

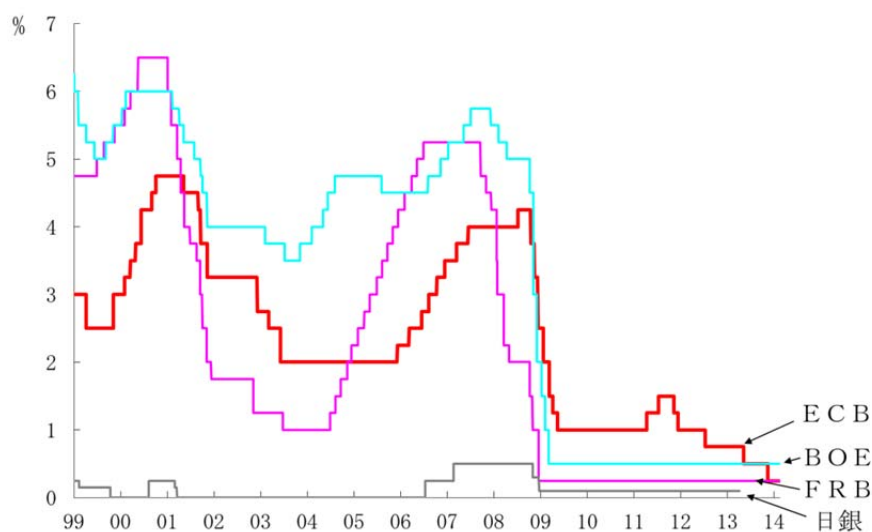
Weekly エコノミスト・ レター

試行錯誤のフォワード・ガイダンス ～修正を迫られる米英、 追加策を求められる日欧～

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

1. 12年12月から13年にかけて、主要中銀が相次いで先行き金融政策の道筋を示すフォワード・ガイダンスの新規導入や修正に動いたが、数値基準によるガイダンスを導入したイングランド銀行（BOE）は今年12日に修正、米連邦準備制度理事会（FRB）も3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で修正に動く可能性が高まっている。
2. BOEの修正ガイダンスは、失業率を含む幅広い指標から把握した生産能力の余剰を政策金利決定の判断基準とし、余剰の解消には2～3年を要する、利上げ開始前に解消すべき余剰がある、など5つの方針を示した。景気回復テンポの加速で早期利上げ観測が強まり、緩和効果が途切れることを抑制しようとの意図が明確である。
3. ECBは昨年7月にガイダンスを導入した後、11月に追加利下げ、今年1月にガイダンスを強化した。景気回復は米英に遅れをとっているが、バランス・シートの圧縮では先行していることもあり、ユーロ相場と金利には上昇圧力がかかりやすくなっている。ここ4カ月、インフレ率は中期目標の2%以下でその近辺を大きく下回る1%割れで推移している。ユーロ高圧力をかわすためにも、3月理事会で中期的なインフレ見通し悪化を理由とする何らかの追加策に打って出る可能性が高まっているように思われる。

主要中銀の政策金利



(注) 日銀は13年4月の量的・質的緩和で誘導目標を無担保コール翌日物金利からマネタリーベースに切り替えており、政策金利という概念は休止している。

(資料) 日本銀行、FRB、ECB、BOE

今後の世界経済・市場に間違いなく最も大きな影響を及ぼしうる不確実な要素の1つが、世界金融危機以降、主要先進国の中央銀行が実施した異例の金融緩和からの出口のタイミングとスピードであろう。12年12月から13年にかけて、主要中銀が相次いで先行き金融政策の道筋を示すフォワード・ガイダンス（以下、ガイダンス）の新規導入や修正に動いたが、市場との対話を巡る試行錯誤は続いている。

（フォワード・ガイダンスの3つのタイプ）

イギリスの中央銀行・イングランド銀行（以下、BOE）の金融政策委員会（以下、MPC）は、同行のガイダンス導入に先立ちまとめた報告書で、主要中央銀行が導入したフォワード・ガイダンスを大きく3つに分類した（図表1）。「第一世代」は時間軸や停止の目安となる数値基準を特定しないオープンエンド型、「第二世代」時間軸を特定するもの、「第三世代」が数値基準に基づくガイダンスである。

図表1 ゼロ金利制約に直面した中央銀行によるフォワード・ガイダンスの事例

第一世代 オープンエンド型ガイダンス	
日本銀行(BOJ)	1999年4月;2013年4月
米連邦準備制度理事会(FRB)	2003年8月;2008年12月;2009年3月
欧州中央銀行(ECB)	2013年7月
第二世代 時間軸特定型ガイダンス	
カナダ中央銀行	2009年4月
リクスバンク(スウェーデン中央銀行)	2009年4月
米連邦準備制度理事会(FRB)	2011年8月;2012年1月;2012年9月
第三世代 数値基準型ガイダンス	
米連邦準備制度理事会(FRB)	2012年12月
イングランド銀行(BOE)	2013年8月

(資料) Bank of England, “Monetary policy trade-offs and forward guidance” p.39, August 2013

BOEの報告書が、「第一世代」のガイダンスの最初の導入例としているのが、1999年2月のゼロ金利政策の導入から2カ月後の4月に「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策にコミットすることを公表した日銀である。13年4月に、質的・量的緩和にあたって示した「2%の物価安定の目標を安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する」方針も「第一世代」に分類されている。昨年7月に欧州中央銀行（以下、ECB）が導入した「政策金利は長期にわたり現在の水準か、それよりも低い水準に留まる」というガイダンスも、継続期間や停止の目安となる数値目標を明示しない「第一世代」型である。

同報告書では、世界金融危機以降の米FRBは「第一世代」から「第三世代」にガイダンスを段階的にステップアップした事例としている。08年12月に政策金利を0～0.25%に引き下げた際に「異例の低金利が当面続く」とした方針及び09年3月の「長期にわたり続く」への修正は「第一世代」のガイダンスであり、11年8月に「少なくとも13年半ばまで」と継続期間を明示した後は「第二世代」に、そして12年12月に導入した「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」とする数値目標を示すガイダンスが「第三世代」である。

BOEは、2009年3月以来政策金利を過去最低の0.5%で維持（表紙図表参照）、国債等の資産購入を通じた量的緩和の残高も2011年11月から3750億ドルで維持してきた。そして13年8月、諸外国の経験などを踏まえて、「失業率7%」を「0.5%の政策金利の引き上げや資産購入残高の削減の検討開始」の数値基準とする「第三世代」のガイダンスを導入した（注1）。

FRBの使命は「雇用の最大化と物価の安定」の2つだが、BOEの金融政策の目的は「物価の安定と通貨の信認」であり、2%のインフレ目標制を採用してきた。数値基準としての失業率の採用は金融政策手法のより大きな転換であったと考えられよう。

