

日銀の金融緩和の点検：事前報道と金融市場の反応を中心に

明治大学 商学部 伊藤隆康

要 旨

2021年2月に入り長期金利は緩やかな上昇傾向を辿った。同月26日には2016年1月29日以来の高い水準である0.175%まで一時上昇した。3月に入ると長期金利は高止まったが、5日の黒田・日銀総裁発言を受けて、長期金利は一時0.07%まで低下した。その後の観測報道で長期金利は0.1%を超える水準で推移した。点検で決定された骨子は、(1)長期金利の変動幅を上下0.25%に拡大。(2)ETFの買い入れをTOPIX連動のみに限定し、買入額を柔軟化。(3)貸出促進付利制度を創設、の3点である。日本経済新聞の報道と翌日の日銀の正式発表を受け、長期金利は0.1%を下回ったが、月末に向け0.1%を超す水準まで上昇した。2月に入ってもNT倍率(日経平均株価(225指数)を東証株価指数TOPIXで除した値)は概ね15倍台半ばで推移した。3月10日以降、日経平均ベースでの運用をTOPIXベースに変更する動きが進み、NT倍率は15.2倍前後まで低下した。翌日の日銀の正式発表を受け、NT倍率は14倍台の半ばまで低下し、月末に向けて15倍台近辺まで上昇した。

キーワード 日銀、金融緩和の点検、事前報道、長期金利、上場投資信託(ETF)

1. はじめに

日銀は2020年12月18日開催の金融政策決定会合で「2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検」に入ると決め、2021年3月18日・19日に開催の同会合で結果を発表するとした。点検の主な論点は、マイナス金利政策の「持続性」や「副作用の軽減」、「市場機能への配慮」などである。金融政策決定会合における主な意見(2020年12月17、18日開催分)に記載された、点検に関する論点を別表1に示した。過去における同様の点検作業は新たな政策を打ち出す布石となってきた。代表例が2016年9月の「総括的な検証」である。その検証の結果、日銀はマイナス金利政策の導入で長期金利が低下した副作用を和らげるために、長期金利の誘導策(YCC: Yield Curve Control)を導入した。

日銀が金融政策の点検作業を始めると表明して以来、市場では「次の一手」をめぐる思惑が広がった。マイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール、ETFとJ-REITなどの

資産購入政策がもたらす副作用を和らげる方法を中心に関心が集まった。本稿ではこの点検に関して、事前報道や日銀幹部の発言を踏まえながら、点検の内容と金融市場の反応を検証する。

日銀が導入した非伝統的な金融政策に関する短期的な効果を分析した先行研究には、伊藤(2011)や伊藤(2014)、伊藤(2015)、伊藤(2016)、伊藤(2017)などがあげられる。Ito (2020)はマイナス金利政策が日本の国債と金利スワップ市場に与えた影響を分析している。また、伊藤 (2021) は新型コロナウイルス危機の拡大による金融市場の動揺を鎮めるために、日銀が 2020 年 3 月に通知した臨時の国債買入れオペと長期金利を分析した。

伊藤 (2011) は、10 年 10 月 5 日に日銀が打ち出した包括緩和について、約 3 カ月という短期における効果を検証した。1 年物までの金利は包括緩和の実施約 3 カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると上昇したことから、長期金利の低位安定効果はなかった。

伊藤(2014)は、13 年 4 月 4 日に導入を決定した量的・質的緩和が金融市場に与えた短期的な効果を検証した。3 カ月後、6 カ月後において緩和効果が認められたのが、短期金利 (TIBOR3 カ月物、12 カ月物) と株価 (TOPIX)、ドル円為替レートであった。一方、東証 REIT 指数に対する効果はなかった。

伊藤(2015)は、非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響 (1 カ月後、12 カ月後) を検証した。包括緩和政策では 1 カ月後、12 カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。一方、共通しているのは、1 年物までの短期金利の低下効力が 12 カ月後においても持続していた点である。

Ito (2016) によれば、13 年 1 月 4 日から 15 年 8 月 24 日までにおいて、中長期の 7 年物、10 年物、30 年物では、国債利回りから金利スワップへの一方的な影響が確認できた。これは量的・質的緩和政策を通じて、日銀が市場から大量の国債を購入したことで国債の利回りが低下し、それに連動して金利スワップレートも低下したことを示す。また、量的・質的緩和政策は当初の思惑通りに 7 年以上のイールドカーブを平坦化させることに成功したといえる。

伊藤 (2016) は、日銀が 15 年 12 月 18 日に導入を決めた量的・質的金融緩和政策の

補完措置が、金融市場に与えた影響を検証した。補完措置は導入の1カ月において株価やREIT、ドル円為替レートに対するプラスの効果はなかった。一方、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化するという対応とリスク回避モードの高まりを受けて、より満期の長い国債利回りや金利スワップレートが低下する形で、イールドカーブがフラット化した。

伊藤（2017）によれば、16年1月のマイナス金利政策の導入決定の3カ月後と6カ月後において、中長期ゾーンを中心に国債利回りや金利スワップレートが大幅に低下した。日本国債5年物と10年物や金利スワップ5年物までが、マイナス0.1%を下回る水準まで低下した。一方、日本円TIBORの3カ月物と6カ月物も弱含んだが、プラスの水準を維持した。

Ito（2020）は、日銀のマイナス金利政策が日本国債と金利スワップ市場に与えた影響に関して、16年9月に導入されたイールド・カーブ・コントロール（YCC）の時点で標本を分割して分析した。YCC導入の前では、国債と金利スワップ市場は2年から10年の満期で市場分断を示していたが、導入後において市場分断は7年物と10年物に限定されていた。

伊藤（2021）によれば、新型コロナウイルス危機の拡大による金融市場の動揺を鎮めるために、日銀は2020年3月13日と17日、19日、23日にそれぞれ臨時の国債買入れオペを通知し、長期金利の上昇を牽制した。3月18日には新発国債10年物の終値利回りが0.07%まで上昇したことを受けて、日銀は翌3月19日には合計で1兆3,000億円の国債買入れオペを市場に通知した。19日のオペを受けて新発国債10年物は0.07%近辺から上昇することはなく、日銀が3月23日の国債買入れオペを通知して以降、10年物は低下しゼロ%近辺で安定的に推移した。

2. 事前報道

日銀が2020年12月18日に金融緩和の点検を公表して以来、金融市場ではその内容に関心が集まった。時事通信社が翌21年1月16日に「長期金利操作、運用見直しも 変動幅再拡大の可能性—日銀」と題する観測記事を掲載し、情報戦に突入した。決定会合初日である3月18日の午後12時に日本経済新聞が電子版で「日銀、長期金利変動を小幅拡大 緩和継続へ政策修正議論」と題する報道を行い、その内容はほぼ日銀の決定内容に沿ったものであった。

この間、日銀の幹部による長期金利の上下の変動幅に関する発言も報道されている。日銀の黒田東彦総裁は3月5日の衆院財務金融委員会で、プラスマイナス0.2%程度とする長期金利の変動幅の拡大について「必要とも適当とも思っていない」と述べた。副総裁の雨宮正佳は8日のオンライン講演会で、金利の変動は「一定の範囲内であれば緩和効果を損なわずに市場機能にプラスに作用する可能性もある」と指摘した。主な事前報道に関しては、別表2に記載した。

3. 点検の内容

基本的見解は1.点検結果と2.政策面での対応からなる。決定の骨子は、(1)長期金利の変動幅を上下0.25%に拡大。(2)ETFの買い入れをTOPIX連動のみに限定し、買入額を柔軟化。(3)貸出促進付利制度を創設、の3点である。別表3に点検内容の基本的見解からの抜粋を記した。

(1)長期金利の変動幅を上下0.25%に拡大

長期金利の変動幅について明確化することとし、上下に±0.25%程度とした。なお、特に下限については、日々の動きの中で金利が一時的に下回るような場合に、「そうした動きに厳格には対応しない」とした。一方、金利の大幅な上昇を抑制するために、特定の年限の国債を固定金利で無制限に買い入れる指値オペを強化させた、連続指値オペ制度¹を新たに導入した。この制度の下では日銀は一定期間、指値オペを連続して行う¹。

