

中央銀行による中長期金利の誘導と フォワードガイダンス

— オーストラリア準備銀行のイールド・ターゲット政策の教訓 —

木 下 智 博

要 約

日本銀行による2016年の長短金利操作の導入に続き、オーストラリア準備銀行（豪準銀）も2020年に非伝統的金融政策手段の1つとして中長期金利を誘導するイールド・ターゲットを導入したが、同国インフレ率の急上昇などに直面し、2021年11月に廃止した。このイールド・ターゲットは、豪準銀が同時に導入した政策手段のフォワードガイダンスとの間で整合性を保つ必要があり、2つの政策手段は相互に補強・補完する関係にあった。これと異なり日銀の長短金利操作は、日銀のフォワードガイダンスとは独立した政策手段であるため、継続するか否かを選択する自由度は日銀にある。しかし、それだけ日銀には、誘導目標を維持する強い意思と強力な手段が求められる。

キーワード

イールドカーブ・コントロール、イールド・ターゲット、フォワードガイダンス

1. はじめに

日本銀行は、2016年9月に長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）付き量的・質的金融緩和政策を導入した。日本銀行の長短金利操作とは、中央銀行の伝統的な金融政策手段、操作対象である短期政策金利に加え、中長期の金利、具体的には10年物の国債利回りをゼロ%程度の水準に誘導する

政策運営方針である。

日本銀行に続いて中長期金利を誘導する政策を導入した中央銀行は、オーストラリア準備銀行（以下「豪準銀」）である¹。すなわち、豪準銀は2020年3月に、イールド・ターゲットと称し、3年物国債利回りを0.25%に誘導する目標を設定した。その後、同年11月に、豪準銀は同国の経済見通しが一段と悪化したことを踏まえ誘導目標を0.1%に切り下げたが、1年後の2021年11月には、イールド・ターゲット自体を終了してしまった。

豪準銀は2022年6月に、イールド・ターゲットの経験と教訓を点検する報告書Review of the Yield Target (Reserve Bank of Australia [2022])を公表した。豪準銀は、日本銀行が量的金融緩和政策を開始した2001年3月以来、さまざまな非伝統的な金融政策手段を開発し運営してきた経験を、注意深く傍から観察し学んでいたが、自らは2020年までの約19年間、非伝統的な手段を実践することがなかった。それが、わずか2年弱の間に、日本銀行に迫り着き、追い越し、さらに数歩先まで進んでしまったのである。

豪準銀によるこの報告書は、自らのイールド・ターゲットの経験を冷徹に振り返った「反省文」であるだけに、日本銀行がフォワードガイダンスの運営や長短金利操作の修正や廃止（いわゆる「出口」）の政策を検討するうえで、極めて示唆に富む。したがって、本論文の第2章では、豪準銀のイールド・ターゲットとそれをレビューした報告書の内容を紹介する。続く第3章では、日本銀行の長短金利操作の運営について概説したうえで、最近の頻発している問題であるイールドカーブのゆがみの背景事情を説明する。第4章では、豪準銀と日本銀行の政策運営を比べながら、長期金利操作とフォワードガイダンスとの間の補完関係・競合関係について考察したうえで、非伝統的な金融政策手段の出口をめぐる論点を検討する。

なお、本論文では、日本銀行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策

1 中央銀行が金融政策手段として中長期金利を操作対象とするのは、極めて異例である。日本銀行と豪準銀以外の唯一の前例としては、アメリカの中央銀行である連邦準備制度理事会（以下「FRB」）が1942～51年の間、戦費を調達する同国財務省からの要請を容れ長期国債金利の上限を2.5%とするよう国債を買い入れていたことが知られている。Chaurushiya and Kuttner (2003) および木下 (2022) を参照。

を継続することの是非や物価安定目標のあり方など政策の中身を取り上げることはせず、非伝統的な金融政策手段の運営をめぐる技術論に集中、特化したい。政策の中身は本来、その時々²の経済・物価情勢や見通しに応じて判断すべきものである一方、政策手段は、政策の中身やねらった効果に従属する形で選ばなくてはならないからである。政策の手段と中身の議論が密接に関連することは言うまでもないが、政策手段がもたらす副作用や弊害を指摘し、だから政策の中身を修正すべきだと論じるのは、本末転倒である。

2. オーストラリア準備銀行によるイールド・ターゲット

(1) イールド・ターゲットの設定と運営

豪準銀は2020年3月19日に、イールド・ターゲットと称し、3年物国債利回りを0.25%に誘導する目標を設定した。これは、新型コロナウイルス感染が同国経済や国際金融資本市場に及ぼす壊滅的 (devastating) な影響に対する政策パッケージの一環として導入された。豪準銀は同時に、この政策パッケージの中で、政策金利Cash Rate²の0.25%への利下げ、この政策金利を引き上げないフォワードガイダンス³、期間貸出ファシリティ (Term Funding Facility)⁴の導入を決定・実施した。

朝倉 (2022) は、この豪準銀の政策パッケージを、従来、政策金利の上げ下げという伝統的な金融政策手段だけを用いてきた同行が、初めて非伝統的な金融政策手段の導入に踏み切ったもの、と位置づけている⁵。豪準銀

2 Cash Rateとは、民間金融機関どうしが短期金融市場で資金を貸し借りするオーバーナイト (翌日物) 金利。豪準銀は、伝統的に、この金利を上げ下げすることで金融政策を運営してきた。

3 豪準銀は、豪州経済において完全雇用に向けた回復がみられ、インフレ率が豪準銀のインフレ・ターゲットである2~3%のレンジ内で持続することが確信できるまでは政策金利を引き上げないと約束した。

4 豪準銀が預金取扱金融機関に向け0.25% (2020年11月に0.1%に引下げ) の固定金利で3年間、資金を貸し付けるファシリティ。

5 川村 (2021) も、非伝統的な金融政策手段の運営において先行していた米英欧日など主要国中央銀行の経験を豪準銀が研究・評価してきた成果が2020年3月の非伝統的な政策手段の導入の背景にある旨を指摘している。

が2020年まで非伝統的な金融政策手段の導入に踏み切らなかったのは、その必要がなかったということが理由として考えられるが、さらにその背景には、先進国の多くが直面したインフレ率の低迷や賃金の伸び悩みといった問題がオーストラリアにおいて深刻ではなかったという事情が指摘できる⁶。

豪準銀は、イールド・ターゲットの設定を含む政策パッケージのねらいを、第1に、新型コロナウイルス感染が収束するまでのつなぎ (bridge)、第2に、経済と金融システムがとても悪い状況に陥ることへの保険 (insurance against very bad outcomes) と説明していた。雇用・物価情勢の見通しには上振れ・下振れの両方向のリスクがありうるが、同行はイールド・ターゲットの設定当初、政策調整の余地がある上振れリスクよりも、追加の政策手段が限られる下振れリスクのほうに強く注意を払っていたようである⁷。

その後の豪準銀によるイールド・ターゲットの運営を時間軸にそって辿ると、以下のとおりである。

- | | |
|-----------|--|
| 2020年9月1日 | イールド・ターゲットの焦点銘柄 (focus) が2023年4月満期債から2024年4月満期債に徐々にシフトしていることを政策理事会 (Board) メンバーが確認 (議事要旨)。 |
| 同年 11月3日 | 政策金利とイールド・ターゲット 3年物国債利回りの双方を0.1%に引下げ。 |

6 豪準銀のフィリップ・ロウ総裁は、2018年6月20日の欧州中央銀行主催コンファレンスにおけるパネル・ディスカッションの場で、オーストラリアと他の先進国との間の物価・経済状況の差が狭まっていることを、次のとおり指摘した。「このパネルの中で自分の国だけが他の参加者と異なる点が多い。まず経済規模が小さいほうに属する。政策金利は過去10年間プラスだ。他の中銀が行った量的金融緩和やフォワードガイダンスを実施した経験がない。景気後退が27年間なく、もう少しこれを長続きさせたい。『変わり者』 (odd one out) の経済である。しかし、本音では『変わり者』ではないと思っている。今回の会議の論点の多くは、われわれがシドニーで議論している重要課題と同じである。豪州のインフレ率は何年にもわたり目標レンジの中心値を下回っていて、それが今後も数年続きそうだ。賃上げ率は、このところ予想を下回る伸びとなっており、こうした賃金の伸び悩みはインフレ目標の持続的な達成を難しくする。」(筆者仮訳)

7 Reserve Bank of Australia (2022) のpp.1-2を参照。

同時に国債買入れプログラム1,000億豪ドルの実施を決定・公表。

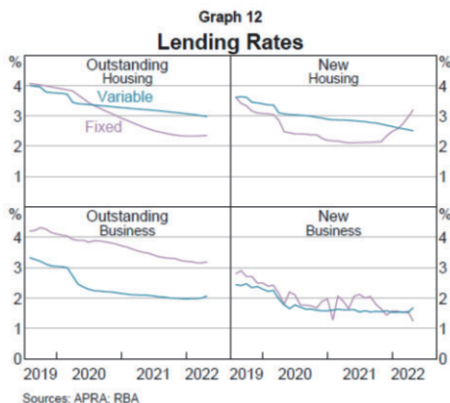
- 2021年2月2日 0.1%の政策金利を引き上げるフォワードガイダンスの条件がどれほど早くとも2024年までは満たされないとの政策理事会の見通しを公表（議事要旨）。
- 同年 7月6日 イールド・ターゲットの焦点銘柄（focus）を2024年11月満期債にシフトさせず2024年4月満期債に維持することを政策理事会（Board）メンバーが確認（議事要旨）。
- 同年 11月2日 イールド・ターゲットの終了を公表。
同時に、政策金利を引き上げるフォワードガイダンスの条件が2024年よりも早く満たされる可能性を政策理事会が示唆（議事要旨）。
- 2022年6月29日 イールド・ターゲットの経験と教訓を点検する報告書 Review of the Yield Targetを公表。

(2) イールド・ターゲットの評価と教訓

豪準銀は2022年6月29日に公表した報告書の中で、イールド・ターゲットの設定・運営・修了について点検した結果を、以下の評価と教訓にまとめている。

第1に、イールド・ターゲットは、企業や家計の資金調達コストを低下させ、経済に対する信用仲介活動を支えた（図1）。

(図1) 豪州の住宅ローンと企業貸付けの金利



(出典) Reserve Bank of Australia (2022) p.17

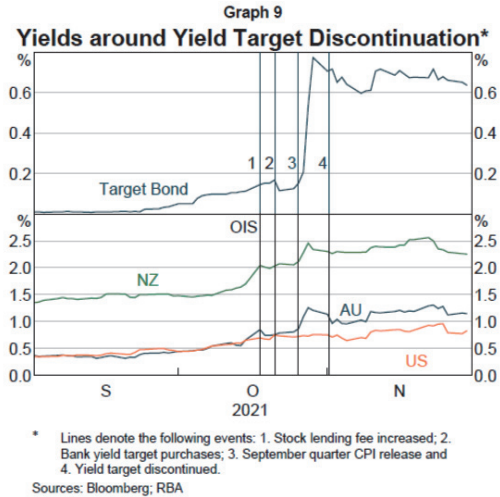
第2に、イールド・ターゲット設定の中に内包されていた期間ベースのフォワードガイダンス (time-based forward guidance implicit)⁸は、資金調達コストの低下に寄与した一方で、経済・物価情勢の不確実性や見通しの変化に対応できないリスクを有していた。

第3に、後講釈では (In retrospect)、上振れリスクにより強い注意を払っていたならば、イールド・ターゲットの焦点銘柄をシフトさせず短期債化することやイールド・ターゲット自体の終了を早めに検討することもできた。

第4に、2021年11月のイールド・ターゲットの終了が無秩序だった (disorderly) ことは、債券市場のボラティリティと一部の機能不全につながった。これは、豪準銀への評価に傷をつけた (some reputational damage)。

8 「内包されていた期間ベースのフォワードガイダンス」とは、翌日物の政策金利の目標水準と3年物国債利回りの目標水準の双方をいずれも0.1%に設定することが、先行き3年間の政策金利が同じ0.1%で推移する予想を暗黙のうちに示唆していることを意味する。川村(2021) p.42は「3年物金利へのターゲットの設定には、短期の政策金利を低水準に据え置くことを長期化させることをあらかじめ約束する、フォワード・ガイダンスを強化する意味合いもあった。」と解説する。

(図2) イールド・ターゲットの終了前後の3年物国債利回りとOIS

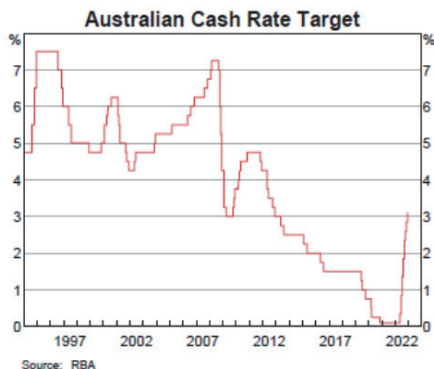


(出典) Reserve Bank of Australia (2022) p.14

イールド・ターゲットの終了の前後、2021年10～11月における3年物国債の利回りをみると、10月の豪準銀による保有国債貸出手数料の引上げ（空売り防止の効果）や国債買入れもあって、同月中旬までは、目標の0.1%近辺にたろうじて維持されていた。ところが、7～9月期消費者物価指数の発表（前年比インフレ率が総合指数3%、コア指数2.1%）を機に、3年物国債の利回りは0.6%を超える水準まで急騰し、政策金利の市場予想を示すOIS（Overnight Index Swap）も上昇してしまった（図2）。豪準銀はこの結果、信認（credibility）が失われたイールド・ターゲットをこれ以上維持することは困難と判断し、終了させたようである。

(3) 2022年中の急速な利上げ

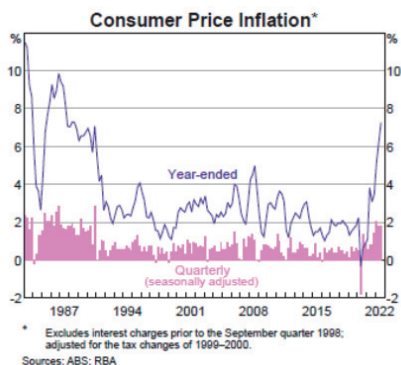
(図3) オーストラリア準備銀行の政策金利Cash Rateの推移



(出典) Reserve Bank of Australia (2023) p.20

豪準銀は、イールド・ターゲット終了の際、政策金利を引き上げる条件が2024年よりも早く満たされる可能性を示唆していたが、実際には2022年5月3日、利上げに着手し、Cash Rateを0.1%から0.35%に引き上げた。その後は、同年6月7日に0.85%、7月5日に1.35%、8月2日に1.85%、9月6日に2.35%と、4か月連続で0.5%ポイントの幅のいわゆる「倍速」利上げを実施したが、10月4日2.6%、11月1日2.85%、12月6日3.1%と、利上げの幅を0.25%ポイントへ「減速」させた(図3)。

