

【日銀金融政策決定会合（22年12月）】

日銀が10年国債利回りの変動許容幅を拡大 ～YCC（イールドカーブ・コントロール）の終焉が近づいた印象～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 唐突だった政策変更

12月19、20日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場の意表をつく形で、10年国債利回りの変動許容幅を、 $\pm 0.25\%$ 程度から $\pm 0.5\%$ 程度に拡大する政策変更が発表された。YCCは、長期金利を直接コントロール下に置くという設計上、政策変更を事前に市場に織り込ませるのが難しいという特徴を持つが、それにしても唐突過ぎるタイミングであり、大半の市場関係者にとっては青天の霹靂だったと考えられる。黒田総裁自身、筆者が考えていたほど現行政策の維持に強い信念を持っていたわけではなかったことが明らかとなった形であり、この点については不明を恥じたい。今回の決定により、日銀の政策は結局のところ、政府の方針に左右されるのではないかとの印象を改めて強めた。

政策変更の理由について公表文では、「債券市場の機能低下」を挙げているが、これは別に昨日今日始まった問題ではない。黒田緩和の最も大きな副作用のひとつとして、開始当初から再三指摘されてきたにもかかわらず、これまでは市場機能には大きな問題はなく、緩和継続が優先とのスタンスで首尾一貫していた。黒田総裁は会合後の定例会見において、「なぜ今か」との質問に対し、「**春先から世界的な金融資本市場のボラティリティが高まっていたわけですが、それが一時、低下したように見えたのに、またこのところ非常に高まって、イールドカーブのゆがみというのが非常に強くなってきている**」と述べている。そうであれば、なぜ春先の時点では政策変更がまったく検討課題にならなかったのかという疑問が生じるし、為替市場にしろ、債券市場にしろ、足元ではむしろ落ち着きつつあった点が事実と異なる。これを理由に政策変更するのであれば、9月か10月の会合で実施するのが妥当であった。

企業金融の円滑化につながるのでは利上げではないという説明も苦しい。黒田総裁自身、記者会見や国会の場で、YCCの変動許容幅の拡大は事実上の利上げに当たると再三説明していた。他の高官も同じ説明をしており、矛盾は否定しがたい。今回の決定が、3人のリフレ派委員を含む全員一致の決定だった点も不思議である。自らが利上げと述べていた決定に、真っ先に反対してしかるべきリフレ派委員がなぜ一人も反対しなかったのだろうか。おそらくは、円安・物価高対応で政府との間で事前に水面下でなんらかの調整があったと考えるのが最も納得のいく説明だが、あくまでも憶測であり、これについては後報を待つしかない。タイミングが今になったのは、ボラティリティが拡大したからではなく、むしろ市場が落ち着きを取り戻したことで、債券市場が投機攻撃を浴びるリスクが薄れたからであろう。

2. さらに異様な枠組みとなったYCC

とはいえ、市場の動きは予断を許さない。さらなる政策変更を織り込みにかかる市場とどう対峙するかは、日銀にとって引き続き最重要課題になる。今回の会合では、国債金利の上昇圧力を封じる政策を同時に打ち出して

いる。具体的には、毎月の国債買入金額について、月間 7.3 兆円から 9 兆円程度に増額するほか、固定利回り方式による国債買入オペ（指値オペ）を 10 年以外の他の年限（2、5、20、30、40 年）にも広げるというものである。

指値オペについては、早速会合直後にオファーがあったが、買入利回りの水準をみると、2 年利付国債 443 回で 0.02%、5 年利付国債 154 回で 0.17%、20 年利付国債 182 回で 1.245%と、さながら「全年限コントロール政策」といった様相を呈している。市場機能を回復させるという目的と整合的どころか、逆行しているように見えなくもない。日本の金利はすべて日銀が決めると言っているに等しく、かなり無理があると言わざるを得ない。10 年国債については 0%という目標水準と変動許容幅が設定されているが、他の年限にはないので、指値の水準の根拠がない点も問題である。YCC 導入直後にも言われたことだが、「日銀が考える望ましいイールドカーブの定義は何か」という疑問が再び頭をもたげてくる。本来市場で決まるべき金利を日銀が決めるからには、ただなんとなくならかにしたいということでは通らないのではないか。

これは揚げ足取りだが、国債買い入れ額の増額は、量的緩和政策の強化でもある。YCC 開始以降、国債購入量は金利の従属変数なので、制度上は矛盾があるわけではないが、海外投資家のなかに、日銀が何をしたいのかわかりにくいと考える向きが増えても不思議ではない。ただでさえわかりにくい YCC の枠組みがさらにわかりにくくなったとの印象は否めない。

