

Monthly Economist Report

YCC 運用柔軟化の評価と今後の金融政策

2023 年 7 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligenece チーフエコノミスト、執行役員 片岡剛士



7月28日・29日の金融政策決定会合で日銀は長短金利操作：イールドカーブコントロール(YCC)の柔軟化を決定した。今回の政策変更はYCCの柔軟化ではなく、YCCという金融政策枠組みの形骸化、ないし終わりを意味すると言った方が適当だろう。以下では、今回の金融政策決定会合の内容について概説すると共に、日本経済の動向に応じ、「YCCの終わり」がどのような帰結をもたらしうるのかを考えてみることにしたい。

今回の政策決定の内容

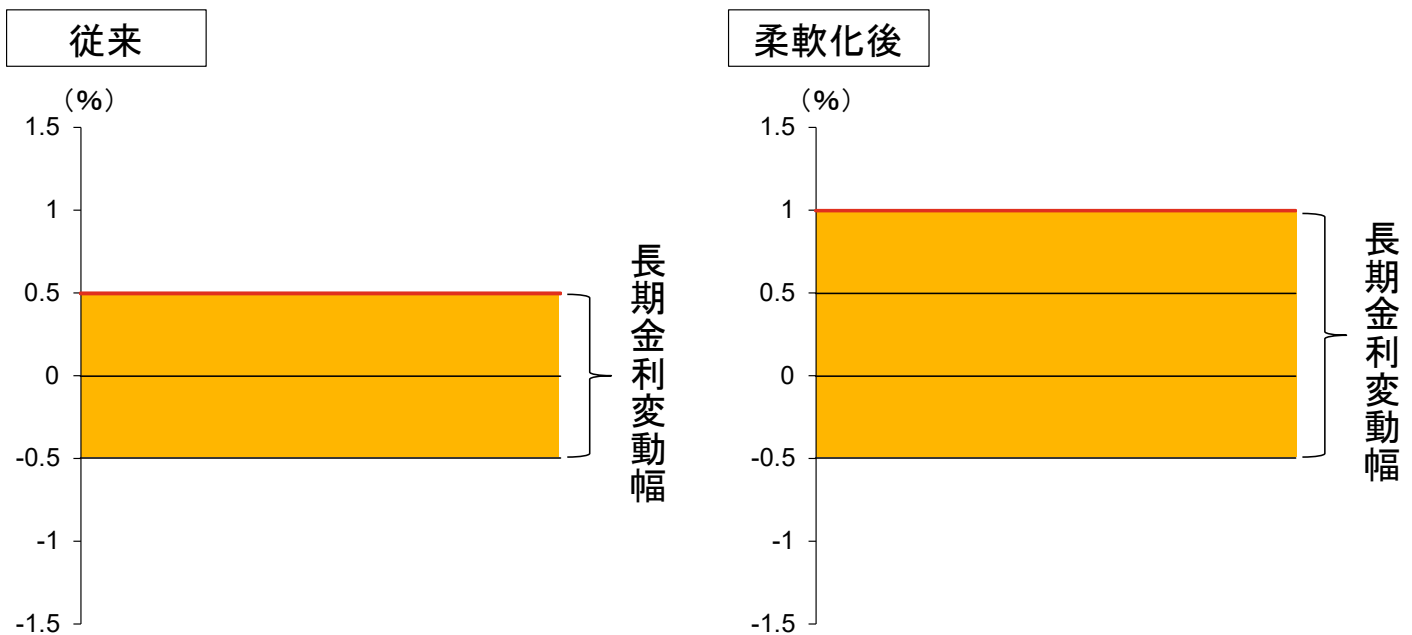
最初に今回の政策決定の内容をみておこう。今回の政策決定は、日銀が公表した「[当面の金融政策運営について](#)」に記載されている。冒頭、政策の基本方針として、賃金の上昇を伴う形で2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていないことが示され、その上で現在の政策枠組みの下で粘り強く金融緩和を継続する必要がある旨が記載されている。こうした中、経済・物価上昇に関して不確実性が極めて高いことを考慮に入れると、YCCとして、その運用を柔軟化し、上下方向のリスクに機動的に対応していくことで、現在の政策枠組みの持続性を高めることが適当との判断に至ったとのことである。

経済・物価を巡る情勢、YCCについてそれぞれ補足しよう。経済・物価を巡る情勢について、今回の政策決定と同じタイミングに公表された展望レポート（「[経済・物価情勢の展望\(2023年7月\)](#)」）をみると、4月時点の見通しと比較して、2023年度の政策委員の物価見通し（消費者物価指数（除く生鮮食品））中央値は前年比+1.8%から同+2.5%と大きく上振れしたが、2024年度は同+2.0%から同+1.9%とわずかに低下し、2025年度は同+1.6%と4月見通しと同じである。リスクバランスをみると、2023年度と2024年度は物価に対して上振れリスクの方が大きいと政策委員はみている。政策委員の経済見通し中央値は、2023年度が+1.3%、2024年度が+1.2%、2025年度が+1.0%となっており、2023年度がわずかに低下したものの、2024年度・2025年度の見通しは変化なく、2023年度は下振れリスクが大きいものの、それ以外の時期のリスクバランスは上下にバランスしている。経済・物価を巡る不確実性とは、2023年度・2024年度の物価の上振れリスクを意味している。

YCCについて該当箇所をみていくと、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けることなく必要な金額の国債の買入を行うこと、さらに10年物国債金利の変動幅は「±0.5%程度」と目途とする点は、前回会合と同様である。今回会合の相違点は、従来、変動幅「±0.5%程度」を維持するために行っていた指値オペを、0.5%ではなく、1.0%で毎営業日に実施するという点である。なお指値オペとは、日銀がある特定の利回りを指値という形で特定した上で、その利回りで国債を無制限に買い入れる措置である。これにより、国債の利回りを日銀が指値オペを行った水準以下に固定することが可能となる。これまでは長期金利の変動幅と指値オペの金利が一致しており、そのことで10年物国債金利は0.5%以下で推移していた。今回の決定により、形式上の変動幅は「±0.5%程度」で変わらないものの、仮に10年物国債金利が0.5%を上回ったとしても、指値オペは1.0%で行われるため、10年物国債金利は1.0%を上限として結果として推移することになる。

図表は今述べた YCC の運用の柔軟化を図示している。図表左の通り、従来は「±0.5%程度」の変動幅を厳格に守る形で指値オペが行われ、長期金利は「±0.5%程度」で推移していた。今回から指値オペは 1.0%となるので、今後も継続して行われる各年限の国債買入れや共通担保資金オペといった手段の効果も相まって、図表右の通り長期金利は「-0.5%から+1.0%」の枠内で推移することになる。

図表 YCC 運用の柔軟化のイメージ



(注) 日銀資料では柔軟化後の長期金利が±1.0の幅で変動するように記載されているが、-1.0未満で推移させる旨の記載はないため、上記の形としている。

(出所) [日銀資料](#)を参考に筆者作成。

先程述べた通り、政策委員は 2023 年度・2024 年度を中心に物価見通しが高まる、ないし見通しを上振れる可能性があると考えている。より細かくみると、2023 年度については物価見通しの中央値が+0.7%ポイント高まったのに加え、上振れリスクが大きいと答えた政策委員の数が 9 人中 5 人と過半数を超えている。2024 年度については 2%超(2.1%~2.2%)を予想する政策委員が 9 人中 4 人であり、うち 3 人が上振れリスクが大きいと答えている。9 人中 5 人の政策委員は 2%未満(1.8%~1.9%)を予想しており、うち 2 人が上振れリスクが大きいと答え、残り 3 人が下振れリスクが大きいと答えている。なお、2025 年度については 9 人中 2 人の政策委員が 2%の物価上昇率を予想し、かつ上振れリスクが大きいと答えている。5 人の政策委員は 1%台半ばの物価上昇率を見込んでおり、2024 年度と同様に物価の先行きの見方はやや分かれている。

長期金利は物価に上昇圧力が加わると高まるが、2023 年度のように物価見通しの中央値が 4 月時点の見通しと比べ大きく上振れする中では、一時的にせよ長期金利は上昇しやすくなる可能性が高い。また、2024 年度及び 2025 年度については物価が 2%近傍ないし 2%超で高止まりするとみている政策委員と、そうではなく 1%台で推移するとみている政策委員とに分かれているため、これらの状況を考慮の上、物価が想定以上に高まった結果、長期金利が 0.5%を超えて上昇する可能性を考慮して、1.0%というやや大きめの変動幅をあらかじめ設けたということだろう。7 月 31 日の債券相場は大幅安となり、10 年物国債金利は 9 年ぶりに 0.6%台となったが、これに対して日銀は臨時的な国債買入れオペ(5 年超 10 年以下ゾーンを対象に、3,000 億円の買入れ増)を実施した。10 年物国債金利 1%までの変動は許容する一方で、急激な上昇は好ましくないとのスタンスを表明したものと考えられる。今後も長期金利の推移を見つつ、臨時的な国債買入れオペ等の手段を日銀は行うだろうが、指値オペのように金利を固定・維持する力はないため、状況によっては遠からず 10 年物国債金利は 1%近傍に到達することになるだろう。

今回の政策決定に関する3つの論点

以上が今回の政策決定、YCCの運用の柔軟化の内容である。さて筆者は今回の政策決定に関して、大きく3つの論点があると考ええる。

1つ目の論点は、冒頭でも述べたYCCの運用の柔軟化というのは、実態としてYCCという金融政策枠組みの終わりにつながる政策ではないかということだ。

YCCとは、政策金利を-0.1%、10年国債金利を0%近傍という形で、2つの年限の金利を固定することで、景気を加速も減速もさせない中立的な実質イールドカーブである均衡イールドカーブよりも緩和的(低位)に、実際のイールドカーブをコントロールすることで緩和的な金融環境を生み出す政策である。そして金利をコントロールする手段が、各年限の国債の買入れや指値オペといったオペレーションとなる。先程も述べた通り、長期金利は物価に上昇圧力が加わると上昇するが、他にも政府の財政支出の増加や、海外の長期金利上昇といった変化が生じた場合にも、長期金利には上昇圧力が加わる。こうした上昇圧力に長期金利の変動をゆだねてしまうと、そのことが景気の抑制要因にもつながるが、YCCの枠組みで人為的に金利を低位に固定すれば、政府の財政支出が増加しても長期金利は上昇しないために、政府の財政支出の景気刺激効果がクラウドアウトされることなく最大限発揮されることになる。また、海外経済のインフレ率が高まり海外の長期金利が上昇する中で、金融政策によって日本の長期金利が維持されれば、そのことが円安の進行などを通じ、日本経済に好影響をもたらすことになる。つまり、YCCの特徴は実質イールドカーブを低位に押さえつけることに基づく金融緩和効果と、財政拡大や海外金利の上昇といった金利上昇圧力の中で金利を固定することで見込まれる金融緩和効果の拡大という2つの側面があり、こうした効果を最大限享受するための核となるのが、金利を厳格に固定することにあるということだ。

YCCは2016年9月に導入されたが、政府の財政支出拡大や海外の長期金利上昇圧力といった形でイールドカーブ自体に上昇圧力が加わることはほぼなく、低金利に基づく金融緩和効果が主に作用していたと考えられる。そうした状況に具体的な変化が生じたのは、COVID-19後になされた政府の大規模な財政支出と、2021年以降のグローバルインフレ発生に伴う海外経済の長期金利上昇という2つの「追い風」であり、それがYCCの潜在的な金融緩和効果の拡大につながったのである。金利を政策によって厳格に固定し続けることがYCCの本質であると考えれば、実態としてゼロ近傍という10年物国債金利の誘導目標から大きく乖離した1%未満の金利水準を許容するという政策決定はYCCという金融政策枠組みの終わりを意味していると言えるだろう。

2つ目の論点は、YCCの運用の柔軟化が金融政策に及ぼす影響についてである。

金融政策に限らず、政府や中央銀行の市場への政策介入は、市場が持つ自律的な価格形成機能を阻害するというデメリットを有する。ではなぜ政策介入が正当化されるかと言えば、政策介入によるメリットがデメリットを上回ると判断されるためである。もちろん、経済・物価動向が所得と物価の好循環を維持し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を判断できる状態になれば、今回の運用の柔軟化を含め、YCCの枠組みを廃止することは真つ当な判断かもしれない。だが日銀が認める通り、現状の日本経済は2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成できると判断できる状況になく、こうした中でYCCの運用の柔軟化を行うのは、目標達成前に金融政策を弱めた、ないし金融政策を転換したと理解されても仕方ないであろう。むしろ根深いデフレマインドから完全に脱却するには、物価の上振れを許容しつつ、YCCによって期待される金融緩和効果の拡大を最大限活用することが必要なのではないかと。

関連して、変動幅を「±0.5%程度」と変更しないまま、指値オペを金利1.0%で行うという運用の柔軟化は、金融政策のデレクシオンの曖昧化・分かりにくさにもつながるのではないかと。先程も述べた通り、10年物国債金利が0.6%を超えて推移したのを見て取って日銀は臨時的な国債買入れオペを行ったが、これは現在の経済・金融環境の下で0.6%の金利が高すぎるというシグナルを日銀が市場に送ったとも言える。だが、なぜ0.6%の金利が高すぎると判断できるのか、その理由について「[当面の金融政策運営について](#)」には記載がなく、判断の仕様が不明な状況である。10年物国債金利の上昇に対して、どの程度臨時的な国債買入れオペ等の手段で対応するのか。その買入れ額や頻度に応じて、今回の運用の柔軟化が文字通りの意味での運用の柔軟化に留まるのか、YCCという金融政策枠組みの終わりにつながるのかが分かるだろう。