(図4) オーストラリアの消費者物価変化率



* Excludes interest charges prior to the September quarter 1988; adjusted for the tax changes of 1999-2000.
Sources: ABS; RBA

(出典) Reserve Bank of Australia (2023) p.5

豪準銀がわずか7か月の間に、3%もの急速な利上げを行った背景には、同国のインフレ率が前年同期比で7%台にまで急上昇したことがある(図4)。ロウ総裁は12月6日の利上げ直後、先行きのインフレ率が8%程度にまで上昇すると予測したうえで、政策運営面の優先事項が低インフレの環境を実現し、インフレ率を目標レンジの2~3%にまで時間をかけて回帰させることにあると述べ、さらに、先行きも追加利上げが想定されるという趣旨のフォワードガイダンスを示した。

2021年11月にイールド・ターゲットを終了させてからわずか1年余りの間に、豪準銀の政策運営を取り巻く物価情勢は激変してしまったのである。

3. 日本銀行による長短金利操作

(1) 金融政策史における長短金利操作の意義

前述のとおり日本銀行は、2016年9月に長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を導入した。日本銀行の長短金利操作とは、中央銀行の伝統的な金融政策手段、操作対象である短期政策金利に加え、中長期の金利、具体的には10年物の国債利回りをゼロ%程度の水準に誘導する政策運営方針である。

本来、国債利回りなどの中長期金利は、市場参加者による経済・物価情勢や国家財政の見通し、経済のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)の評価などを反映して、自由な価格形成がなされるべきものと考えられてきた。したがって、中央銀行が金融政策の手段として中長期金利を操作することは、極めて異例なことである。

2016年9月に長短金利操作が導入されてから、6年余りが経過した。日本銀行は、2013年4月以来、量的・質的金融緩和政策を強化・発展しながら継続してきているが、この約10年にわたる期間のうちの実に約3分の2が長短金利操作の時代であったことになる。「異次元」の金融緩和政策は当初、大量のマネタリーベースを供給することが注目を浴びたが、実際には、その歴史の約3分の2が、資金量ではなく、短期と長期の金利を操作することによる金融緩和であったのである。

さらに遡れば、日本銀行は2001年3月の量的金融緩和政策導入以来、20年

余りにわたり、国債の大規模な買入れ、フォワードガイダンス（当初は「時間軸政策」と呼称）、ETF（指数連動型上場投資信託）とJ-REIT（不動産投資信託）の買入れ、マイナス金利など非伝統的な金融政策手段を次々と開発し導入・運営してきた。この20年余りの歴史のうち、約3分の1が長短金利操作の時代であった。

(2) 2022年半ばまでの長短金利操作の運営

日本銀行は、2016年9月の長短金利操作導入の際、こうした金利操作方針の実現を円滑に進めるための補完的な手段として、指値オペ（日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ）などの新しいオペレーション手段を導入した。

その後、長短金利操作が実際に運営されていく中で、国債市場で取引される10年物国債利回りが、誘導目標のゼロ%程度から上下に変動するのを日本銀行は許容していることが徐々に明らかになった。また日本銀行は、この上下変動幅を拡大してきた。

10年物国債利回りの変動幅が拡大してきた経緯をまとめると、以下のとおりである。

2016年9月21日 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」公表文抜粋

- 10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。
- 買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。
- 買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

2018年7月31日 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」公表文抜粋

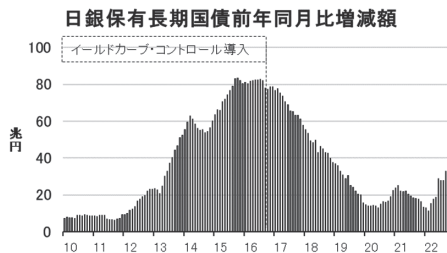
- 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。
- その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうる⁹ものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

2021年3月19日 「より効果的で持続的な金融緩和について」公表文抜粋

- イールドカーブ・コントロールについて、平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は $\pm 0.25\%$ 程度であることを明確化する。
- 同時に、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入する。
- 長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

このように日本銀行が長短金利操作を運営してきた2016年9月から2022年半ばまでの約6年間の中で、10年物国債利回りの上下変動幅が拡大してきた一方で、量的・質的金融緩和の言わば目玉とされていた「国債保有残高の年間80兆円増加」は次第に目立たない扱いとされきた。実際の国債保有残高の対前年比増加額も、2020年から2022年前半までの間は10兆円台にまで減少してきていた(図5)。

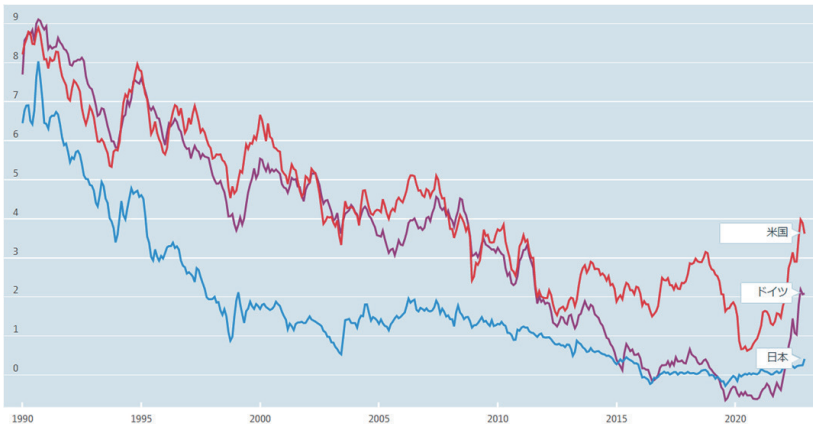
(図5) 日本銀行が保有する長期国債の前年比増減



(出所)「日本銀行勘定」をもとに筆者作成

9 10年物国債金利が「上下にある程度変動しうる」幅について、公表文においては明示的な記載がなかったが、2018年7月31日午後の総裁記者会見において黒田総裁が口頭で(それまでの)「概ね $\pm 0.1\%$ の幅から、上下その倍程度に変動し得る」と述べ、また記者質問に対し再び「倍程度」と確認したことが「総裁記者会見要旨」(翌8月1日公表)の中に記録されている。黒田総裁は冒頭質問への答の中で「なお、長期金利の変動幅については、「イールドカーブ・コントロール」導入後の金利変動幅、概ね $\pm 0.1\%$ の幅から、上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いています。もっとも、金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する方針であり、金利水準が切り上がっていくことを想定しているものではありません。」と述べている。

(図6) 日米独の長期金利(10年物国債、単位：%、1990年1月～2022年12月)

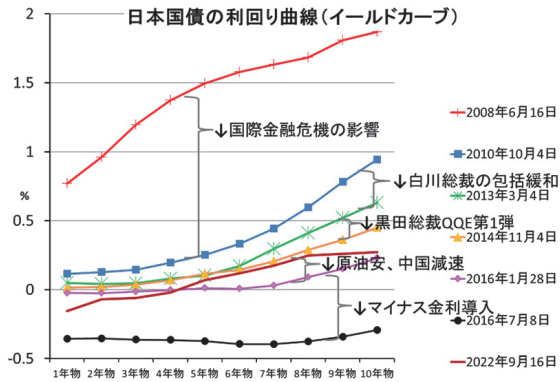


(出所) OECD Dataを用いて筆者作成

2016年9月の長短金利操作導入後の10年物国債利回りをみると、日本銀行が長期金利を、ゼロ%程度から許容された上下変動幅の範囲内にコントロールすることができていることが確認できる(図6)。2022年入り後、米国やドイツの長期金利が急上昇しているのとは対照的に、日本銀行は2022年半ばまでは長期金利の上昇をかりうじて食い止めているのである。

日本国債のイールドカーブをみても同様であり、2022年9月中旬ころまでは低位に安定し右上がりの形状となっている(図7)。この時点では、欧米諸国の長期金利急上昇を背景に、日本でも長期金利の上昇圧力がかかり始めていたが、日本銀行はかりうじてイールドカーブのコントロールを続けることができていた。

(図7) 日本国債のイールドカーブの変遷



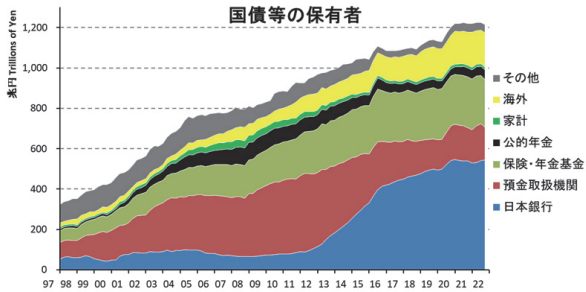
(出所) 財務省「国債金利情報」統計をもとに筆者作成

ここでFRB元議長のバーナンキが日本銀行の長短金利操作についてコメントした内容を紹介する。バーナンキは、現在のFRBが日銀と同様に10年国債金利の誘導目標水準を導入する提案に対して、10年もの長い間に経済見通しや中央銀行コミュニケーションが変化すると市場参加者が中央銀行の目標維持への信認 (credibility) を疑うようになる、と否定的である。一方、日本銀行が長期金利目標を維持するのに成功しているのは、米国債市場の流動性に深みや厚みがあるのとは対照的に、日本国債が規制などを理由に民間銀行や金融機関等によって保有され、発行残高に比して取引額が小さいからである、と解説している¹⁰。

2022年9月末時点の日本国債の保有状況を見ると、日本銀行以外は、預金取扱金融機関や保険・年金基金が過半を占めている (図8)。

10 Bernanke (2022) pp.341-343を参照。

(図8) 日本国債の保有者別の内訳

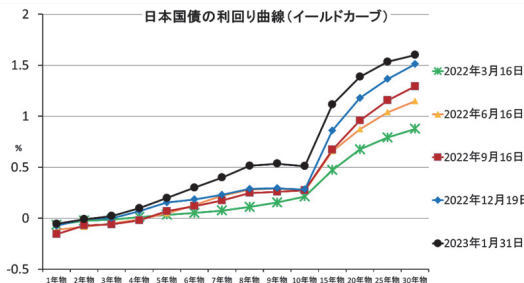


(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに筆者作成

(3) イールドカーブのゆがみ

日本銀行は、2022年12月20日の金融政策決定会合において長短金利操作の運用を一部見直し「国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を、従来の『±0.25%程度』から『±0.5%程度』に拡大する」ことを決定した。日銀の公表文は、このねらいを「緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため」と説明している。日銀が同時に配布した参考資料のスライドには、「海外市場のボラティリティ上昇の影響」により「わが国債券市場の機能度の低下」がみられ「各年限間の金利の相対関係」に問題があるという趣旨の説明に続いて、12月20日の決定会合の前の国債イールドカーブが、10年物のところで不自然にへこんだ形状となっている図が掲載された。

(図9) 2022年以降の国債イールドカーブの変動

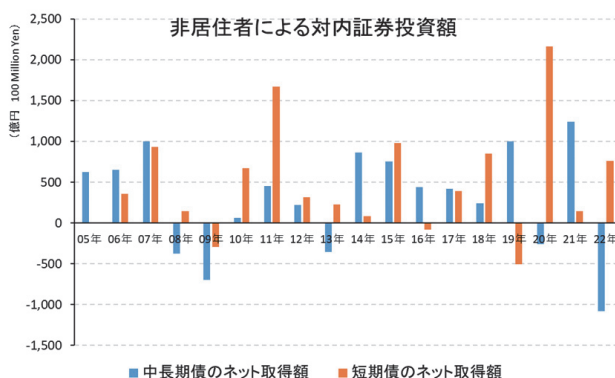


(出所) 財務省「国債金利情報」統計をもとに筆者作成

続く2023年1月17～18日の金融政策決定会合において日本銀行は、前回会合で拡大した長期金利変動幅「 $\pm 0.5\%$ 程度」を維持したうえで、共通担保資金供給オペを拡充した。これは日銀が民間金融機関に対して中長期の貸出を行い、民間金融機関がその資金でもって国債を買い入れることを促す措置である。実際にも、1月23日以降、数回、期間5年の共通担保資金供給オペを実行したことで、イールドカーブ形状のゆがみが多少は改善されたようであるが、2022年3月ころにみられた右上がりの滑らかな順イールド形状には戻っていない（図9）。

日本銀行が長短金利操作に苦勞している背景には、海外投資家を中心に、日銀は早晚、長期金利の誘導目標の変更・廃止や、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の修正・終了に追い込まれるのではないかという思惑から、中長期国債の売却処分が増加したという事情がある。2021年までは国債投資を拡大してきた非居住者による2022年の中長期債ネット処分量は過去最大になった（図10）。

（図10）非居住者による中長期債・短期債のネット取得額（取得額－処分額）



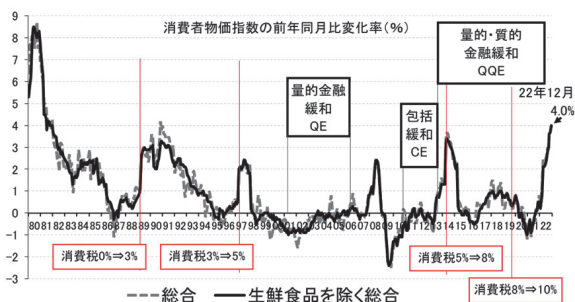
（出所）財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」統計をもとに筆者作成

海外投資家の国債売却を受けて、日本銀行は指値オペなどによる国債の大規模買入れを再開することで「防戦」した。前掲した図5が示すとおり、日本銀行の長期国債保有残高の前年比増加額は、2022年後半に急増している。加えて2023年1月には、中長期の共通担保資金供給オペを通じて民間金融機

関の国債買入れも「動員」したのである。

海外投資家の間で、日本銀行が長短金利操作付き量的・質的金融緩和を修正・終了するのではないかという予想が広がったのはなぜであろうか。背景の第1には、2022年前半以降に上昇し始めた日本の消費者物価指数が、その伸び率を高め、日銀の物価安定目標である2%を大きく上回る、41年ぶりの高いインフレ率に達したという事情がある（図11）。第2に、2022年央から秋口にかけて急激に円安が進み、通貨当局が巨額の外貨売り円買いの外国為替市場介入を余儀なくされた中で、円安の原因の1つと考えられた内外金利差を縮小するために日銀が中長期金利の上昇を容認するはずだという観測もあった（図12）。

（図11）インフレ率の上昇



（出所）総務省「消費者物価指数」統計をもとに筆者作成

（図12）円安の進行と外国為替市場への介入



（出所）財務省「外国為替平衡操作の実施状況」、日銀「外国為替市況」統計をもとに筆者作成

4. 長短金利操作とフォワードガイダンスとの間の補完関係・競合関係

(1) 日本銀行のフォワードガイダンスの効果低下

フォワードガイダンスとは、中央銀行が、何らかの条件が満たされるまで、一定水準の政策金利など政策枠組みを継続することを約束し対外表明することで、金融市場参加者が有する将来金利の先行き見通しに働きかけるねらいの政策手法である。木下 (2020) が指摘するとおり、日銀はフォワードガイダンスの政策手法を開発し発展させてきた先駆者である (表1)。

(表1) 日銀のフォワードガイダンスの歴史

公表年月	政策枠組み	継続条件	継続対象
99年4月	ゼロ金利	デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になるまで	ゼロ金利
01年3月	量的金融緩和	消費者物価指数前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで	ゼロ金利
10年10月	包括的な金融緩和	「中長期的な物価安定の理解」(消費者物価前年比で1%程度が中心)に基づく物価の安定が展望できるまで	実質ゼロ金利
12年2月	包括的な金融緩和	消費者物価前年比上昇率1%を目指してそれが見通せるまで	実質ゼロ金利、資産買い入れ
13年4月	量的・質的金融緩和	消費者物価前年比上昇率2%の安定的な持続に必要な時点まで	量的・質的金融緩和
16年9月	長短金利操作付き量的・質的金融緩和	消費者物価前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで	マネタリーベース拡大
19年10月	長短金利操作付き量的・質的金融緩和	「物価安定の目標」(消費者物価前年比上昇率2%)に向けたモメンタムが損なわれるおそれに注意が必要な間	現在の水準またはそれを下回る水準の長短金利

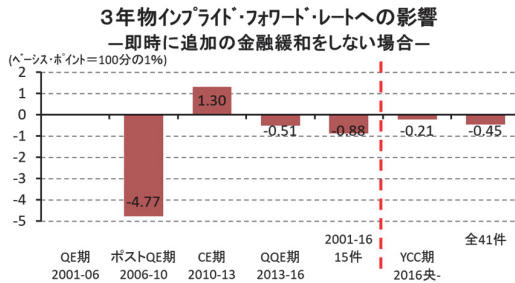
(出典) 木下 (2020) のp.28掲載の図表3

ところが、日本銀行のフォワードガイダンスの効果を、日本銀行が四半期ごとに公表する「経済・物価情勢の展望」で示す物価見通しが、市場の予想金利(インプライド・フォワード・レート)に及ぼす影響度を計測することによって測定したところ、日本銀行が長短金利操作を導入した2016年の半ば

以降、フォワードガイダンスの効果は低下している。図13は、木下（2020）p.29の分析内容に2023年初めまでの最新データを織り込んで再計算した結果を示したものである。

日本銀行が公表する3年後の物価見通しが物価安定目標を下回っても、金融市場参加者が予想する先行き金利が低下しなくなった。日本銀行が長短金利操作を導入した結果、市場参加者の予想形成においては、長期金利ゼロ%という誘導目標のほうが重要となり、日本銀行の公表する物価見通しの情報価値が失われてしまったと考えられる。

(図13) 目標未達の物価見通しが将来金利の予想値に及ぼす影響



(出所) 財務省「国債金利情報」統計等をもとに筆者作成

(2) 長短金利操作とイールド・ターゲットの比較

日本銀行の長短金利操作の導入の結果、フォワードガイダンスの効果は低下した。これとは対照的に、豪準銀のイールド・ターゲット設定には、フォワードガイダンスの効果が内包され、フォワードガイダンスの効果を強化する意味合いがあったと評価されている。

こうした違いの背景として指摘されるのは、以下の3点である。

第1に、豪準銀のイールド・ターゲットが誘導目標としていたのは3年物国債の金利であるのに対して、日本銀行の長短金利操作は10年物国債の利回りであった。豪準銀が、市場参加者の3年後の金利予想に働きかけることはねらっていた一方、日本銀行は、現実問題として、市場参加者の10年後の金利予想に働きかけることができるとは考えていなかったものと推測される。

第2に、イールドカーブ（利回り曲線）の傾きをみると、豪準銀は、オー

バーナイト物金利であるCash Rateと3年物国債金利を同一の水準（当初0.25%、その後0.1%）に設定しており、水平の形状を想定していた。これに対して、日本銀行の長短金利操作は、日銀当座預金に適用される短期政策金利が-0.1%のマイナス金利、10年物国債利回りがゼロ%程度と、右上がりの形状の利回り曲線を想定していた。

第3に、豪準銀のイールド・ターゲットが金利を低水準に抑制することを目的として設定されたのに対して、日本銀行の長短金利操作は、イールドカーブ全体がマイナス圏に沈んでしまった金利低下の行き過ぎを微修正し、10年を超える期間の超長期金利を引き上げることを目的として導入された（前掲の図7）。日本銀行は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入する前に実施した『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証の中で「イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」と説明していた。長短金利操作は、イールドカーブの過度な低下、フラット化を修正することにねらいがあったのである。

(3) 出口政策をめぐる考察

豪準銀のイールド・ターゲットは、同行のフォワードガイダンスを強化する意味合いがあった。イールド・ターゲットとフォワードガイダンスは、お互いを補強・補完する関係にあるだけに、双方の間に一定の整合性が求められた。

この整合性のために、経済・物価見通しが変化し、市場参加者の先行き金利の予想が急変すると、イールド・ターゲットとフォワードガイダンスが共倒れする危険をはらんでいた。2021年11月におけるイールド・ターゲットの「無秩序な」終了は、こうした危険が現実になったものである。

これに比べると、日本銀行の10年物国債金利の操作目標は、日本銀行のフォワードガイダンスとの関係が緩く、独立した政策手段である。市場参加者が先行き金利の予想をするうえでの情報価値という観点からすると、長期金利の目標値と、日本銀行のフォワードガイダンスとは競争・競合する関係

にあるとすら考えることができる。

したがって、日本銀行が長短金利操作という政策枠組みを終了する「出口」を考える場合に、豪準銀のように、経済・物価見通しや市場参加者の先行き金利の予想が急変し、フォワードガイダンスとの整合性が失われた結果として、「出口」に追い込まれるという事態は予想しにくい。日本銀行の長短金利操作は、フォワードガイダンスとは独立した政策手段であるため、長短金利操作を継続するか否かを選択する自由度は日銀にある。

しかしながら、逆に言えば、この点が日本銀行の長短金利操作の弱みでもある。長期金利に強い上昇圧力がかかった際、豪準銀とは異なり、長短金利操作を補強、補完できるフォワードガイダンスという手段を持たない日本銀行は、誘導目標を死守する強い意思を持ち続け、それを実現するため強力な手段を行使し続けられない限り、長短金利操作の政策枠組みを維持することが難しくなる。日本銀行が2022年終盤から2023年1月にかけて、民間金融機関の「参戦」を促しながら国債の「防戦買い」を展開したのは、長短金利操作の抱えるこうした弱みが露呈した事象と捉えることができる。

中央銀行が中長期金利を誘導する政策には、民間企業や家計の資金調達費用を引き下げ投資支出の増加を通じて総需要を拡大する効果があると同時に、国債保有主体の負担するコストやリスクなどの副作用もある。政策の中身のコストとベネフィットの検証は本論文の検討の埒外であるが、中央銀行には、政策のコストとベネフィットについて、金融市場参加者のみならず国民に対して丁寧に説明することが求められている。

(以 上)

【参考文献】

- 朝倉健男（2022）「オーストラリア準備銀行による非伝統的金融政策」、オーストラリア学会編『オーストラリア研究』第35号、pp.46-58
- 河村小百合（2021）「量的緩和に踏み切った豪中銀 — コロナ禍での先進国中央銀行の金融政策運営の変容 —」『JRIレビュー』2021年第4巻88号、pp.41-69
- 木下智博（2020）「金融政策の現状と課題 — 待望される政策効果の検証と役

- 割分担の再検討」、村上亨・小澤太郎・柳川隆（共編）『成長幻想からの決別 平成の検証と令和への展望（日本経済政策学会叢書3）』2020年12月22日、第3章、pp.25-47、勁草書房
- 黒田暁生（1982）『日本の金利構造－国債利回りの理論と実証』1982年5月14日、東洋経済新報社

Bernanke, Ben S. (2022) *21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*, New York: W. W. Norton & Company, Inc.

Chaurushiya, Radha, and Ken Kuttner (2003) “Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942–51,” June 18th, 2003, Authorized for Public Release by the FOMC Secretariat on April 15th, 2016

Kinoshita, Tomohiro (2015) “Revisiting Bank of Japan’s Policy Duration Commitment: Impact, Consequences and Challenges,” GRIPS Discussion Papers, DP14–25, March 2015,
Permalink: <http://id.nii.ac.jp/1295/00001166>

Reserve Bank of Australia (2022) “Review of the Yield Target” June 29th, 2022

Reserve Bank of Australia (2023) “Chart Pack” January 4th, 2023