

Kanno Report

ソニーフィナンシャルグループ
シニアフェロー、チーフエコノミスト
菅野 雅明日銀イーールドカーブ・コントロール政策の出口は
— 豪州中銀の経験と反省から学ぶものは —KEY
POINT

- 豪中銀は、昨年 11 月に終了した豪州版 YCC のレビューレポートをこのほど公表
- 同レポートでは、遅すぎた出口が市場の混乱を招来し、同中銀の信認にダメージを与えた、と反省
- 市場では、日銀も豪中銀に倣うとの見方もあるが、日銀は引き続き無制限国債買入を持続可能
- 日本ではインフレ目標が達成されない下で、金融緩和と政府による所得補填というポリシーミックスを採用
- このポリシーミックスは持続困難な円安を招来、中長期的な資源配分を歪め日本の成長力を低下させる危険
- 日銀は 2%インフレ目標の妥当性を含む「過去 10 年間の検証」を行ったうえで YCC の出口を議論する必要
- 円安に対する国民の不満が高まれば、政府が日銀に圧力をかける可能性も
- 当社では、2023 年後半に、長期金利目標の年限短縮化あるいは変動幅拡大が実施されると予想

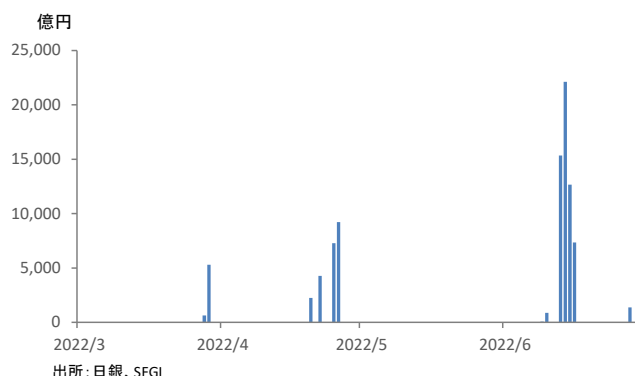
日銀は 6 月金融政策決定会合で、イーールドカーブ・コントロール(YCC)を含めた金融緩和政策の継続を決定した。しかし、同会合直前には、YCC の変更を予想した投機的なポジション形成が見られたほか、日銀が現状の YCC 継続を強く示唆しているにも拘わらず、近い将来の政策変更を予想する向きが海外投資家中心に依然として多い。こうした根強い思惑の背景の一つが海外主要中銀では唯一長期金利目標政策を採用した豪州準備銀行(豪中銀<RBA>)が昨年 11 月に同政策を停止したことだ。当レポートでは、豪中銀の経験を参考にしつつ、今後の日銀 YCC の動向につき検討する。

1. 市場に根強い YCC 修正の思惑

日銀が YCC(イーールドカーブ・コントロール政策、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策の中心的な役割)を導入したのは 2016 年 9 月だが、それ以前から日本の長期金利は他の主要国に比べ低位(国債価格は高水準)で推移しており、海外投資家の中には日本の財政事情悪化を眺め長期金利急騰(国債価格急落)を予想する投資家が少なくなかった。こうした先では日本国債(JGB)のショートポジションを造成した。「グリーライト・キャピタルのデービット・アイホーン氏は 2009 年当時、日本の政府債務が負担となり国債のデフォルトにつながると主張。ヘイマン・キャピタル・マネジメントのカイル・バス氏はその数か月後に日本の国債市場の崩壊を予想」(ブルームバーグ、2022 年 6 月 28 日)などがその一例だが、結局こうした投機は成功しなかった。その後も日本の長期金利は低水準を続けた結果「日銀には逆えない」という雰囲気市場では支配的だった。YCC は本来そうした見方を強化する役割を果たすと期待されていた。

