

門間 一夫の
経済深読み

YCCは「工具箱」の内か外か

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 2023年3月28日

黒田総裁の会見で興味深かったこと

3月10日に黒田日銀総裁のもとでの最後の金融政策決定会合があった。会合後の記者会見では過去10年の異次元緩和について多くの質問が出た。興味深かったのは、出た質問やそれへの回答よりも、「なぜ追加緩和をしないのか」という質問が出なかったことである。

日銀が目指した2%物価目標は10年経っても達成されていない。そのことがこの記者会見の中心的な話題でもあった。黒田総裁は目標の達成に至らなくて「残念」とも述べた。「そんなに残念ならなぜもっと緩和しないのか」と誰ひとり尋ねなかったのはなぜか。

「金融緩和はもう限界」と記者全員が理解していたからである。国民の問題意識を踏まえて質問するのが記者の仕事なのだから、国民の間にも専門家や政治家の間にも、もはや日銀に追加緩和を求める声はないのである。日銀ができることを全部やりきり、追加緩和への人々の甘えや幻想を根絶したことは、異次元緩和10年がもたらした最も明白な帰結である。

「限界」の象徴としてのYCC

物理的な意味では、日銀はマイナス金利をもっと深掘りできるし国債をもっと買える。しかし、その効果が副作用を上回る見込みは小さく、そのことを日銀自身がよく知っている。「金融緩和が限界に来ている」「追加緩和は可能でない」というのは、具体的にはそういう意味である。

その限界に達したのは実はもう6年半も前のことであり、そのとき日銀が苦しまぎれに始めた「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）」は今日まで続いている。YCCは、本来市場で決まる長期金利を日銀が「決めて」しまうものである。現在日銀は10年物国債金利の水準を「ゼロ%程度」、その具体的な範囲を「±0.5%程度」と決めており、その範囲に収まるように国債の買い入れ額などを調整している。

少なくとも近年の先進国で中央銀行が10年物金利をコントロールした例はなく、オーストラリ

ア準備銀行が3年物金利を一時期コントロールしていたことがあるのみである¹。他の中央銀行が手出しをしない奇手を6年半続けている現実が、矢折れ刀尽きた日銀の現状を雄弁に物語る。

誤解のないよう言葉を足しておく、金融政策が長期金利に「影響を与える」のは普通のことであるし、それがむしろ金融政策の正統な波及経路である。しかし、金融政策が影響を及ぼしながらも「最後は市場が決める」ということと、市場が多少動けるにしても「最後は中央銀行が決める」ということの間には、大きな差がある。

国債市場の機能低下は大問題か

長期金利を「最後は中央銀行が決める」ことの副作用は、昨年来「国債市場の機能低下」という形で顕在化している。世界的なインフレの影響を日本も受け始め、市場が決めようとする金利水準と日銀が決める金利水準が明確に乖離し始めたためである。国債の売買が成立しにくい、イールドカーブの形状がおかしい、現物と先物の裁定が働きにくいなど、YCCに起因する多くの「異常現象」が国債市場で観察されている。

ただ、日銀はこれをそれほど大きな問題とは考えていないようだ。だから多少の対応はしても基本的には静観している。前述の記者会見でも黒田総裁は、「副作用が非常に累積しているとか大きくなっているとかではない」と述べている。それ以外の発言も踏まえて筆者なりに解釈すれば、金融政策が金融市場への影響を通じて効果を発揮するものである以上、政策目的のためなら金融市場に多少の歪みが生じるのは仕方がない、と日銀は考えているのだろう。

中央銀行には金融市場の健全な機能を支える役割もあるのだから、それを犠牲にしてまでYCCを行う価値があるのかどうか筆者は疑問に思う。一方で、国債市場の機能低下は日本経済に悪影響を与える大問題ではない、という点は筆者も日銀に同感である。

財政規律への影響をどう考えるか

ところが経済論壇には、「国債市場の機能低下は日本経済をダメにする大問題」との見方もある。むしろその方が多数派かもしれない。

本年1月に発表された令和臨調の緊急提言では、日銀の金融緩和は、①「財政が悪化すれば金利が上がる」という国債市場の警告機能を完全に喪失させ、②それが財政規律の弛緩をもたらし、③成長戦略の先送りとその結果としての低成長を招いている、と厳しく批判している²。この批判は量的緩和やマイナス金利を含めた異次元緩和の全体に向けられたものであるが、YCCによる国債市場の機能低下という昨年来の現象が、批判のトーンを強める方向に作用したことは間違いない。

筆者はこの批判は言いすぎであると考え。論点はいくつかあるが、本稿では「国債市場の機能

¹ オーストラリア準備銀行（RBA）が2020年3月～2021年11月に行ったこの政策は「イールド・ターゲット」と呼ばれた。

² 令和臨調 緊急提言「政府と日本銀行の新たな「共同声明」の作成・公表を」（2023年1月30日）。

低下が財政規律の弛緩をもたらす」という最初のリンクに絞って論じる。

そもそも「財政規律の弛緩」とは何か。個別の予算の決め方というマイクロ政策的な視点で言えば、「政策目的や優先順位について議論やチェックが甘いまま財政支出や減税が決められてしまうこと」であろう。財政支出や税制は国民一人ひとりの負担や利益に直結するのだから、その公平性や効率性を巡る規律はきわめて重要であり、金利の高低などに左右されてはならない。この面での責任は全面的に政府・国会にあり、日銀に責任はない。

ところが、そこから先に財政規律を巡るより微妙な領域、すなわちマクロ政策としての財政の役割がある。この場合の財政に求められるのは、その時々々の経済情勢に応じてタイムリーに総需要を調節することであるから、今述べたマイクロ政策的な視点での財政規律を犠牲にせざるをえない場合もありうる。マイクロ政策的にも優れた内容の景気対策を迅速にまとめることができればベストだが、時宜を逸せず財政を活用しようとするれば、とりあえず「穴を掘って埋める」ような内容でも雇用や所得を支えるのが優先、という割り切りも現実論としてはありうる。

そうしたマクロ政策的な観点からみても、インフレやバブルになるほど総需要を強めることは回避する規律が求められる。実際には日本で過去30年ほど、そこまで総需要が刺激されたことは一度もない。

日銀が2%物価目標を掲げ政府もそれを是としているのは、政府も日銀も「安定的な2%インフレが日本経済にとって望ましい」と考えているからだろう。ならば2%物価目標が未達である限り、財政政策も需要を増やす方向で運営されるのが望ましいということになる。そういう当たり前のロジックをたどれば、「金融緩和が財政規律を弛緩させている」ように見えるのは「見せかけの因果関係」だと気づく。「需要不足」が政府・日銀の共通認識なのだとしたら、財政拡張と金融緩和の組み合わせは最も自然なポリシーミックスである。

YCCは「工具箱」の内か外か

今述べたロジックで不確かな部分があるとすれば、「安定的な2%インフレが望ましい」という最初の前提が正しいかどうかである。その論点を飛ばして財政規律を論じるのは難しいように思う。一方、2%物価目標は国際標準という側面を重んじれば、いずれにしてもその廃止や修正は困難かもしれない。だとすれば、2%物価目標を掲げつつも、「日本は2%物価目標が最適とは言えない例外的な国」である可能性も念頭に置いて、金融政策や財政政策の適切なあり方を考えることが次善のアプローチになる。ただ、これは難題なので本稿ではこれ以上踏み込まない。

それでも金融政策のあり方に絞れば、YCCの是非が論点のひとつになることは間違いない。YCCが国債市場の機能を毀損していることは、財政規律を弛緩させているかどうかを論じるまでもなく、それ自体として見過ごせない副作用である。加えて、YCCを継続したまま仮に2%物価目標の達成が視野に入ってきた場合、経済全体に悪影響が及ぶような金融市場の混乱を招くリスクがある。

昨年の米国や欧州もそうだったが、中央銀行が短期金利を引き上げていく過程では、市場がそれを事前に織り込んで長期金利がまず上がり始める。そのことによって実際の利上げの前から、金融環境が引き締まり始めるのである。それでも米欧の金融政策は「ビハインド・ザ・カーブ（手遅れ）」となり、過度なインフレの防止に失敗した。そこで慌てて急速な利上げを進めたところ、それが一因となって銀行破綻など最近の金融不安が起きた。

日銀がYCCをキープしたまま金融緩和の出口に向かう場合、米欧で起きた「長期金利がまず上がり始める」という金融環境の初期変化すら、日本では封じられてしまう。YCCには、長期金利も含めた「究極のビハインド・ザ・カーブ」となるリスクが内包されているのである。本格的な金利上昇を30年以上知らない日本の金融システムは、人為的に抑えられていた長期金利の急上昇にいきなり直面することになる。

2%物価目標が達成されなければYCCには効果がなかったことになるし、2%物価目標が達成されればYCCで余分に蓄積された金利上昇エネルギーが一気に放出される。たとえ2%物価目標のためだとしても、YCCという政策手段のメリットは、そのコストやリスクに見合うものであったのだろうか。適宜のタイミングでの総括は不可欠である。

遅かれ早かれYCCは撤廃される時が来るだろうが、長期的にみれば日本経済は再びデフレ圧力に直面する可能性がある。金融政策の世界では、新しい政策手段を試みた後、それを将来も使える選択肢として残しておくことを「工具箱に入れる」という。YCCは工具箱の内に置くのか外へ葬るのか。長い「お試し期間」のあと、日銀の判断が注目される。

最後に目先の話のひとつ。最近では米欧金融システムを巡る不安定な動きもあって、長期金利が世界的にやや落ち着いてきた。この状況ならYCCを撤廃しても、日銀が望ましくないと考えるほど長期金利が上昇する可能性は低い。植田新総裁のもとで最初となる4月末の政策会合は、意外にチャンスかもしれない。

●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。