■コラム――■

イールドカーブ・コントロールは手段から目的に変わるのか

～金融政策の目標の行方～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野　龍太郎**

河野　龍太郎氏

筆者は、このパンデミック危機を境に、中央銀行の目標は、従来の物価安定から金利安定にシフトする、と考えている。パンデミック危機が長引き、政府は、企業への債務保証や出資、家計への現金給付による生活保障などを行うため、今後も大量の国債発行が予想され、中央銀行はそれがもたらす金利上昇圧力の吸収が主たる責務となる。

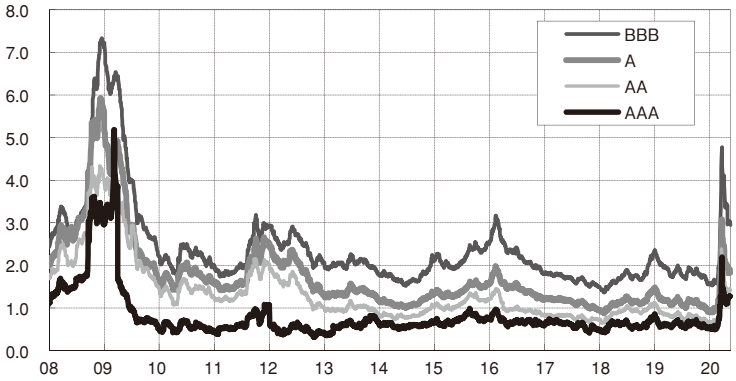
国債市場は一国の金融市場の根幹をなすが、大量の国債発行で長期金利が暴騰すれば、金融市場が激しく動揺し、マクロ経済にさらなるダメージが加わる。政策手段だったはずのイールドカーブ・コントロールが同時に政策目的となるのである。それでは、中央銀行は明示的に金融政策の目標を変更するのだろうか。それが今回の本稿のテーマである。

リスク資産価格も政策ツールになったのか

10年前の国際金融危機の際もそうだったが、今回、あらゆる先進国の中央銀行が金融市場の機能を維持するため、自らが取引相手となっている。今回は、10年前の反省を踏まえてか、機能麻痺が生じる前に一早く中央銀行が介入しているため、金融市場では高値が維持され、ズタズタになった実体経済との間で著しい乖離が起こっている。

筆者自身は、パンデミック危機の前から、先進各国の中央銀行の超金融緩和によって、実体経済との間で、無視し得ない大きな乖離が起こっていると考えていたため、果たして

（図１）米国・社債スプレッド（国債との利回り格差、10年、％）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

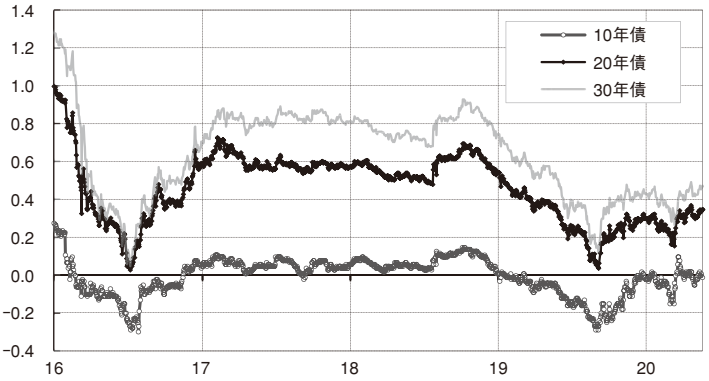
金融市場で高値が維持されるのか、疑問がない訳ではない。もはや経済の早期V字回復を期待する人がいるとも思われない。我々の経験からすれば､実体経済と金融市場との間で、大きな乖離が生じた際、修正が生じるのは金融市場である。

もし、高いリスク資産価格が中央銀行の意図した結果であるのなら、リスク資産価格はもはや実体経済の先行きを反映したものとは言えない。幾ら供給が増えても、中央銀行が高値を維持する国債価格と同様、リスク資産の価格も、政策ツール或いは操作目標になったということだろうか。日本銀行が行うETFの購入が、各国中央銀行の間で採用されるという期待があるのかもしれないが、そのEXITは容易ではない。そもそも価格を維持することができるのか。或いは、今後、経済の低稼働状況の継続が引き起こす資本不足問題に対応すべく、大規模な資本注入が事業会社に対して行われ、クレジットリスクの顕在化が回避されると金融市場参加者は想定しているのかもしれない。

金利安定が最優先課題に

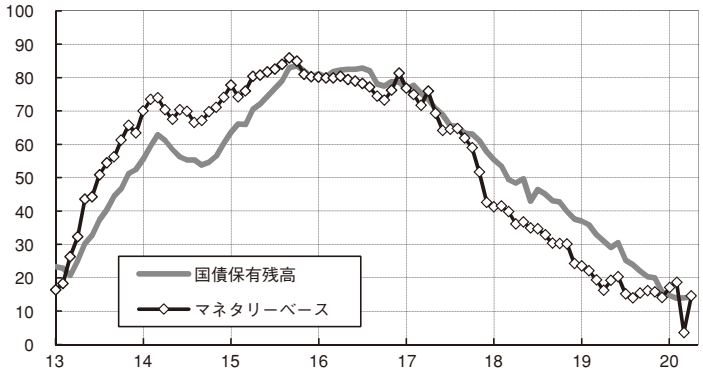
さて、中央銀行が金融市場の安定を重視するのは、それが物価安定の前提ともなるからである。1990年代の日本は、不良債権問題で、金融市場や金融システムが不安定化した。そうした状況になると、そもそも金融政策のトランスミッション・メカニズムが働かなくなり、肝心の実体経済を支えることも不可能となる。それ故、中央銀行が介入しなければ金融市場が不安定化する恐れがある間は、物価安定どころではなくなる。現在は経済が収縮する一方、公的債務が急膨張しているため、財政の持続可能性やそれに伴う金融市場の安定が喫緊の課題となる。それ故、金利安定が最優先され、物価安定が二の次、三の次と

（図２）長期金利の推移（％）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

（図３）日銀の国債保有残高とマネタリーベース（前年差、兆円）



（出所）日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

なっているのだろう。

とは言え、仮に目標の優先順位が変わったとしても、中央銀行として、それを殊更強調することはない。今後数年は、経済をパンデミック危機前の水準に戻すことが最重要課題となるが、それは簡単ではない。一方で倒産や失業を避けるため、政府が民間部門に介入せざるを得ず、その代償としてトレンド成長率も低下する。また、少なくとも先進国に限って言えば､総需要の大幅な落ち込みによって、デフレ傾向がしばらくは続く。過去30年、日本で続いてきた低成長、デフレ、低金利が当面は世界的に継続する。金融緩和を続けても、経済の安定、金融の安定、物価の安定の間で齟齬は生じない。

それ故、中央銀行は、パンデミック危機が解消すれば、再び物価安定に的を絞ると今後

も繰り返し表明するのだろう。しかし、それが容易でないことは、少なくとも日本では明白であろう。まず、日本銀行は、2016年９月にイールドカーブ・コントロールを導入した段階から、物価と経済の安定だけでなく、金融の安定も配慮せざるを得なくなっていた。国債購入を一段と膨らませることは不可能ではなかったが、そうすると超長期金利が一段と低下し、年金、保険などが打撃を被り、金融システムに多大な悪影響をもたらすようになっていた。これ以上、金利が下がっては困るから、操作変数を量から金利に転換する必要があった。そのことは、政策手段の制約によって、２％インフレ目標の到達が容易ではないことを認めたことと、同じであった。

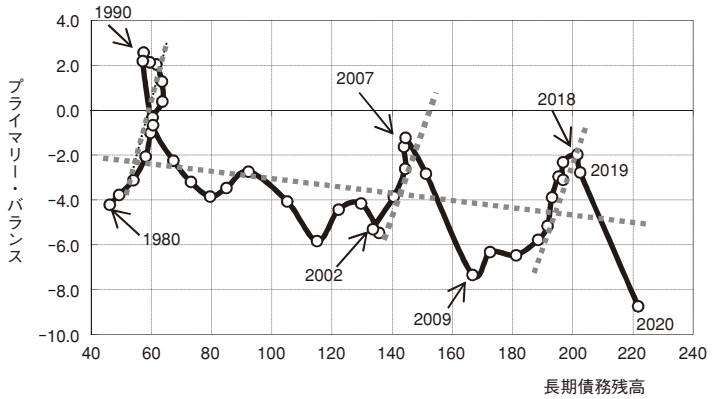
２％インフレはさらに長期の目標へ

今回のパンデミック危機で、２％インフレ目標の達成はさらに遠退いた。しかし、有効な政策手段を持ち合わせていない以上、もはやそのことが金融政策運営に影響することはないはずである。実際､展望レポートからは２％インフレ目標という言葉は取り除かれた。インフレ上昇が遅れた場合、さらなる金融緩和の準備があるとする「２％目標に向けたモメンタム」というキーワードもステートメントから取り払われてしまった。

パンデミック危機の終息後、長い時間をかけ、いずれかの段階で、経済は再び完全雇用に復帰するだろう。2010年代と同様、インフレの上昇は遅れる可能性が高いが、それでも2017～2018年のように、金利には多少の上昇圧力がかかり始める。一方で、PB収支の黒字化には全く目処が立たず、公的債務も一段と膨らんで行く可能性が高い。2010年代後半は超人手不足状態に達し、マクロ経済は明白な完全雇用にあったが、PB収支の黒字化には程遠い状況であった。ただ、長期金利に上昇圧力がかかっても、財政の持続可能性維持の観点から、それを放置することはできない。財政従属に陥っていることが明らかになるが、それでも物価安定を口実に、長期金利の低位安定を図ることが選択されるのだろう。

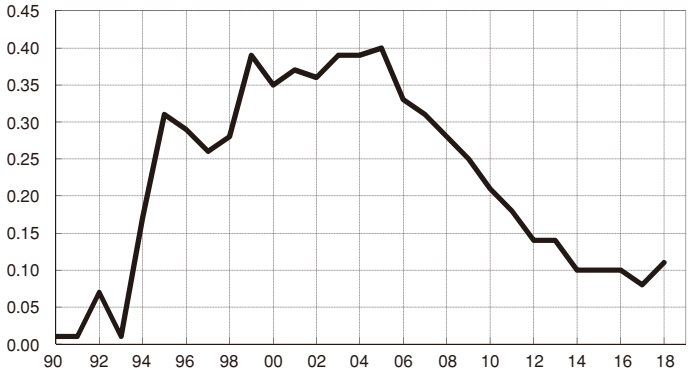
そうした問題に直面する前に、パンデミック危機が終息した段階で、２％インフレ目標の位置付けが再検討されるかもしれない。まず、インフレが２％目標より相当に低い状況が続くからと言っても、2013年４月のように、アグレッシブな金融緩和を再び追求するという話にはならない。それは、前述した通り、金融緩和が限界に達しているためであり、景気刺激が必要であれば、近年と同様、それは財政政策の仕事となる。一方で、自然利子率やインフレ率が低いため、金融引締めを行うという議論にも当然にしてならない。掲げるだけの目標なら、いっそのこと取り払ってしまうべきか。いや、これまでと同様、達成することは難しいとしても、目標を取り下げると、円高が進展することを恐れ、結局、２

（図４）国と地方のプライマリー・バランスと長期債務残高（対GDP比、％、年度）



（出所）内閣府、財務省資料より、BNPパリバ証券作成
（注）2019年度、2020年度は当社予測

（図５）総資金利鞘（％、年度末）



（出所）一般社団法人全国銀行協会資料より、BNPパリバ証券作成

％インフレ目標はさらに長期の目標と位置付けられるのだろう。

政策金利の微修正か

目標達成がさらに遠退いたため、超金融緩和を粘り強く続けることが再び謳われるのだろうが、四半世紀にも及ぶ超金融緩和に、今回のパンデミック危機が加わり、金融システムはすっかり疲弊している。金融機関の利鞘はマイナスの領域まで落ち込む可能性が高い。それ故、インフレ目標の位置付けを見直した際、金融機関の負荷を取り除くべく、現在の政策金利の誘導目標を多少調整するのではないだろうか。例えば、マイナス0.1％に誘導

するオーバーナイト金利は、0.0～0.1％に引き上げ、ゼロ％程度に誘導する10年金利は0.1～0.2％に引き上げられる。４月26日の金融政策決定会合では、時限措置ではあるが、当預への付利が開始された。マイナス金利政策撤廃の先駆けと受け止めるべきではないか。

筆者自身は、もし今回、パンデミック危機が訪れなければ、世界経済が、米中貿易戦争がもたらす景気減速から抜け出した段階で、２％インフレ目標の位置付けの変更と共に、超金融緩和の見直しが行われると考えていた。見方が一つ変わったのは、パンデミック危機によって、長期国債が大量に発行されるため、長期金利の誘導年限を10年から５年に短期化することのハードルが相当に高くなったことである。

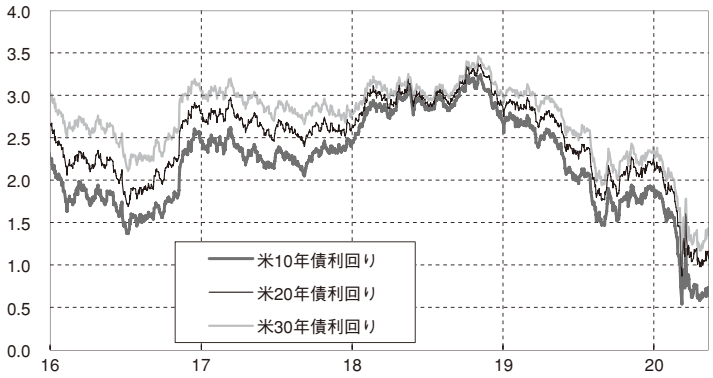
FEDの金融政策が与える影響

すっかり形骸化されたとは言え、２％インフレ目標の旗は簡単には降ろされないと考えるが、ひょっとするとFEDの金融政策次第では、話が変わってくる可能性はある。日本銀行が旗を降ろせないのは、財政の問題もあるが、米国が２％目標を掲げる以上、政策目標の変更が円高を引き起こす恐れがあるためであった。ただ、米国でもパンデミック後、低成長、低インフレが続くとしても、FEDがアグレッシブな金融緩和の追求で対応するという話には、もはやはならない可能性もある。日銀と同様、FEDの金融緩和余地も相当に狭まっているためである。

FEDはいくらでも国債を購入しバランスシートを膨らませることができると考える人もいる。物理的には不可能ではないだろうが、発行量以上に国債の購入を増やすと、長期金利はマイナスの領域に入ってくる。そうなると年金システムや保険システムが相当に痛んでくるというのは、日本で観測されたことである。さらに、米国では、その前の段階において、短期金利がマイナスの領域に入ると、市場性の預金代替金融資産の残高が大きいため、金融商品間で大規模な資金移動が生じ、金融システムが不安定化する恐れもある。長期金利にせよ短期金利にせよ、FEDがマイナス金利を容認することはあるのだろうか。

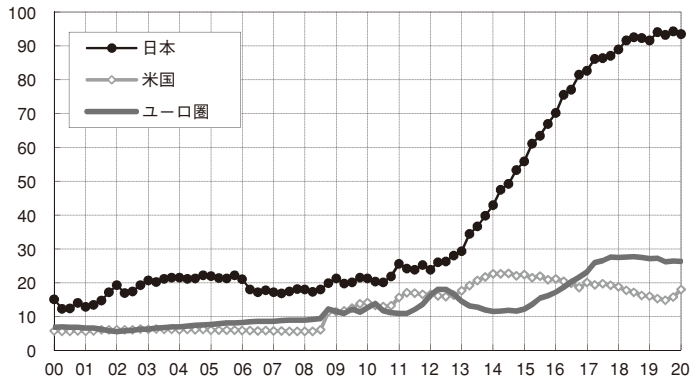
円高を恐れて、日本銀行は、２％インフレ目標を取り下げることができないが、そうした問題に煩わされることのない米国が先に２％インフレ目標を再考することはないのだろうか。日本のように形骸化したインフレ目標を何時までも掲げることはないと思われる。或いは、逆に日銀の教訓を踏まえず、米国のアカデミズムはマイナス金利政策の導入を含め、さらなる金融緩和の実験をFEDに迫るだろうか。もし、FEDが２％インフレ目標の旗を降ろし、それに日銀が追随すると、物価安定の観点からは金融緩和を続ける必要が無くなる。しかし、その時、日銀が利上げをできないもう一つの大きな理由が明白になって

（図６）米国の長期金利の推移（％）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

（図７）日米欧のベースマネー残高（GDP比、％）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

くるかもしれない。

準財政政策の領域における二つの手法

さて、中央銀行が準財政的政策の領域に踏み込む場合、二つの選択肢がある。一つは、中央銀行が直接、資源配分に介入する方法である。二つ目は、政府が民間債務などを購入し、中央銀行がそのファイナンスを行う方法である。今回、企業の資金繰り支援などにおいて、日本銀行はソルベンシーリスクを取らず、あくまで国債購入によるバックファイナンスを重視している。資源配分に影響を与える政策のファイナンスを行っているという点で、いずれの手法も準財政的政策と言えるが、国債購入に留まるのなら、日本銀行に損失

が発生しない。それは、中央銀行として健全な政策を選択しているということだろうか。

どちらが良いのか、実は評価が極めて難しい。振り返ると、準財政的政策の領域を開始した2010年の包括緩和では、現在と比べるとかなり限定した規模ではあったが、日本銀行は敢えてソルベンシーリスクなど様々なリスクを取ることを選択した。一方で長期国債の購入の増額は相当に抑えられていた。当時も長期金利は既にゼロまで低下していた。もし、日本銀行が国債購入の増大だけを選択していれば、中央銀行に損失リスクは発生しない。しかし、長期金利がゼロまで低下した中で、中央銀行が無制限に国債を購入することは、財政膨張を助長する恐れがある。つまり、プリンティングマネーに陥り、一国全体で見ると、より大きな災厄を日本経済にもたらす恐れがある。そうした懸念から、当時は長期国債の大量購入ではなく、限定したソルベンシーリスクを取ることが選択されたのである。現在の金融政策の是非はともかくとして、金融面からの財政への歯止めとなる機能はすっかり失われている。危機であるから財政の膨張は止むを得ないとしても、長期的に我々はどう財政規律を担保するのだろうか。

〔参考文献〕
・白川方明著『中央銀行 セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社　2018年
・Shigenori SHIRATSUKA“A New Framework for Monetary Policy in the Post Covid−19 Era”（未定稿）2020年