

ポイント

。プラス金利が適正でもゼロ金利継続が必要  
。過去の日本は効果試すチャンスを生かせず  
。FRBの迷いは不完全情報下の難しさ象徴

植田 和男 東京大学教授

フォワードガイダンスとい  
う言葉が金融政策をめぐる議  
論によく使われている。広く  
様々な意味に使われている  
が、以下では通常の政策手段  
である短期金利の近い将来の  
動きに関する情報発信という  
点に焦点をあて、日米の経験  
を振り返ることにする。

フォワードガイダンスは、  
例えばゼロ金利の長期継続宣  
言のように、近い将来の政策  
金利の経路について市場が暗  
黙のうち形成している期待  
とは異なった経路を中央銀行



経済教室

検証フォワードガイダンス①  
政策の完成度は道半ば

が表明することで、将来の短  
期金利予想が決定的な影響を  
及ぼす。現在の中期金利や、  
その他の資産価格、さらには  
インフレ期待などに影響を及  
ぼそうという政策である。  
多用されるようになったの  
は、言うまでもなく政策金利  
がゼロ近辺に低下し、追加の  
引き下げ余地が（マイナス金  
利のような非常手段を除け  
ば）ほぼ消滅してしまい、ま  
だゼロとは限らない将来の金  
利水準の予想に働きかけるし  
なくなってきたからである。

ばれてきた。2000年8月  
に解除されたが、01年3月の  
量的緩和策の採用時やリーマ  
ン・ショック以降にも類似の  
声明が出されている。



段と解除条件を精緻化した。  
もっとも今年3月には「現実  
のインフレ率が2%以下でイ  
ンフレ予想も安定していれ  
ば、資産買い入れが終了した  
後もかなりの期間」と表現を  
逆に抽象的にしている。

日銀とFRBのフォワード  
ガイダンスは、その少なくとも  
一部が利回り曲線（イール  
ドカーブ）にある程度の影響  
を及ぼしたことは多くの研究

「約束破り」の誘因強く  
FRBの姿勢に揺らぎも

者によって確認されている。  
しかし、それは本質的な意味  
で新しい政策手段として使わ  
れてきたのだろうか。確かめ  
るには、フォワードガイダン  
ス政策が用いられなかった場  
合の政策金利の経路を求め、  
比較することが考えられる。  
代表的な平時の金融政策ル  
ールに、いわゆるテラー・  
ルールがある。政策金利の中  
長期の適切な値からの乖離  
（かいら）幅を、インフレ率

の目標からの乖離および国内  
総生産（GDP）ギャップで  
決めるというものである。も  
ちろんルールがマイナスの値  
を示す時は、これを実現で  
きないでゼロ金利である。  
仮に市場がこうした方式を  
前提に政策金利の将来経路を  
考えているとすると、ガイダ  
ンスが期待に影響を及ぼすた  
めには、テラー・ルールよ  
りも長めの時間軸、すなわち  
同ルールがプラスの金利が適  
切なことを示唆していても、  
しばらくはゼロ金利を続ける  
という表明が必要である。  
これはフォワードガイダン  
スの本質的な問題点を明らか  
にしている。つまり、平時な  
らゼロ金利をやめるような状  
況でも継続すると約束する状  
況になるので、事後的に経済  
状況が好転していれば、約束  
破りを誘因が存在するわ  
けである。もちろん破ってし  
まえば、二度と同じ政策は使

えなくなる可能性が高い。  
では現実はどうだったか。  
図は日米についてテラー・  
ルールの試算値と現実の翌日  
物金利の水準を示す。中立的  
な実質金利は日米ともに潜在  
成長率（日本は97年まで2%、  
その後1%、米国は07年まで  
2・5%、その後1・6%）  
に等しい水準とした。



日本は08年以降テラー  
・ルール金利がマイナス圏に  
沈んだままであり、ルールを  
上回る緩和策が実行されたか  
どうかは確認できない。しか  
し昨年11月、FRBはスタッ  
クによる内部モデルを用いた  
ゼロ金利継続の約束に関する  
シミュレーション結果を公表  
し、12年12月から直近まで実  
際に使った、失業率とインフ

置いた。日本のGDPギャッ  
プは内閣府の公表値、米国は  
07年第4四半期をゼロとして  
潜在成長率の前提から計算し  
た。米潜在成長率は08、09年  
前後をより低く、その後を少  
し高めに見積もる方が適切だ  
ろうが、結果に大差はない。  
日本では98年半ば以降、ほ  
とんどの時期で適正金利はマ  
イナスとなっており、時間軸  
政策を採用していかなくても、  
結果的にゼロ金利とせざるを  
得なかったことがわかる。  
ここから、最初の時間軸政  
策が解除された00年夏は到底  
それが正当化されるとはいえ  
ない状況だったこと、また、  
2度目のそれが解除された06  
、08年初めはテラー・ルー  
ル金利が若干のプラスとなっ  
ているが、こうした平時のル  
ールがゼロ金利解除を示して  
も、しばらくはゼロ金利を続  
けるという選択はなされな  
かったことなどがわかる。

足元はテラー・ルール金  
利がようやくゼロ近辺に浮上  
してきたところである。15年  
間の深刻な経済停滞のなかで  
本格的なフォワードガイダン  
スを試す余地はほとんどなか  
ったし、ごくわずかのチャン  
スも生かされずに終わったと  
いうところであろう。ただ同  
ルールなどの考え方が十分根  
づいていなかったとすると、  
投資家の期待を安定化させる  
効果はあったと言えようか。

米国では08年以降テラー  
・ルール金利がマイナス圏に  
沈んだままであり、ルールを  
上回る緩和策が実行されたか  
どうかは確認できない。しか  
し昨年11月、FRBはスタッ  
クによる内部モデルを用いた  
ゼロ金利継続の約束に関する  
シミュレーション結果を公表  
し、12年12月から直近まで実  
際に使った、失業率とインフ

レ予想を閾値（いきち）とす  
る解除条件を検討している。  
それによれば、この方式が  
テラー・ルールよりも雇用  
やインフレ率を長期的な意味  
で安定させること、また、当  
時の情報を前提とすると、こ  
の方式の適用は15年半ば過ぎ  
までのゼロ金利の継続を意味  
するのに対し、テラー・ル  
ールでは14年前半の解除とな  
ることなどが示されている。  
以上は、12年末から最近まで  
本格的なフォワードガイダン  
ス政策を実行しようという意  
図が、FRB内部に存在した  
可能性を示唆する。  
しかし前述のように、今年  
に入りこうした姿勢には揺ら  
ぎが生じているようにもみえ  
る。1つには失業率が内部モ  
デルの予想以上に急速に低下  
し、解除条件の再設定を迫ら  
れたと想像される。長引く異  
例の金融緩和の下で蓄積され  
ているかもしれない金融的不  
均衡への懸念も、最近の議事  
要旨に指摘されている。

図にあるように03年から05  
年にかけての政策金利は、お  
そらくフォワードガイダンス  
の影響もあり、結果的にデー  
ラー・ルールを大きく下回っ  
て推移している。これが過大  
なリスクテイクを促し、その  
後の金融危機の大きな原因と  
なったという反省がFRBに  
は当然であろう。これらは将来  
の経済の姿について不完全な  
情報しか持ちえないなかでの  
フォワードガイダンスの政策  
運営の難しさを示している。

以上に加え、仮にFRBが  
今後強力なフォワードガイ  
ダンス政策を貫徹しようとし  
たとしても、それが必然的に意  
味する「不必要な金融緩和」  
を市場、特に債券市場が許容  
してくれらるかどうかがという大  
問題が存在する。もちろん  
これは約束破りを促す要素で  
ある。フォワードガイダンス  
の政策手段としての完成度は  
道半ばと言えようか。

つうだ・かずお 51年生ま  
れ、MIT博士。元日銀政策  
委員会審議委員