

<研究ノート>

イングランド銀行による コミュニケーション戦略の現状と課題

—— フォワードガイダンスを中心に* ——

北 野 友 士

1. はじめに

非伝統的な金融政策にはいくつかの波及経路があるが、一つの有力な波及経路がフォワードガイダンスによる時間軸効果と、それに伴うインフレ期待の形成である¹⁾。インフレ期待を形成することができれば、合理的な経済主体は予想される物価上昇率に基づき、現在から将来にわたって適切な資源配分を行うはずであり、自己実現的に目標とする物価上昇率を達成可能なはず

* 本稿はJSPS科研費JP17K03822（研究科題名「金融リテラシー高度化プログラムの実施と期待形成効果の検証」）の助成を受けた研究成果の一部である。本稿の作成に当たってはイングランド銀行のThomas Belsham氏およびRatidzo Starkey氏に貴重な時間を割いていただき、ヒアリング調査にご協力いただいた。また関西EU研究会では報告機会をいただき、出席者の先生方から有益な助言をいただくことができた。なお本稿において誤りがあれば全て筆者の責任である。

- 1) 非伝統的な金融政策には呼称も含めてさまざまなとらえ方があると思われるが、本稿では湯本（2013）のとらえ方を参考にしておく。湯本（2013）は波及経路として金利を経由する伝統的な金融政策に対して、ゼロ金利制約の下で金利以外の波及経路を用いるものを非伝統的な金融政策ととらえている。また湯本（2013）は非伝統的な金融政策について、（A）中央銀行の資産内容を重視する政策、（B）中央銀行の負債規模を重視する政策、（C）銀行貸出の側面支援する政策、（D）フォワードガイダンス、という大きく4つに分けられるとしている。本稿では湯本（2013）でいう非伝統的な金融政策としてのフォワードガイダンスに焦点を当てる。

キーワード：フォワードガイダンス，コミュニケーション戦略，物価安定目標，金融リテラシー，金融教育

である。しかしながら、現実的には合理的な経済主体として適切な経済行動をとるところか、家計や企業には現状維持バイアスの存在することが知られている²⁾。またいくつかの金融リテラシー調査の結果が示すとおり、インフレがどのようなものかを理解できておらず、さらにインフレが予想される場合取るべき適切な行動を理解できていない家計や企業は多数存在すると思われる³⁾。つまり中央銀行が金融政策をアナウンスすることを通じて、インフレ期待を形成し、自己実現的に望ましい物価上昇率を達成するには、国民の金融リテラシーを考慮する必要があると考えられる。

そこで本稿では、金融政策と金融リテラシーとの関係について、フォワードガイダンスを中心としてイングランド銀行(BOE)の取り組み事例を考察する。イギリスではBOEが2013年からフォワードガイダンスを実施しており、国民とのコミュニケーションに腐心している。またイギリスでは不動産価格の上昇率と貯蓄率の間に強い負の相関がみられることが知られており⁴⁾、金融指標の変化に対して経済主体が敏感に反応していると考えられる。まず2節でフォワードガイダンスに関する先行研究を考察し、本稿の問題意識を明確化する。3節ではイギリスにおけるフォワードガイダンス導入時の議論に基づいて、BOEによるフォワードガイダンスの概要と政策意図を明確にし、いくつかの経済指標からフォワードガイダンス前後のBOEのパフォーマンスを考察する。そのうえで、第4節では近年のBOEの取り組みを紹介しながら、中央銀行によるコミュニケーション戦略と国民の金融リテラシーとの関係性について検証する。

2) ノフシンガー(2009)は行動経済学の実験を参照しながら、意思決定が複雑になればなるほど、何もしないこと(現状維持)を選択する傾向を指摘している(p. 49)。

3) 金融広報中央委員会が行った金融リテラシー調査ではインフレを理解している人は60%程度に過ぎなかった(金融広報中央委員会(2016))。また学生を調査対象とした北野他(2017)において、インフレ率が上昇する場合の資産運用に関する質問では、正答率が25%程度にとどまった。