ところが、本年入り後は海外投資家中心に日本の長期金利の先高観(国債価格の先安観)が強まり、10 年国債金利は日銀が YCC の上限とする水準に肉薄した。一方、日銀はまず 2021 年 3 月に長期金利の変動幅を±0.25%程度と拡大するとともに「連続指値オペ」の導入を決定した。さらに 2022 年 4 月には、「連続指値オペを原則毎営業日実施する」ことを発表するとともに、残存期間 7 年および超長期国債の買い入れ増額を実施し、長期金利の低位安定を維持する姿勢を強化した。市場は、こうした日銀の姿勢を一旦は評価し、その後 10 年国債金利は 0.25%を幾分下回る水準で推移したが、6 月金融政策決定会合直前には、前記のとおり日銀の指値オペに対する応札額が急増した(図表 1)。6 月日銀会合の直後はさすがに指値オペへの応札は見られなくなったが、6 月 28 日には少額ながら応札があり、日銀の YCC 枠組み変更の思惑は根強いことを示唆する結果となっている。

(図表 1) 日銀指値オペへの応札額



その背景としては、米国だけでなくユーロ圏など日本を除く先進国のインフレ率が急上昇する中、急速な利上げが進み、長期金利も上昇傾向を強めたことから、日本も例外で

はない、との見方が海外勢中心に広まったことが指摘できる。加えて、RBA では 1 年 8 か月続けた豪州版 YCC(3 年国債金利目標を設定することにより長期金利水準にも影響を与えようとした政策)を昨年 11 月に停止したことから、日銀も YCC を早晚停止せざるを得なくなるだろう、との思惑が根強く存在することも見逃せない点だ。

2. 豪中銀 YCC 総括レビューの概要

RBA は、6 月 29 日に「豪州版 YCC の総括レビュー」ペーパー(Review of the Yield Target)を公表した。日銀の YCC の今後を予測するうえでも有用なことから、同ペーパーで示された RBA 自身による「豪州版 YCC(以下、イールド・ターゲット政策)」の評価を以下に簡単に紹介する。

- ① イールド・ターゲット政策は、短期政策金利がゼロ%という事実上の下限に張り付き、かつインフレ率が目標を数年間におよび下回るというこれまでになかった状況で取られた異常な(extraordinary)政策手段だった。
- ② イールド・ターゲット政策は、企業および家計の借り入れコストを低下させ、信用面を補完することが出来た。その結果、企業・家計の借り入れ等は過去 10 年間で最大の伸びを示した。とくに 3 年固定金利の住宅ローンが大幅に伸びたことで住宅価格が上昇し、この効果で最終的に雇用が伸び、インフレ率も下支えされた。
- ③ しかし、2021 年後半になると、イールド・ターゲット政策の有効性は低下した。市場が経済指標の好転を眺め、将来の金利上昇期待を強め、政策金利と市場金利の乖離が拡大したためである。
- ④ イールド・ターゲット政策の出口では市場の混乱がみられ、市場機能を損なっただけでなく、RBA の評判(reputation)にもダメージを与える結果となった。これらの点を勘案すると、(後知恵になるが)イールド・ターゲット政策はもっと早期に、例えば市場金利と RBA の目標金利がほぼ同水準であった 2021 年の早めの時期に終了させても良かった。
- ⑤ RBA がイールド・ターゲット政策を長く維持しすぎたのは、新型コロナウイルス感染拡大の状況が不透明だったとはいえ、経済の下方リスクを重視しすぎたためだった。
- ⑥ 出口の困難さを踏まえると、イールド・ターゲット政策は、今後仮に再び導入する際には、短期間の政策とすべき。
- ⑦ イールド・ターゲット政策の出口の難しさを考えると、

