



イールドカーブ・コントロールの問題点が浮き彫りに

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

○黒田日銀総裁は「景気刺激のためには強力な金融緩和が必要」と繰り返すが…

通常、中央銀行は短期金利を操作対象にして金融政策運営を行う。長期金利については市場動向に任せるのが普通だ。しかし、日銀は2016年9月から短期金利だけでなく長期金利も操作対象とすることにした。

現在、短期金利（日銀当座預金金利）の誘導目標はマイナス0.1%、長期金利（10年国債利回り）の誘導目標は「ゼロ%程度」を中心に±0.25%のレンジとなっている。

インフレ懸念とそれに伴う利上げ観測の高まりによって米欧で長期金利は大きく上昇している。これに対して、日本の長期金利は狭いレンジでしか動けないため、ほとんど横ばいで推移している（図1参照）。そうしたなか、現在日銀が行うイールドカーブ・コントロール（以下、YCCと書く）政策の問題点が浮き彫りになってきた。

YCC政策の第1の問題は、市場動向を軽視する感がみられる点だ。現在のように世界中でインフレが問題視されるような状況では、インフレ懸念の高まりによって自然に長期金利が上昇する。そして、その長期金利上昇は設備投資などの需要を抑制することにより、物価上昇をいくらか和らげる効果がある。中央銀行も長期金利の動きをモニターして、インフレ懸念の

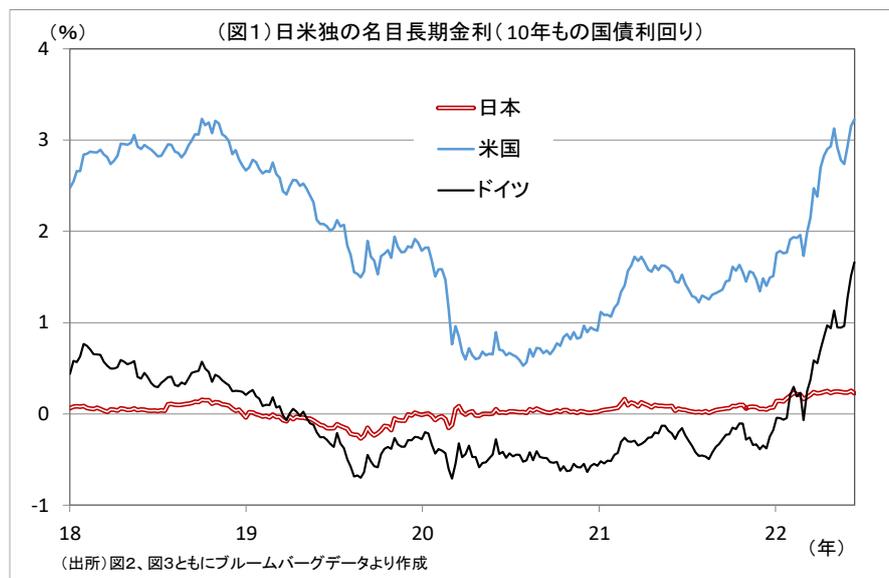
高まりがどの程度かを測ることができ、それを政策に反映させることができる。

しかし、YCC政策は長期金利の適正水準を日銀が決め、長期金利上昇を人為的に低めに抑制しようという政策であるため、そうした市場の自動調節機能が働かない。

インフレ懸念の高まりを反映して、最近の10年国債利回りは、日銀が上限と判断している0.25%を超えて上昇しようとしているが、日銀がその動きを無理やり抑えようとする姿勢は、市場の動きが「間違い」であると決めつけているようにもみえる。黒田日銀総裁は「景気刺激のためには強力な金融緩和が必要」と繰り返すが、市場の動きが軽視され、「市場との対話」に問題が生じている。

○YCC政策が急速な円安をもたらしている

第2の問題は、YCC政策によって円安が





加速している点だ。

円安の原因については、米国が金融引き締めに動いているのに対して日本は「金融緩和を維持」しているからだという説明がよくなされるが、そのようなことでは今のような急速な円安にはならないだろう。

