

経済を読む眼

日本銀行のイールドカーブ・コントロール修正・撤廃の課題と展望¹

2023 年 7 月 21 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 関東享佑

要旨

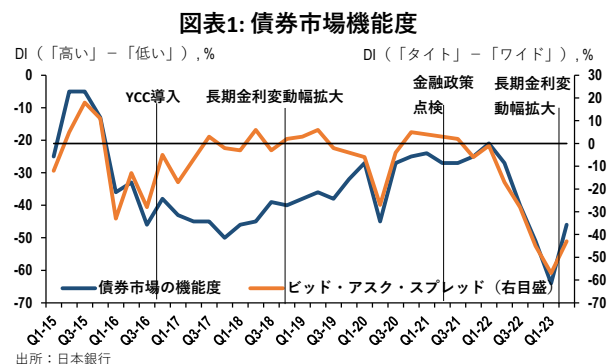
1. 日本の国債市場は、イールドカーブの歪みが解消されていても、実質的には機能が毀損された状態にある。
2. 日本のコア CPI が本年度中に前年比で 2%を再び下回ることは展望できない。賃金上昇率にしても、来年度のベアも相応の高さになる可能性が高い。来年度の賃金上昇の持続性について日本銀行が自信を持てないとしても、イールドカーブ・コントロール（YCC）の修正位は早期に行わないと、大幅な behind-the-curve に陥る可能性が高い。但し、日本銀行は修正を行っても小幅の緩和修正とみなし、金融政策正常化の第一歩とは位置付けないだろう。
3. YCC 修正の選択肢には、10 年長期金利ターゲットの変動幅拡大と、ターゲットを 5 年ないし 2 年金利に短期化する 3 つの手段が考えられる。変動幅拡大が実務的に易しいが、YCC 撤廃はまだ先と謳いつつ実質的な撤廃を行うことを論理的に説明できない。短期化の方が難しいが、次は YCC 撤廃という順序立てと論理整合的である。5 年金利への短期化は実務的に可能だが、2 年金利は短期金利政策の市場の先行き予想と整合性を欠けば破綻するという難しさがあり、豪準銀（RBA）の失敗例もあって現実には難しいだろう。
4. 世界の金融政策は、世界的な高インフレの経験を踏まえて、政策手法を伝統的手段に近づけるべきという考え方が新たな潮流になりつつある。
5. こうした下では、YCC 修正に併用されるフォワードガイダンスの強化も、YCC 撤廃までの中継ぎ的な役割以上の機能を持たすべきではないだろう。また、その後の YCC 撤廃も早めに踏み切って良いと考えられる。
6. その後、日本銀行が YCC から脱却し、金融政策を正常化させる時に、日本銀行の中央銀行としての独立性が試されよう。

¹ 本稿は、7 月 18 日現在のデータに基づいている。

1. はじめに：問題意識

日本のコア CPI（除く生鮮食品）は昨年 4 月以来、日本銀行の物価安定目標を上回り続けているが、日本銀行は賃金の上昇を伴う形で 2% の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現できると判断できる状況にはまだ無いと判断している。日本銀行は、物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点までイールドカーブ・コントロール（以下、YCC）を継続する、とのフォワードガイダンスを提示しており、内田副総裁が 7 月上旬に行われたインタビュー²でも強調していたように、当面は YCC を続け、直ぐに撤廃することを展望していない。マイナス金利の解除はさらにハードルが高く、副総裁も実体経済面の需要抑制で物価上昇を防ぐのが適切と判断したということの意味すると述べており、現時点ではその判断には大きな距離があるとしている。

一方、副総裁は、YCC 修正については、イールドカーブの形状が一見正常化してみえていても、債券市場の機能毀損が否めない以上（図表 1）、金融仲介機能や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を続けていくかという観点から、バランスをとって判断したいと述べている³。これらからみて、時期は明示していないが、情勢判断次第では比較的早く修正が行われても何ら不思議はない状況である。



