

PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月24日)

ガイダンスから為替をガイドする

要約

BoEが8月に金融政策に関するフォワードガイダンスを発表し、日米欧G4諸国中銀のガイダンスが出揃った。発表後の市場の反応は様々だったが、改めて4中銀のガイダンスの中身を比較検討し、G4通貨へのインプリケーションを探る。為替市場にとり最も重要なガイダンスの要素はやはり金融緩和解除条件を達成するまでの期間、すなわち現行の金融緩和が継続する期間で、その観点からは日銀が一番強い一方、BoEが最も不安定であり、ポンド高円安的といえる。今後日英のガイダンスがボディブローのように効いてくる場合、ポンド/円は180円台へ上昇する可能性も出てくる。このシナリオ実現に重要となるのは日英のインフレ統計だ。

G4中銀が相次いで金融政策フォワードガイダンスを導入

中央銀行が最も明示的なかたちでフォワードガイダンスを使い始めたのは日本が最初で、2001年3月に「CPI前年比が安定的にゼロ以上となるまで量的緩和を続ける」としたものだ。その後Fedも、具体的な数値基準は用いなかったものの、2003年や2009年に金融緩和継続が長期間続くスタンスを示すなど弱いかたちのガイダンスを使ったが、今回改めて、Fedが昨年末に失業率6.5%とインフレ率+2.5%という数値基準を使い将来的な金融緩和継続の期間につきフォワードガイダンスを用いたことから、ユーロ圏および英国で追随する動きが出てきた（G4中銀のフォワードガイダンスの詳細な内容については3頁目の表を参照）。

ガイダンス導入の背景

フォワードガイダンスには、金融政策変更を巡る不確実性を低下させる目的があるが、特に米国では、足許の景気持ち直し傾向の中で、非伝統的政策である量的緩和政策の縮小を始め、縮小が終わったとしても、その後すぐに利上げが始まる訳ではなく、昔ながらの金利政策面では現在の低金利政策がその後も一定期間続くことを明確にする必要が生じたため、ガイダンスが導入されたとみることができる。

但し各国で導入の背景は若干異なり、ECBでは過去にユーロ圏債務危機の中で銀行システムに大量供給した資金が、危機一服により返済されてきており、短期金利に上昇圧力がかかり始めたため、これを抑制する必要がある。このためECBのフォワードガイダンスでは、長期に亘り「現状かより低い水準に」政策金利が維持されるとし、利下げバイアスを含むかたちのものとなっている。

他方、BoEでは、英国景気自体の回復傾向だけでなく、米国に連動した英金利の上昇が景気に水を差しかねない状況となっている。とはいえ、英国ではインフレ率がBoEのインフレ目標(+2%±1%)の上限近くで推移していることから、金利上昇を抑制するためには別の経済指標を持ち出す必要があった。このため、失業率7%という数値条件が用いられたとみられる。

この間、日銀も2年後にインフレ率+2%を達成するという、フォワードガイダンスの一種を発表したが、これはどちらかというと高いインフレ目標を比較的短い期間で達成させようという、昨年後半以降のアベノミクスという名のリフレ政策の一環という面が強い。

ガイダンスのコントラスト

さて、為替相場にとっては日米欧のガイダンスの「強さ」の違いが重要となってくる。「強さ」とは端的に言えばどれだけ長期間、金融緩和を続ける姿勢が示されているかが最も重要で、より具体的には解除条件として挙げられた経済指標の数値が達成される時期の相違が重要となる（文末の表「予想される持続期間」を参照）。

(1) BoE

この中で、最も金融緩和継続のためのガイダンスとしての力が弱かったのは最後発のBoEだ。確かにBoE

は、失業率が7%を上回っている限りは低金利と資産購入の両方を継続するというガイダンスを発表し（現在7.7%）、7%の達成時期だけをとれば2016年初と、G4の中でも長期の部類だが、ガイダンスで示される金融緩和継続が停止される条件も3つ挙げており、その一つが1年半～2年後のインフレ見通しが+2.5%を上回らない、というものだった点がネックとなっている。即ち、現時点で既に英国ではインフレ率が前年比+2.7%で、ガイダンスで参照されている1年半～2年後である2015年半ばにはインフレ率が+2.5%を下回っている可能性が高いとはいえ（BoEインフレ報告による）、足許のインフレ率の高さがいつBoEのタカ派化に繋がるかもしれないという市場の懸念を払拭できずにいる。また総裁が交代したばかりで、新総裁下での金融政策遂行に対する信任が十分に高まっていなかったことも、ガイダンス発表後にアナウンスメント効果が全くみられず英中長期金利およびポンドが上昇した背景にある。