4) 石川(2008)によるとイギリスやアメリカでは家計貯蓄率と実質住宅価格上昇率の間に強い逆相関関係がみられるという。

2. 先行研究と問題意識

本節ではまずフォワードガイダンスに関する先行研究を考察し、本稿の問題意識を明確にする。

2.1 先行研究

まずここでは先行研究に基づいてフォワードガイダンスの理論的な根拠や効果について確認する。Cole (2018) は、物価上昇率目標 (inflation-targeting) と物価安定目標 (price-level targeting) という2つのフォワードガイダンスについて、モデルを使って効果を検証している。Cole (2018) は金融危機後のような経済の停滞期には、物価上昇率目標よりも物価安定目標を伴うフォワードガイダンスの方が有効であると結論付けている。その理由は2つあり、1つは経済の停滞により物価上昇率が低迷し、金融政策によってマクロ経済環境が改善し、物価上昇率が目標を上回ったとしても、物価安定目標の下では許容される点である。もう1つは中央銀行が目標とするより高い物価水準を経済主体が予測する、という期待形成への効果である。Honkapohja and Mitra (2016) もモデルを用いた検証を行い、予見可能な大きな経済的ショックに見舞われたとき、物価安定目標を伴うフォワードガイダンスは、物価上昇率目標を伴うフォワードガイダンスよりも頑健なレジームであり、優れたパフォーマンスとなると指摘している。

Winkelmann (2016) は、ノルウェー銀行の2001年から2011年のデータを用いてフォワードガイダンスの効果を統計的に実証している。Winkelmann (2016) は量的なガイダンスが金融政策の予見可能性 (predictability) を統計的に有意に改善させると結論付けている。

Smith and Becker (2015) は、2008年以降のFOMCによるフォワードガイダンスを検証し、将来の金利低下に関するフォワードガイダンスは雇用の増加や物価の上昇に働きかけるが、ゼロ金利制約時に経済を刺激するツールとしては限界があるとしている。

Gerko and Rey (2017) は、アメリカとイギリスという二大金融センター

において、金融政策が住宅ローンや企業借入れのスプレッドに対して、どのように波及するかを検証した。Gerko and Rey (2017) はアメリカでは将来の政策金利に関する市場の期待が金融商品に反映されているため、金融政策ショックが目標金利やフォワードガイダンスの動向を内包するのに対し、イギリスでは将来の政策金利だけでなくLIBORのリスクプレミアムも金融商品に反映されるという違いを指摘している。そのうえで、Gerko and Rey (2017) はアメリカにおいては政策金利の変化の重要性、イギリスでは広義のフォワードガイダンスの重要性を指摘している。

Morgan and Sheehan (2015) は、ケインジアンが相対的には注意を払ってこなかった信頼 (trust) の重要性について、現実的な社会経済学の観点からフォワードガイダンスを例にして考察している。Morgan and Sheehan (2015) はBOEによるフォワードガイダンスの導入を信頼の再構築過程と捉えており、政策に対する公衆からの信頼が政策の成否を分けることを指摘している。そのうえで、Morgan and Sheehan (2015) は2013年8月にBOEがフォワードガイダンスを導入した際、当時の失業率が7.8%だったにもかかわらず、BOEが2016年半ばまでに失業率が7%を下回ることはないと予測していたことを例に挙げている。Morgan and Sheehan (2015) によると、この予測は懐疑的に受け止められ、10年物の国債金利は上昇したという。

2.2 本稿の問題意識

本項では既述の先行研究の結論を整理し、本稿の問題意識を明らかにしたい。フォワードガイダンスは先進国を中心に組み込まれていた。そしてフォワードガイダンスは物価安定目標を達成する金融政策の手法として理論的に支持されており、実証的にも一定の効果が認められている。しかしながら、アメリカでは政策金利の動向、ノルウェーでは量的なガイダンス、イギリスではより広義のガイダンスが効果を持つなど、どのようなフォワードガイダンスが効果を持つかについては国や時期によって異なっていた。またアメリカの事例ではあるが、ゼロ金利制約下でのフォワードガイダンスの効果には

限界があることも指摘されていた。さらに社会経済学の観点からは、フォワードガイダンスには公衆からの信頼が重要であることも指摘されていた。

以上より、フォワードガイダンスはその重要性こそ理論的にも実証的にも肯定されるものの、特にゼロ金利制約下での効果の限定性や、各国の金融市場の特性を踏まえる必要性、設定主体である中央銀行による信頼されるための取り組み、などを前提としてとらえる必要がある。そこで本稿では第1節でも述べたとおり、金融教育が義務教育に取り入れられており、また経済主体がマクロ経済指標に敏感に反応することが知られているイギリスにおけるBOEのフォワードガイダンスを検証する。

3. イギリスにおけるフォワードガイダンスの現状

本節ではまずBOEによるフォワードガイダンス導入時の議論を確認し、フォワードガイダンス導入前後のBOEのパフォーマンスについて考察する。

3.1 フォワードガイダンス導入時の議論

ここではOxford Economics (2013) を参考にして、フォワードガイダンス導入時の議論を整理する。まずイギリスにおいてフォワードガイダンスは2013年8月に導入された。導入の当初は失業率が7%を下回るまで金融引き締めについて考慮しないというガイダンスであった。フォワードガイダンスが導入されたきっかけは、イールドカーブの両極端（短期金利と長期金利）の上昇をうけて、市場が2015年初頭には利上げに踏み切ると予想し始めたことである。金融政策委員会（Monetary Policy Committee, MPC）はフォワードガイダンスを通じて少なくとも2016年後半までは金融引き締めを行うつもりがないことを示した。

フォワードガイダンスを導入するに際して、BOEは3つのフォワードガイダンスの形態を検証した。1つ目は“open-ended guidance”であり、日銀やECBが採用している長期にわたって利上げを行わないというものである。2つ目は“time-contingent guidance”であり、2011–12年のFedや、カ

ナダなどで採用された将来のある日付まで利上げを行わないというものである。そして3つ目は“state-contingent guidance”であり、当時のFedが採用した失業率が6.5%を下回るまで利上げを行わない、というように特定の経済状況になるまで政策に変更がないというものである。3つの形態のうちBOEが採用したのは“state-contingent guidance”である。その理由として、当時の状況に前者の2つの形態が合わない、という判断がある。ただし、失業率が7%を下回る前に、近い将来2.5%を超えるインフレ率が生じると予想される、中期的な期待インフレ率を抑えられない、FPC (Financial Policy Committee) が金融の安定性に対する重大な脅威があると判断する、という3つの状況 (knockouts) が生じた場合には、金融政策を変更可能であるという条件もつけた。

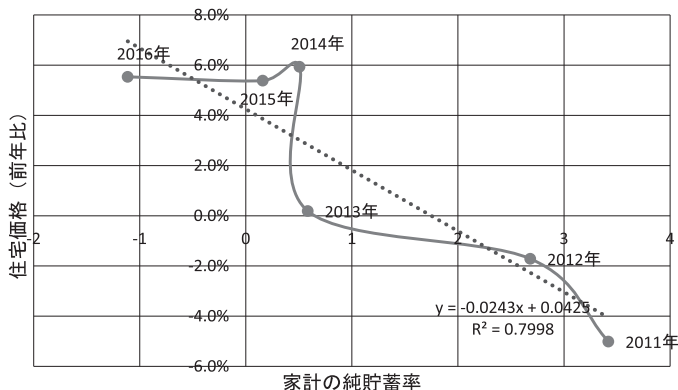
BOEがフォワードガイダンスを導入した直接的なきっかけは、既述のとおり短期金利と長期金利というイールドカーブの両極端での金利の上昇である。しかしながら一方で、BOEはフォワードガイダンスを採用する重要な動機として、家計や企業、市場とのコミュニケーションも挙げている。Oxford Economics (2013) は「MPCは将来の金利水準に関する更なる安定性を提供することが、家計や企業による借入の促進と貯蓄の抑制 (borrow more and save less) をもたらし、経済を刺激すると信じている」(p. 16) としている。

以上のように、フォワードガイダンスは時間軸効果を用いた将来の安定的な期待金利を形成する政策であり、またそのために家計や企業といった経済主体とのコミュニケーションが重要と捉えて導入された政策でもあることがわかる。

3.2 フォワードガイダンス前後のBOEのパフォーマンス

ここではいくつかのデータに基づいて、フォワードガイダンスの成果を定量的に考察する。まず図1は2011年以降の家計の純貯蓄率と住宅価格の変化率との関係をプロットしたものである。図1から明らかなように、石川

図1 家計の純貯蓄率と住宅価格の変化率の関係



出所) OECD Statisticsより筆者作成。

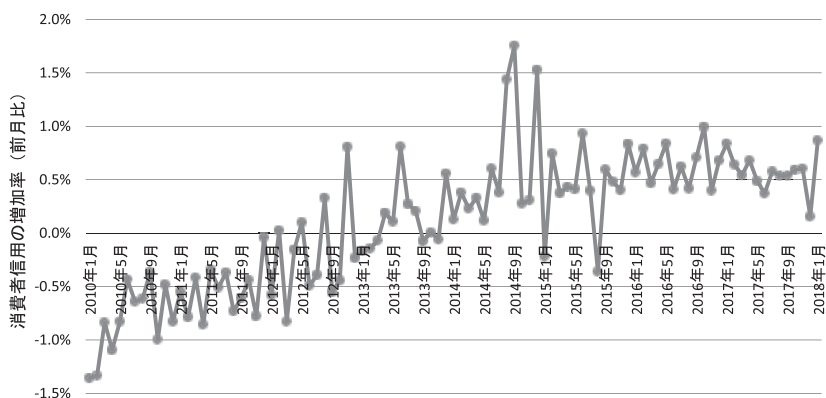
(2008) が指摘していた家計の貯蓄率と住宅価格と上昇率との負の相関関係は、近年のイギリスにおいても同様の傾向を見せている。特に2013年以降は住宅価格の上昇に合わせるように、急激に貯蓄率が低下している。これがフォワードガイダンスによるものかどうかは、この短い期間の観察だけでは断定できないが、一般家計が貯蓄よりも住宅投資を選びやすい環境が生まれたことは確かであろう。

また純貯蓄率の低下について考えるうえで、図2を用いて消費者信用の利用状況についても確認しておきたい。2013年の前半までは消費者信用の利用は減少幅を縮小させつつも基本的には減少傾向であったが、2013年の後半以降は消費者信用の利用が増加傾向に転じている。

さらに純貯蓄率と住宅価格との関係や、消費者信用の利用状況を考えるうえで、この期間に金利がどのように変化したかを確認したい。図3は各年のスポットレートに基づくイールドカーブをプロットしたものである。なお2013年についてはフォワードガイダンスが導入された8月までと、それ以降に分けている。図3をみると、まず2010年や2011年は典型的な順イールドとなっており、1年物と10年物との金利差が2~3%程度あった。ところが2012年になると、1年物よりも1.5年物や2年物、2.5年物の金利が低

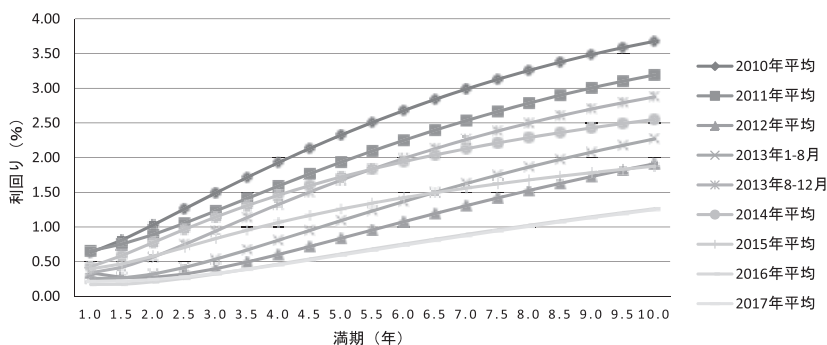
く、また1年物と10年物との金利差も1.5%程度に縮小し、イールドカーブもややフラット化した。しかしながら、2013年の1月～8月はそうした状況が解消され、1年物と10年物との金利差も2%程度となった。それを受けて、2013年8月以降は再び1年物と10年物との金利差が2.5%程度にまで広がった。ただし、2014年以降は1年物と10年物との金利差は縮小傾向を見せてややフラット化し、イールドカーブそのものも下方ヘシフトしてき

図2 消費者信用の利用状況の推移(前月比)



