

## 経済見通しの作成における政策金利の前提

原尚子・長野哲平・上原博人・木村武・清水季子

Bank of Japan Review

2006年5月

フォワード・ルッキングな金融政策運営を行うためには、先行きの経済についての的確な見通しをもつことが不可欠である。一方、経済動向と政策金利は相互に影響し合うため、経済見通しを作成する際には先行きの政策金利について何らかの前提が必要となる。この前提の置き方に関しては、先行きの金利が可変か不変か、可変の場合に市場予想を用いるかどうかなどを巡って多様な考え方が存在し得る。どの方法が優れているかは、一概に決めることが困難であり、現に海外の中央銀行においても様々な取組みが行われている。日本銀行は、昨年10月末に公表した展望レポートまでは、先行きの金融政策運営について不変を前提としていたが、4月末に公表した展望レポートにおいては、「各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ」経済見通しを作成している。実際に観察される市場金利から先行きの金利見通しに関する情報を得るには、先物金利が参考になる。その際、先物金利には、平均的な金利水準の予想と将来の不確実性に起因するリスクプレミアムの両方が反映されており、それぞれの変動を的確に見極めることが必要となる。

## はじめに

金融政策の効果が実体経済や物価に影響が及ぶまでにはラグ（遅れ）が存在するため、政策運営はフォワード・ルッキング（先見的）に行なわなければならない。このため、金融政策運営においては、先行きの経済についての的確な見通しをもつことが不可欠である。

中央銀行が経済見通しを作成する際には、自らの操作変数である政策金利について、何らかの前提を置くことが一般的である。海外の中央銀行における経済見通しをみると、その際の政策金利の前提についての考え方は区々であり、何か定まった方法があるわけではない。どのような前提の置き方が望ましいかは、各国中央銀行の金融政策の決定プロセスや経済見通しの性質に依存する面があり、どの方法が優れているか一概には決められない。

以下、前段では、政策金利の前提の置き方に関する論点整理を行なったうえで、海外中央銀行の事例を具体的に紹介する。後段では、実際に観察される市場金利から先行きの金利見通しに関する情報を抽出する方法とその留意点を整理する。

## 政策金利の前提の置き方

政策金利の前提についての考え方を大きく分けると、金利不変と金利可変の2つのタイプがある。そして、可変タイプには、市場予想に基づく方法や政策ルールで決める方法がある。以下、それぞれの方法に関する長短について整理する。

## ケース1：政策金利不変の前提

政策金利不変を前提にした経済見通しには、概念的には主に次のようなメリットがある<sup>1</sup>。

第一に、金利不変の前提は単純でわかり易いほか、金融政策を決定する委員会のメンバー（以下、政策決定委員）の間でも前提に関する合意が得られ易いという点である。一方、政策金利の前提を可変とする場合には、様々な政策金利経路の中から、全ての政策決定委員の合意を得て一つに決定する必要があるが、各委員が考える金融政策の波及メカニズムや経済構造が異なれば、それぞれが想定する金利の経路も異なってくると考えられる。

第二に、政策運営の柔軟性を確保し易いという点である。金利可変の前提のもとで、想定した政策金利経路を対外公表した場合には、市場参加者からは、金利経路のコミットメントと誤って解釈

される可能性がある。この点、金利不変の前提であれば、政策のコミットメントと解釈される可能性は小さいと考えられる。

第三に、政策金利不変を前提とした経済見通しは、政策変更の必要性について判断を促すベンチマークになるという点である。つまり、政策金利を据え置いた場合に、インフレ率や需給ギャップが、望ましい状況から先行きの程度乖離するかを見通したうえで、その乖離を縮小させるために、現時点で政策金利の変更が必要かどうか判断するという点である。

このように、金利不変を前提とした経済見通しには幾つかのメリットがあると考えられるが、問題点も指摘されている<sup>2</sup>。まず、政策金利不変の前提は、経済や物価を安定化させるために必要な金利経路とは異なる可能性が高い。そうした場合に、金利不変を前提にすれば、経済見通しの信頼性を欠くことになろう。また、見通しの前提となる他の金融変数、例えば、長期金利や株価などは、先行きの経済・金融情勢や、そのもとでの金融政策運営に関する市場の予想に基づいて形成されている。つまり、そうした資産価格の変動には、市場参加者による可変の金利見通しが反映されている。足許における資産価格変動の影響を経済見通しに織り込む一方で、政策金利の前提を不変にすれば、経済見通し内の整合性は十分に確保されない。

### ケース2：市場予想に基づいた可変金利

市場予想を基にした可変金利を経済見通しの前提にすれば、上記の金利不変を前提にした場合の問題を回避することができると考えられる。すなわち、将来のファンダメンタルズに関する予想が適切に形成されるのであれば、先行きの金融政策運営について織り込んでいる市場予想に基づく可変金利の方が、金利不変に比べ、経済や物価を安定化させるために必要な金利経路により近いと考えられる。また、政策金利の前提を市場予想に基づく可変金利とすることは、将来の金利変動に関する予想をもとに形成される資産価格の影響を経済見通しに織り込むことと整合的である。経済見通し内の整合性を確保するという観点であれば、先行きの政策運営について強い仮定を置くものではないため、後述の政策ルールを前提にする方法に比べ、政策決定委員の合意が得られやすいと考えられる。

こうしたことを踏まえると、市場で観察される

フォワードレートなどを基に経済見通しを作成することには、一定の合理性があると考えられる。

ただし、そうした評価は、市場での予想は合理的であり、金融市場の金利形成は効率的であるという想定に依存している面が大きい。日米欧などのデータを用いた既往の実証研究によれば、市場の予想が織り込まれたフォワードレートの予測パフォーマンスは必ずしも高くないことが指摘されている<sup>3</sup>。すなわち、先行きの金利について一定と予測するランダム・ウォーク・モデルと、フォワードレートを単純に比較すると、短めの予測期間（1年以内）に関しては、後者の方が予測パフォーマンスは高いが、1年先以上の予測期間になると、パフォーマンスの逆転傾向が観察される。こうしたことは、経済の先行きの不確実性や、それに伴うリスクプレミアムの変動によって、フォワードレートが、将来のファンダメンタルズに対する予想値から乖離する度合いが変化し得ることを示しているとみられる。いずれにしても、フォワードレートと経済のファンダメンタルズの関係が不安定である場合には、経済や物価を安定化させるために必要な金利経路からも乖離している可能性が高い<sup>4</sup>。

### ケース3：政策ルールに基づいた可変金利

市場の予想金利ではなく、中央銀行自身が想定する政策金利の経路を前提にした経済見通しを作成するという考え方もある<sup>5</sup>。中央銀行が用いる経済モデルが現実の経済の動きを忠実に捉えているならば、そのモデル上で望ましい政策ルールを計測し、そのルールに基づく政策金利の経路を経済見通しの前提とすることには一定の合理性があると考えられる。その場合は、経済や物価の安定を目的とした中央銀行の将来の行動を内生的に経済見通しの中に織り込むこととなる。

しかし、実際には、特定の経済モデルが現実の経済の動きを忠実に捉えている保証はなく、政策決定委員の間で、採用する政策ルールについて合意を得ることは困難であると考えられる。また、特定の政策ルールに基づいた可変金利の見通しを公表した場合、それがモデル上で望ましい政策ルールに基づくと説明する以上、政策金利の経路についてコミットしたと金融市場から受け止められる可能性は高い。このため、柔軟な政策運営を行う上で障害になり得るのではないかと懸念は他の場合よりも大きいかもしれない<sup>6</sup>。さらに、

各国とも金融政策は、最終的には様々な情報をもとに総合判断によって決定されているが、そうした総合判断を単純な政策ルールによって表現することはそもそも困難である。この場合、中央銀行の総合判断に基づく政策決定が、政策ルールに基づいた政策金利経路と乖離することも考えられる。

## 中央銀行における具体的事例

以上、経済見通しにおける政策金利の前提について、3つのケースを取り上げて説明した。海外中央銀行の具体的事例をみると、政策金利不変の前提を採用している中央銀行としては、イングランド銀行やスウェーデン中央銀行などがある。ただし、イングランド銀行は、政策金利不変の前提に加えて、「市場の予想金利は、中央銀行の金利見通しを示すものではない」ことを明記した上で、市場予想に基づく可変金利を前提にした見通しについても公表している<sup>7</sup>。スウェーデン中央銀行も、2005年から、金利不変と金利可変の2つの前提に基づく見通しを公表するようになった。

政策ルールを前提とした経済見通しを作成・公表している中央銀行としては、ニュージーランド準備銀行がある。同行では、総裁個人名の経済見通しを公表しており、政策ルールの選択について、政策決定委員間の合意を得るというプロセスが不要であるため、政策ルールの利用が可能となっているとみられる。

上記中央銀行の事例が示唆していることは、どのような前提の置き方が望ましいかは、各国中央銀行の金融政策の決定プロセスや経済見通しの性質に依存する面があるということである。実際、上記中央銀行とは異なる対応をとる中央銀行も少なからず存在する。

例えば、カナダ中央銀行では、経済見通しにおいて、どのような政策金利の経路を前提としているのか対外的に明らかにしていない。同じインフレーション・ターゲティング採用国でも、カナダは、金利前提の公表の有無の点で、上記3国（英国、スウェーデン、ニュージーランド）とは異なる対応をとっている。また、米国でも、年2回の議会報告書において、連邦公開市場委員会（FOMC）が委員の大勢見通しを公表する際に、政策金利の前提については言及されていない。ただし、FOMCの議事要旨によれば、各委員は、適切な政策金利の経路に関するそれぞれの見方に基

づいて、経済見通しを作成していることが明らかにされている。

## 先行きの金利見通しは何に反映されるか

日本銀行においては、昨年10月末に公表した展望レポートまでは、政策委員の見通しを作成するに当たって、先行きの金融政策運営について、不変を前提としていた。4月末に公表した展望レポートでは、「各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ」経済見通しを作成している。

「市場参加者の先行きの金利見通し」に関する情報を得るにはいくつかの方法があるが、もっとも直截な方法は将来の金利水準を直接取引する先物金利から情報を得ることである。

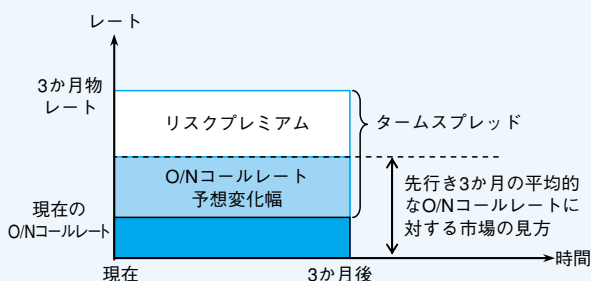
例えば、米国では、金融調節の操作目標であるFFレートを対象とした金利先物（30 Day Federal Funds Futures）がシカゴ商品取引所に上場されている。同商品は、「当該限月のFFレートの月中平均」を取引しており、同先物金利をみることで、先行きのFFレートに対する市場参加者の見方を推測することが可能である。

一方、わが国では、金融調節の操作目標であるオーバーナイト・無担保コールレート（以下、O/Nコールレート）を対象とした先物取引は取引所に上場されていないほか、店頭での取引も必ずしも活発には行われていない<sup>8</sup>。このため、先行きのO/Nコールレートの市場見通しを推測する際には、ターム物レートなどから間接的に推測する手法が用いられることが多い。

