

特集 岐路に立つ日本銀行

## 海外の先行事例が物語る日銀「出口戦略」の隘路

### 日本がこれから身をもって知ることになる金融抑圧のツケ

日本総合研究所 調査部 主席研究員  
河村 小百合

コロナ危機後に世界経済は高インフレ局面に急転換し、主要中央銀行は金融政策の引き締めや正常化を加速させている。後塵を拝す日本でも、2022年10月の消費者物価は前年比3.8%に達し、同年春先から急激な円安が進行。長期金利にも相当な上昇圧力がかかっており、日本のみが超低金利状態を漫然と継続することはもはや現実的に困難となりつつある。出口局面に際して、国全体の安定的な経済運営を確保しつつ乗り切るためには、いかなる金融政策と財政運営が求められるのか。

### オーストラリア中銀の YT 政策に対する反省

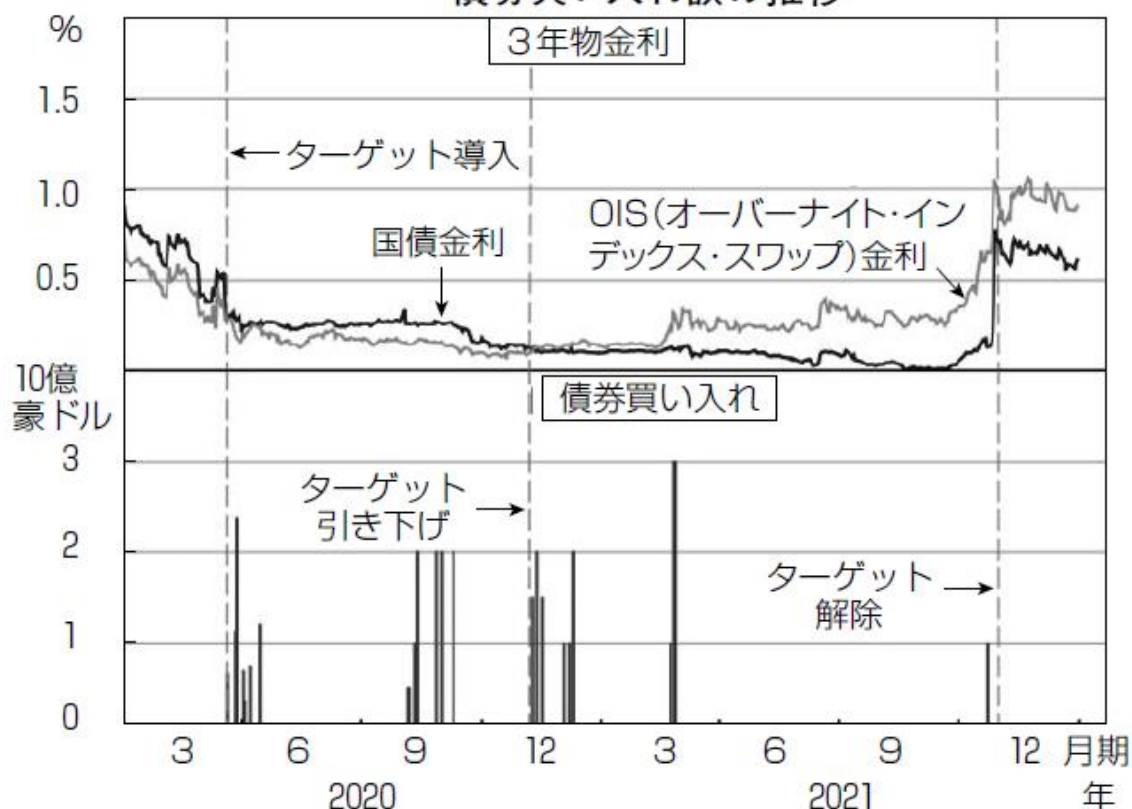
日本銀行が2016年以降採用しているイールドカーブ・コントロール (YCC) は異例の金融政策であり、類似する例は第2次世界大戦後の米連邦準備制度 (Fed) くらいしか存在しない。世界経済を急激に落ち込ませたコロナ危機下でも、日銀に追随して同じ政策を採用する中央銀行の例は皆無であった。

日銀の YCC に一見類似するものとして、オーストラリア準備銀行 (RBA) がコロナ危機下 (20年3月から21年11月まで) に実施したイールド・ターゲット (YT) 政策がある。これは債券買い入れによって、3年国債金利を短期の政策金利であるキャッシュ・レート並みに誘導する政策である。ただし、RBA はこの政策に、①大部分が3年国債金利に連動するオーストラリア国内の貸出金利の低下を促進、②フォワード・ガイダンスを補強——という明確な政策意図を込めていた。だからこそ RBA は、日銀と同じ YCC という呼称をあえて用いず、YT 政策と称したものとみられる。

この YT 政策は当初、貸出金利が低下してオーストラリア経済を下支えするなど、RBA の狙いどおりに機能した。しかし21年春先以降、世界経済が高インフレ局面へと転換して

いく中で、次第に市場の金利先高観にそぐわないものとなり、同年10月後半以降はオーストラリア債券市場に混乱が生じた（図表1）。ただ、この頃RBAがYT維持のために債券買い入れを実施したのは21年10月22日のみで、最近の日銀のように市場の金利上昇の圧力に徹底抗戦するようなことはなく、11月には市場に追い込まれるかたちでYTの停止を余儀なくされた。

〔図表1〕 オーストラリアの3年物金利とRBAの債券買い入れ額の推移



〔出所〕 Reserve Bank of Australia, Review of the Yield Target, June 21, 2022, Graph 5をもとに日本総合研究所作成。

RBAは22年6月に公表したYT政策の総括の中で、当時、金融政策運営の検討に際して経済の下方リスクに重点を置き過ぎていた点を率直に認めた。それとともにYT政策終了の相当前から、同じ満期の市場金利（図表1のOISレート）が国債金利のターゲットからすでに相当に乖離して動いていたことを挙げ、「YTはもっと早期に解除しておくべきであった」「YTの出口局面が無秩序なものになった結果、RBAの信認は痛手を受けた」「仮に今後、RBAが今回のYTのような政策を実施した場合、市場に信用してもらえなくなる可能性がある」とまで率直に反省の弁を述べている。

RBAのYT政策は、日銀のYCCとは意図が大きく異なるものだ。とはいえ、短期金利以

外のイールドカーブ上の特定の年限に目標を設定し、債券買い入れによる金融政策を行ったことには変わりなく、その場合の出口局面の困難さを如実に示した事例といえよう。

## 各年限にキャップをかけた戦後 Fed の経験

日銀が今後、YCC の修正や解除に取り組んでいく際、オーストラリアとは大きく異なる点があることに注意が必要だ。それは、オーストラリアは主要先進国の中でもドイツを上回るほど財政が健全な国であることで（図表 2）、今回の YT 政策にも財政ファイナンスの要素はまったく認められない。これに対し日本は財政事情が極端に悪く、しかも日銀はすでに国債の過半を抱え込むため、事実上の財政ファイナンス状態に陥ってしまっている。

〔図表 2〕 主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額（対名目 GDP 比）（単位 %）

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考) 財政収支
			満期負債（借換債発行分）	財政収支赤字幅（新発国債発行分）	
日本	263.9	52.8	44.9	7.9	▲7.9
オーストラリア	56.7	7.2	3.8	3.4	▲3.4
米国	122.1	31.7	27.7	4.0	▲4.0
英国	87.0	10.2	5.9	4.3	▲4.3
ドイツ	71.1	11.4	8.1	3.3	▲3.3

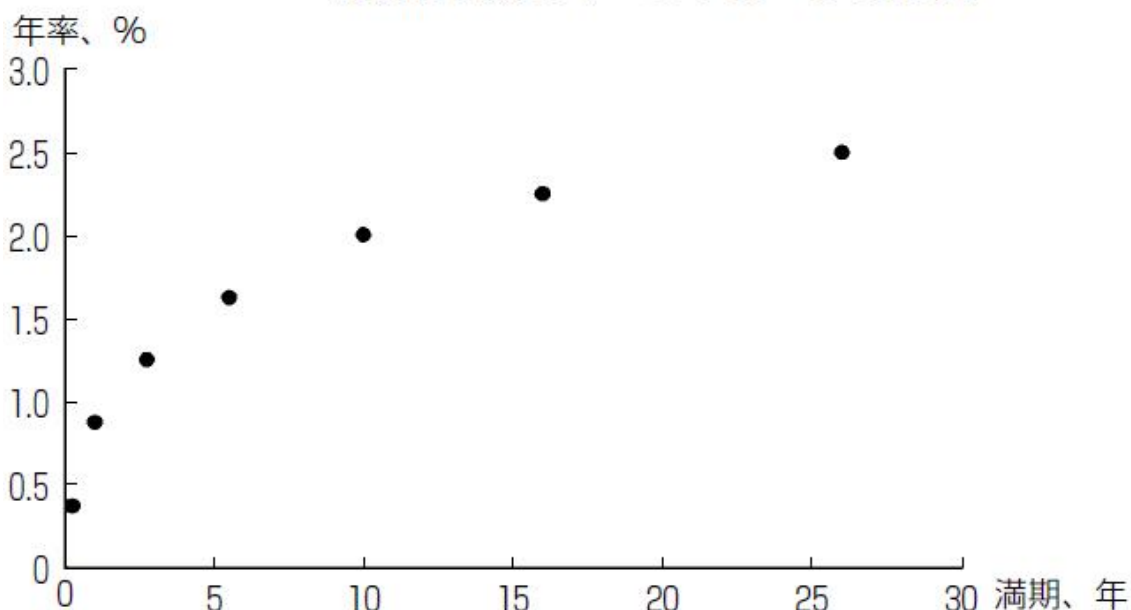
(注) 1. 2022年10月時点における IMF による2022年見込み。  
2. 満期負債の計数は、グロス所要資金調達額から財政収支赤字幅を差し引いて日本総合研究所が算出。

(出所) IMF, Fiscal Monitor, October 2022をもとに日本総合研究所作成。

その意味で、日銀が YCC を解除する際に真に参考になるのは、Fed の歴史的な経験である。第 2 次世界大戦中の 1940 年代の米国は、戦費が増大するなか財務省の資金調達コストを安定させるため、正真正銘の財政ファイナンスとして財務省証券のイールドの年限にキャップを設定していた（図表 3）。

当時の米国では、全年限の金利のキャップを一気に外すアプローチが採用されることはなかった。財政運営への影響のみならず、銀行システムや経済への悪影響が懸念されたためである。

〔図表3〕 米国の第2次世界大戦参戦後に固定された  
財務省債務のイールドカーブの形状



(注) 戦争ローン (war loan) のクーポン・レートで、財務省証券のイールドカーブとして機能。

(出所) Kenneth Garbade, "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York, February 2020, p24, Figure 5をもとに日本総合研究所作成。

ちなみに当時、要の役割を果たしたニューヨーク連邦準備銀行のスプロール総裁は「一つは短期、一つは長期という、現時点でははるかに離れている二つのペッグとともに柔軟な金融政策を遂行することはできない」「長期金利を 2.5%とする支援を続けるのであれば、短期金利についてはより大きな度合いでの柔軟性が認められることが重要」といった見解を述べている。そして Fed は、この見解に沿うかたちで、最も短い年限である T-bill のキャップをまず外し、それから徐々に、1 年物証書を手始めに利付証券に付けられていたキャップを長い年限についても順次外していく慎重なアプローチを採った。

短期金利の上昇を受けて投資家の長期債保有意欲は減退し、Fed はそれに対応して短期債売却と長期債買い入れのオペレーションを強いられながらも、長期債の 2.5%のキャップを何とか維持し、米国の財政運営を支えつつ、長い年限のキャップを順次外していったのである。そして 51 年に、Fed と財務省との間で有名な「アコード」が成立し、Fed は財政従属状態からようやく脱却し、金融政策運営上の独立性を手にすることとなった。