将来は、イールド・ターゲット政策よりも出口での柔軟性があり、かつ経験も豊富な資産買い入れ政策で対処するようになるだろう。

- ⑧ RBA は、2022 年後半に、資産買い入れ政策についての総括レビューを発表する予定だ。

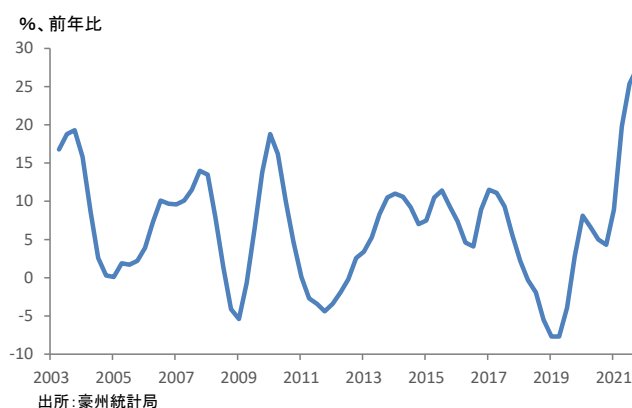
3. 日銀 YCC 政策へのインプリケーション

RBA のイールド・ターゲット政策の総括レポートは、前例のない同政策を遂行してきた当事者としての率直な評価を示すものであり、RBA の信認を高めるだけでなく、後世の研究者にとっても有用な歴史的価値のあるレポートとなっている。RBA は、同レポートの中で「イールド・ターゲット政策のコストとベネフィットは他の政策とのパッケージで考え、長期的な結果から判断する必要がある」としているが、同政策を停止した半年後にレポートとして公表したことには感動すら覚える。ちなみに、米国では、政策金利が事実上ゼロ%の下限に張り付いた際、RBA 方式のイールド・ターゲット政策採用の是非を検討したが、結局は見送られた。現在、イールド・ターゲット政策を実行しているのは日銀だけだ。

日銀は、2016 年 9 月に「総括的検証」を行ったあと、そこで採用され現在まで継続している YCC 政策について 2021 年 3 月に「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検(以下、点検)」を発表した。そこでは、前記のように、長期金利の変動幅を±0.25%に拡大する一方、上限金利を堅持するための「連続指値オペ制度」の導入を決めた。市場機能という観点からは、前者が「アメ」であり、後者が「ムチ」の性格を有していた。

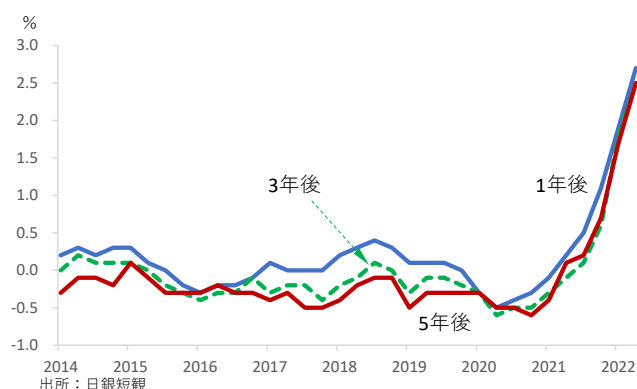
言うまでもなく、RBA の経験がすべて日銀にとっての教訓となるわけではない。豪州では本年 1-3 月期のインフレ率が 5.1%に上昇したほか、住宅価格(昨年 10-12 月期)はなんと 27.5%の上昇を記録している(図表 2)。RBA の低金利政策が効きすぎて住宅バブル状態となっているので、イールド・ターゲット政策を停止せざるを得なくなった面もある。

(図表 2) 豪州の住宅価格



一方、日本では、インフレ率が 2%を漸く超えてきたとはいえ、コストプッシュ型インフレで、しかも GDP デフレーターがマイナスの状態(2022 年 1-3 月期)、すなわち輸入価格が最終段階まで十分に転嫁されていない状況が続いている。日銀短観(2022 年 6 月)の「企業の物価見通し」のなかの「販売価格の見通し」は今回上方修正されたとはいえ、1 年後が 2.7%の一方、3 年後・5 年後はともに 2.5%に止まっている(大企業製造業、図表 3)。これは「現在の水準と比較した変化率」なので、この数字を文字通り解釈すると、企業は自社製品につき、今後 1 年間は 2.7%の値上げを予想するが、3~5 年後については、販売価格水準はほぼ横ばい(厳密に言えば、若干下落)となることを予想している、と読める。日銀の 2%物価目標が達成されるためには、5 年後の販売価格水準が現在に比べ少なくとも 10%に上昇する必要がある。ハードルは高い。また、日本には豪州のような住宅バブルは存在しない。このため、日銀の論理からすると、日銀が急いで YCC をやめる必要はない、ということになる。