(2) Fed

米国では、少なくとも失業率が6.5%を上回る場合にはFF金利を現行の低水準に維持するとされており、現在7.3%の失業率がFedの経済予測および市場予想で6.5%に達するのは2015年半ばとなっている。もっとも、Fedの数値基準を基にしたガイダンスは金利政策（FF金利）についてのみ適用されており、量的緩和の縮小についてはBernanke議長が6月に述べた、資産購入縮小は今年後半に開始し、来年半ばに終了するという別のコミュニケーションにより「ガイド」されており、9月は縮小が見送られたものの年内に開始される可能性は高い。即ち、少なくとも足許については、米国の金融政策はFF金利に関するガイダンスではなく、量的緩和縮小のタイミングとスピードでコントロールされており、ガイダンスを用いて金融緩和継続を強調しようとする他國中銀よりはタカ派的といえる。

(3) ECB

ECBのガイダンスでは、中期的なインフレ見通しが抑制されている状況では政策金利が現状あるいはより低い水準で長期に亘り維持される、とされている。具体的な数値基準はないため、ECBが最も重視している「中期的な物価安定の定義」（below but close to +2%、インフレ率が+2%未満だが大きくは下回らない）との距離で考えると、ECBが四半期に一回行っている市場予想調査（SPF, [Survey of Professional Forecasters](#)）ではユーロ圏消費者物価（HICP、現在+1.3%）が+1.7%程度と「中期的な物価安定の定義」内に入ってくるのは2015年6月となっている。Fedの失業率6.5%到達時期予想とほぼ同時期に、ガイダンスで約束された低金利政策の解除が視野に入る時期が到来することになるが、ユーロ圏では現状、循環的景気回復はみられるものの前年比マイナス成長が継続、債務危機への対応としての財政緊縮が失業率を押し上げ続け、対ギリシャ追加支援の必要性も燃えるなど、緩和継続の必要性とガイダンスの効力は高いといえよう。

(4) 日銀

G4中銀の中で相対的に最も「強い」ガイダンスとなっているのは日銀だ。日本では失業率はあまり問題となっておらず、長期に亘るデフレが問題であったためインフレ率が数値基準として採用されているが、他国のようにインフレ率+2%という数値基準のみを設定し、その実現までの期間は市場予想に依存する、というかたちではなく、市場予想はともかく2年という期間まで設けている点が、まず形式面で「強い」ものとなっている。更に、黒田総裁は2年で達成も可能としているものの、大方の市場参加者は2年で+2%のインフレ率達成は難しいとみており、日本における市場コンセンサス調査の代表の一つである[ESPフォーキャスト調査](#)では消費増税からくる押し上げ効果を除いたベースでの2015年度のCPI前年比伸び率予想は+1.03%と、+2%には程遠い予想となっている。景気が消費増税や海外要因により腰折れせずそのまま成長を続けたとしても、+2%に達するのは2016年入り後となる可能性が高いだろう。このため、ECBをはじめその他中銀のガイダンス持続期間と比較しても長いほか、2年で2%達成が困難と分かる来年中のいずれかのタイミングで追加緩和の必要性が議論されてくるはずだ。こうしたガイダンスは、現時点で他国よりハト派であり、円安圧力となるだろう。

ポンド/円は来年にかけて180円台が視野に、今後の焦点は日英インフレ率

このため、G4中銀のフォワードガイダンス効果の強さのコントラストからみると、ポンドに最も上昇圧力がかかり、円に最も下落圧力がかかり易いといえ、ポンド/円の上昇圧力が示唆される。足許159円程度で推移しているポンド/円は、今後日英のフォワードガイダンスの相違がボディーブローのように効いてくると、2009年8月の戻り高値である163.08円を上抜けると、来年にかけて2007年7月高値（251.14円）から2011年9月安値（116.84円）への長期的下落の半値戻しの水準である184円に向けた上昇が視野に入ってくるだろう。こうした現時点でのガイダンスがもつインプリケーションが持続するには、日英両方のインフレ指標が鍵となる。本邦分については、これまでの円安および今後の消費増税（来年4月の8%への増税如何については安倍首相が10月1日に発表する見通し）を受けた（便乗）値上げが予想以上に起こり、現在の予想よりも早期に市場のCPI予想が+2%に近づかないかが円高リスクとなる。他方、英国については、現時点で市場では今年10-12月期にCPIが+2.4%と+2.5%を下回る予想となっているが、足許の住宅市場の回復を受けた住宅価格の上昇が一般物価に波及し、なかなか+2.5%を下回らないような場合がポンド高リスクとなる。

