

## イールドカーブ・コントロールの現状と課題

河村小百合

日銀は去る七月三十一日、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を発表した。これは、二〇一六年九月に導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（以下QQE）」の持続性を強化する措置であるとされている。

この「長短金利操作」は「イールドカーブ・コントロール（YCC）」と呼ばれている。連載第三回でみたように、イールドカーブとは「利回り曲線」のことである。では、YCCとはどのような金融政策運営なのだろうか。

### 1 マイナス金利政策による歪み

前回みたように、日銀は二〇一六年

二月に、マイナス金利付きQQEを導入した。これは、日銀がQQEのも

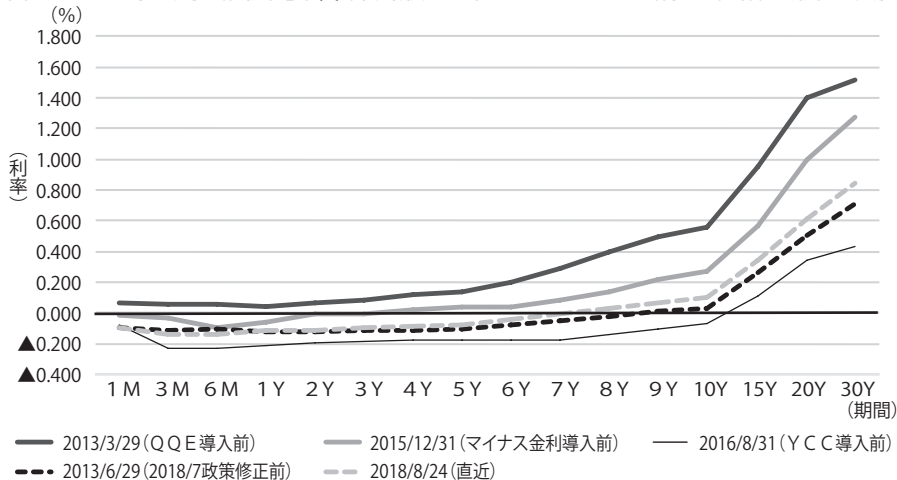
とで国債の巨額の買い入れを続行しつつ、それに伴って増加する日銀当座預金の新規預け入れ分にはマイナス金利（プラス金利時とは逆に、資金の貸し手が

借り手に金利を支払う）を適用する、というものであった。しかしながら実際には、短期金融市場に巨額の余剰資金が存在し、すべてにマイナス金利を適用するわけにはいかなかったため、日銀は当座預金を三つの階層に分け、二〇一六年二月のマイナス金利導入の時点ですでに日銀に預けられていた当座預金の残高に限り、「基礎残高」と

して、引き続き日銀からプラス〇・一％の付利を得られることとした。このため、マイナス金利による短期金融取引は、一部の市場参加者によって細々と行われているに過ぎない状況であることも前回述べた。

そうしたもたでもなお日銀は、巨額の国債買い入れを継続するために、従来にもまして、額面を上回る高値で国債を買い入れざるを得なくなつた。単純化すれば、財務省理財局が額面一〇〇億円で発行した国債を、民間金融機関がいったん、額面を上回る一一〇億円で落札し、それを日銀が翌日の国債買い入れオペで一三〇億円で買い入れる、といったオペレーションを日々、続行せざるを得なくなつたのである。これは、日銀が一三〇億円の高値で買い入れた国債を満期まで保有しても、財務省理財局からは額面の

図表1 「量的・質的金融緩和」(QQE)開始後の日本のイールドカーブ(利回り曲線)の形状の変化



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成

一〇〇億円しか償還されな  
いたため、日銀にとっては満  
期までの間に二〇億円相当  
の損失が発生することを意  
味する。これを利回りに引  
き直せば、一二〇億円の元  
手に対して償還される元本  
一〇〇億円はそれを大きく  
下回り、マイナスの金利で  
国債取引が行われたことに  
相当する。

