

# 中銀コミュニケーション政策 による金融市場への影響

2025年3月24日

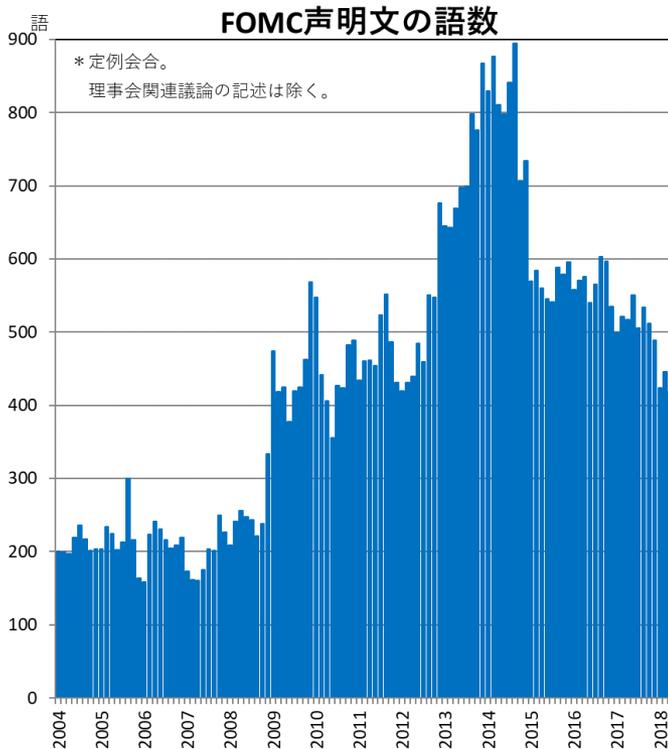
東短リサーチ株式会社  
加藤出

## <1> 中銀コミュニケーション政策の変遷

- ① かつて日本では「**解散と公定歩合については嘘をついても構わない**」と言われていた。
- ② 米国FRBでは、ボルカー議長の頃まで、市場に対するコミュニケーション政策はさほど重視されなかった。特に“量的引締め政策”時は、政策変更決定はすぐには公表されなかった(FOMC終了後のNY連銀のオペを見て、FEDウォッチャーが政策変更を判断)。
- ③ しかし、変動相場移行後の金融規制緩和、金融市場の世界的拡大にともなって、中銀はコミュニケーション政策を重視するようになっていく(経済学界における合理的期待形成の隆盛の影響も)。
- ④ グリーンスパンFRB議長は、就任の1987年からしばらくの間は、「もし私がとても明快に見えたら、あなたは私が言っていることを誤解している」と述べていた。
- ⑤ しかし、彼は徐々に「秘密の神殿」と言われていたFRBの扉を開け、金融政策判断の透明性向上を推し進めるようになる(声明文にリスク・バランスを掲載したり、“to be patient”, “measured pace”, “considerable period”といった用語でメッセージを発信)。
- ⑥ ただし、グリーンスパンは、過度な透明性は金融政策運営のかえって障害になり得ると警戒(市場が中央銀行の「鏡」になる恐れなど)。
- ⑦ バーナンキ時代になると、ドット・チャートを含む四半期経済見通し等を公表しながら、市場との対話が行われるようになる。

## ゼロ金利制約に直面した中銀は コミュニケーション政策を一層重要視

- ① 日銀は1999年2月にコール金利をゼロ%近辺まで引き下げると、同年4月に、同政策の当面の継続を市場に示唆するフォワードガイダンス政策を導入。
- ② 2008年のグローバル金融危機以降は、FRBをはじめとする海外中銀もゼロ金利制約に直面、QE(量的緩和)を実施しつつ、フォワードガイダンス政策も採用するようになる。
- ③ 非伝統的政策を拡張、その後出口政策へ転換の過程で、中銀は饒舌になる？(グラフ)。

