

フォワード・ガイダンスの可能性(上編)

発表日:2013年9月17日(火)

～黒田総裁の量的・質的緩和の時間軸効果は異質～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

7・8月と相次いでECBとBOEがフォワード・ガイダンスを導入した。時間軸政策の元祖は日銀であるが、当
の日銀は別の路線を走っている。フォワード・ガイダンスは、イールドカーブを極力押し下げることを通じて、長
期金利低下を促すことを目的としている。量的緩和やインフレターゲットとも異なる概念である。黒田総裁の金融
緩和は、フォワード・ガイダンスを用いて期待形成に働きかえるのではなく、大量の長期国債の買入れの直截的な
インパクトを与えて長期金利を抑制しようという点で質的に異なるものである。

日本での導入の経緯

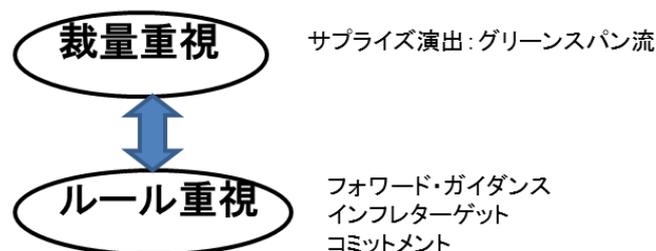
各国中央銀行が、相次いでフォワード・ガイダンスの導入に動いている。ECBは7月、BOEは8月と、新しく
フォワード・ガイダンスの枠組みを提示した。フォワード・ガイダンスとは、中央銀行が将来の金融政策の方針を事
前にアナウンスして、緩和効果を高めようという試みである。

なぜ、フォワード・ガイダンスという手法が普及したのかということ、従来の金融政策が限界に直面したからにほか
ならない。日本銀行が行き詰ったのは、1999年のゼロ金利政策のときである。政策金利をゼロ%にする以上にどれ
ほどの緩和効果を生み出せるかという課題が、日銀のボードメンバーたちを悩ませた。

ひとつの回答が、ゼロ金利を先々まで継続することをあらかじめ約束しておいて、期待に働きかける作用を強めよ
うという手法であった。それ以前であれば、政策金利の誘導目標は、平均月1回ごとに開催される決定会合ごと
に見直される建前だった。翌月の政策金利は、翌月の決定会合で決まり、日銀は先々の市場の金利予想に一切関知し
なかった。昔は、「解散総選挙と公定歩合の変更の2つだけはウソをついても構わない」と言われたことは有名で
ある。ある日突然、中央銀行総裁が前言を翻して、公定歩合引き下げを決めても公然と批判されなかった。「ウソ
をつく」とは、予想を裏切ることである。そのサプライズが政策効果を高めると肯定的に説明されてきた。かつて、
グリーンSPAN議長がサプライズ演出で危機対応に当たったことは今も記憶に残っている。

フォワード・ガイダンスは、その逆の発想だ(図表1)。あらかじめ「消費者物価が前年比2%になるまで量的緩和
を継続する」などの条件設定をして、必ずその約束を守り、(図表1)金融政策手法の変遷
安心感を醸成することが目的だ。中央銀行は、将来の不確
実性が生み出すリスク・プレミアムをなるべく解消し、イ
ールドカーブを極限まで押し下げようと試みる。短期金利
の押し下げだけではなく、中長期の金利を低下させること
でより大きな需要刺激を狙いものだ。

(図表1)金融政策手法の変遷



量的緩和やインフレ目標との手法の違い

フォワード・ガイダンスと、(1) 量的緩和、(2) インフレターゲットの違いがわかりにくいと感じる読者は多
いだろう。(1) 量的緩和とは、中央銀行が市場から債券などを買い取って、短期金融市場の大量のマネーを放置
する政策を指す。政策金利がゼロ%になった後でも、中央銀行が大量の資金を短期金融市場に放置して、金融機関

の資金繰り不安を低下させる効果を及ぼせる。「量」は、先行きの資金調達に対する安心感を醸成するところにメリットがある。その効果は、金融機関の投資行動にも作用して、金融機関がよりリスクテイクをするようになれば、リスク資産の価格上昇を誘発して、より広範囲での緩和効果を発揮できる。量的緩和がリスク・プレミアムに働きかける効果は、中央銀行のリスク資産の購入などの信用緩和によって補強することができる。

また、フォワード・ガイダンスの設定は、上記の量的緩和の効果を強める働きも持つ。金融機関が放置されたマネーを長期債投資や貸出などに回しやすくする環境をつくることで、量的緩和効果を強化する機能を持つ。フォワード・ガイダンスや信用緩和は、それらを組み合わせることで、資産価格への影響力を強めようという狙いがある。

(2) のインフレターゲットは、将来の金融政策の方針を示す枠組みとして、兄弟の関係である。インフレターゲットの歴史は古く、当初はインフレ率が高まってしまふことを防止するために、金融引き締めガイダンスとして、インフレ目標が導入された。

ところが、1990年代に日本がデフレに陥ると、インフレターゲットは金融緩和のメッセージを強める役割を担うように変わってきた。ただし、デフレを止められない政府・中央銀行が、インフレ目標を設定するだけでどのくらいの期待形成へのインパクトが及ぼせるのかは、専門家の間でも大きく意見がわかれた。そこで、インフレターゲットの導入が議論されるときには、同時に中央銀行が大規模な資産買入を行って、資産市場での需給コントロールを通じて強いメッセージを与えようとした。インフレ率が上昇すれば長期金利もそれに引きずられる圧力を受けるので、債券買入れを増やすことでその圧力を緩和・解消しようという発想である。

フォワード・ガイダンスを設定するとき、失業率などを組み合わせた条件にする理由は、たとえインフレ率が多少高まっても、景気情勢が不安定ならば、中央銀行は金融緩和を継続されるというメッセージを強める目的がある。インフレ率の変動には、コスト・プッシュ要因が含まれるので、景気が悪くても原油高騰などが進めば、インフレ率が上昇していくことがある。「悪いインフレ」に対する判別ができない難点である。中央銀行は、雇用指標などを組み合わせて、金融緩和を継続する条件をより厳しくみせることで、金融緩和の長期化を意識させようとする。イールドカーブがなるべく低位に導くために、金融緩和を停止する条件のクリアーがどのくらい困難かをみせることで、期待形成の作用を強めようとしているのである。

元祖は日銀

歴史を紐解くと、フォワード・ガイダンスの元祖は、日銀が1999年2月に開始したゼロ金利政策にある。当時、長期金利は上昇し、速水優総裁は追い詰められていた。1998年12月に資金運用部が長期国債の引き受けを停止すると発表し、それが引き金になって長期金利は0.7%台から一時2.4%台まで急上昇した(図表2)。

1998年は8月にロシア危機、10月のLTCMショックに見舞われ、国内では金融不安がくすぶっていた。日銀は政治的に長期国債の引き受け圧力にさらされ、速水総裁はそれをかわすべくゼロ金利を採用した。1999年4月13日に速水総裁は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」とゼロ金利を継続するコミットメントを加えて、イールドカーブを押し下げる働きかけを試みた。これが、日本版フォワード・ガイダンス誕生の背景である。

※直前の決定会合の議論では、「月報の中でデフレリスクがなくなったとか、持続的経済成長のパスに乗り始めたという見方が示されるまで続けると表明すれば、非常に強いコミットメントになると思う」(1999年4月9日議事録、植田和男審議委員の発言)というアイデアが提示されていた。

(図表2) 長期金利の長期時系列の推移



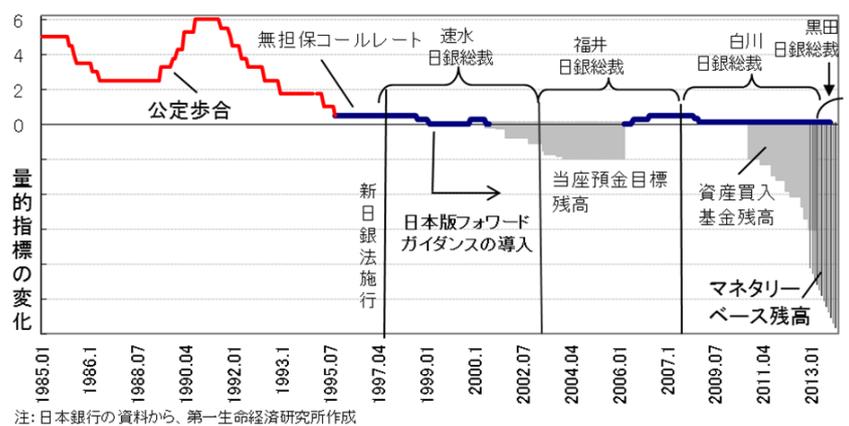
出所: 財務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

