

日銀の頑なな緩和維持、「YCC政策」がもたらす日本経済の“結末”

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員
2022.8.2 4:40 会員限定



日銀の異次元緩和の柱であるマイナス金利や長短金利操作について世界の中央銀行は必ずしも積極評価しているわけではない。「緩和維持」で日本経済は好転するのか Photo:PIXTA

世界では必ずしも積極評価ではない マイナス金利やYCC政策

円安や物価上昇が進むなか、日本銀行は7月20～21日の金融政策決定会合でも超金融緩和政策の維持を決めた。

決定会合終了後の記者会見で黒田東彦総裁は、「イールド・カーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の金利を引き上げるつもりは全くない」「プラスマイナス0.25%というレンジを変更するつもりも全くない」と語り、金融政策運営を柔軟化させることや見直しは一切排除すると言わんばかりのかたくなな姿勢だった。

これまで日銀と同様に緩和を続けてきた欧州中央銀行（ECB）が同日、0.5%の大幅利上げに転じ、米連邦準備制度（Fed）が27日に4回目の利上げを決めるなかで、世界の主要中央銀行と日銀の政策の違いは際立っている。

日銀の政策運営は、海外の中銀の目にはどのように映っているのか。実は日銀の緩和政策の柱となっているマイナス金利政策やYCCについて、海外の主要中央銀行の間で固まりつつある評価は必ずしも積極的なものではない。

日銀がこのままの金融政策運営を続けて日本の経済が好転することが本当に期待できるのか、は疑問だ。

BISが分析の報告書 直接的な効果限られた国も

2008年のリーマン・ショックで、主要中央銀行は、従前のメインの金融政策手段である政策金利を「ゼロ%以下には下げられない」という“ゼロ金利制約”に直面し、リーマン・ショック前にはおよそ考えられなかった手段を実験的に採用していった。

それらは「非伝統的な手段」と呼ばれ、最も代表的なのは、主要中央銀行が軒並み踏み切った「量的緩和」「大規模な資産買い入れ」政策だ。

マイナス金利政策もその一つで、非伝統的な金利政策に相当する。2009年7月のスウェーデンの中央銀行、リクスバンクが世界で初めて導入した。

それまでマイナス金利の導入は金融取引の実務上、難しいと考えられていたが、中央銀行が民間銀行から受け入れる当座預金への付利をマイナスにする形で実現させたことは、まさにブレイクスルーだった。

その後14年6月にECBが、欧州債務危機後数年を経てのデフレ傾向の明確化を懸念してマイナス金利を導入し、さらにその近隣国でありながら単一通貨ユーロには加わっていないデンマーク国立銀行やEU非加盟のスイス国立銀行も追随した。

黒田総裁就任を機に13年4月から異次元緩和を始めた日銀も、16年1月にマイナス金利政策を導入。さらに同年9月には、日銀当座預金の付利と10年国債金利の操作による「イールド・カーブ・コントロール（YCC）」に切り替えた。

各国の中央銀行による実践の経験が蓄積されてきたことを受け、主要中央銀行で構成される国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会（議長は豪準備銀行のロウ総裁）は19年10月、「非伝統的金融政策の手段：各国横断的分析」という報告書を公表している。

マイナス金利政策の効果 貸出金利低下では消極的評価

BISの報告書で示された、マイナス金利政策に関する主要中央銀行の共通見解を見れば（図表1）、マイナス金利のインパクトが伝播（でんぱ）していく経路は基本的に、短期の政策金利をプラス圏内で上下させる伝統的な金融政策と同じだ。

市場金利を低下させ、金融条件を幅広く緩和させるという経路で機能する。

◆図表1:BISグローバル金融委員会報告書が示した、マイナス金利政策の評価

動機	デフレ的な影響を及ぼす 自国通貨高に対抗する必要性 に迫られて。金融政策の目的に合致する形で、 経済に刺激を与えること 。
効果	全体として“ ゼロ金利制約 ”(ELB)への 対処としては有用 。将来の短期金利予想に合わせて 長期金利は低下 し、景気拡大の刺激として作用。
副作用	銀行の金利マージンの圧縮 。その他の収益や不良債権の減少といった銀行ポートフォリオの改善によって相殺され、銀行業の安定のうえでの 主な問題とはなるには至らず 。
金融仲介機能への影響	長引くマイナス金利による、金融仲介主体に対する 長期的にみた潜在的な効果は、現下の経験からでは完全に評価し得ず 。

(資料) Committee on the Global Financial System. “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”, Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), CGFS Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019, pp2~3の記述を基に日本総合研究所作成。赤字は筆者。

しかしながら、中にはマイナス金利の直接的な効果が限られた国も見られる。

例えば、マイナス金利は短期市場金利にはほぼ反映され、短期金利は軒並みマイナス圏内に低下した国でも、銀行の預金金利には適用されなかったりした。

リテールの預金金利には、現実問題としてゼロ%の下限が存在するように見受けられる。

貸出金利への影響の総括はさらに難しく、効果の評価はまちまちだ。

マイナス金利政策によって、貸し出しの条件やボリュームの面で融資が増えるなどプラスの影響が及んだとするものと、銀行が利ザヤ縮小から融資を抑えるマイナスの影響があったとする双方のケースがある。

政策金利が短期市場金利や預金金利などに反映されていくことを“パス・スルー効果”と言うが、マイナス金利政策による“パス・スルー効果”の評価は定まっていない。

このように、マイナス金利政策に対する主要中央銀行の評価は、“ゼロ金利制約”への対処策として一定の有用性は認めつつも、必ずしも手を挙げて積極的に評価しているわけではない。

この点は、その後のコロナ危機に直面した際、マイナス金利政策の新たな導入を検討した中央銀行はいくつかあったものの、実際に導入した中央銀行は皆無だったという事実にも如実に表れている。

Fedは日銀のマイナス金利政策がインフレ期待をむしろ下押しと分析

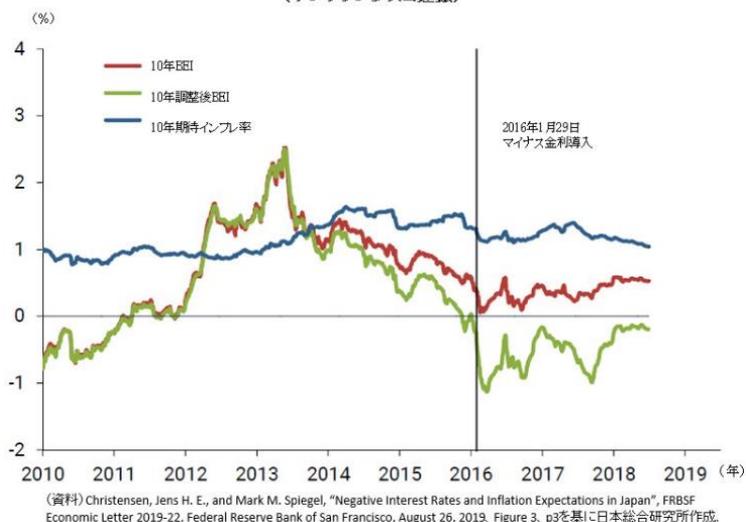
ちなみにFedも2019~20年に、金融政策運営の新戦略を検討する過程で、このマイナス金利政策について議論しながらも、実際には導入しなかった中央銀行の一つだ。

検討の際、米連邦公開市場委員会（FOMC）に提出されたペーパーの中では、サンフランシスコ連銀による「日本におけるマイナス金利」という調査論文の内容が引用され、日本ではマイナス金利政策でインフレ期待がむしろ低下したことを指摘している。

市場のインフレ期待は、同じ年限の名目の利付国債と物価連動国債との流通利回りの格差から「ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）」として抽出することができる。

サンフランシスコ連銀は、日本の物価連動国債の特殊な設計（デフレ時にも元本は額面を割り込まず）の要因を調整した「10年調整後BEI」を算出し、そこからさらにインフレ・リスク・プレミアム要因を除去した「10年期待インフレ率」を算出している（図表2）。

◆図表2: わが国の10年ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)と10年期待インフレ率の推計結果
(サンフランシスコ連銀)



この推計結果からは、13年以降の「異次元緩和」によって、日本でも一時は期待インフレ率が高まったが、長続きはせず、とりわけマイナス金利政策が採用された16年以降は、中期的なインフレ期待が振れを伴いながらも下落傾向をたどっていることが読み取れる。

要するに、マイナス金利政策には予期せぬ収縮的な効果があるとみられ、同論文は、日本のようにインフレ期待がすでに低くなってしまっている場合には、マイナス金利政策の有効性に注意する必要があると指摘している。

米国で一刀両断に却下されたYCT政策 長期金利の設定誤れば経済に悪影響

短期でのマイナス金利と10年国債金利の「0%程度」への誘導を組み合わせた日銀のYCCに対する海外からの評価はさらにシビアなものだ。

前述の2019年のBISの報告書では、YCCは非伝統的な手段の一つとして取り上げられることすらなかった。コロナ危機下でも、日銀に追隨して導入することを本格的に検討した例は皆無だったもようだ。

Fedはコロナ危機に見舞われた直後の20年6月のFOMCで「イールド・カーブ・キャップないしターゲット (YCT) 政策」について、事務方に報告させたうえで、議論を行っている。

イールドカーブ上の短期金利以外の特定の年限に上限 (キャップ) ないし目標 (ターゲット) を設けるYCT政策のこれまでの採用例は以下の3例しかない。

- (1) 現在の日銀のYCC
- (2) 豪準備銀行 (RBA) が2020年3月に導入した「イールド・ターゲット (YT) 政策」
- (3) 第2次世界大戦時のFedによる、戦時下における財務省の資金調達コストを安定させるための財政ファイナンス

この時、米連邦準備制度理事会 (FRB) のスタッフは、(1) 日銀の現在のYCCについて、「2016年以降、イールド・カーブが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」と報告している。

そのうえで、「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」とした。

しかし一方で、「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。それはアメリカで1940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、中央銀行の独立性が脅かされかねない」と指摘している。

FOMCメンバーからは、三つの先例のうち、(2) RBAのYT政策が最も当時のアメリカが置かれた状況に関連する政策運営だとの見方が示された。

RBAのYTは、20年3月から21年夏にかけて3年国債金利を短期の政策金利と同水準に誘導するもので、フォワード・ガイダンスを強化し、かつ豪経済の大部分を占める資金調達レートに影響を及ぼす (=パス・スルー効果を狙う) 目的で実施された。

日銀のように長期国債の大半を中央銀行が買い入れるという“事実上の財政ファイナンス”の要素も一切認められず、日銀のYCCとは全く異質なものであった。

FOMCではYCTに踏み切った場合の下記のような懸念が出された。

- ▽政策からの出口が近づいた際に、FedのBSの規模と構成をどのようにコントロールするのか
- ▽YCT政策によって、中央銀行の独立性が脅かされるリスクをいかに緩和するのか
- ▽こうした政策が金融市場の機能や、民間セクターのバランス・シートの規模や構成に与える影響をどう評価するのか
- ▽長期金利のうちのどの年限にするのか、どの程度の金利水準にキャップをはめるのか、といった点を特定するのは容易なことではなく、万が一その設定を誤った場合、経済全体に悪影響が及びかねない