## O/Nコールレートとターム物レートの関係

本稿では、ターム物レートとO/Nコールレートの差をタームスプレッドと呼ぶ。タームスプレッドは、「O/Nコールレートの先行き変化幅の平均的見通し」と「先行きの予測に伴う不確実性に対するプレミアム（以下リスクプレミアム）」に分解することができる。リスクプレミアムには、O/Nコールレートの先行きの不確実性に対する対価に加え、市場参加者のクレジットリスクに対する見方なども影響すると考えられる。例えば、3か月物のターム物レートは、概念上は以下の図のように、現在のO/Nコールレートに、先行き3か月間の同レートの変化幅の見通しとリスクプレミアムが上乘せされたものと考えることができる。

【概念図1】 ターム物レートの分解



つまり、ターム物レートの上昇（低下）は、先行きO/Nコールレートが上昇（低下）するときの見方が強まった場合や、先行きの金利環境に対する不確実性が上昇（低下）する場合に発生する。こうした考え方を前提にすると、市場参加者が予想する先行きのO/Nコールレートの平均的な水準は、ターム物レートからリスクプレミアムを控除したものとなる。

一方、将来のある一時点におけるO/Nコールレートに関する市場の見方を推測するためには、やや複雑な手順が必要となる。例えば、3か月先～6か月先のO/Nコールレートに対する市場の見方を推測するためには、以下のような手順をたどることになる。

ステップ1：フォワードレートの推計

3か月先スタートの3か月物レート（フォワードレート）を計算する。これは、現在から6か月後までの複数の金利情報、具体的にはターム物レートや先物レートを使って、それらに共通する3か月先スタートの金利を逆算することで求めることができる。

ステップ2：リスクプレミアムの控除

ステップ1で計算したフォワードレートから、リスクプレミアムを差し引く。

同じ3か月物レートでも、現在から3か月後までのレートと、3か月先からその3か月後までのフォワードレートでは、内包するリスクプレミアムが異なる。先行きの不確実性が強く意識される局面では、フォワードレートには、足許のレートと比べてかなり高いリスクプレミアムが上乘せされると考えられる。

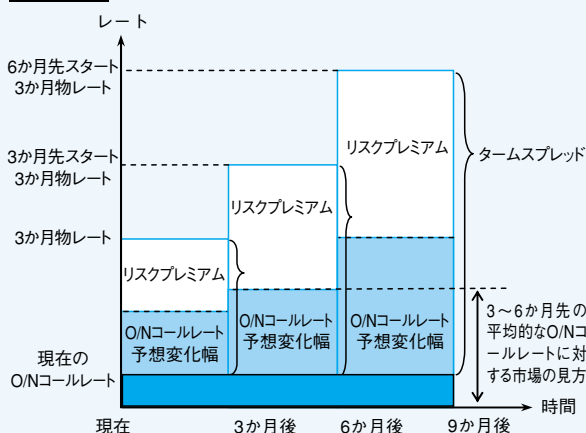
このように、タームスプレッドを「O/Nコールレートの予想変化幅」と「リスクプレミアム」に分解することは、概念的には容易である。しかしながら、実際にターム物レートが変動した際に両要因を峻別することは、必ずしも容易ではない。

【概念図2】 フォワードレートの分解

ステップ1 フォワードレートを算出（例：3か月先スタート）

- ① 複数のターム物レートから計算  
6か月物金利  
3か月物金利  
3か月先スタート3か月物金利
- ② 3か月先スタートの先物金利を利用

ステップ2



これは、リスクプレミアムが実際には直接観察できず、何らかの方法で推測する必要があるためである。

以下では、代表的なターム物レートの特徴を整理しつつ、その変動を解釈する上でのポイントをみていくことにする。

タームスプレッドの変動要因

代表的な円金利ターム物レートとしては、短期国債（FB・TB）レートやTIBOR等がある。これらは、総じて同じように変動するが、参加者が異なるなど、各々に特徴があるため、短期的には異なった動きを示すこともある（BOX参照）。このため、レートに織り込まれた市場参加者の見方を正確に把握するためには、特定のレートの動きだけでなく、各レートから読み取れる情報を総合的に勘案することが必要となる。

以下では代表的なターム物レートである3か月物ユーロ円TIBOR及び同レートの先物であるユーロ円3か月金利先物を例にとって、先行きのO/Nコールレートに対する市場の見方を抽出することを試みる。

図表1をみると、量的緩和政策が導入された01年以降、タームスプレッドは0.1%前後で推移している。それ以前は、リスクプレミアム拡大や先行きのO/Nコールレート上昇が意識されたことなどから、タームスプレッドが大きく上昇する局面があった。

## 【BOX】 主要なターム物レートの特徴

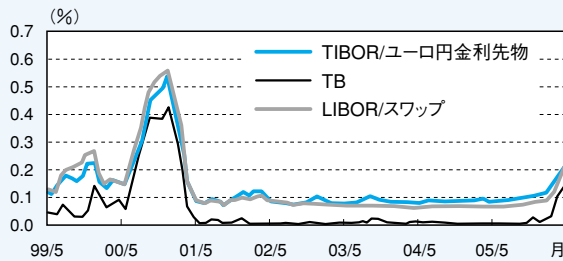
わが国で取引されている主要なターム物レートとしては、①FB・TBレート、②ユーロ円TIBOR、③円LIBORがあげられる。また、3か月物のユーロ円TIBORについては、先物商品としてユーロ円金利先物が東京金融先物取引所に上場され活発に取引されているほか、6か月物円LIBORについては標準的な円-円金利スワップの交換レートとして用いられている。

|     | FB・TB  | ユーロ円TIBOR                                 | ユーロ円3か月物金利先物                       | 円LIBOR  | 円-円スワップ                              |
|-----|--|---|------------------------------------|---|--------------------------------------|
| 種別  | 政府が発行する短期証券  | ユーロ円市場における銀行間取引を想定した場合の邦銀の貸出金利            | 3か月物ユーロ円TIBORを原資産とした先物商品           | ユーロ円市場における銀行間取引を想定した場合の貸出金利   | 半年毎に、6か月物円LIBORと固定金利（スワップレート）を交換する取引 |
| ターム | 3か月、6か月、1年   | 1週間～1年                                    | 3、6、9、12月を各限月とした取引が先行き20限月分（5年分）上場 | 1週間～1年  | 1年～30年                               |
| 特徴  | 原則として、3か月物（FB）は週1回、6か月・1年物（TB）は月1回発行。流通市場における取引は少ない。 | 全銀協が主要邦銀の報告を集計して発表。邦銀の信用力、資金運用・調達スタンスに依存。 | 東京金融先物取引所に上場。市場参加者が多く、流動性は極めて高い。   | BBA（British Banker's Association）が主要行（邦銀・外銀を含む）のレートから算出するレートが、フィクシングレートとして用いられることが多い。 | 極めて流動性が高く、市場参加者も多様。                  |

