

門間 一夫の
経済深読みイールドカーブ・コントロールの
運命やいかに

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2022年5月2日

日銀はなぜYCCを行っているのか

今、日銀による異次元緩和の中心手法はイールドカーブ・コントロール（以下YCC）である。これは、短期金利と長期金利をとにもある目標水準で安定させるものである。具体的な目標水準は、①短期金利（日銀当座預金の一部にかかる金利）が-0.1%、②長期金利（10年物国債金利）がゼロ%程度、となっている。このうち、中央銀行が短期金利を決めるのは当たり前のことなので、特徴的なのは②の長期金利コントロールである。

国債を大量に買入れ長期金利を低位に導くことは、今や多くの中央銀行が行う常識的な緩和手段となった。しかし、長期金利に具体的な目標水準を設定するのはきわめて異例である。オーストラリア準備銀行が、コロナ禍対策で2020年3月～2021年11月の間、3年物金利に目標水準を決めていたことはある。この1件を除けば、YCCは日本でしか行われていないし、10年物金利のコントロールは他に例を見ない。

他国がなぜYCCを行わないのかは後で触れるが、それをなぜ日銀が行っているのかをまず説明しよう。そこには表向きの理由と本当の理由がある。表向きの理由は2%物価目標の実現である。実際、日銀の金融政策決定会合の声明文には、「2%物価目標の実現に必要な時点までYCCを継続する」旨が毎回記述されている。日本で2%物価目標を実現するのはとても難しいことなので、そのためには他の中央銀行が使わない手段も使う、というのは形式論理としておかしくはない。

しかし、実態としてYCCで2%物価目標が実現できるわけではない。4月末に日銀が更新した最新の物価見通しによれば、2024年度になっても2%物価目標は実現できない。YCCを始めたのは2016年9月であるから、8年やってもだめなのである。

政策目標に対する有効な手段でもないのに、なぜ日銀が採用しているのかと言うと、それを始めた時に本当の理由が別にあったからである。2016年9月に日銀が直面していた課題は、長期金利がマイナス圏まで下がりすぎてしまい、金融機関や資産運用者に悪影響が及ぶ懸念が強まった事態を、どう修正するかであった。

単純な話、長期金利の下がりすぎを修正するには、日銀が国債買い入れを減らせばよい。しかし、当時日銀は年間ネット80兆円と金額を決めて国債を買い入れていたので、その数字を表立って小さくする形で政策変更すれば「金融緩和の後退」と受け止められてしまう。金融緩和の限界という印象が広まれば、円高・株安を招くおそれがあった。

そこで日銀が思いついたのが、国債買い入れを減らしながら「強力な緩和を続けている」と言えるように、政策の枠組み自体をYCCに変えてしまうことであった。YCCは緩和の度合いを「金利水準だけ」で示す枠組みなので、長期金利の目標水準を引き上げない限り、国債買い入れをいくら減らしても「緩和の後退ではない」という説明ができてしまう。

これは奇策ではあったが、当時の難局対応としては悪くない奇策だった。実際、世界経済が好調を取り戻し、長期金利への下方圧力が自然に薄れたという幸運もあって、日銀は当時の難局をきれいに乗り切った。YCCの最大のミッションは、その時点で達成されたと言ってよい。ただ、表向きは2%インフレを粘り強く目指す努力の一環としてYCCは導入されたので、今日までこれがずっと続けられているのである。

2%物価目標は実現のあてがない

2%物価目標は半永久的に実現できないかもしれない。コロナ前のアベノミクス景気は、戦後2番目に長い景気拡大であったうえに、有効求人倍率がバブル期を超え人手不足が深刻化した局面もあった。それでも2%物価目標は全く実現できそうもなかったのだから、日本の低インフレは経済の弱さでは説明しきれない。

なぜ日本で文字通りの「物価の安定」が定着しているのか、その正確な答えが完全にわかっているわけではない。ただ少なくとも、「価格は据え置きが当たり前」という感覚が、規範（ノルム）として社会に根付いているとは言えそうだ。最近企業も値上げをしているが、これは原材料価格の歴史的な高騰を受けた例外的な対応であり、「なるべく値上げはしない」という価格設定行動の基本が変わりつつあるわけではないとみられる。

2%物価目標の達成とは、2%程度のインフレが「例外」ではなく「日常風景」として国民になじみ、そうした国民感覚を前提に公共料金、公務員給与、民間の賃金などが毎年引き上げられていくような状態のことである。かなり将来まで展望しても、日本にそういう日が来るのを想像するのは難しい。

経済学で説明しきれない「ゼロインフレの磁力」に対して、追加的な手段も持たずに金融緩和を続けるのは、ただでさえ手ごわい相手に素手で戦い続けるようなものである。2%物価目標にいくら強く「コミット」しても、手段を持たないコミットメントはただの「祈り」に等しい。祈ればかなう場合もあるので無意味とは言いきれないが、犠牲になるものがあるなら話は別である。

改めて明らかになった為替変動の増幅作用

超低金利を長く続けることについては、様々な弊害が指摘されている。最も説得的なのは金融システムへの負荷であり、その点は日銀も認識し点検を続けている。それに加えて、今回の円安局面では、YCCが為替変動を増幅するという問題も改めて浮き彫りになった。

日銀は2%インフレを目指す理由のひとつに「他国も2%インフレを目標にしているのだから、日本も同じ数値を目指せば為替相場が安定する」ことを挙げている。しかし、この考え方に一理ありうるのは、安定的な2%インフレが本当に実現できて、内外のインフレ格差がなくなる場合だけである。

実現できないのに目標だけを2%にすれば、無理な目標のために超低金利を延々と続けるだけになってしまう。その間に海外の長期金利が変動すれば、日本の長期金利への影響は日銀によって遮断されるので、その分大きく変動する内外金利差が為替相場を大きく動かすことになる。最近の円安は、このメカニズムによって増幅されている面がある。

米国のインフレも永遠に続くわけではない。いずれ米国金利が下がる局面になると、一貫して低く抑えられている日本の金利は低下の余地が乏しく、今度は一気に円高が加速する。このように、今の日銀の金融政策は、為替相場の安定には役立っておらず、むしろその変動を増幅している可能性が高い。

円安が良いか悪いかについては立場や力点の置き方で議論が分かれるが、いずれの方向であれ為替相場が大きく変動することは望ましくない。仮に2%物価目標の看板を降ろすことは難しくても、せめてYCCは折を見て撤廃した方がよいだろう。

あくまで2023年体制の中期的な課題

とは言え、日銀が近い将来にYCCを撤廃することは考えにくい。第一に、それを「2%物価目標の実現に必要な時点まで続ける」という約束がある。金融政策の基本方針に関わる約束を、中央銀行は簡単には破れない。第二に、今は景気の先行きに懸念があるので、長期金利の上昇を許容する方向の政策調整は行いにくい。仮に日銀が動いてその後に景気が失速した場合、それが長期金利の上昇のせいではなかったとしても、本当の理由は誰にもわからないのだから、日銀が格好の批判対象となってしまう。

以上を踏まえると、今の円安局面で、日銀がYCCにわずかなりとも修正を加えることは考えにくい。日銀が10年物金利の変動幅を拡大するのではないかと、5年物金利にターゲットを切り替えて10年物金利は自由に変動させるのではないかと、市場には様々な思惑がある。しかし、日銀が少しでも円安に対応する動きを見せれば、市場はすかさず日銀の本気度を試しにいくだろう。さらなる円安圧力や長期金利上昇圧力がかえって誘発され、YCCはずるずる後退を余儀なくされる。日銀がYCCを少しだけ動かして為替市場をけん制する、といううまい解は事実上存在せず、その方向に踏み出すならYCCの撤廃を日銀は覚悟する必要がある。

実際にはYCCの撤廃は、それを長く続けるほど副作用のリスクも高まるという観点からの、中期的な課題になるだろう。異次元緩和は来年春で10年になる。2%物価目標を射程に捉え堂々と「出口」に向かうことはできなくても、異次元緩和を今の形で15年、20年と続けなくてもよいように、日銀は努力をすると思う。

2023年春に総裁と副総裁2名の任期が到来し、日銀の政策委員会は新しい布陣になる。そこから始まる2023年体制のもとで、マイナス金利とYCCの撤廃が模索される可能性が高い。もちろん、経済環境が比較的良好なタイミングを選ぶ必要はあるが、2023年体制の5年間のうちにはチャンスがあるだろう。

それでも残る「ある日突然に」の可能性

日銀はここまでYCCをほぼ無難に運営してきた。しかしYCCの最大の難関は、それを撤廃・修正する時に訪れる。YCCが実際に撤廃される前でも、撤廃されるという予想が市場に台頭した時点で、長期金利には強烈な上昇圧力がかかる。そうすると日銀は、正式決定の前でもYCCを事実上放棄するか、正式決定まで膨大に国債を買いまくるか、選択を迫られる。

ちなみに、前述のオーストラリア準備銀行も、2021年11月に3年物金利の目標値を撤廃した際、この問題に見舞われた。その動きを市場が事前に織り込み、市場金利が急上昇したのである。結局、オーストラリア準備銀行は正式決定の前に、3年物金利の目標値を事実上放棄せざるをえなくなった。

その程度の混乱は仕方がない、という割り切りもひとつの判断である。しかし、そういう混乱を避けたければ、日銀はYCCの撤廃を直前まで市場に感づかれないようにし、サプライズで正式決定しなければならない。「2%物価目標の実現に必要な時点まで続ける」という約束も突然破ることになるので、その後の信認をどう回復するかも課題になる。

長期金利のコントロールは簡単に始められるが、やめる時は「市場の混乱」か「市場へのだまし討ち」の二者択一になる。市場との対話が重視される近年の金融政策のあり方に照らすと、これは絶望的に厄介な問題である。米国の連邦準備制度理事会（FRB）など主要中央銀行が、YCCを採用しない最大の理由はここにある。「出口」を論理的に見据える中央銀行には、もともと取りえない政策手段なのである。日銀の場合、「入口」の時点での難局乗り切りが最優先だったので、「出口」まで論理的に見据える余裕がなかったのはやむをえない。

先ほど、YCCの撤廃は中期的な課題と述べた。しかし、今の円安局面において、仮にドル円相場が140円、150円に向かう急展開になった時に、日銀がそれを放置できるかどうかはよくわからない。その時の世間の風向きにもよるが、様々なハードルはあっても日銀がYCCの撤廃を決断する可能性はゼロではない。その場合、その日は突然やって来ると心しておきたい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。