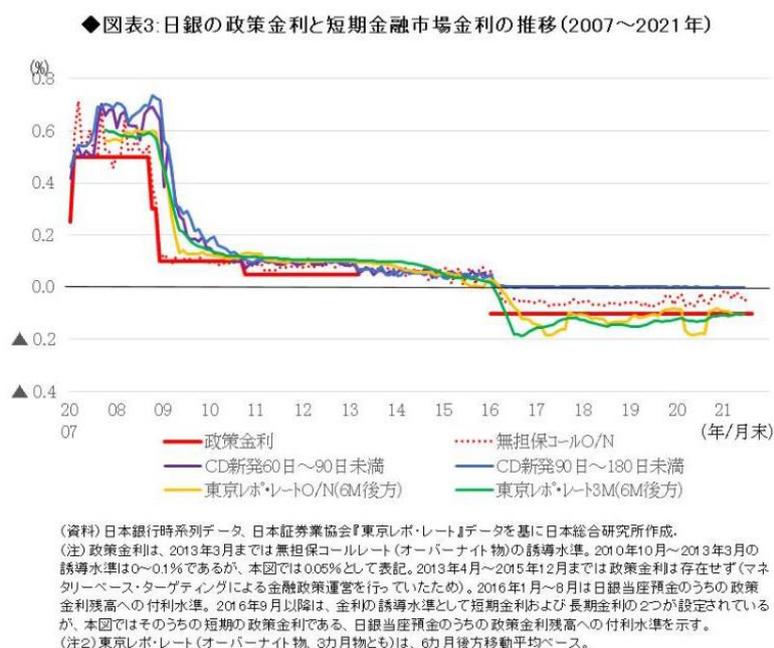
こうした議論を経て、結局、FedはYCT政策を採用することはなかった。

金融機関の利ザヤ縮小 現実に観察されるYCCの副作用

日銀のYCCが日本経済に及ぼしている効果を、BIS報告書や主要中央銀行の判断材料として用いられている「パス・スルー効果」に即してみるとどうなのだろうか。

図表3～5は、2007年から21年までの日銀の政策金利と、短期金融市場金利（図表3）、預金金利（図表4）、国内銀行貸出約定平均金利（図表5）の推移をそれぞれ見たものだ。

それによれば、短期金融市場金利は、日銀が16年1月のマイナス金利政策を導入して以降、完全にマイナス圏内に沈んでおり、“パス・スルー効果”がほぼ完全に認められる（図表3）。



一方で、預金金利はゼロ%を超えては下がりにくい、という他の主要国と同様の状況が生じていることがわかる（図表4）。

◆図表4:日銀の政策金利、わが国の無担保コール・レート(オーバーナイト)と預金金利の推移(2007～2021年)



(資料)日本銀行時系列データを基に日本総合研究所作成。
 (注1)政策金利は、2013年3月までは無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準。2010年10月～2013年3月の誘導水準は0～0.1%であるが、本図では0.05%として表記。2013年4月～2015年12月までは政策金利は存在せず(マネタリーベース・ターゲットによる金融政策運営を行っていたため)。2016年1月～8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。2016年9月以降は、金利の誘導水準として短期金利および長期金利の2つが設定されているが、本図ではそのうちの短期の政策金利である、日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準を示す。
 (注2)預金金利は日本銀行取引先の国内銀行(一部を除く)および信用金庫および協同中金ベース。貯蓄預金金利は30万円以上ベース。定期預金金利は預入金額300万円以上1,000万円未満、3カ月物ベース。

貸出金利については趨勢(すうせい)的に低下傾向をたどってはいるものの(図表5)、マイナス金利政策導入がどの程度寄与したのかは定かではない。

また近年の動向を見る限り、日銀の政策金利の推移とは異なった動きを示しており、別の要因が作用しているようにも見受けられる。

◆図表5:日銀の政策金利、わが国の無担保コール・レート(オーバーナイト)と国内銀行貸出約定平均金利の推移(2007～2021年)



