

「予想に働きかける政策」の意義と課題



東京大学大学院経済学研究科 教授

渡辺 努

1. 物価は変わらないという予想

日銀が異次元の金融緩和を始めてから8年が経ちましたが消費者物価上昇率を2%まで引き上げるという目標は達成できていませ

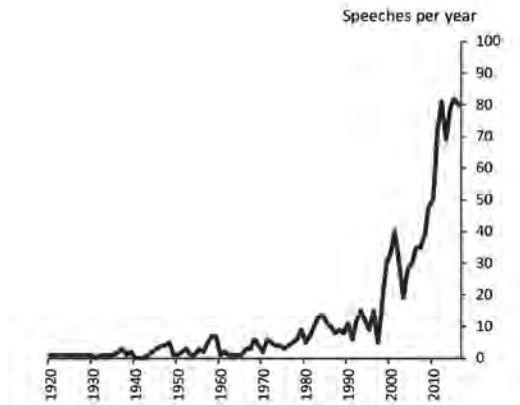
〈目 次〉

1. 物価は変わらないという予想
2. 金融政策は98%がトーク
3. ウォールストリート vs メインストリート
4. 情報が消費するものは何か？
5. グリーンスパンの「物価安定」の定義
6. 中央銀行への関心の個人的意義と社会的意義
7. 中央銀行への関心を高めるには？
8. ナラティブ経済学
9. 「予想に働きかける政策」のこれから

ん。日銀の政策の根幹にあったのは、人々に「将来はデフレではなくインフレだ」と予想させることができれば、デフレから脱却できるという考え方でした。インフレ予想が広まれば、価格をつける企業経営者はそれを前提に自分の商品の価格を毎年引き上げます。一方、消費者は賃金の上昇を織り込んで消費の意思決定をするので、少々の値上がりも許容します。これが日銀の目指していた社会でした。

しかしインフレ予想は現時点でそうっていません。2021年8月に私の研究室で行った、日本含む5か国の消費者を対象としたサーベイ調査では、「1年後の物価は現在と比べてどうなると思いますか」という問いに対して、英国の消費者の多くは「かなり上がる」と回答しています。「かなり上がる」は米国、カナダ、ドイツでも多くの割合を占めています。ところが日本では「かなり上がる」は少数派です。では日本では代わりに何が多いかとい

(図1) 英国中央銀行総裁等のスピーチ数



(出所) “A Little More Conversation A Little Less Action,” Speech given by Andrew G Haldane, Bank of England, 31 March 2017

うと、「ほとんど変わらない」です。日本の「ほとんど変わらない」は欧米諸国と比べて突出しています。つまり、日本では、物価は変わらないという予想が蔓延しているということです。

中央銀行が人々の予想、特にインフレ予想をコントロールする行為は、「予想に働きかける政策」とよばれています。日銀の異次元緩和は予想に働きかける政策の一種と私は理解しています。実は、予想に働きかける政策がうまくいっていないのは日本だけではありません。先進各国の中央銀行は、程度の差こそあれ、同じ悩みを抱えています。本稿では、予想に働きかける政策がなぜ生まれてきたのか、どの程度の効果があったのか、どこに限界があるのかを概観し、それを通じて、日銀の政策の今後について考えていきたいと思えます。

2. 金融政策は98%がトーク

英国の中央銀行の幹部が行った講演の数を数えた資料があります(図1)。1920年から四半世紀にわたって総裁を務め実力者とされたモンタギュー・ノーマンは“Never explain, never excuse”という有名な言葉を残しましたが、確かに彼の在任中の講演回数は年間で数えるほどしかありませんでした。ところが、1990年代半ば以降、急速に増え、今では年間80回を超えています。

つまり、中央銀行がおしゃべりになったということです。おしゃべりになったのは他の中央銀行も同じです。おしゃべりになった理由は色々あります。中央銀行の独立性が高まりそれに伴って説明責任が生じたということももちろんあります。しかし、そうしたこと

に加えて、中央銀行が人々に語り掛けることにより、人々の予想を操作し、それによって人々の行動を変えろという意図がありました。これが「予想に働きかける政策」です。

予想に働きかける政策の意義を最もよく認識していたのは、リーマンショックのときにFedの議長を務め、危機からの脱出の司令塔役を果たしたベン・バーナンキでしょう。彼は退任後の2015年に「中央銀行の行う金融政策は98%がトークで、アクションは残りの2%に過ぎない」と述べています。リーマンショックから米国経済が立ち直る過程で、人々の予想に働きかける政策がとりわけ重要な意味をもったということを彼は言おうとしています。

なぜこの時期に特に重要だったのかといえば、ゼロ金利制約があったからです。リーマンショックで傷ついた経済を刺激するためにFedをはじめとする各国の中央銀行は貨幣量を増やす金融緩和を行いました。膨大な量の貨幣が注入された結果、貨幣需要の飽和が起き、それが金利ゼロというかたちで表面化しました。

貨幣需要が飽和点に達してしまうと、そこからさらに貨幣を追加供給しても、何の効果もありません。そうした局面で中央銀行にとって最も怖いのは、人々のインフレ予想が下振れすることです。人々がデフレ、特に激しいデフレを予想する状況になると、中央銀行はパワーがないので、その予想を潰すことができません。バーナンキにとって最も大事な

ことは、インフレ予想の下振れを回避することであり、そのために彼は人々への語り掛けを強化しました。

バーナンキは何を語り掛けたのかと言えば、「将来も貨幣を飽和させる」という約束です。どういうことかという、Fedは既に十分に貨幣量を増やしており、足元の貨幣需要は飽和しています。だからそれ以上の緩和を行うパワーはFedに残されていません。しかし将来は違います。将来はまだパワーが残っています。彼はそこに目を付け、将来も貨幣量を増やし、飽和点までもっていくとアナウンスしたのです。思い切った金融緩和がずっと続くと伝えることによって、インフレ率が先々大きく低下することはないと人々に信じ込ませることが彼の狙いでした。「将来も貨幣を飽和させる」は言葉に過ぎず、現時点でのアクションではありません。トークが98%というのはそういう意味です。

■ 3. ウォールストリート vs メインストリート

バーナンキ以外にも多くの中央銀行総裁が人々への語り掛けを行ってきました。その成果をひと言で言えば、金融のプロたちの予想（特にインフレ予想）については、ほぼ完全にコントロールできました。その意味では、予想に働きかける政策は成果を上げたと言えます。しかし、予想に働きかける政策がめでたく完成したのかというと、残念ながらそう

ではありません。

消費者や中小企業の経営者など、金融のプロでない人々のインフレ予想をコントロールできていないからです。例えば、ニュージーランドの中小企業経営者のインフレ予想を調べた研究では、人々のインフレ予想は中央銀行の目標値を大きく上回っており、インフレ予想の個人間のばらつきも大きいことが確認されています。ニュージーランドは世界に先駆けてインフレ・ターゲティングを導入しており、導入後、既に四半世紀が経っているので、多くの人のインフレ予想が目標値の近辺にあってしかるべきですが、実際はそうになっていないということです。

日本や米国など他の国の研究でも、金融のプロでない人々の予想への働きかけはうまくいっていないとの結果が次々と報告されています。消費者は、消費・貯蓄や耐久消費財の購入の意思決定を行う際に、インフレが将来どうなるかを予想し、それに応じて行動を変えます。また、企業が行う工場の新增設や機械設備の購入などの意思決定も、経営者のインフレ予想に大きく左右されます。したがって、金融のプロでないから予想への働きかけがうまくできなくても構わないということは決してありません。むしろ消費や投資は景気や経済成長を決める重要なファクターですから、それらの変数に影響力を行使できないのは中央銀行としてかなりまずい状況といえます。

消費者や企業経営者の予想への働きかけが

うまくいかない原因はどこにあるのでしょうか。いくつかの可能性が考えられますが、最も有力なのは、中央銀行の政策に対する無関心です。

先ほど紹介したニュージーランドの研究では、中央銀行の総裁は誰かというおふざけの質問もしています。四択形式にもかかわらず正答率は30%でした。ニュージーランドの中央銀行がインフレ・ターゲティングという仕組みを採り、物価安定を最重要の政策目標としていることを知っている人は同じく30%に過ぎません。また、ニュージーランドの現在のインフレ目標値がいくつかという問いに至っては、2%という正解を選べたのは僅か12%に過ぎず、回答者の約半数は5%超という、的外れの数値を選択しています。ニュージーランドの中央銀行としては、国民にインフレ・ターゲティングを知ってもらうための広報活動を、過去四半世紀にわたって展開してきたのですが、十分に浸透していないことを示しています。

日本でも事情は似たり寄ったりです。日銀が2013年に開始した「2%の物価目標政策」（デフレを脱却して2%のインフレを目指す政策）の認知度をみると、2013年当時は40%に達しておらず、その後も、改善どころかむしろ低下が続き、最近では20%を切っています。

中央銀行からのメッセージは金融のプロたちにはしっかり届いています。しかし、消費者や労働者、企業経営者は、総裁の言葉を熱

心に聞いているとは言えません。「ウォールストリート」は金融のプロたちが集まる中心地ですが、これと対比する意味で、消費者や中小企業経営者、小口投資家などは、「メインストリート」とよばれることがあります。中央銀行総裁の声はウォールストリートには届いていますがメインストリートには届いていないのです。

■ 4. 情報が消費するものは何か？

メインストリートにメッセージが届かないのはなぜなのでしょう。どうすれば届くようになるのでしょうか。この問いに対する切れ味よい回答は、経済学者もポリシーメーカーも、持ち合わせていません。しかし、起きている現象を理解する試みは既に始まっています。

ある人がある事柄について無関心な状況というのは、その人がその事柄に関する情報を十分にもっていない状況です。そうした状況を扱うツールは経済学の道具箱の中に既にあります。しかし、これまでの研究は、情報が不十分なときに人はどう行動するかに焦点があり、そもそも情報が十分でない状況が、どのようにして生じるのかまでは踏み込んでいませんでした。ある事柄について情報をどの程度入手するか（その事柄についてどの程度の関心をもつか）に関する意思決定のプロセスを既存のモデルに組み込む——これが現在最も有望と考えられているアプローチです。

例として、家電製品を買い替える場面を考えてみましょう。どういう機種があって、それらはどういう機能で、ネット店舗のどこそこではどの機種がいくらなのか、ということを知る必要があります、それには情報収集が必要で、コストもかかります。どんなコストかといえば、パソコンを動かす電力やwifiの通信費用もコストではありますが、もっと大きなコストがあります。それは時間です。

十分に時間をかけて丁寧に探せば、どこのお店で買うのが一番安いかを突き止めることは可能でしょう。しかしそのとおりに実行する人はいません。多くの人は数分か数十分検索して、その検索の範囲内で値段が安くてお店も信用できそうだといいところで手を打ちます。サーチを続ければもっと安い価格に出会えるのになぜそうしないのかといえば、時間ももったいないからです。あと1時間探せば100円安いのが見つかるかもしれませんが、それよりは家族との時間や趣味に、あるいは明日の仕事の下調べに1時間使う方が有意義だと考えるからです。

たくさんの情報がそこに存在するからといって、人間はその情報をタダで利用できるわけではない——このことを最初に指摘したのは、ハーバート・サイモンです。サイモンは1978年にノーベル経済学賞を受賞していますが、経済学に限らず、心理学、情報科学、政治学、組織論など、驚くほど広い分野で功績を残したことで知られています。サイモンは1971年に刊行した本の中で「情報は何かを消

費する。それは情報の受け手の関心（attention）だ」と記しています。

少々わかりにくいですが、キーワードは「消費」です。私たちがある事柄について知るには、その事柄に関心をもつ必要があります。そのことを指して、関心を「消費」とサイモンは言っていますが、ここで「消費」とは、限りあるものを使って、それがなくなってしまうということを意味します。なぜ「消費」なのかと言えば、私たちがもっている関心の総量には限りがあるからです。つまり、ある事柄について情報を取得し咀嚼するには、私たちの、限りある資源である「関心」を、その事柄のために割かなければなりません。しかし、「関心」の総量に天井がある以上、何かに「関心」を割けば、その分だけ別の事柄に割く「関心」が少なくなります。これがサイモンの言いたかったことです。

経済学は、おカネの配分、つまり、限られたおカネをどこにどれだけ使うのかを考える学問です。しかし、サイモンによれば、限りのあるのは財布の中身だけではありません。人々の関心も限りあるものです。人々は、おカネをどこにどれだけ配分するかを意思決定するのと同じように、自分の関心をどの話題にどれだけ振り向けるかの意思決定を行っています。どの話題にどの程度の関心をもつかを決めるということは、どの話題に対して無関心になるかを定めることでもあります。家電製品のネット検索の例でいえば、決められた時間内に探せなかったサイトの存在を私た

ちは無視しています。

話を金融政策に戻すと、ニュージーランドの中小企業経営者にとって最も大事なことは、自分の会社の日々のオペレーションをミスなく行うことで、彼らの関心は、商品の売れ残りはないかとか、明日の仕入れは万端かとか、運転資金は足りているかとか、そういった話題に向けられています。中央銀行の総裁が誰かとか、どういう政策を行っているかといった話題についても、情報はもちろん入手しようと思えばできます。しかし彼らにとっては、そこに関心と時間を費やしても見返りが少ないので、あえて無関心を選択しているのです。同様に、消費者や労働者も、自らの家庭や職場に関わる話題が最も大事な関心事項であり、中央銀行の政策といった話題はそれと比べれば大事ではないので、意図的に無視しているのです。

■ 5. グリーンスパンの「物価安定」の定義

ところで、先ほどニュージーランドと日本を例に、中央銀行の政策に対する人々の関心が低いというアンケート結果を紹介しました。米国や欧州でも事情は同じです。しかし、新興市場国も含む様々な国で中央銀行に対する関心について調べた結果、興味深い事実がわかってきました。どこの国でも中央銀行に対する関心が低いかという決してそうではないのです。

(表1) グリーンスパンの「物価安定」

	物価上昇率がゼロ%を大きく上回る	物価上昇率がゼロ%近く	物価上昇率はゼロ%を大きく下回る
中央銀行に対する関心	高	低	高
身近な事柄に対する関心	低	高	低

グリーンスパンの「物価安定」

アルゼンチンやウルグアイなど高インフレの国で行われたアンケート調査では、中央銀行の政策に人々が強い関心をもっていることが確認されています。つまり、インフレ率が非常に高い国では、インフレが重大な社会問題と認識され、中央銀行に対する人々の関心が高く、予想に働きかける政策の前提条件が満たされています。これに対して、インフレ率がゼロに近い、あるいは日本のように若干のマイナスという国では、中央銀行に対する人々の関心が低く、予想に働きかける政策が機能しないということです。

これまでわかってきた事実を整理すると(表1)、インフレ率が高い国では、人々の関心は中央銀行に向かいます。しかし、自分の周囲の話題への関心はその分、低くなります。サイモンが指摘したとおり、人々の関心の総量には限りがあるからです。人々の関心が中央銀行に向かっているのは、予想に働きかける政策の観点からは、良いことなのかもしれませんが、人々が自分の周囲の話題に十分な関心を振り向けることができず、そのために

企業経営や労働、消費活動などが疎かになるのであれば、それは困ったことです。

これに対して、物価上昇率がゼロ近辺のときは、人々は、物価はひとまず安心と考えるので、中央銀行への関心は薄れます。そしてその分、自分の周囲の話題への関心を高める余裕が生まれます。ニュージーランドなどの先進各国はこの状況にあると考えられます。日本の物価上昇率はマイナスですがマイナス幅は精々1-2%なので、日本もここに属するとみてよいでしょう。ただし、仮に日本のデフレがもっと厳しくなれば、あるいは、日本に限らず世界中のどこかの国で激しいデフレが起これば、表1の一番右の列に示したように、人々は物価を心配し始め、中央銀行の政策に多くの関心を割くようになります。そして、その分、身近な話題への関心が削がれることになるでしょう。

1987年から19年間にわたりFedの議長を務めたアラン・グリーンスパンは、1994年の議会証言で、中央銀行が目指す物価安定とは何かに言及し、「経済主体が意思決定を行うに

当たり、将来の一般物価水準の変動を気にかけなくてもよい状態」と定義しています。この定義は、その後、日銀を含む多くの中央銀行で採用されることになります。

グリーンスパンの定義は、深い意味があるような気もするのですが、何やら禅問答のようで、私自身は最初に聞いたとき真意を理解できませんでした。そう感じたのは私だけではないと思います。しかし、サイモンの貢献を踏まえて、改めてこの定義を読み返すと、グリーンスパンが最も懸念していたのは、高インフレや激しいデフレで、人々の関心が自分の周囲の話題から中央銀行へと移り、それが原因となって、企業経営や個人生活が疎かになる事態だったことがはっきり見えてきます。

裏を返せば、グリーンスパンは中央銀行にスポットライトが当たる状況は最悪で、極力回避すべきと考えていました。グリーンスパンがこの定義を打ち出したのは、サイモンの研究が発表されてから20年以上経った後なので、サイモンの研究を踏まえてこの定義を語った可能性もあります。真相は闇の中ですが、いずれにしても彼の提唱した物価安定の定義がとても含蓄に富んだものであることは間違いありません。

■ 6. 中央銀行への関心の個人的意義と社会的意義

中央銀行の役割は物価安定の実現ですが、

物価安定を厳密に定義し、実現できているかどうかを判定するのは難しい作業です。例えば、物価の指標としては消費者物価指数(CPI)がありますが、この指標で真の物価を測れているのかという論争が、エンドレスで続いており、終わりは見えていません。

仮にひとまずCPIで物価を測ると決めたとしても、今度は、CPI上昇率＝ゼロが物価安定なのかという点について意見が分かれます。現状では、CPIで測ったインフレ率が2%のときに物価安定という定義を採用する国が多くなっていますが、なぜ2%なのか(1%とか3%ではなぜいけないのか)と聞かれても誰も答えられせんし、仮に2%を認めるとしても、そこからのズレをどの程度許容するかについてコンセンサスはありません。

これに対して、グリーンスパンの物価安定の定義であれば、こうした煩わしい問題をすべてすっ飛ばして、物価安定を判定できます。どうやるかと言えば、消費者や労働者、企業経営者を対象としたアンケート調査を行い、例えば、日銀総裁の名前を知っていますか、日銀がいま実施中のXX政策を知っていますか、と聞くだけです。人々が日銀総裁の名前を答えられなければ、そのときに物価安定です。その逆に、多くの人が日銀総裁の名前を正しく言えたとすれば、日銀への関心が高すぎるので、物価安定とは言えません。これは半分冗談としても、グリーンスパンの物価安定の定義は、他の定義と異なり、事の本質を的確に捉えており、常に立ち帰るべき原点と

言ってよいでしょう。

しかし、グリーンスパンの物価安定の定義には、なお大きな疑問が残ります。それは、中央銀行が黒子に徹するという、彼にとっての理想の状態を実現できたとして、そのときに、どのように政策を運営するかを示せていない、ということです。もちろん、物価安定の理想郷が永遠に続くのであれば、中央銀行が無視されたままでも一向に構いません。しかし、何らかの外生的な要因（地震や感染症の流行など）で、インフレ予想が大きく揺らぐかもしれません。そうなったとしても、中央銀行は人々の関心を得ていないので全く手出しできません。そうなれば、インフレ予想が、糸の切れた風のように、不安定化してしまいます。

グリーンスパンの書き物やスピーチをみる限り、このことを彼が考えた痕跡はありません。グリーンスパンの物価安定の定義は、物価が安定からほど遠い状況（例えばハイパーインフレの状況）にあるときに、どこを目指せばよいかを指し示す羅針盤としては非常に優れています。しかし、彼の定義する物価安定は、そこに辿り着きさえすれば万事安心という、安住の地ではないのです。

グリーンスパンの物価安定の定義の問題点は、個人の視点と社会の視点を区別すると、より明確になります。個人の視点からすれば、自分の身の回りの話題にのみ関心をもつのが最も望ましいのは明らかです。中央銀行や金融政策について関心をもつことは悪いことで

はありませんが、しかしそこに関心を割くことによって自分自身の生活がどれだけ改善するかと言えば、微々たるものだからです。

一方、社会全体としてみると、中央銀行に対する人々の関心には、大きな価値があります。中央銀行に対して人々が関心をもつことにより、インフレ予想の不安定化を防ぐことができ、ひいては社会の不安定化を防げるからです。また、中央銀行は、深刻な不況や金融機関の連鎖破綻といった、危険な状況から社会を守るために生み出された装置です。中央銀行に対する人々の関心を平時から維持することは危機対応としても大切です。

例えば、敷地の広いお宅があったとして、そこに桜の木を植えると、周囲の家に住む人々たちも借景として楽しむことができます。お屋敷の住人にとっての桜の木の効用と、そのコミュニティにとっての桜の木の効用を比べると、後者が前者を上回っています。桜の木を何本植えるかをお屋敷の住人が決める際に、自分の効用しか考慮しない（コミュニティの人たちの効用を無視する）とすると、植える木の本数が少なくなってしまいます。

中央銀行に対する人々の関心も原理的にはこれと同様で、個人にとっての意義だけで考えると、関心が過小供給になります。中央銀行に対する関心の供給を適切なレベルまでもっていくには、各個人の意思決定に任せておいてはだめで、何らかの工夫により、中央銀行や政府が意思決定に介入する必要があります。

■ 7. 中央銀行への関心を高めるには？

社会全体の視点に立つとき、中央銀行への関心はどの程度のレベルが適切か、その関心のレベルを維持するにはどうすればよいのでしょうか。これまで得られた知見を、サイモンの理論の視点から整理すると、いくつかの方向性が見えてくるように思います。

ひとつは金融のプロに手伝ってもらうことです。金融のプロは中央銀行に強い関心をもっていることは先ほど述べたとおりです。一方、消費者や企業経営者は様々な場面で金融のプロと接しています。例えば、住宅の購入を検討中の消費者は銀行でローンの組み方を相談する際に、金融のプロからインフレの将来の見通しを聞くことができます。ただ、銀行の担当者は住宅ローンを銀行にとって有利な条件で組ませたいと考えるでしょうから、担当者が消費者に伝えるインフレ予想にはバイアスがかかる可能性があります。中立的な立場から消費者が求める情報を提供する金融のプロが必要かもしれません。

別な方法としては、人々が既に十分な関心をもっている話題を利用するということが考えられます。人々が物価に関する情報を入手するのはどこかと言えば、買い物の場面です。人々は様々な価格を観察し、そこから物価の動きを感じ取り、それがインフレ予想にも影響を及ぼします。この点で興味深いのは、人々

はどの商品の価格にも等しく関心をもつわけではないという事実です。

消費者庁が行ったアンケートで、「どのような品目で一番物価の変動を感じるか」という問いに対する回答をみると、上位は、ガソリン・灯油、生鮮食品、食料品であり、消費者がこうした商品の値段から物価が上がった、下がったという感覚を得ていることを示しています。逆に言うと、その他の品目の価格に消費者は関心が薄いということです。海外で行われた同様のアンケートの結果をみても、ガソリンや食料品の価格に対する関心は突出しており、ユニバーサルな現象です。ガソリン等の品目は生活の必需品であると同時に、購入する頻度も高いので、消費者の関心が特別に高いのかもしれない。

仮にこの傾向が安定していて、永続するのであれば、中央銀行は、消費者の関心の高いこれらの品目の価格を安定させることに特別な注意を払うべきです。ガソリンや食料品の価格の上がり下がりを抑えることにより、インフレ予想の揺れを防げるからです。ガソリンや食料品の価格に対して特別に大きな重みを付した物価指数を作成し、その指数を安定化させるべく政策運営を行うというのも一案かもしれません。

■ 8. ナラティブ経済学

無関心の問題を解決する上で、潜在的な可能性が最も高そうなのは、ロバート・シラー

とジョージ・アカロフが提唱する「ナラティブ経済学」というアプローチです。ナラティブというのは物語というような意味です。バブルや金融危機など大きな経済変動には、それぞれストーリーがあり、そのストーリーが人から人へと伝染した結果、大きな現象が起きるという考え方です。

例えば、ビットコインは、政府や中央銀行が価値を保証しているわけではなく、金貨のように安定した需要があるわけでもありません。それにもかかわらず高い値段がついたのは、無価値でも買う人が現れたからです。なぜその人たちが買うかと言えば、ビットコインの物語に魅せられたからです。政府による一切の関与を排除するという意味でのアナーキズムと、権威を嫌う自由の精神が、ビットコインを支える物語として広まり、それに共感する人たちが無価値のビットコインを価値あるものに変えたというのがシラーの解釈です。