インフレ懸念の高まりから米国が先行して金融引き締めに動いているというのは確かだが、日本でも程度の差はあれインフレ懸念は高まっている。図2、図3は、債券市場の動きから名目長期金利を実質長期金利（10年もの物価連動債利回り）と予想インフレ率に分けたものだが、日本の予想インフレ率は欧米の動きに沿って上昇しており、半面、実質長期金利は欧米とは逆に低下している（図2、3参照）。

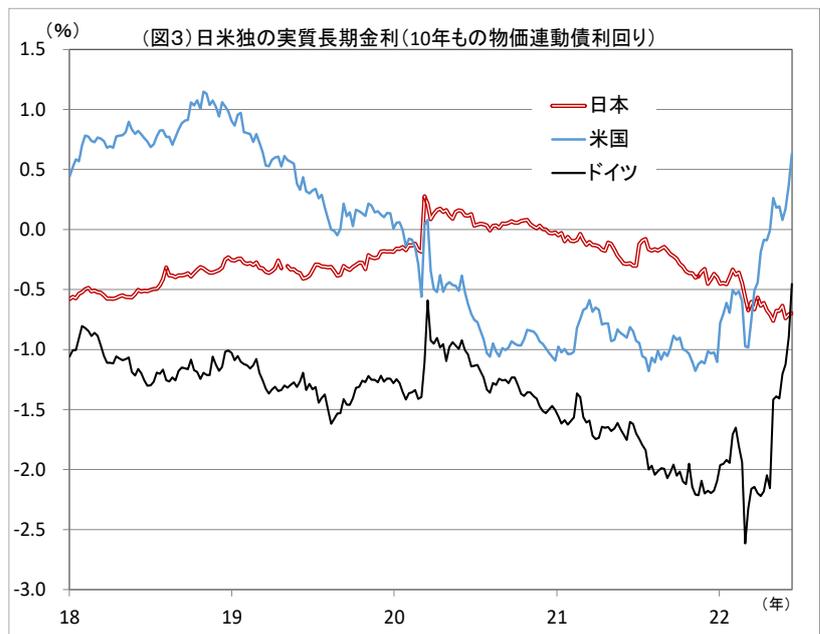
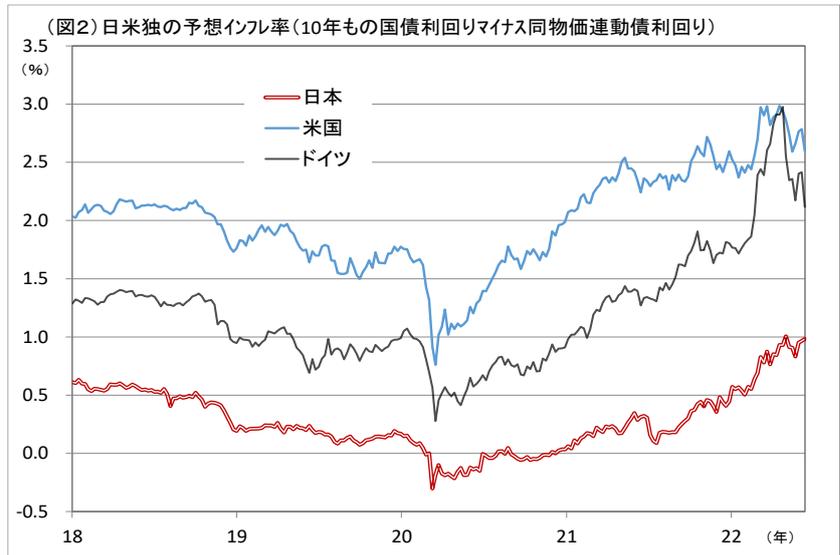
日本ではYCC政策により名目長期金利が固定されているため、インフレ懸念が高まると実質長期金利が低下することになる。そして実質長期金利低下は金融緩和政策を「維持」しているとの日銀の考えとは幾分ずれ、市場からは、金利面で金融緩和が「強化」されていると解釈される。

また、YCC政策の下では量的な面でも金融緩和が「強化」される。10年国債利回りが0.25%を超えて上昇しようとする場面において日銀は国債を無制限に購入して、それ以上の利回り上昇を抑えこもうとする。つまり、本来ならインフレ懸念で長期金利が上昇するような局面で、日銀は逆に金融市場に無制限な資金供給を行な

う。

円安を急速にしているのは、米国が金融引き締めに動いているのに対して、日本が実質金利面、量的な面から「金融緩和を強化」しているからだと言っていい。

そして、この円安は輸入物価を押し上げるため、①円安による輸入物価インフレ懸念が長期金利上昇圧力を高める→②日銀はそれを抑えるため金融緩和を一段と強化する→③一





段の金融緩和強化が円安に拍車をかける→④
円安による輸入物価インフレ懸念が長期金利
上昇圧力を一段と高める、という悪循環が続
くおそれがある。

以前は世界的なデフレ下で世界の長期金利
も低下気味であったため、こうした問題は起
こらなかったが、今や物価を巡る環境は変化
している。確かに日本では賃金が伸び悩むな
かで、エネルギー、食料などを中心に物価が
急上昇しているだけで、これは、本来、日銀
が目指した「デフレ脱却」に当たるものでは
なく、物価上昇は一過性にとどまるとの期待
もできない。だが、半導体不足や労働力
不足にみられた供給制約、グローバル化の逆
流、財政赤字拡大などによって、現在起きて
いるインフレがエネルギー・食料などにとど
まらない、長期的、継続的なインフレになっ
ていく可能性も意識せざるをえない状況にな
っているのも事実だ。

仮に、何らかの要因で世界経済が再びデフ
レ状況に逆戻りするとすれば、YCC政策が
円安をもたらす心配もなくなるだろう。だが、
世界のインフレ状況が続くとすれば、日本で
も円安と輸入物価インフレの悪循環が続くだ
ろう。

○日銀の国債大量購入で国債市場が干上が ってしまうおそれがある

第3の問題は、日銀が市場の国債を買い占
めてしまい、国債市場が干上がってしまうお
それがある点だ。

実は、2013年以降の量的金融緩和政策で日
銀が大量に国債を購入し、国債市場が干上が
ったことがYCC政策実施の理由でもあつた。

デフレ脱却を目指した黒田総裁率いる日銀
の闘いを振り返っておこう。2013年4月に日

銀は「2年間でマネタリーベースを2倍にし、
2%の物価目標を達成する」とする「異次元
緩和」政策を始めた。

ここで期待されたのは以下の3つの効果だ
った。

- ① 日銀が国債を大量に購入することで長
期金利を低下させ、それによって設備
投資などを増加させる。
- ② 銀行は日銀に国債を売却した代金とし
て、大量の日銀当座預金を保有するよ
うになるため、その余裕資金を貸出に
回す。
- ③ マネタリーベースの増加がインフレ期
待を高める。

このうち、①については確かに日銀の大量
購入で国債需給がひっ迫し、長期金利は低下
したが、その金利低下が設備投資を押し上げ
る効果は小さかった。②については、銀行の
余裕資金は確かに急増したが、設備投資など
の資金需要が盛り上がらなかったため、銀行
は貸出を増やせなかった。③について言えば、
マネタリーベースは増えたが、信用乗数や貨
幣流通速度は経済学の教科書¹で仮定されて
いるように一定ではなく、マネタリーベース
を増やしても信用乗数が低下したことでマネ
ーサプライがあまり増加せず、結果的にイン
フレ期待も高まらなかった。結局、期待され
た効果のうち実現したのは、大量な国債購入
によって国債利回り（長期金利）が低下した
ということだけだった。

一方、国債を大量に購入するという量的金
融緩和政策の副作用が徐々に表面化していっ
た。年間の財政赤字（＝新規発行国債）が40
兆円程度という状況で、日銀は年間80兆円の

