BOJ Watching

日本銀行分析レポート

長期金利０％ターゲットの思惑

～全員がもやもやしている総括緩和～

発表日：2016年10月7日（金）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当　熊野英生（℡：03-5221-5223）

日銀が９月会合で政策の枠組みを変更した真意はどこにあるのか。筆者はどうしてもマネタリーベースの増加という方針とイールドカーブ・コントロールの方針の間に、接合の悪さを感じてしまう。そして、イールドカーブ・コントロールで本当に２％の物価上昇に手が届くのだろうか。いよいよ先行きの政策運営はもやもやしてしまう。

イールドカーブ・コントロールは消化不良

９月の総括検証は、多くの人がもやもやしていた感覚を完全にクリアにしてくれただろうか。ほぼ100％の人がＮｏと答えるに違いない。黒田緩和がこの先どうなっていくのかは、それ以前よりも不透明になったからだ。

そのほとんどの原因は、イールドカーブ・コントロールという新機軸の消化不良にある。黒田緩和は、大胆な資産買入れをもって「黒田バズーカ」と呼ばれた。しかし、国債発行残高の事実上すべてを数年以内に日銀が買い占めてしまう展望が見えてくると、金融緩和の「量」は限界を見透かされる。だから、イールドカーブに軸を変えると言われても、何がどう変わるのかが伝わりにくい。分かっていることは、もうこの先、バズーカは打てないという点である。

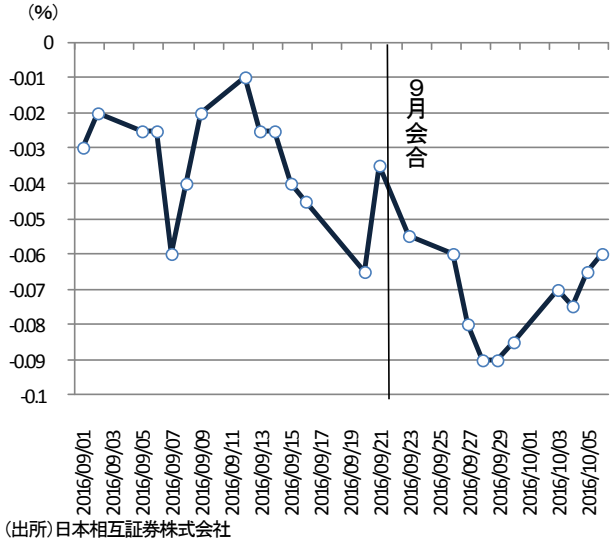
９月末に公開された「主な意見」では、９月 20・21 日の会合で「今後は金融機関収益にも配慮しつつ、目標とする長期金利の水準を決めて、イールドカーブをコントロールする」という説明があった。マイナス金利の旗は降ろさないが、長期金利は０％をターゲットにして、金融機関に配慮すると読める。

そうなると、10 年金利がマイナスに下がったときは、日銀が長期国債の買入れを減らしたり、国債を売ったりして、長期金利の押し上げに動くという連想が生まれる。このことは、従来からの考え方に照らすと、そうしたオペレーションによって動かされる量の変化は直接的なメッセージはないという新解釈になる。

もっとも、日銀は、マネタリーベース残高の純増 80 兆円は維持すると言っているので、長期国債を減らす代わりに、中短期国債を増やすことで、総量はバランスを取るということになるのだろう。「量を維持して、長期金利を上げる」操作は辻褄合わせに過ぎない。この「金利か量か」という重心のわかりにくさがイールドカーブ・コントロールの消化不良を生んでいる。

なお、９月の会合後、しばらく時間が経過した現在、日銀はある程度の長期金

（図表）　長期国債10年新発債利回り推移



（出所）日本相互証券株式会社

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

利マイナスを放置しているので、「長期金利０％ターゲット」と言うよりも、「長期金利０％上限ターゲット」が実態なのかもしれない（図表）。

どうやって物価をコントロールするのか

量的拡大に特段のメッセージ性を与えないという方針が暗黙のうちに、政策委員会の大多数のコンセンサスになっていたならば、これは大きな変更と言える。

なぜならば、リフレ理論は中央銀行が資金供給量を増やせば、貨幣流通量が拡大してインフレになると説明してきたからだ。物価コントロールは、マネタリーベース・コントロールと一直線で結ばれる。一応、総括的検証後の金融緩和の体制（略して総括緩和）では、物価上昇率が２％以上になるまでマネタリーベースを増やし続けると、リフレ理論をなぞっている。

半面、長期金利を０％にコントロールすることと、リフレ理論の間には必然的な関係はない。もっとはっきり言えば、長短金利コントロールはリフレ理論ではない。リフレの教義にないものを入れてきた点が総括緩和の目新しい点と言える。

実は、総括検証では、量の意味を除いた説明をしている。この点では、多くの人が気付いていない論点である。どうやって黒田緩和が効いてきたのかを説明するとき、実質金利が下がったから需要ギャップが縮小して、物価上昇圧力が働いたと理屈付けをしている。インフレ期待が黒田緩和のお陰で強まり、長期国債の買入れが名目長期金利を低下させたとする。よく考えると、この説明は、リフレ理論の量的効果を異訳してみせたものだと気付かされる。

もともと黒田緩和は、物価目標の強いメッセージ性が円安予想に結び付いていたので、純粋な量的パラダイムとも異なる教義だったという理解もできる。

今にして思えば、円安予想が弱まると、インフレ期待が消えるところが、黒田緩和を無力化させる。イールドカーブ・コントロールは、今も円安予想が弱まったときの問題点を克服できていない。ここも、もやもや感の原因になっている。

何のためのイールドカーブ・コントロールか

日銀が敢えて量的拡大に強いメッセージ性を与えることを止めて、イールドカーブ・コントロールに切り替えた理由はどこにあるのだろうか。ここを読み解かなくては、日銀が本当は何をしたいのかが見えてこない。

まず、日銀がすべての国債を事実上買い占めてしまうことは本意ではないようだ。量的拡大が２～３年後に完全に行き詰らないために、長期国債の買入れ額を柔軟化する。テーパリングではなく、買入れを長く続けるための修正なのだろう。ここは、短期決戦を持久戦に替えたことの表れとも言える。

日銀が優先しようとしているのは、長期金利をゼロ％以上に上昇させないことである。長期金利がゼロ％よりも下がるのは、ある程度容認して、ゼロ％以上を容認しない。金融機関への配慮というのは建前で、長期金利の過度の低下を好ましくないと考えるのが本心とみる。イールドカーブは、日銀も説明しているように緩やかなスティープ状態が好ましい。短期よりも中長期、超長期と期間が伸びるに従って、金利水準は上がっていく。これは流通価格が短いほど高くなっていくことでもある。投資家は、長期債を買って何年か保有すると、償還年限の短くなった債券価格が高くなっている。僅かでもキャピタルゲインを稼いで他の投資家、あるいは日銀に売却できる。つまり、緩やかなスティープ状態を日銀がオペを通じて作ることが、国債の安定消化に繋がる。日銀が持久戦に切り替えた真意は、継続的に国債

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を安定消化することにあると筆者はみている。特に、長期や超長期があまりに低下して、その後上昇するような秩序を失った状態になることは、日銀が嫌がることなのだろう。

黒田総裁が考える 2018 年４月以降

黒田総裁が自分の任期以降の金融政策を考えていることは間違いない。あと１年半後の 2018 年４月以降のことである。財政リスクに備えつつ、長期金利を極力低位にすることが狙いだろう。今回は、長期金利ゼロ％を上限に金利コストを抑制する仕組みにした。形式的な国債買い入れの規模よりも実質的な低金利の維持を選んだ。

これまで黒田緩和は、民間金融機関から長期国債を吸収して、もしも長期金利が上昇した場合のキャピタルロスを少なくしようと行動した。日銀が「身代わり地蔵」になるという裏のミッションである。それでも長期金利上昇のリスクはなくならないので、さらに手厚く長期金利０％上限ターゲットを敷いた。安倍政権は 2016 年６月１日に消費増税を再延期して、東京五輪を視野に入れて政権運営をしている。黒田総裁は、基礎的財政収支を黒字化させる 2020 年以降も念頭に置いて、国の利払費を最小化したいのだろう。例えば、今回の仕組みでも、超長期の金利はそれほど上昇しないだろう。日銀が長期国債をゼロ％に相当する価格で指値買いすることを約束して、超長期債を投資家が安心して買えるようにした。それはやはり安定消化のためだろう。つまり、長い期間、国の利払費を最小化することと整合的な政策なのである。

現行体制は長続きするか

結局、インフレ目標をマネタリーベースの増加によって達成するという方針と、イールドカーブ・コントロールの間には、どうしても接合の悪さは残る。巷間、政策委員会のメンバーの間に、量重視派と金利重要視派の対立があって、その妥協の産物として、現在の体制が決まったと噂される。この憶測も、接合の悪さを暗に認めたものだろう。

ならば、この体制が長期間ワークすると考えるよりも、どこかで再調整を求められるという予想を立てることができる。筆者の見方では、このマネタリーベースを動かすことの意味がさらに後退して、金利コントロールの方に重心が移っていくと予想する。

とはいえ問題は、たとえ金利コントロールをどんなに工夫しても、物価目標へ手が届くようにはなりそうもない点である。ここが最終的な難題である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。