以下では、YCC の修正について、筆者らができるだけ早い方がいいと考えている理由や、具体的な修正方法、さらには世界の金融政策思想の変化の下での YCC 撤廃に向けた課題を考察する。

2. YCC 修正の必要性と時期

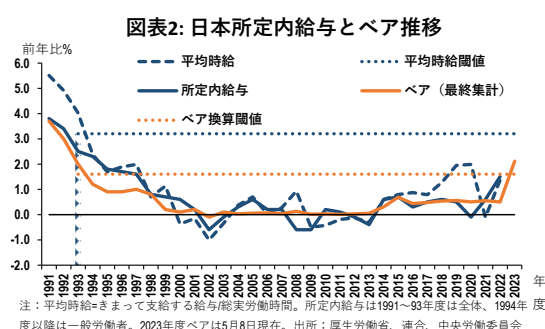
YCC の修正は、金融緩和を長く続けるためと幾ら言っても、修正前に比べて金融引き締めになることは間違いない。したがって、インフレが 2% ないしそれ以上となる状況の持続性がこれまでよりも前進することが、その前提となろう。同時に、政策効果が、インフレ期待の上昇に伴う実質金利の低下によってどの程度増しているかの点検も不可欠だろう。こうした観点から下記 3 点を検討すると、日本銀行は 7 月 28 日の

² 日本経済新聞（2023 年 7 月 7 日）掲載。

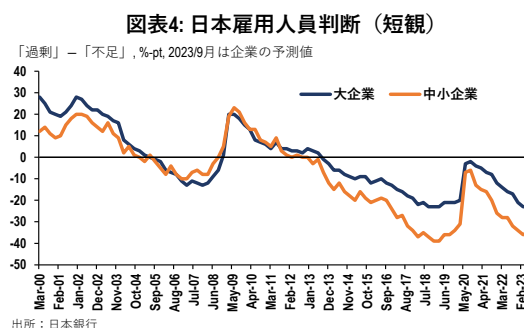
³ なお、植田総裁が、日銀が目指す持続的・安定的な 2% の物価目標までに距離があるとの認識に変化がなければ粘り強く金融緩和を続ける姿勢も変わらない、との見解を改めて示した（7 月 18 日）ため、市場では YCC の修正観測も後退した。しかし、これは金融緩和の「状態」を続けると言っているだけで、YCC の修正すら一切行わないと言っているのではないことに注意したい。また、日本銀行は通常、金融政策決定会合後、次の会合までの間に物価目標までの距離の判断を変えることはないの、次の決定会合がその判断を一歩進める機会ともなり得る。

金融政策決定会合において、2023 年度のコア CPI 見通しも 2022 年度に次いで 2%を超えさせるであろうし、2024 年度も 2%程度に引き上げる可能性が高く、少なくとも YCC の修正を早期に行うべきとの結論が得られるだろう。

第 1 に、インフレの持続性を担保するための鍵となる来年度の賃金上昇率も、相応の高さになる可能性が高まっている、言い換えれば高めの賃金上昇率が持続性を持つ可能性が高まっている⁴。本年度の春闘ではベアが 2.1%（最終集計）となり、1993 年度を僅かに超える高さになった（図表 2）。これを映じて、5 月の所定内給与も既に前年比で 2%を超えてきており、春闘の結果は今後も 7 月まで反映されていくことからみて、暫く伸びを更に高めると見込まれる（図表 3）。



ここで、佐々木・山本・中島 (2023)⁵によれば、平均時給上昇率が閾値（3.2%＜JST 推計＞）を超えると企業は賃上げによる人件費の上昇をこれまで以上に（非線形に）自社製商品の価格に転嫁する関係があるが、本年度のベアの高さであれば、既にこの閾値を超えることが見込まれ（前掲図表 3）、実際に本年 5 月速報の平均時給が単月では既にこの閾値を超えていることから、本年度の CPI 上昇率は日本銀行が予想してきたよりも高くなる可能性が高い。そうなれば、来年度は、①賃上げの価格転嫁によって、収益基盤が弱く賃上げ余力の乏しい中小企業でもある程度収益を確保できるので、次の賃上げの余力が増す、②その中小企業は大企業以上に人手不足に悩んでいるので、余力があるなら再び賃金を上げるインセンティブは強くなる（図表 4）、③マクロ的に本年度の CPI 上昇率が高くなれば、それが本年と同様、来年度の賃上げを促す、ことから賃金上昇率が翌年度まで持続的に相応の高さを維持できる蓋然性が増している。これは、世界から押し寄せた大きな価格ショックによって



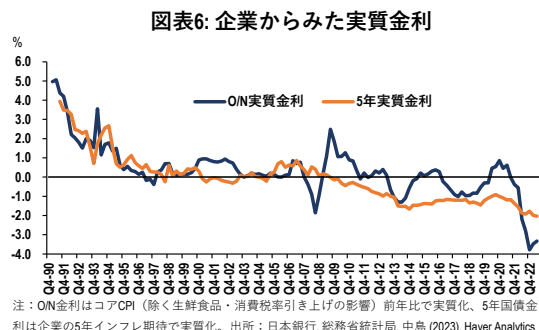
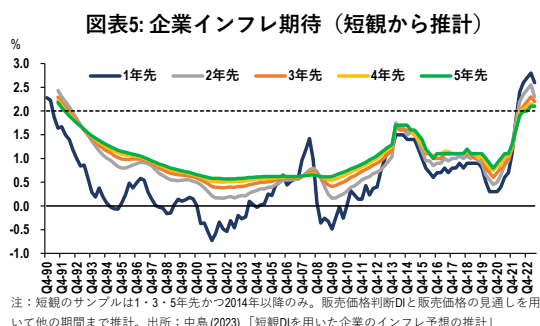
⁴ 賃金上昇率の持続性に関する詳細は、鶴飼博史 (2023)「日本の CPI は本当に減速するのか？—見誤った米国との比較」経済を読む眼第 11 回、科学技術振興機構を参照。

⁵ 佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智 (2023)「消費者物価への非線形なコストパズル：閾値モデルによるアプローチ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.23-J-5。

企業の賃金設定姿勢までも変わったことを示唆する。ただし、日本銀行は、企業の賃金設定行動が変わってきことを認めつつも、現段階ではこの点についてまだ確信は持てずにいると推測される。

第2に、企業のインフレ期待が歴史的に高まったままであり、実質金利が大幅に低下している。日本銀行は短観で企業の1・3・5年先のCPIの予想を集めているが、残念ながら2014年以降のデータしかない。そこでこうしたインフレ期待の2014年以前の姿を、1年先のインフレ期待には古くから集められてきた販売価格判断DIを用い、3年先や5年先といった中長期インフレ期待の推計には企業行動アンケートのインフレ予想の情報も更に補助的に用いて推計した中島(2023)⁶の計測結果を見ると、1年先インフレ期待は1990年以降で最も高く、3・5年先インフレ期待も1991年以降で最も高いとの結果が得られる(図表5)。1995年以前は、日本経済が実質的にもゼロ金利に陥っていなかった時期である。

その結果、企業からみた実質金利も2022年以降は1990年代以降ではみられなかった大幅なマイナスになっており、現在もマイナス幅を拡大させている(図表6)。この30年間にはみられなかったような金融の超緩和になっている訳だ。景気が回復を続けている下でこれほどのマイナスの実質金利が必要かは疑問である。ここから長期金利を若干上方修正しても、長期の実質金利は歴史的にまだ低い水準を維持するので、2021年以前の金融緩和よりも緩和的な状況であることに違いは無いだろう。