(資料)日本銀行時系列データを基に日本総合研究所作成。
 (注1)政策金利は、2013年3月までは無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準。2010年10月～2013年3月の誘導水準は0～0.1%であるが、本図では0.05%として表記。2013年4月～2015年12月までは政策金利は存在せず(マネタリーベース・ターゲットによる金融政策運営を行っていたため)。2016年1月～8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。2016年9月以降は、金利の誘導水準として短期金利および長期金利の2つが設定されているが、本図ではそのうちの短期の政策金利である、日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準を示す。
 (注2)国内銀行貸出約定平均金利の新規分(短期・長期とも)は、6月後方移動平均ベース。

ちなみに、日銀自身は21年3月に「金融政策の点検」に合わせた分析結果を公表しているが、それにはマイナス金利政策を非伝統的な金利政策として取り出した分析は見られず、YCCを量的緩和による大規模な国債買い入れと一体と捉えたうえで、需給ギャップの改善効果の分析などが中心だ。

預貸金利の動向が民間銀行の利ざやの縮小につながることは、「点検」の資料でも示されているものの、それが国全体としての金融仲介機能にどのような影響を及ぼすのかや、国全体としての経済活動やその結果としての物価上昇率にどのような影響を及ぼすことがあり得るのか、といった点の分析や見解は示されてはいない。

賃金を押し上げる力はない 一方で産業の新陳代謝起こらず

日銀は、「コロナ禍からの経済回復のためには、金融緩和の継続が必要」とし、「現下の物価上昇は賃上げを伴う内需主導型のものになっていないため、2%の物価目標達成にはあたらぬ」との見方を崩していない。円安加速や物価上昇でも景気の下支えを重視するとして利上げを否定している。

だが、本当にそうなのだろうか。

上述のように、日銀のYCC導入後の期間を見ても、貸出金利が明確に低下し、パス・スルー効果が認められるわけではない。そうであれば、YCCを解除し、政策スタンスを徐々に柔軟化させたからといって貸出金利が急上昇するとは考えにくいだろう。

賃上げについても、これまでの日本企業の動きを見る限り、日銀が金融緩和を続けて企業収益が好転しても、株主向けの配当や内部留保が積み増され、利益剰余金が積み上がるばかりで、賃上げに回す動きは目立って行われてはこなかった。

金融緩和に、賃金を押し上げる直接の力はないと言ってよいだろう。

FOMCでの議論で、FRBスタッフが指摘したように、そもそも日銀はYCC導入の時点から今に至るまで、なぜ10年国債金利にターゲットを設定するのか、ターゲットの水準をなぜ「ゼロ%程度」に設定するのか、という説明を一切していない。

長期金利は一国の経済活動に重要な影響を及ぼすもので、金利には資源再配分機能もある。金利がついているからこそ、一国のなかで、生き残れる分野、見込みのある分野が金融取引の過程で選別され、産業の新陳代謝が促進され、次の成長のエンジンが生み出されることになる。

一国の経済活動を活性化させるのに、「金利は低ければ低いほどよい」などということは決していないのだ。

だからこそ、Fedをはじめとする他の主要中銀は、日銀のように長期金利を無理やり抑えつけるようなことは決してせず、市場の価格発見機能を尊重しているのだろう。

YCCの設定に大きな問題 「緩和維持」で経済は好転しない

いまの日本経済はまさに、FOMCで指摘が出ている「YCT政策を実施する中央銀行が長期金利の設定を誤り、経済全体に悪影響が及んでいる」ケースに相当するのではないか。

そして日銀は今、FOMCで懸念されたように、極めて大規模な政府債務の買い入れを迫られ、金利が少しでも上がれば財政運営が回らなくなるという形で政府債務管理の目標に、物価安定という金融政策の目標が抵触するなかで、「独立性」が脅かされる構図に陥っている。

このまま日銀が超金融緩和を継続しても、日本経済は日銀が言うような形で好転することはないだろう。

そもそのYCCの設定に大きな問題があることを正面から捉えず、政策を漫然と続けていては、日本経済全体が取り返しのつかない事態に陥ることになる。

(日本総合研究所調査部主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2022年8月2日 4:40 公開から抽出し作成