



金利にオーバーナイト（翌日）物であるキャッシュ・レートと同水準の0・25%のターゲットを設定した。RBAはこの政策を「イーールド・ターゲット（YT）」政策と呼称している。

似て非なるYCC

実はこの政策、わが国では表面的な見かけが似ている日銀の政策になぞらえて、「イーールドカープ・コントロール（YCC）政策」と呼ぶ向きもあるようだが、RBAの意図は全く異なる。だからこそRBAとしてもこの政策を導入する際、日銀と同じYCCという呼称はあえて用いず、YT政策と称したもののみられる。米連邦準備制度をはじめとする他の中央銀行からも、RBAのYTは日銀のYCCとは異なる金融政策運営の枠組みと評価されている。

コ

コロナ危機に直面した2020年3月、オーストラリア準備銀行（RBA）は、政策金利であるキャッシュ・レートを0・25%に引き下げ、いわゆる「ゼロ金利制約」が目前に迫るなか、初めて3年物豪国債

国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会でも議長を務め、中央銀行界でも一目置かれる存在であるロウ総裁率いるRBAは、実はコロナ危機到来前の段階から、先々中央銀行としてオーバーナイト物の政策金利の引き下げ余地がなくなる「ゼロ金利制約」に直面した際、RBAとして取り得る政策オプションにはどのようなものがあり得るのか、丹念に検討していた。08年のリーマン・ショック以降の他の主要中央銀行が行った、非伝統的な手段による金融政策運営の効果と副作用、課題をつぶさに分析した結果を、総裁らのスピーチなどを通じて対外的に説明もしていた。

政策金利の補強手段

ほか、中央銀行が国債などの債券を大規模に買い入れる量的緩和についても、中央銀行自らの財務運営が悪化したり、市場機能に与えるマイナス影響が大きくなり得ることをRBAは認識し、そのどちらにも「ゼロ金利制約」に直面した際に採用する優先順位は低く位置付けられていた。コロナ危機に直面した20年3月、決して単なる「思いつき」ではなく、そうした検討の積み重ねの流れのなかで採用したのがYT政策だったのである。

当時、マイナス金利政策はすでに、中央銀行界では実務的には導入可能なものとなっていたが、その効果と副作用の双方に鑑み、RBAの評価はネガティブであった

虚心坦懐に学ぶ

豪州中銀にあつて日銀にはない「明確な政策意図と効果の説明」

非常時の手段として中央銀行がとった市場金利の誘導やコントロール。しかし、日豪では大きな違いがあった。

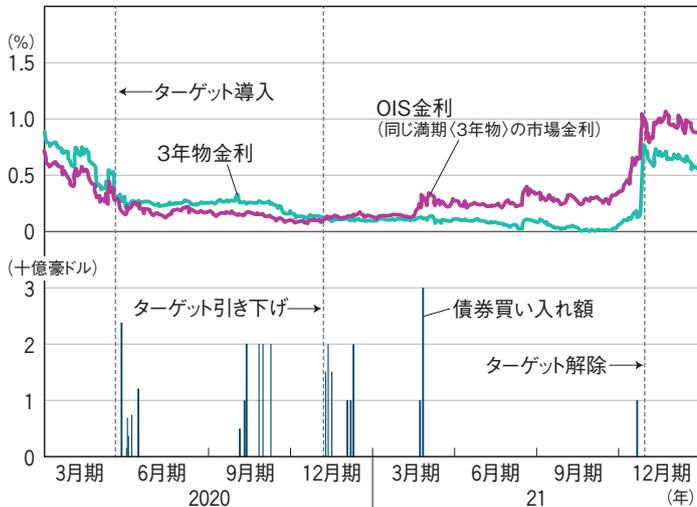
かわむら 小百合

（日本総合研究所調査部主席研究員）

豪国債の3年物金利に、キャッシュ・レートと同じ0・25%の目標を設定し、債券買い入れを通じて誘導するというYT政策に、RBAは二つの意図を込めていた。

①豪州における实体经济向けの貸出金利の大部分が、この3年物国債金利に連動しているため、ターゲットの設定によって、民間の貸出金利の低下による实体经济の回復を促すこと、②コロナ危機の当初は経済の低迷が長期化する可能性が見込まれていたなかで、RBAとして、实体经济の回復基調が明確になるまでは政策金利を超低水準で据え置くことをあらかじ