（注1）詳細は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途](#)」をご参照下さい。

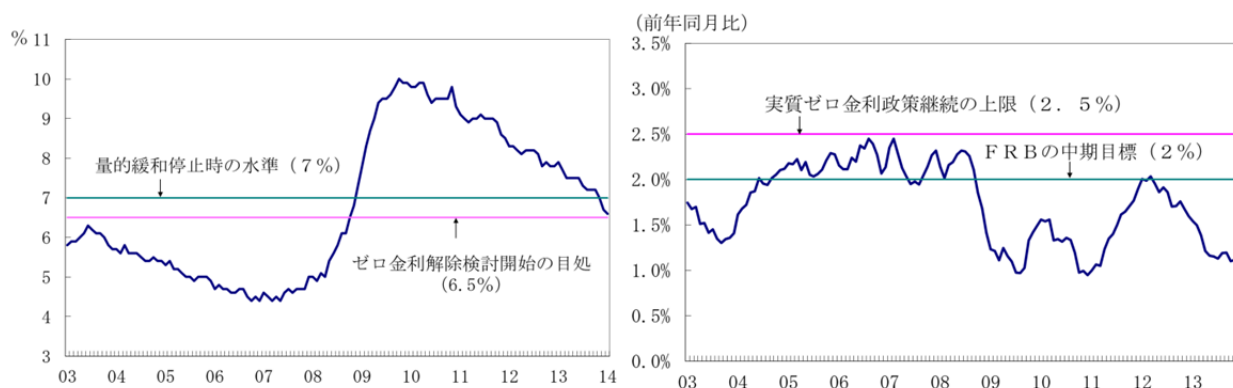
（修正を迫られるFRB、BOEの数値基準によるガイダンス）

FRBとBOEによる数値基準による「第三世代」のガイダンスは相次いで修正を迫られている。米国では、インフレ率は目標の2%を大きく下回る1%近辺で推移しているが、今月7日公表の1月の失業率は6.6%まで低下、6.5%という数値目標の達成が間近に迫った（図表2）。英国では、上振れ傾向が続いたインフレ率が2%の政策目標の水準に収束する一方、1月22日公表の9～11月の失業率は7.1%に低下、7%に大きく近づいた（注2）（図表3）。

図表2 米国の失業率とインフレ率

<失業率>

<インフレ率（コアPCE）>

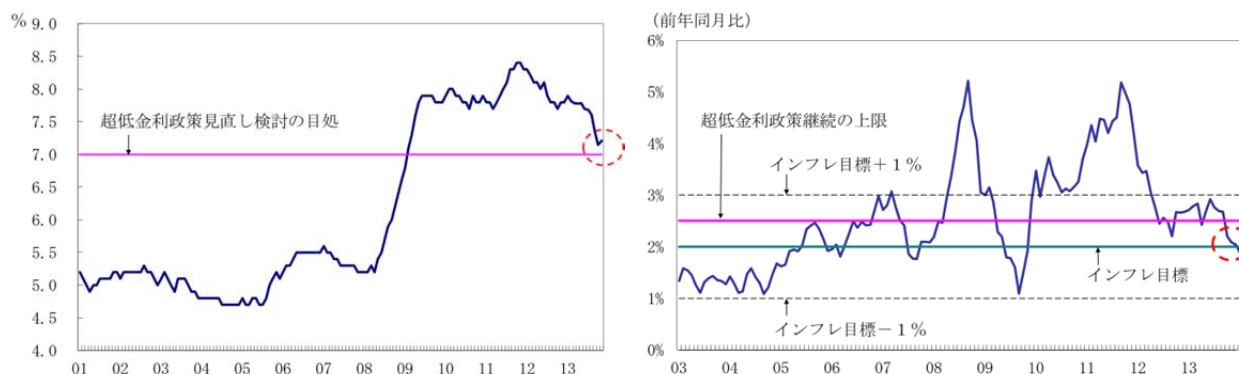


（資料）米労働統計局、BEA、FRB

図表3 英国の失業率とインフレ率

<失業率>

<インフレ率（CPI）>



（資料）ONS、BOE

主要中銀の中でも、FRBの金融政策の影響力は突出しており、昨年12月に始まった量的緩和の縮小は、経常赤字の大きい脆弱な新興国に緊張をもたらしており、ゼロ金利解除のタイミングに関わるガイダンスが持つ意味も大きい。2月1日に新議長に就任したイエレン氏は、今月11日の議会証言で、「量的緩和停止後も極めて緩和的な政策は継続する」、「ガイダンスの数値基準への到達で、自動的に利上げ始まる訳ではなく、幅広い経済見通しに基づいて利上げが正当化されるかどうか検討を開始する目処である」、「インフレ率が2%の目標を下回っている状況では失業率が6.5%以下になってもゼロ金利を維持することが適切」と述べ、連邦公開市場委員会（FOMC）の方針を確認した。ガイダンスに関しては、今月19日に公開された1月28日～29日のFOMC議事録で、「近くフォワード・ガイダンスを修正することが適切になる」との見解で合意したことが明らかになっており、3月18～19日に開催される次回FOMCで修正する可能性が高まっている。

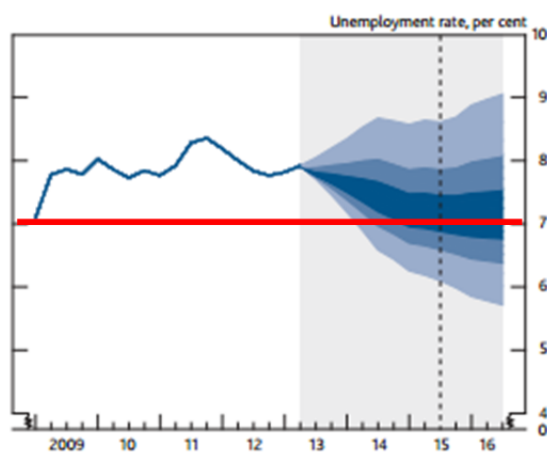
（注2）後述のガイダンス修正後の2月19日に公表された10～12月の失業率は7.2%に上昇した。18日公表のインフレ率は前年同月比1.9%に低下した。

（余剰生産能力を前面に押し出したBOEの新たなガイダンス）

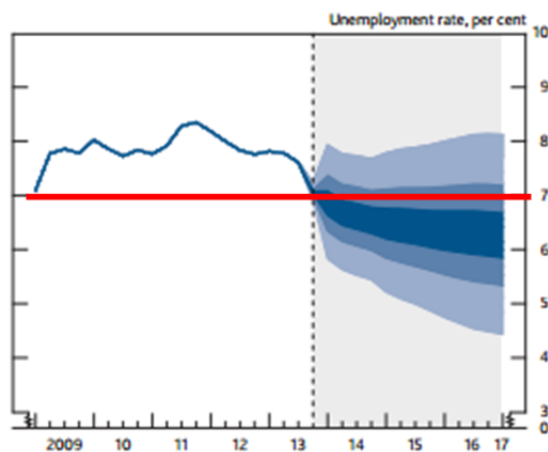
BOEは、FRBに先んじて、今月12日の四半期に一度の「インフレ報告」で経済見通しを上方修正^{（注3）}、ガイダンス導入当初は「16年後半」と予測していた失業率7%の達成を「今春」に前倒し（図表4）すると同時にガイダンスを修正した。

図表4 BOE「インフレ報告」における失業率見通し

<13年8月時点>



<14年2月時点>



（資料）BOE「インフレ報告」各号

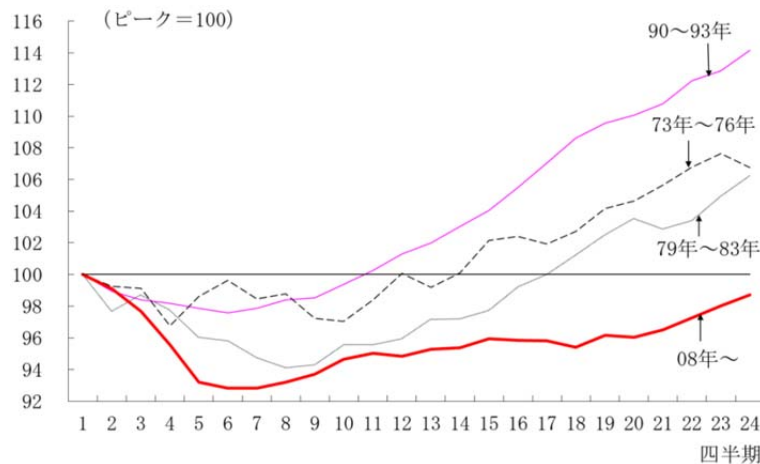
英国経済は、世界金融危機と国内の住宅バブルの崩壊、さらにユーロ危機の影響で世界金融危機前のピークをおよそ4%下回る水準での一進一退が長く続いてきた。しかし、13年は4四半期連続でプラス成長を維持、特に、ここ三四半期の成長率は前期比年率で3%近辺と世界金融危機前の景気拡大局面の平均並みのペースを取り戻しつつある。

失業率が昨年8月時点のMPCの想定を遥かに上回るペースで低下したのもこのためだが、異例の金融緩和の解除には慎重にならざるを得ない理由が2つある。1つは、実質GDPは、ようやく世界金融危機前のピーク超えが視野に入るようになったに過ぎず、生産活動の水準は未だ低いこと

である（図表5）。もう1つは、足もとの成長の加速は、異例の金融緩和に支えられた住宅市場の回復の効果が大きく、賃金の回復を伴っていないこと、企業投資の回復力が弱いことから、バランスと持続性に不安があるという理由である。