¹ マネーサプライ＝マネタリーベース×信用乗数
マネーサプライ×貨幣流通速度＝物価×実質GDP



国債購入を続けたため、国債市場は干上がってしまった。国債市場の流動性が低下し、

①銀行は短期の資金調達のための担保に必要な国債さえも確保できなくなる、

②年金や生保は最適なアセットアロケーションに必要な国債を保有できなくなる、

などの問題が表面化した。IMFなどの国際機関も日銀の量的金融緩和政策の持続性を疑問視するようになった。

そうしたなかで2016年に打ち出されたのがYCC政策だった。もともと金利が低下しやすいデフレ局面で長期金利を低位で安定させるだけなら、年間80兆円も国債を購入する必要はなかったためだ。本来であれば、単に国債購入額を減らしても良かったと考えられるが、それでは金融引き締めと解釈される可能性があるといった理由から「量的金融緩和」の代わりに「長期金利を低位に据え置くYCC政策」の実施となったのではないとも言われている。

確かに、金利が低下するデフレ局面ではYCC政策によって国債購入を減らすことができたが今は違う。インフレ状況では長期金利に上昇圧力が強まり、金利上昇を抑えるため、日銀は国債を大量に購入することになる。実際、6月13～17日の1週間だけで、日銀の国債買い切りオペは10.9兆円に上った。このペースで日銀が国債を購入していけば、国債市場が干上がってしまうことは明らかだ。

○日銀の独立性が保てなくなっている

第4の問題は、日銀が中央銀行としての独立性を保てなくなるといった点だ。

国債大量購入が引き起こす副作用から日銀は2016年に量的金融緩和政策をYCC政策に切り替えたが、国債を大量に購入しマネタリーベースを増やそうという政策とYCC政策

とは、単に国債購入額の違いというだけではない、別の意味での違いがある。

つまり、YCC政策は人為的な低金利政策によって国債利払い費の負担を軽減するものであり、その政策を見直そうとする場合、直接、政府の財政負担を増やすことになる。この結果、YCC政策を実施したことによって日銀は自ら中央銀行としての独立性を失いかねない状況に陥っている。

仮に、本当に金融引き締めが必要になったとしよう。当初のように、マネタリーベースを増やすために国債を大量に購入する量的金融緩和政策であれば、日銀は自らの判断で、機動的に量的引き締めへ転ずれば良い。ところが、YCC政策の場合、日銀は購入する国債の利回りを引き上げなければならない。これは政府が発行する国債の利回りを引き上げることになり、直接的に財政負担を大きくする。政府は場合によってはこれを容認しないだろう。

本当に引き締めが必要な局面になっても、日銀自身の判断で機動的な引き締めができなくなったというのが、YCC政策の大きな問題点だ。

○YCC政策の早めの見直しが必要

各国がコロナ対応で緩めすぎた金融政策の正常化に動くなか、日銀は6月17日の金融政策決定会合で、現状の強力な金融緩和政策の維持を決めたが、「景気刺激のためには強力な金融緩和が必要」という点にこだわりすぎたばかりに、正常化に向けた修正ができず、身動きがとれない状態にもみえる。

YCC政策のために日本の実質長期金利（10年もの物価連動債利回り）はこの1年間でマイナス0.1%程度から6月17日にはマイナス0.7%とマイナス幅が拡大した。



日銀がYCC政策を見直そうとすれば、それだけで実質長期金利はここまで低下した分（約0.6%ポイント）上昇し、その分、名目長期金利も上昇する可能性がある。0.25%を上限に抑えられてきた10年国債利回りは一気に1%程度まで跳ね上がる計算で、その影響は計り知れない。

一方、悪影響の大きさを怖れて日銀がYCC政策を維持すれば、日本の実質長期金利は一段と低下していくだろう。日本と海外との実質長期金利差拡大により円安が続き、円安による輸入インフレで日本の実質長期金利はさらに低下し、それが円安に拍車をかけることになる。

世界が再びデフレ状況に戻らない限り、遅かれ早かれYCC政策の見直しが必要と考えられるが、見直しが遅ければ遅れるほど、悪影響は大きなものとなるのではないか。