図1 豪の3年国債金利とRBAの債券買い入れ額の推移



(注) OIS金利は、Overnight Index Swap金利
 (出所) Reserve Bank of Australia, *Review of the Yield Target*, June 21, 2022, Graph 5を基に
 日本総合研究所作成

限の豪国債や州政府債を、いわば「広く薄く」、必要最小限で買入れる手法を取っていた。そこには、市場の健全な価格発見機能を尊重し、維持しようとするRBAの意図がみてとれる。3年物金利のターゲットへの誘導は、YT政策導入の翌月の20年4月までの買い入れで達成されて安定し、その後、同年の

秋にかけては買い入れなしでターゲットが維持されていた。ただし、その後の豪経済は、当初RBAが想定した低成長長期化コースとは、徐々に異なる展開になった。20年秋口からは、豪州経済の落ち込みが、当初RBAが想定したほど悪くはなさそうだが、ということが判明し始めていた。しかしながら、RBAは豪経済の下振れリスクの方を重視し、20年9月時点で、買い入れのターゲットに位置付ける豪国債を23年4月償還の国債から24年3月償還債に拡張する、すなわち3年物金利の誘導の1年間延長を視野に入れる決定をした。

また、20年11月にはキャッシュ・レートおよび3年物金利のターゲットをともに0・1%に引き下げ、豪州としてもついに「ゼロ金利制約」に陥つたため、RBAは新たな非伝統的手段の導入による追加緩和として、「6カ月で1000億豪ドル」という「量」を目標とする量的緩和策を導入したのである。21年入り後、豪州でも経済の下振れ・上振れリスクが共存する状態にあった。同年春にはRBAは、債券の買い入れを断発的に実施して3年物金利をターゲットに誘導

め市場に約束する「フォワード・ガイダンス (FG)」を20年3月に初めて採用したが、その期間のめどを少なくとも3年間程度とみているRBAの見方を、3年物金利にもターゲットを設定することによって、「向こう3年間は心配せず低金利で資金を借りられる」と豪州の企業や家計を安心させる形で明確にすること (FGの強化) という2点である。

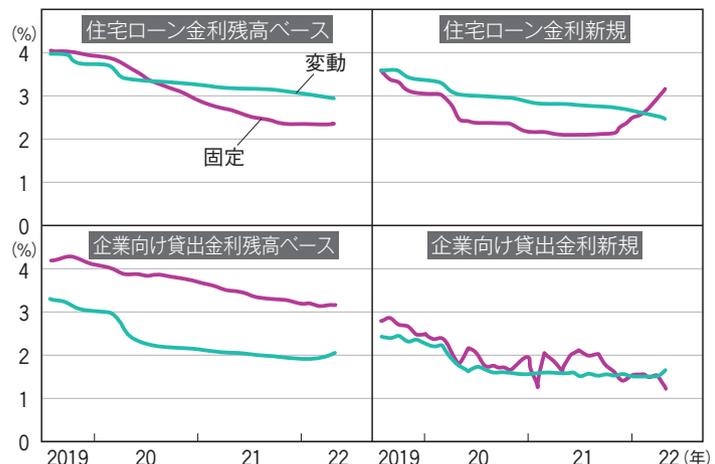
先々経済が回復してくれば、まず3年物のYTを外したうえで、政策金利の引き上げに踏み切る、という手順もRBAはYTの導入

時からあらかじめ明らかにし、YTはあくまでオーバーナイトの政策金利を動かす際の補強的な手段として用いることを明確にしていたのである。

市場の健全性

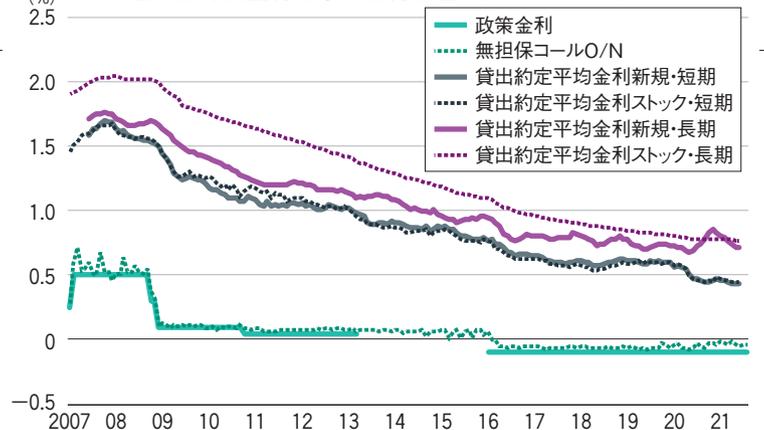
RBAは当初から、国債などの債券はあくまで民間金融機関から買い入れ、連邦政府や州政府から直接買い入れることは決してしないことは当然ながら、3年物の豪国債のみを買入れて3年物金利をターゲットに誘導していたわけではなく、幅広い年

図2 豪州の貸出金利の推移



(出所) Reserve Bank of Australia, *Review of the Yield Target*, June 21, 2022, Graph 12を基に日本総合研究所作成
 (原出所) APRA, Reserve Bank of Australia.

図3 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(2007~21年)



(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。10年10月~13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。13年4月~15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)。16年1~8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。16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二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。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ヵ月後方移動平均ベース(出所)日本銀行時系列データを基に日本総合研究所作成

米主要国における高インフレ基調の強まりの影響もあって、豪州でも長期金利が大きく上昇する結果になり、3年物金利もターゲットを超えて上昇するに至った(図1)。RBAは、日銀のように市場の動きに徹底抗戦するようなオペレーションは実施せず、同年11月の理事会でYTを解除することを決定したが、最後の出口局面では、市場に混乱もみられた。

RBAは6月21日に公表したYT政策の総括(Review of the Yield Target)のなかで、20年3月からは、豪州でも長期金利が大きく上昇する結果になり、3年物金利もターゲットを超えて上昇するに至った(図1)。RBAは、日銀のように市場の動きに徹底抗戦するようなオペレーションは実施せず、同年11月の理事会でYTを解除することを決定したが、最後の出口局面では、市場に混乱もみられた。

「YTは他の金融政策手段と合わせ、資金調達コストを低下させ、経済への信用供給を支援するという当初の目的の達成に成功した。豪州における企業や家計の資金調達レートは実際に低下した(図2)。YTは、ゼロ金利制約局面でのRBAの政策手段パッケージの重要な要素であった。しかしながら、YTが内包する『時間ベースのFG』は、コロナ危機への対応に資する面もあつた一方、経済が先行き下振れするか上振れするか極めて不透明な環境のなかでリスクもあつた。結果的に経済が回復方向に徐々にシフトしていくなかで、YTはよく適応しなくなった。YTは導入後しばらくの間、RBAのFGを成功裏に強化できたが、市場参加者がキャッシュ・レートに関する自らの見直しを再評価するにつれて、金融政策手段としての有効性は色あせた。ターゲット期間の後半では、ターゲットの他

の金利への伝播は弱まり、同じ満期の市場金利(図1のOISレート)が国債金利のターゲットから相当に乖離して動くことになった。理事会としては、振り返れば、経済の下方リスクの方に重点を置き過ぎであった。上振れリスクにより焦点を当てていけば、20年9月の時点で、ターゲット銘柄を拡張することはなかったかもしれない。実際の3年物金利がターゲットから上振れる前に、YTを解除できていたかもしれない。今回の経験を教訓に、理事会は今後、下方や上方のどちらかにとらわれることのない、フルレンジのシナリオの検討を強化することで合意した」

日本は無秩序な出口

このRBAの総括から、日銀、そしてわが国が学ぶべき点は多くあるだろう。そもそもRBAは、YT政策導入の時点から、意図や効果発現のメカニズムを明確に説明していたからこそ、その狙い通りの効果があつたのかどうかを総括で検証できている。

これに対して日銀の場合は「なぜ10年国債金利をコントロールするのか」「なぜ0%に抑えるのか」の説明が最初から完全に欠落している。だからきちんと検証もできておらず、実際に国内の貸出約定平均金利をみても、YCCの導入後、豪のように明確に下がっているわけでもない(図3)。

また、日銀は自らの政策が市場機能を壊すことの認識も極めて甘い。さらにRBAの「先行きのさまざまなシナリオを想定して政策を考えるべき」という指摘は日銀にとって極めて重いだろう。日銀は、2%の達成を目標にしなから、達成できた場合の実際の政策運営の検討は度外視した状態で、今もなおYCCを強行し続けている。足元の円安トレンドはかなり根深く、指し値オペ(日銀が指定する利回り度国債を買い入れる市場操作)による対応は先行きの利上げ局面での国民負担の増大というコストも伴い、到底持続可能ではない。このままではRBA以上に無秩序な出口局面を迎える可能性が高い。豪州とは対照的にわが国の財政事情は極めて悪く、出口局面では財政面でシビアな事態に陥り、その引き金を日銀が引く結果になる可能性も高い。日銀はRBAの総括にならない、自らの政策運営を虚心坦懐に振り返ったうえで、政策運営の方向性を見直すことが喫緊の課題だ。



月から21年まで実施した政策運営を次のように振り返っている。

過度な下方リスク

「YTは他の金融政策手段と合わせ、資金調達コストを低下させ、経済への信用供給を支援するという当初の目的の達成に成功した。豪州における企業や家計の資金調達レートは実際に低下した(図2)。YTは、ゼロ金利制約局面でのRBAの政策手段パッケージの重要な要素であった。しかしながら、YTが内包する『時間ベースのFG』は、コロナ危機への対応に資する面もあつた一方、経済が先行き下振れするか上振れするか極めて不透明な環境のなかでリスクもあつた。結果的に経済が回復方向に徐々にシフトしていくなかで、YTはよく適応しなくなった。YTは導入後しばらくの間、RBAのFGを成功裏に強化できたが、市場参加者がキャッシュ・レートに関する自らの見直しを再評価するにつれて、金融政策手段としての有効性は色あせた。ターゲット期間の後半では、ターゲットの他

の金利への伝播は弱まり、同じ満期の市場金利(図1のOISレート)が国債金利のターゲットから相当に乖離して動くことになった。理事会としては、振り返れば、経済の下方リスクの方に重点を置き過ぎであった。上振れリスクにより焦点を当てていけば、20年9月の時点で、ターゲット銘柄を拡張することはなかったかもしれない。実際の3年物金利がターゲットから上振れる前に、YTを解除できていたかもしれない。今回の経験を教訓に、理事会は今後、下方や上方のどちらかにとらわれることのない、フルレンジのシナリオの検討を強化することで合意した」

また、日銀は自らの政策が市場機能を壊すことの認識も極めて甘い。さらにRBAの「先行きのさまざまなシナリオを想定して政策を考えるべき」という指摘は日銀にとって極めて重いだろう。日銀は、2%の達成を目標にしなから、達成できた場合の実際の政策運営の検討は度外視した状態で、今もなおYCCを強行し続けている。足元の円安トレンドはかなり根深く、指し値オペ(日銀が指定する利回り度国債を買い入れる市場操作)による対応は先行きの利上げ局面での国民負担の増大というコストも伴い、到底持続可能ではない。このままではRBA以上に無秩序な出口局面を迎える可能性が高い。豪州とは対照的にわが国の財政事情は極めて悪く、出口局面では財政面でシビアな事態に陥り、その引き金を日銀が引く結果になる可能性も高い。日銀はRBAの総括にならない、自らの政策運営を虚心坦懐に振り返ったうえで、政策運営の方向性を見直すことが喫緊の課題だ。