もともと、その後の日銀は、2000年にゼロ金利解除のタイミングを見誤り、再度、2001年に量的緩和政策を導入し、速水総裁は今度は消費者物価の前年比上年率が「安定的にゼロ%以上となるまで継続する」と数値を書き込んだ。2010年には、白川方明総裁が包括緩和を推進し、消費者物価前年比1%程度を中心とする「物価安定の理解」に基づき「物価の安定が展望できる情勢と判断するまで」とガイダンスを見直した。

そして、2013年1月に白川総裁が消費者物価前年比2%のインフレ目標を導入する。2013年4月に就任した黒田東彦総裁も消費者物価前年比2%の目標を引き継いで、2年間でこれを実現する方針を表明している。黒田総裁は、長期国債の買い切りをオープンエンドで行う方針の下で、量的・質的金融緩和を推進している(図表3)。過去の経緯から考えて、黒田総裁は従来の時間軸効果では心理的インパクトが十分ではないので、最も威力の大きな方法は何かを考えたことだろう。現在の量的・質的金融緩和は、今までよりも威力のある手法を選択したと類推できる。

(図表3) 金融政策手法の変遷



注: 日本銀行の資料から、第一生命経済研究所作成

異質な量的・質的金融緩和

興味深いことに、黒田総裁の量的・質的金融緩和は、よくみると、フォワード・ガイダンスそのものに依存していない。長期国債の買い入れ規模こそ巨大であるが、買い入れの期限は2年程度に限定している。2年間で消費者物価上昇率を2%まで引き上げることを約束しつつも、それ以降のことは語っていない。2年間の集中対応期間を設けて一気呵成に、物価上昇を演出する攻撃的姿勢にみえる。資産買入の「濃度」を上げる演出で、長期金利の押し下げをことを意図している。

フォワード・ガイダンスが、低金利の継続を予想させて長期金利に影響力を行使するのに対して、量的・質的金融緩和は、資産買入の期間を2年間と設定して長期金利に影響を与える。この違いは、時間軸V S 需給コントロール、という長期国債への影響力の考え方の差とも言える。

また、需給コントロールの効果以上に、金融緩和の期待形成が強くみえるのは、ハト派色の強烈な黒田総裁の存在によるところも大きい。かつて経済学者ケネス・ロゴフは、中央銀行がインフレの誘因を断ち切るためには、インフレを極端に嫌う保守的な中央銀行総裁を任命すればよいと提案した。黒田総裁はその逆で金融引き締めを極端に嫌う中央銀行総裁として、多くの市場参加者に数年間はゼロ金利政策は継続するはずだという予想を与えている。

最後に、量的・質的金融緩和は、資産買入を無期限に設定しないのだろうか。うがった見方をすれば、財政ファイナンスを警戒するのならば、フォワード・ガイダンスを設定し、資産買入を延々行うよりも、2年間の期間限定で買入れをする方が弊害は少ない。

弊害という意味では、高すぎる「2年間で消費者物価2%」を真面目に追及すれば最終的に弊害が大きくなるリスクがある。今後、十分に景気が良くなり、あえて大規模な資産買入を続けなくてもよい環境が到来したとしよう。そのときは、物価上昇への批判を顧みず、約束は約束なので資産買入をそのまま継続するのが好ましいのだろうか。筆者は、景気が良くなれば、事後的に「2年間で2%」を放棄しても構わないと思う。もしかすると、確信犯として黒田日銀は「2年で2%」という過大な目標を提示して、弊害が出たならばその時に軌道修正すればよいと構えているという見方もできる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。