(2)ETFの買い入れをTOPIX連動のみに限定し、買入額を柔軟化

「年間約6兆円」という原則的な目標を削除し、「年間約12兆円」の上限を残した。J-REITについても同様に上限について年間約1,800億円を残した。これにより今後は、12カ月間でETF買い入れ実績を足し合わせて6兆円に及ばない状況が、正当化されることになった。また、TOPIX連動型のみが買い入れ対象になった。

(3)貸出促進付利制度を創設

日銀が金融機関の貸出を促進する観点から行っている各種資金供給について、その残高に応じて一定の金利をインセンティブとして付与する制度（貸出促進付利制度）を創設し、このインセンティブが、短期政策金利と連動するようにする。

¹ 新型コロナウイルス危機拡大を警戒し長期金利が上昇した際、日銀は2020年13日と17日、19日、23日にそれぞれ臨時的国債買い入れオペを通知し、長期金利の上昇を牽制した。詳しくは伊藤（2021）を参照。

(4) 金融政策決定会合における主な意見

2021年公表の金融政策決定会合における主な意見（2021年3月18、18日開催分）によれば、「長期金利が上下0.25%程度動きうるフレキシビリティは、収益機会が失われていたアービトラージャーやスペキュレーターが債券市場から退出することを防ぎ、市場が持つ価格安定化機能を維持する観点からも望ましい」などの金融機関の収益に配慮する意見がある一方、「長期金利の変動幅の上限については、新たに導入する「連続指値オペ制度」も駆使して、厳格に対応することが適当である」との意見もあり、長期金利の上昇を抑える姿勢を明確にした。また、ETF買入については「ETF等買入れの運営を柔軟化すべきである」や「ETF等買入れは、必要な際に機動的に対応する方針を明確化することが適切である」などの意見があり、ETF買入の弾力化が明確になった。詳細は別表4に記した。

4. 長期金利と株価の反応

(1) 長期金利（新発10年物国債利回り）

日銀が3月の点検で長期金利の変動幅を拡大するとの思惑もあり、2月に入り長期金利は緩やかな上昇傾向を辿った。26日には2016年1月29日以来の高い水準である0.175%まで一時上昇した。3月に入ると長期金利は高止まったが、5日に日銀の黒田東彦総裁が衆院財務金融委員会で、プラスマイナス0.2%程度とする長期金利の変動幅の拡大について「必要とも適当とも思っていない」と述べたことで、長期金利は一時0.07%まで低下した。

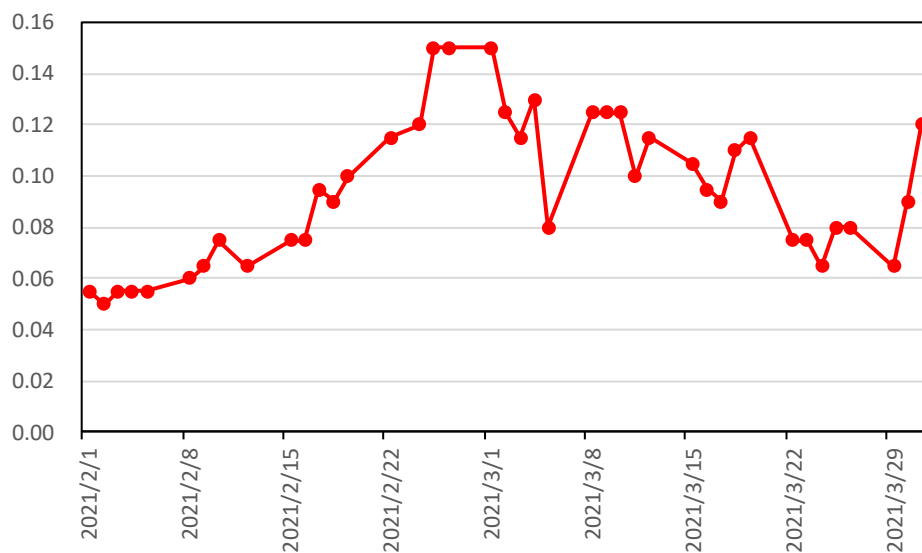
日銀の雨宮正佳副総裁は8日、金利の変動は「一定の範囲内であれば緩和効果を損なわずに市場機能にプラスに作用する可能性もある」と指摘し、長期金利の変動容認や超長期金利の過度な低下を防ぐ措置に含みを残した。この発言を受けて長期金利は0.1%を超える水準まで再び上昇した。10日以降、各報道メディアによる観測報道が相次いだ。日本経済新聞が会合初日の午後12時に電子版で配信した「日銀、長期金利変動を小幅拡大 緩和継続へ政策修正議論」がほぼ正確に翌日公表予定の日銀の決定内容を報道した。この報道と翌日の日銀の正式発表を受け、長期金利は0.1%を下回ったが、月末に向け0.1%を超す水準まで上昇した。長期金利の推移に関しては図表1に記した。