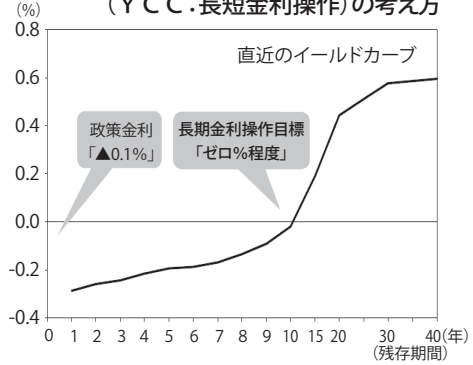
日銀の巨額の国債買い入  
れオペレーションがこうし  
た形で継続された結果、日  
本の長短金融市場における  
イールドカーブは、**図表1**  
の細線が示すように、実  
期間一〇年までがマイナス  
圏内に沈んだうえ、それ以  
上の二〇年や三〇年といっ

た超長期の年限の金利も〇・三〇・  
四〇という極めて低い金利水準にまで  
低下する状況となった。これは、国内  
において、生命保険会社や年金基金等  
の機関投資家が二〇年や三〇年の長期  
投資を行っても、ゼロ%近傍の極めて  
低い金利しかつかないことを意味し、  
それではビジネスモデルが立ち行か  
なくなるため、金融市場は混乱に陥った。

## 2 イールドカーブ・コントロールとは

そこで日銀が、マイナス金利の導入  
からわずか七か月後の二〇一六年九月  
に、「総括的検証」と併せて導入した  
のがYCCである(**図表2**)。これ  
は、オーバーナイト(翌日物)の短期  
金利に適用する政策金利▲〇・一%は  
そのままに、年限一〇年の長期金利が  
ゼロ%程度になるように国債買い入れ

図表2 イールドカーブ・コントロール (YCC:長短金利操作)の考え方



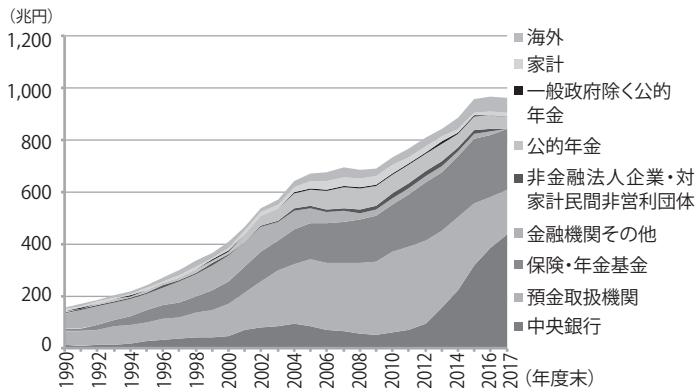
(資料) 日本銀行『目で見る金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』、2016年9月21日、9ページ

バーナイトの市場金利を意図する水準に誘導することができ。しかしながら、期間の長い金融市場になればなるほど話は別で、国内外の多様な市場参加者が様々な取引を通じて市場金利形成に関与するうえ、取引の規模も大きく膨らむ。ゆえに、中央銀行が長期金利を望む水準に誘導することは不可能である、というのが、日本のみならず諸外国に共通する一般的な理解であったからだ。

しかしながら、実際に蓋を開けてみると、図表1の黒点線が示すように、日銀は巨額の国債買入れを通じて、年限一〇年の長期金利をゼロ%程度に誘導してみせ、しかもその状態をすでに二年近く継続している。

これには当初、市場関係者から戸惑いの声が多くあがった。連載第二回でみたように、中央銀行は、市場参加者がほぼ銀行等に限られ、かつ、流動性(資金)の絶対的な供給量を自らがほぼ完全に制御できる短期金融市場においては、資金供給・吸収オペレーションを通じて、最も短い期間であるオー

図表3 日本の国債・財投債の主体別保有残高の推移



(資料) 日本銀行時系列統計資金循環データを基に作成  
(原資料注) 2003年度以前は93SNAベース、2004年度以降は08SNAベースの計数

### 3 中央銀行は長期金利も制御できるのか

ではなぜ現在の日銀は、長期金利を

コントロールできてきているのか。中央銀行の金融調節の能力に関する、国内外でのこれまでの常識が覆ったのか。その答えは、日銀が二〇一三年四月以降、すでに五年以上にわたりQ QEを継続してきたことよって、日本の国債発行残高の相当な部分をすでに買い占めてきていることによる(図表3)。

③。日銀が保有する利付国債のシェアはすでに五割弱にまで達しており、国債の発行年限によっては、主力の一つである五年債のように七割超に達しているものもある(図表4)。すでに五年以上にわたるQ QE続行に伴い、主として民間銀行はそれまで保有していた国債のかんりの部分を日銀に売り渡してきたが、各種の金融取引のなかにはあらかじめ担保として国債を差し入れておく必要があるものも少なくなく、民間銀行は、これ以上は国債を手放

図表4 日本銀行が保有する利付国債の残高等 (2018年6月30日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高、%)	残存年数 (加重平均、年)
2年債	276,636	48.4	0.9
5年債	1,096,365	71.4	2.5
10年債	1,665,673	54.0	6.1
20年債	795,012	33.8	12.1
30年債	287,302	26.7	25.4
40年債	63,506	30.3	36.3
変動利付債	46,828	21.5	2.2
物価連動債	14,978	17.9	7.2
合計	4,246,300	46.5	7.7

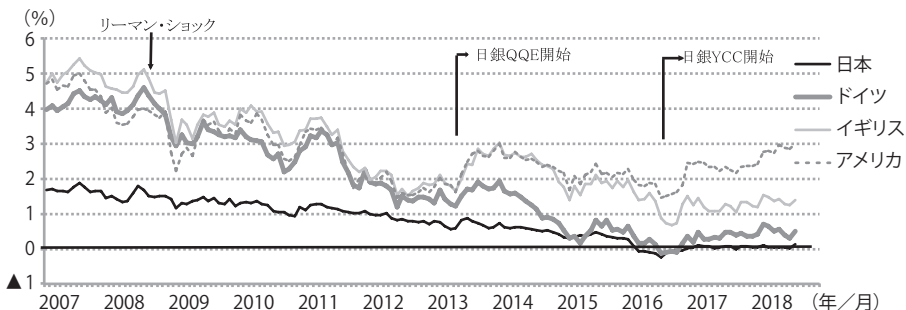
(注1) 残高は額面金額ベース

(注2) 国債の発行残高は、流動性供給入札および買入消却入札による残高の変動を含む。

(資料) 風間直樹参議院議員あて日本銀行開示資料(2018年8月8日)

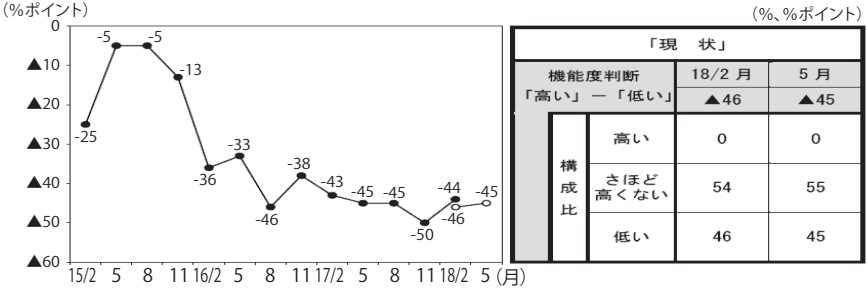
せない状態にすでに達している。こうした状況下では、通常であれば、様々な経済指標や財政運営のニュース等に反応して行われるはずの国債取引が極めて低調とならざるを得ない。実際、二〇〇八年のリーマン・ショック以降最近に至るまでの一〇年国債金利の動

図表5 リーマン・ショック前からの主要国の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成

図表6 日本の債券市場の現状の機能度判断D.I.（「高い」-「低い」）の推移



(資料)日本銀行金融市場局、『「債券市場サーベイ」の概要』2018年6月6、7日

(原資料注1)直近2回の回答期間は以下のとおり。18/2月:2月5日~13日。18/5月:5月9日~16日

(原資料注2)調査対象先は、2017/11月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等)を含む。黒マーカーは国債売買オペ先を調査対象とした従来系列、白マーカーは、大手機関投資家を対象に追加した新系列(以降同様)

きを他の主要国と比較してみても、日本の国債金利は極めて動意に乏しかったことがみてとれる(図表5)。この間、二度にわたる消費税率の引き上げ延期や基礎的財政収支黒字化目標の二〇二〇年度から二五年度への先送りといった財政状況を一段と悪化させるニュースにも、国債金利はおよそ反応することはなかった。要するに日本では、日銀のこれまでの国債買い入れの累積により、国債市場における価格発見機能(適正価格をみつける機能)が失われた死に体同然の状態になっており、それゆえ日銀によるYCCが可能になっているとみることができよう。このように、日本の債券市場の機能が現在、大きく損なわれた状態になっていることは、日銀が市場参加者を対象に行っているア

