



三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部長
中塚 伸幸

日銀は長期金利を制御しきれない

◆1月会合では現行緩和策を維持

日銀は1月の政策決定会合で現行の金融緩和策の維持を決めた。市場では、12月に続き政策修正があるのではとの見方も強かったが、現状維持となり、金利上昇を見込んで債券を売っていた投資家は思惑が外れることになった。

昨年12月の決定会合で、日銀は長期金利の目標である「ゼロ%程度」の範囲を±0.25%から±0.5%に変更した。これはサプライズだった。黒田総裁は、この修正は市場機能改善のための措置であって利上げではないと説明しているが、すんなりとは理解しにくい。事実、この決定後に金利は上昇しており、実質的な利上げとみるのが自然だろう。市場もそう受け止めている。総裁は従前、長期金利の上限引き上げは事実上の利上げになるとの見解を示していただけに、市場とのコミュニケーションが損なわれたとの批判も肯けるところだ。

◆イールドカーブ・コントロールの修正は避けられない

12月に長期金利の変動幅を拡大したことは、政策の方向性としては評価できる。1月は経過をみるために現状を据え置いたのであろう。しかし事の本質は、市場で決まるべき長期金利を日銀が管理するという、イールドカーブ・コントロールの枠組みが限界に直面していることだ。変動幅の上限を0.5%に引き上げただけでは、問題の解決には不十分である。

債券の期間ごとの利回りを示すイールドカーブは、10年債の金利を日銀が抑え込んでいるために、そこだけ不自然に凹んでしまっている。つまり、上限0.5%というのは経済の実勢（ファンダメンタルズ）を反映した本来あるべき10年債の金利水準よりも低い、と市場は見ているのである。

社債等の金利は10年国債の金利を基準にして決められるが、基準の金利が実勢に合わないために起債が見送られるなど、債券市場の機能が損なわれている。その改善を狙

って変動上限を修正したが、市場からは弥縫策と見透かされ、イールドカーブのゆがみはむしろ拡大した。ほかにも、長期金利を固定化していることに伴う副作用は、金融機関の運用収益の低下、財政規律の弛緩、さらには結果的に円安が助長されたことなど、看過できない状況になっている。

◆市場機能を活用することが経済にプラス

もともと 2016 年にイールドカーブ・コントロールが導入された際は、低くなり過ぎた 10 年債の金利を引き上げることが目的であった。しかしその目的が達成された後も、今度は金利を抑えることを目的にイールドカーブ・コントロールは維持され、そのために日銀は国債を大量に購入し続けている。加えて今回の会合では、銀行に低利融資をして国債の購入を促す措置まで導入した。

無理を重ねて長期金利を抑える政策の意義は薄れてきている。仮にイールドカーブ・コントロールを撤廃した場合、10 年債の金利は 0.8~1%程度の水準まで上昇するかもしれない。それによって、経済への一定のマイナス影響はあろう。しかし、それは経済の実勢に合った金利水準に戻すということであり、前述の副作用が改善されるなど、市場機能が活用されることのプラス効果は大きい。また、そうした修正は円安基調のうちになされるのが望ましいだろう。

次回 3 月は黒田総裁の下での最後の会合であり、政策修正は見込みにくい。しかし 4 月以降、新総裁の下で早い時期に、変動幅のもう一段の拡大、あるいはイールドカーブ・コントロールの撤廃がなされる可能性は十分にあると思われる。マイナス金利の解除は、その後になるのではないだろうか。

～ 調査部発表の経済レポートはこちら ～
<https://www.murc.jp/library/economyresearch/>

本情報の無断複写複製（コピー）は、特定の場合（許可をとった公知の事実）を除き著作者・当社の権利侵害になります。本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。意見・予測等は資料作成時点での判断で、今後予告なしに変更されることがあります。【三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング】