

FRBは長期金利の社会的機能を尊重—日銀もYCCを撤廃か

作成日 2022年2月9日

年金や保険など社会インフラ機能を担う長期金利を管理する日銀の政策転換が待ち望まれます

■ グローバル運用で大切な長期金利を尊重するFRB

■ 米国債券市場では、イールドカーブのフラット化(利回り曲線の平坦化)、すなわち短い年限で金利上昇/長い年限で金利上昇が相対的に抑制される傾向が強まっています。きっかけは昨秋、FRB(米連邦準備制度理事会)のパウエル議長が、物価高は一過性ではない可能性を認め、金融政策を早期に正常化する姿勢を鮮明にし始めたことでした。市場の一部では、フラット化が進んで『長短金利が逆転すれば、先行き景気悪化の前兆』との相場の格言が根強く信じられており、債券投資家の間で思惑が交錯しています。

■ しかしパウエル議長は1月FOMC(連邦公開市場委員会)会見で、相場の格言は「鉄則ではない」と一蹴。むしろ長めゾーン金利に依存する年金基金や保険会社等の負担増で金融の安定性を損なう危険をパウエル議長はイールドカーブの過度なフラット化で懸念している節が感じられます。

■ 長めゾーンの金利上昇を抑制しているのは海外投資資金の流入が主因との見解をパウエル議長は示し、「グローバル運用で米国の長期国債は大切な資産」と述べています。昨年12月FOMC会見でも「ドイツや日本の国債利回りは極めて低く、米国の長期国債利回りは高い」と述べました。現状のドイツや日本での0.2%前後の長期金利に比べ、米国では1.9%前後と高く、米国債は魅力的な投資対象です。

■ パウエル議長は(量的金融緩和で大量に買い取った国債で膨張した)FRBのバランスシートの圧縮開始を急ぐ姿勢を鮮明にしていますが、その理由の一端は、過度なイールドカーブのフラット化を回避するためと推察されます。12月FOMCの議事要旨から、①利上げ回数を減らし短期ゾーン金利上昇を穏やかにすると同時に、②迅速なバランスシート大幅圧縮で長期ゾーン金利低下圧力を緩和してイールドカーブの過度なフラット化を抑制するFRBの意向を読み取ることができます。長めゾーン金利に依存する年金基金や保険会社等(financial intermediaries)の低金利環境の長期化に伴う負担を軽減する狙いがありそうです。

■ 一方、パウエル議長は「今の長期金利は低いが懸念していない」「イールドカーブの傾きをFRBはコントロールしない」とも述べています。つまり、日銀のような特定年限の金利操作はせず、バランスシート圧縮でイールドカーブ全体を下支えしようとの意向のようです。

■ 安倍政権下で長期金利変動幅拡大を渋った黒田日銀

■ 対照的に日本銀行は、2%物価目標を掲げた『黒田バズーカ』の持久力を保つため、イールドカーブ上の2点、すなわち短期は翌日物金利、長期は10年物の長期金利を、それぞれマイナス0.1%と「0%程度」に固定してイールドカーブ全体を下方に押さえつけるイールドカーブ・コントロール(YCC)で国債市場を管理しています。

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

■ 10年債や20年債、30年債などイールドカーブ上の長めゾーンで運用利回りが大幅に低下した打撃に、最終受益者の長期資金を運用する年金基金や保険会社等は長年耐えてきました。

■ 1年程前に、YCCで「ゼロ%程度」の長期国債利回りで許されている変動幅が拡大されそうになったことがありました。米国での急上昇に連れて日本でも長期金利が急上昇しかけた局面で、黒田総裁が「変動幅の拡大は不要」と発言。その3日後、日銀副総裁の一人が「もっと上下に動いても良い」と述べ変動幅の拡大を容認、「黒田氏の発言を修正した」(朝日新聞、2021年3月9日)と報道されました。

■ 結局、日銀は数日後の会合で、「国債等の市場における日銀のプレゼンスの大きさを巡る批判の高まり」(Bloomberg、同3月16日)に対処することなく、これまで口約束で許されてきた±0.20%を±0.25%と明文化しただけで、変動幅の拡大は見送りました。

■ この副総裁は、「イールドカーブ上の長めの金利ほど、経済や物価への直接的な影響(≡金融政策の機能)よりも、保険や年金といった金融の社会インフラの機能と強い関連を持つことを考慮すべき」と、パウエル議長同様、節度を保った金融政策が大切と示唆した人物です(2017年1月)。

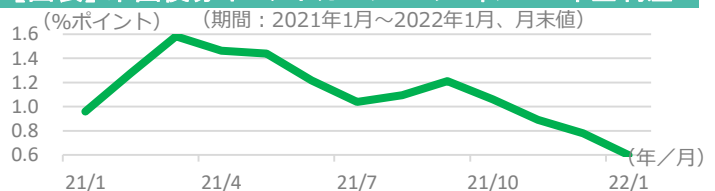
■ 岸田首相、長短金利差を消失させたバズーカ批判

■ 岸田首相は、自身の著書「岸田ビジョン」(講談社、2021年10月)で『バズーカの限界』を指摘、銀行の収益源である長短金利差を消失させたアベノミクス的大幅な金融緩和の副作用が、地方の中小金融機関の非常に厳しい経営悪化を招き、地域経済を疲弊させていると批判します。

■ 岸田政権下で安倍派の影響力は低下している(注)ことから、上述「岸田ビジョン」が批判する長短金利差の消失をもたらしているYCCの撤廃は、任期満了まで1年程の黒田総裁の下でも実現する公算が出てきたと考えられます。

(注)MYAM Market Report「2%物価目標の呪縛を解かれた日銀—安倍派の影響力低下で」(2022.1.26)

【図表】米国債券イールドカーブ上の2年／10年金利差



注: 10年物金利から2年物金利を差し引いた金利差を表示

出所: Refinitivデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

筆者: チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職