（注3）年間の実質GDP成長率見通しを、前回11月の14年：2.9%→15年：2.5%→16年：2.7%から、同：3.4%→2.7%→2.9%に修正

図表5 英国の過去の景気後退局面における実質GDPの推移



（資料）ONS

BOEは、修正ガイダンスで、政策金利決定の判断の基準として生産能力の余剰を前面に押し出した。具体的方針として、①余剰生産能力の解消には2～3年が必要、②利上げ開始前に吸収すべき余剰がある、③利上げペースは緩やかなものとする、④政策金利の適正水準は危機前の平均5%を下回る、⑤利上げ開始前に資産残高の削減は行わない、との5つを示した（図表6）。

図表6 BOEの修正ガイダンスの5つの方針

余剰生産能力のすべてを解消するには2～3年が必要

- 現在の余剰生産能力はGDPの1～1.5%相当で労働市場に集中している
- 中期的な均衡失業率は6～6.5%

利上げ開始前に吸収すべき余剰が認められる

利上げ開始後もそのペースは緩やか

- 利上げのタイミングとペースは、生産能力の余剰の度合い次第
- 生産能力の余剰の判断のためにモニタリングする指標を拡張する
- 持続可能でバランスのとれた回復には異例の緩和が必要
- 世界需要鈍化、ボンド高、金融システムの緊張など逆風が強まった場合は利下げもある

政策金利の適正レベルは危機前の平均的水準である5%を下回る

利上げ開始前に資産購入残高の削減は行わない

（資料）BOE「インフレ報告」2014年2月号

これらの方針を示すことで、景気回復テンポの加速で、早期利上げ期待が高まり、長期金利上昇、イールドカーブのスティープ化、緩和効果が途切れることを抑制しようとの狙いは明白である。

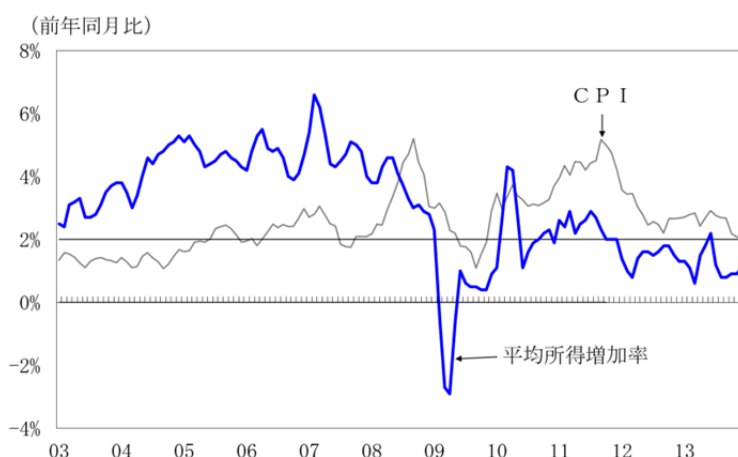
MPCは現在の余剰生産能力はGDPの1～1.5%相当で、その多くが労働市場に集中してい

ると判断している。生産能力の余剰を判断するため、当初のガイダンスで数値基準を設定した失業率だけでなく、労働参加率、平均労働時間、非自発的なパートタイム労働者の水準、企業の余剰生産能力、労働生産性、賃金など18の指標をモニタリングの対象として加えることも明らかにした。

今回のガイダンスの修正によって、失業率の数値基準を撤回したとは言え、MPCが中期的な均衡失業率と見る6～6.5%はMPCの利上げのタイミングを判断する目安となるだろう。失業率の低下が、①求職を断念し非労働力化することによる労働参加率の低下、非自発的パートタイム労働者の増加によるものでないか、②インフレ率を大きく下回る1%前後で推移してきた賃金の伸び（図表7）の上昇、生産性の回復を伴うものであるかを点検することになると思われる。

市場はBOEの利上げ開始を2015年前半と予測している。市場の金利予想をベースとするMPCの失業率の見通しも2015年には6.5%の均衡値の上限を下回り始める（図表4）。利上げ開始後もそのペースは緩やかという点では市場の見方とMPCの方針は一致しているが、ポンド相場には上昇圧力がかかりやすい状況が続きそうだ。

