

2021/02/03 07:51

◎【円債投資ガイド】RBAのイールド・ターゲット政策の考え方＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝2020年春以降のコロナ危機は、先進各国の中央銀行の金融政策運営に一段の変化を迫る結果となっている。

金融政策の手段や運営に関する考え方に、いわば「非連続的」とでも言うべき大きな変化が前回生じたのは、2008年秋のリーマン・ショックを契機とする世界的な金融危機だった。①市場機能が大きく低下し、金融政策が伝播していく経路が遮断された状況（DTC events: disruptions in the monetary policy transmission chain）に陥ったうえ、②政策金利の水準がゼロ%に接近し、さらなる引き下げ余地が乏しくなるという“ゼロ金利制約”状態（ELB: eligible lower bound）に直面し、米連邦準備制度（Fed）やイングランド銀行、欧州中央銀行といった主要中央銀行は、従前からの政策金利の上げ下げ以外のいわゆる「非伝統的な手段」を、時期や順序はそれぞれ異なるが順次導入した。それらの「非伝統的な手段」は、国際決済銀行のグローバル金融システム委員会の2019年11月の報告書においては①マイナス金利政策、②新たな中銀貸出オペレーション、③資産買い入れプログラム、④フォワード・ガイダンス（FG）の4つに整理されている。日銀の場合は、直接的な契機は世界的な金融危機ではなく、2012年末に発足した第2次安倍政権の方針としての「直接的な（柔軟ではない）インフレーション・ターゲティング政策」の導入および強化を大きな転換点として、これらの非伝統的な手段が大々的に実施されることになった。

もっとも、それ以外の先進各国の中央銀行も軒並み、リーマン・ショック以降に金融政策運営をそのように「転換」させてきたのかといえば、実は必ずしもそうではなかった。ところが今回のコロナ危機で、そうした状況が一変しつつある。

先進7カ国（G7）の一角を占めるオーストラリアの中央銀行であるオーストラリア準備銀行（RBA）はその典型例の一つだ。同国経済はリーマン・ショック時には景気後退に陥ることはなく、RBAは基本的に金融危機前からの伝統的な手段（短期市場金利に政策金利の誘導水準を設定）による金融政策運営を行っていた。しかしながら豪経済もその後、折からの世界的な低金利・低成長・低インフレ基調の影響を免れずにいたところで、今回のコロナ危機に見舞われた。

RBAはまず2020年3月、政策金利であるキャッシュ・レートのターゲットを0.25%に引き下げ、「ゼロ金利制約（ELB）」への接近を意識せざるを得なくなった。その際、RBAが銀行システム向けの資金供給の拡大等と合わせて打ち出したのが「イールド・ターゲット（YT）」政策だ。具体的には、3年物の豪国債のイールドに、キャッシュ・レートと同じ0.25%のターゲットを設定し、その達成に向けて豪国債や州債等の買い入れを行う。リーマン・ショック以降に主要中銀で採用された非伝統的な手段のなかにはなかったものゆえ、Fedをはじめとする他中銀からも注目されている。

RBAが3年物という年限でのYTの設定に踏み切った主な理由は、まず①豪における金融商品の殆どが、大企業や中小企業向けの貸出金利や住宅ローン金利も含めて、国債のイールド・カーブの短い年限に連動している点にある。この点は、例えば米国において10年国債金利がモーゲージ金利のベンチマークとなっているのとは対照的な状況だ。また、②「キャッシュ・レートのFGを、期限のめどを3年と区切って強化する」という意味合いもある。なお、将来的に金融引き締めに移る際には、まず、3年物のYTを解除してから、次にキャッシュ・レートの引き上げに踏み

切ることをRBAの首脳陣は明言しており、3年物のY Tは、従前からの政策金利であるキャッシュ・レートターゲットと同等ではなく、それを補完する位置付けの政策金利であることが読み取れる。

このY T政策は順調に機能した。2020年3月後半から始められた豪国債等の買い入れは、3年物イールドについて0.25%というターゲットがあっさり達成できたため、4月入り後は徐々に縮小され、買い入れ額の累計が500億豪ドル強に達した5月初めに降はしばらく停止されていた。

しかしながら2020年秋に至り、RBAは目先の経済見通しを上方改訂できたのとは裏腹に、長期的にはとりわけ雇用情勢の悪化を主因に豪経済が低迷しかねないとの見通しを固め、11月に追加緩和に踏み切った。その主な内容は、短期のキャッシュ・レートおよび3年物金利のターゲットをともに0.1%にまで引き下げるとともに、向こう半年間、1,000億豪ドル規模の国債等の買い入れを実施するというものである。これはRBAがついに正真正銘の“ゼロ金利制約”に直面し、他の主要中銀と同じく「量的緩和」に踏み出したことを意味する。イールド・カーブの短期の部分には「価格（金利）」のターゲット（Y T）を、長期の部分には「量」のターゲットを設定するという、他の中銀にはみられないユニークなものだ。

このうち短期の部分に焦点を絞れば、RBAは政策金利の水準はキャッシュ・レートおよび3年物金利ともに0.1%にまで引き下げたものの、Y Tを設定する年限は3年物のままで変えることはなかった。ロウ総裁は、例えば5年物といったさらに長い年限にY Tを設定することもRBAとして検討したものの、採用するには至らなかった。その理由は「Y Tはキャッシュ・レートに関するF Gと首尾よく一貫するときに最も有効になる」というRBAの考え方にある、と述べている。RBAとしては、今次コロナ危機からの回復に向け、向こう3年間は“事実上のゼロ金利”状態を維持するものの、現段階ではそれ以上に長い期間引き延ばす必要があるとはみていない、ということだ。ちなみに、マイナス金利政策に関しては、RBAはかねてから否定的だ。ロウ総裁は、「マイナス金利は豪ドルを減価させるうえでは助けになるかもしれないが、経済への信用の供給を損ね、一部の人々がお金を使うよりも貯蓄するように先導してしまうため、得られるものはほとんどない」と述べている。

こうしたRBAの金融政策運営については昨夏、太平洋の彼方の北半球側から、Fedが注視しつつ、金融政策の長期戦略と次の一手を検討していた。FedではRBAのようにイールド・カーブに沿った金利にキャップ（上限）ないしターゲットを設けるアプローチ政策を、「イールド・キャップおよびターゲット政策」（YCT: yield caps and targets）と呼び、F Gを補完し得る金融政策の一つの手段として評価している。ただしFedの場合、目下のところはF Gが市場の十分な信認を得て、最大の狙いである長期金利の安定を実現できていること、また、YCT政策には①相当な速さでBSを拡大せざるを得なくなる可能性がある、②とりわけ政策金利に関するF Gとの関係で、出口戦略の設計や対外的な説明が難しい、という潜在的なコストがある、と考えられたため採用は見送られた。そして実際には、この先インフレ率が2%を上回る状態をしばらく許容するという「取り戻し戦略」（make-up strategy）の方を採用してF Gを強化する道が選ばれたが、FOMCにおいて、YCTは将来大きく環境が変化した際のオプションとして残される形になっている。

かたや日銀は、2016年9月に「量的・質的金融緩和」を「長短金利操作（YCC）付き」に切り替えて早4年半が経過している。“操作”する長期金利がなぜ“10年”なのか、どういうメリットやコストがあり得るのかという点に関するRBAやFedのような理路整然とした説明は、

導入時から今に至るまで、日銀からは一切ない。Fedは日銀のYCCを「イールド・カーブの過度なフラット化を抑える一方、金融緩和環境を継続するための政策」（2020年6月のFOMC Minutes）と断じている。YCCには他に追随する中央銀行が出てくることもなく、先述したBISの2019年秋の報告書でも、他中銀からも公認される金融政策運営の一つの手段となっているわけでもない。これは本来、「10年金利の変動容認幅の拡大」などというレベルではなく、もっと踏み込んだ見直しが必要政策だろう。日銀が来る3月に公表するという「金融政策の点検」の内容が注目される。（了）

[/20210203NNN0057]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved