

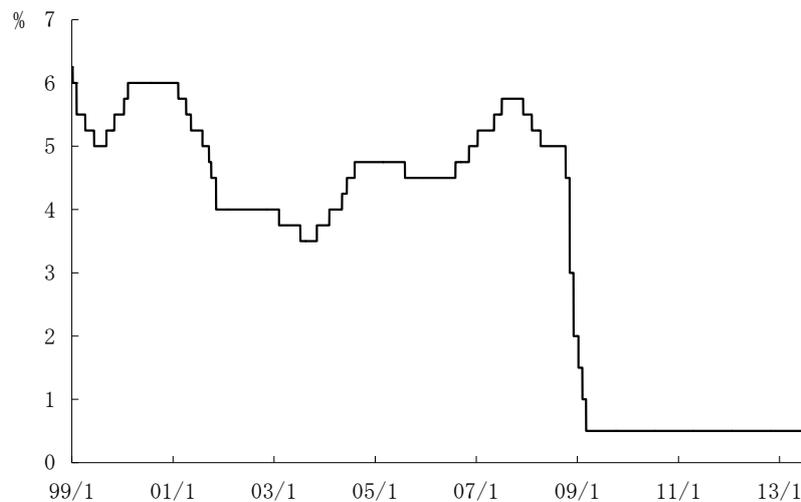
Weekly エコノミスト・ レター

イングランド銀行のフォワード・ガイダンスー失業率7%が超低金利政策解除の目処ー

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. イングランド銀行（BOE）が「失業率が7%を下回るまで超低金利政策を継続する」フォワード・ガイダンスを導入した。最新の「インフレ報告」では、失業率は3年後の段階でも7%を上回る確率が高いと予測しており、すでに4年を超えた超低金利政策を、向こう3年間維持することが示唆されたことになる。
2. 但し、フォワード・ガイダンスは、1年半から2年先のインフレ率がインフレ目標の2%+0.5%ポイント(=2.5%)など物価や金融の安定に対するリスクの高まりを示す3つの「ロックアウト」条件のいずれかに適合した場合は停止する。
3. BOEのフォワード・ガイダンスは、実質ゼロ金利解除の目処に失業率7%、インフレ率2.5%を掲げる現在のFRB型に近い。低インフレの米国と違い、英国の場合はインフレ見通しが前倒しでの引き締めトリガーとなる可能性を意識せざるを得ない。「ロックアウト」条件が、カーニー総裁の意図に反して、早期利上げ観測を強めてしまった面もある。14日公開のMPC議事録、労働市場統計は市場の注目を集めそうだ。

リーマン後の超低金利政策は失業率が7%を下回るまで継続～イングランド銀行の政策金利～



(資料) BOE

(BOEのフォワード・ガイダンスー失業率7%を下回るまで超低金利を維持、資産購入残高削減もせず)

今月7日、イギリスの中央銀行・イングランド銀行（BOE）が、最新の経済見通しに関する「インフレ報告」を公表した。今回の「インフレ報告」は、今年3月にオズボーン財務相が、BOEの総裁宛に要請した米連邦準備制度理事会（FRB）が採用している経済指標の基準値で金融政策の時間軸を示すフォワード・ガイダンスの導入に関する結果を示す期限と位置づけられたため、大いに注目されていた。

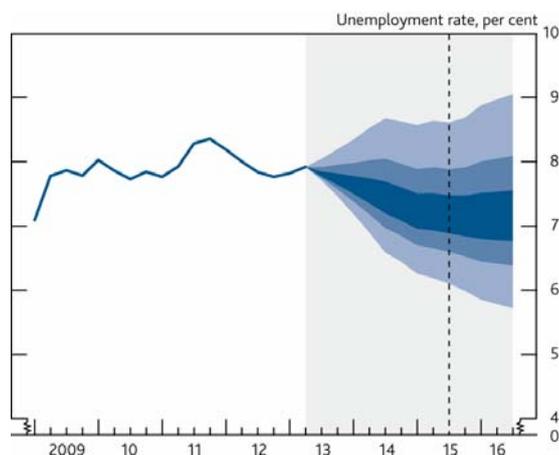
BOEは、2009年3月以降、政策金利を0.5%という創設以来の低水準に維持している（表紙図表参照）。2009年3月に導入したAPFと称する国債の買い入れによる量的緩和は、過去6回、買い入れ金額の上限を引き上げてきたが、昨年10月末に名目GDPの25%に相当する3750億ポンドの上限に達した後は上限の引き上げを見送っている。