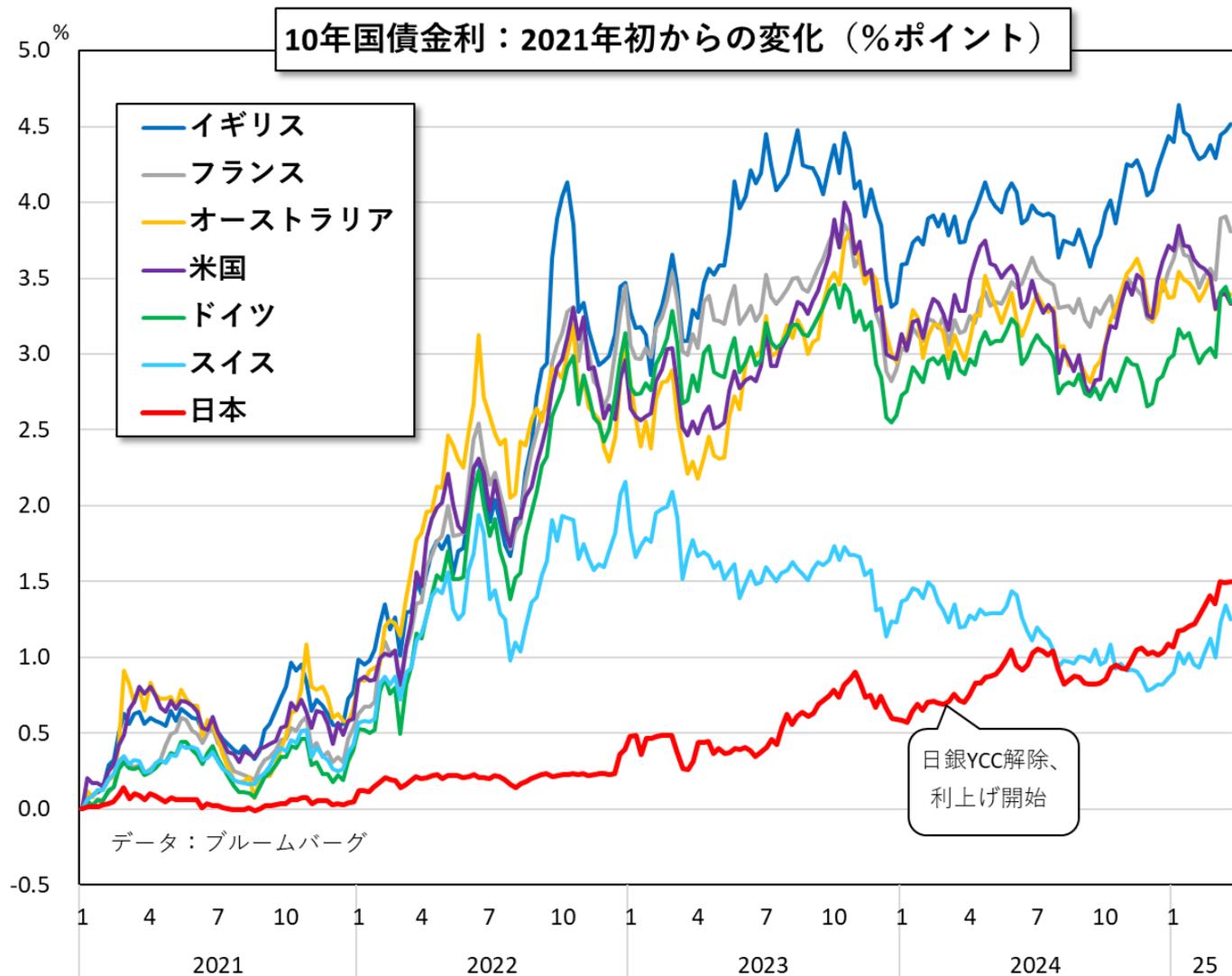


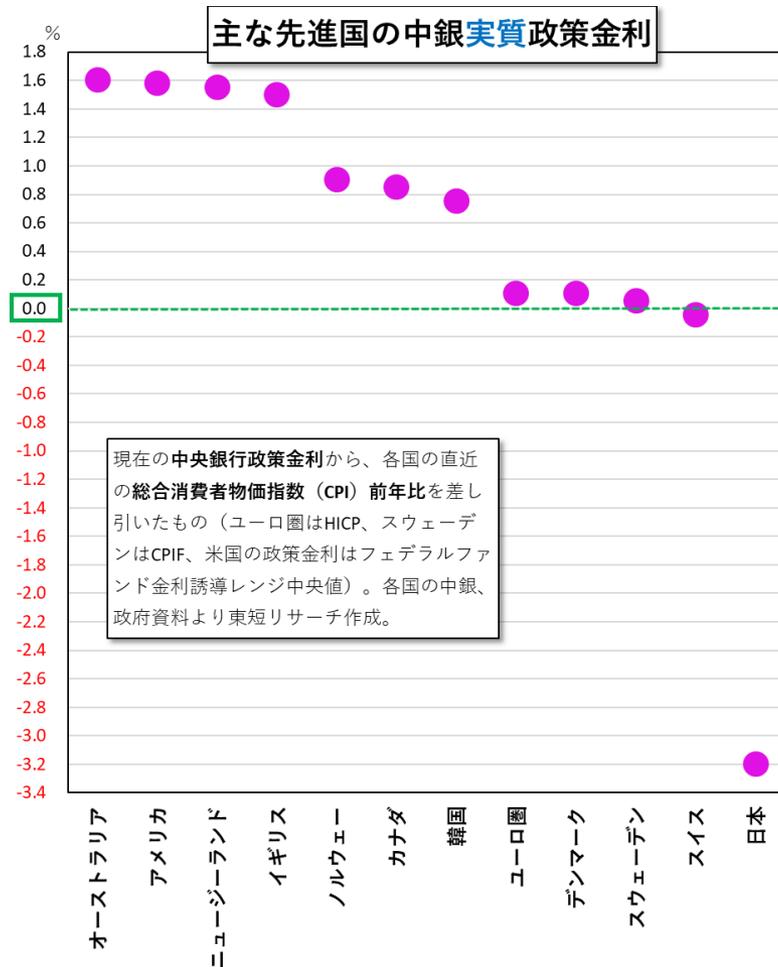
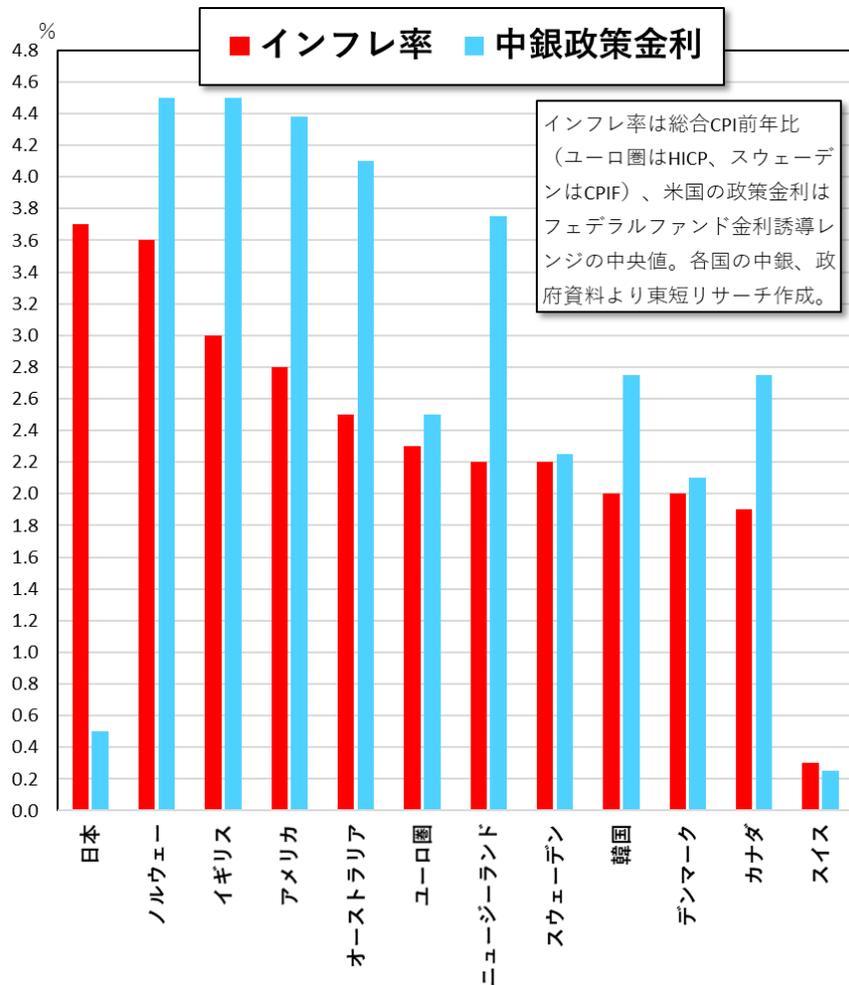
## 危機時の中銀声明はより大胆に

- ① 1987年10月のブラックマンデー直後、FRBは、「米国の中央銀行としての責任の一環として、流動性の供給源としての役割を果たし、経済・金融システムを支える用意があることを本日、確認した」と発表。
- ② このシンプルな声明を作るにあたって、FRB内では法務部が先行きの訴訟等を心配し、徹夜で大論争が行われた(リスクを恐れるあまり、声明を出さない方が良いとの意見もあった)。
- ③ しかし、ドラギECB総裁の「できることは何でもする」発言(2012年)以降、世界中の中銀幹部は危機時に同様の発言を頻繁に発するようになった。
- ④ だが、「中銀が守ってくれる」という過度な安心感(中銀プット)が市場に蔓延するという弊害も。 3

## <2> 大規模な非伝統的金融政策からの出口時のコミュニケーション

YCC解除後も長期金利暴騰を回避できている日銀(ただし、そのツケは為替に・・・)





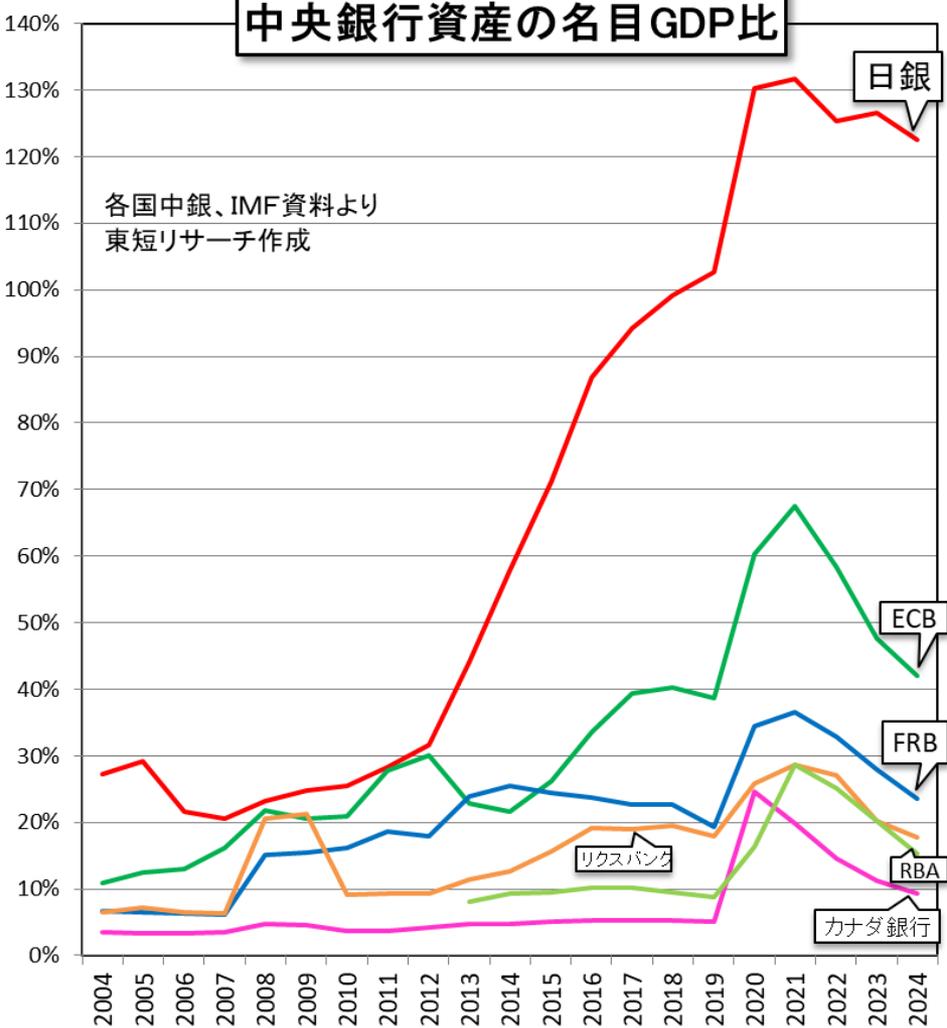
今や先進国でインフレが最も高いのは日本だが、

日銀の利上げペースが遅い理由を植田総裁はこう説明(25年3月19日)

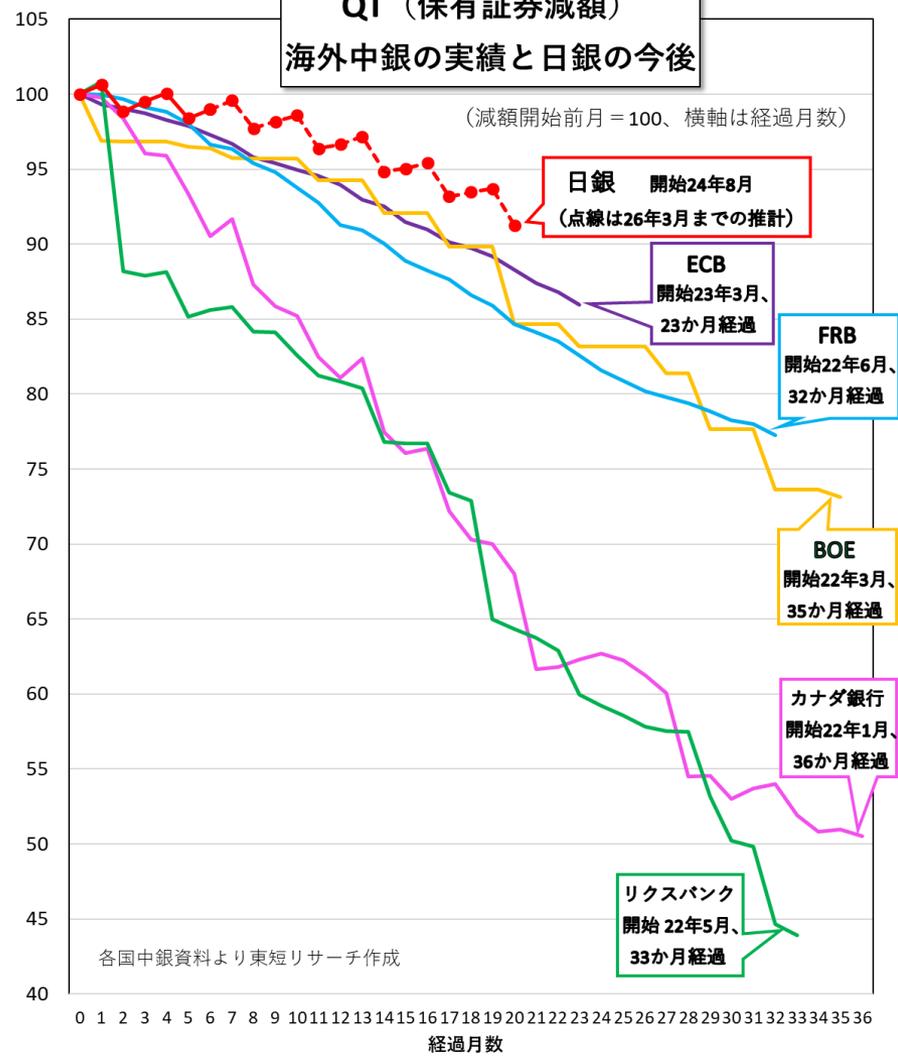
- ・基調的な物価上昇率は、1%以上、2%は下回る、という中に入っている(2%を超えていない)。
- ・サービス価格の上昇はそれほど強いものではない。
- ・ビハインド・ザ・カーブになるリスクはそれほど高くない。