こうしたレートから、6か月先スタートの6か月物レートを計算すると、信用力等に基づき水準に差はみられるものの、中長期的には似た動きを示していることがわかる。

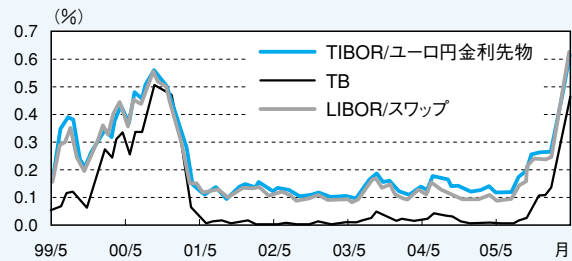
## 【BOX図表】 6か月物金利

### ①足許スタート



（出所）Bloomberg、東京金融先物取引所、Quick、日本銀行

### ②6か月後スタート



## 【図表1】 タームスプレッドの推移



（注）(1) O/Nコールレートは誘導水準。ゼロ金利政策及び量的緩和政策下では、ゼロとした。

(2) 縦線は政策変更時点、シャドウはゼロ金利政策・量的緩和政策局面を指す。

（出所）Bloomberg

### ① 97年秋～99年初

金融システム不安が高まる中、タームスプレッドは最大0.6%強まで拡大した。

### ② 99/9～00/1月

いわゆる「2000年問題」を控えた年末越え資金繰り不安の強まりから、タームスプレッドが0.4%程度まで拡大した。

### ③ 00/7～00/8月

ゼロ金利政策解除の可能性が高まる中、0.25%の利上げを織り込んでタームスプレッドは0.3%

程度まで拡大した。

### ④ 00/9～01/1月

RTGS<sup>9</sup>への移行を控え、導入直後の資金を前倒しで手当とする動き等からタームスプレッドが拡大した。

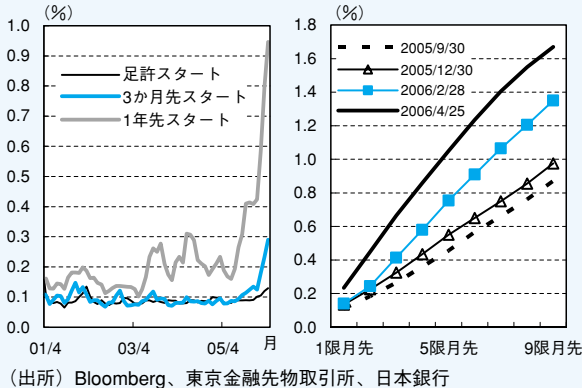
以上みたタームスプレッドの上昇局面のうち、ケース③は政策金利引上げ観測の高まりに伴うO/Nコールレート上昇観測に起因すると考えられる。一方、ケース①、②、④では、イベント等を契機にO/Nコールレートが上昇する可能性がレートに織り込まれたことに加え、そうしたリスクシナリオに対するプレミアムも拡大したと思われる。つまり、こうしたケースでは、市場のO/Nコールレート予想変化幅以上にターム物レートが上昇した可能性が高い。

## リスクプレミアムの水準

フォワードレートとして、3か月先および1年先スタートの3か月物レートの動向をみると、足許のターム物レートが落ち着いて推移する中で、幾度か上昇した局面がある。とくに、1年先スター

トの3か月物フォワードレートは変動が大きく、最近では0.9%まで上昇している（図表2）。

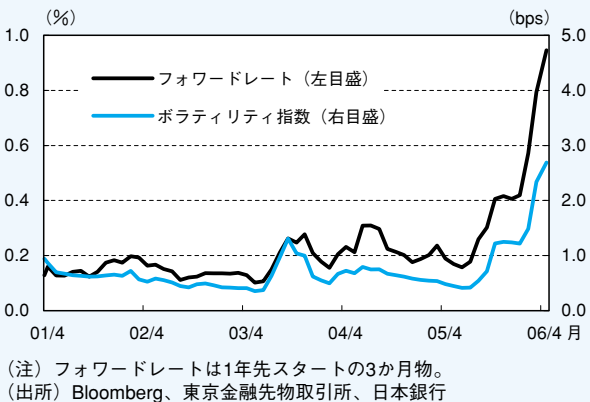
【図表2】フォワードレート（3か月物）の推移、ユーロ円金利先物のフォワードレートカーブ



前述した通り、フォワードレートの上昇には、先行きのO/Nコールレート上昇観測の強まりに加え、先行きの金融経済環境の変化等、予測にともなう不確実性に対するリスクプレミアムの拡大も織り込まれていると考えられる。

先行きの不確実性の大きさ自体を直接計測することは難しい。例えば、将来の金利変動の大きさを市場参加者がどの程度と捉えているかを間接的に知る指標として、スワップ金利のリスクをヘッジするスワップションというオプションに織り込まれたインプライド・ボラティリティがある<sup>10</sup>。この推移をみると、06年に入り、大きく上昇している（図表3）。過去、例えば03年夏にそれまで低下傾向にあった長期金利が反転し急速に上昇した局面でも、ボラティリティの上昇とともにフォワードレートが上昇しており、不確実性の増大がリスクプレミアムの拡大に繋がったとみることができる。

【図表3】フォワードレートとボラティリティ



最近のボラティリティの上昇は、リスクプレミアムが過去数年間の平均値よりも上昇している可

能性を示唆している。先物金利には、平均的な金利水準の予想と将来の不確実性に起因するリスクプレミアムの両方が反映されており、それぞれの変動を的確に見極めることが必要となる。

- 1 例えば、イングランド銀行の金融政策委員を務めたGoodhartの下記論文を参照。  
Goodhart, C.A.E. (2001) "Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates," Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, July/August.  
Goodhart, C.A.E. (2005) "The Interest Rate Conditioning Assumption," Financial Markets Group, London School of Economics.
- 2 例えば、下記論文を参照。  
Svensson, L.E.O. (2003) "The Inflation Forecast and the Loss Function," in Paul Mizen, ed. *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*, Vol. 1, Edward Elgar, pp.132-152.  
Woodford, M. (2005) "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness," Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, "The Greenspan Era: Lessons for the Future," Jackson Hole, Wyoming, August, pp.25-27.
- 3 詳細は、既述のGoodhart (2005)などを参照。
- 4 経済のファンダメンタルズから乖離し得る市場の予想金利を経済見通しの前提にして、中央銀行が政策判断をするようになると、市場はそのことを織り込んで金利の予想を行うようになる可能性がある。この時、市場の金利予想は、ますますファンダメンタルズから乖離し、自己実現化するという「円環性」の問題が発生し得る。同問題の影響を断ち切るためには、中央銀行が常に、自らの情勢判断に基づきながら、ファンダメンタルズに沿った政策金利の経路を念頭において政策運営していくことが必要である。
- 5 既述のSvensson (2003) やWoodford (2005)などを参照。
- 6 2002年にECBが主催した金融政策ルールに関するコンファレンスでは、そうした懸念が多く表明された。下記Webを参照。  
[http://www.ecb.int/events/conferences/html/policy\\_rules.en.html](http://www.ecb.int/events/conferences/html/policy_rules.en.html)
- 7 イングランド銀行のインフレーション・レポート（2004年8月）を参照。なお、従来は、政策金利不変を前提とした見通しが標準シナリオで、市場の予想金利を前提にした見通しは参考シナリオであったが、2004年8月以降は、両者の位置付けを入れ替えるに至っている。
- 8 わが国のオーバーナイト・無担保コールレートについても、一部短資等が先物取引（OIS：Overnight Index Swap）の値付けを行っている。しかし、現時点ではOISの取引額は小額に止まっており、参加者も限定的である。
- 9 Real-Time Gross Settlement（即時グロス決済）の略。わが国では、日銀ネットにおける銀行間取引の資金決済及び国債決済について、2001年初よりそれまでの時点ネット決済方式からRTGS方式に移行した。
- 10 1年物スワップを原資産とした行使期間1か月のオプション（スワップション）を対象にディーラーが値付けしたインプライド・ボラティリティを使用。ただし、図表3では、フォワードレートと比較するために、金利の変動「率」の標準偏差を、金利の変動幅の標準偏差に変換して表示している。また、厳密にはスワップションから導出したボラティリティは足許の1年物金利の変動性を表しており、1年先スタートの3か月物金利のボラティリティと完全に一致するわけではない。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 清水季子（E-mail：tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。