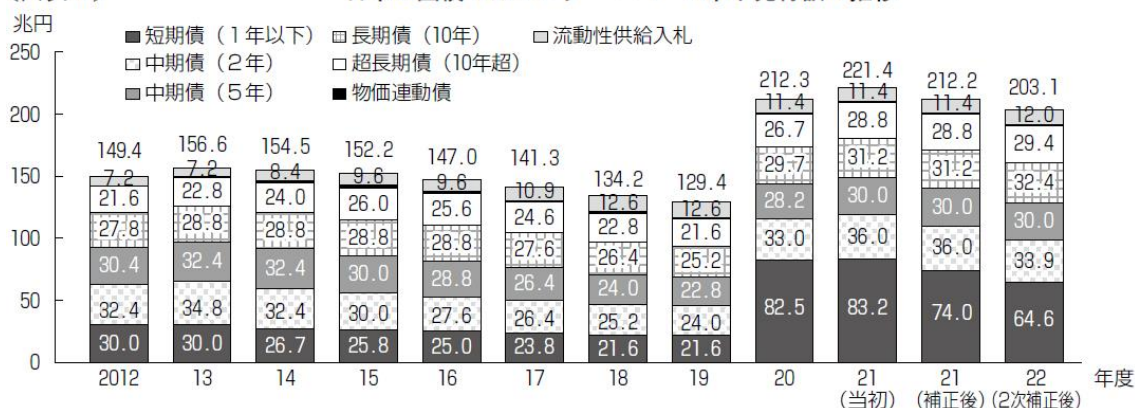
## 日本の「出口」は戦後の Fed よりはるかに困難



翻って、日本の財政運営上の資金調達構造を見ると、20年度にコロナ対策で大規模な補正予算が組まれた後、巨額の短期国債の発行を続けて毎年巨額の借り換えをする必要に迫られている。いわば自転車操業状態で財政運営を回している（図表4）。日本では、長期金利ばかりでなく、短期金利をわずかに引き上げただけで利払い費が大きく膨らみかねない危険な状態にある。

〔図表4〕

日本の国債のカレンダー・ベース市中発行額の推移



(注) ここでは、物価連動債のみデータラベルを非表示にしている。2022年度は2次補正後の政府案ベース。  
 (出所) 財務省『令和4年度国債発行計画の概要』(21年12月24日)、財務省理財局『カレンダーベース市中発行額(令和4年度)』(22年11月8日)をもとに日本総合研究所作成。

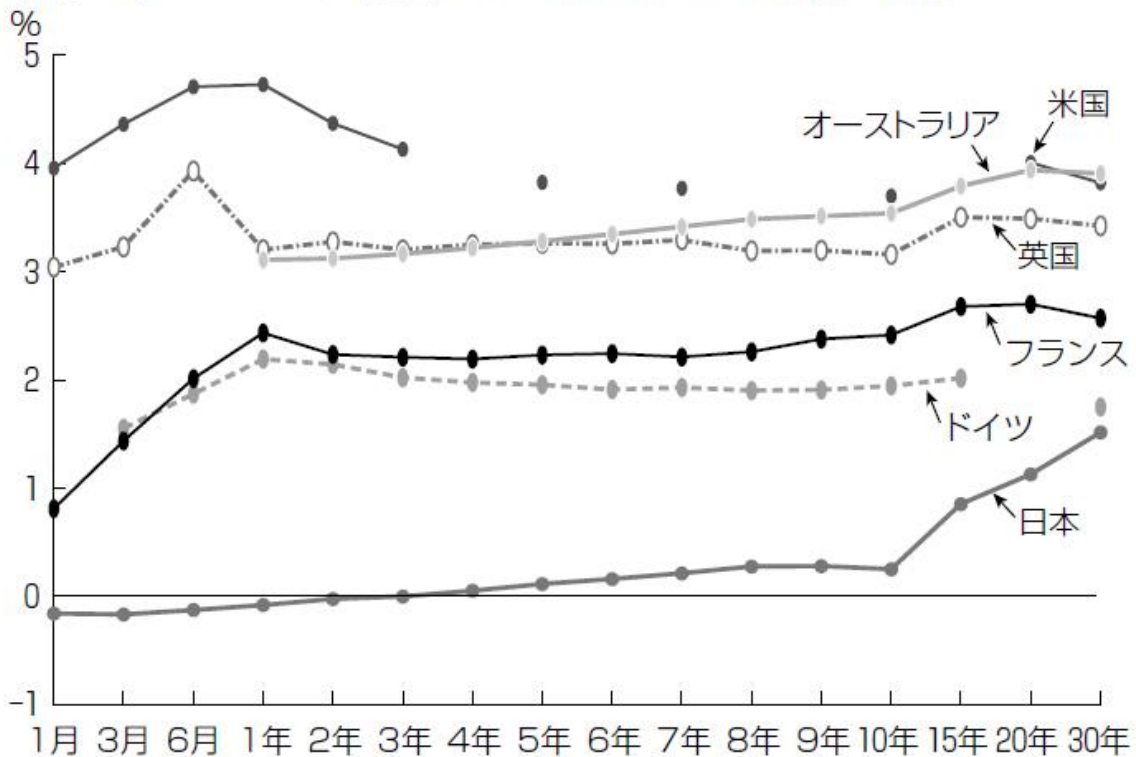
しかも今後、日銀がYCCの段階的な修正を試みる際の出発点となるYCの形状は、本稿執筆時点では、10年ゾーンまでのすべての年限の金利がほぼゼロ%近辺に抑制されているという異様なものである（図表5）。参考例に挙げた第2次大戦時の米国では緩やかな順イールド（前掲図表3）が形成されており、この点が大きく異なる。