(図表 3) 日本:大企業製造業の販売価格の見通し(現在の水準との比較)



(出口戦略の位置づけ)

しかし、日銀の「総括的検証」(2016 年)と「点検」(2021 年)で欠けていたのは、YCC の出口戦略に関する日銀からのメッセージだ。日銀は、金融政策決定会合後の声明文の中では「2%の物価安定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、長短金利操作付き量的・質的緩和を継続する」というフォワードガイダンスを繰り返す一方「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」と政策のバイアスは引き続き緩和方向にあることを示している。

日銀の足下の政策論理は一言でいえば「力の論理」だ。確かに、インフレ目標が達成されていない状況下では、日銀は国債を市場から無制限に買い入れることが可能だ。YCC だけで不十分なら、10 年以下(残存期間 7 年)の国債や超長期国債の買い入れ増額も含め、イールドカーブを「点」ではなく「カーブ」全体をコントロールしようとしているように窺える。これはこれで、ある意味整合的な政策ともいえる。

日銀からみると「何故、(指値オペに)入札する大半とみられる海外投資家は日銀の意図が理解できないのか」というのが率直な気持ちかもしれない。

筆者も、海外投資家の真意がどこにあるのかは不明だ。メディア報道からは「円安が行過ぎると政治からの圧力がかかるのでは」とか「RBA も停止したから日銀も」というようなコメントが窺えるが、いずれも日銀が目先 YCC を変更せざるを得なくなるような理由に該当するとは思えない。ただし、なかには「中央銀行といえども、長期間市場の力に対抗できるものではない」「1992 年のポンド危機(ERM 離脱)のように日銀もいずれ金利版の固定相場制度である YCC を放棄せざるを得なくなるのでは」という声も聞かれる。また、英国のヘッジファンドである「ブルーベイ・アセット・マネジメント」は、その日本語版公式サイトで「(円が下落を続けているので)インフレに繋がり、日銀は政策転換をしなければならないだろう」「日本金利のショートは魅力的なポジションだ」と述べ、実際に「かなりの額の日本国債をショートしている」(マーク・ダウディング CIO、ブルームバーグ、6 月 14 日)との報道もある。

(YCC と固定為替レート制度との違い)

日銀の YCC は、日銀が自由に長期金利の目標水準と変動幅を決めることができるので、厳密な意味での金利固定制度ではない。現在の日銀の YCC は「10 年国債金利目標をゼロ%程度と設定し、その上下 0.25%の変動を容認する」というもので、変動幅は日銀が随時変更可能なので、「ワイドーバンド制」と呼ぶことができるほか、目標水準自体も変更可能なので「アジャスタブル・ベッグ制」あるいは「クローリング・ベッグ制」の性格も有しているといえよう。

しかし、為替相場で実験済みの上記の「ワイドーバンド制」「アジャスタブル・ベッグ制」「クローリング・ベッグ制」も、各制度の上下限に市場レートが張り付いた場合には、固定相場制度と同じ問題が生じる。すなわち、投機が一方向の状態(one-way bet)となり、中央銀行は為替レート of 上下限を維持するのが困難になる。中央銀行が投機に敗れ、為替レート of 中心相場あるいは変動幅を変更すれば、一時的には投機は収まるかもしれないが、その後再び one-way bet の状況が生まれる可能性がある。こうした「微修正」を繰り返すことが「激変緩和」になるというメリットを指摘する向きもあるが、結局は市場の投機の対象となり、そのコストは国民全体が負うことになるので、主要国・地域では変動相場制を採用するに至った経緯がある。

一方、金利面については、RBA が経験したように、出口の困難さは固定為替相場と同様だ。大量の投機を呼び起こす可能性がある。ただ、金利と為替での異なる面もある。固定為替相場制度の下で、とくに自国通貨の下落を阻止しよ

うとする局面では、中央銀行がどこまで相場を維持できるかは外貨準備の額に依存する。外貨準備の額に制限がある以上、為替介入にも限界がある。一方、金利固定相場の場合には、国債の購入・売却額に制限はない。国債を買い入れる原資である円資金は中央銀行がいくらでも供給できるほか、国債売却も政府と一体になれば国債発行額にも制限はない。今回の場合、日銀が YCC を維持しようとする、国債を無制限に買い入れる必要があるが、これは、為替の場合では円高防衛策としてドルを無制限に買い入れる場合と同様、限界は存在しない。また、ドル買い介入の場合には、米国の事実上の了承も必要になるが、国債の場合には、一国が単独で決定できる。したがって、1992 年のポンド危機のように自国通貨売りに対する中央銀行の対応とは異なる点に注意が必要だ。

また、為替の場合、日銀が外貨を大量に買い入れた後で固定相場を円高方向に変更した場合、保有外貨に含み損が発生し、これは日銀の会計処理上、期間損益として計上する必要がある。保有外貨に含み損が発生すると、その分当該期間の日銀収益はマイナスとなり、政府に対する納付金も減額される。この分は、赤字国債の発行あるいは税金の増額で賄われる必要があるため、結局は（現在または将来の）国民負担となる。これに対し、日銀が大量の国債を買い入れた後、YCC を変更して目標金利水準を引き上げる場合、保有国債に含み損は発生するが、この含み損は計上する必要はないので、日銀の収益には影響がない。日銀が保有国債を満期まで保有すれば、国債は償還されるのでキャッシュフロー上も問題は生じない。

（金利を固定すると為替レートは大幅変動）

以上から明らかなように、現状では日銀が無制限に国債を買い入れることができるので、日銀が投機筋に敗れる必然性は存在しない。ただし、そのための条件は「日本がインフレにならない」という点だ。上記ブルーベイベー・アセット・マネジメントのコメントでは「日本が円安の結果インフレになるので、政策変更が必要となる」としている。海外では、為替レート動向に関係なく、エネルギー・食品価格上昇が賃金上昇をもたらすホームメイドインフレが発生しているが、日本ではドルベースの輸入物価上昇に加え、大幅な円安が起きても CPI 前年比は漸く 2.0% を多少上回ったに過ぎない。先に述べたように、日本企業も 2.0% を上回る持続的な販売価格上昇を予想していない。鍵は賃金で、賃金の伸びが限定的な状況下では、ホームメイドインフレは起きにくい。ホームメイドインフレの程度を示す 1-3 月期 GDP デフレータ前年比は依然マイナスのままだ。

日本のインフレに関する議論は別稿で改めて行う必要があるが、日本で足下で起きているのは「相対価格の変更」と「物価水準調整（物価水準の一時的な上昇）」であり、「物価

の持続的な上昇」は確認できていない。このことを海外投資家は理解できないでいる。この点、日本は異質な国となっている。

もっとも、日銀が金利を固定している結果、為替レートは大幅に変動している。日銀は金利と為替を同時にコントロールすることは出来ない。これは 1980 年代にもみられた現象だ。当時は、日銀が円高を回避（あるいは抑制）すべく、金融政策を為替（対外均衡）に割り当てた結果、資産バブルを招いた。その反省もあって、新日銀法の下では、日銀は金融政策を国内物価の安定（対内均衡）に割り当てている。したがって、現在起きている大幅円安は現在の日本のポリシーミックスの観点からは、国内の物価安定を目指す日銀の金融政策には影響がないこととなる。一方政府は、円安と海外資源価格高による生活必需品の価格上昇に対しては、各種補助金の支出、すなわち財政政策で対応する方針のようだ。日銀が YCC を続ける間は、財政ファイナンスコストは低水準に抑え込むことが可能なため、財政赤字拡大は可能だ。YCC は政府の財政支出をサポートする「打ち出しの小槌」の役割を果たしている。

ただし、こうしたポリシーミックスを是とするかどうかは別問題だ。最終判断者は国民だ。上記のようなポリシーミックスを国民が受け入れない場合には岸田内閣の支持率低下となって表れるであろう。国民の円安に対する不満が岸田政権の支持率が低下する場合には日銀に対して何等かの政治的圧力が加わる可能性もある。どこまで円安が進むかは基本的に海外とくに米国の金融政策次第だ。足下、FF 金利先物市場は 3.4% 程度の FF 金利上昇を見込んでいるが、これがさらに引き上げられるようであれば、さらなる円安の可能性が増す。一方、将来、FRB が利下げに転じるような局面では、一転して大幅な円高となろう。

こうした為替レートの大幅な変動は長期的な資源配分の観点から見ると大きな問題だ。まず、円安局面では、対外競争力が弱い企業が温存される（あるいは新規参入が増加する）一方、円高局面になるとこれらの企業は退出を余儀なくされるであろう。為替レートのある程度の変動は止むを得ないが、日銀の金融政策が為替レートの変動幅を拡大させ、その結果経済の変動を不必要に大きくしている可能性がある。また、企業では将来の為替レートの変動が大きいことを前提とすると、設備投資を抑制する可能性もある。日銀は「過度な為替レートの変動は好ましくない」と言いつつも、実際に為替レート変動を大幅にしているのは日銀の政策という側面もある。

（市場との対話の位置づけ）

金融政策を遂行する上では市場との対話は欠かせない。これまで、各国中央銀行は、声明文のなかのフォワードガイ

ダンスや、中央銀行自身の経済予測あるいは(米国の場合)政策金利の見通しを発表するなど、さまざまな工夫をこらして市場との対話を試みてきた。FRBは、時にはFOMC直前のブラックアウト期間中であってもメディアを利用して真意を市場に伝えようと試みたフシが窺えるほか、ECBでも普段は公式発言を繰り返すことが多いラガルド総裁自らがブログ上で金融政策の先行きについて利上げを示唆するといふかなり踏み込んだ発言を行った。こうした異例な形での情報発信は、中央銀行の政策決定が市場にサプライズとなって市場を混乱させない配慮と解釈できる。

日銀も、フォワードガイダンスを用いて市場との対話に留意してきたことは間違いない。日銀は、2%インフレ目標達成の波及経路として期待の役割を重視してきたので、市場の期待に働きかけるといふ意味で市場との対話は日銀にとっても重要な留意点であった。しかし、YCC導入は市場との対話にとってマイナスの面が大きかった。金利目標と変動幅を設定した後の出口では、まさにRBAが経験したように、市場との「駆け引き」が重要になってくる。市場は、日銀がYCCを修正する(目標値の変更あるいは変動幅の拡大など)あるいは撤廃する場合には、サプライズのタイミングで発表する可能性が高いことを既に織り込んでいる。YCC修正を予告あるいは示唆すると、投機が急増するからだ。したがって、日銀がいくら「現状のYCCを維持する」と言っても市場は日銀を信用しない。RBAの反省点でもある出口の難しさは市場価格(長期金利や為替レート)を固定することの本源的な問題点だ。だからこそ、日銀とRBAを除く他の先進国中銀はYCCを採用しなかったとも考えられる。仮に日銀がYCCを(多少の混乱を経て)解除できても、市場との信頼関係には傷が付き、その修復にはかなりの時間を要する可能性が高い。

(日銀のYCC出口をどのように考えるか)

