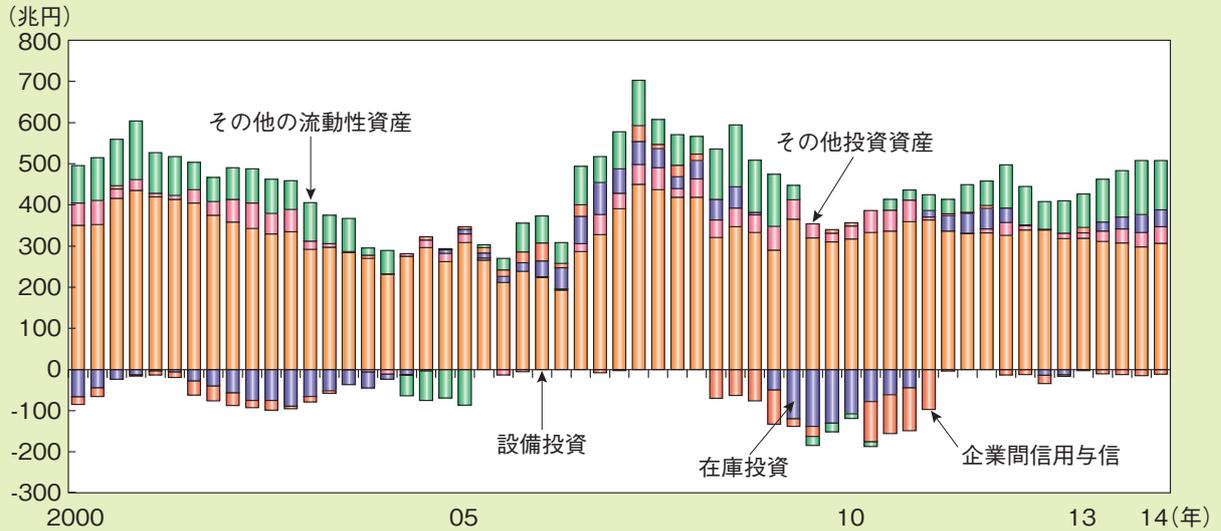


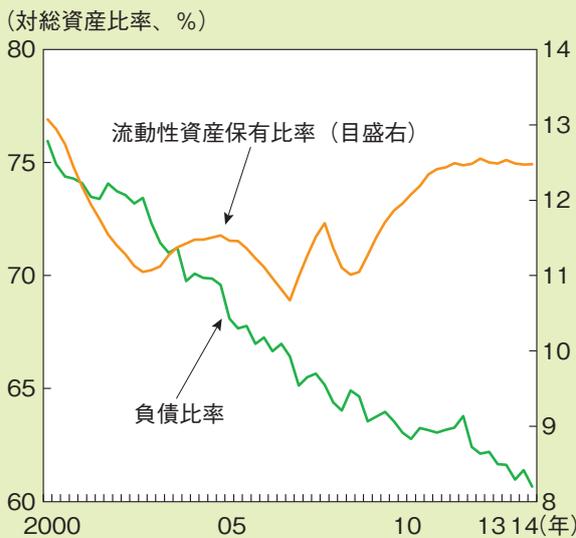
第1-2-6図 企業の資金調達・運用の動向

企業活動の活発化が外部資金需要の増加に寄与、現金保有には変化の兆し

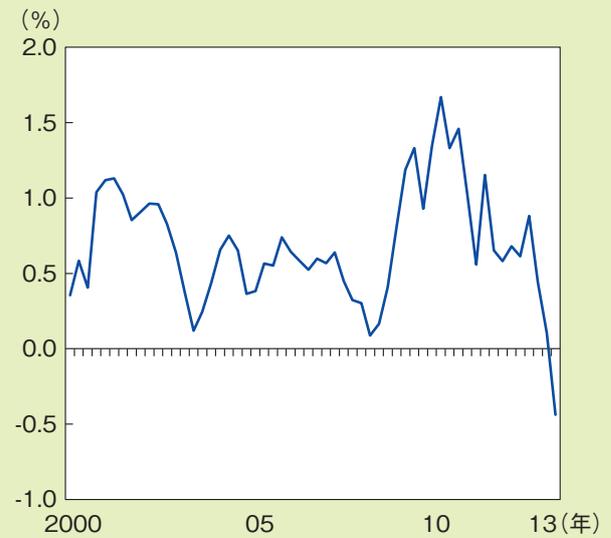
(1) 企業の資金需要



(2) 流動性資産保有比率・負債比率



(3) 預金の実質収益率



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計」、全国銀行協会資料、総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. (2)の流動性資産には、現預金のほか有価証券を含む。
 3. (3)の預金の実質収益率は、預金利回りからCPI(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)を控除して算出。

2 アメリカにおける金融政策の転換をめぐる議論とその含意

アメリカでは、2014年1月から債券購入プログラムの縮小が開始され、非伝統的金融政策(量的緩和政策)が「正常化」に向かう動きがみられる。こうした中で、量的緩和政策の「出口」をめぐって、幾つかの論点が見出されている。2013年4月に大胆な金融政策を導入した我が

国においては、「出口」についての具体的な検討は時期尚早であるが、将来的にはこうした海外での議論も参考になろう。以下では、アメリカの金融政策の転換に関して、金融市場の動きを中心にアメリカでの経験を整理するとともに、我が国に対する含意を考察する。

●アメリカなどではフォワード・ガイダンスの運用の難しさが浮き彫りに

ゼロ金利制約に直面している中央銀行では、イールドカーブの押下げやリスクプレミアムの圧縮によって、より緩和的な金融環境を生み出そうとしている。その中で、短期ゾーン及びより長めのゾーンの金利を低位かつ安定的に保つために、どのように市場の予想に働きかけるかという政策課題への対応として、「フォワード・ガイダンス」の活用が進んでいる（第1-2-7表）。

フォワード・ガイダンスは、将来の政策変更に関する情報を予め提供することで、市場参加者の将来の短期金利の予想形成などに働きかけるものである⁵¹。アメリカでは、通常の政策反応関数が示唆するよりも、より長期にわたって低めの政策金利を維持するとコミットすることによって、長めの金利を引き下げることが企図された⁵²。また、緩和の効果を高めるため、コミットメントの示し方も変更されてきた。すなわち、フォワード・ガイダンスには、どのような場合に政策を変更するかという基準の設定の仕方として複数の方法がある⁵³が、FRBでは、2012年12月に、物価上昇率のほかに、失業率という需給ギャップに関するマクロ変数を閾値とする（経済状況ベース）ガイダンスを採用した⁵⁴。しかしながら、労働参加率の低下といった経済構造の変化が生じる中で、予想以上に失業率の改善が進んだため、2014年3月には失業率の閾値としての採用を取りやめた。分かりやすさと信頼性の点で、どのようなフォワード・ガイダンスを採用することが、結果的に緩和的な金融環境の維持に寄与するのか、試行錯誤が続いているといえる。

●アメリカでは量的緩和政策の「出口」が意識される局面で内外の市場は大きく変動

アメリカでは、フォワード・ガイダンスによって、短期及び長めの金利を抑制しようとしてきたが、アメリカの金融政策の転換は内外の金融資本市場にどのような影響を与えたのだろうか。まず、アメリカの金利の動きを確認しよう。2013年5月に、FRBのバーナンキ議長（当時）が初めて資産買入れ規模の縮小の可能性について言及したことから、量的緩和政策の「出

注 (51) 日本で2001年3月～2006年3月に実施された量的緩和政策において「時間軸効果」と呼ばれたものも、今日ではフォワード・ガイダンスとして整理される。

(52) Yellen (2013) は、FRBのフォワード・ガイダンスを“lower for longer”のコミットメントであると述べている。

(53) 白井 (2013) によると、金融緩和の継続に関する「基準」として、①抽象的な表現を用いるもの（オープンエンド）、②具体的な時期を明示するもの（カレンダーベース）、③経済状況に関する基準又は閾値を設けるもの（経済状況ベース）がある。

(54) カレンダーベースのフォワード・ガイダンスの場合には、政策変更時期を変更した場合に、それが経済見通しの変化と、金融緩和スタンスの変更のどちらを意味するのかが明確ではない上、時間非整合性（ある時点で最適と考えた政策が後に最適ではなくなる）の問題も大きいと指摘されている（Filardo and Hofmann (2014)）。経済状況ベースの場合には、これらの問題が軽減されるため、不確実性の低下によって、将来の短期金利の予想を押し下げる効果が強まることが期待された。

第1-2-7表 主要中央銀行におけるフォワード・ガイダンスとその変化

アメリカなどでは、フォワード・ガイダンスの運用の難しさが浮き彫りに

日本銀行	
2013年4月	①2%の物価安定の目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。 ②量的・質的金融緩和は、2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。
FRB	
2012年9月	少なくとも2015年半ばまで、FF金利を現在の異例の低水準とすることが正当化されると見込んでいる。
12月	①失業率が6.5%以上であり、②1～2年先の物価上昇率が2.5%を上回る見込みになく、③長期の予想物価上昇率が安定している（アンカーされている）限りは、FF金利を現在の異例の低水準とすることが適切である。
2013年12月	①失業率が6.5%以上であり、②1～2年先の物価上昇率が2.5%を上回る見込みになく、③長期の予想物価上昇率が安定している（アンカーされている）限りは、FF金利を現在の異例の低水準とすることが適切である。 例えば、物価上昇率が2%を下回って推移すると見込まれる場合には、失業率が6.5%を下回っても十分に長い間、現在の低水準を維持することが適切である。
2014年3月	例えば、物価上昇率が2%を下回って推移すると見込まれ、長期の予想物価上昇率が安定している場合には、資産買入れが終了した後も相当の間、FF金利を現在の異例の低水準とすることが適切である。
BOE	
2013年8月	少なくとも失業率が7%の閾値を下回らない限り、現在の政策金利の水準を維持する。
2014年2月	失業率が7%に達した後のフォワード・ガイダンスの枠組みを変更。 失業率は低下したが、政策金利の引上げ前に吸収すべき余剰生産能力はまだ残る。生産能力が通常水準に戻り、物価上昇率が2%に近くなったとしても、政策金利は金融危機前の水準を下回る。
ECB	
2013年7月	中期的物価上昇率の見通しが抑制され、実体経済の弱さがあるとの見通しに基づき、主要政策金利を、長い間、現在またはより低い水準に維持する。
2014年1月	昨年7月より用いたフォワード・ガイダンスを強く確認する。金融政策について、必要である限り、緩和的スタンスを維持することを強く強調する。
6月	主要政策金利を、長い間、現在の水準に維持する。

- (備考) 1. 各国中央銀行公表資料により作成。
2. なお、日本銀行は、表中に記載の事柄を明示的にフォワード・ガイダンスとは呼んでいないものの、ここではそれに相当するものとして扱っている。

口」が意識された。当時のアメリカの短期金利の動きをしてみると、翌日物金利（政策金利）についての市場の見通しを示すOISレートでは、ボラティリティはやや増大したが、水準には大きな変化はなかった（第1-2-8図（1））。一方で、長期金利は大きく水準を切り上げており、政策金利の見通し以外の要因が、大きく変化したと考えられる。長期金利は、中長期の予想物価上昇率など様々な要因で変動するが、量的緩和政策によって相応の規模で押し下げられていた長期金利のリスクプレミアムが、バーナンキ議長の発言を機に上昇した可能性がある⁵⁵。

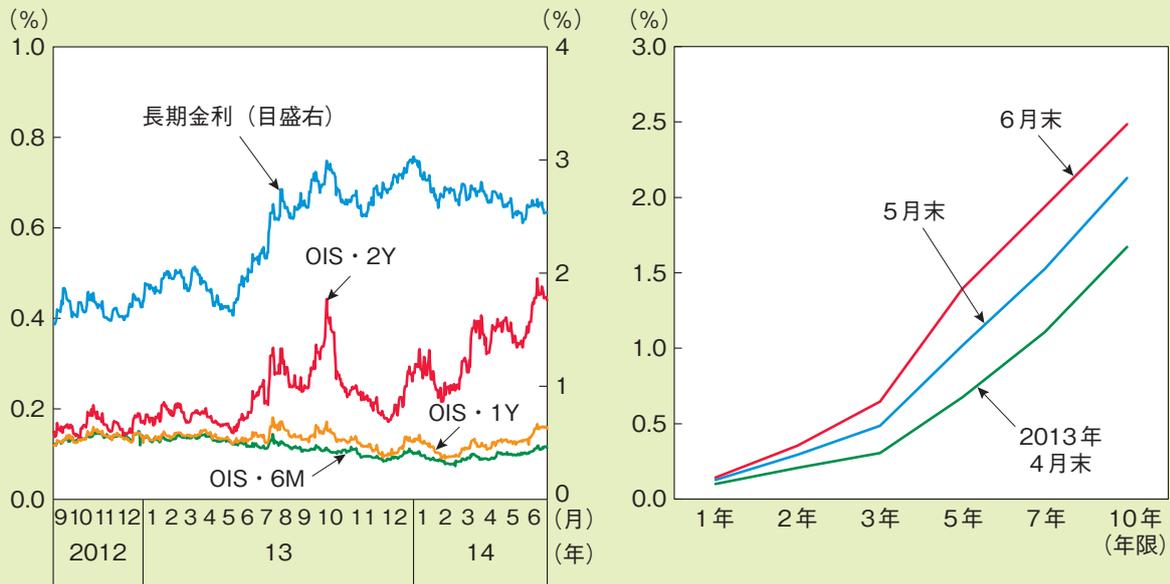
また、こうした市場の反応を踏まえて、前述のフォワード・ガイダンスの効果を考えてみる

注 (55) アメリカの量的緩和政策による米国長期金利の押下げ幅（QE1（2008年11月～）以降の累積）は、FRB（2012）によると60bps、IMF（2013）によると90～200bpsとされている。

第1-2-8図 アメリカの量的緩和政策の「出口」をめぐる内外金融市場の動向

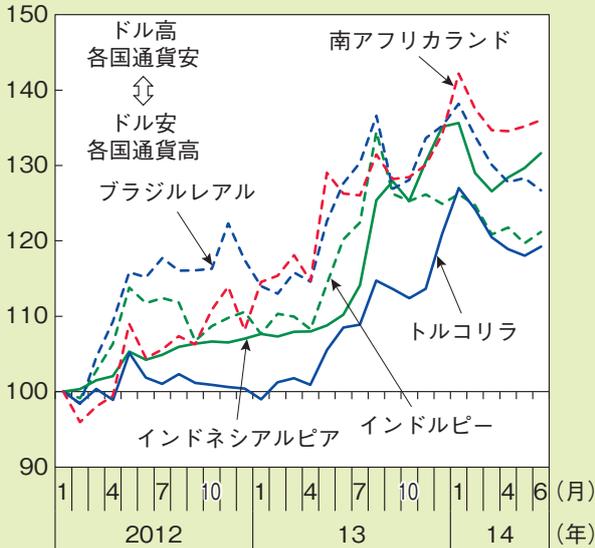
アメリカでは量的緩和政策の「出口」が意識される局面で内外の市場は大きく変動

(1) アメリカにおける政策金利の変更見込みと長期金利



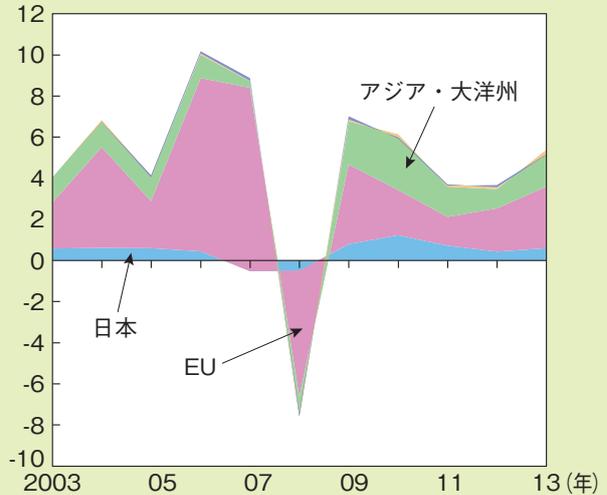
(2) 新興国の為替レートの動向

(対ドルレート、2012年1月=100)



(3) アメリカからの資金フロー

(兆ドル)



(備考) 1. Bloomberg、アメリカ国務省「Balance of Payment」により作成。
2. (3) は、投資収支のうち、アメリカからのアウトフローの額。

と、金利の期間によって、その効果には違いがあるとみられる。すなわち、短期金利の抑制には一定の効果があるとみられる一方で、長期金利に対する効果には不確実性がある⁵⁶。

注 (56) Firaldo and Hofmann (2014) は、フォワード・ガイダンスは短期金利のボラティリティを減少させる効果がみられるが、長期金利に対する効果は小さいと指摘している。