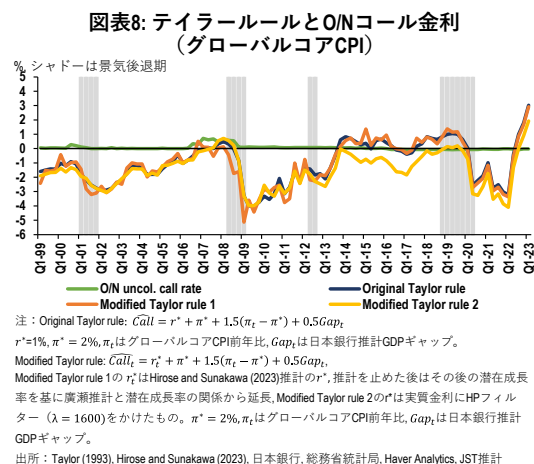
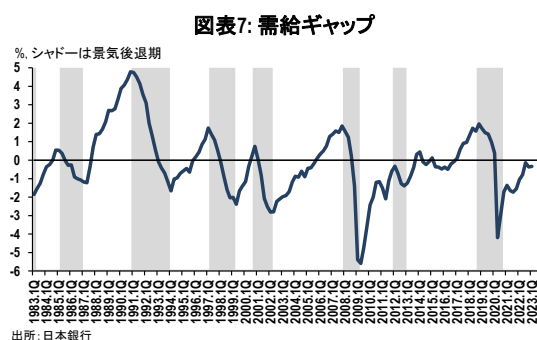


第3に、日本経済のマクロの需給ギャップはマイナスがほぼ埋まっており、今後はプラスに転化していくと見込まれる(図表7)。なお、日本は潜在成長率が低いため、自然利子率が他国より低い⁷のだが、計測方法次第で自然利子率が足許でプラスを維持しているのか、マイナスになっているか、意見が分かれている。ここでは両方の計測例を用いて Taylor rule を計算したところ、どちらもインフレ率が目標を超えて高い現状と需給

⁶ 中島上智(2023)「短観DIを用いた企業のインフレ予想の推計」Discussion Paper Series No.744、一橋大学を参照。

⁷ ここでは Taylor rule を計算する際の自然利子率には試算によって結果に振れがあることを考慮して、自然利子率として、日本経済がデフレ均衡にあることを前提として推計した Hirose, Y., and T. Sunkara (2018) "The Natural Rate of Interest in a Nonlinear DSGE Model", *International Journal of Central Banking*, 19(1), 301-340 に加え、実質金利に HP フィルターをかけたものを併用した。HP フィルターでは最近自然利子率がマイナスになっており、これは IMF WEO (2023 年 4 月)等の 2021 年までの推計とも似た結果になっている。

ギャップを併せてみれば、金融緩和の程度 (Taylor rule と実際の O/N コールレートの差) は、歴史的な強さになっている (図表 8)。



すなわち、日本銀行が賃金上昇の持続性に確信を持てずにいるとしても、日本のインフレプロセスが、海外発のショックが発端とは言え、企業の価格・賃金設定スタンスまで変えていることからみて、日本銀行はもはや YCC の修正を先延ばしする必要はないと考えられる。むしろ、何も動かない場合に大幅な **behind-the-curve** のリスクに注意したい。その場合、弊害は資産価格の大幅な上昇としてまずは現れる可能性が高いが、インフレも予想以上に高まるリスクも念頭においておきたい。7月の金融政策決定会合では、YCC 修正に対する市場の期待が十分には高まりきっていない一方、刷新されたインフレ見通しを含む展望レポートも公表される。論理的には、日本銀行はこのタイミングで YCC 修正を行うべきであろう。

ここまで YCC の修正を実施すべきと述べてきたが、いずれにしても、YCC 修正とはごく小幅の引き締めを意味しているにも拘わらず、日本銀行では小幅の緩和修正とみなし、本格的な政策正常化についての第一歩とまでは位置付けないだろう。それでも、日本銀行としては、YCC 修正を通じて YCC の持続性を強めるとともに、将来 YCC の撤廃に踏み切る場合との連続性にも留意して設計する必要があるだろう。

3. イールドカーブ・コントロール修正の方法と影響

ここでは YCC の修正が具体的にどのような操作を行うことになりそうなのかを論じる。YCC の修正とは、緩和修正の段階としては、量的緩和政策 (以下、QE) になぞらえれば国債購入額の減額とミラーイメージである。QE の場合は、その限りにおいて長期金利がどう動くとしても許容する。これに対して YCC は長短金利のコントロールなので、長期金利をターゲットよりも幾分上振れさせるというのが QE の国債購入額減額に近い。ただし、日本銀行は、YCC が 50bp 以上変動すると経済に影響するという

発想で運営している⁸。実は、2022 年 12 月の長期金利ターゲットの変動幅を $\pm 25\text{bp}$ から $\pm 50\text{bp}$ に拡大した際、本来は $\pm 25\text{bp}$ 以上の変動は利上げと言っていたことと齟齬を来してしまった。もともと金利変動の解釈をそこまで精緻化しなくていいとは思うのだが、日本銀行の実行したことを取って彼らの枠組みの中で正当化するとすれば、金利に上昇圧力しかなくて 0%より低下が見込まれない中では、50bp 以内の変動を、+50bp の変動幅まで認めても同じと解釈するしかないだろう。いずれにしても、これ以上の長期金利上昇を認めることは、形式上どう取り繕っても、金融引き締めを意味する。

今回の YCC 修正にあたっては、市場機能の回復と共に、以下の 3 点も考慮に入れる必要があると考えられる。

- ① 特にインフレ期待が上昇している中では実質金利が大きく低下しており、放置しておけば金融緩和効果はむしろ増してしまうので、「実質的には」引き締めにならない範囲で実施できること。
- ② 経済への影響は満期の長い金利、特に 7 年以上の金利が変動する影響が小さいので、短期政策金利よりも長期金利を若干上昇させることを優先すれば、実質的な引き締め効果は小さくなること。
- ③ 円安が更に進めば、企業が円安時代におけるビジネスモデルを確立できていない中で、企業・家計の収益・所得を圧迫する形でのインフレを助長させるリスクがある。YCC 修正はこうしたリスクを未然に防ぐことにも配慮できること。

具体的には、以下のように 3 通りの YCC 修正を考えることができる。なお、これ以外には ETF の購入も見直しの対象だが、現在の枠組みの下でも実質的に購入をほぼ止めていて金融緩和の持続性に大きな影響を及ぼさないことから、日本銀行は YCC 修正の段階では、ETF 購入スキームに変更を加えない可能性が高いのではないかと。

A) 10 年金利のターゲットを 0%で変更せず、変動幅を $\pm 100\text{bp}$ に拡大

日本銀行は昨年 12 月に 10 年金利ターゲットの変動幅を $\pm 25\text{bp}$ から $\pm 50\text{bp}$ に拡大した。YCC を更に修正するなら、この変動幅を更に $\pm 50\text{bp}$ 拡大して $\pm 100\text{bp}$ とすることが自然である。

この場合、10 年金利は、他の条件を所与とすればターゲットよりも平均的に 0.8% 程度上昇すると想定されるのではないかと（図表 9）。日本の 10 年金利の均衡水準は、インフレ率がこれまでとは異なり、2%目標を平均的に達成できなくても 1%程度は維持できるだろうから、均衡水準はもう少し高くなるかもしれないが、一方で、日本銀行のコントロールが及びにくいスワップ市場に於いても長期金利が抑制されていることや、YCC 修正を行う場合にはその先の YCC 撤廃等を想定させないような施策（後述）を併用すると考えられ、しかもヘッジ外債の利回りが大幅マイナスとなっている

⁸ 詳細は、日本銀行 (2021)「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【背景説明】」を参照。

環境の下、対ヘッジ外債の妙味がヒストリカルにみてもかなり高まっていること等を考えれば、この程度にとどまると考えることが自然であろう。したがって、この程度の変動幅拡大で10年国債の流動性も回復させられるだろう。また、10年金利が+100bpに貼り付くことが平均的にはないとすれば、その先にあるYCC撤廃では、単純にターゲットを廃止すれば済む点もメリットである。これに対し、変動幅を±75bpにすると、市場から再びYCCを破るべくアタックを受けても不思議ではないので、これは採り難いだろう。

図表9: YCC修正後に想定される長期金利

修正の形態 \ 残存年限	2年	5年	10年	30年
ターゲット：10年0%、変動幅±100bp	0.0% (-0.1%～0.1%)	0.3% (0.1%～0.4%)	0.8% (0.6%～1.0%)	1.5% (1.3%～1.7%)
ターゲット：5年0%、変動幅±50bp	0.1% (0.0%～0.2%)	0.4% (0.2%～0.5%)	0.8% (0.6%～1.0%)	1.6% (1.4%～1.8%)
ターゲット：2年0%、変動幅なし	0.0% (-0.1%～0.1%)	0.4% (0.2%～0.5%)	0.9% (0.7%～1.1%)	1.6% (1.4%～1.8%)

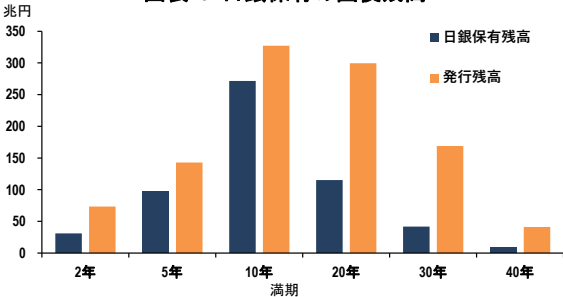
出所: 証券会社の各種レポートやヒアリングを基にJST試算

しかし変動幅を±100bpにしても10年金利が100bpに貼り付くことが考えられないのであれば、これは実質的にはYCCがない状況と同じことになる。日本銀行がフォワードガイダンスの提示によって撤廃はまだ先と情報発信していながら、敢えてYCC撤廃の前にもう1ステップ踏み理由を論理的に説明できない。植田総裁は、本来はこうした論理的ではない手法を嫌うと思われる。

B) 長期金利ターゲットを10年から5年に短期化し、ターゲット0%、変動幅±50bp

ターゲットを5年0%、変動幅±50bpにすれば、10年金利はやはり現在の10年金利ターゲットから平均的に0.8%程度上昇し、10年国債の流動性も回復させられると想定される（前掲図表9）。その先のYCC撤廃との連続性については、次は更に短期化するとの意図でYCCを止める、という流れで理解することができよう。

図表10: 日銀保有の国債残高



出所: 日本銀行

5年金利も、短期政策金利の先行き予想とリンクさせるには長過ぎる長期金利であることに違いは無い。しかし、日本銀行は5年物国債のオペも大量に行っているほか、満期5年の国債も市場流動性との対比で見れば、やはり大量に保有しているので、5年金利のコントロールをそれほど苦にしないと考えられる（図表10）。

ただし、ターゲットの短期化を行い、それ以上の市場の期待を抑制するような施策を加えても、市場が直ぐにその次（更なる短期化=YCC撤廃）を催促して来る可能性

は否めず、これを食い止めることが移行後暫くの間の鍵であろうから、変動幅は昨年12月の修正によって10年金利について拡大された $\pm 50\text{bp}$ を5年金利についても適用する可能性が高いだろう。

また、米国のFOMC議事要旨（2020年6月）でも言及されていたが、本来は適切なターゲット水準を見出すために日本銀行が以前公表した均衡イールドカーブ（景気を加速も減速もさせない中立的なイールドカーブ）と5年先インフレ期待から必要と思われるターゲット金利を割り出すことが必要である。しかし、今回はこれまでのYCCの手直しという立場であり、金利水準を大きく変える訳にはいかないという立場上、こうしたプロセスを省略することも可能であろう。

C) 長期金利ターゲットを2年に短期化し、ターゲット0%、変動幅設定せず

ターゲットを2年金利0%、変動幅なしにして、金利政策の先行き予想と整合的な水準にすることで、日本銀行のフォワードガイダンスを補強するという方法もある（この観点の指摘も、FOMC議事要旨2020年6月を参照）。例えば、「日本銀行はインフレ目標を安定的・持続的に達成する目処がつくまで現在のマイナス金利を維持し、その後0%に戻す」とのフォワードガイダンスとセットにすれば成立するし、中長期国債の購入額も抑制できる。これは、経済動向ではなく時間で区切られたフォワードガイダンスを強力にするという性質を持っている。この場合、2年金利より先の金利を抑制しようとしないので、10年金利は前2者より若干上がり、現在の10年金利ターゲットから平均的に0.9%程度上昇すると想定される（前掲図表9）。

同じ趣旨で、ターゲットを3年金利にすることも考えられる、しかし、満期3年の国債市場の流動性が極端に薄いので、オペレーション上は現実的ではないだろう。

ターゲットを2年にする選択肢が抱える問題は、YCCの出口が近付き、2年以内に短期政策金利が0%を超えるような情勢になると、市場の金利政策の先行き予想と整合性を欠く2～3年のターゲット（0%）を維持することが困難になることである。実際、豪準銀（以下、RBA）が2020年にターゲットを3年とするYCC（RBAはYield Targetと呼称）を導入したが、市場の金利予想と齟齬を来たとターゲットの維持ができなくなり、2021年11月に突如として廃止したことの二の舞になるリスクを否定できない⁹。以前にFOMC議事要旨（2020年6月）でも、RBAタイプのYCCについて、YCCの出口が近付いた時に中央銀行のB/Sをどこまで拡大させることになるのかへの懸念が表明されていた。したがって、現在のようにYCC撤廃の出口が近付いている中での2年金利ターゲットの導入は、いずれ運営が困難になるリスクが高い。その意味で、5年金利ターゲットの方がオペレーション上は現実的であろう。

⁹ 詳細は、Reserve Bank of Australia (2022) “Review of the Yield Target”を参照。

4. 金融政策思想の最近の国際的な変化

ここで、先進諸国の中央銀行が高インフレを食い止められなかった経験を踏まえ、最近金融政策の考え方に国際的な変化があることを指摘しておきたい。Gopinath (2023)¹⁰や、やや極端ではあるが Rajan (2023)¹¹の指摘に代表されるように、金融政策は世界的な高インフレの教訓を踏まえて、よりシンプルに、手法を伝統的手段に近付けるべき、との考え方が新たな潮流になってきている。

例えば Gopinath (2023)は、①金融政策は、供給ショックを一過性として無視することに慎重であるべきであり、供給ショックが広範囲に生じ、しかも経済の主要なセクターに影響が及ぶのであれば反応しなければならないかもしれない、②フィリップス曲線がフラットであると想定して金利を有効下限制約付近で長く維持する政策も、もっと洗練させる必要があるかもしれない、③失業率が自然失業率を下回っている一方でインフレ率が目標を若干下回っている程度の時には、財政支出他のショックが加わった場合には予防的な引き締めを考える必要があるかもしれない、と述べていて含蓄に富んでいる。

Rajan (2023)は、中央銀行は物価の安定と金融システムの安定の2つの目的をシンプルに追求すべきという観点から、低インフレからの脱却のために非伝統的政策まで加えた過度な金融緩和を行うべきではないし、この2つの目標以外に配慮を広げるべきではないとしている。政策金利の引き下げを超えて非伝統的な金融政策まで動員したことが金融緩和からの脱却を遅らせたほか、これが資産価格の大幅な上昇や債務レバレッジの急上昇をもたらすことで、金融システムの安定を脅かすリスクも考えるべきとしている。日本のように潜在成長率及び自然利子率が低いために経済に大きなショックが来る度に金利が有効下限制約に直面し易い地域で、非伝統的な金融政策を全て放棄することは現実的ではないだろうが、主張の骨子は理解できる。

したがって、政策手段についても、どちらも、QEはインフレ率が目標から大きく下方に乖離している場合でなければ使うべきではないし、これまでのような制約の強いフォワードガイダンスの使用も控えるべき、との考え方を披瀝している。確かに、Fedが2021年11月には政策姿勢を転換したにも拘わらず、実際に利上げに踏み切るのが翌年3月まで遅れた背景の一つとして、この制約の強いフォワードガイダンスの存在があったことも事実である。

日本銀行は現在の金融経済環境を、賃金上昇を背景とした持続的・安定的な2%の物価安定目標達成の大きなチャンスと認識していることは、理解できる。供給ショックの影響は（時間軸を伸ばした上で）引き続き一過性とみなし、物価・賃金の持続的・安定的な上昇の実現に確信を持てるまで金利を有効下限制約付近に長くどめる姿勢を崩していない。しかし、現在の日本も、供給ショックの性質は世界と共通であるほか、経

¹⁰ G. Gopinath (2023) “Three Uncomfortable Truths For Monetary Policy,” remarks prepared for the ECB Forum on Central Banking 2023.

¹¹ R. Rajan (2023) “Less Is More,” New Directions for Monetary Policy, Finance and Development, IMF.

済にほぼスラックがない中でインフレ率が目標を上回っていること、更には **behind-the-curve** を許容する姿勢が資産価格の上昇に繋がりはじめていること、を意識しておく必要がある。

5. YCC 修正との併用が考えられる施策とその後の YCC 撤廃

さて、YCC を上記 A)～C)のいずれかに修正する際には、長期金利が想定外に大幅に上昇してしまわないように、それを抑制する手段の併用が必要であろう。そこで、上述の世界的な金融政策思想の変化も睨みつつ考えてみよう。YCC 修正と併用する手段としては、国債購入額の増額か、フォワードガイダンスの強化がある。しかし、そもそも YCC の導入の狙いの一つは日本銀行の国債購入額を減らすことにあったにも拘わらず、その大幅な増額を行うと当初の狙いに反してしまうだろう。その意味でフォワードガイダンスの強化の方が望ましいと考えられる。ただし、フォワードガイダンスにしても、現在の **behind-the-curve** 的色彩の濃い金融政策が高過ぎるインフレや資産価格を生じさせないように、言い換えれば将来の政策の機動性を奪わないように、YCC 撤廃までの中継ぎ的な役割を担わせる以上の機能を持たせるべきではないだろう。また、市場に安心感を与えるために指し値オペも残すだろうが、国債購入額を減らす観点からは、毎営業日ではなく単に機動的に用いることとするのではないか。

また、YCC の撤廃に関し、日本銀行は早過ぎるリスクの方が遅過ぎるリスクよりもずっと大きいとの考え方を採用している。しかし、ここでも日本の物価を取り巻く経済環境や、世界的な高インフレの出現と金融政策思想の潮流の変化を踏まえ、遅過ぎるリスクにも相応の注意を払うべきであろう。YCC の撤廃も早めに踏み切り、短期政策金利操作に戻って良いのではないか。

6. おわりにかえて

今回は日本銀行の金融政策の展開について、YCC の修正を軸に論じてきた。しかし、日本銀行にとってはこの後の YCC 撤廃、マイナス金利解除、金融政策の正常化に向けた利上げというプロセスの方がより重要である。

金融政策が今後数年間でどこまで正常化に向かえるのかは、世界・日本経済の景気サイクルにどのようなショックが加わるかにも依存するので、現時点では触れないことにする。しかし、日本銀行は、他の主要先進国中央銀行が軒並み陥った **behind-the-curve** のリスクも気に留めながら政策運営を行っていくことを期待したい。

その結果、日本銀行が、YCC の修正にとどまらず、YCC を本当に脱却して金融政策の正常化に向かう際には、金利の上昇幅が大きければ肥大化した政府債務の利払い負担の急増となるだけに、政府との関係において、日本銀行の中央銀行としての独立性が試されることとなろう。

著者紹介

鵜飼博史

1983 年から約 30 年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009 年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014 年から 2016 年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016 年から 2022 年 8 月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022 年 9 月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022 年 11 月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018 年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。