(2) 株価（NT倍率）

2月に入ってもNT倍率（日経平均株価（225指数）を東証株価（一部）指数TOPIXで除した値）は概ね15倍台半ばで推移した。3月10日以降、日経平均ベースでの運用をTOPIXベースに変更する動きが進み、NT倍率は15.2倍前後まで低下した。10日の日本

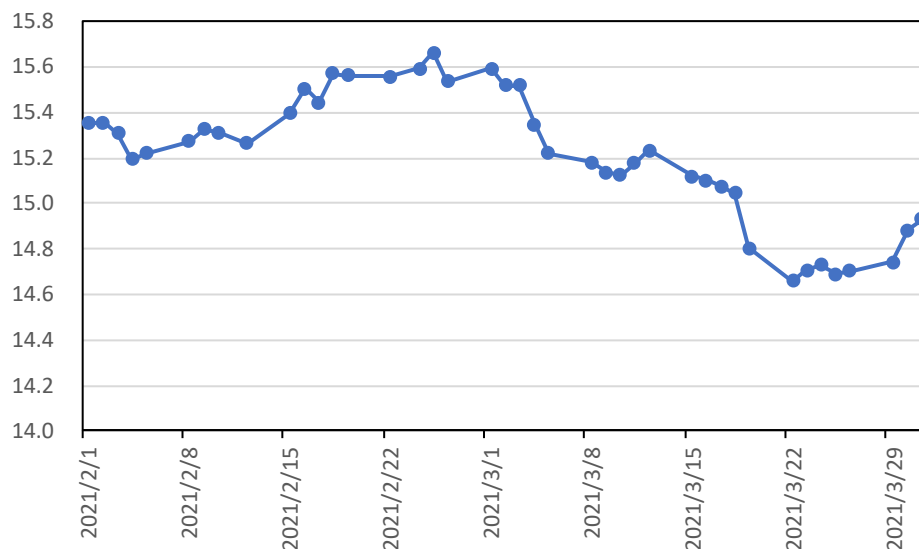
経済新聞の報道と翌日の日銀の正式発表を受け、NT倍率は14倍台の半ばまで低下し、月末に向けて15倍台近辺まで上昇した。NT倍率の推移に関しては図表2に記した。

％ 図表1 10年物長期金利の推移



注：新発10年物国債の終値利回り。
 標本期間は2021年2月1日から3月31日。
 データソースは日本相互証券。

倍 図表2 NT倍率の推移



注：日経平均株価(225)終値をTOPIX終値で除した値。
 標本期間は2021年2月1日から3月31日。
 データソースはDatastream。

5. まとめ

本稿では日銀の点検に関して、事前報道や日銀幹部の発言を踏まえながら、2021年3月18日・19日に開催の金融政策決定会合で発表された点検の内容と金融市場の反応を検証した。日銀は2020年12月18日開催の金融政策決定会合で「2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検」に入ると決め、結果は2021年3月18日・19日に開催の同会合で結果を発表するとした。その日以降、金融市場ではその内容に関心が集まった。時事通信社が翌21年1月16日に「長期金利操作、運用見直しも 変動幅再拡大の可能性―日銀」と題する観測記事を掲載し、情報戦に突入した。

