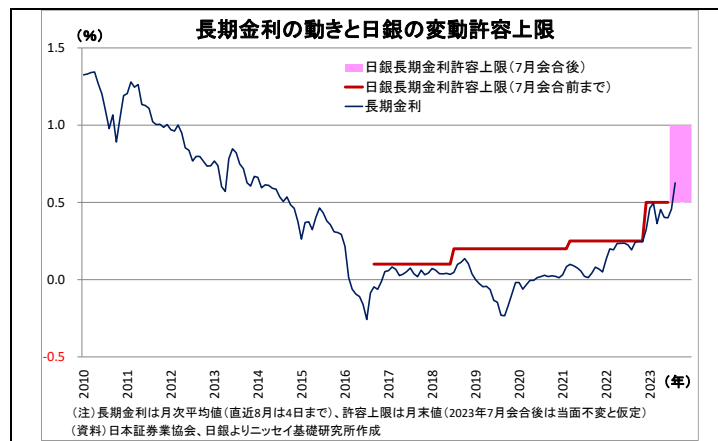


# Weekly エコノミスト・ レター

## YCC柔軟化の評価と今後想定されるシナリオ

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

1. 日銀は7月末に長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定し、従来0.5%を許容上限としていた長期金利について、0.5%超から最大1%までの上昇を許容することにした。
2. 今回のYCC柔軟化は、債券市場において副作用緩和に寄与することが見込まれる。YCが歪み、流動性が枯渇するリスクが低下した。緩やかに金利の上昇を許容しておくことで、正常化局面での金利急騰を回避できる可能性も高まる。一方、為替市場における効果は限定的に留まりそうだ。YCCを柔軟化したとはいえ、日本の金利が人為的に抑制される状況に変わりはない。米利上げ打ち止めが確認されるまでは、日米金融政策の格差を材料に円安が進む場面がありそうだ。また、0.5%超1%以下での長期金利の居所については日銀が経済・物価情勢等を考慮して誘導する形となるため、不透明感が強まった面は否めない。日銀が市場との対話を誤れば、金利が不安定化するリスクもある。
3. YCCについては柔軟化したばかりであるため、当面現状維持となりそうだ。長期金利の当面の水準については、日銀が物価目標までの距離感に応じて1%以下で調整していくものと考えられる。その後、来年以降を見据えた場合には複数のシナリオが考えられる。物価目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況に至ったと日銀が判断する場合には、YCCの撤廃や金利変動許容幅の引き上げなどを通じて、さらなる長期金利上昇を許容することになるだろう。逆に、物価目標の達成を見通せる状況に至っていないと日銀が判断し続ける場合には、現状の枠組みが継続され、長期金利も1%以下で推移する可能性が高い。この場合には、物価目標の達成を見通せるまで日銀が現状の枠組みを継続するシナリオと、物価目標達成のハードルを実質的に引き下げたり、別のロジックを持ち出したりすることで日銀がYCCを終了させるシナリオという2つの道が想定される。



# 1. トピック： YCC柔軟化の評価と今後想定されるシナリオ

日銀が7月27日～28日に開催した金融政策決定会合において、長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定した。具体的には、従来0.5%を許容上限としていた長期金利（10年国債利回り）について、0.5%超から最大1%までの上昇を許容することにした（決定内容の詳細・総裁会見のポイント等はP5～6に記載）。

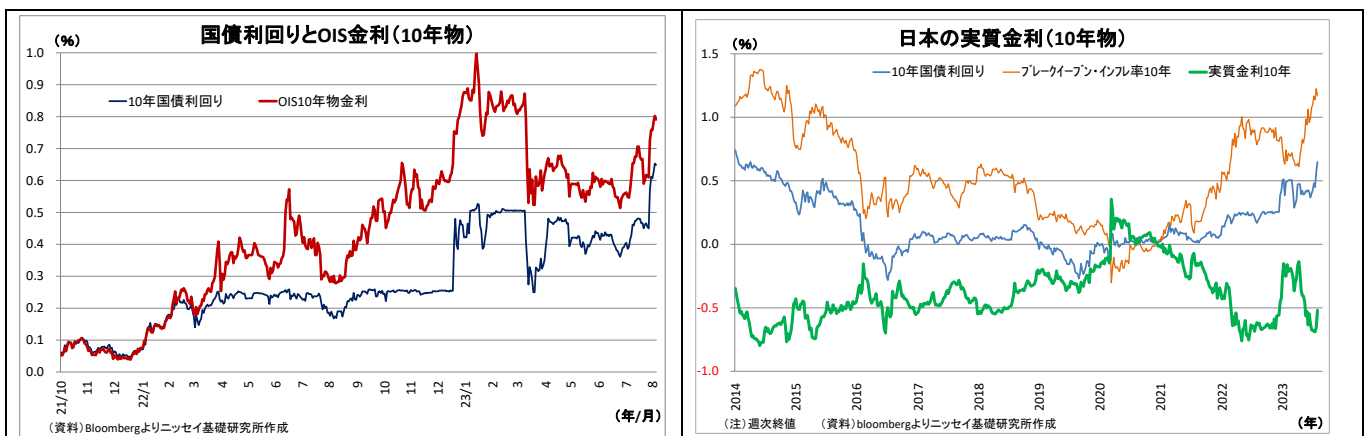
## 1) YCC 柔軟化の背景

まず、今回のYCC修正の目的についての日銀の説明を植田総裁の発言等を基に簡潔にまとめると、以下の通りとなる。

- ・今回のYCC柔軟化の位置付けについては、過去に幾度も実施した長期金利許容上限引き上げと同様に、「金融政策の正常化に向けた動きではなく、YCCの持続性を高めるもの」
- ・物価や予想物価上昇率の上振れ方向の動きが続く場合に、長期金利の上限を0.5%の水準で厳格に抑えると、「債券市場の機能」や「その他の金融市場におけるボラティリティ」に影響が生じる恐れがある（「その他の金融市場」には為替市場を含むことが明らかにされている）
- ・そして、そうした上振れリスクが顕在化した後で対応しようと副作用が大きくなるため、「将来のリスク対応として」柔軟化した
- ・今回のタイミングで柔軟化を決定した理由は、展望レポートで23年度の物価見通しを大幅に上方修正したことなどを受け、「将来の不確実性を今回改めて認識した」ため

つまり、昨年12月の長期金利許容上限引き上げ（0.25%→0.5%）は金利上昇圧力を日銀が無理に抑えこんだことによってイールドカーブ（以下、YC）が歪み、その是正が急務であったことが背景となったが、今回は足元でYCの歪みは解消していたものの、そうした状況に将来再び陥るリスクを軽減するために実施されたというわけだ。

ただし、タイミングについては、単に「将来の不確実性を今回改めて認識した」ためだけでは理由として弱い印象がある。その他にも、①植田日銀発足後、2回の決定会合をかけて「大規模緩和を維持する方針」や「YCCの修正と正常化の動きは別の話であること」を市場に浸透させ、市場金利が急騰するリスクが低下していたと考えられること<sup>1</sup>、②市場の期待物価上昇率の上昇に伴って実質金利が大きく低下しており、名目金利を多少引き上げる余地が生まれていたこと、③前回6月会



<sup>1</sup> 実際、日銀による介入がなく、市場の実勢を表すとされるOIS金利は春以降、水準を切り下げていた。

合以降も円相場が一時1ドル145円に達するなど円安地合いが続いていたこと、④今後、賃上げ進展、物価上昇率の上振れが示され、YCに上昇圧力がかかるリスクが燻っていること、⑤今後、衆議院の解散総選挙などの政治日程の関係で日銀が市場等に影響を与える修正に動きづらくなる可能性があることなどから、「出来るうちにやっておく」との判断が今回のタイミングでの決定に繋がったと考えられる。

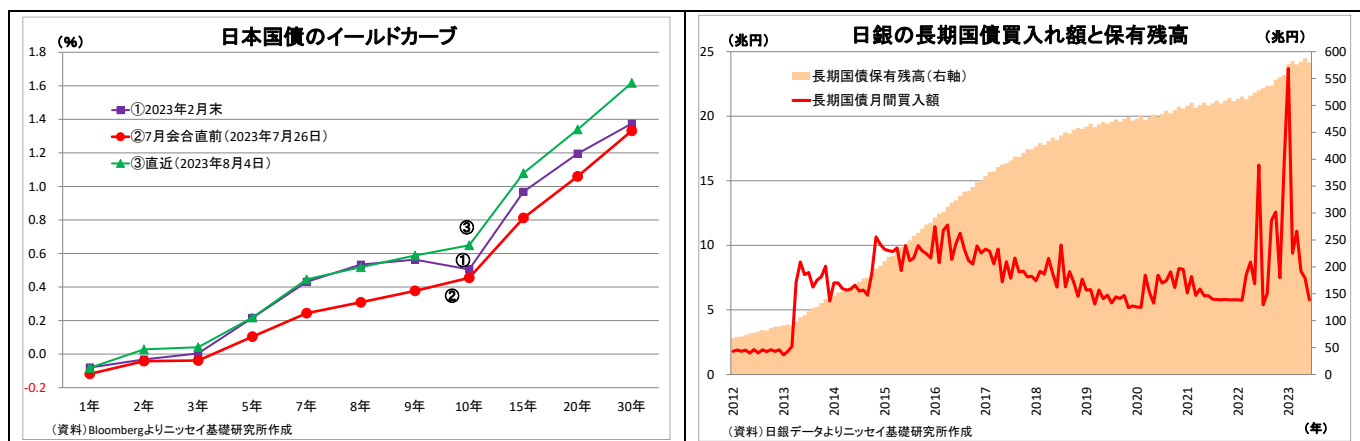
## 2) YCC 柔軟化で見込まれる効果

次に、今回のYCC柔軟化による効果を考えると、債券市場において、日銀が期待するように、副作用の緩和に寄与することが見込まれる。

長期金利の許容上限が引き上げられ、日銀が強制的に金利を止めに行く指値オペの水準が1%に引き上げられたことで、YCが再び歪みリスクは低下した。これに関連して、指値オペ等で金利を強力的に抑制する際に大量の国債が吸い上げられ、市場の流動性が枯渇する恐れも低下した。金利が動ける範囲が拡大したことで、市場の実勢が従来よりも反映されやすくなったことも市場の健全化に向けた動きと言えるだろう。

従来課題となってきた債券市場の副作用を緩和させることで、金融緩和の持続可能性が向上したとも考えられる。

また、将来の金融政策正常化を見据えた場合には、YCCによって過度に金利を抑え込んだ状態のまま正常化に舵を切れば、反動で金利が急上昇しかねない。今回も含め、段階的かつ緩やかに金利の上昇を許容しておくことで、正常化局面での金利急騰を回避できる可能性が高まる。

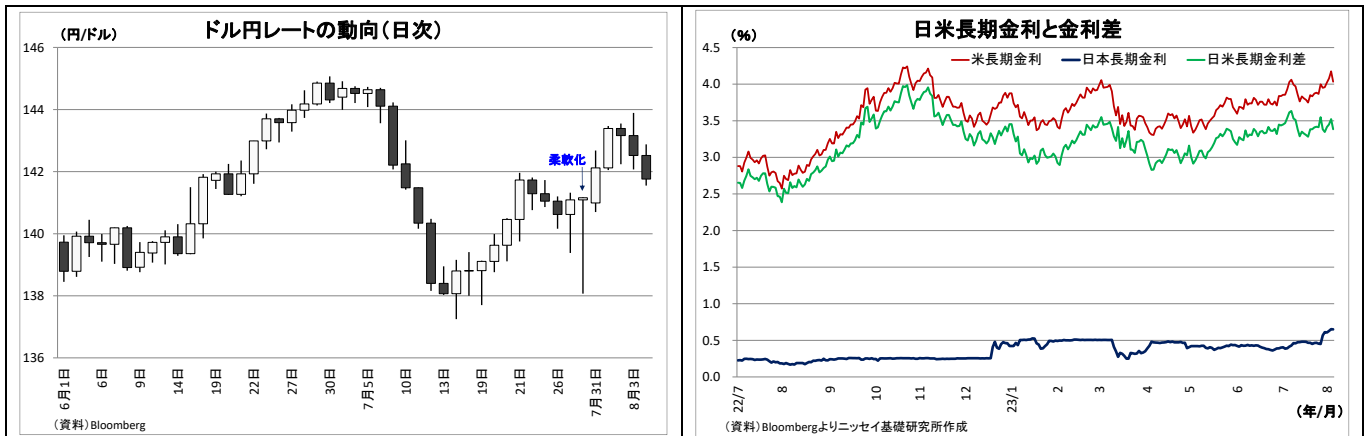


一方、今回のYCC柔軟化の為替市場に対する効果は限定的に留まりそうだ。既述の通り、日銀は為替市場のボラティリティを抑制することも一つの目的としている。日銀は為替市場のボラティリティについて具体的に説明していないものの、昨年以降は、FRBが積極的な利上げ路線を続ける中、日銀が粘り強く緩和を継続するという姿勢を堅持したことが日米金融政策の格差を際立たせ、円安ドル高の動きを増幅してきた。さらに、米長期金利が上昇し、本邦長期金利に上昇圧力が波及する際に、日銀が上昇を抑制したことが、日米金利差の拡大を通じて円安を増幅した面もある。

今回のYCC柔軟化は、「金利の上昇を一定程度認める」という点では従来よりも金融引き締めのであるのだが、柔軟化後に円高は進んでおらず、むしろやや円安に振れている。

柔軟化後に米国債価格下げや米国債増発発表、堅調な米経済指標を受けて米金利が上昇したことが主因であるものの、①YCC 修正後も本邦長期金利の上昇は限定的であり（後述）、日米金利差の水準に大きな動きがないこと（対米投資の相対的な妙味は損なわれず）、②本邦長期金利を抑制するために日銀が実施した臨時オペ（後述）が金融緩和的措置と市場で受け止められ、円安反応を促したことも柔軟化後の円安に働いた。

YCC を柔軟化したとはいえ、日銀が金融緩和を続け、日本の金利上昇が人為的に抑制されている状況に変わりはない。従って、今後も FRB の利上げ打ち止めが確認されるまでは、日米金融政策の格差を材料に円安が進む場面がありそうだ。



### 3) YCC 柔軟化で見込まれるデメリット・リスク

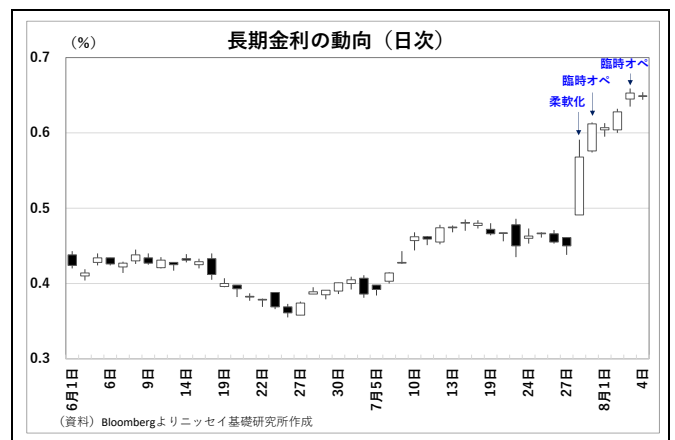
次に、今回の YCC 柔軟化によるデメリットやリスクに目を転じると、デメリットとしては長期金利の不透明感が強まったことが挙げられる。

日銀は今回、指値オペの水準を 1%としたが、ただちに 1%までの長期金利上昇を許容しているわけではない。植田総裁も会合後の会見で、「現状で 1%まで行くのが適当というふうに考えているわけではない」、「念のための上限キャップとして 1%とした」と言及している。

0.5%超 1%以下のゾーンについては、「金利水準や変化のスピード等に応じた機動的なオペ実施によって、過度な金利上昇圧力を抑制する」としているほか、「経済・物価情勢の上振れを反映するかたちでの長期金利上昇は容認する一方で、投機的な金利上昇は抑止する」との方針を示している。

つまり、0.5%超 1%以下の範囲での長期金利の居所については日銀が上昇のスピードや水準を経済・物価情勢と照らし合わせてコントロールするという意味だ。実際、日銀は既に YCC 柔軟化決定後に 2 度の臨時オペを実施し、金利の抑制を図った。

このため、市場参加者は日銀が「現在どれほどの金利上昇を許容しているのか」について、オペの状況や要人発言などから推測せざるを得ず、市場の不透明感が強まった面は否めない。また、日銀が市場との対話を誤れば、金利が不安定化するリスクもある。



さらに、YCが再び歪むリスクについても、低下したとはいえ解消されたわけではない。今後、市場で金融政策の正常化観測が急激に高まるなどして、YC全体に大きな上昇圧力がかかり、日銀が長期金利を1%に抑えるべく指値オペを実施すれば、結果的にYCに歪みが生じ得る。

