

基礎研 レポート

導入から間もなく3年、 イールドカーブ・コントロールの功罪

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

日銀が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、以下「YCC」と表記）を開始してから間もなく3年を迎えようとしている。この3年間の出来事やデータを振り返り、YCC政策の評価を行ったうえで、今後の行方を考えてみたい。

1—イールドカーブ・コントロールの効果と課題

1 | 導入の経緯とその後の展開

まず、YCCの仕組みは、2016年2月に開始した日銀当座預金へのマイナス金利適用（▲0.1%）に加え、10年国債利回り（以下、「長期金利」）にも誘導目標を設定することで、イールドカーブ（利回り曲線）の長短2点を誘導し、その水準や傾きのコントロールを図るものだ。

YCCは2016年9月に、2013年4月以降の量的・質的金融緩和について「総括的な検証」として日銀自らが検証・評価したうえで導入された。「総括的な検証」では、それまでの金融緩和策の効果を前向きに評価するとともに、金利が過度に低下することの副作用やリスクを認めた。具体的には、①国債市場の流動性低下、②金融機関収益を圧迫することを通じて金融仲介機能に悪影響を与えるリスク、③金融機能の持続性に対する不安感をもたらすマインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼすリスクが挙げられている。YCCで新たに設定された長期金利の誘導目標が、当時マイナス圏にあった長期金利（図表1）より高めと受け止められる「ゼロ%程度」に設定されたのは、金利の過度の低下を是正する狙いがあったものとみられる。

その後、YCC政策は2018年7月に修正が加えられることになった。具体的には、長期金利の誘導目標を「ゼロ%程度」に据え置きつつ、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動することが容

（図表1）



その後、YCC政策は2018年7月に修正が加えられることになった。具体的には、長期金利の誘導目標を「ゼロ%程度」に据え置きつつ、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動することが容

認された（YCC柔軟化）。当時の黒田総裁会見では、「YCC導入後の金利変動幅である概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度（つまり▲0.2%～+0.2%程度）に変動し得る」とされた。その目的は、「国債市場の機能度の改善」であり、「国債の取引が成立しないなど、国債市場の機能がやや低下している」ことが変更理由に挙げられた。一方で、金利水準引き上げの意図については明確に否定された。

2 | YCCの効果

次に、これまでのYCC政策の効果を確認する。

①オペレーション面：長期金利の操作に成功

まずオペレーション面では、YCC導入が発表された際には、長期金利の操作が近年の世界では採用されたことのない政策¹であったこともあり、筆者も含めて「そもそも中央銀行がうまく操作できるのか？」という長期金利操作自体に対する懐疑的な見方が存在していた。しかし、これまでのところ、長期金利の操作は成功してきたと言える。

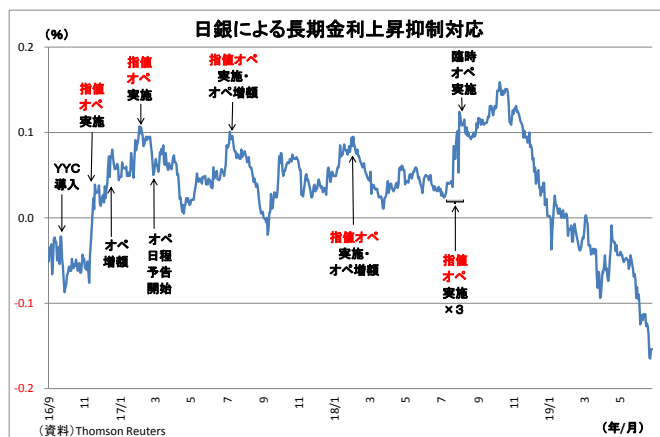
マイナス金利導入後、一時▲0.3%近くまで低下した長期金利は、YCC導入を受けてやや上昇し、「ゼロ%程度」の限られたレンジ内での推移を続けることになった。

日銀は当初、長期金利の変動許容レンジを明示しておらず、米長期金利の上昇局面などで本邦長期金利にも上昇圧力が波及する場面が幾度もあった。その際に日銀は指値オペ²や通常オペの増額を通じて金利上昇を許容しない姿勢を市場に伝え、金利上昇を食い止めた（図表2）。特に指値オペについては、YCC柔軟化までの間に7度実施されたが、主に長期金利が0.1%に達する場面で実施されたことで、市場では「日銀が許容するレンジ上限は0.1%」とのコンセンサスが形成されることになった。

YCC柔軟化後は、長期金利が0.2%程度に達することがなかったため指値オペは実施されていないが、柔軟化直後に市場で金利上昇余地を試す動きが台頭した際には、迅速に臨時オペ³を実施し、市場を牽制した⁴。この結果、現在に至るまで、長期金利は「▲0.2%～0.2%」の範囲内に留まっている。

また、YCC導入後は長期金利のボラティリティが顕著に低下し、安定感が高まった。長期金利の一日当たりの動きを見るため、前日差（絶対値）について月次平均値を算出すると（図表3）、マイナス金利決定後に最大0.03%付近まで拡大していたものが、YCC導入後は0.005%前後と6分の1にまで金利変動が抑制されることになった。YCC柔軟化後には若干変動率が回復したが、それでも概ね0.01%弱に留まっている。

（図表2）



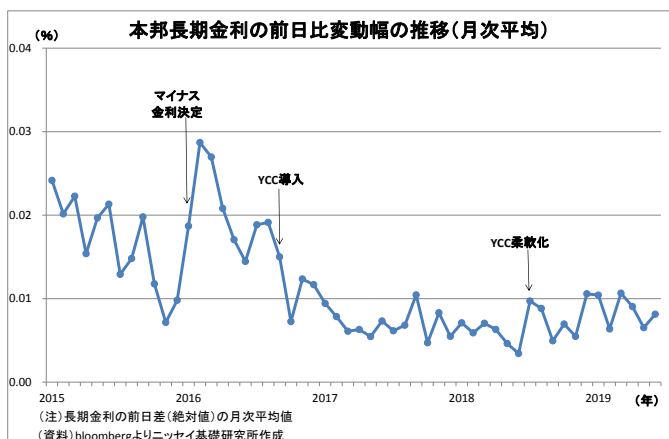
¹ FRBは第2次大戦時に、BOEも大戦直後に長期金利に上限を設けたことがある。

² 日銀が予め指定した金利で、金額無制限または予め定めた額まで買入れを行う国債買入れオペレーションのこと。

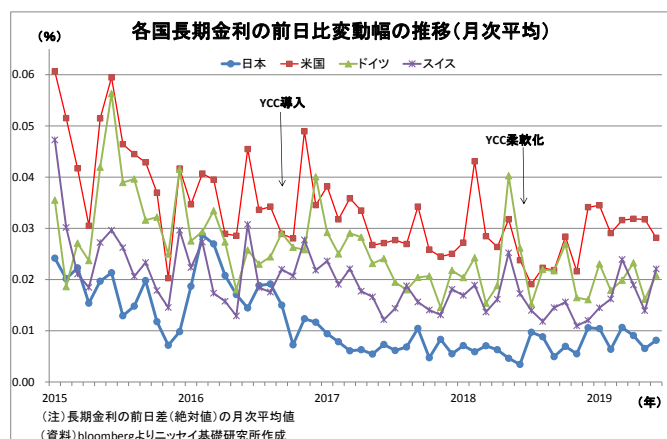
³ 指値オペではないが、当初予定されていなかったタイミングで日銀が臨時的に行う国債買入れオペレーションのこと。

⁴ 指値オペではなく臨時オペを実施した理由は、「0.1%の倍程度まで変動し得る」と表明した後に、その水準を下回る金利での指値オペを実施することは、矛盾を生じさせることになると日銀が考えたためと推察される。

(図表 3)



(図表 4)



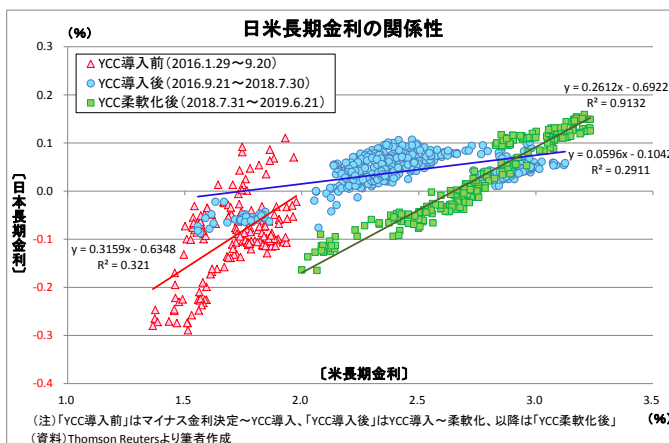
ちなみに、海外主要国の長期金利と比較しても(図表 4)、YCC導入後の本邦長期金利のボラティリティの低さは際立っている。もともと金利が低い日本の長期金利は国際的に見てボラティリティが低く、YCC導入前でも米長期金利の半分程度であったが、YCC導入後は4分の1程度にまで低下している。また、もともと日本と同じく金利水準が低く、ボラティリティも低かったスイスの長期金利と比べても、YCC導入後は、日本のボラティリティ低下によって両者の差が鮮明になっている。

もともと世界の債券市場では米債券市場がベンチマークとなっており、日本も含めて各国の長期金利は米長期金利の動きに連動して動く傾向が強い。

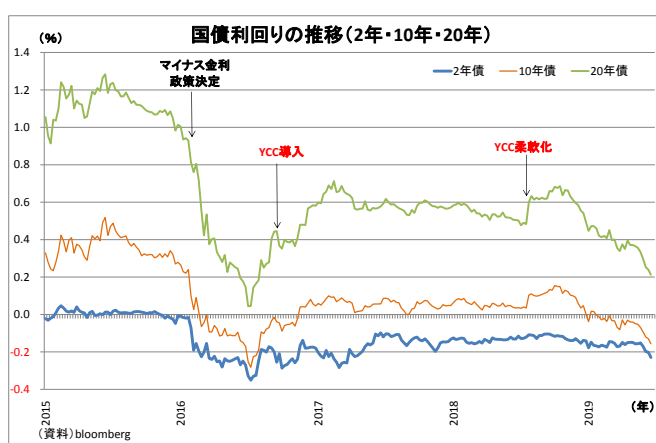
そこで、①マイナス金利導入後～YCC導入前、②YCC導入後～柔軟化前、③YCC柔軟化後、の3つの期間に分けて日米長期金利の日次の関係性を確認すると(図表 5)、米長期金利が1%変動した場合、①のYCC導入前には日本の長期金利は平均的に0.32%変動していたものが、②のYCC導入後には、0.06%と殆ど変動しなくなった。YCC政策の影響によって、日本の長期金利に対する米金利変動の影響が大きく抑制されたことがわかる。

その後、③のYCC柔軟化後は米長期金利が1%変動した場合の影響が0.26%に回復したが、それでもYCC導入前と比べれば米金利変動の影響を受けづらくなっている。

(図表 5)



(図表 6)



なお、YCC導入後は幅広い期間の金利も安定感が高まった点も注目される。最近でこそ、イールドカーブのフラット化が進んでいるものの、昨年末にかけて、20年国債利回りは0.6%前後、2年国債利回りは概ね▲0.1%台での推移を続けてきた（図表6）。

日銀当座預金に対するマイナス金利の設定に加えて、長期金利を操作することで、誘導目標を設定していない年限の利回りにも幅広く影響を及ぼし、イールドカーブ全体の安定感が向上したことが確認できる。

②政策運営面：「量から金利へ」と操作対象の円滑な切り替えに成功

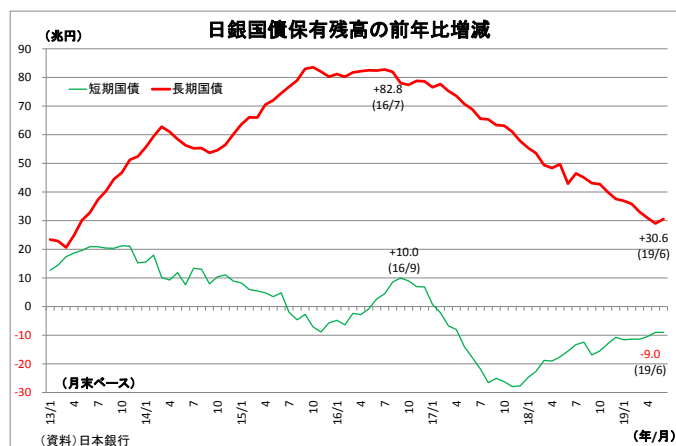
次に金融政策運営面では、YCCの導入によって、「量から金利へ」と操作対象の円滑な切り替えに成功した。従来は、「(資産サイドの)長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するように買入れを行い、(負債サイドの)マネタリーベースを同規模で増加するよう金融市場調節を行う」と、「量」を操作対象としてきたが、YCC導入によって長短金利が主たる操作対象になった。この際、従来の操作対象であったマネタリーベースに関する記述は削除され、「年間約80兆円に相当するペースで増加するように買入れを行う」としてきた長期国債買入れについては、「年間約80兆円増」が「めど」に格下げされた。

本来、国債の金利水準と買入れ量の両方に操作目標を設定することはできない。金利水準を優先すれば、国債買入れ量はその金利を達成するために必要な量が従属的に決まる。逆に買入れ量を優先すれば、金利水準は従属的に決まってしまうためだ。従って、「年間80兆円増」の長期国債買入れについてはYCC導入時に取り下げるのが筋だったのだが、①取り下げることで量的緩和の色彩が失われ、金融緩和の後退と受け止められる恐れがあったこと、②日銀執行部内で相変わらず量的緩和に拘る勢力（リフレ派）が存在することが影響し、「めど」として残すという判断になったと考えられる。

その後の日銀の長期国債保有残高を確認すると、（図表7）

YCC導入直前に前年比80兆円増を維持していたものが、YCC導入後には国債買入れを断続的に減額したことで大きく縮小し、直近では前年比30兆円増まで縮小している（図表7）。つまり、今に至るまで「年間約80兆円増」とされている長期国債買入れめどについては完全に形骸化しているのだが、日銀は「80兆円というのはあくまでもめど」、「実際の買入れ額は、金融市場の状況に応じてある程度の幅をもって変動する」、「YCCという形で金利をターゲットにしてやっており、購入額はいわば内生変数として出てくる」（2017.6.19黒田総裁定例記者会見より）などと次第に「80兆円増」の位置づけを後退させ、市場で金融緩和後退との見方を台頭させることなく、形骸化を既成事実とすることに成功した。

ちなみに、もしYCCを導入しなかったり、導入はしたもののめどを順守したりすることで「年間80兆円増」の長期国債買入れを継続していた場合、長期金利は低下基調を辿ったものと考えられる。直近2019年3月末時点で日銀の長期国債保有残高（時価ベース）は476兆円と、日銀以外（銀行・

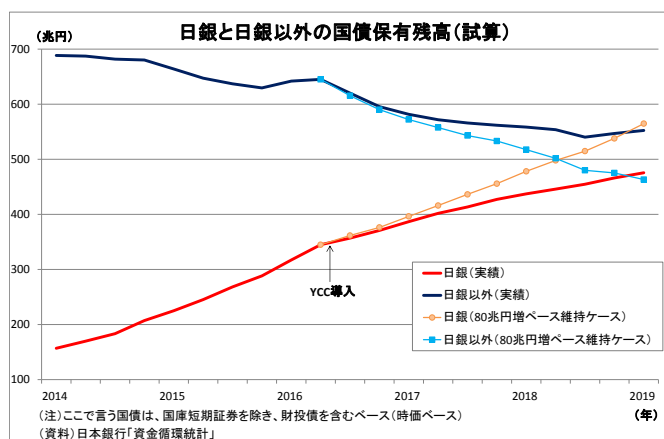


保険・年金・海外投資家など)の保有残高 552 兆円を下回っているが、長期国債買入れを減額せずに年間 80 兆円増のペースでの買入れを続けていたと仮定して試算した場合⁵には、直近 3 月末の日銀保有残高 (565 兆円) は日銀以外の保有残高 (463 兆円) を大きく上回るようになっていた (図表 8)。

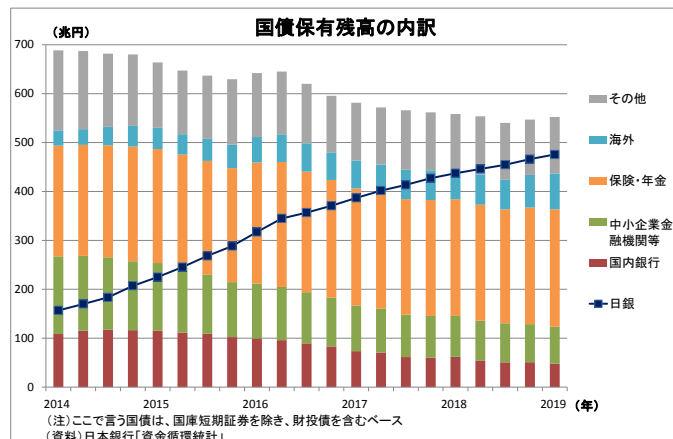
2013 年の量的・質的金融緩和導入以降、日銀が大規模な長期国債買入れを続けたことで、金融機関の保有高は減少の一途を辿ってきたわけだが (図表 9)、銀行は資金取引上の担保として、保険会社や年金基金は資産運用の手段として一定の国債保有が必要になる。従って、日銀が「年間 80 兆円増」の長期国債買入れを継続していた場合には、国債の需給が逼迫し続け、現在よりも金利低下が進んでいたと考えられる。これは、「日銀の国債保有割合が高まれば、長期金利低下圧力が働く」ことを意味するストック効果と呼ばれるものだ。

その場合は、既述の副作用やリスクが現在よりも膨らんでいたと考えられるため、YCC の導入と国債買入れめどるの形骸化は金融緩和の持続性向上に繋がったと言える。

(図表 8)



(図表 9)



③経済への効果：実質金利押し下げ、緩和的な金融環境、円安圧力増幅

次に YCC 政策の経済に対する効果を考えるにあたり、金融緩和の波及経路を整理すると、日銀の想定する金融緩和の主たる経路は、実質金利の低下を通じたものである。具体的には、①緩和によって人々の予想物価上昇率を引き上げるとともに、長期国債の買入れによって名目金利に下押し圧力を加えることで実質金利 (名目金利 - 予想物価上昇率) を押し下げ、需給ギャップを改善させる、②その結果、現実の物価上昇率を押し上げられ、適格的な期待形成メカニズムを通じて予想物価上昇率がさらに上昇し、現実の物価上昇率を押し上げる、というものだ (日銀「総括的な検証」より抜粋)。筆者は金融緩和によって物価上昇率が 2% を達成するという点については懐疑的だが、このメカニズム自体に大きな違和感はない。

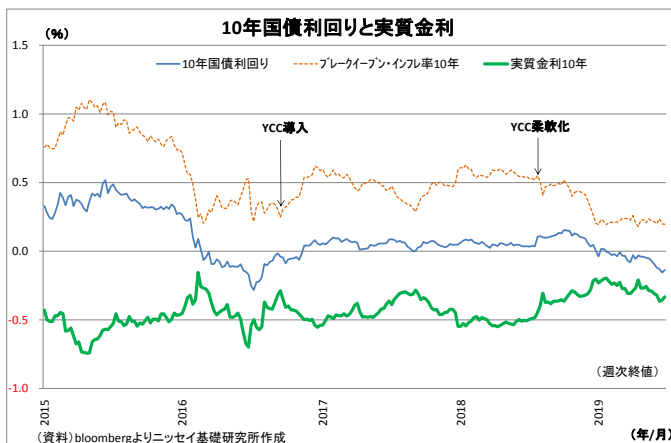
⁵ 試算の手順は次の通り。

- ①日銀の長期国債買入れ額が四半期で 20 兆円増ペース (年間 80 兆円増ペース) を下回った 2016 年 7-9 月期以降、四半期毎の実際買入れ額と 20 兆円との差額を算出したうえで累計し、各四半期末の「買入れ不足累計額」を算出
- ②各四半期末の買入れ不足累計額に当該四半期の時価変動率を反映することで「買入れ不足累計額 (時価ベース)」を算出
- ③各四半期末の長期国債保有残高実績に「買入れ不足累計額 (時価ベース)」を加算し、80 兆円増ペースを維持した場合の日銀の長期国債保有残高 (試算値) を計算
- ④全体の長期国債残高から③で算出した日銀保有残高 (試算値) を控除し、日銀以外の保有残高 (試算値) を算出

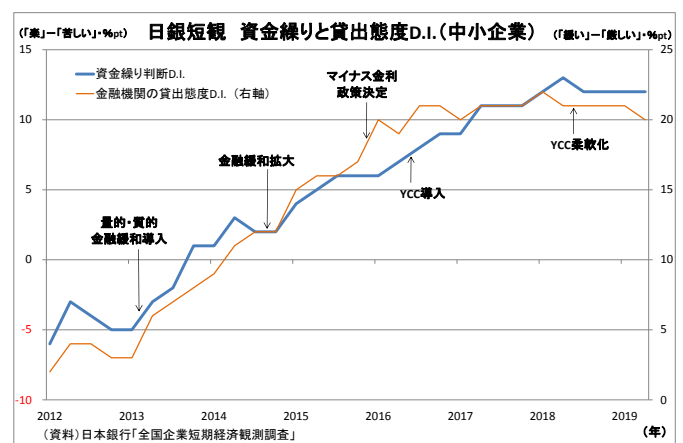
そこで、実質金利（期間10年）の動きを確認すると（図表10）、YCC導入後に長期金利はやや上昇したものの、概ねゼロ%程度で安定した。一方で市場の予想物価上昇率（ブレイクイーブン・インフレ率）はやや持ち直したことで、実質金利は▲0.5%前後で安定した推移を辿っている。昨年終盤以降は予想物価上昇率がやや低下したことで実質金利の水準も切り上がっているものの、引き続きマイナス圏をキープしている。

このように、YCC導入によって実質金利が追加的に押し下げられたわけではないものの、実質金利をマイナスに維持することで、経済・物価へのプラスの影響が持続された面はある。

