

日銀のYCC柔軟化と政策修正展望

日本銀行は7月にイールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の柔軟化を決める一方、2%の物価目標達成はなお見通せないとして、金融緩和の枠組みを当面維持する方針を示した。ただし来年後半以降には、副作用の軽減を狙って、マイナス金利政策解除など本格的な政策修正に着手することが見込まれる。

先手を打ってYCCの運用の柔軟化を決定

日本銀行は7月28日の金融政策決定会合で、長期国債利回りを目標とするイールドカーブ・コントロール（YCC）の運用を柔軟化する措置を決定した。10年国債利回りの許容変動幅を「0%±0.5%程度」とする従来の枠組みは維持する一方、利回りが+0.5%の上限を超えることを容認する姿勢を新たに示した。

今まで日本銀行は、利回りが変動幅の上限を超えることを頑なに認めてこなかった。そのため、利回りが上限に接近する局面では、さらなる利回り上昇を抑えるために、臨時国債買いオペや指値オペを通じて、大量の国債買い入れを強いられたのである。それは、日本銀行のバランスシートを拡大させる、国債市場の機能を低下させる、事実上の財政ファイナンスの傾向を強める、といった多くの副作用を高める。それらは、YCCという枠組みを維持するための大きな代償でもあった。

昨年、米国の長期国債利回りの上昇が日本の長期国債利回りに上昇圧力をかける局面で、日本銀行が利回りの上昇を強く抑えたことから、日米利回り格差が拡大し、急速な円安進行が引き起こされた。円安は輸入物価の上昇を通じて、物価の高騰をより深刻にする。そこで、柔軟さを欠く日本銀行の政策姿勢に国民からの批判も高まったのである。日本銀行が昨年12月にYCCの変動幅を拡大したことに続き、今回さらなる柔軟化策を講じた背景には、こうした批判への対応もあったと考えられる。

日本銀行は、10年国債利回りが変動幅の上限に接近し金融市場が混乱した後に、追い込まれる形で追加の柔軟化措置を講じるのではなく、金融市場が安定を維持し

ているタイミングを狙って、先手を打ったのである。

日本銀行は、今まで+0.5%の水準で実施してきた無制限での10年国債買い入れ、つまり毎営業日指値オペを、新たに+1.0%の水準で実施するとしている。そのため、利回り変動の上限は実質的に+1.0%に切り上がったとの見方もある。しかし、実際には、日本銀行は現時点でそこまでの利回り上昇を当面容認することはないだろう。植田総裁も、+1.0%の毎営業日指値オペは「念のための上限キャップ」と説明している。

日本銀行は+1.0%での毎営業日指値オペを続ける一方で、「各年限において、機動的に、(国債) 買い入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」としている。日本銀行はこれらの手段を用いて、この先も利回りの上昇をけん制するだろう。

したがって、YCCの運用の柔軟化をかなり進めたことから、10年国債利回りが+1.0%近傍の水準を維持することが常態化するようなことが生じない限り、日本銀行はYCCの追加の柔軟化策を実施しないとみられる。

また、今回の柔軟化措置を受けても、利回りの上昇幅は比較的限られることから、円高、株安などが急速に進むなど金融市場が動揺し、また経済、物価に目立った悪影響が生じる可能性は高くないと考えられる。

2%を超える物価上昇は持続的でないとの見方

昨年12月に日本銀行がYCCの変動幅拡大を決めた際には、金融市場は大きく動揺した。今年4月からの新総裁のもとで本格的な政策修正を一気に進める地均し、と金融市場は受け止めたためだ。

しかし、今回日本銀行は、金融市場への影響を抑えつ

つ、柔軟化措置を比較的上手く実施することができたように見える。それは日本銀行が、「柔軟化措置と本格的な政策修正あるいは正常化とは異なるもの」との認識を事前に金融市場に浸透させていたからだろう。

日本銀行は現在、「政策の正常化は2%の物価目標達成が前提」としている。そのもとで、「2%の物価目標は現時点ではなお見通せない」と繰り返し述べてきたことから、今回の措置が政策の正常化、本格的な政策修正につながるものではないと市場は即座に理解したのである。

7月28日の会合では、日本銀行の「展望レポート」で物価見通しも注目を集めた。2023年度の消費者物価（除く生鮮食品）見通しは前年同月比+2.5%と、前回4月時点の+1.8%から大幅に上方修正された。他方で、2024年度の物価見通しは+1.9%と、前回見通しの+2.0%からむしろ下方修正され、2025年度の見通しは+1.6%と、前回見通しから据え置かれた。このことは、2%を超える現在の物価上昇率は持続的ではなく、予測期間中には再び2%を下回るとの見通しを日本銀行が堅持していることを意味する。それを対外的に示すことで、今回の柔軟化措置が、早期に本格的な政策修正につながっていくとの市場の観測を抑える狙いもあったのではないかと。

本格的な政策修正は来年後半以降か

実際のところ、2%の物価目標達成は、今後も見通すことは難しいと考えられる。しかしそうしたもとでも、いずれ日本銀行はマイナス金利政策解除などの本格的な金融政策の修正に乗り出すと見ておきたい。

逆説的であるが、日本銀行が、「2%の物価目標の達

成は短期的には難しく、金融緩和を粘り強く継続することで中長期的に達成を目指す」と宣言することが、本格的な政策修正の起点となるのではないかと。2%の物価目標の達成までに時間がかかり、金融緩和が長期化する、いわば長期戦に耐えられるよう、緩和継続の障害となり得る副作用を軽減するという口実により、金融緩和の枠組みの見直しを進めることが見込まれる。

この先、物価上昇率は低下傾向を辿り、来年年初には前年同月比で一時的に+2%を下回ることも見込まれる。さらに物価上昇率の低下を反映して、来年の春闘の賃金上昇率は今年の水準を下回るだろう。黒田前総裁は、「2%の物価目標達成には、+3%のベア定着が必要」と説明していた。今年のベアは+2%強となったが、来年の春闘では+2%を下回るとみられる。その結果、短期的に+2%の物価目標達成することは困難なことが明らかとなるだろう。

これらを受け、日本銀行は来年4月の展望レポートで先行きの物価見通しを下方修正し、+2%の物価目標の達成は短期的には難しく、緩和の長期戦に備える考えを示すのではないかと。それでも、マイナス金利政策解除、YCC撤廃などの「金融緩和の枠組みの見直し」がすぐに始まる訳ではない。内外の景気情勢悪化、米国での金融緩和観測の高まり、為替市場での円高の動きなどの多くの障害に阻まれ、日本銀行が本格的な政策修正に着手するのは少なくとも来年後半以降となるのではないかと。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp