

2020/07/22 09:17

◎【円債投資ガイド】FOMCで日銀YCCの問題点が浮き彫りに＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所首席研究員＝米国でも、コロナ危機による金融市場の逼迫（ひっばく）は峠を越えつつあるようで、去る6月9～10日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）では、今後の金融政策運営をいかに展開していくかに関する議論が行われている。

議事要旨（Minutes）によれば、フェデラル・ファンド（FF）金利のレートが事実上の下限（ELB：Effective Lower Bound）にある現下の局面における金融政策運営の手段の在り方について、この日の論点は、①FOMCの最大雇用と物価安定という目標の達成を支援する上で、「フォワードガイダンス（以下FG）」や「資産買い入れ」はどのような役割を果たし得るか②イールドカーブに沿った金利にキャップ（上限）やターゲットを設けるといふ、外国の経験や歴史的な経験を鑑みて、そうしたアプローチがFGを支援し、資産買い入れプログラムを補完するものとなり得るのかどうか—という2点だった。ここではこのうち、第2の論点を中心に、6月のFOMCでどのような議論が行われていたのかをみてみよう。ちなみにFedにおいては、こうした政策はYCT政策（Yield Curve Caps or Targets Policy）と称され、決して日銀と同じYCC（Yield Curve Control）政策とは呼んでいない点に注意する必要がある。

まず、連邦準備制度理事会（FRB）のスタッフからは、YCT政策について、①第2次大戦後の連邦準備制度（Fed）②日銀③オーストラリア準備銀行（RBA）—の3例が存在するが、①第2次大戦後のFedは、財務省の資金調達コストを低位で安定させるため、イールドカーブに沿ったイールドにキャップを設定したのに対し、②日銀は2016年以降、イールドカーブが（訳出者注：超長期の年限までマイナス圏内に沈むなどして）過度にフラット化することがないようにする一方、金融緩和環境を継続するために、10年物のイールドにターゲットを設定していること、③RBAは20年3月以降、3年物金利にターゲットを設定したが、これはRBAの政策金利に関するFGを強化するとともに、豪経済の大部分にかかる資金調達レートに影響を及ぼすためのもので、これらの3例はそれぞれ異なることが説明されている。

そしてFRBのスタッフは「これらの経験から、信認に足るYCT政策によって国債金利をコントロールし、それを民間金利にパス・スルーさせることが可能で、出口を考慮しない場合には大規模な政府債務の買い入れを必ずしも必要としないことが示唆される」と述べている。他方スタッフは「YCT政策によって中央銀行は、一定の環境下では極めて大規模な政府債務の買い入れを迫られる潜在的な可能性がある。それは米国において40年代に現実のものとなった事態で、YCT政策の下では、金融政策の目標が政府債務管理の目標と抵触しかねず、中銀の独立性が脅かされかねない」とも指摘している。

こうした報告を受けて行われた議論をみると、YCT政策の外国や歴史的な経験に関しては、ほとんどすべての参加者（nearly all participants）が、そうしたアプローチのコストと利益に多くの問題がある点を指摘している。三つの経験のなかでは、豪RBAのアプローチが現在の米国の置かれた状況に最も関連する政策運営である。しかしながら、多くの参加者（many participants）は「FOMCのFG自体が信頼に足る限り、YCT政策を導入してFGを強化する必要性は乏しい」と述べている。

また、複数の参加者（participants）からは、YCT政策の実行に関連して、数多くの懸念が存在する点が指摘されている。具体的には、①とりわけそうした政策からの出口が近づ

いた際に、Fedのバランスシート（BS）の規模と構成をどのようにコントロールするのか②少なくとも豪RBAのケースでは、日付ベースのFG（引用者注・〇年の〇頃まで超低金利政策を維持する、といった表現で示されるFG）の要素が組み込まれているが、この日のFOMCの前段の議論では多くの参加者が望ましいとしたアウトカムベースのFG（引用者注：特定の経済指標が特定の水準を達成するまで超低金利政策を維持する、といった表現で示されるFG）とどのように組み合わせるのか③YCT政策によって、中銀の独立性が脅かされるリスクをいかに緩和する（mitigate）のか④こうした政策が金融市場の機能や、民間セクターのBSの規模や構成に与える影響をどう評価するのか—といった懸念である。

そして多くの参加者（a number of participants）は、YCT政策がイールドカーブのより長い年限に焦点を当てることになれば、これらの政策がLSAP（大規模な資産買い入れ）とどのような相互作用をするのか、現下の超低金利環境下において、どの程度の追加的な緩和効果があるのか、といったさらなる追加的な課題があることに言及している。

さらに、これらの参加者のうちの何人かは「長期金利とは、例えば長期的なインフレ期待や長期的な自然利子率といった要因から重要な影響を受けるものである。これらの要因が変化したり、これらの要因を推計することが難しくなれば、中銀が不適切なレベルにイールド・キャップないしターゲットを設定する結果になりかねない」とも述べている。

FOMCの議事要旨におけるこのような記述をみる限り、Fedは少なくとも今後、日銀が16年秋以来すでに丸4年近く採用し続けている、10年という長い年限の金利まで抑えつけるYCCのような手段を採用する可能性は限りなく低そうだ。それはこうした政策の手段に“YCC”という呼称は決して用いようとはしないFedの姿勢にも表れている。実際、この日のFOMC後の記者会見の際、パウエル議長は「われわれはイールドカーブに沿った金利ターゲティングに関する、歴史的な経験および外国の経験をレビューしたが、それらのアプローチがわれわれの主な手段を補完するものとなるかどうかは異論の多い問題（open question）だ」と述べている。

Fedは前回の金融危機からの正常化を進めていた局面において、国債や住宅ローン担保証券（MBS）の「満期落ち」に着手する前の段階で、すでに保有する長期国債等の残存期間を短縮するべく、保有銘柄の入れ替えを周到に進めていた。今回のFOMCにおけるFRBスタッフの報告にあった「出口を考慮しない場合には大規模な政府債務の買い入れを必ずしも必要としない」という点は、まさに日銀の、後先のことは何も考えずに長期国債や超長期国債を買い入れ続け、残存年限をどうやって短縮して資産規模を縮小させるのかを考えもせず、漫然と保有し続けている金融政策運営を指しているのだろう。“出口”局面におけるまっとうなオペレーションを計算に入れるならば、こうした金融政策運営はあり得ないはずだ。中銀の独立性や金融市場の健全な価格発見機能をいかに維持するかについてもしかりだろう。「10年物金利を0%」という長期金利水準が、果たして中長期的にみて日本経済にとって適切な水準といえるのかも定かではない。

ちなみにFOMCのメンバーの中には、どうも2~3人の参加者の意見というレベルながら、イールドカーブの短・中期部分に焦点を当て、適切に設計されたYCT政策であれば、FOMCにとっての強力なコミットメントの装置（device）となり得る、という意見も出されている。FRBのスタッフは、さらなる分析等を重ねてFOMCに報告することとなっており、来週に開催される次回のFOMCにおける議論の行方が注目される。同時に、わが国としては、現下のコロナ危機下で「日銀が無制限に国債を買い入れるから、いくら新発国債を増発しても何も起こらず大丈夫」などと悠長に構えていられる状況では決してないことを肝に銘じる必要がある。国全体とし

て、日銀の金融政策運営の正常化と本腰を入れた財政再建にどう取り組んでいくのか、中長期的な計画の策定に取り組むことが求められているといえよう。（了）

[/20200722NNN0058]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved