

2023年1月20日 全5頁

「共通担保資金供給オペ」の拡充で YCC の持続性向上を図る日本銀行

裁定取引の増加を通じてイールドカーブの「歪み」の是正を図る

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 2023年1月17、18日に開催された金融政策決定会合において、日本銀行は金融政策の現状維持を決定するとともに、「共通担保資金供給オペレーション」の拡充などを決めた。この措置は国債の需給に直接的に介入せずとも、資金供給を通じた裁定取引の増加を通じて、間接的に金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促進する。今後はイールドカーブの「歪み」がどの程度解消するのかが注目される。
- 「経済・物価情勢の展望（2023年1月）」（展望レポート）では2022～24年度の政策委員の大勢見通しの中央値が示された。消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年度比で、2022年度+3.0%、2023年度+1.6%、2024年度+1.8%であった。日本銀行が想定するように2024年度にも1%台後半のインフレ率を保つには、インフレ率が需要の増加によってけん引される必要がある。こうした状況を実現するには、23・24年の春闘において高水準の賃上げ率が実現することや、財を中心に進んでいる価格転嫁の動きがサービスにおいても広まる状況を実現することが必要だ。
- 今回の共通担保資金供給オペの拡充などがイールドカーブ・コントロール（YCC）の持続性を高める目的で実施されたものであることを踏まえれば、黒田東彦総裁の任期中には、少なくともYCCが撤廃される可能性は小さくなったとみている。

2023 年 1 月金融政策決定会合のポイント

「共通担保資金供給オペ」の拡充によりイールドカーブへの影響を強化

日本銀行は、2023 年 1 月 17、18 日に開催された金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。併せて、「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を 1 年間延長すること、「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関¹を含めること、「共通担保資金供給オペレーション」を拡充することを発表した。

これらの変更のうち、とりわけ注目されるのは「共通担保資金供給オペレーション」の拡充である。同オペの拡充は日本銀行の金融市場調節方針と整合的な国債の利回り曲線（イールドカーブ）の形成を促す目的で行われた。後述する通り、イールドカーブには「歪み」が生じているが、同オペの拡充を通じた是正によって国債市場の機能改善が期待されている。

同オペは、日本銀行に担保を差し入れることで民間金融機関が日本銀行から資金を借り入れるものである。従来は、金利入札方式の場合は資金供給の期間が 1 年以内という制約があった。固定金利方式の場合、資金供給の期間は 10 年以内であるものの、貸付利率が 0%という制約が存在していた。今回の拡充により、金利入札方式・固定金利方式を問わず、期間 10 年以内の資金供給が可能になったことに加え、固定金利方式においては貸付のつど貸付利率が設定される運用へと変更された。

2023 年に入り、従来制度のもとで年 0%の貸付利率で 2 年間の資金供給（固定金利方式）が実施されたが、今回の会合における同オペの拡充によって貸付利率における年 0%という制約を取り払うことで、金融市場調節方針と整合的な形でより長期の資金供給を行うことができるようになった。また、日本銀行は金融政策決定会合後に、貸付期間 5 年間の共通担保資金供給オペを 1 月 23 日に実施することを発表しており、早速オペの拡充を利用してイールドカーブの形成への働きかけを強めようとしている。

日本銀行はイールドカーブ・コントロール（YCC）を実施するため、指値オペや連続指値オペと呼ばれるオペレーションを導入した。これらのオペを通じて日本銀行は、国債金利の期待形成に強く働きかけるだけでなく、実際に大量に国債を購入することで需給面からも直接的に金利形成に働きかけてきた。今回の拡充措置で資金供給の期間及び貸付利率を柔軟に設定できるようになったことから、日本銀行は国債の需給に直接的に介入せずとも、オペを通じた裁定取引によって間接的にイールドカーブの形成に与える影響力が強化された。実際には、裁定取引が機能する度合いは共通担保資金供給オペへの需要の度合いや日本銀行が実施するオペの年限などに依存するため、裁定取引を通じて日本銀行がイールドカーブの歪みを確実に解消できるとは限らないが、今回の共通担保資金供給オペの拡充によって、日本銀行がイールドカーブの形成に関与するツールが拡充されたことは間違いない。

¹ 系統中央機関（信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会及び農林中央金庫）の会員である金融機関（日本銀行の当座預金取引の相手方でないものに限る）。

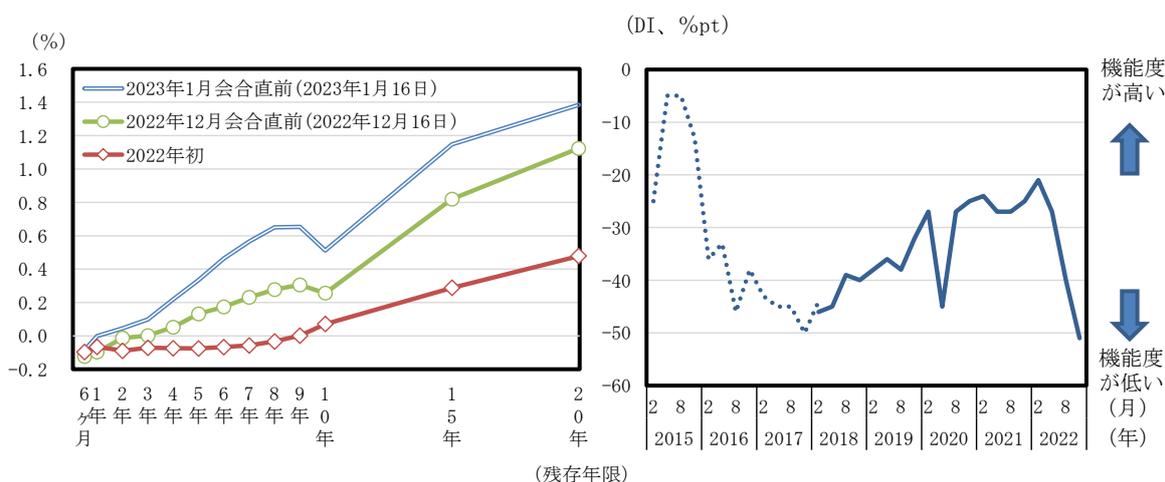
12月会合で長期金利の変動幅拡大を図るもイールドカーブの歪みは解消せず

2023年1月の会合に先立ち、2022年12月に日本銀行は目標をゼロ%程度としている10年物国債利回り（長期金利）の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」へと拡大させた。この運用見直しは、国内の金融資本市場の機能低下が契機となっており、その一端はイールドカーブの形状に表れていた。2022年初は緩やかな右肩上がり（順イールド）であったが、米欧などでの金利上昇の影響を受け、イールドカーブの傾きが大きくなった。さらに、誘導目標の10年債利回りの水準は9年債のそれを下回るようになった（**図表1左**）。

こうしたイールドカーブの歪みを修正する目的で長期金利の変動幅の拡大が決定されたが、その後も歪みの解消には至らず、1月会合では共通担保資金供給オペの拡充によって、イールドカーブの形成に一段と働きかける変更がなされた。今後は、12月の運用見直しと併せて、拡充された「共通担保資金供給オペレーション」を通じて、時間をかけて日本銀行の企図を市場に浸透させていくことで、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を図るとみられる。今後はイールドカーブの「歪み」がどの程度解消するのかが注目される。

債券市場の機能度判断DIを見ると（**図表1右**）、2022年11月調査では▲51ptの低水準となっており、急速に債券市場の機能度が低下している様子が見て取れる。2022年12月会合で決定した長期金利の変動幅の拡大と併せて、今回の会合で決定した「共通担保資金供給オペレーション」の拡充によって債券市場の機能度が改善に向かうかが、更なる運用の見直しやオペレーションの拡充を占ううえでの判断材料の一つとなるだろう。

図表1：イールドカーブ（左）と債券市場の機能度判断DI（右）



(注) 右図点線は旧ベースの結果。

(出所) Bloomberg、日本銀行より大和総研作成

「展望レポート」：23・24年度とも1%台後半のインフレを見込む

「経済・物価情勢の展望（2023年1月）」（展望レポート）では、2022～2024年の政策委員の大勢見通しが示された。実質 GDP（前年度比）の政策委員見通しの中央値は、2022年度+1.9%、2023年度+1.7%、2024年度+1.1%であった。所得から消費への前向きな循環メカニズムが徐々に強まり、潜在成長率を上回る経済成長を見込んでいる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の政策委員見通しの中央値は前年度比で2022年度+3.0%、2023年度+1.6%、2024年度+1.8%であった²。直近の民間予想（ESPフォーキャストの2023年1月調査）では2024年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率は前年度比+1.15%となっている。民間予想ではインフレ率が徐々に低下する姿が見込まれているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップの改善に加え、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率の高まり等によってインフレ率が再度加速する姿を見込む。

日本銀行が想定するようなメカニズムで2024年度に1%台後半のインフレ率を保つには、インフレ率が供給ショックでなく需要の増加によってけん引される必要がある。こうしたメカニズムの進展度合いを確認するため、Shapiro(2022)³の手法によってコアCPI上昇率を「正の需要要因」、「負の需要要因」、「正の供給要因」、「負の供給要因」という4つの変動要因に分解すると、足元では「負の供給要因」だけでなく、「正の需要要因」による押し上げ幅も拡大している様子が見て取れる（**図表2左**）⁴。すなわち、昨今指摘されている通り資源高や円安といった供給要因によるインフレ圧力が強まっていることがデータから確認される一方で、あまり注目されていない需要の拡大によっても物価が一定程度押し上げられている可能性が示唆される。コアCPIへの寄与度を財・サービスに分けた**図表2中央・右**を見ると、需要・供給の両要因によるインフレの加速はいずれも主として財で生じていることが分かる。これに対してサービスでは、需要要因による物価の押し上げ寄与はわずかだ（**図表2右**）。

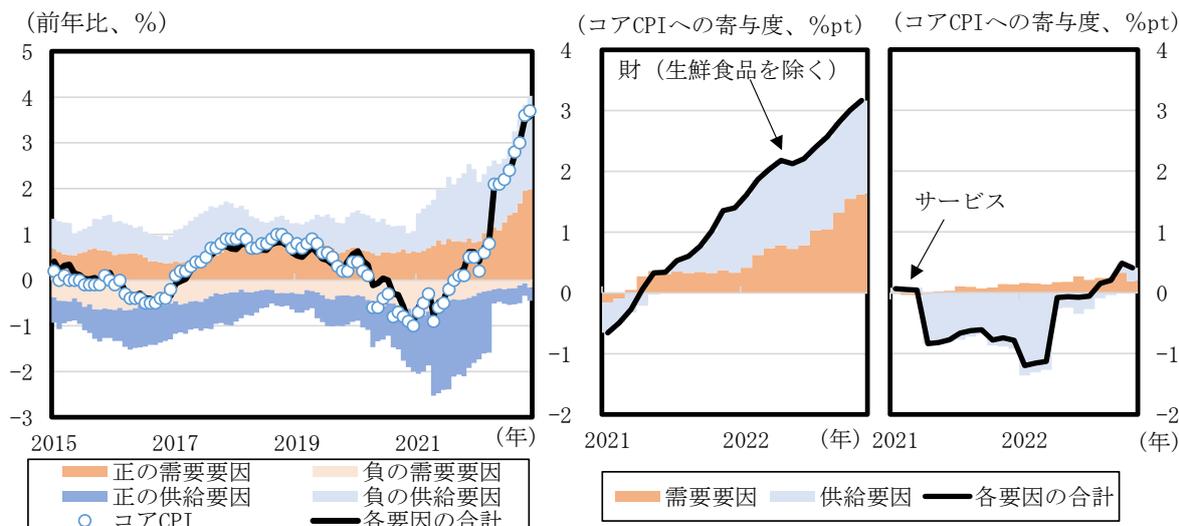
賃金上昇を伴う形での物価安定目標を達成するには、現時点では寄与度の小さい「サービス需要要因」がインフレ率を押し上げることが不可欠である。こうした状況を実現するには、23・24年の春闘において高い賃上げ率の実現することや、財を中心に進んでいる価格転嫁の動きがサービスにおいても強まる状況を実現することが必要となる。

² 参考として公表されている消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の前年度比は、2022年度+2.1%、2023年度同+1.8%、2024年度同+1.6%であった。

³ Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. Available at: <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

⁴ 詳細は、久後翔太郎・中村華奈子・和田恵「『需要インフレ』の側面もある現在の物価高-『需要要因』によるサービス物価の上昇がインフレ目標達成への試金石」（大和総研レポート、2022年12月12日）

図表 2 : コア CPI 上昇率の要因分解 (左) と財・サービスの寄与 (中央、右)



(注) Shapiro (2022) を参考に、家計調査における個別品目への支出と対応するCPIの構成品目を用いて、各品目を①正の需要要因、②負の需要要因、③正の供給要因、④負の供給要因のいずれかに分類した。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

金融政策の展望：当面は現状維持を予想

2022年12月のYCCの運用見直しを受け、長期金利の変動幅を今後も段階的に拡大させる、またはYCCが撤廃に追い込まれることへの警戒が見られていた。しかし、今回の共通担保資金供給オペの拡充がYCCの持続性を高める目的で実施されたものであることを踏まえれば、黒田東彦総裁の任期中(2023年4月8日まで)には、少なくともYCCが撤廃される可能性は低くなったとみている。