図表7 英国の週当たり平均賃金とインフレ率



(資料) ONS

(ECBはフォワード・ガイダンス導入後、利下げを実施。1月には追加緩和のトリガーも表明)

ECBは、昨年7月にガイダンスを導入した後、11月に追加利下げを実施、今年1月には表現を強化するとともに、①経済実態から乖離した短期金利の上昇、②中期的なインフレ見通しの悪化は、追加緩和のトリガーとなることを明らかにする修正を加えた(注4)。

(注4) 詳細は経済金融フラッシュNo. 13-182「[1月ECB政策理事会：フォワード・ガイダンスを強化、具体策は明言せず](#)」をご参照下さい。

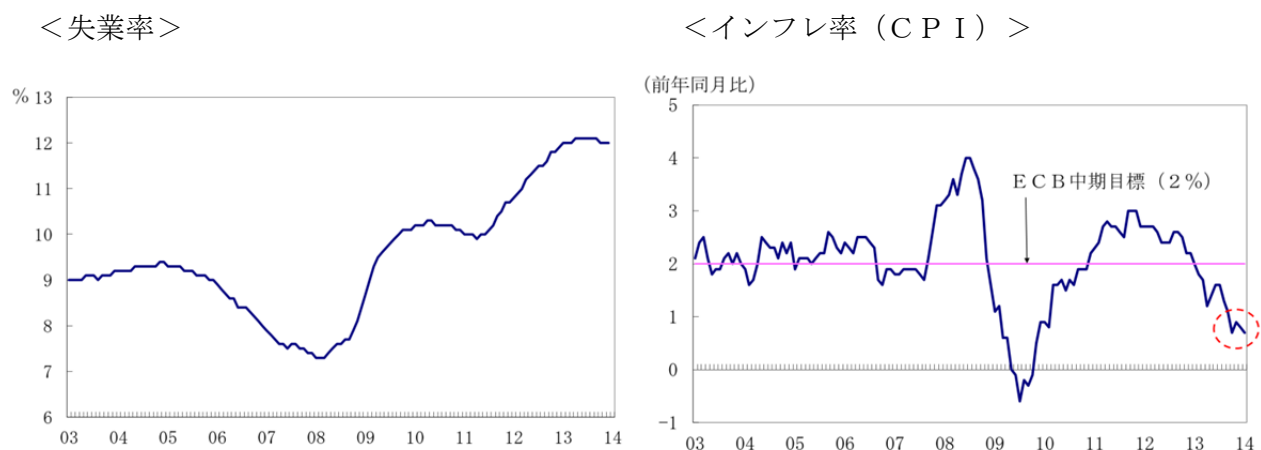
ユーロ圏の景気回復が、米英に遅れをとっていることは明らかだ。ユーロ圏経済も昨年10～12月期も前期比0.3%と3四半期プラス成長を維持、緩やかな回復が続いている。失業率も、昨年10～12月期にようやくピーク・アウトしたものの、12%という著しく高い水準にある(図表8-左)。

景気回復がごく初期の段階で、生産活動の水準には域内でもばらつきが大きいにも関わらず、ユーロ相場と金利には上昇圧力が加わりやすくなっている。ECBが、主要中銀が実施した国債などの購入による量的緩和を実施していないこと、非伝統的な政策の主要なルートとなった3年物資金供給の前倒し返済が進み、バランス・シートの縮小では先行しているからである。

(高まる3月ECB理事会での追加緩和への期待)

ECBが、3月6日に予定している次回の政策理事会で、何らかの追加策に踏み出すとの期待は高まっている。その最大の理由は、ECBの使命が「物価の安定」であり、インフレ率を中期にわたり「2%以下でその近辺」に維持することにあるにも関わらず、今年1月までのインフレ率は4カ月連続で前年同月比1%を割り込み、中期目標を大きく下回っているからである(図表8-右)。ドラギ総裁は、「日本型のデフレ」のリスクは繰り返し否定しているが、デysinフレが長期化する見通しであり、ユーロ圏内で必要とされている相対価格の調整をより困難にする問題であることは認めている。