2月に入り長期金利（新発10年物国債利回り）は緩やかな上昇傾向を辿った。26日には2016年1月29日以来の高い水準である0.175%まで一時上昇した。3月に入ると長期金利は高止まった。しかし、5日に日銀の黒田東彦総裁が衆院財務金融委員会で、プラスマイナス0.2%程度とする長期金利の変動幅の拡大について「必要とも適当とも思っていない」と述べたことで、長期金利は一時0.07%まで低下した。

日銀の雨宮正佳副総裁は8日、金利の変動は「一定の範囲内であれば緩和効果を損なわずに市場機能にプラスに作用する可能性もある」と指摘し、長期金利の変動容認や超長期金利の過度な低下を防ぐ措置に含みを残した。日本経済新聞が会合初日の午後12時に電子版で配信した「日銀、長期金利変動を小幅拡大 緩和継続へ政策修正議論」がほぼ正確に翌日公表予定の日銀の決定内容を報道した。

点検に関する決定の骨子は、(1)長期金利の変動幅を上下0.25%に拡大。(2)ETFの買い入れをTOPIX連動のみに限定し、買入額を柔軟化。(3)貸出促進付利制度を創設、の3点である。日本経済新聞の事前報道と翌日の日銀の正式発表を受け、長期金利は0.1%を下回ったが、月末に向け0.1%を越す水準まで上昇した。

2月に入ってもNT倍率（日経平均株価（225指数）を東証株価（一部）指数TOPIXで除した値）は概ね15倍台半ばで推移した。10日以降、日経平均ベースでの運用をTOPIXベースに変更する動きが進み、NT倍率は15.2倍前後まで低下した。10日の日本経済新聞の報道と翌日の日銀の正式発表を受け、NT倍率は14倍台の半ばまで低下し、月末に向けて15倍台近辺まで上昇した。

参考文献

- Ito,T.(2016), “Japanese Long-Term Interest Rates under the Quantitative and Qualitative Easing Policy- Analysis of JGB and IRS Markets,” 『平成 27 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちよ財団, pp.31 - 43.
- Ito,T. (2020), “Long Term Interest Rates under Negative Interest Rate Policy: Analysis of Japanese Government Bond and Swap Markets,” *Journal of Corporate Accounting and Finance*, Vol.30,pp.12-17.
- 伊藤隆康(2011), 「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』 第 90 号, pp.237-247.
- 伊藤隆康(2014) 「日銀による量的・質的緩和政策の金融市場に対する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』 第 96 号,pp.149-156.
- 伊藤隆康(2015), 「非伝統的な金融政策が市場に与えた短期的な効果の検証ー包括緩和政策と量的・質的緩和政策の比較」『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちよ財団, pp.10 - 18.
- 伊藤隆康(2016), 「量的・質的緩和政策の補完措置に関する市場との対話と短期的効果に関する検証」『平成 27 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちよ財団, pp.23 - 30.
- 伊藤隆康(2017), 「マイナス金利政策導入の短期的効果に関する検証」『平成 28 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちよ財団,pp1 - 8.
- 伊藤隆康(2021), 「新型コロナウイルス危機時における日銀の対応：2020 年 3 月の臨時国債オペの検証」『2020 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちよ財団,pp1 - 17.
- 朝日新聞社ホームページ <https://www.asahi.com/>
- 産経新聞社ホームページ <https://www.sankei.com/>
- 時事通信社ホームページ <https://www.jiji.com/>
- 日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/>
- 日本経済新聞社ホームページ <https://www.nikkei.com/>
- ブルームバーグ社ホームページ <https://www.bloomberg.co.jp/>