（図表 10）



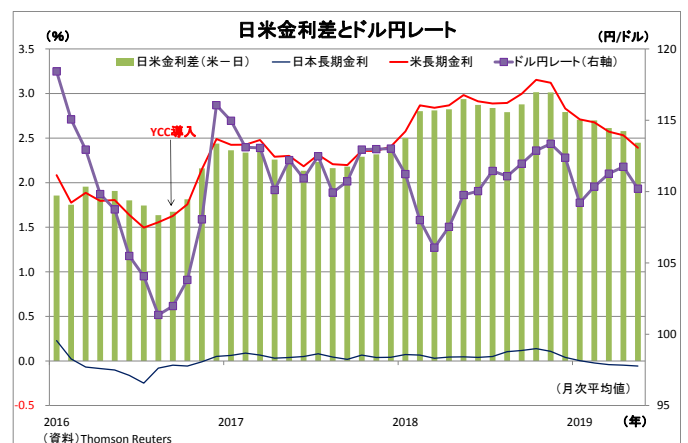
（図表 11）



また、YCC政策は緩和的な金融環境を通じて企業の経営環境改善にも役立っている面がある。中小企業は一般的に大企業に比べて資金繰りが厳しいが、日銀短観における資金繰り判断D.I.（資金繰りの楽さを示す）はYCC導入後も改善基調を辿り、直近の水準は1990年前後のバブル期に匹敵している（図表11）。同じく、日銀短観における金融機関の貸出態度D.I.（貸出姿勢の緩さを示す）がYCC導入後も高い水準を維持していることが示す通り、YCCによって超低金利が維持されたことで、収益確保のために貸出増加を迫られた金融機関が積極的な貸出姿勢を続けたことが背景にある。

さらに、YCC導入は為替にも影響を与えたと考えられる。YCC導入後、昨年終盤にかけて米金利は上昇基調を続けたが、既述のとおり、日本の金利はYCCによって上昇が抑えられたため、日米金利差の拡大が増幅された。もちろん、為替レートの決定要因は複雑であり、金利差だけで決まるわけではないものの、金利差が重要なファクターであることは疑いがなく、日米金利差拡大の促進は円安圧力の増幅に繋がる。実際、YCC導入前日のドル円レートは1ドル101円台であったが、以降はその水準を上回る（円安ドル高）水準が維持されている（図表12）。輸出企業にとって、

（図表 12）



円安は収益の追い風になっている。

3 | YCCの課題と副作用

一方で、これまでの3年間で明らかになった課題や副作用も存在する。

①オペレーション面：金利低下時の対応に課題

まず、オペレーション面での課題は、金利低下への対応だ。日銀がYCCにおける長期金利レンジを守るためには、金利上昇だけでなく低下にも対応する必要が出てくる。

前述の通り、YCCの枠組みは、金利上昇に対して強力な抑止効果を発揮してきた（図表 13）。とりわけ指値オペは、「日銀が国債を特定の利回りで無制限に買入れる」ため、投資家にとって市場においてそれよりも高い金利（すなわち安い価格）で売却する動機は生まれず、結果的に金利上昇が止まることになる。また、金利上昇を許容しないスタンスが示されることによって日銀の緩和姿勢が強調されることになり、為替市場では円安に振れる反応が見られた。

（図表 13）



一方で、金利低下の抑止は難易度が高まる。日銀が金利低下時に指値オペを実施したことはないが、理論的には効果が十分に出ない恐れが高い。なぜなら、金利低下時に日銀が特定の利回りで指値オペを実施したとしても、それよりも低い金利（すなわち高い価格）でもいいから買いたいという投資家が存在すれば、市場においてより低い金利での取引が成立してしまうためだ。

この他にも、国債買入れの減額や国債売却オペを実施すれば金利低下に歯止めをかけることはできると思われるが、円高が進むリスクが高い。それらの手段はそもそも金融引き締め的な色彩を持っているためだ。また、日本の金利に低下圧力がかかる場合の多くは、米金利が低下している局面であるため、日本の金利低下を止めることは、日米金利差縮小に繋がるという意味でも円高を促す可能性が高い措置になる。

先月、長期金利が▲0.2%に接近する時期に行われた日銀総裁会見において、▲0.2%を下回ることを許容するか否かを問われた黒田総裁は「金利変動の具体的な範囲を過度に厳格にとらえる必要はなく、（中略）ある程度弾力的に対応していくことが適当」との考えを示した。これは▲0.2%をある程度下回ることを許容する発言だが、金利上昇時にはこうした発言がなかったことを踏まえると、やはり金利低下への対応が課題になっていることがうかがわれる。

金利低下に日銀が積極的に対応せず、長期金利が▲0.2%を明確に下回ってしまう場合には、①放置する、②許容レンジを上下に拡大する（例えば、概ね±0.1%の幅から、上下その「3倍」程度へなど）という方法があるが、いずれにせよ、「金利低下は追認される」との見方が広がることでレンジの下限が意味を成さなくなり、金利が過度に低下することに伴う問題が再燃するおそれがある。

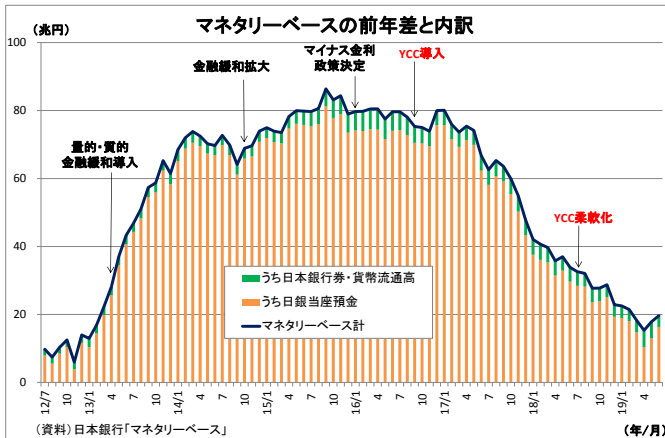
②政策運営面：マネタリーベース拡大方針との兼ね合い

政策運営面では、YCC導入と併せて導入されたオーバーシュート型コミットメントとの兼ね合いが課題になり得る。同コミットメントは「消費者物価指数（生鮮食品を除く）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベース（日銀による資金供給量）の拡大方針を継続する」ことを約束するもので、物価目標達成に対する人々の信認を高めることを目的に導入された。

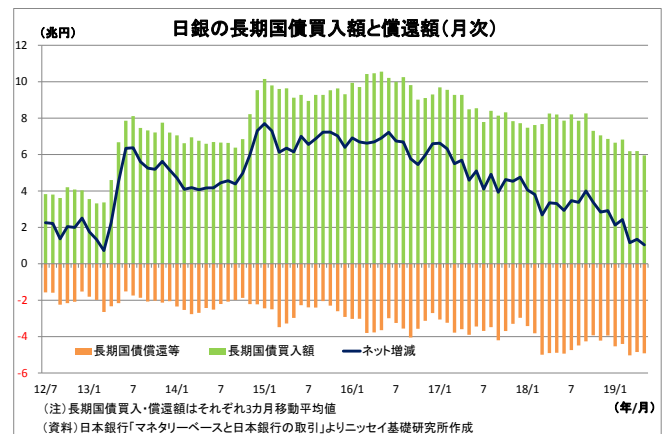
ここでマネタリーベースの推移を確認してみると、YCC導入前には前年比約80兆円増で推移していたものが、直近では前年比20兆円増にまで拡大ペースが鈍化している（図表14）。日銀の資金供給量は主に資産買入れの結果であり、コインの裏表の関係にある。既述のとおり、YCC導入以降、日銀が長期国債買入れペースを断続的に縮小し続けていることがマネタリーベース増勢鈍化の主因になっている。実際、月次ベースの国債買入れ額はYCC導入から直近にかけて6割程度に減少している。

さらに近年には、日銀が保有する長期国債の償還が膨らんできている（図表15）。これまで長きにわたって大規模な買入れを続けたことで、償還期限を迎える国債が増えてきているためだ。この結果、最近では、均してみると買入れ額が償還額を月1兆円ほど上回っているに過ぎない。

（図表14）



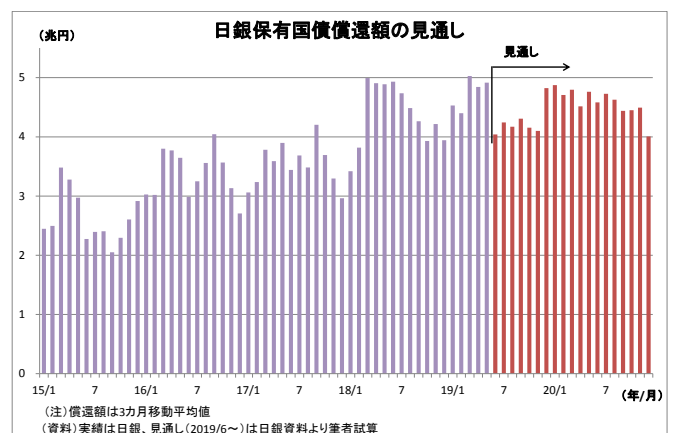
（図表15）



日銀の国債保有状況から試算すると、今後もしばらく保有国債の償還額は高止まりすることが見込まれる⁶（図表16）。日銀がオーバーシュート型コミットメントを順守するためには、高止まりする国債償還額を上回る買入れを続けざるを得ず、上記の金利低下時や副作用軽減のために金利を高めを誘導することが困難になる可能性がある。

また、今後も償還額が高止まりすることで、長期国債保有残高増加ペースは「年間約80兆円増のめど」から程遠い状況が続くことが見込まれる。「年間約80兆円増のめど」が形骸化した状態が長期化することは、「政策の分かりづらさ」に繋がるだろう。

（図表16）



⁶ 今後、日銀が残存期間の短い長期国債を買入れれば、償還額は図表内の試算値よりもさらに増加する。

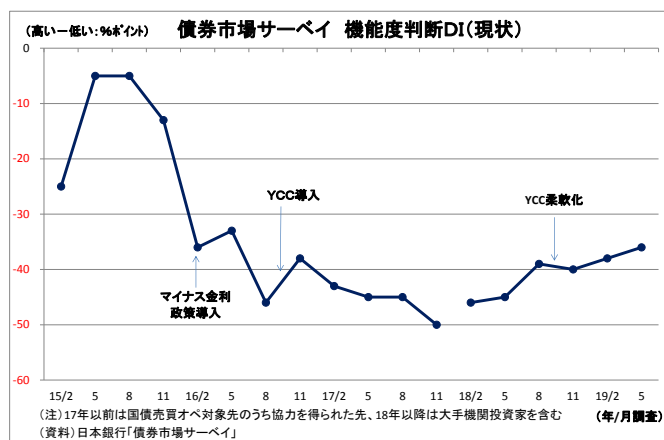
③経済への副作用：国債市場の機能度低下、金融機関収益圧迫、円高要因化も

YCCが経済に与える影響について、課題（副作用）としては、まず国債市場の機能度低下（流動性の低下など）が挙げられる。市場参加者を対象とする債券市場サーベイによると（図表 17）、国債市場の機能度判断D. I. は、マイナス金利政策に伴う長期金利のマイナス化などから大きく低下していたが、YCC導入によって金利変動が抑制されたことで、さらに低下し、国債の取引が成立しないなどの弊害が発生した。日銀はこの状況を改善するために2018年7月にYCCを柔軟化し、長期金利の変動許容幅を拡大したが、機能度判断D. I. は大して上昇しておらず、債券市場の機能が十分に回復したとは言えない状況にある。もともと、YCCは金利の変動を抑制してしまう側面があるため、国債市場の機能度との両立が難しいという課題がある。

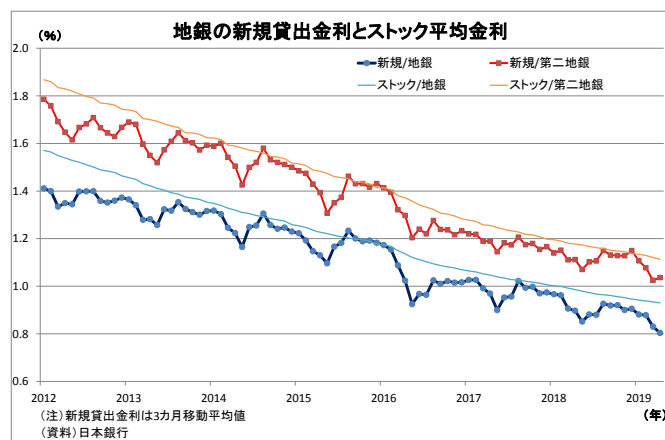
また、YCC導入後も、金融緩和が金融機関収益を圧迫することを通じて金融仲介機能や金融システムに悪影響を与えるリスクはますます高まっている。具体的には、収益が低下した金融機関が経済に必要な融資を提供できなくなるリスクや、収益低下に直面した金融機関が高リスクな投融資を行い、それが反転した際に金融システムの安定性に障害が出てくるリスクだ。

銀行などの金融機関は典型的なストック型ビジネスであるため、時間が経てば経つほど過去に実行した比較的高利回りの投融資が期限到来によって剥落し、新たに実行された低利回りの投融資へと置き換わっていくことで、収益が累積的に圧迫されていく。現に、特に厳しい状況にある地方銀行では

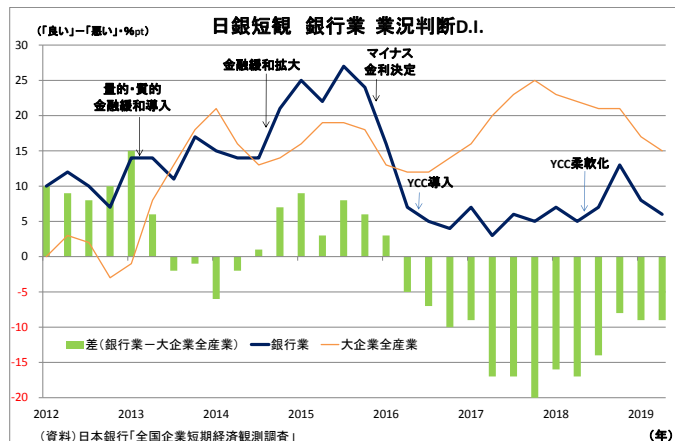
(図表 17)



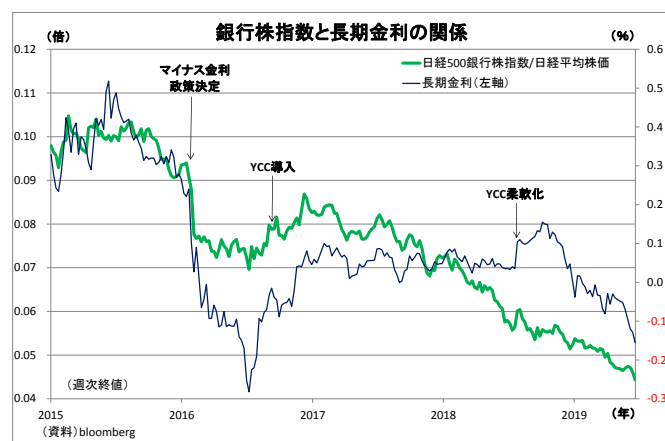
(図表 18)



(図表 19)



(図表 20)



新規貸出金利の低下が続き、貸出残高（ストック）の平均利回りも低下基調を続けている（図表 18）。また、一部の金融機関では収益を維持するためにリスクが高めの投融資に傾倒する動きもみられる。

こうした厳しい環境の継続を受けて、銀行業の景況感は明らかに低迷している。日銀短観における銀行業の業況判断 D. I. を見ると（図表 19）、2015 年までは大企業全産業（銀行業を含まず）を上回ることが多かったが、マイナス金利導入後に大きく下回るようになり、YCC 導入後も大幅に下回る状況が続いている。

銀行経営に対する市場の見方も厳しさを増している。日経 500 銀行株指数から日本株全体の動きによる影響を取り除くため、同指数を日経平均株価で除した比率を見ると（図表 20）、マイナス金利政策導入に伴う金利急低下を受けて大きく下落し、その後 YCC 導入に伴って一旦若干持ち直したものの、2017 年以降は下落基調が続いている。低金利の長期化に伴う銀行業への悪影響に対する市場の懸念が高まっていることがうかがわれる。

また、現段階では経済への悪影響が顕在化しているわけではないものの、超低金利の長期化が政府の歳出拡大を助長し、水面下において財政リスクを高めている面は否めない。

さらに、YCC 政策は為替市場で円高圧力を高めてしまうリスクも内包している。既述のとおり、YCC は米金利上昇局面では日米金利差拡大を促進することで円安圧力を増幅する効果を発揮するものの、逆に米金利が低下する局面では、（金利低下を放置しない限り）日本の金利低下を抑制することで日米金利差の縮小を促進し、円高圧力を高めてしまうという問題がある。

