

# Kanno Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
シニアフェロー、チーフエコノミスト  
菅野 雅明

## 日銀の YCC 運用柔軟化は金融政策正常化の第一歩 —市場との対話と情報管理が課題—

### KEY POINT

- YCC 運用柔軟化は、今後の物価上昇に伴う実質金利の低下が市場の変動を大きくすることへの備え
- 昨年 12 月同様「金融緩和の持続性を高める」ことを強調することで金融正常化の連想を断つ狙い
- 植田総裁は会見で「物価見通しの上振れリスク」に言及、市場の「早期正常化観測」は残存
- 米国 10 年国債金利が 4.0%程度で推移する限り、日本の 10 年国債金利は 0.6%程度で推移する見込み
- 海外金利の急上昇や日本の金融政策正常化期待が強まると、日本の 10 年金利が 1.0%に接近する可能性も
- 市場の YCC 修正に関する見通しは報道により二転三転、日銀の市場との対話方法に課題
- 直前に報道された「日銀は金利操作修正案を議論」「0.5%超え容認案」記事は日銀発表と概ね整合的
- 公的機関の情報セキュリティの観点からも「日銀の情報管理のあり方」について改めて検証する必要

日銀は、7 月 27・28 日の金融政策決定会合で YCC(イールドカーブコントロール)の運用の柔軟化を決定した。当社では、YCC の変動幅の±1.0%への拡大は「(市場からのプレッシャーが強まる前の)早期実施が望ましい」「早ければ 7 月にも」と予想していたので、大きな違和感はなかった。ただ、当社の予想とは異なり、今回の決定は、単なる変動幅の拡大ではなく、従来の「長期金利の変動幅(±0.5%)」は「長期金利の変動幅の目途」として残しつつ、0.5%から 1.0%の間は「機動的なオペで対応」し、1.0%を上回る水準は「指値オペで厳格に抑制する」というものであった。以下では①今回の措置の有効性、②金融政策の正常化へのインプリケーション、③課題として残る市場との対話と情報管理のあり方、について検討してみたい。

### 1. YCC 運用柔軟化の有効性

日銀は、今回の措置について「金融緩和の持続性を高める」ことを目的として掲げているが、この点は昨年 12 月の YCC 修正(長期金利の変動幅を±0.25%から±0.5%に拡大、以下「前回」)時の説明と同一である。YCC の変動幅拡大あるいは運用柔軟化による長期金利上昇容認を金融引き締めと誤解されないための配慮と考えられる。

#### (1) 政策の波及経路

YCC の修正ないし運用柔軟化が「どうして金融緩和の持続性を高めるのか」という点につき、前回は「市場機能の改善により、社債等の発行が進み、企業金融が円滑になることで金融緩和効果が増大する」という点を黒田総裁(当時)は強調していた。実際、昨年後半には日銀調査で明らかなように「債券市場機能度 DI」は大きく低下していた。今回も「市場機能の改善」は引き続き重要としているが、債券市場の

機能度は幾分改善されたこともあり、より強調されているのが金融市場への影響の観点だ。すなわち「経済・物価が上振れした場合」の「実質金利低下による金融市場のボラティリティへの影響軽減」効果である。将来、経済の好転を背景に期待インフレ率が上昇し、それに伴い長期金利の上昇圧力が高まる場合、指値オペで長期金利を 0.5%に抑え込もうとすると実質金利(名目金利-期待インフレ率)が低下し、それがインフレ期待をさらに強め、長期金利上昇圧力が一段と高まる。また日銀は、指値オペを頻繁に実行することでマネーの増加に拍車がかかり、インフレ率を制御できなくなるリスクも出てくる。日銀が市場の圧力に屈して YCC の上限をさらに引き上げる(あるいは撤廃する)と長期金利は急上昇し、変動幅も拡大する。日銀は、現行の YCC の枠組みを長持ちさせる(=金融緩和を持続させる)ためには、何らかの修正(柔軟化)が必要と考えたとみられる。

#### (2) 先手必勝

前回は、米国長期金利の上昇を背景に、海外投資家を中心に日本国債への売り圧力が高まっていた状況下、YCC によりイールドカーブの形状が歪み、債券市場の機能度が低下したため、日銀はそれを是正する必要があった。これに対し今回は「リスクが顕現化してから対応すると、後手に回って混乱が拡大したり、副作用が大きくなる」(植田総裁)ということで、市場圧力が増大する前の措置であった。豪州中銀がイールドターゲット政策(2020 年 3 月導入)を、市場圧力が急速に高まる中、2021 年 11 月に放棄せざるをえなくなったことを教訓としていたようだ。

#### (3) 物価見通しの変化

植田総裁は「どうして今回の会合で YCC 運用柔軟化を決

定したのか」という点について、「2023 年度の物価見通しをかなり大幅に上方修正した」「インフレ率は当面は下がってどこかで底を打つが、その後また上がってくる」「不確実性は極めて高い」と述べ、日本の物価環境の変化を指摘した。上記(2)に記した「リスク」が近い将来顕現化するかもしれない、という判断に基づいた決定のようだ。

## 2. 金融政策正常化へのインプリケーション

上記(1)と(2)は、(3)にある物価見通しとは関係なく、YCC 固有の問題点として存在し、筆者も以前から指摘していた点なので早期の修正には違和感はない。植田総裁は日銀総裁就任前に「YCC は微調整には向かない」と述べるなど、長期金利を人為的にコントロールすることの難しさを指摘していた(もっとも、今回の決定は、「YCC の微調整」に他ならないが)。そのため、YCC の変動幅拡大・撤廃は「早ければ早いほど良い」という声は、筆者だけでなく市場関係者の多くから聞かれたところだ。

そうしたなか、筆者が今回とくに注目したのは、YCC 運用柔軟化と金融政策正常化の関係だ。植田総裁は(前記のとおり)「運用柔軟化は金融緩和の持続性を高める」ための決定であり、「政策全体がこれまでよりやや引き締めないし正常化方向にバイアスをかけているか」というと、そうではない」と記者会見で明言している。市場関係者の一部(とくに海外投資家)には、YCC の柔軟化の次には YCC の撤廃あるいは長期金利目標の上方修正、さらにはマイナス金利からの脱却(金融政策の正常化)という図式で考えている向きも少なからず存在する。

植田総裁の記者会見での発言は、こうした見方を牽制するために行われたと解釈できるが、果たして額面どおり受け止められたかどうかは不明だ。というのも、今回の柔軟化の背景の一つとして、物価の上振れリスクについて植田総裁が言及したからだ。筆者は、「YCC の変動幅拡大は市場機能度の改善を目的としたものであり、物価見通しの観点から議論するマイナス金利からの脱却(金融正常化)とは一線を画する」という論理を日銀が展開すれば、YCC 変動幅拡大が金融政策正常化の議論に結びつくことを回避できると考えていた。ところが、今回の日銀のロジックは、金融正常化論議に繋がる物価見通しの上振れリスクを勘案したという点で筆者の予想とは異なっていた。この点については、今回の金融政策決定会合でどのような意見が出されたか気になるところだが、詳細は「主な意見」と「議事要旨」を待ちたい。

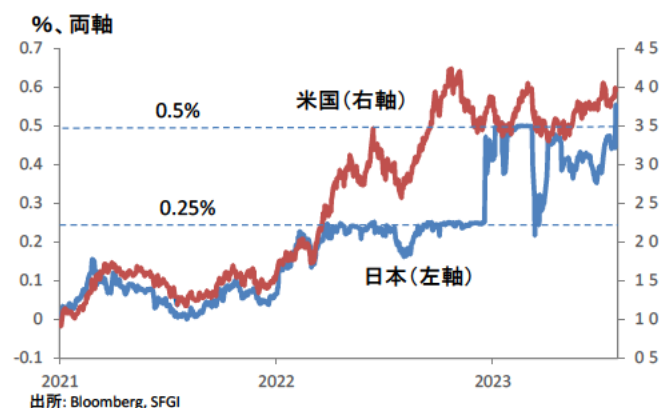
この結果、今回の YCC の運用柔軟化が金融政策正常化の第一歩である、との見方を日銀自らが(間接的に)認めた形となったように見える。日銀がマイナス金利政策を転換する場合には、さらなる短期金利上昇期待が生まれ、期待政策

金利の上昇を通じて長期金利が大幅上昇するリスクがある。また、日本の長期金利の大幅上昇は、ジャパンマネーの国内回帰から世界の長期金利上昇を加速させる可能性もある。これは世界の金融環境の大幅タイト化であり、世界経済にも大きく影響する。日銀もこの点は十分理解しているからこそ、「YCC 運用柔軟化は金融緩和の持続性を高めるため」と繰り返し説明しているのだろう。しかし、今回の措置を物価見通しの上振れリスクと絡めて議論したことで、市場での「金融政策正常化期待」にお墨付きを与えたように見える。「衣の下から鎧が見える」と言えるかもしれない。

## 3. 市場の反応と「柔軟化」の限界

10 年国債金利は、日銀の政策修正を受け、日銀が「長期金利の変動幅の目途」とする 0.5%を上回って推移するようになった(一時 0.61%まで上昇)。これに対し、日銀は 31 日に臨時の国債買い入れオペを実施した。ただ、足下の日本国債の金利水準は、米国 10 年国債金利 4.0%程度と概ね整合的な水準だ(図表 1)。今後、米国長期金利がさらに大幅に上昇することがない限り、日本の 10 年国債金利が 0.6%を大きく超える可能性は低いように思える。債券市場では、当面は日銀の真意を探る神経質な展開が予想されるが、海外金利が現状のまま推移すれば、巨額な「機動的なオペ」が必要となるような状況になる可能性は低いように見える。ただ、前記のように国内要因で金融政策正常化期待が強まる場合には、日米長期金利の相関関係が崩れる可能性も出てくるので、この点は要注意だ。

(図表 1) 日米 10 年国債金利



今回の「YCC の運用柔軟化」は、決定のタイミングと当面の有効性について一定の評価をすることは可能だが、持続性については不透明だ。海外要因あるいは国内要因(あるいは海外・国内要因が同時に)から長期金利上昇期待が強まると、日銀が「機動的なオペ」を多用しても、市場の長期金利上昇圧力を止めることは出来ないであろう。今回の措置は、いわば「守るべきダムの前に堰あるいは砂防ダムを造って、川の水の勢いを減衰させる」施策に似ている。一定程度までの増水には対処できるが、それを超える水量が発生

する場合には堰あるいは砂防ダムは耐え切れなくなり、1.0%の長期金利上限の維持も困難になる可能性が出てくる。豪州中銀が直面した状況に日銀も追い込まれる可能性は無視できない。

とは言え、日本のインフレ率が持続的・安定的に2%を上回るにはかなりの時間を要するであろう。日本のインフレ率は賃金伸び率の上昇を見込んでも、来年にかけては輸入物価の下落を反映して低下する可能性が高い。その後再び上昇する可能性はあるが、そのためには供給サイドからの持続的な上昇圧力、すなわちコストアップ圧力が必要だ。この点については不透明さが残るが、世界経済は主要国の急速な金融引き締めを反映していずれ景気後退に陥ることが予想される(早ければ本年末以降)。そうなれば需給ギャップが拡大し、物価上昇圧力は減衰しよう。また、欧米主要国の中央銀行が利下げに転じれば、足下までの円安トレンドは反転して円高に向かうであろう。このように考えると、先行きのインフレ見通しには慎重にならざるを得ない。こうした前提の下では、日本のインフレ率が持続的・安定的に2%を上回るためのハードルは依然高いと考えざるを得ない。であれば、日銀の金融正常化(マイナス金利からの脱却)が視野に入るのはかなり先のことになる。

## 4. 市場とのコミュニケーション

日銀のYCCへの対応を巡って市場の予想は二転三転した。植田総裁は、YCC修正に関し、少なくとも6月会合後の記者会見までは「効果と副作用を比較考量し決める」「副作用周りでは市場機能をどのように認識するかについても申し上げる」「コミュニケーションについては丁寧に説明する」と慎重な言い回しをしつつも「ある程度のサプライズがでることやむを得ない」と裁量の余地を残す発言を行ってきた。この段階では市場参加者は植田総裁の真意を測りかね、YCC修正時期に関する予想も「7月説」が残る中で、「年末までには」「2024年以降にずれ込むのでは」と異なる見通しが混在していた。なお、当社では、もともと2023年7月の変動幅拡大を予想していたが、言い方としては「早ければ7月にも」というように若干トーンダウンした。

### (1) 内田副総裁インタビュー記事

状況が大きく変わったのが内田副総裁による日経新聞のインタビュー記事(7月7日)だった。内田副総裁は「YCCの見直しは、金融仲介や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を継続するかという観点から、バランスをとって判断していきたい」(下線は筆者)と述べたが、市場はまず「いかにうまく金融緩和を継続するかという観点から」という文言に注目した。この文言は、昨年12月に日銀がYCC変動幅を±0.5%に拡大した時に使用したもので、「YCC修正を示唆しているのでは」との解釈が広まった。次に「バ

ランスを取って」という文言も、「マイナス金利政策は維持するが、副作用の多いYCCは修正する」との解釈に繋がった。タイミング的にも7月会合の約3週間前と、市場が神経質になっていた時期でもあり、次第に「7月会合でYCC修正」との見方が強まった。実際、10年国債金利もそれまでの0.3%台から0.4%台に上昇した(7月12日には0.47%へ)。

### (2) ロイター・ブルームバーグ記事

市場にとって次のサプライズは、7月21日のロイターとブルームバーグの記事だった。ロイターは「日銀は・・・YCCの枠組みを維持し、10年金利の変動幅も上下0.5%で据え置かれる可能性が高い」とし、ブルームバーグでも「日銀は現時点でYCC政策の副作用に緊急に対応する必要性は乏しいとみている」と報道した。ただし、この記事の情報ソースについては、ともに「関係者」とのみ記されており、関係者が日銀内部なのか、あるいは外部なのかは明らかでなかった。この記事の信ぴょう性と解釈については見方が分かれたが、市場では「内田副総裁のインタビュー記事に関する市場の解釈が間違っていたので、それを正すためにあえてリーク記事を公表させたのではないか」との見方も台頭した。

### (3) 28日未明の日経電子版記事

「7月会合でのYCC修正の可能性は低下した」との見方が市場で強まる中、金融政策決定会合が7月27日に開始されたが、28日未明に日経電子版が「日銀が28日の決定会合でYCCの修正案を議論」「金利操作を柔軟運用へ」「0.5%超えを容認する案が浮上」と報道。これを受けてドル円レートは141円台から一時139円台まで急落した。

結局、28日に発表された「YCCの運用柔軟化」の内容は、日経電子版の報道が概略正しかったことを証明したが、それを踏まえて日経電子版の記事を振り返ると、幾つかの疑問点が浮かび上がる。第一は報道内容の正確さだ。あたかも金融政策決定会合の出席者だけに配布される議案が何らかの形で漏洩したかのような印象を抱いたのは筆者だけではないだろう。

第二は電子版配信の時刻で、「何故深夜2時に報道されたのか」という点だ。筆者の知る限り、深夜2時は新聞の朝刊掲載のための記事締め切り時刻をとうに過ぎており、東京市場は深い眠りの中で、市場が開いていたのはNYのみだ。多くの東京市場参加者は市場の動きから取り残された形となった。

第三は日銀の対応だ。日銀は、日経電子版の記事の内容をどの程度問題視しているのか、明らかではない。ただ、万一にも議案あるいは議案の一部が漏洩した可能性があるのであれば、徹底してその可能性を調査すべきだ。海外で

も、中央銀行の政策意図につきリークとみられる記事が報道されたことが過去みられたが、これは中央銀行の政策責任者が直接記者に語った(あるいはヒントを与えた)内容が記事化されたものであると言われている。筆者の手元に届いた海外レポートには「(日経電子版の観測記事について)民間に情報が漏洩してそれが報道されたのではないか」との憶測が示されている。機密性保持に関する日本の信認は大きく低下した可能性がある。実際、日経電子版報道で市場は大きく動いた。今回の事例は、日銀だけの問題に止まらない。日本の公的機関の情報セキュリティにかかわる問題でもある。改めて日銀の情報管理のあり方について検証する必要がある。

(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『最新版)本当にわかる為替相場(2023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「十字路口」「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。



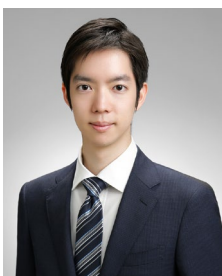
**石川 久美子 (いしかわくみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

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 シニアアナリスト

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エコノミストとして入社。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。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。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

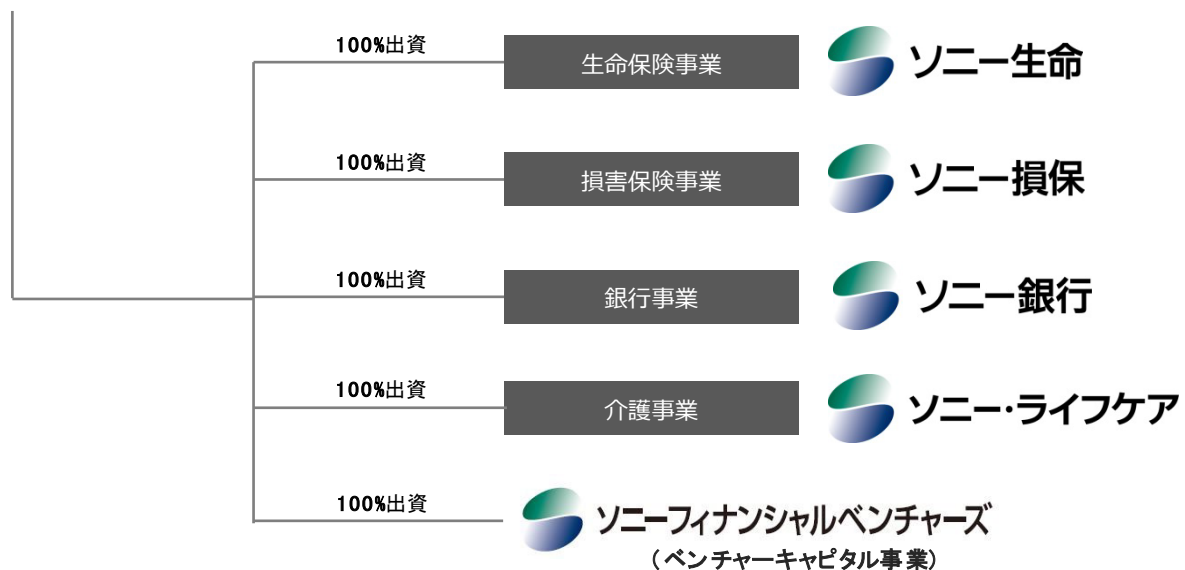
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、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いたします。
- 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>