G4中銀の金融政策フォワードガイダンスの比較

	Fed	日銀	ECB	BoE
導入時期	2012年12月	2013年4月	2013年7月	2013年8月
対象	FF金利	・マネタリーベース目標 ・資産購入	1週間リファイナンス金利 (政策金利)	政策金利と資産購入
継続条件	・失業率が6.5%を上回る ・1-2年のインフレ期待が2.5%を下回る	・インフレ率が安定的に2%に達するまで	・中期的インフレ見通しが抑制 ・景気の総合的な弱さ ・信用供与(マネー)のダイナミズム欠如	・失業率が7%を上回る(但し) ・MPCの1年半~2年後のインフレ見通しが2.5%を上回らない ・中期的なインフレ期待が十分にアンカーされている ・現在の金融政策が金融システムの安定を脅かさない
予想される持続期間	2015年半ば(Fed自身の経済予測および市場予想で失業率が6.5%程度に達する見通し)	2016年度以降?(ガイダンスでは2年だが、ESPフォーキャスト調査では2年後となる2015年度CPI予想<消費増税の影響を除く>は+1.03%で2%に満たず)	2015年6月(ECBのSPFにおいてHICP予想が+1.7%とECBの中期的物価安定の定義(below but close to 2%)の範囲に入る)	・2016年初(BoEインフレ報告で7%を上回る可能性が5割を超える時期) ・但し、現在既にCPIが2.5%を超えて推移、BoEインフレ報告では2015年前半まで2.5%を上回る確率が5割を下らない
ガイダンス(日本語)	資産購入プログラムが終了し景気回復の力強さが増した後も 相当な期間 、非常に緩和的な金融政策スタンスが引き続き適切になるとの見解を再確認した。 具体的には、委員会はこの日、FF金利誘導目標を0%から 0.25%のレンジ で据え置くことを決定した。FF金利のこの異例な低水準のレンジは 少なくとも、失業率が6.5%を上回り、向こう1-2年のインフレ率予測値が、委員会の中長期的な目標である2%を0.5ポイントを超えて上回らず 、中長期におけるインフレ期待がしっかりと抑制される限り適切になると現在想定している。	日本銀行は、 消費者物価の前年比上昇率2%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 。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。「量的・質的金融緩和」は、 2%の「物価安定の目標」の実現を目指す、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 。	先行き、我々の金融政策スタンスは7月に導入されたフォワードガイダンスに沿って 必要と考えられる期間長期に緩和的に維持される 。理事会は 政策金利が現状あるいはより低い水準で長期に亘り維持されることを確認する 。こうした予想は、 ユーロ圏景気の総合的な弱さと信用供与面でのダイナミズムの欠如の下で中期的にインフレ見通しが抑制されていることが背景にある 。	MPCは最低でも、現在の非常に景気刺激的な金融政策を経済の Slack が著しく削減されるまで、物価や金融の安定のリスクをもたらさない限り維持する意向である。 特に、MPCは以下の条件下、 労働力調査における総合失業率が7%の閾値へ低下するまで、現行の政策金利0.5%を引き上げない 意向である。 MPCは失業率が7%を上回り、追加的な緩和措置が必要と判断される場合は、 更なる資産購入を行う用意がある 。 但し失業率が7%に達するまでは、以下の制約の下、MPCは中銀準備の発行によりファイナンスされている資産購入残高を減らさず、同時に、資産購入ファシリティにより保有される英国債の満期到来により生じるキャッシュフローを再投資する意向である。 政策金利と資産購入を失業率と結びつけるガイダンスは、以下の3つの解除条件のいずれかでも満たされる場合には停止される。 ・MPCの18-24か月のインフレ見通しが 2.5%以上 となる場合 ・中期的なインフレ期待が十分にアンカーされなくなる場合 ・金融システム政策委(FPC)が金融政策スタンスが金融システム安定に重大な脅威を与えており、FPCが政策対応を講じても脅威を解消できないとFPCが判断する場合
ガイダンス(英語)	a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.	The Bank will achieve the price stability target of 2 percent in terms of the year-on-year rate of change in the consumer price index (CPI) at the earliest possible time, with a time horizon of about two years. In order to do so, it will enter a new phase of monetary easing both in terms of quantity and quality. It will double the monetary base and the amounts outstanding of Japanese government bonds (JGBs) as well as exchange-traded funds (ETFs) in two years, and more than double the average remaining maturity of JGB purchases. The Bank will continue with the quantitative and qualitative monetary easing, aiming to achieve the price stability target of 2 percent, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner.	Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary , in line with the forward guidance provided in July. The Governing Council confirms that it expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation continues to be based on an unchanged overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the economy and subdued monetary dynamics.	The Committee intends at a minimum to maintain the current highly stimulative stance of monetary policy until economic slack has been substantially reduced , provided this does not entail material risks to either price stability or to financial stability. In particular, the MPC intends not to raise Bank Rate from its current level of 0.5% at least until the Labour Force Survey headline measure of the unemployment rate has fallen to a threshold of 7% , subject to the conditions below. The MPC stands ready to undertake further asset purchases while the unemployment rate remains above 7% if it judges that additional monetary stimulus is warranted. But until the unemployment threshold is reached, and subject to the conditions below, the MPC intends not to reduce the stock of asset purchases financed by the issuance of central bank reserves and, consistent with that, intends to reinvest the cash flows associated with all maturing gilts held in the Asset Purchase Facility. The guidance linking Bank Rate and asset sales to the unemployment threshold would cease to hold if any of the following three 'knockouts' were breached: • in the MPC's view, it is more likely than not, that CPI inflation 18 to 24 months ahead will be 0.5 percentage points or more above the 2% target; • medium-term inflation expectations no longer remain sufficiently well anchored; • the Financial Policy Committee (FPC) judges that the stance of monetary policy poses a significant threat to financial stability that cannot be contained by the substantial range of mitigating policy actions available to the FPC, the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority in a way consistent with their objectives.

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。