注) 消費者信用は個人向け貸出のうち学生ローンを除いたものを用いている。
出所) Bank of England Statisticsより筆者作成。

図3 各年のスポットレートに基づくイールドカーブの推移

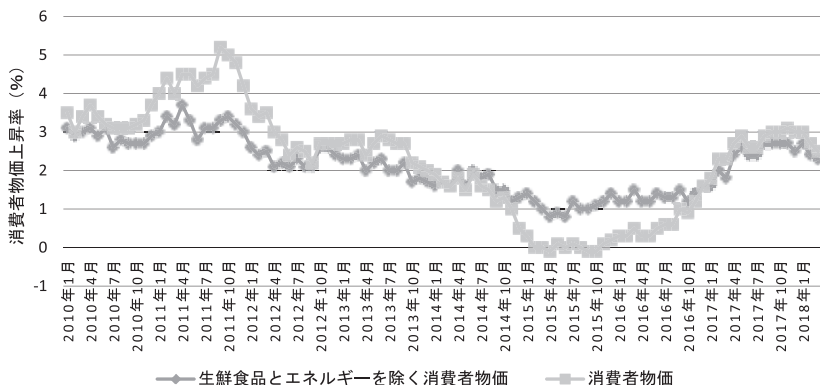


注) 各満期におけるスポットレートは各年の毎月のスポットレートの平均値を用いている。
出所) Bank of England Statisticsより筆者作成。

ている。こうしたフォワードガイダンス導入以降のイールドカーブのフラット化と下方へのシフトは、住宅投資や消費者信用の利用にとって優位に働いた可能性がある。

以上のように、BOEによるフォワードガイダンスは家計の行動に影響を与えた可能性が示唆される。それではBOEのマクロ経済的な目標は達成されているのであろうか。図4は消費者物価上昇率の推移をみたものである。まず消費者物価でみると、2012年半ばまではインフレ目標の上限である3%を上回る時期が続き、その後は3%を下回るものの3%に近い物価上昇率となっている。しかしながら2013年後半からは低下傾向をみせ、2014年に入るところには2%を下回るようになり、2014年末頃にはインフレ目標の下限である1%を下回り、2015年には物価下落を記録する月もあるなど0%近辺で推移している。ところが2016年後半から上昇基調に転じ、2017年の後半にはわずかながら3%を超えるインフレ率を記録するようになっている。このように消費者物価の推移を見る限り、2%±1%以内にインフレ率を収めるというインフレ目標の観点からはフォワードガイダンス政策が有効であったとは言い難い。ただし、価格変動の激しい生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価でみると、概ねインフレ目標のレンジに収まっていることも

図4 消費者物価上昇率の推移



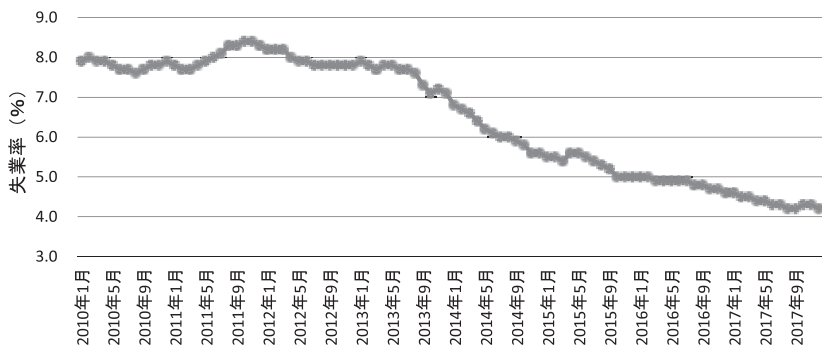
出所) OECD Statisticsより筆者作成。

わかる。さらに生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価でみても、2013年後半以降はそれ以前の期間と比較して、インフレ率を抑えつつ、2% 近辺に収れんするような形で推移していることが読み取れる⁵⁾。

次にフォワードガイダンスの設定条件であった失業率について、図5で確認してみよう。図5のとおり、2013年前半までは8% 近い数値で推移していた失業率が、2014年1月には7% を下回るようになり、その後も失業率の改善傾向は現在に至るまで続いており、4% 近くまで低下している。先行研究としてとりあげたMorgan and Sheehan (2015) が指摘していたように、結果からみても2016年半ばまでに失業率が7% を下回ることはないという予測に基づくフォワードガイダンスは、説得力に欠けたと言わざるを得ない。

本項の内容からこれまでのBOEによるフォワードガイダンスの成果につ

図5 失業率の推移
失業率の推移



出所) OECD Statisticsより筆者作成。

- 5) 図4で示した消費者物価について期間ごとに単純平均でみると、期間全体の平均値が2.27%、2103年8月までが3.39%、2013年9月以降が1.37%となっていて、概ね2%の物価安定目標を達成できており、フォワードガイダンスが寄与した可能性が示唆される。同様に生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価も期間ごとに単純平均でみると、期間全体の平均値が2.13%、2103年8月までが2.69%、2013年9月以降が1.67%となっていて、フォワードガイダンスによる物価安定への寄与がうかがえる。

いて整理してみよう。2013年8月のフォワードガイダンスの導入以降、スポットレートでみたイールドカーブは下方にシフトしながら、ややフラット化し、貯蓄率の低下や住宅投資の促進、消費者信用の増加につながった可能性が示唆された。またインフレ率もフォワードガイダンスの導入以前の期間と比較してやや抑制され、失業率も改善傾向が見て取れた。これらの結果は必ずしもフォワードガイダンスの効果のみによるものではないと思われるが、フォワードガイダンスがもたらす将来の中長期的な金利や物価の将来予想の安定化が、家計の経済行動の刺激に寄与した可能性は指摘できる。

4. 近年のBOEによるコミュニケーション戦略

前節までで確認したように、イギリスではもともと純貯蓄率と住宅価格との間に負の相関関係がみられるなど、金融指標の変化に対して家計が敏感に反応する傾向があり、その傾向は近年の数値でも確認できた。さらにフォワードガイダンスがもたらしたイールドカーブの下方シフトとフラット化が中期的な物価安定をもたらし、消費者信用の増加や失業率の改善に寄与している可能性が示唆された。ただし、前掲の図4でも確認したようにフォワードガイダンス導入後の消費者物価の動きをみると、短期的なインフレ目標の達成には結びついていない。また導入当初の失業率の見通しに懐疑的な見方が広がったという指摘があるなど、公衆からの信頼を得られているかについては疑問が残る。さらに雇用状況の改善がみられるとはいえ、そもそも一連の金融危機の影響で金融政策の正常化も遠い状況下で、家計による住宅投資や消費者信用の活性化は、マクロ経済にとって好ましいことなのであろうか。

そこで本節ではBOEのチーフエコノミストであるAndy Haldaneの近年のスピーチから、BOEのコミュニケーション戦略、とりわけ家計への働きかけに関する取り組みを考察する。Haldane (2017) はNishkam High School におけるスピーチにおいて、通常は財政収支赤字と経常収支赤字について使われる「双子の赤字 (twin deficits)」をもじって、公衆の経済学に対する信

頼 (trust) と理解 (understanding) という2つの面からの不足 (twin deficits) を強調している。この信頼と理解の不足は中央銀行や政府機関、エコノミストに向けられているという⁶⁾。そしてそうした状況が金融排除 (financial exclusion) や金融リテラシー不足 (financial illiteracy) につながっていると指摘している。そこでHaldane (2017) が必要性を強調しているのが、情報伝達 (communication)、会話 (conversation)、および教育 (education) という3つの取り組みである。

情報伝達の面でHaldane (2017) が強調しているのが、「インフレーションレポート」における階層分け (layering) である⁷⁾。Haldane (2017) は2017年11月の「インフレーションレポート」で初めて3つの階層に分ける形で公表したと述べている。Layer 3は通常の「50ページ、図表50」のバージョン、Layer 2は「1-2ページ、図表1-2」バージョン、Layer 1は「1行、図表1」バージョンである。実際にBOEのウェブサイトを見ると、「インフレーションレポート」を補足する形で“Visual Summary”というものが公表されている。図6は2018年2月の「インフレーションレポート」の“Visual Summary”の画像である。図6のとおり、まず最初に政策金利を維持する、という結論が大きく示されており、その下には債券安による物価上昇圧力の予想、世界経済の力強い成長、生活水準困窮の緩和、インフレ率の下落による2%への回帰、というポイントが簡潔に図とともに示されている。さらにその下方にはやや詳しい説明がいくつか加えられているが、分かりやすいイメージ図をそえるなど、とっつきやすい工夫がなされている。

実際に階層分けを試みた2017年11月の「インフレーションレポート」のウェブサイトにおけるヒットは、それ以前の四半期の平均と比べて2倍であ

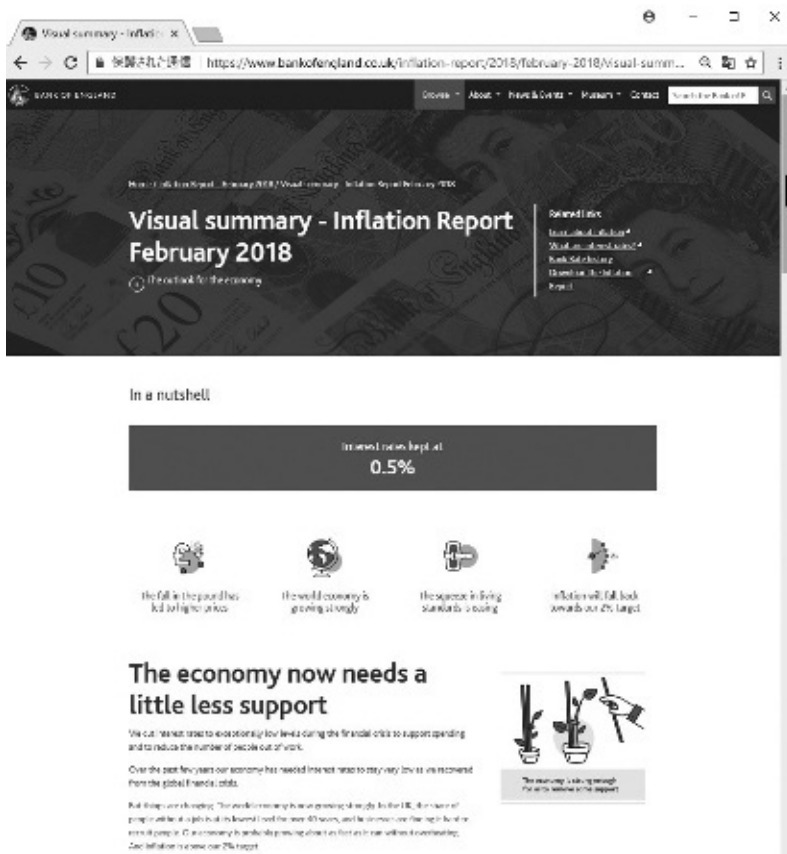
6) Haldane (2017) はいくつかの調査からフォワードガイダンスや量的緩和を理解している国民の割合や、基本的な経済用語に関する認知度の低さなどを例に挙げている。

