

2020年9月16日

# イールドカーブコントロールの行方 米国でもイールドカーブコントロールはあるか

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■FOMCは大きなサプライズがないと見込まれている

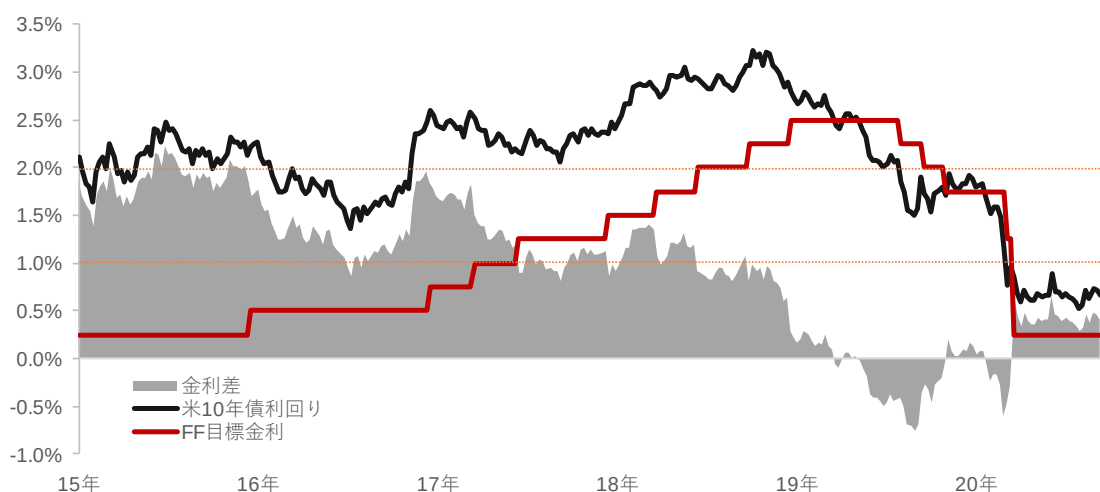
## イールドカーブコントロールから4年

今週は米国のFOMC（9月15・16日）が注目されている。8月末のジャクソンホール会議で米国の金融政策の方向性は概ね示されているので大きなサプライズはないと展望されるが、今後の米国の金融政策の一手としては、イールドカーブコントロールが選択肢として残されている。振り返れば、2016年9月21日、今から約4年前に日本銀行はイールドカーブコントロール（YCC）を初めて導入した。当時、筆者は事前に、日銀が量から金利ターゲットへ転換することを予想したレポートを執筆していただけに感慨深いものがある。

## 弾を撃ち尽くした米国はどうするか

以下の図表は米国の金融政策を示すFFレートと10年国債金利の推移である。今年の特徴は、コロナショックに伴い米国が大幅な利下げに転じ、3月には利下げの弾を撃ち尽くし

米10年国債利回りとFFレート



(出所) 連邦準備銀行 (FRB) 等、週次、直近は9月11日

■米金融当局は緩和的な対応を継続することを前提に

■米国では中期ゾーンを想定した対応が議論されやすい

■YCCは、国債購入の量的拡張の制約から解放されることを意味した

てゼロ金利状態になったことだ。リーマンショック後のゼロ金利状態の振り出しに戻ったことになる。その結果、米国長期金利も1%を割った水準が続いている。米国金融当局の認識として、コロナショックに伴う経済の下振れが続く中で緩和的な対応の継続が前提になっている。さらに、下振れが生じた場合、どのような対策があるのかについても常に議論されてきた。

## 米国の追加的対応は限定的

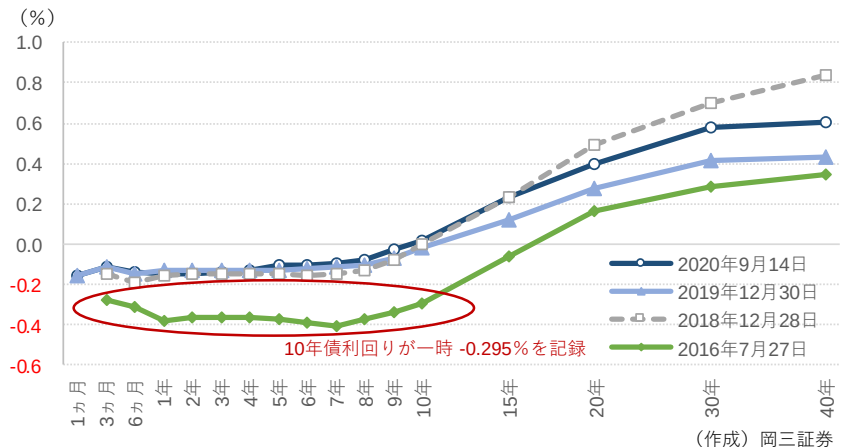
追加的な対応としては、米国でもマイナス金利への引き下げ、長期金利を操作目標とするイールドカーブコントロール（YCC）、その関連としてのフォワードガイダンスの強化等が議論されている。マイナス金利については、米国でも金融機関の収益への影響が懸念されていること、MMFを中心とした資産運用業界への配慮もあり、実現性は高くないと考えられている。イールドカーブコントロール（YCC）について、日本の場合は日銀による国債の保有水準をターゲットとすることに限界があるとの意識がYCCへの誘因になったが、米国は日本ほど大量な国債購入がないだけに、YCCに向けたインセンティブは低いと考えられる。また、日本のように10年の長期ゾーンよりもむしろ、中期ゾーンを想定した対応が議論されやすい。その結果、金利を低めに誘導する場合でもフォワードガイダンスの強化等が先に議論されやすいだろう。

## 日銀がYCCに向かった理由

日銀が2016年9月21日に決定したYCCから4年が経過しようとしている。YCCとはそれまでの量的緩和目標を、金利をターゲットにするレジームに変えることで、保有増加額年間約80兆円とした国債購入をターゲットにしていた量的拡張の制約から解放されることを意味した。2016年当時から国債保有額を80兆円増額する対応を続けることは実務的にかなり無理があったと考えられる。2016年当時、筆者が金利ターゲットを予想したレポートでは日銀が国債保有増額目標を80兆円から20-30兆円程度に減額しないと持続的な対応はできないとの試算を行っていただけに、現在の状況は、金利ターゲットに転換したことで、事実上の買い入れペースを当時想定した水準まで縮小したことになる。

過去4年を振り返り、日銀としても当時、決断していて良かったと胸をなでおろしていることと思われる。しかも、幸か不幸か金利をターゲットにするときに生じうる本源的な問題である外部環境の金利上昇圧力に乏しかったがために、金利ターゲットを続けることのオペレーション上の制約も少なかった。逆に、2016年9月当時、日本のYCCは、2016年1月に決定したマイナス金利導入に伴い金利が、長期ゾーンも含めて急に低下をしたことを抑制する要因の方が強かった。

## イールドカーブ（日本）



■日本のYCCは保険・年金業に相応の配慮を見せた対応

## 日本のYCCは長期・超長期ゾーンの生体反応を残す仕組みに

YCCは理論上、金利上昇を抑制する性格を持つが、一方、過度に金利が低下することを防ぐ側面ももっていた。むしろ、2016年導入段階の意義は後者の、過度な金利低下、なかでも2016年1月にマイナス金利導入を決定して以降、超長期まで及んだ金利低下に歯止めをかける側面が強かった。その背景には、超長期の過度な低下が保険・年金の持続的な運営に制約になり国民に不安を与えるとの意識が生じた点にある。中期ゾーンを中心とした商業銀行の活動領域は殆どが金利水没状態になって打撃を受けたものの、保険・年金業には相応の配慮を見せた状況にある。こうした配慮の構造は今日も変わっていない。

■米国がドル安政策に舵を切る場合、YCCが採用される可能性も

## YCCの行方は今後の米国の為替政策に大きく依存

日米のYCCを巡る環境は、当面、米国は導入までに至らず、日本はYCCを続け、同時に超長期ゾーンに一定に市場機能を維持させる状況で保険・年金に配慮する動きを続けると考えられる。もし、この構造が変わるとすれば、米国の為替政策の考え方に変化が生じる場面ではないか。すなわち、昨日の当TODAY（9/15）で議論した「達磨さんが転んだ」で米国の為替政策上、ドル高に問題意識が生じ、ドル安に舵を切る場合、金利水準をイールドカーブ全体で引き下げる手段として、米国でYCCが用いられる可能性はある。その場合、マイナス金利政策も含まれる可能性もあるだろう。一方、米国がドル安政策に転じた場合、日本のYCCにおいて、保険・年金への配慮の次元よりもむしろ超長期ゾーンも含めた金利引き下げニーズが強まるだろう。以上の点を考えると、米国大統領選を挟んだ政策動向には注目が必要だ。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)