とは言いつつも、筆者は今回のYCCの運用の柔軟化が「YCCの終わり」の序曲である可能性が高いと考えている。[以前コメントした通り](#)、植田総裁自身はYCCが微調整に向かない枠組みである点に留意が必要だとし、さらに金融政策は景気と物価の現状、特に見通しに基づいて運営すべきだと述べている。おそらく植田総裁にとっての金融緩和政策の基本ラインはゼロ金利政策と時間軸効果の2つであって、政策委員の経済・物価見通しが今回のように上振れる展開になれば、YCCを解除して政策金利を-0.1%からゼロに戻し、10年国債金利が時間軸効果に従って自由に変動する状況に早く戻したいのであろう。こう考えると、植田総裁にとって初の金融政策決定会合からわずか3か月後のタイミング、かつ2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を判断できない中で、早すぎるYCCの運用の柔軟化に着手した理由が理解できるのではないかと。

最後の3つ目の論点は、金融政策決定会合の2日目(29日)の午前2時に日本経済新聞が報じた金融政策決定会合の内容に関する観測記事「日銀、金利操作を柔軟運用 上限0.5%超え容認案 決定会合きょう議論」についてである。

当該記事が公表される前までは、筆者も含め、金融政策決定会合は現状維持というのがコンセンサスであった。そうした中で、午前2時に当該記事が公表されたことで、ドル円レートは一時138円台と大幅な円高となった。記事の内容をみていくと、「長期金利の操作の上限は0.5%のまま据え置くものの、市場動向に応じて0.5%を一定程度超えることも容認する案が浮上している」と書かれている。これは先程説明したYCCの運用の柔軟化を、指値オペ1%という内容を除きほぼ正確に記載している。市場コンセンサスが現状維持という中で、かつ、従来から言われていた変動幅を拡大するといった形での柔軟化ではなく、変動幅を維持しつつ柔軟化を行うという今回の金融政策決定会合の決定内容にまで踏み込んだ内容である。加えて言えば、金利の水準変更を匂わせる記事を金融政策決定会合のタイミングで報じることは、その内容の正誤に関わらず、日本経済新聞の社会的な影響力からすれば、市場操作との批判を免れない。この報道の情報の出所を含め、金融政策決定会合の議事内容が事前に漏れていなかったかどうか政府・日銀はしっかりと調査すべきであろう。

YCCの運用柔軟化がもたらす2つのシナリオ

YCCの運用柔軟化に伴い今後の金融政策はどのように推移するのだろうか。植田総裁が述べている通り、金融政策は景気と物価の現状、特に見通しに基づいて運営されることを念頭におくと、大きく2つのシナリオが考えられるだろう。

1つ目のシナリオは、YCCの運用柔軟化の下で、2023年度～2025年度の物価が政策委員の見通しを超え大きく上振れて推移し、2024年度の春闘においても2023年度以上の賃上げ率(定期昇給分を含めて3%台半ば以上)が達成されて、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を判断できる場合である。この場合、消費者物価指数(除く生鮮)は前年比+2%半ばを大きく超え、10年物国債金利も変動幅上限の0.5%を大きく超えて1%に近づき、こうした物価・金利動向の中で企業が2023年度以上の賃上げを行うことになるはずだ。労働市場の逼迫度合い(有効求人数/完全失業者数)は現状の1.4倍程度から2024年度中に過去最大値(1.8倍)まで高まり、需給ギャップがプラスに転じ、予想インフレ率も一段と高まっていくことが期待される。海外経済に関しては、FRBが段階的利上げを進める中で、大きく米国の景気を悪化させることなく物価をソフトランディングさせていることが予想される。

こうした展開が2024年4月に確認できれば、日銀は早ければ2024年4月の金融政策決定会合で、経済・物価情勢を点検の上で10年物国債金利の固定を解除する可能性がある。その後はマイナス金利政策を解除してYCCの枠組みを完全に撤廃し、ゼロ金利政策へと移行した後、経済・物価情勢を見ながら、政策金利を徐々に切り上げながら出口政策に踏み込んでいくことが予想される。併せてYCCを解除するタイミングでオーバーシュート型コミットメントも止め、より緩やかなコミットメントに移行するだろう。だがこのシナリオの前提となる経済・物価情勢の蓋然性については、金利上昇が日本経済・物価に与える悪影響や、日本が現状においても賃金と物価の好循環が持続するか不透明である状況、海外経済に関しても欧米諸国の利上げの影響がどの程度のインパクトをもたらすか、深刻な中国経済の状況とそれが各国経済に及ぼす影響といった要因を考慮すると、未だ確証が持てる段階にはない。