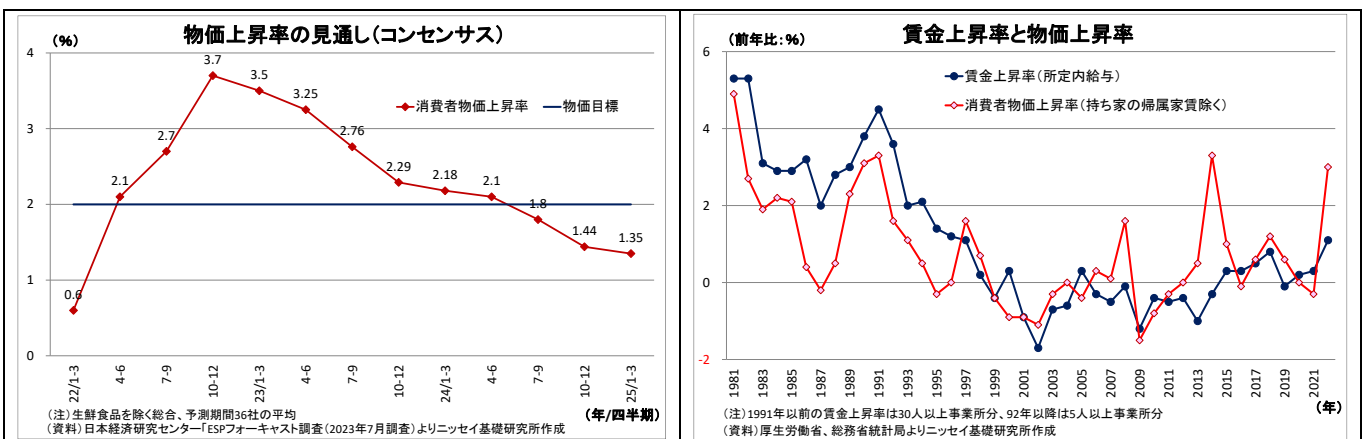
#### 4) YCCについて今後想定されるシナリオ

最後に、YCCについて今後想定されるシナリオとその際の長期金利の行方について考える。

YCCについては7月末に柔軟化したばかりであるため、当面は現状維持となりそうだ。長期金利の水準については、「現状で1%まで行くのが適当というふうに考えているわけではない」と総裁が発言していることもあり、しばらくは1%を明確に下回る水準での推移が予想される。日銀は賃金・物価の基調を注視し、各種オペを通じて、物価目標達成までの距離感に応じて1%以下で長期金利の上昇余地を調整していくものと考えられる。

その後、来年以降を見据えた場合にカギとなるのも、賃金・物価の基調だ。仮に賃金・物価の基調が高まっていき、物価目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況に至ったと日銀が判断する場合には、YCCの撤廃（長期金利操作目標の撤廃）や長期金利の変動許容幅引き上げなどを通じて、さらなる長期金利上昇を許容することになるだろう。ただし、その際にも、国債買い入れや（高めの水準での）指値オペ、フォワードガイダンスなど金利の過度の上昇を防ぐ仕組みを一定程度残すと考えられる。

逆に、来年以降も物価目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況に至っていないと日銀が判断し続ける場合には、現状の枠組みが継続され、長期金利も1%以下で推移する可能性が高い。この場合には、物価目標の達成を見通せるようになるまで日銀が現状の枠組みを長期に継続するシナリオと、物価目標達成のハードルを実質的に引き下げたり、別のロジックを持ち出したりすることで日銀がYCCを終了させるシナリオという2つの道が想定される。



## 2. 日銀金融政策(7月)

### (日銀) YCCの柔軟化を決定

日銀は7月27日～28日に開催した金融政策決定会合において、長短金利操作(YCC)の運用柔軟化を決定した(賛成8・反対1(中村委員))。

具体的な内容としては、①長期金利(10年国債利回り)の誘導目標は「ゼロ%程度」のまま存置、

②長期金利の変動幅は従来の「±0.5%程度」を存置も、位置づけを「目途」へ変更、③連続指値オペ実施に際しての（長期金利）水準は「0.5%」から「1.0%」へ引き上げることとした。

今回の措置を通じて長期金利の0.5%超への上昇を一定程度許容することによって、上下双方向のリスクに機動的に対応し、金融緩和の持続性を高めることを目的としている。

資産買入れ方針やフォワードガイダンスについては変更なしであった。

なお、同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し（中央値）として、2023年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）を前回4月分から0.7%ポイントも大幅に上方修正し、前年比2.5%とした。この理由としては、「既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいること」が挙げられている。一方、24・25年度分については各1.9%（前回比▲0.1%ポイント）、1.6%（前回と同じ）とほぼ前回の見通しを踏襲する形で、物価目標である2%をやや下回るとの見通しを示した。ただし、リスクバランスについて、23・24年度で上振れリスクが優勢となっており、政策委員の間で物価の上振れリスクが意識されていることが確認できる。

会合後の総裁会見において、植田総裁は今回の柔軟化の背景について、「賃金の上昇を伴うかたちでの2%の物価安定の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、YCCのもとで、粘り強く金融緩和を継続する必要がある」、「そうした中、経済・物価を巡る不確実性が極めて高いことに鑑みると、この段階でYCCの運用を柔軟化し、上下双方向のリスクに機動的に対応していくことで、金融緩和の持続性を高めることが適当であると判断した」と説明。さらに、「今後も物価や予想物価上昇率の上振れ方向の動きが続く場合には、（中略）長期金利の上限を0.5%の水準で厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れがある」、「YCCの場合は上振れリスクが顕在化した後で対応しようとするとなかなか大変なことになる、あるいは副作用をすごい大きくしてしまうということがある」とYCCが従来抱える課題について指摘したうえで、「将来のリスク対応として」柔軟化したと解説を加えた。ちなみに、「その他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れ」の部分に関しては、「為替市場のボラティリティも含めて考えている」と言及している。

長期金利の変動幅上限のメドとした0.5%と、連続指値オペの実施水準である1.0%の間のゾーンの扱いについては、「長期金利の水準や、変化のスピード等に応じて機動的に国債買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施することで、過度な金利上昇圧力を抑制する」、「現状で1%まで行くのが適当というふうには考えているわけではない」、「念のための上限キャップとして1%とした」と過度の金利上昇を試す動きをけん制。「経済・物価情勢が上振れた場合に、それを反映するかたちで長期金利が上がっていく」ことについては容認すると述べる一方で、「根拠のない投機的な債券売りというようなものがあまり広がらないようなかたちでコントロールする」とし、金利上昇圧力についての質的な評価を反映させる方針を示した。

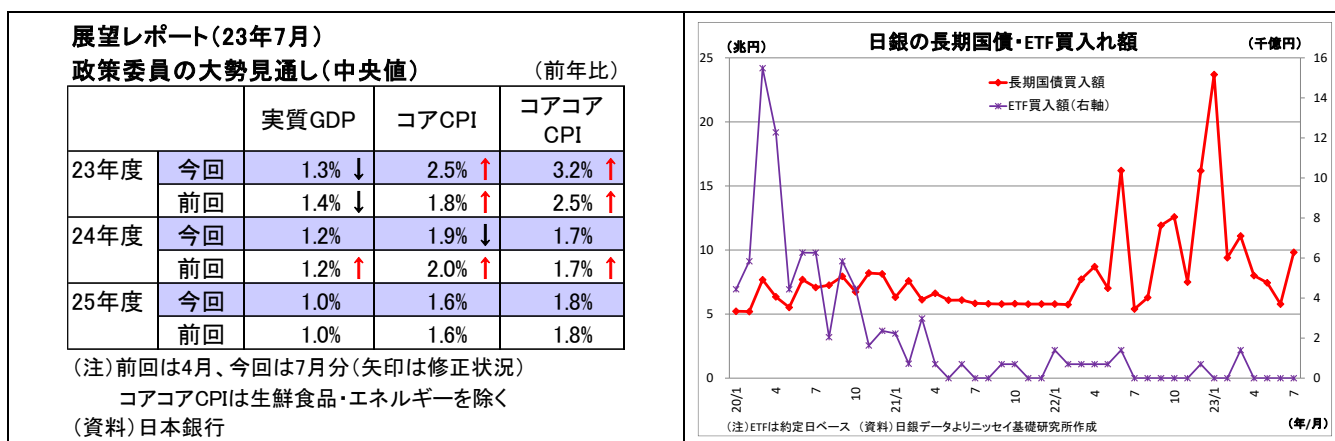
今回のYCC柔軟化と正常化の関係について改めて問われた場面では、総裁は「政策の正常化へ歩み出すという動きではなくて、YCCの持続性を高めるという動きである」と明言。マイナス金利の解除については、「基調的なインフレ率がまだ2%に達していないというところですので、短期の政策金利を引き上げていくというところには、まだだいぶ距離がある」と慎重な姿勢を示した。

## (今後の予想)

今回のYCCの変更については、筆者が直前に予想していたよりも3ヵ月程早かった。また、その手法についても筆者が予想していたもの(長期金利操作目標の年限短期化)と異なっていたものの、従来よりも長期金利の上昇を許容する方向へのシフトという点では変わらない。

今回、日銀が最大1%までの長期金利上昇余地を創出したことで、YCCにまつわる副作用(イールドカーブの歪み発生や債券市場における流動性の枯渇)は顕在化しづらくなるとみられ、少なくとも来春闘の結果が見えてくるまでは、日銀がさらに修正へ動く可能性が低下した。

なお、YCCの撤廃やマイナス金利政策の解除については、まだ年単位の時間がかかると見ている。どちらも金融政策正常化の色彩が強く、景気への影響が大きい短・中期金利も含めて明確に押し上げかねない措置であるため、日銀が賃金上昇を伴った物価上昇の持続性に確信が持てるまでは存置するだろう。また、来年には米国の段階的な利下げが開始され、しばらく日銀が金融引き締め方向での政策変更を行うハードルが高まると想定されることもその理由となる。

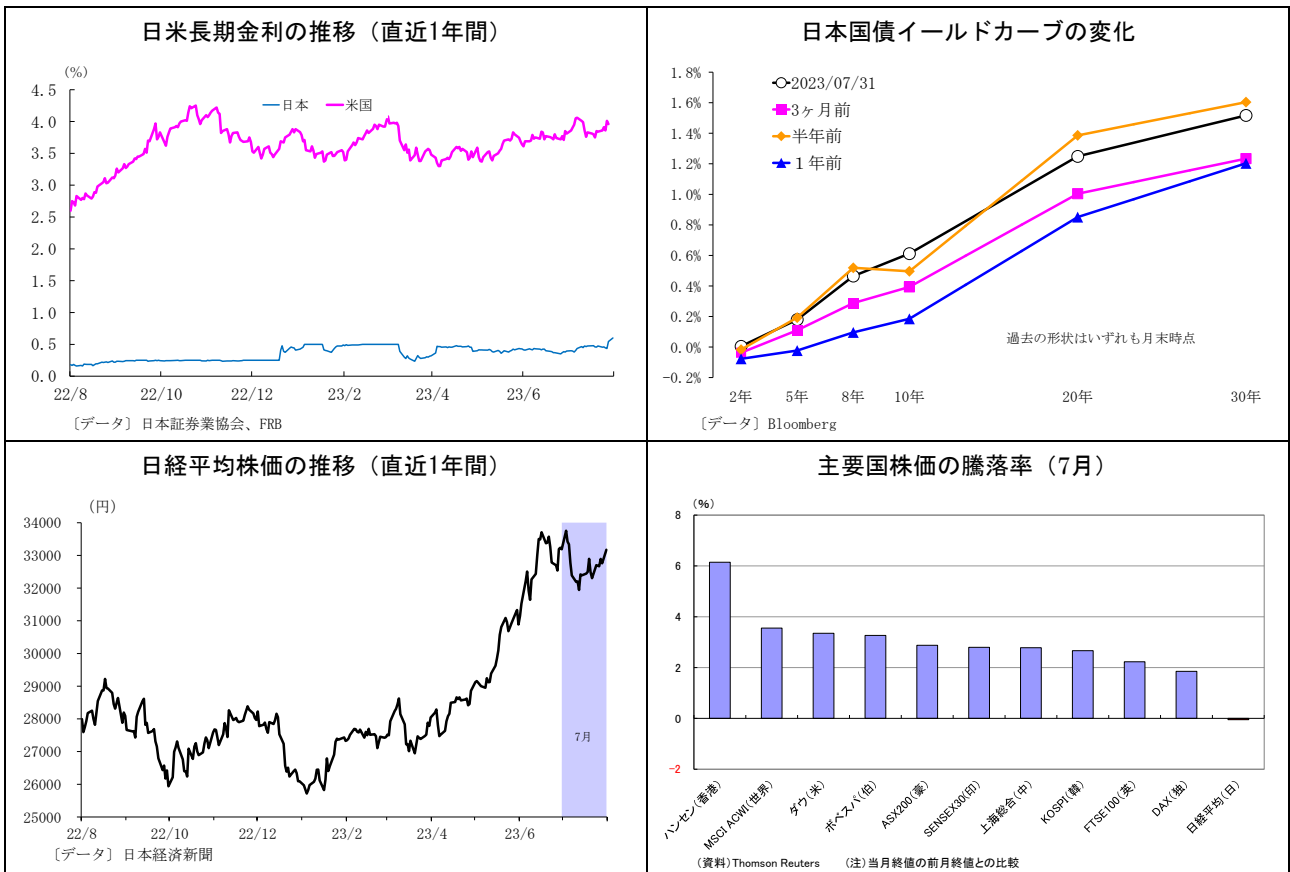


## 3. 金融市場(7月)の振り返りと予測表

### (10年国債利回り)

**7月の動き(↑)** 月初0.4%付近でスタートし、月末は0.6%付近に。

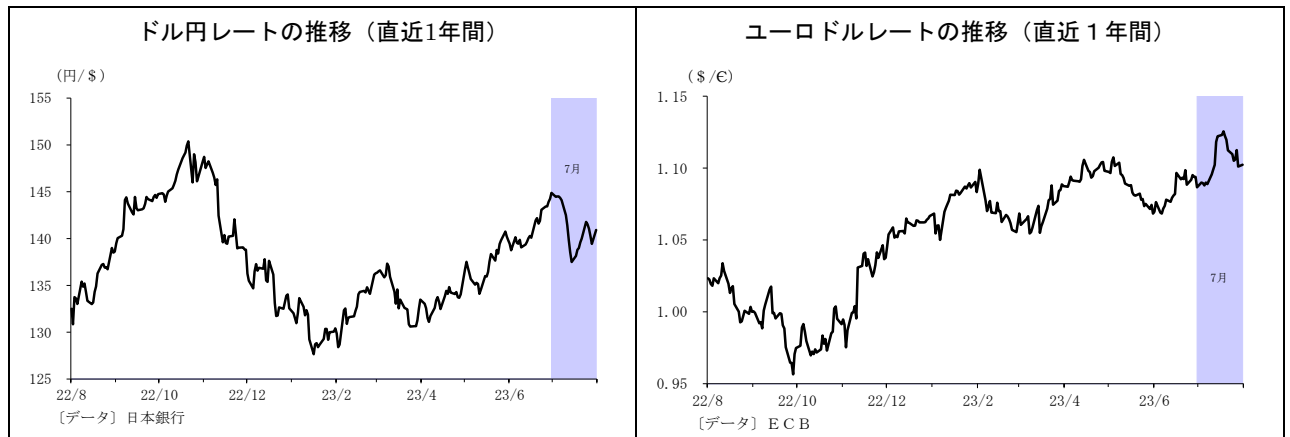
月初0.4%を挟んだ展開となった後、利上げ長期化観測に伴う米金利上昇と、YCC修正に含みを残す内容と受け止められた内田日銀副総裁発言を受けて、10日に0.4%台後半まで上昇した。その後もYCC修正への思惑が燦るなかで0.5%をやや下回る水準での推移が継続したが、G20後の植田日銀総裁発言がYCC修正に慎重と受け止められ、やや低下。下旬には外信が月末の日銀決定会合での現状維持見通しを伝えた一方、大手紙がYCC見直し議論を伝えたことで思惑が交錯し、0.4%台半ばで推移。その後、28日に決定会合で日銀がYCCを柔軟化、長期金利0.5%超への上昇を許容したことで金利が大きく上昇、月末には金利上昇余地を試す動きもあったが、日銀が臨時オペで抑えにかかったことで、0.6%付近で終了した。



**(ドル円レート)**

**7月の動き (v)** 月初 144 円台半ばでスタートし、月末は 140 円台後半に。

月初、144 円台での推移が続いた後、米雇用統計での雇用の伸び鈍化や米 CPI 発表を控えた持ち高調整のドル売りなどを受けて、12 日には 139 円台に下落。さらに、米 CPI と PPI の伸びが共に鈍化し、市場予想も下回ったことで米利上げ観測が後退し、14 日には 137 円台半ばまで下落した。その後は植田総裁発言による YCC 修正観測の後退や米経済指標の改善を受けてドルが持ち直し、24 日には 141 円台後半に。月終盤には FOMC が想定ほどタカ派的ではなかったとの受け止めや、日銀の YCC 柔軟化を受けて、28 日に再び 140 円の節目を割り込んだが、月末には日銀が臨時オペを実施し、金利抑制姿勢を示したことで円売りが進み、140 円台後半で終了した。



**(ユーロドルレート)**

**7月の動き (v)** 月初 1.09 ドル付近でスタートし、月末は 1.10 ドル台前半に。



月初、1.09ドル付近での推移を経た後、ECBの利上げ継続観測やCPI発表を控えた持ち高調整の米債買い（米金利低下）を受けて、11日には1.10ドルに肉薄。さらに、米CPIとPPIの伸びが共に鈍化し、市場予想も下回ったことでユーロ買いに拍車がかかり、18日には1.12ドル台半ばを付けた。その後は持ち高調整的なユーロ売りや欧州の経済指標悪化を受けて、25日には1.10ドル台半ばに下落。月終盤には、FOMCが想定ほどタカ派的ではなかったとの受け止めから一旦ユーロが上昇したものの、直後のECB理事会で利上げ継続方針が示されなかったことを受けてECBの利上げ観測が後退し、月末は1.10ドル台前半で終了した。

#### 金利・為替予測表(2023年8月7日現在)

		2023年			2024年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
アメリカ	FFレート(期末)	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	4.75
	10年金利(平均)	3.6	3.8	3.7	3.5	3.4	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25
	10年金利(独、平均)	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0
ドル円	(平均)	137	142	140	136	134	132
ユーロドル	(平均)	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.13
ユーロ円	(平均)	150	156	155	152	150	149

(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。