図表8 ユーロ圏の失業率とインフレ率



(資料) eurostat、ECB

ドラギ総裁は、2月の政策理事会の議論の中心は「追加情報の必要性和不確実性」であったとし、記者会見で、四半期毎に公表しているスタッフ経済見通しの予測期間を、通常の向こう1年間から、3月公表分では延長し、16年までの予測を示す意向を明らかにし、「我々の分析の重大な変化である」と強調した。前回12月のスタッフ見通しのインフレ率予想の中央値は14年：1.1%、15年：1.6%であった。3月の見通しで、16年の段階でも中央値が安定的レンジを下回るといふデysinフレ長期化の予想が示されれば、追加緩和のトリガーである②中期的なインフレ見通しの悪化を理由とする追加措置への布石となる。

(ECBの追加緩和の選択肢は、ハードルが高いか、効果が乏しいか)

ECBは、「必要に応じて断固として追加策を投入する」構えだが、追加緩和の選択肢は、ハードルが高いか、効果が乏しいか、その両方か、という悩みがある。

現在0.25%の主要オペ金利の引き下げ、残高1757億ユーロの証券市場プログラム(SMP)の不胎化停止による量的緩和は、比較的ハードルが低いと思われるが、余り大きな効果が期待できない。

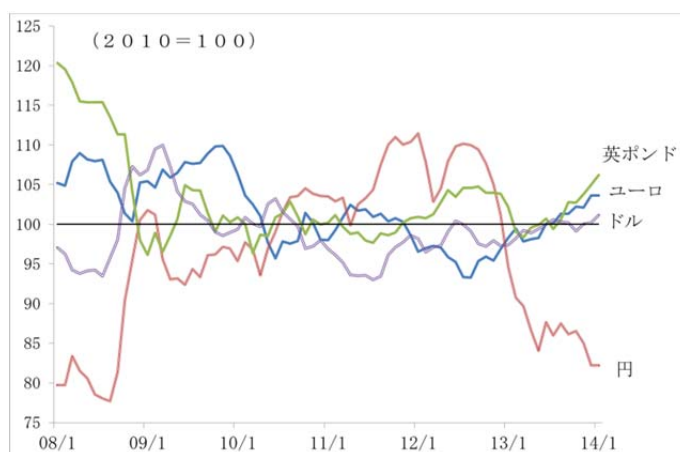
現在ゼロの預金金利のマイナスへの引き下げと国債の買い入れによる量的緩和は、ハードルが高い政策である。マイナスの預金金利は、貸出促進の効果と、銀行のコスト増加が却って貸出を抑制する副作用のバランスが不透明である。国債の買い入れによる量的緩和は流通市場での買い入れであれば、EU基本条約に抵触しないが、「どの国の国債を買うか」という選択の問題が残る。

貸出の増加とリンクした長期資金供給制度の導入、資産担保証券(ABS)の購入は、制度設計

がハードルであり、効果を左右する。ECBは、国債市場への資金流入を促すだけの資金供給に否定的であり、貸出の増加とリンクした長期資金供給制度は有力な選択肢に思われるが、ドラギ総裁は、多数の国からなるユーロ圏では運営が複雑になるとの見解を示したことがある。ドラギ総裁が今年1月のダボス会議で言及したABSの購入は、貸し出し促進効果が期待され、且つ、国債購入と異なり基本条約への抵触などの問題は無いが、対象となる証券自体が不足しており、市場の整備から取り組まなければならない。

ECBとしては追加緩和の切り札は出来る限り温存したいところだろうが、3月理事会が、ゼロ回答となれば、ユーロ高が進み(図表9)、デフインフレの圧力を強めるおそれがある。日銀は、今月17~18日の政策決定会合で、「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」の規模を2倍とし、期間の1年延長で市場の期待をつなぎとめた(注5)。ECBも、比較的副作用が小さく、合意が形成しやすい何らかの追加策に打って出る可能性が高まっているように思われる。

図表9 ドル、ユーロ、英ポンド、日本円の実効為替レート



(資料) BIS

(注5) 「貸出増加を支援するための資金供給」は貸出増加額の2倍まで資金供給を受けられる方式に変更、「成長基盤強化を支援するための資金供給」は総枠を3兆5千億円から7兆円に倍増する。

(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。