# QT(量的引締め)も日銀は最も慎重なスタンス

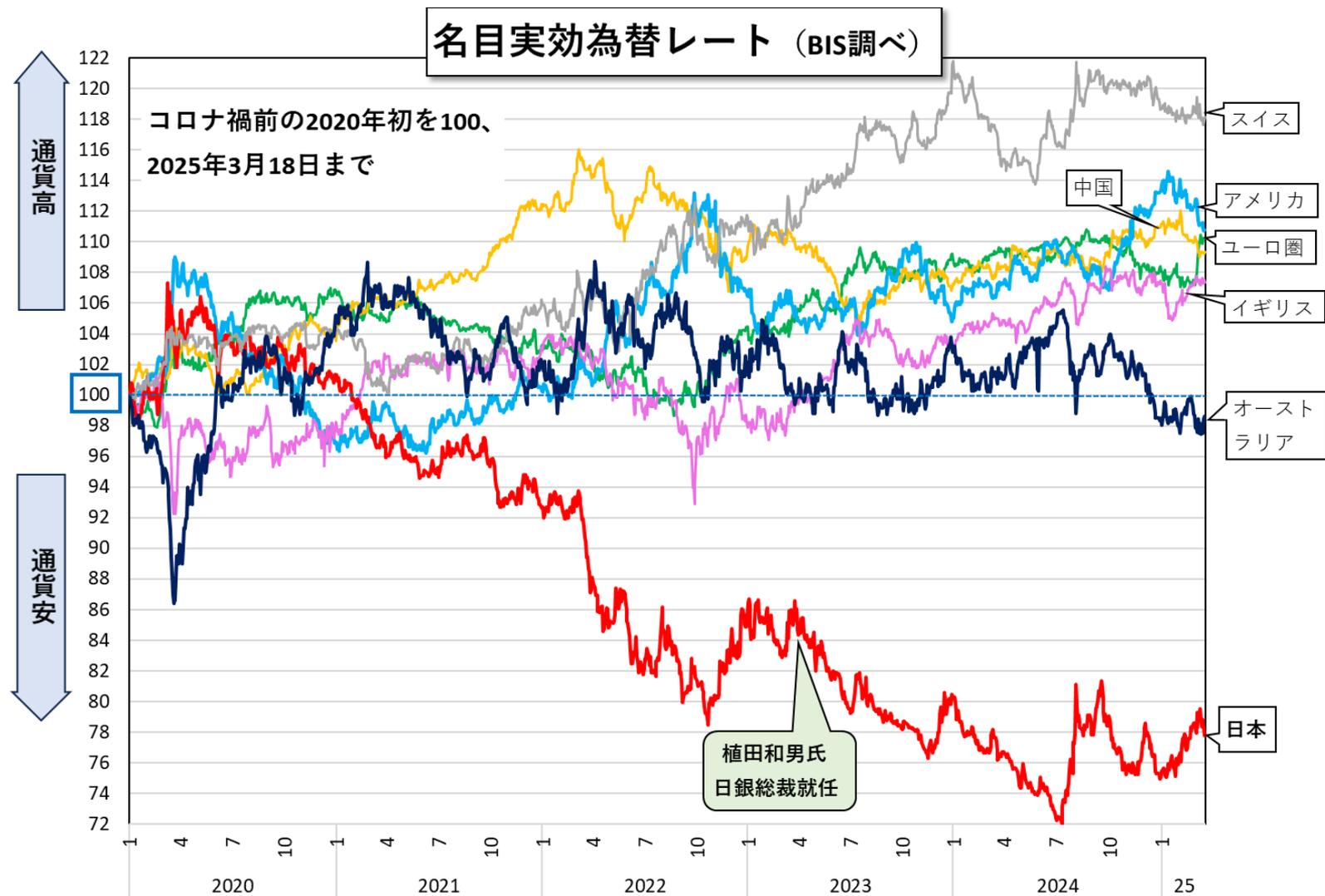
中央銀行資産の名目GDP比



QT (保有証券減額)  
海外中銀の実績と日銀の今後



長期金利の安定を優先する金利操作、オペ、コミュニケーションを日銀が実施してきた結果、市場の価格調整機能が為替市場に現れている

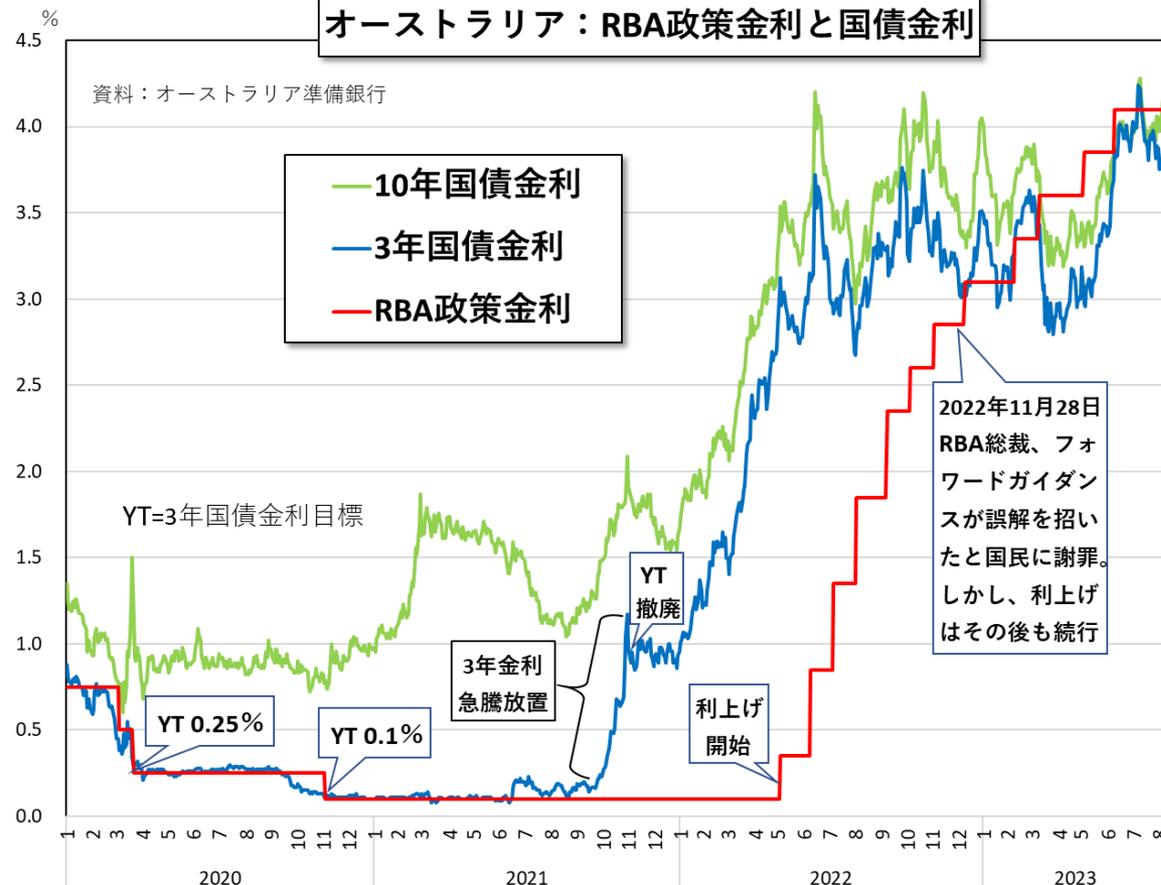




## コロナ危機対応からの出口時に混乱を招いたRBA

オーストラリア：RBA政策金利と国債金利

資料：オーストラリア準備銀行



- 3年金利YCC政策を、21年秋に事実上放棄。
- 21年秋まで、フォワードガイダンスで、利上げは24年以降と示唆。しかし22年5月に利上げ開始。

2022年11月28日の豪議会で、  
ロウRBA総裁は激しい批判を浴びる  
マッキム上院議員

- 「あなたは、オーストラリア人に、2024年まで金利は上がらないことを前提に住宅ローンを組ませたことを認めるか？」
- 「あなたは、そういった人々に謝罪しようとは思わないのか？」

全面謝罪に追い込まれたロウ総裁

- 「もし国民が我々が言ったことを聞き、それに基づいて行動し、そして現在それを後悔しているのなら、**確かに申し訳なく思う(I'm sorry)**」
- 「嘆かわしいことだ。それが起きたことを**申し訳なく思う**」
- 「今、望んでいなかった状況にある人々に**申し訳なく思う**。当時は正しいことをやっていると思ったのだが」

\* 結果的に金利は経済情勢に沿って動いたため、豪ドルは安定して推移。

## <4>市場のターミナル・レートへのイメージに影響を与える中銀の中立金利議論

### 中立金利に関する日銀幹部の発言

#### 内田副総裁(2025年3月5日)

- (現実の物価と基調的な物価がともに2%程度になった場合)「その時点の政策金利は、景気や物価に中立的な金利水準に近付いていると考えられ、その水準は理論的には「2%+自然利子率」とされている」
- 「自然利子率は、概念としては、金融緩和と引き締めを分ける重要な基準だが、推計方法によって、最小で-1%程度、最大で+0.5%程度と様々な結果がでており、それぞれの推計値にさらに推計誤差があるので、幅が広すぎて、実際の政策運営には使えない」
- 「実務上は、実際に金利を上げていく過程で、経済や物価の反応を点検しながら確認していくものであり、現時点では我々も確かなことはわからない。想定される程度のペースの利上げであれば、経済の反応を確認しながら進めていけるだろうとは思っている」

#### 植田総裁(2025年3月19日)

- 「中立金利だが、依然として一応いろいろな推計をしているが、なかなか絞りきれていない」
- 「私どもの進め方としては、金利を何回か上げてきていて、それによって経済・物価にどういう動きが出るかを確かめつつ、その反応をみながら、中立金利のあるべき場所もできれば絞りつつ、その後の適切な政策につなげていければな、と考えている」

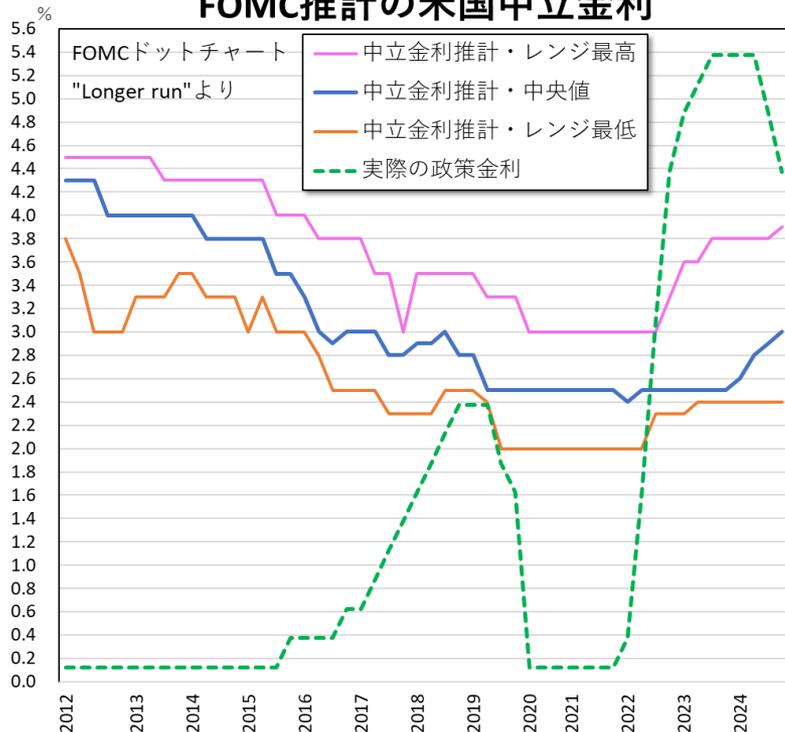
# 海外中銀幹部の中立金利に関する発言

## パウエルFRB議長

2018年6月13日(利上げ局面)

- 「政策が中立である位置をどうやって知ればよいのか?」「**中立的な水準に近づいていることは分かっているが、正確なところは分からない**」
- 「それゆえ我々は、インフレや金融、労働市場の今後のデータを注意深く見ていくことになる」

FOMC推計の米国中立金利



2024年6月12日(利下げ開始前)

- 「長期的な中立金利とは、長期的な概念だ。それは真に理論的な概念であり、直接的に観察することができない」「**今観察できるものではない**」
- 「r-star(自然利子率)の概念は経済学では非常に重要だ。しかし、正直に言えば、近い時期の政策が適切かどうかを考える上では**役に立たない**」

2024年9月18日(利下げ開始時)

(政策金利が中立へ向かい始めたと説明した後に、中立金利の水準は正確には分からないため)

- 「追加的なフェデラルファンド金利誘導レンジの変更を考慮する上では、FOMCは注意深く今後のデータや、見通しの変化、リスクバランスを評価していく」

2025年1月29日(利下げ休止時)

- 「中立金利を正確に知ることはできない」
- 「今の政策金利は中立よりも十分高いが、それが**正確にどの程度高いかを知ることができる、という幻想を私は持たない**」

