

## ストラテジーブレティン (337号)

## 日銀 YCC 政策変更の意義

## ～日銀の政策遂行能力に対する信認を高めた～

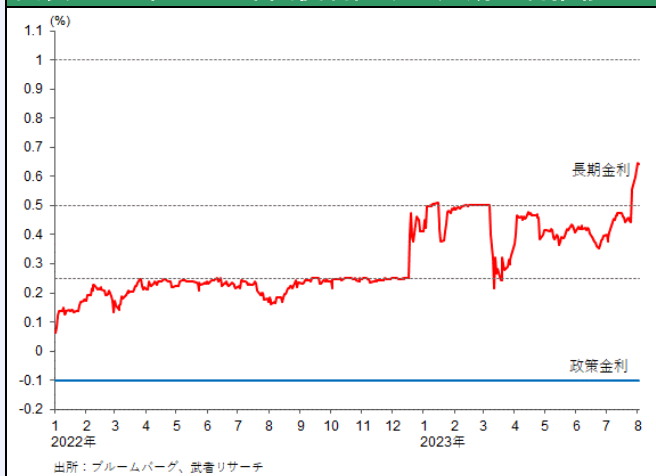
## (1) YCC の出口に向かう日銀

## 長期金利は市場実勢に委ねられ、上昇していく

7月28日、日銀はYCC(イールドカーブコントロール)政策の変更を発表した。昨年12月に続く2回目のYCC変更である。金利には政策によって決定される短期金利と市場が決める長期金利があるが、2016年に導入されたYCCは本来市場で決まる長期金利をも当局がコントロールするというものである。それ以降、日銀が容認する10年国債利回りの上限は0.25%であったが、昨年12月の変更で、0.5%に引き上げられた。

今回はそれがさらに1.0%に引き上げられた。市場の裁量の余地を拡大させたのであるから、日銀がどう説明しようともYCCの出口へ向けての歩を進めたことは疑いない。昨年12月以降10年国債利回りは0.25%以下から0.4~0.5%のレンジにシフトしたが、今回の決定によって、更に水準を切り上げると想定される。政策変更後1週間で0.65%まで上昇しており、今後は日銀のオペレーション次第だが、0.5%~1.0%の間で推移していくものとみられる

図表1: 日本の10年国債利回りと短期金利推移



## 株価やリスクテイクにとってマイナスではない

これは明白な利上げだから金融引き締めへ転じたこととなり、株価やリスクテイクにマイナスになるとの評価がなされているが、それは正しくないだろう。第一に、今回の変更は日銀が目標にしていた2%インフレに近づいたことによってなされたもの、つまりより望ましい経済状態に近づいたのであるから、これはプラスである。第二に、CPI急上昇により実質金利は大きく下落しており、それは金融緩和と効果を強めることになる。日銀による食料品、エネルギー価格を除くCPI予想(中央値)は2023年度3.2%と1年前時点での予想に比べて1.8ポイント上昇しており、今回の利上げをもって実質金利は下落することになる。政策変更後に日経平均株価は(米国国債価格付けの引き下げによる米国株安もあり)3%、1000ポイントほど下落したが、早晚落ち着きを取り戻すものと思われる。

## YCCの出口が見えてきた

いずにしても本来市場で決まる長期金利を日銀がコントロールするYCCはいつまでも続けてよい金融政策ではない。長期金利がマイナスに陥るといった異常事態に対応した奇策であったのであり、事態が変われば止めるべき政策である。今や経済市場環境はデフレリスク、金利低下リスクが消え、インフレ、金利上昇リスクへとシフトしているのであるから、YCC

株式会社 武者リサーチ  
代表

武者 陵司

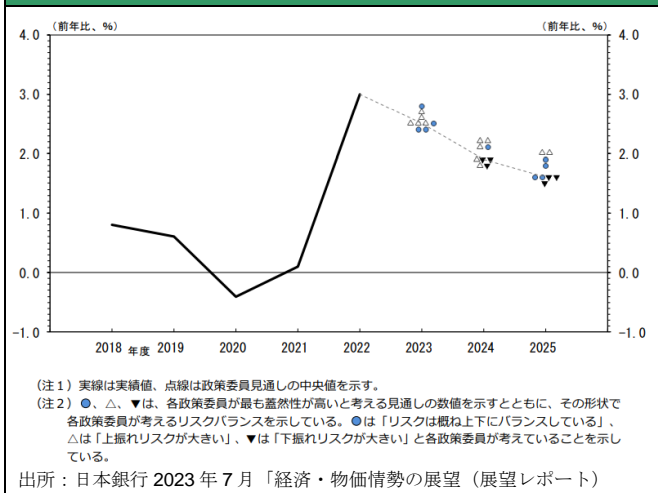
E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

の枠組みの変更が必要になっている。今のところ YCC そのものの副作用は小さく、持続することに問題はない。しかし、ひとたびインフレ圧力や円安圧力に対して日銀が後手に回ったと市場が判断すれば、強烈な日本国債売り、円売りの投機が起き市場が大混乱に陥る可能性がある。そうなる前に日銀は市場の期待に先行して金融政策を修正していかなければならない。昨年12月、今年7月のYCCの修正は、準備周到な出口への誘導と考えられよう。

図表 2: 消費者物価上昇率(除く生鮮食品)と日銀による予想



## (2) 中央銀行の創造的金融政策展開の一つとしてのYCC

近年の世界の中央銀行金融政策は、新しい現実に対応した創造的政策の展開に満ちている。YCCもその流れの中で評価されねばならない。

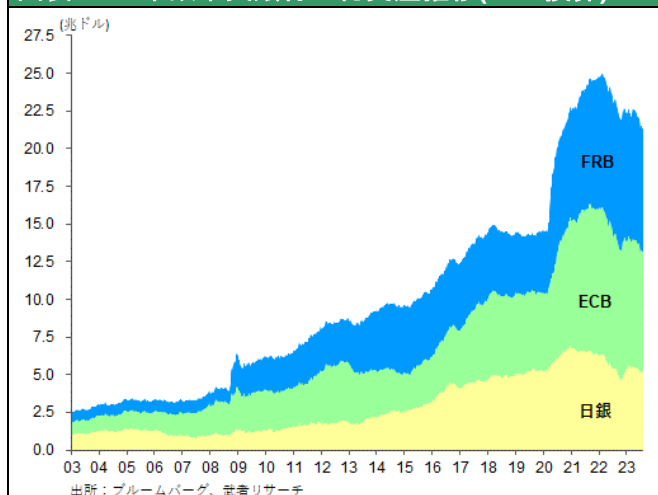
### 量的金融緩和の創造性と見事な成果

かつての金融政策の中心は金利政策であったが、リーマンショック以降、短期金利がゼロに張り付いたこと、銀行融資による信用創造の比重が低下したことにより、新たな政策手段が必要になり、量的金融緩和が導入された。バーナンキ議長の下で米国FRBは3回にわたって量的金融緩和を実施し、総資産を8000億ドルから4.5兆ドルへと5.5倍に拡大した。

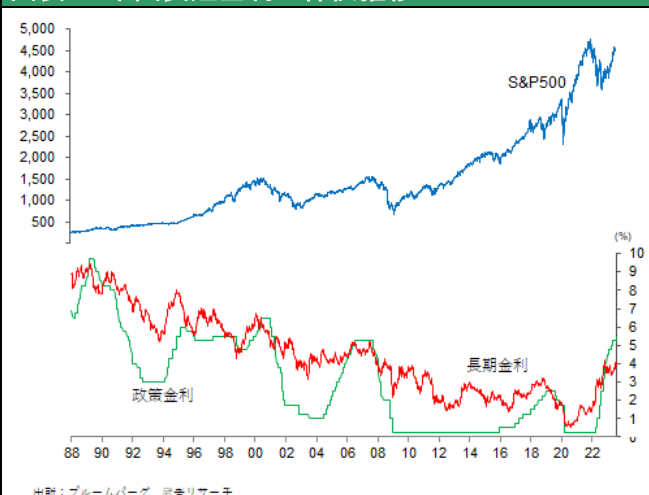
それにより急落していた資産価格が押し上げられ、絶大な経済効果をもたらした。米国株価はその後10年間に4倍に急騰、不動産価格も上昇し、米国家計の純資産は50兆ドルから100兆ドルへと倍増した。この家計資産増加額は米国GDPの2.5倍に相当する膨大なもので、それが米国消費を増加させ、持続的経済拡大のけん引力になった。

端的に言えば、中央銀行が資産市場に実弾を投入し資産価格を押し上げることで、総需要を増やすという新政策が定着したのである。金融政策の波及経路(トランスマッションメカニズム)は、従来の銀行貸し出しのコントロールから資産価格のコントロールへと明確にシフトした。

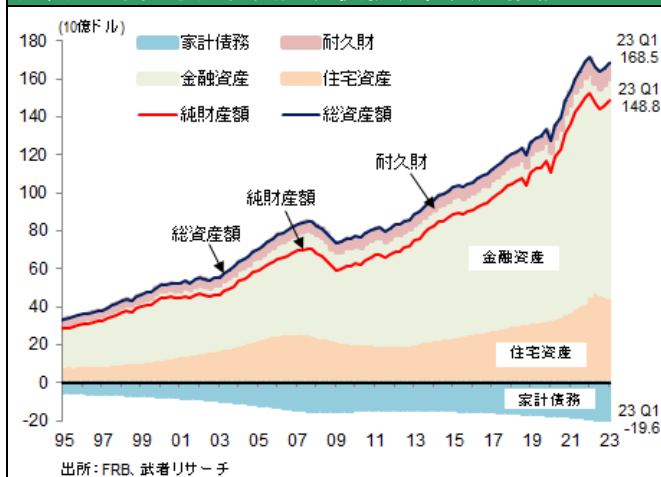
図表 3: 日米欧中央銀行の総資産推移(ドル換算)



図表 4: 米国長短金利と株価推移



図表 5: 米国家計総資産、債務、純資産推移



### 黒田異次元金融緩和の成功と 2016 年の困難

日本でも第二次安倍政権成立後、黒田日銀総裁は 2013 年 4 月に異次元の金融緩和と銘打って、米国並みの超積極的な量的金融緩和に踏み切った。長期国債と株式 ETF の購入によりマネタリーベースを 2 年で倍増するという当初の計画は、2015 年 1 月にさらに強化され、マネタリーベースの拡大ペースは 60~70 兆円/年から 80 兆円/年へと増額された。

米国同様この威力は絶大で 2 年間で株価は 2 倍、ドル円は 80 円から 120 円へと急落し、物価もプラスへと浮上した。

図表 6: 異次元金融緩和の大きな成果

	2000	2010	7ヶ/12/25 対入	7ヶ/12/25 対出	直近2022
名目 GDP	535兆	505兆	500兆 (12)	558兆 (19)	557兆
日経平均	13,785	10,228	8,664 (12/12/25)	23,475 (20/9/16)	26,095
ドル円レート	107.7	87.7	84.7 (12/12/25)	105.3 (20/9/16)	131
就業者数	6,462万	6,307万	6,280万 (12年)	6,724万 (19年)	6,719万人
有効求人倍率	0.62	0.52	0.83 (12/12)	1.63 (18/12)	1.35
最低賃金	659円	730円	749円	901円	961円
女性就業率	56.7	60.1	60.7	70.9	71.3 (2021)
企業経常利益	35.9兆	43.7兆	48.5兆 (12年度)	71.5兆 (19年度)	94兆 (22年度速報)
公的年金積運用益	-1.7兆円	11.4兆	25.2兆 (12年度)	57.3兆 (19年度)	108.4兆 (22年度)
一般会計税収	50.7兆	41.5兆	43.9兆 (12年度)	58.4兆 (19年度)	65.2兆 (22年度)
外国人観光客	476万	861万	835万 (12年)	3,188 (19年)	3.8万

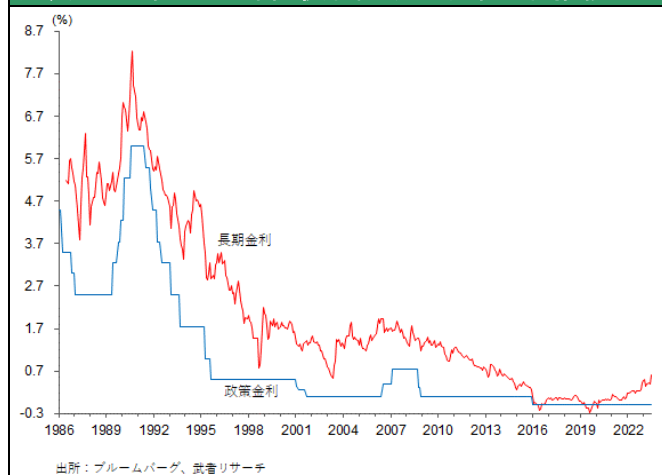
出所: 金融庁機関発表より武者リサーチまとめ

しかし 2014 年の 5%から 8%への消費税増税、2015 年のチャイナショックによる世界的景気減速とデフレ圧力の高まりにより世界的に長期金利が大きく下落、一時は世界全体の長期国債利回りの 3 割強がマイナスに陥るといった事態となった。日本の長期金利も 2016 年には 0%以下に下落した。銀行経営は短期金利で資金を調達し長期金利で資金を運用し、両者の利ザヤを得ることで成り立っているため、長期金利がマイナスになると経営が成り立たなくなる。この銀行救済のための苦肉の策が 2016 年 9 月に導入された YCC(イールドカーブコントロール)である。短期金利をマイナス(▲0.1%)に 10 年国債利回りをプラスに(0 から 0.25%)に固定化することで、銀行の利ザヤが確保された。ここで問題が生じた。マイナスの長期金利を押し上げるためには、量的金融緩和にブレーキをかけ、国債購入を減らさなければならない。それを市場が金融緩和の後退ととらえれば、円が急騰しデフレを深刻化してしまう恐れがある。

### 量的金融緩和の修正としての YCC

日銀は苦肉の策として、金融緩和の手段を再び金利政策に移し、量的金融緩和の縮小が円高に結びつかないような手立てを講じたのである。2016 年まで日銀の理事として政策に関わったみずほリサーチのエグゼクティブエコノミストの門間一夫氏は、その新たな金融緩和政策の枠組みが YCC であったと解説している。2016 年当時、日銀の資産増加ペースにブレーキがかかっていることを訝しく感じたエコノミストは武者リサーチをはじめ多数いたが、それが量的金融緩和の後退とは誰も主張しなかった。日銀が新次元の金融緩和として YCC を大々的に宣伝したことで、目くらましを食らったのである。よって日銀の資産購入の手控えが円高圧力として認識されることもなかった。

図表 7: 日本の 10 年国債利回りと政策金利推移



### 証明される日銀の当事者能力

このような経緯で生まれた YCC は、長期金利が恒常的にプラスになり、むしろ上昇圧力が強まっている現在、歴史的角色はほぼ終わっていると言える。周到な準備の下、秩序だった出口への誘導としての 2 回の YCC の変更は、日銀が十分な対応能力を持っていることを示した。1992 年英国イングランド銀行はジョージ・ソロスの投機に負けて ERM(欧州為替相場メカニズム)からの離脱を余儀なくされた。当時のイングランド銀行は利下げによる景気対策と、ERM が求める通貨高の維持の 2 律背反状況に追い込まれていたが、今の日銀にそのようなディレンマは存在していない。

なお異次元の金融緩和や YCC に対する批判として、①ゾンビを温存させる、②財政規律を弱める、③資産バブルを作る、④円暴落を引き起こす、等が挙げられているが、それらは言いがかりに近いものが多く、また切実なものでは全くなく、当面の日銀の政策遂行の妨げにはならない、と付言しておく。

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。