人々をつき動かすのは、数字で表現できるような情報ではなく、単純で、腹落ちする「ストーリー」であるという仮説は、まだ生まれたばかりではありますが、大変魅力的で、これまで説明が難しいとされてきた現象も、これで説明がつくかもしれないと思わせる魅力をもっています。学生時代に歴史の年表や年号の暗記に苦しめられた人は少なくないと思いますが、意味のない数字を記憶するのは苦痛だし、覚えてもすぐ忘れてしまいます。しかし歴史上の様々な出来事にストーリーをつ

けてもらえば、一度で覚えられます。歴史現象にストーリーをつけるのが歴史学だとすれば、経済現象にストーリーをつけるのがナラティブ経済学というわけです。

ひとつ例をあげましょう。日銀が2016年に導入したマイナス金利政策は、銀行が日銀におカネを預ける際の金利をマイナスにすることによって、日銀の預金として退蔵されていたおカネが市中に出回るのを促す政策です。日銀の想定していたストーリーは、マイナス金利→銀行の貸出増加→企業の投資増加→景気改善→インフレ予想改善→デフレ脱却、というものでした。しかし実際には、この政策の導入は物価にほとんど効かず、むしろデフレを助長したという指摘さえあります。なぜそうなってしまったかという、企業や消費者の間で、日銀が考えたのとは異なるストーリーが広まったからです。それは、マイナス金利→銀行の収益悪化→銀行が貸出を控える→企業の投資減少→景気悪化、というストーリーです。これが失敗の原因です。

このエピソードのポイントは、どちらのストーリーが正しいかについての検証が全くなされなかったということです。ストーリーは、客観的な検証を踏まえて選択されたわけではなく、人々の印象に残るか、受け入れやすいか、といった基準で選ばれたのです。これは、広く伝染するストーリーに共通する特徴として、シラーたちも強調していることです。マイナス金利の場合は、何よりもまず「マイナス」という日本語の語感が悪かったのと、銀

行の収益悪化という言葉が、山一証券など90年代末の銀行・証券の破綻を連想させた面があったと思います。

マイナス金利政策の例は、日銀が政策を発動する際に、腹落ちするストーリーを付けることが重要ということを教えてください。そういうストーリーを作ることが、人々の予想に働きかける政策の要諦のように思います。

過去に、どういうストーリーがどんな経済現象を引き起こしてきたか、数多ある中でそのストーリーが選ばれた理由は何なのか、そのストーリーの流布のプロセスはどのようなものだったのか、そのストーリーを信じた人の行動はどのように変化したか——ナラティブ経済学は今後こうした疑問にひとつひとつ答えていかなくてはならず、それにはもう少し時間がかかりそうです。

数字ではなく「言葉」が分析対象となるので、自然言語処理の手法も必要になってきます。しかし、私の周囲でも、東大情報理工学系研究科の久野遼平講師など、そうした研究に挑戦する若手研究者が出てきています。やがて、中央銀行はどのようなストーリーを、どのような方法で人々に流せばよいかということもわかってくることでしょう。

■ 9. 「予想に働きかける政策」のこれから

人々が中央銀行を無視するという現状をどう考えるかには、2つの立場があります。ひ

とつは、人々の関心を中央銀行に向かせるべきだ、そのためにはどうすればよいか知恵を絞ろう、という立場です。現在のところ、これが圧倒的な多数派です。私自身もこの立場で、本稿もそれに沿って書いています。

もうひとつの立場は、人々の関心を無理やり中央銀行につなぎとめるのはもうやめよう、「予想に働きかける政策」もこの際、見直してはどうか、というものです。グリーン스パンの定義を素直に読めばこの立場になるので、多くの支持があってもよさそうですが、現時点では、少数派というか、ほとんどそういう声は聞こえてきません。ただし、ゲーム理論の研究では、中央銀行の行う発信は人々の関心を独り占めしてしまうリスクがある、だから中央銀行は大きな声を出さない方がよい、ということが、以前から指摘されています。

「予想に働きかける政策」が、将来、打ち止めになるかといえば、たぶんそうはならないでしょう。しかし同時に、金科玉条のごとく「予想に働きかける政策」に固執するのは、バランスを欠いています。人々の関心が別な話題に向かっているときに、無理やり総裁の話聞かせるというのは、中央銀行による過度な干渉という面があります。そろそろ「予想に働きかける政策」の新バージョンを設計すべきときだと思います。

