

事前の観測報道が長期金利に与えた影響の分析： 2018年7月の金融政策決定会合に焦点を当てて☆

明治大学商学部教授
伊藤 隆 康

【要旨】

2018年7月30日・31日の金融政策決定会合に際して、事前に長期金利目標の柔軟化に関する観測報道が流された。観測報道を背景に、国債市場では長期金利の誘導目標が引き上げられるとの思惑が強まり、決定会合の当日まで長期金利は上昇傾向を辿った。31日付けの日銀の公表文に長期金利の誘導目標水準をゼロ%に据え置く旨が記載されていたため、決定会合の結果が発表された13時2分以降、買いが優勢となり、国債10年物利回りは0.05%まで下落する場面があった。先物市場でも現物市場と同様な動きを示し、結果発表の直後から買い戻しが優勢となり、国債10年物先物は150円80銭まで上昇する場面があった。国債10年物利回りは0.06%でこの日の取引を終えた。黒田総裁がこの日の15時30分から開催された記者会見で、国債10年物利回りはマイナス0.2%から0.2%の間に収まるよう金融調節を行う方針を示した。このため翌1日には売りが優勢となり、国債10年物終値利回りは0.12%まで上昇した。

キーワード：日銀、長期金利、事前報道、イールドカーブ・コントロール

☆ 本研究は科研費基盤研究（C）18K01709の成果の一部である。記して謝辞を述べたい。

1 はじめに

日銀は2018年7月30日・31日に開催された政策委員会・金融政策決定会合（以下 決定会合）で、政策金利のフォワードガイダンスを導入するなどの、金融政策の強化を決定した¹。一方、イールドカーブ・コントロールは現状を維持することとした²。ただ、黒田東彦・日銀総裁は31日の総裁記者会見で、ゼロ%に誘導目標水準を設定している長期金利について、「金利変動幅を概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いている」とし、10年物国債利回りはマイナス0.2%から0.2%の間に収まるよう金融調節を行うとの見通しを示した³。

7月の決定会合に際しては、事前に長期金利目標の柔軟化に関する観測報道が流された。その背景にあったのは、リバーサルレート論であり、金融機関の収益に配慮して、日銀は長期金利を上昇させ長短金利スプレッドを拡大させるというものである⁴。この観測報道の情報ソースは不明であるが、関係者の話を総合的に考慮すると、日銀幹部による一部通信社への情報提供である可能性が高い。観測報道を背景に、国債市場では思惑が錯綜し、決定会合の当日まで長期金利は上昇傾向を辿った。本稿では事前報道の内容を検証し、長期金利の反応を分析する。

本稿はマスコミの事前報道が長期金利に与えた影響を検証しているため、日銀の市場との対話を扱っているわけではない。本稿に関連した内容である、金融政策の予想と金融市場を対象にした海外の先行研究には、Blinder et al (2002) や Blinder (2004)、Issing (2005)、Guthrie and Wright (2000)、Kohn and Sack (2003)、Ehrmann and Fratzscher (2006) などがある。我が国において市場との対話について論じているのは、須田 (2004) や武藤 (2007)、伊藤 (2008) である。須田 (2004) は透明性を向上させるべく情報発信を行うためには、どのような情報を出すかということに加えて、情報発信のフレームワークの構築が重要であると指摘する。

武藤 (2007) によれば、市場参加者は発信された情報を、自らの経済・物価に関する情勢判断と照らし合わせて金利観を形成し、中央銀行は形成された金利、イールドカーブから市場の経済・物価認識を読み取ることが可能である。市場との対話とは、こうした双方向のコミュニケーションであり、一般論として、こうしたプロセスにおいて、具体的な政策変更のタイミングを示唆することは好ましくないとしている。

伊藤 (2008) は、市場関係者の中で問題が多かったと評価されている2007年1月から2月の金融政策運営に関して、(1)市場との対話はどのように行われたのか、(2)短期金融

¹ 内容については別表1を参照。日銀は金融政策の強化と表現したが、長期金利の変動幅を拡大したことから、大規模緩和の出口への準備と捉えることも可能である。

² 日銀は、2016年9月20日・21日の決定会合において、従来の「量的・質的金融緩和」、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を強化する形で、新たな金融緩和の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

³ 日銀総裁会見の一部抜粋は別表2を参照。

⁴ リバーサルレート論については、黒田 (2017) と Brunnermeier and Koby (2018) が参考になる。

市場で形成された金融政策変更予想は中長期金利に影響を及ぼしたのか -- の 2 点を検証している。ここでは OIS (Overnight Indexed Swap) レートを金融政策の予想として用いている⁵。

2 事前報道の検証

7月20日の報道

時事通信

日銀、長期金利目標の柔軟化検討＝一定程度の上昇容認－7月末会合で議論

日銀が、大規模な金融緩和策で「0%程度」としている長期金利の誘導目標の柔軟化を検討することが20日、分かった。一定程度の金利上昇を容認する。物価の伸び悩みで日銀が掲げる2%の物価上昇目標の実現が展望できない中、現在の緩和策は一段と長期化する見通し。金融機関の収益悪化や国債取引の低迷など副作用を軽減しつつ、緩和長期化に備えるのが狙いだ。

ロイター

日銀が金融緩和の持続性向上策を議論へ、長期金利目標の柔軟化など＝関係筋

日銀は30、31日の金融政策決定会合で、鈍い物価動向を踏まえ、物価2%目標の実現に向けて金融緩和策の持続可能性を高める方策の検討に入った。金融緩和政策の長期化が避けられない情勢の中、金融仲介機能や市場機能の低下など副作用の強まりに配慮し、現行の長短金利操作（イールドカーブ・コントロール政策、YCC）付き量的・質的金融緩和における長期金利目標やETF（上場投資信託）など資産買い入れ手法の柔軟化などが選択肢になるもようだ。

7月21日の報道

朝日新聞

日銀、金融緩和の悪影響減を検討へ 副作用に懸念強まる

日本銀行は、2013年春から行っている大規模な金融緩和の悪影響を減らす方策の検討に入る。緩和策は当初、円安・株高で景気を好転させたが賃上げの勢いは鈍く、物価上昇率2%の目標は遠い。むしろ低金利による金融機関の経営悪化や年金の運用難など「副作用」への懸念が強まっており、対応策の検討を始めざるを得なくなった形だ。

⁵ OIS については、伊藤（2008）や大岡他（2006）、Thornton（2009）が参考になる。

7月22日の報道

日本経済新聞

金融政策、副作用に配慮検討 緩和持続へ板挟み

日銀の金融政策が伸びない物価のもとで、板挟みになっている。2%の物価安定目標は遠く、30～31日の金融政策決定会合では長引く緩和の副作用にどう配慮すべきかを検討する。金融機関の負担を無視できないためだが、金利の調整を視野にいと円高を招きかねず、金融緩和の本来の目的であるデフレ脱却に逆風になる。終わりがみえない緩和は不安が尽きない。

ブルームバーグ

日銀が30、31の両日開く金融政策決定会合を間近に控え、市場機能の低下や金融機関の経営に及ぼす悪影響など、超金融緩和の長期化で累積する副作用を軽減する方策を模索している。週末に流れた一連の報道では、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の下で長期金利目標を柔軟化する案から、今会合では結論を出さず声明文に副作用に配慮した政策の検討を示す文言を盛り込む可能性などが報じられた。これらを受けて、20日の米国市場で国債先物相場が下落し、円ドル相場も1ドル=112円台半ばから111円台半ばに上昇した。

7月23日の報道

共同通信

日銀、緩和の副作用対策を検討へ 長期金利は急上昇

日銀の大規模金融緩和が長期化する中、副作用への懸念から現行政策が修正されるとの観測が強まり、23日の国債市場で長期金利が急上昇した。日銀は30、31日に開く金融政策決定会合で副作用対策の検討を本格化させる見通しだが、金利上昇で円高が進めば、デフレ脱却がさらに遠のくため、難しい対応を迫られそうだ。日銀は2%の物価上昇目標の達成に向け、2013年4月に大規模金融緩和を開始したが、6年目に入った現在も物価上昇率は1%未満にとどまり、2%の実現は見通せていない。

7月24日の報道

毎日新聞

金融緩和、副作用議論へ 修正観測、市場が反応

日銀は30～31日の金融政策決定会合で、大規模金融緩和の副作用軽減策の検討を本格化させる見通しになった。超低金利政策の一段の長期化が避けられない中、金融機関の収益悪化懸念が強まっているためだ。ただ、政策の修正は金利上昇や円高を招いて市場に混乱をもたらす恐れがあり、日銀は困難な課題に直面している。日銀が16年2月に導

入したマイナス金利で金利低下が一段と進み、地銀など金融機関の収益悪化は加速している。さらに同年 9 月に長期金利（10 年物国債利回り）を 0%程度に誘導する政策を導入したことで国債取引が激減し、市場機能の低下も懸念され始めた。決定会合メンバーである政策委員の間には「長期化で副作用が累積し、金融緩和の効果を打ち消してしまう」との懸念が広がっている。

日本経済新聞

緩和副作用に配慮案 日銀会合、リフレ派反発も 20 年度の物価見通し注目

日銀は 7 月 30～31 日に開く金融政策決定会合で、現行の金融緩和の副作用にどう配慮すべきかを検討する。緩和が長引くなかで、金融機関の収益に目配りする狙いがある。ただ積極的な緩和を求めるリフレ派の政策委員が反発する可能性も否めない。物価が低迷するなら追加緩和が必要との立場で、今回改定する 2020 年度の物価見通しが注目される。

7月25日の報道

朝日新聞

日銀、金利上昇容認検討か 次回会合、緩和副作用の軽減策

日銀が次回の金融政策決定会合で検討する金融緩和の悪影響の軽減策で、金利が一定程度上昇するのを容認する案が浮上してきた。日銀は長期金利を「ゼロ%程度」にしているが、この誘導目標は変えないまま、ある程度金利が上がっても無理に抑えないようにする。

7月26日の報道

日本経済新聞

日銀 ETF 購入 配分見直しへ TOPIX 拡大、市場への影響抑制

日銀は 31 日の金融政策決定会合で年 6 兆円買っている上場投資信託（ETF）の購入配分の見直しを検討する。個別株の価格形成への過度な影響を抑えるため、東証株価指数（TOPIX）連動型 ETF などを増やし、日経平均株価連動型 ETF の購入額を減らす方向で議論する。

毎日新聞

長期金利、上昇容認を検討 金融緩和長期化で軽減策

日銀は 30、31 日に開く金融政策決定会合で、大規模金融緩和の長期化に伴う副作用を軽減するため、長期金利の上昇を一定程度容認することを検討する。「0%程度」としている現行の誘導目標は維持した上で、金利の調節を柔軟に行い、より大きな変動を可能

にする案が柱だ。ただし政策委員会内には、金融緩和を元の状態に戻す「出口政策」と受け止められることへの警戒もあり、調整が難航する可能性もある。

3 市場の反応

3.1 決定会合の前週と当週における長期金利の推移

事前の観測報道は7月20日の夜間から始まったため、同日の国債10年物終値利回りは0.03%と低水準であった⁶。同日から21日にかけての観測報道を受けて、翌週の国債市場では売りが優勢となり、23日から結果発表前日の30日までにおいて、国債は終値利回りベースで0.065%から0.1%の間で推移した⁷。

週明け23日の午前、国債10年物利回りが0.095%まで上昇したことで、日銀は同日午前、0.110%の固定金利で無制限に国債を買う指値オペを通知し、これ以上金利を急上昇させないよう市場をけん制した。これに対し、日銀によると応札はゼロであった。続けて日銀は27日午後、国債10年物利回りが一時0.105%と約1年ぶりの高水準に上昇したことに對し、今月2回目の指値オペ(0.100%)を通知した。これに対し、日銀によると940億円の応札があった。

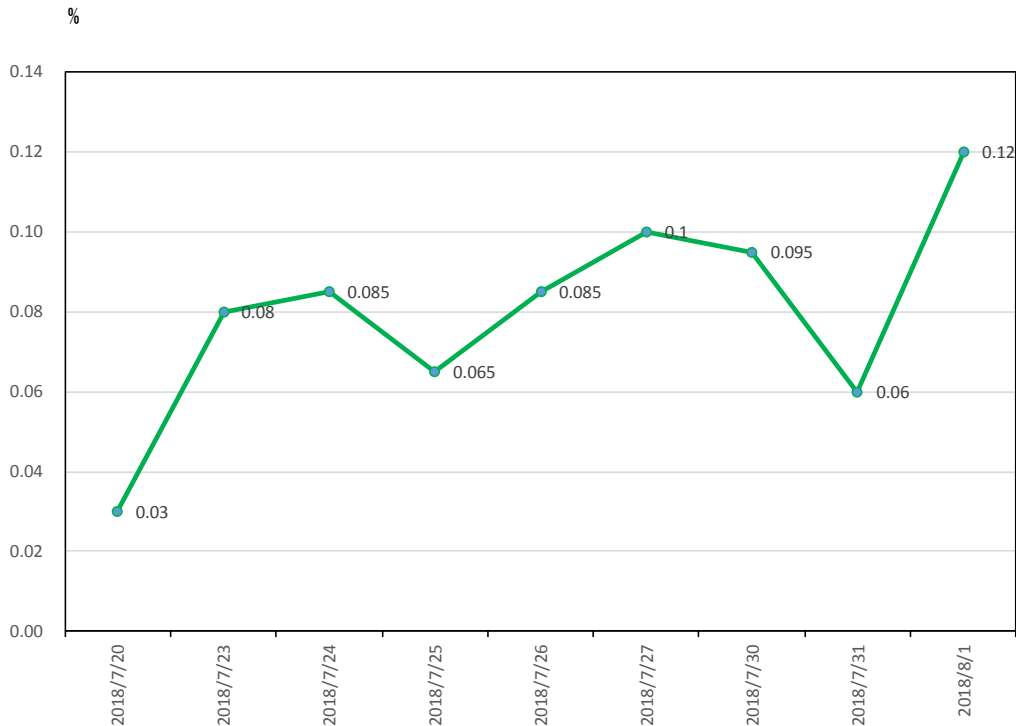
さらに日銀は30日午後、国債10年物利回りが一時0.110%と約1年半ぶりの高水準まで上昇したことで、今月3回目となる指値オペ(0.100%)を通知した。これに対し、日銀によると1兆6,403億円の応札があった。同オペで1兆円を超える国債を購入したのは16年9月の制度導入以来初めてである。3回の指値オペを通知することで、日銀は国債10年物利回りが0.1%を超えることを許容しない姿勢を市場に示した。

結果発表の31日には、日銀の公表文にイールカーブ・コントロールを続けて、長期金利の誘導目標水準をゼロ%に据え置く旨が記載されていたため、国債市場で買い戻しが優勢となり、0.06%でこの日の取引を終えた。一方、黒田総裁がこの日の15時30分から開催された記者会見で、国債10年物利回りはマイナス0.2%から0.2%の間に収まるよう金融調節を行う方針を示したことから、翌日の市場では売りが優勢となり、国債10年物終値利回りは0.12%まで上昇した。図1に国債10年物の終値利回り推移を示した。

⁶ 本稿で国債10年物は、現物の新発国債10年物を示す。

⁷ ここでは金利スワップレート10年物の分析結果を示していないが、国債10年物利回りとはほぼ等しい動きを見せた。

図1 日本国債10年物の利回り推移



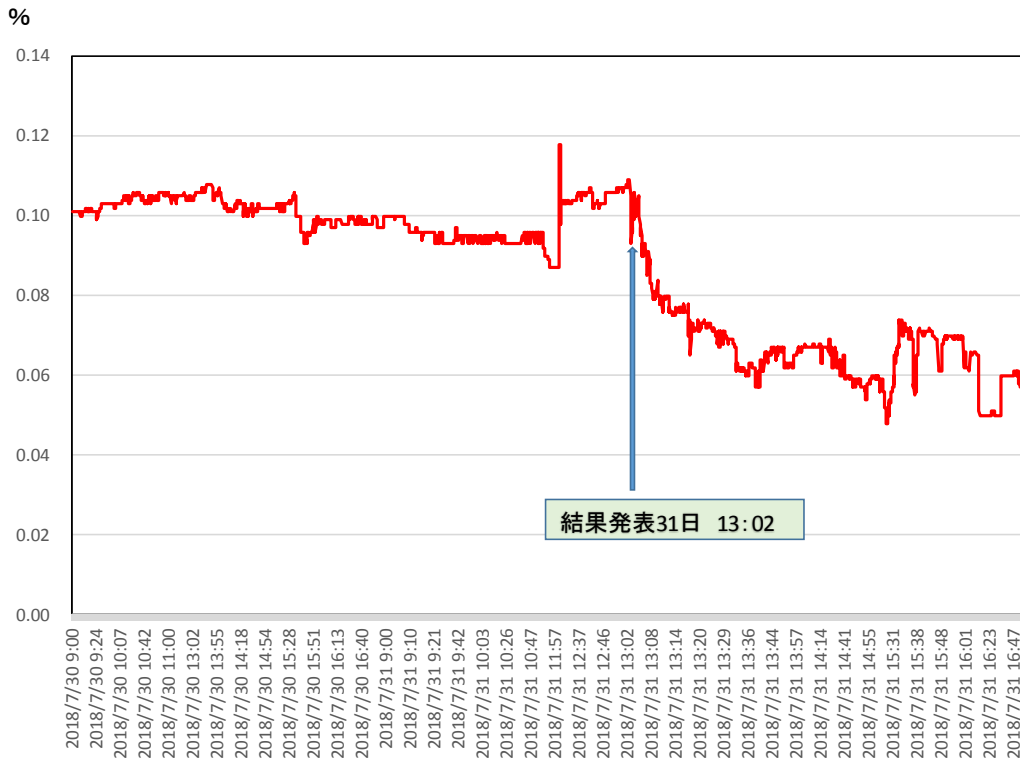
注 データソースは日本相互証券。
日次の終値利回りで、標本期間は2018年7月20日から8月1日。

3.2 結果発表の前日と当日における国債10年物（現物、先物）の推移

決定会合の結果発表の前日と当日における国債10年物（現物、先物）のティックデータを用いた分析を行った。結果が発表された31日の13時2分の約30分前までは、国債10年物現物利回りは概ね0.1%を挟む推移となった。日銀がこの週に指値オペを3回通知し、0.1%超えを許容しない姿勢を示したことに加えて、各マスコミの観測報道から、市場関係者は日銀が長期金利の誘導目標を0.1%程度の水準に引き上げることを予想していたと判断できる。結果発表が13時過ぎまでずれこんだため、市場では長期金利の誘導目標水準が0.1%以上に引き上げられるとの思惑が出て、結果発表の30分ほど前から売りが強まり、0.1%を超える水準で推移した。

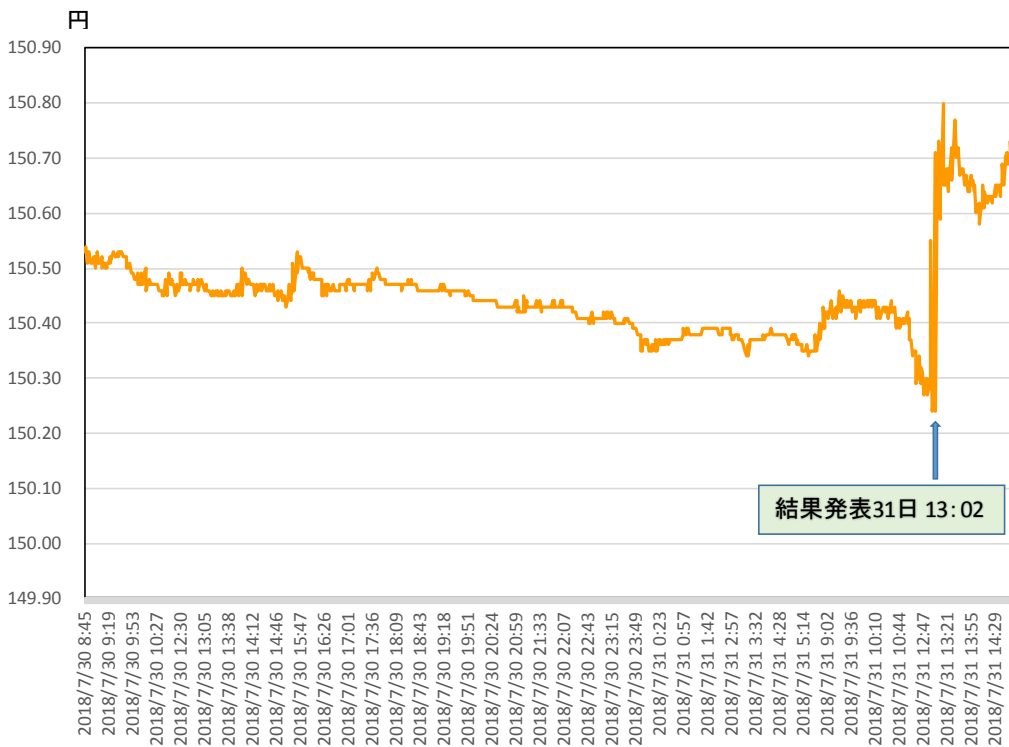
一方、結果が発表された13時2分以降では、こうした思惑が外れたことから買いが優勢となり、0.05%まで下落する場面があった。また、フォワードガイダンスが加えられた声明文全体の印象が、ハト派的と受け止められたことも国債の買いを誘った要因の一つといえる。先物市場でも現物市場と同様な動きを示し、結果の発表直後から買い戻しが優勢となり、国債10年物先物は一時、150円80銭まで上昇した。図2に国債10年物現物利回りのティックデータ推移、図3に国債10年物先物のティックデータ推移をそれぞれ示した。

図2 国債10年物現物利回りのティックデータ推移



注: データソースはBloomberg。標本期間は2018年7月30日から7月31日。

図3 国債10年物先物のティックデータ推移

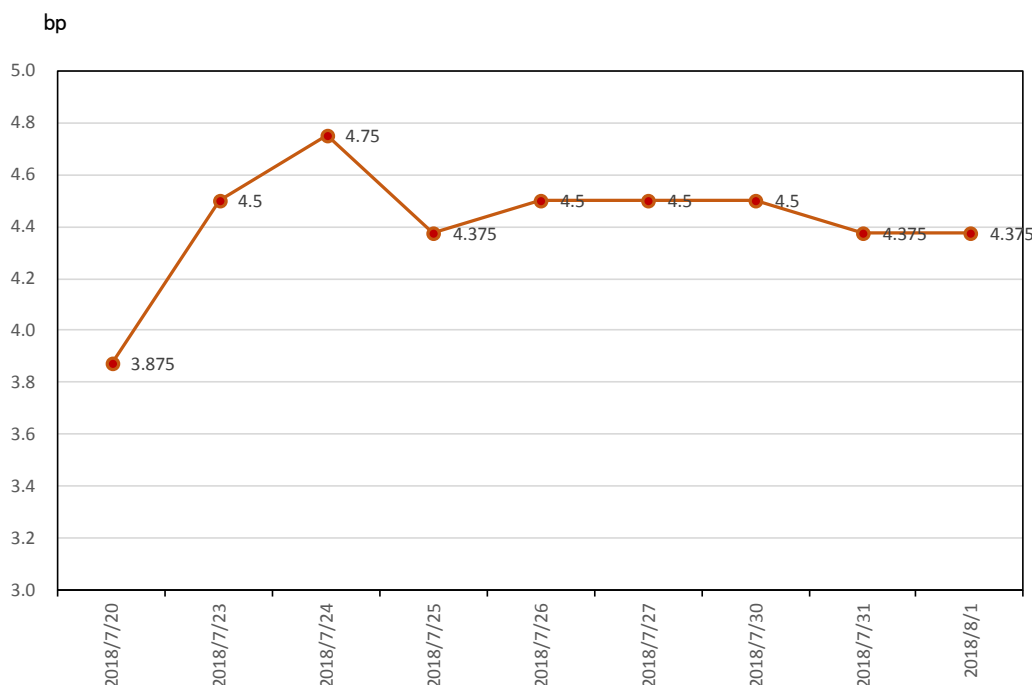


注: データソースはBloomberg。標本期間は2018年7月30日から7月31日。

3.3 LCH-JSCC スプレッドの推移

LCH (London Clearing House) マイナス JSCC (Japan Securities Clearing Corporation) スプレッド 10 年物 (ロンドンと日本の集中清算機関 (クリアリングハウス) 間のスワップレートの差) を見てみると、観測報道がなされた翌週の 7 月 23 日に急上昇し、その後高止まりした。QUICK (2018) と Bloomberg (2018) によると、LCH の主要な参加者は海外勢であり、JSCC の主要な参加者は国内勢である⁸。海外勢も日銀による長期金利の誘導目標引き上げを予想していたが、その予想は国内勢よりも強かったとみられる。また、決定会合後においても海外勢の方が国内勢に比べて、長期金利が強含みで推移すると予想したことになる。図 4 に LCH-JSCC スプレッド 10 年物の終値推移を示した。

図 4 LCH-JSCC スプレッド 10 年物の推移



注: データソースはBloomberg。
日次データであり、標本期間は2018年7月20日から8月1日。

4 まとめ

2018 年 7 月の金融政策決定会合に際しては、事前に長期金利目標の柔軟化に関する観測報道が流された。観測報道を背景に、国債市場では思惑が錯綜し、決定会合の当日まで長期金利は上昇傾向を辿った。本稿では、事前報道の内容を検証し、長期金利の反応を分析した。

⁸ 清算機関 (CCP: Central CounterParty) を巡るグローバルな対応については、日本銀行決済機構局 (2017) が参考になる。金融規制下におけるデリバティブ取引と CCP については、吉川 (2015) が参考になる。

観測報道は7月20日金曜夜の時事通信やロイターによるものから始まり、週明けの23日月曜から長期金利が上昇傾向を辿った。日銀はこうした動きをけん制するため、無制限の国債買い入れ指値オペを23日(0.11%)、27日(0.10%)、30日(0.10%)にそれぞれ通知し、国債10年物利回りが0.1%を超えないよう手を打った。

決定会合の結果が発表された31日の日銀公表文には、長期金利の誘導目標水準をゼロ%に据え置く旨が記載されていたため、国債市場で買い戻しが優勢となり、10年物利回りは0.06%でこの日の取引を終えた。黒田総裁がこの日の15時30分から開催された総裁記者会見で、国債10年物利回りはマイナス0.2%から0.2%の間に収まるよう金融調節を行う方針を示した。このため翌1日には売りが優勢となり、国債10年物終値利回りは0.12%まで上昇した。

決定会合の結果発表の前日と当日における国債10年物(現物、先物)のティックデータを用いた分析では、結果発表が13時過ぎまでずれこんだため、長期金利の誘導目標水準が引き上げられるとの思惑で、発表の30分ほど前から売りが優勢となり、国債10年物現物利回りが0.1%を超える水準で推移した。

一方、結果が発表された13時2分以降、誘導目標水準の引き上げ予想が外れたとの思惑から買いが優勢となり、国債10年物現物利回りが0.05%まで下落する場面があった。また、フォワードガイダンスが加えられた声明文全体の印象が、ハト派的と受け止められたことも国債の買いを誘った要因の一つといえる。先物市場でも現物市場と同様な動きを示し、結果発表の直後から買い戻しが優勢となり、国債10年物先物は一時、150円80銭まで上昇した。

LCH-JSCC スプレッドを見ると、観測報道がなされた翌週の7月23日に急上昇し、その後高止まりした。海外勢も日銀による長期金利の誘導目標引き上げを予想していたが、その予想は国内勢よりも強かったとみられる。また、決定会合後においても海外勢の方が国内勢に比べて、長期金利が強含みで推移すると予想したことになる。

【参考文献】

伊藤隆康(2007)「OIS (Overnight Index Swap) 取引と金融政策」『新潟大学経済論集』、第83号, pp.83-90.

伊藤隆康(2008)「日銀の市場との対話—2007年1月から2月の金融政策運営を分析して」『金融構造研究』、第30号, pp.37-47.

大岡英興・長野哲平・馬場直彦(2006)「わが国 OIS (Overnight Index Swap) 市場の現状」『日銀ビュー』、2006-J-15.

黒田東彦(2017)「量的・質的金融緩和と経済理論」、スイス・チューリッヒ大学における講演,日銀 HP. https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/ko171114a.htm/

- 日本銀行決済機構局（2017）「清算機関（CCP）を巡るグローバルな対応について」
決済システムレポート別冊シリーズ。
- 吉川浩史（2015）「金融規制の複合的な影響によるデリバティブ市場の構造変化」
野村資本市場クォーターリー 2015 年秋号、pp127-143.
- Blinder,A., C.Goodhart, P.Hilderbrand,D.Lipton, and C.Wyplosz (2002), *How Do Central Banks Talk: Geneva Report on the World Economy 3* .
- Blinder, A.(2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press.
- Bloomberg(2018), 「黒田総裁の出口論封印に耳貸さぬ海外勢、円スワップ金利内外差が示唆」 Bloomberg ニュース, 2018/01/29.
- Brunnermeier, M.K. and Y.Koby (2018), “The Reversal Interest Rate”. (*Working Paper*)
Princeton University.
- Ehrmann,M. and M.Fratzscher (2007), “Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.39,pp.509-541.
- Guthrie,G. and J.Wright (2000), “Open Mouth Operation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.46, pp. 489-516.
- Issing,O. (2005), “Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, Part1, pp.65-83.
- Kohn, D. L. and B. P. Sack (2003), “Central Bank Talk: Does It Matter and Why?”
Finance and Economics Discussion Series, 2003-55, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- QUICK (2018), 「にちぎん発のグローバル・ステーピング 海外金利は過剰反応か」
QUICK デリバティブズコメント, 2018/1/10.
- Thornton, D. L. (2009), “‘What the Libor-OIS Spread Says,’ Economic SYNOPSIS 24.<https://research.stlouisfed.org/.../es/09/ES0924.pdf>

別表 1 強力な金融緩和継続のための枠組み強化

金融政策決定会合終了後の対外公表文（2018年7月31日）

http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2018/k180731a.htm/

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス

日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲-0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(3) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

[1] ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

[2] CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

別表2 総裁記者会見要旨

2018年7月31日（火）午後3時半から約60分

http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2018/kk180801a.pdf

から抜粋

（問）昨日と今日の決定会合で「量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置の導入を決められたと思いますが、その理由と狙いを総裁からご説明頂けますでしょうか。

（答）本日の決定会合では、わが国において物価上昇に時間を要している背景や、今後、物価上昇率が高まるメカニズムを重点的に点検したうえで、先行きの経済・物価見通しを展望レポートとして取りまとめました。また、これを踏まえ、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定しました。

中略

長期金利の変動幅については、「イールドカーブ・コントロール」導入後の金利変動幅、概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いています。もっとも、金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する方針であり、金利水準が切り上がっていくことを想定しているものではありません。

（問）先程、金利が上下に変動することについて、倍程度というお言葉がありましたが、これは要するに、-0.2%から+0.2%までの変動で推移するように操作するということでしょうか。

（答）長短金利の幅が上下に変動し得ることについては、国債市場の機能度を高めるためにある程度の変動を容認するということであり、従来±0.1%くらいの狭い幅で動いていましたが、その倍くらいの幅を念頭に置いて考えていくということなのです。