2—まとめとイールドカーブ・コントロールの今後

以上の通り、YCC 政策はこれまでのところ①金利操作に成功し、②金融政策における操作対象の円滑な切り替えにも成功したことで金融緩和の持続性向上に繋がったとも言える。また、③実質金利押し下げや緩和的な金融環境の実現、円安圧力増幅を通じて実体経済にもプラスの影響があったと考えられる。

一方で、④金利操作では金利低下時の対応に不安を残すほか、⑤金融政策面ではマネタリーベース拡大方針との兼ね合いが制約になり得る。また、⑥実体経済面では、国債市場の機能度低下や金融機関収益への悪影響という副作用を助長したほか、財政悪化や米金利低下局面での円高圧力増幅懸念もあるなど課題が多いことが明らかになった。

現状では日銀の目指す 2% の物価目標達成は全く見通せないうえ、米中貿易摩擦などから内外経済の下振れリスクはむしろ高止まっていることを踏まえると、日銀は今後も長期にわたって YCC 政策を継続しようとする可能性が高い。

また、いずれ金融政策の正常化、すなわち出口戦略を開始した後も、長期金利が急上昇する事態を避けるために、YCC 政策の枠組みが長期にわたって残される可能性がある。長期金利が急上昇すれば、政府の財政赤字が拡大する恐れがあるほか、国債を保有する金融機関や日銀自身の含み損も急拡大しかねない（図表 21）。企業の借入負担が急増するなど実体経済への悪影響も危惧される。

YCCは金利上昇を強力に抑制可能なことが確認されただけに、日銀は出口戦略においても、YCCの枠組みを活用し、長短金利（特に長期金利）を緩やかな上昇に留める可能性がある。それは、現在のように長期金利の許容レンジを設ける方法のほか、許容上限（キャップ）を設ける方法、金利急上昇時に限って（国債買入れで）介入する方針を示す方法など様々な形態が考えられる。

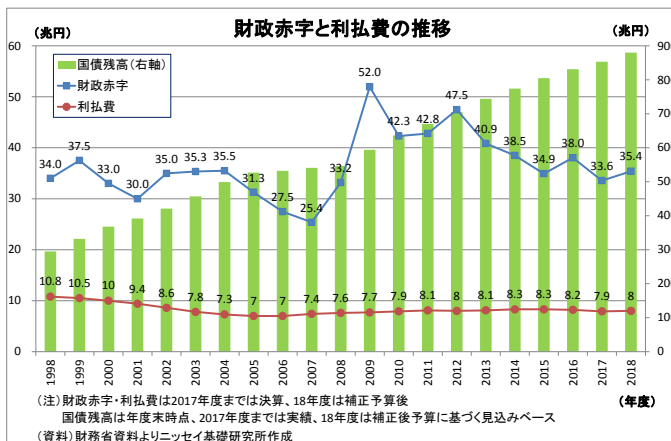
ただし、YCC政策を長期に持続するためには上記の課題や副作用に適切に対応する必要がある。特に金融機関収益への悪影響という副作用への対応が最大のカギになるだろう。低金利の金融機関に対する副作用は累積的であり、今後も強まっていくとみられるためだ。実際、日銀自身のシミュレーションでは、この先10年間で長期金利が1%まで戻るとしても、借入需要が今後もこれまでと同様のペースで減少する前提では、10年後に国内基準行（主に地銀）の約6割が最終赤字に陥る姿が示されている⁷。借入需要減少と低金利継続が相乗的に利益を圧迫する形になっている。YCC政策を長期に持続するためには、副作用としての金融機関への悪影響をフォローしつつ、適宜悪影響を緩和するための措置（上方への長期金利誘導など）が必要になってくるだろう。

ちなみに、長期金利はかつて「経済の体温計」と呼ばれていた。フィッシャー方程式によると、長期金利は「(期待) 潜在成長率+予想物価上昇率(+リスクプレミアム)」で表されるためだ。従って、従来は成長率や予想物価上昇率の動きを反映しており、日本の名目GDP成長率と長期金利には連動性が存在した(図表22)。また、財政懸念が高まる場面では、リスクプレミアムが拡大し、長期金利が上昇反応を示すこともあった。

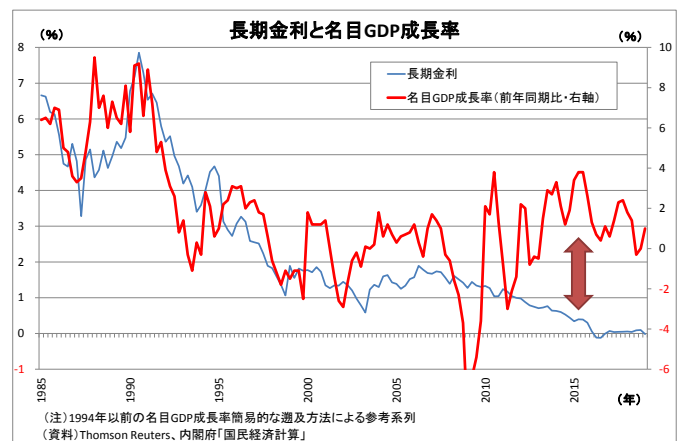
しかしながら、日銀が金融緩和の拡大を続けたことに伴って、2010年頃からは長期金利と名目GDP成長率の連動性は完全に崩れており、長期金利は単に海外金利からの波及と日銀の金融緩和姿勢を表すだけの存在になっている。

日銀のYCC政策は今後も長期化が見込まれることから、長期金利が「経済の体温計」としての機能を取り戻す日は遠そうだ。

(図表 21)



(図表 22)



⁷ 日本銀行「金融システムレポート (2019年4月)」より

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。