3. YCC の終了が近づいたか

さらなる投機攻撃を抑え込みたいとの日銀の意図は理解できるが、思惑通りに行くかどうかはわからない。このまま海外の長期金利が落ち着いた推移が続けば別だが、また上昇した暁には、日本国債にも強い売り圧力がかかるだろう。前回売り圧力がかかった局面では、黒田総裁が YCC 維持に向けた強い決意を再三にわたり強調したことが、投機筋が矛を収める一因になった。しかし、今回こうしたサプライズを演じたからには、もはや市場は黒田総裁の言葉を信じない。市場との正常なコミュニケーションは難しくなった。

思い起こせば、黒田緩和はもともと、「サプライズ緩和」という、市場とのコミュニケーションを軽視する路線で始まった。物価目標の早期達成が不可能であることが明らかになってからは、紆余曲折を経ながらも、徐々に正常化への道を進んできたが、任期の最後になって再び元の木阿弥となった感がある。かといって、すでに 10 年国債利回りの上下のレンジは 1%に達しており、これ以上上げると、0%という目標水準の意味がなくなってしまう。これ以上のレンジ幅の拡大は、YCC の放棄と同義とみなされるだろう。そのプロセスはすでに始まっているとも言える。次回の変更は、さらなる変動許容幅の拡大ではなく、YCC 自体の枠組み見直しということにならざるを得ないだろう。年明け以降、このままなし崩し的に YCC の放棄に追い込まれる可能性もなくはないが、基本的には後継の総裁が岸田政権との調整の下で実施すると考えられる。いわゆるアコードの書き換えの議論も同時に進むことになるだろう。

そのタイミングは外部環境に大きく左右される。春以降、米国景気が失速した場合は、早期の枠組み変更は難しくなるだろう。欧米景気が利下げに動くなかで、日銀が逆方向に動くのは難しい。すでに急速な円高への巻き戻しが進む為替相場の動向が大きな懸念材料となる。その場合、本格的な出口への動きは 2024 年にずれ込む可能性が高い。早期に枠組み変更に踏み切るためには、高インフレと利上げが続くなかでも、世界経済、ひいては日本経済が持ちこたえることが前提になるが、難しいかもしれない。いずれにせよ、日本の潜在成長率の低さを考えれば、どんどん利上げできるわけではなく、金利上昇が日本経済に大きな混乱をもたらす可能性は高くない。とりあえず、マイナス金利の解除までこぎつけることができるかという点がポイントになる。

黒田日銀は、もともと極めて政治的に誕生した体制である。政治の方針転換とともに、その政策も終焉を迎える可能性が高まってきた。今回の政策変更により、YCC は全年限コントロールという異様な枠組みに変貌したが、

それが逆に YCC の最終章を示しているようにも見える。

4. 景気判断はすえ置き

景気の現状判断は、「資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」がすえ置かれた（図表 1）。

（図表 1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備 考
20 年 1 月 21 日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20 年 3 月 16 日	このところ弱い動きとなっている	↓	7 会合（11 ヶ月）ぶりの下方修正
20 年 4 月 27 日	厳しさを増している	↓	2 会合（2 ヶ月）連続の下方修正
20 年 6 月 16 日	きわめて厳しい状態にある	↓	3 会合連続の下方修正
20 年 7 月 15 日	きわめて厳しい状態にある	→	
20 年 9 月 17 日	持ち直しつつある	↑	3 年 2 ヶ月ぶりの上方修正
20 年 10 月 29 日	持ち直している	↑	2 会合連続の上方修正
20 年 12 月 18 日	持ち直している	→	
21 年 1 月 21 日	基調としては持ち直している	↓	5 会合ぶりの下方修正
21 年 3 月 19 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 4 月 27 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 6 月 18 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 7 月 16 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 9 月 22 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 10 月 28 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 12 月 17 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 1 月 18 日	持ち直しが明確化している	↑	10 会合ぶりの上方修正(8 会合ぶりの変更)
22 年 3 月 18 日	基調としては持ち直している	↓	9 会合ぶりの下方修正
22 年 4 月 28 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 6 月 17 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 7 月 21 日	持ち直している	↑	4 会合ぶりの上方修正
22 年 9 月 22 日	持ち直している	→	
22 年 10 月 28 日	持ち直している	→	
22 年 12 月 20 日	持ち直している	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

個別項目ごとの判断は、海外経済が下方修正、設備投資が上方修正となった（図表 2）。12 月短観でも、設備投資計画は引き続き強かったが、輸出と連動する面が強いことを考えれば、今後は楽観できない。

（図表 2）個別項目の判断

項 目	10 月決定会合	12 月決定会合	方向性
海外経済	総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる	回復ペースが鈍化している	↓
輸出	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	→
鉱工業生産	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	→
企業収益	全体として高水準で推移している	全体として高水準で推移している	→
設備投資	一部業種に弱さがみられるものの、持ち直し	緩やかに増加している	↑

	ている		
雇用・所得環境	全体として緩やかに改善している	全体として緩やかに改善している	→
個人消費	感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している	感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している	→
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
金融環境	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	上昇している	上昇している	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411