



市川レポート

改めて考えるイールドカーブ・コントロールの効果と副作用

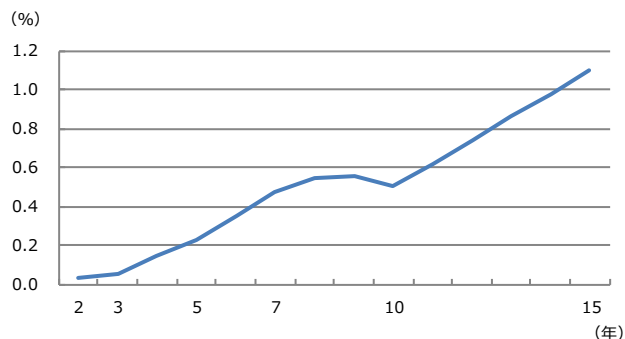
- 日銀によるとYCCの導入により10年国債利回りは導入しなかった場合に比べて1%程度低下した。
- ただ長期にわたる利回りの人為的な歪みは投機を誘い国債買い入れは財政規律を緩める恐れも。
- YCCの見直しや撤廃は容易ではないものの、やはり国債の利回りは市場で決まることが自然な形。

日銀によるとYCCの導入により10年国債利回りは導入しなかった場合に比べて1%程度低下した

今回のレポートでは、長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）の効果と副作用について、改めて考えます。YCCとは、日銀が2016年9月21日に導入を決めた政策であり、日銀当座預金の政策金利残高に0.1%のマイナス金利を適用して短期金利を操作する一方、10年国債利回りがゼロ%程度で推移するよう長期国債を買い入れて長期金利を操作するものです。

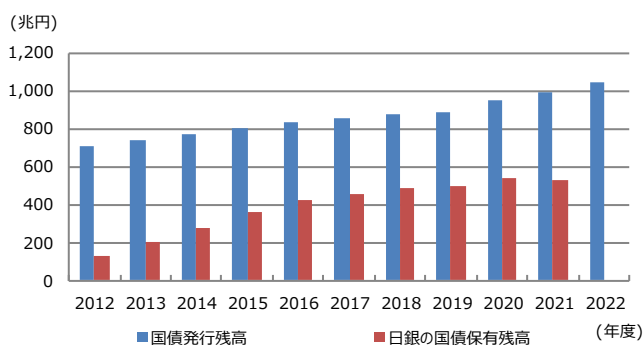
はじめに、YCCの効果からみていきます。これについては、2021年3月19日公表の「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」のなかで、すでに日銀自身が政策効果の分析を行っています。それによると、YCCが導入されたことによって、10年国債利回りは、導入されなかった場合に比べると、おおむね1%程度低下したとの推計結果が示されています。

【図表1：日本国債のイールドカーブ（利回り曲線）】



(注) データは2023年1月10日時点。10年から15年の間の利回りは、期間案分にて算出。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：国債発行残高と日銀の国債保有残高】



(注) データは2012年度から2022年度（日銀の国債保有残高は2021年度まで）。国債発行残高は年度末時点の普通国債の額面ベース。2021年度までは実績。2022年度は2次補正予算ベースの見込み。日銀の国債保有残高は国庫短期証券と国債・財投債の合計。
(出所) 財務省、日銀のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ただ長期にわたる利回りの人為的な歪みは投機を誘い国債買い入れは財政規律を緩める恐れも

次に、YCCの副作用に目を向けます。前述の10年国債利回りを1%程度押し下げたという政策効果については、見方を変えれば、人為的に国債利回りに歪みを生じさせているといえます。国債の利回りは本来、市場で決まるべきものであり、中央銀行が長期にわたって関与するのは、好ましいことではありません。利回りに人為的な操作を続け、歪みが顕著となれば、当然ながら投機の対象になりやすくなります。

また、YCC維持のために国債の買い入れが行われていますが、中央銀行による国債の買い入れは、本来、金融危機などにより短期金融市場で資金の目詰まりが生じた場合、金融機関に流動性を供給するために行われる緊急措置です。長期間継続すれば、中央銀行のバランスシートが巨額の国債購入によって膨れ上がるだけでなく、中央銀行が国債の安定保有先となり、財政規律が緩む恐れもあります。

YCCの見直しや撤廃は容易ではないものの、やはり国債の利回りは市場で決まることが自然な形

日銀は先月20日、10年国債利回りの許容変動幅について、上下0.25%から0.5%へ拡大するとともに、月間の国債の買い入れ額と各年限の買い入れ額の増額を決定しました。この理由として、債券市場の機能低下が挙げられましたが、そもそも機能低下はYCC自体に起因するところがあると思われます。また、変動幅が0.5%に拡大されて以降も、イーロードカーブの歪みは解消されていません（図表1）。

YCCは、10年国債利回りを低下させる効果が日銀から示されている一方、利回りの人為的な歪みが投機を誘いやすく、国債増発のなかで日銀の国債保有額が増加し（図表2）、国債市場の機能に影響を及ぼすという副作用があります。なにより2016年9月21日のYCC導入決定以降、日銀の物価目標自体は達成できていません。YCCの見直しや撤廃は容易ではありませんが、やはり国債利回りは市場で決まることが自然な形と思われます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会