見解を繰り返すが、自らの持論・モデルなどはほとんど開陳されず、審議委員の意見がどのように変化し、政策判断が推移してきたかは具体的に観察できないため、市場はせいぜい「タカ派」か「ハト派」の区別しか事前の情報を持ち合わせない。一旦政策変更が行われると、市場はマスコミ報道などを通じて唐突に受け止める。政策決定の過程の不透明性による不確実性がある。

---

\* 本報告の一部は、竹田陽介・矢嶋康次「資産価格と金融政策の関係 日本の非伝統的金融政策・米国の「グリーンスパン主義」からの示唆」（『ニッセイ基礎研レポート』2012 年 4 月 9 日）に依拠する。