日本が出口局面で目指すべきは、“金融抑圧”状態からの脱却、つまり市場機能の回復によって順イールドが形成されている状態である。第2次大戦後のFedは、戦時中からの順イールド状態を維持しながら出口局面でのオペレーションを進めればよかった。これに対して現在の日本は、財政運営の安定的な継続も図りつつ、日銀はYCの異様な形状を慎重に修正しながら、出口局面での金融政策運営を進めなければならない。そのプロセスは、本腰を入れた財政再建のプロセスと、車の両輪として進める必要がある。おそらく日銀が今後強いられるオペレーションは、戦後のFedよりもはるかに難度の高いものとなるだろう。

## 円の信認低下で日本の財政破綻も

出口局面ではさらなる課題もある。ひとたび短期金利の利上げ局面に入れば、日銀自身の財務もあつという間に悪化することは必定である。円安がすでにこれだけ進んでいること

〔図表5〕 主要国のイールドカーブの形状の比較



(注) 22年11月30日時点のスポットレート。  
 (出所) Thomson Reuter Eikonをもとに日本総合研究所作成。

もあり、日銀の財務悪化を放置することは、円の信認をさらに損なう可能性が高い。そうした局面に入った場合、日銀に国債の買い入れを進めさせることは日銀の財務のさらなる悪化を招くため、事実上困難となり、国債の消化が一気に困難になることも十分にあり得よう。

日銀による長期金利の“金融抑圧”などは到底、不可能となり、日本が利払い費の膨張を少しでも抑えるには、財政運営に対する市場の信認をつなぎ止めることによって金利上昇を回避するしかない。新規国債の発行額を絞り込むといったレベルでは到底済まず、既発国債をできるだけ償還して借換債の発行を減額せざるを得なくなるだろう。

そうした局面を前にして、一部で聞かれる「60年償還ルールの撤廃」など、現実の選択としてあり得ない。満期が到来した既発国債の元本を償還せずに済ませようとすれば、日本は世界から正真正銘のデフォルト状態と認定されることになるろう。

**早期の政策対応なくば出口局面はさらに混沌**

これまで長らく本腰を入れた財政再建や金融政策の正常化を先送りし続けてきた日本は、

長期間にわたる“金融抑圧”が国民経済にどれほどの弊害をもたらすかを、今後身をもって知らされることになるだろう。RBAの経験は、イールドカーブの特定の年限にターゲットを設定する政策を採用した場合、市場参加者の見通しの変化を先取りするかたちで中央銀行が政策の調整や停止を行わない限り、出口局面は無秩序なものになることを物語っている。

しかも、予想される“無秩序さ”の度合いは、オーストラリアのケースをはるかに上回る。日本でも、債券市場にゆがみの発生が認められ、外国為替市場でも円安が進展するなか、日銀にとってマイナス金利の解除やYCCの柔軟化を進めていくことは喫緊の課題といえよう。

かわむら さゆり

京都大学法学部卒。2019年から現職。財政制度等審議会財政制度分科会臨時委員。近著に『中央銀行の危険な賭け—異次元緩和と日本の行方』（朝陽会、2020年）。