YCCの出口は、本来は2%物価目標達成の目途がついたところで一気に(出来れば市場が織り込む前に)行うことが望ましいが、ここには幾つか問題点がある。

第1は、持続的な2%インフレの目途がつかない点だ。日本で現在起きているのは一時的な物価水準の変更であって、持続的なインフレではない、と理解すると、賃金が上昇しないこととある意味整合的だ。持続的な物価上昇でなければ、政府に一時的な所得補填を求める方が理にかなっているのかもしれない。実際、現在、参議院選挙の真っ最中だが、野党候補の多くが国民に対し、消費税減税や給付金の支給を約束し、今や「バラマキ合戦」の様相を呈している。

第2は、持続的な2%インフレの目途がつかない時点でYCCを修正し、長期金利上昇を容認すると、円安にある程

度歯止めがかかったとしても、結局2%インフレが達成されないことが判明した時点で、時期尚早のYCC修正という批判が出る可能性が高い。黒田総裁は、就任当初、日銀は引き締めに転じるのが過去早すぎた、と批判してきたので、同じ轍を踏むことは躊躇するであろう。

第3は、期待の役割である。足下の円安はドル高の反映という面もあるが、円についても名目金利を固定する中で市場の期待インフレ率が緩やかではあるが上昇し、円の実質金利が低下している面も大きい。その意味では、日銀の金融政策の為替レートを通じる波及経路は、当初の想定通り十分に機能している。しかし、問題は、それだけでは持続的な2%インフレを達成するには不十分、という(日銀にとっては)不都合な事実だ。

なお、「期待」の役割については、日銀は2016年9月の「総括的検証」において、「適合的期待形成」の役割の重要性を指摘した後、2018年の展望レポート(BOX7)では「適合的期待形成」に基づけば、「実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、中長期的な予想物価上昇率を徐々に押し上げていく蓋然性は高いと考えられる」という見解を示した。しかし、今回、輸入物価の上昇を反映する形で価格引き上げの動きが広まっているにも拘わらず、予想物価上昇率の押し上げは限定的だ。企業は、仕入れコスト上昇分を自社製品の販売価格に十分転嫁できていない。先に引用した6月短観の結果とも整合的だ。日本では、期待形成に関し「適合的な部分」と同時に「フォワードルッキングな部分」が混じりあって、期待インフレ率が形成されていると考えるべきだろう。この場合の「フォワードルッキングな期待形成」における日銀の役割は(日銀が当初期待したほどは)大きくない。筆者は、日本国民の安定指向の強さが賃金を含む価格の硬直性に繋がっていると感じているが、もしそうだとすると、人々は「賃金が上がらない以上、物価上昇に持続性はない」と考え、それと整合的なインフレ期待が形成されている、という解釈も成り立つ。いずれにせよ、日銀は、足下の経験を踏まえ、物価目標達成のうえでの「期待の役割」について再検討することが求められている。

以上を前提に考えると、黒田総裁が在任中はYCCの修正を日銀が自発的に行う可能性は低いと考えられる。来年4月までにYCCの変更があるとすると、政治的圧力が高まった場合だが、政府も敢えて「火中の栗」を拾おうとするかどうかは疑問だ。長期金利の上昇は、国民生活に大きな影響を及ぼす。住宅ローンについては、これまでの長期金利低位安定が長期間続いてきたために、低利の変動金利での借り入れが多いようにみえるが、先行きの住宅ローン金利上昇が見込まれるようになると、一斉に変動から固定金利への条件変更が行われ、市場は混乱する可能性が高い。当然、家計の利払い額も増加し、消費抑制要因となる。2%インフレ目標達成はさらに遠のく。

このほか、長期金利上昇は、政府の資金調達コストの上昇につながるので政府は日銀に YCC の修正を敢えて求めないだろう、という見方も存在する。その点の真偽は筆者には不明だが、日銀が YCC を修正しても 10 年金利の上昇は小幅に抑制しようとすると思われるので、政府の資金調達コストへの影響は限定的だろう。一方、仮にドル円レートがさらに大きく上昇し、購買力平価からの乖離が極端に大きくなる場合には、国民の不満が高まり、政府は動かざるを得なくなる可能性が出てくる。この場合、むしろ、動けない日銀に対し、政府は「梯子をかけてやる」ことが求められるだろう。

（必要なのは 2%物価目標の是非に関する議論）

ここで問われるのは、2%物価目標のあり方だ。資源価格がドルベースでここまで上昇し、かつ同時に大幅な円安が生じても持続的な 2%物価上昇が見込めないとすると、2%物価目標が本当に正しいのか、という点に対する再検討が必要になる。YCC の出口に関する議論は重要だが、その前に物価目標を 2%(あるいは 2%超)に定めることの是非を検討する必要がある。10 年近くを経て未だ達成されず、また近い将来達成する見込みが低い目標を維持する必要があるのかどうか、という点については、足下の為替レート的大幅変動を踏まえて日銀が改めて国民に説明する必要がある。

ただ、任期が残り 1 年を切った黒田総裁の下でこうした検証が行われる可能性は低い。あるとすれば、次期総裁の下であろう。当社では、(2%物価目標の検討が含まれるかどうかは別にして)次期総裁の下で「過去 10 年間の検証」が行われる(あるいは政治的な圧力が高まることもありうる)ことを前提に、2023 年後半に YCC の見直しが行われると想定する。本来なら、RBA 同様、YCC の撤廃が望ましいが、実際には激変緩和が優先され、長期金利目標の年限短縮(10 年→5 年)、あるいは変動幅拡大(0.25%→0.5%)の措置が実施される可能性が高いと考える。

(菅野雅明)

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部に於て為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場（2016年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部に於てエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部に於て機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

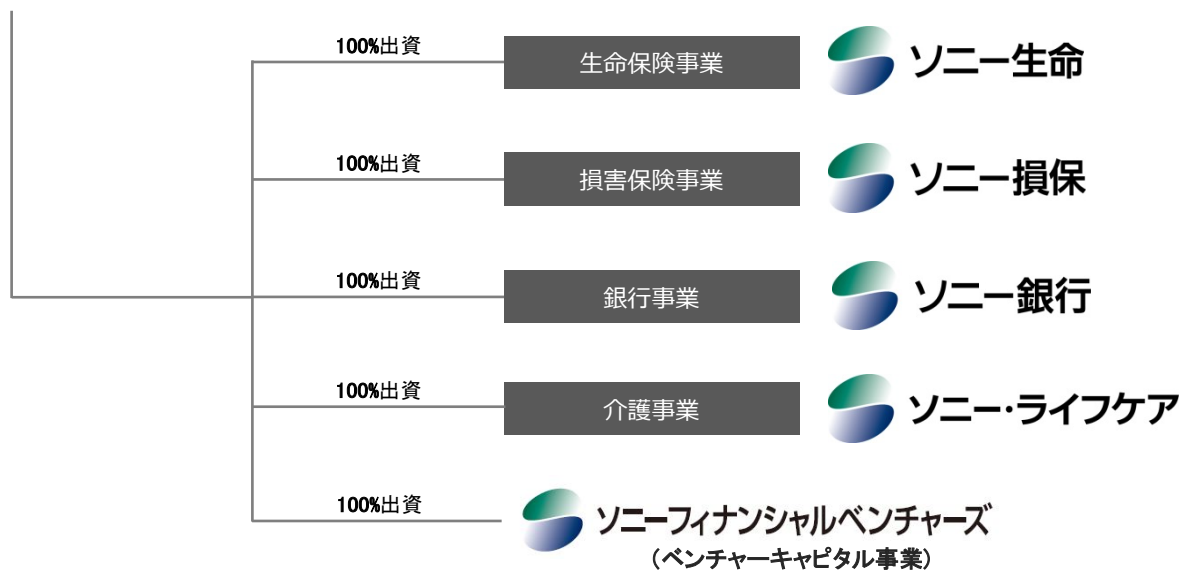
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ（株）



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。

<https://www.sonyfg.co.jp>