## ECB

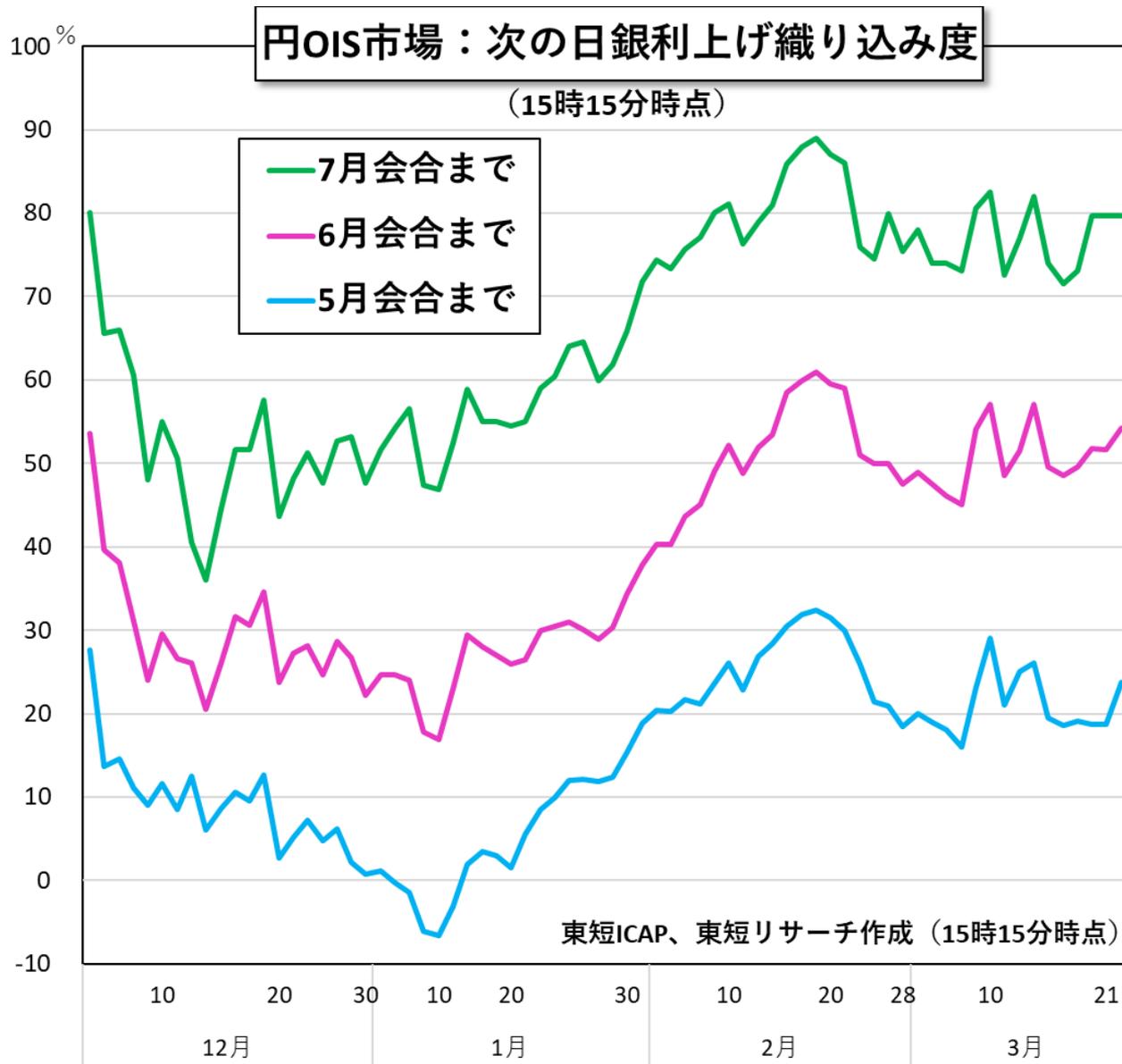
- 2025年1月公表の「Monthly Bulletin」に、ユーロ圏の中立金利の推計は1.75～3%、最近のデータに限って推計するならば1.75～2.25%と記載。
- しかし、**ナーゲル・ブンデスバンク総裁**は、その正確な推計は難しいため、「中立金利を目標にすべきではない」と表明(2025年2月12日)。
- なお、ブンデスバンクが推計する中立金利は1.8～2.5%。
- **ホルツマン・オーストリア中銀総裁**は、政策金利は「すでに中立もしくはやや拡張的な領域に踏み込んでいる」(2025年2月17日)。彼は中立金利を2.75～3%程度で見ている模様。

## リクスバンク Anna Seim副総裁、2024年11月26日

- 「(スウェーデンの)長期的な中立金利は、おそらく、1.5%から3%の間。2017年の我々の推計よりも、1%低下している」
- 「中立金利は金融政策において重要な概念だ。しかし、中立金利を正確に推計することは困難であるため、実際の利用には制約が生じる」

## スイス国立銀行 Thomas Jordan総裁、2024年5月30日

- 「 $r^*$  は観察することができず、データから推測されなければならない。この推計は顕著な不確実性にさらされており、金融政策の実施過程でそれを使うことを複雑化する」
- 「しかしながら、実際の金融政策を考慮する際に、 $r^*$  の推計を無視したら、それは誤ちとなる」
- 「 $r^*$ の推計は不確実性に含まれていることを所与としつつも、 $r^*$ の推計をしっかりとしたものにしていくことが我々のエコノミストにとっての課題となる」



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

## 東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料をいただきます。また、非上場債券(国債、CP等)等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

\* 手数料の額は、その時々々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等:東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第524号 加入協会:日本証券業協会