もう1つの可能性は、次の2つ目のシナリオである。つまりYCCの運用柔軟化の中で、2023年度の物価は政策委員の見通しと同様かやや上振れて推移するものの、2024年度の春闘の賃上げ率は2023年度に届かず、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を判断できない場合である。この場合、10年物国債金利は1%を有意に下回る状況となり、上で述べた、10年物国債金利の固定の解除→マイナス金利政策の解除→YCC・オーバーシュート型コミットメントの撤廃→ゼロ金利政策への移行と段階的利上げ、といった出口政策は当面起こりえないこととなるだろう。

結局のところ、出口政策のフェーズに早期に入れるかどうかは、日銀が2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成できたと判断できるか否かにかかっている。それには、経済・物価情勢が好転することで、名目金利に持続的に上昇圧力が加わることが必要である。筆者のみるところ、YCCの運用柔軟化は、YCCが持つ金利固定効果を弱めるという意味で「YCCの終わり」につながる政策とも言えるが、YCCの運用柔軟化が早期の出口政策につながるかと言えばそうではない。むしろ現行の金融緩和政策の長期化につながるのではないかと。そしてYCCの運用柔軟化によってYCCの金利固定効果が弱まることは、景気や物価が下振れる際の政策対応力を弱めることにもつながるのではないかと思うのである。

まとめにかえて—YCC 運用柔軟化の評価と今後の金融政策

本稿では YCC 運用柔軟化の評価と今後の金融政策と題して、7月28日・29日の金融政策決定会合の内容を説明しつつ、筆者の考えを述べてきた。

YCC の運用柔軟化は、これまで±0.5%で変動していた10年物国債金利を-0.5%から+1.0%の枠内で変動させる政策変更である。これは政策委員の2023年度・2024年度の物価見通しの高まりないし上振れリスクの拡大を反映したものである。

筆者のみるところ、YCC の運用柔軟化には3つの論点があり、YCC の運用柔軟化により今後の金融政策には大きく2つのシナリオがあり得るだろう。

3つの論点についてふれると、YCC の運用柔軟化とは実態として YCC という金融政策枠組みの終わりを意味しており、2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成できると日銀が判断していない中で YCC の運用柔軟化を行うことは、目標達成前に金融政策を弱めた、ないし金融政策を転換したと判断されても仕方ないであろう。むしろ根深いデフレマインドから完全に脱却するには、物価の上振れを許容しつつ、YCC によって期待される金融緩和効果を最大限活用することが必要である。そして金融政策決定会合の2日目(29日)の午前2時に日本経済新聞が報じた金融政策決定会合の観測記事は市場操作との批判を免れない内容であった。この報道の情報の出所を含め、金融政策決定会合の議事内容が事前に漏れていなかったかどうか政府・日銀はしっかりと調査すべきである。

今後のシナリオについて検討すると、日銀が2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成できたと判断できるか否かに応じて2つの可能性があり得る。1つ目の可能性は、2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成した事を確認しつつ、10年物国債金利の固定の解除→マイナス金利政策の解除→YCC 及びオーバーシュート型コミットメントの撤廃→ゼロ金利政策への移行と段階的利上げ、といった形で出口政策を進めていくというものだ。2つ目の可能性は、YCC の運用柔軟化の中で、2023年度の物価は政策委員の見通しと同様かやや上振れて推移するものの、2024年度の春闘の賃上げ率は2023年度に届かず、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を判断できない場合である。この場合、10年物国債金利は1%を有意に下回る状況となり、上で述べた出口政策は当面起こりえないこととなるだろう。

結局のところ、出口政策のフェーズに早期に入れるかどうかは、日銀が2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成できたと判断できるか否かにかかっている。それには、経済・物価情勢が好転することで、名目金利に持続的に上昇圧力がかかることが必要である。筆者のみるところ、YCC の運用柔軟化は、YCC が持つ金利固定効果を弱めるという意味で「YCC の終わり」につながる政策とも言えるが、YCC の運用柔軟化が早期の出口政策につながるかと言えばそうではない。むしろ現行の金融緩和政策の長期化につながるのではないか。そして YCC の運用柔軟化によって YCC の金利固定効果が弱まることは、景気や物価が下振れる際の政策対応力を弱めることにもつながるのではないかと思うのである。

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.