7) “layering”という言葉はBOEでのヒアリング時にBelsham氏からも聞いた表現であるが、Haldane (2018) では“layered communication”とも表現されている。また情報伝達 (communication) 面での取り組みとしてその他にブログなども挙げている。

り、その増加分のほとんどがLayer 1 とLayer 2 であったという。そのことを踏まえて、Haldane（2017）は「階層分けはMPCが既存の聴衆を侵食することなしに、新たに広範な聴衆に接近することができるようになった」（p.9）としている。

次に会話（conversation）の面での取り組みについては、2015年に初めて開催した公開フォーラムにおけるパネルディスカッションを例に挙げなが

図6 2018年2月の「インフレーションレポート」における“Visual summary”



出所)BOE HP(<https://www.bankofengland.co.uk/inflation-report/2018/february-2018/visual-summary>(2018年5月10日閲覧))より引用。

ら、専門家ではない非専門家の声を聴く重要性を強調している。Haldane (2017) は、もちろん専門家の意見は良い意思決定のために必須の始点であるが、あくまで始点でしかないと述べている。そのうえで、非専門家が経済の支出と貯蓄のほとんどを行っており、経済の成長を形成している以上、中央銀行がインフレ目標を達成できるかどうかを決定するのは、非専門家の賃金やインフレ期待であるとも述べている。そのための会話の面での取り組みには、家計に対する各種調査の工夫や、非専門家の聴衆との関りを改善するためのアウトリーチの活動の見直し、などが挙げられている。

最後に教育 (education) の面での取り組みについて、Haldane (2017) はイギリスにおける教育の問題点などをいくつかの調査に基づいて示しながら、BOEの取り組みを紹介している。BOEのプログラムは“EconoME”と呼ばれており、経済や金融システムと、人々の毎日の生活とを結びつける⁸⁾ことを目的としているという。そのためにBOEは学校への訪問数を増大させており、2018年の目標は200であるという。またBOEによる学校向けのプログラムとしては、金融政策に関するコンテストである“Target 2.0”や写真のコンテストである“Bank Camera, Action”が紹介されている。

以上、本節で見てきたように、BOEは情報伝達、会話、教育という3つのルートを通じて、家計への働きかけに腐心している。そして、その3つのルートに共通する背景は、家計の金融リテラシーを考慮した中央銀行のコミュニケーション戦略の重要性に対する意識であるといえる。前節で確認したとおり、BOEによるフォワードガイダンスは一定の成果を収めているといえそうであるが、現時点で情報伝達や会話、教育という3つのルートによる働きかけが成功しているのかどうかを判断することはできない。しかしながら、家計など民間の経済主体による期待形成が金融政策の成否をわける現代において、金融政策の意図に対する公衆の理解や、その判断に対する公衆からの信頼が非常に重要な要素であることは間違いのないであろう。

8) Haldane (2017) の講演タイトルである“everyday economics”はここからきている。

5. むすびにかえて

本稿はここまで中央銀行によるコミュニケーション戦略について、BOEによるフォワードガイダンスを例にして考察してきた。先行研究からフォワードガイダンスは物価安定目標に対して理論的にも実証的にも支持されるが、ゼロ金利制約下の限界や、国ごとの波及経路の違い、中央銀行に対する信頼などの論点が存在することが確認された。そのためイギリスにおけるいくつかの経済指標を考察することで、BOEによるフォワードガイダンスの成果を確認した。フォワードガイダンス導入後の時期に、イギリスでは住宅投資と消費者信用の利用が増加しており、その要因としてイールドカーブのフラット化と下方へのシフト、そして純貯蓄率の低下がみられた。またインフレ率の低下もみられ、インフレ目標政策としては成功とはいえないが、物価安定という観点からは支持できることも確認した。さらに失業率も低下傾向にあった。一方で金融政策の意図を公衆に理解してもらい、またBOEに対する信頼を得るため、階層分け等による情報伝達、非専門家との会話、“EconoME”と呼ばれる教育プログラムなどに取り組んでいた。これらの取り組みは民間の経済主体による期待形成が重要な要素となっている現代の中央銀行として必然的に求められたプログラムであろう。

ただし、本稿で検証した内容にはいくつかの課題がある。まずフォワードガイダンスの定量的な成果とした部分については、フォワードガイダンス以外の要素を全く考慮できていない。またBOEによるフォワードガイダンスは導入当初の「失業率が7%を下回るまで」という明示的なものから、インフレーションレポート等を通じた暗黙的なものへの変化しているが、その質的な変化がもたらした影響について分析できていない。さらに本稿の考察は現状分析やBOEによる取り組みの紹介にとどまっており、そこから得られるはずの金融政策や金融教育に対する示唆を得るに至っていない。これらは今後の課題としたい。

参考文献

石川達哉（2008）「国際比較で見る家計の貯蓄率と資金フローの動向—世界的な住宅ブーム終焉で基調は再び変わるのか？」、『経済調査レポート』, No. 2008-04, ニッセイ基礎研究所。

北野友士・小山内幸治・西尾圭一郎・松浦義昭・氏兼惟和（2017）「金融リテラシーに対する影響要因の検証と金融教育への示唆—大学生へのアンケート調査を基に」『ファイナンシャル・プランニング研究』 No. 16, pp. 46-57。

金融広報中央委員会（2016）「金融リテラシー調査」。

ノフシンガー, ジョン（著）・大前恵一郎（訳）（2009）『最新行動ファイナンス入門 [原著第3版]』, ピアソン・エデュケーション。

湯本雅士（2013）『金融政策入門』 岩波新書。

Cole, S. J., (2018), "The effectiveness of central bank forward guidance under inflation and price-level targeting," *Journal of Macroeconomics*, No. 55, pp. 14-161.

Gerko, E. and H. Rey, (2017), "Monetary policy in the capitals of capital," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 15, No. 4, pp. 721-745.

Honkapohja, S. and K. Mitra, (2015), "Comparing inflation and price-level targeting: The role of forward guidance and transparency," *Bank of Finland Research Discussion Paper*, 9/2015,

(<https://pdfs.semanticscholar.org/1c7c/6a1cb4053b79c0a39d0ee394c438e5f6bf20.pdf> (2018年4月13日閲覧)).

Haldane, A. G., (2017), "Everyday Economics - speech by Andy Haldane," (<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/andy-haldane-speech-during-regional-visit> (2018年4月10日閲覧)).

———, (2018), "Climbing the Public Engagement Ladder, speech by Andy Haldane," (<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2018/andy-haldane-royal-society> (2018年4月27日閲覧)).

Morgan, J. and B. Sheehan, (2015), "The concept of trust and the political economy of John Maynard Keynes, illustrated using central bank forward guidance and the democratic dilemma in Europe," *Review of Social Economy*, Vol. 73, No. 1, pp. 113-137.

Oxford Economics, (2013), "Forward guidance - what does it mean and will it work," *Economic Outlook*, Vol. 37, No. 4, pp. 14-21.

- Smith, A. L. and T. Becker, (2015), "Has forward guidance been effective?" Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Vol. 100, No. 3, pp. 57–78.
- Winkelmann, L., (2016), "Forward guidance and the predictability of monetary policy: a wavelet-based jump detection approach," *Journal of Royal Statistical Society Applied Statistics Series C*, Vol. 65, part 2, pp. 299–314.

(きたの・ゆうじ／経済学部准教授／2018年5月15日受理)

Current Status of and Issues Concerning the Communication Strategy of the Bank of England: Focusing on Forward Guidance

KITANO Yuji

A central bank's forward guidance is an important instrument as an unconventional monetary policy. If households and businesses form an inflation expectation along with the guidance, they could appropriately allocate resources along a time axis. However, as is known, the public does not always act in an economically rational manner, because of status quo bias or other factors. In other words, a communication strategy by a central bank should consider the public's financial literacy or capability. Thus, this paper reviews the current status of and issues concerning the communication strategy of the Bank of England, because the Bank already uses forward guidance and has several outreach programs. The implications of the Bank's efforts can be summarized by two key points. First, forward guidance in the UK is considered to work as a tool for "price-level targeting." Second, as part of its communication strategy, the Bank has recently been trying to engage in layered "communication," "conversation" with the public, and "education" in schools. This recognizes the importance of "understanding" and "trust" from the public in order for central banks to maintain price stability.