今回、BOEが導入を決めたフォワード・ガイダンスは「失業率が7%を下回るまでは0.5%の超低金利政策を維持する」というものである。失業率が基準値の7%を超えている段階では、資産購入残高も削減せず、正当と判断される場合には拡大する。また、失業率が7%を下回ることが利上げの引き金となる訳ではなく、最適な金融政策を検討するための「通過点」と位置づけている。

フォワード・ガイダンスの導入に併せて7日公表された「インフレ報告」の8月号には初めてMPCによる失業率の見通しが掲載された（図表1）。4月の段階で7.8%の失業率の緩やかな低下が予想されているが、3年後の段階でも7%を上回る確率が高いというのが予測の内容である。

つまり、今回のフォワード・ガイダンスで、すでに4年以上にわたり維持されてきた超低金利政策を、さらに3年間維持する確率が高いことが示唆されたことになる。

図表1 「インフレ報告」8月号の失業率の予測



(資料) ONS、BOE

(物価や金融の安定が脅かされる場合、フォワード・ガイダンスは停止ー3つの「ロックアウト」条件)

但し、失業率を指標とするフォワード・ガイダンスは、物価の安定もしくは金融の安定にリスクが生じた場合には停止する（ロックアウト）。「ロックアウト」を判断する条件は3つあり、①MPCが1年半から2年先のインフレ率が目標の2%+0.5%ポイント(=2.5%)を超える確率が高まったと判断した場合、②中期の物価見通しの安定が損なわれた場合、③金融安定政策委員会（FPC）

(注1) が、金融政策に起因する金融の安定に対するリスクが、F P Cが利用可能な政策では相殺できないほど大きいと判断した場合である。3つのうち1つでも該当した場合は「ロックアウト」となる。「ロックアウト」の場合も、直ちに利上げや資産売却に踏み切る訳ではなく、M P Cは、物価の安定を維持するために必要な政策を再検討することになる。

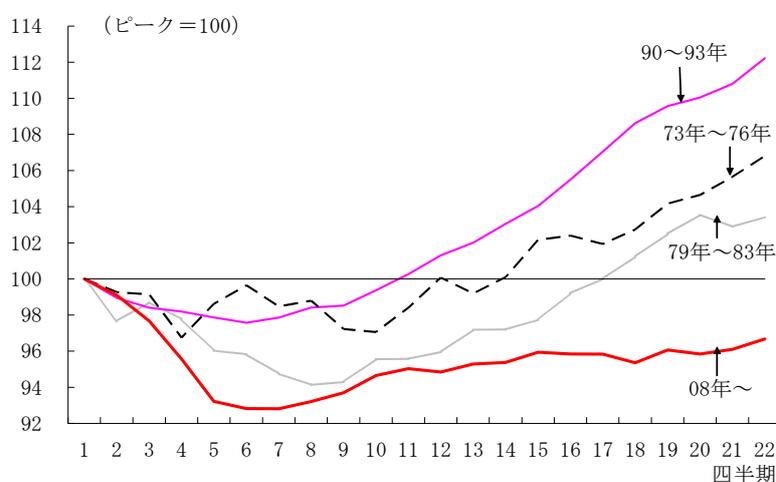
オズボーン財務相は、フォワード・ガイダンスに関するM P Cの決定を支持する方針を表明している。今後、毎月のM P Cでは、これらの3条件を踏まえて、毎月の会合で政策金利と量的緩和の規模に関する決定を行うことになる。

(注1) キャメロン政権発足後の金融監督体制の見直しで、マクロ的な観点からシステムック・リスクの監視するためB O E内に新たに設置された。総裁のほか、副総裁3名、FCA 長官など12名の委員で構成、年4回開催される。

(恒常的にBOEのインフレ目標を上回ってきた世界金融危機後のイギリスのインフレ率)

BOEは、消費者物価(C P I) 上昇率で2%のインフレ目標制を採用してきた。BOEのインフレ目標制は中期的なインフレ期待の安定を目指すものであり、何らかのショックによるインフレ目標からの一時的な乖離は認めている。世界金融危機以降、イギリスでは景気回復軌道がなかなか定着せず、回復スピードは、過去の景気後退局面に比べて著しく鈍いものに留まってきた(図表2)。その一方、インフレ率が目標の2%を大きく超える状態が恒常化している(図表3左、図表4左)。

図表2 イギリスの1970年代以降の景気回復局面における実質G D Pの推移



(資料) ONS

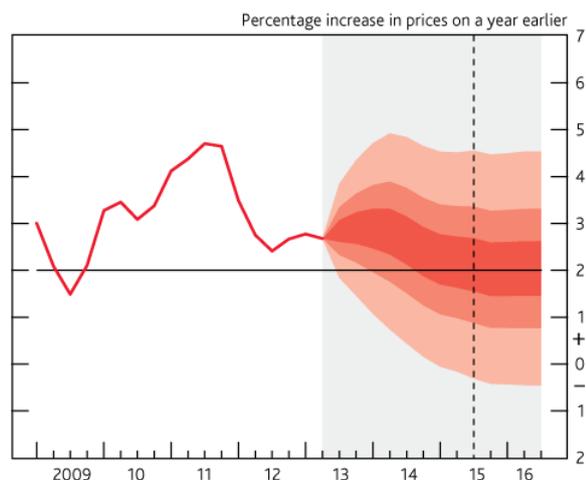
世界金融危機後、イギリスの物価が上振れた原因は大きく分けて2つある。1つは、2008年から2009年にかけてのポンド相場の大幅下落や、原油価格の上昇などによる輸入物価の上昇である。もう1つは、付加価値税率(V A T)の引き上げ(2011年1月、17.5%→20%)や大学授業料など規制価格の引き上げなど、金融危機で膨張した財政赤字削減のための財政緊縮の影響である。

イギリスのインフレ目標制では、インフレ率が目標から±1%以上乖離した場合、BOE総裁が、その原因と対策、目標への収束の見通しなどを記した公開書簡を財務相に提出しなければならない。12年半ばには、一連の押し上げ要因が剥落したことで、インフレ率が3%を超える状態は脱した

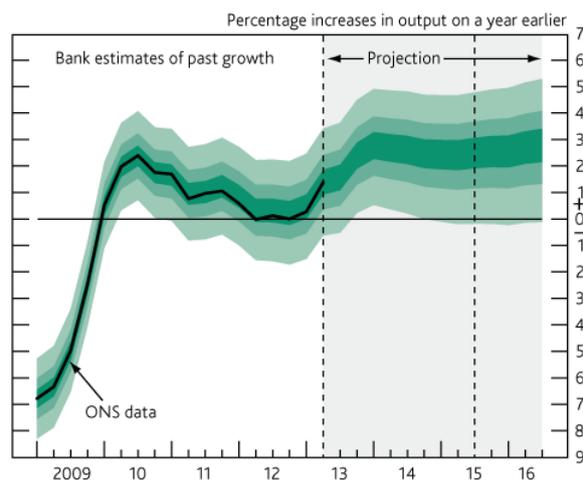
ものの、今年4月の前年同月比2.4%を底に、5月同2.7%、6月同2.9%と再び上向きつつある。今回の「インフレ報告」でも、インフレ率は一時的な上振れの後、2年後のインフレ目標水準への収束に向けて緩やかに鈍化する見通しが示されている（図表3左図）。しかし、2年後のインフレ率が2.5%というフォワード・ガイダンス見直しの条件に適合する確率も決して低いものではない。

図表3 「インフレ報告」8月号のインフレ率、GDP成長率見直し

[インフレ率]



[GDP成長率]



(資料) BOE

(BOEのフォワード・ガイダンスはFRBと同じ「第三世代」型)

今年7月から欧州中央銀行（ECB）もフォワード・ガイダンスを導入した。ECBのガイダンスは、超低金利政策の継続期間や停止の目安となる指標の水準などは特定しないものであり^(注2)、米連邦準備制度理事会（FRB）がリーマン・ショック後の2009年3月に導入した当初の方式と同じくあいまいだ。

今回、BOEが導入した方式は、2012年12月にFRBが導入した時間軸を経済指標の基準値で特定する方式である。BOEが今回の政策の枠組み変更にあたりまとめたレポート^(注3)で、時間軸を特定しないFRBの当初の方式やECB型を「第一世代」、カーニー総裁の出身であるカナダ中銀が2009年4月、FRBも2011年8月から導入した時間軸を明示する「第二世代」に対し、現在のFRB方式を「第三世代」のガイダンスと分類している

(注2) 経済金融フラッシュ No13-072 「7月ECB政策理事会：フォワード・ガイダンスを導入」、同 No13-091 「8月ECB政策理事会：全会一致でフォワード・ガイダンスを確認」をご参照下さい。

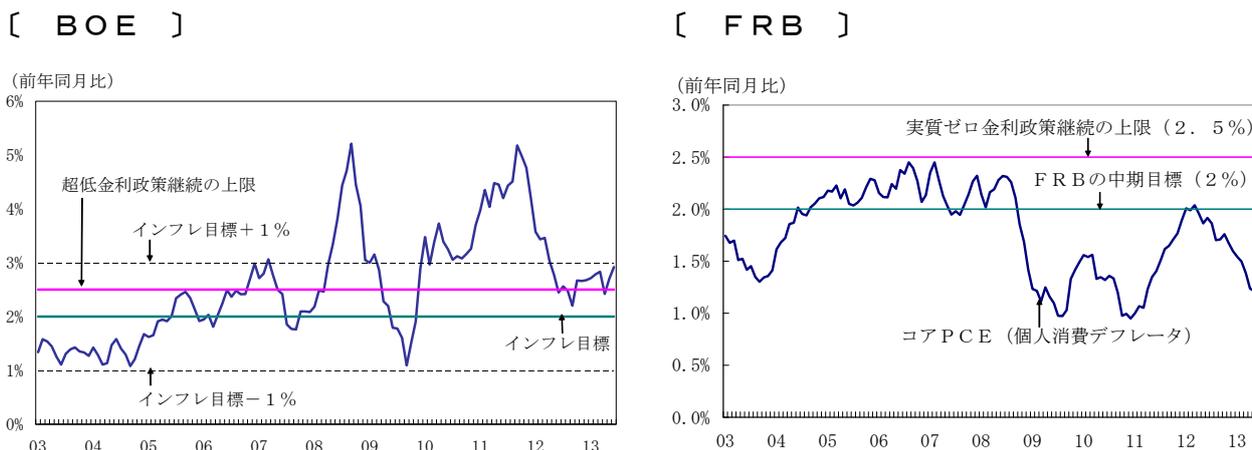
(注3) Bank of England, “Monetary policy trade-offs and forward guidance”, August 2013

(米英間ではインフレ率の情勢に明確な格差がある)

FRBの現在のガイダンスは、「1年～2年先のインフレ見通しがインフレ目標の2%を0.5%ポイント以上(=2.5%)上回らない限り、失業率が6.5%を下回るまで異例の低金利政策を継続する」というものである。今回、BOEが導入を決めたものと類似しているが、インフレ率の見通しの位

置づけは対照的だ。イギリスでは、世界金融危機後、インフレ率がBOEの目標水準を超過する状態が続いているため（図表4左）、インフレ見通しの上振れが、失業率見通しに基づく予想より早い段階での引き締めトリガーとなる可能性が意識されやすい。逆に、米国では、リーマン・ショック後、インフレ率がFRBの目標水準を下回っている期間が長く、足もとにかけてデイス・インフレ傾向の強まりが観察される（図表4右）。むしろ、インフレ見通しが低すぎることがゼロ金利解除のハードルとなる可能性が意識されやすい。

図表4 米英のインフレ目標と低金利政策継続の上限値



(資料) BOE、ONS、FRB、BNA

(カーニー総裁の意図に反して高まる早期の利上げ観測)

カーニー総裁は、7日行われた「インフレ報告」の記者会見で、フォワード・ガイダンス導入の目的を「金融政策の決定をより明確で透明化することを通じて、景気回復局面における金利の不適切なペースでの上昇を防ぐことにある」と説明、「インフレ報告」のGDP成長率の上方修正も「予測期間にわたって異例の緩和的な金融政策が継続される前提」であり、「景気回復のペースは過去の景気回復局面の中で最も遅い」ことも強調した。

しかし、今回のフォワード・ガイダンスの表明後、ポンドの対ドル相場と英国債の利回りは上昇、株価は下落した。「ロックアウト条件」が、カーニー総裁の意図に反して、「早期の利上げ観測」を強めてしまった面もある。

8月14日には、フォワード・ガイダンスの導入を協議した8月のMPC議事録の公表と失業率を含む労働市場統計の公表が予定されている。MPCの9人の委員にはフォワード・ガイダンスの導入に懐疑的な委員もいる。どのような協議と票決の末に今回の枠組みの決定に至ったのかが議事録の注目点である。また、イギリスの労働市場統計は、速報性の高い指標として注目されるアメリカほど重視されてこなかったが、金融政策との関連が強められたことで市場の注目が高まりそうだ。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。