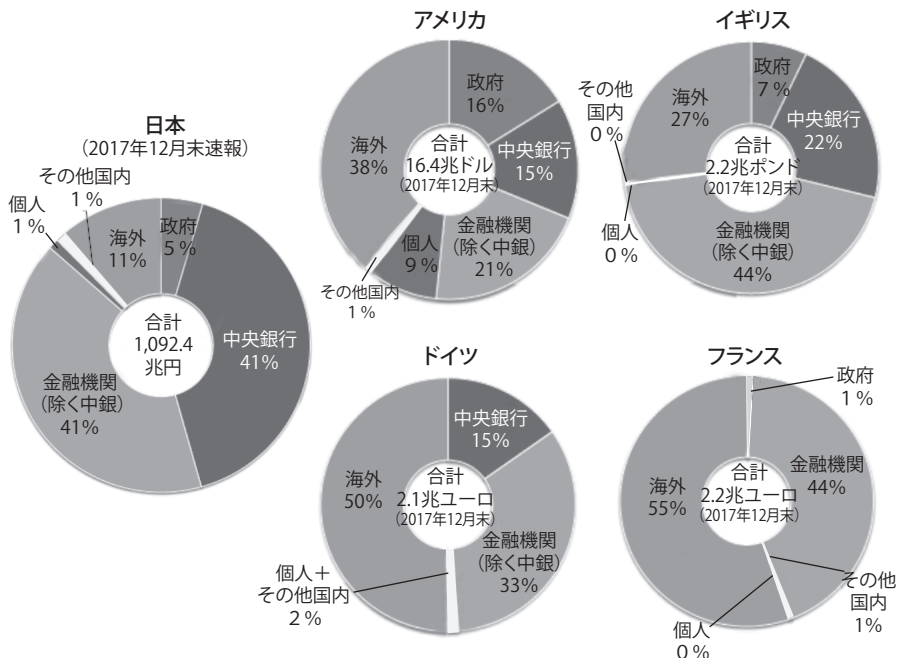
ンケート調査結果にも明確に表れている(図表6)。

#### 4 他の中央銀行がやらないのはなぜか

他方、欧米主要国は金融危機によって大きな打撃を受け、米英欧の中央銀行はいわゆる「量的緩和」などの大規模な資産買い入れに乗り出したものの、日銀のように長期金利を金融政策目標にすることは決してなかった。そして現在は、そうした危機対応のための異例の金融政策運営からは徐々に手を引き、正常化させる局面に入っている。これらの国々における中央銀行の国債保有比率は、日本を大きく下回る(図表7)。

それには二つの理由が考えられる。一つ目は、市場機能、すなわち様々な見方を持つ多くの市場参加者によって形成される価格発見機能を尊重し、自

図表7 諸外国の国債等保有者別内訳



(資料) 財務省理財局『債務管理レポート2018 国の債務管理と公的債務の現状』、48ページ、図c4-7

(原資料) 日本：日本銀行、アメリカ：Federal Reserve Board、イギリス：Office for National Statistics、UK Debt Management Office、ドイツ：Deutsche Bundesbank、フランス：Banque de France。

(原資料注) 日本は財投債、国庫短期証券(T-Bill)を含む。アメリカは政府保有分を含まない(ただし、連邦政府職員退職基金等が保有する非市場性国債を含む)。ドイツ・フランスは地方債を含む(フランスは中銀保有割合は非公表)。

国経済の実力に見合った、長続きさせられる経済政策運営を行うためである。二つ目は、中央銀行も、銀行であるゆえ、リスクテイクには自と限界があると考えられるためであろう。中央銀行として先行きの財務運営や金融調節能力を維持する責任を考えれば、長期金利を金融調節の目標に据える、無制限に巨額の国債買入れを続行しなければならぬ事態に陥りかねず、中長期的には金融政策運営上の大きな無理が生じるのが普通である。この中長期的な意味での、大きな無理には一切目をつぶって続行されているのが、現在の日銀のYCCである。

本年七月末の決定も、イールドカーブの振幅に従来よりもやや幅を持たせることを許容する、というものに過ぎず(前掲図表1)、従来の枠組みを微修正するレベルにとどまったといえよう。

(株)日本総合研究所調査部 主任研究員