別表1 金融政策決定会合における主な意見（2020年12月17、18日開催分）から抜粋

2020年12月28日

2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検

- 感染症の影響もあり、2%の「物価安定の目標」の実現には一層時間がかかる可能性が高い。このため、緩和のさらなる長期化を踏まえ、2%を実現する観点からより効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検を行うことが重要である。
- 今回の点検では、現在の枠組みのもとで実施している政策の運営面に焦点を当てるのが適当であり、来年3月会合までの期間を念頭に作業するのが良い。
- 感染症の抑制と経済活動の両立というウィズ・コロナのもとの状況を踏まえ、2%の物価安定目標をどのように実現していくかについて、議論を整理していく必要がある。
- 「物価安定の目標」達成に向けてどのような戦略をとるべきか、改めて総合的に検討することが必要である。
- 「物価安定の目標」を実現し、デフレに戻らないために、戦略、手段、コミュニケーションを点検すべきである。バブル崩壊以後、日本経済は回復の兆しが見えるたびに頓挫することを何度も繰り返してきた。再びデフレに陥ると、雇用の増加といった経済の前向きな動きは後退し、日本経済が浮上する機会は失われる。デフレに決して戻さないという決意のもとで、点検作業をすべきである。
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みはうまく機能しているので、これを見直す必要はない。2%の「物価安定の目標」をはじめ、我々がコミットしている点も維持すべきである。
- 資産買入れを含めた金融緩和策の効果と副作用を点検し、必要に応じて持続性や効果を高める改善を図るべきである。
- ETFについては、当面積極的な買入れを維持するとともに、金融緩和が長期化する中、財務の安定性にも配意し、市場の状況に応じた柔軟な調整の余地を探るべきである。
- イールドカーブ・コントロールやETF等の資産買入れについて、柔軟な運営により持続性を高めつつ、起こり得る経済・物価・金融情勢の変化に対して、効果的に対応できるよう備えておくことが必要である。

- イールドカーブ・コントロールの運営については、国債増発に伴い市中における金利リスク量の増加と需給の緩みが生じ得ることを踏まえる必要がある一方で、イールドカーブの緩やかなペースでのスティープ化は金融緩和の長期化と金融システムの安定の両立の観点から望ましい面もある。こうした中、より丁寧できめ細かなコントロールが必要になっていく。

別表2 点検に関する主な事前報道の抜粋(各社のホームページからの引用)

時事通信社

長期金利操作、運用見直しも 変動幅再拡大の可能性—日銀

2021年1月16日 07:24

金融政策の柱である長期金利操作の運用見直し案が日銀内に浮上していることが(2021年)15日、分かった。マイナス0.2%からプラス0.2程度に抑えてきた金利の変動幅を拡大する可能性がある。新型コロナウイルスの感染収束が見えない中で景気や物価の急変に柔軟に対応できるよう、変動幅を広げて政策の自由度を確保する狙いがあるもようだ。

日銀は20、21日の金融政策決定会合の議論を踏まえ、3月会合をめぐりに金融政策を点検する。政策点検の一環として、検討を進める。「0%程度で推移する」とした長期金利操作の目標は堅持した上で、実務面ではプラスマイナス0.2%を上回る変動を認めることなどが狙上に上りそうだ。3月の政策点検をめぐっては、上場投資信託(ETF)や国債を買い入れる手法の見直しも検討するとみられる。

ブルームバーグ

日銀、政策点検でマイナス金利深掘り余地の明確化を検討—関係者

2021年2月10日 21:07

日本銀行が3月をめぐりに結果を公表する金融政策の点検で、マイナス金利の深掘りなど一段の緩和余地の存在を明確化するための対応を検討している。事情に詳しい複数の関係者が語った。

関係者によれば、将来的に0.1%のマイナス金利の深掘りを中心にさらなる緩和を行う場合に想定される金融システムや市場機能に対する副作用の軽減策について検討が行われる可能性があるという。現時点では、マイナス金利深掘りが必要な状況とはみていない。政策点検の公表までにまだ時間があり、結論には達していない。

時事通信社

マイナス金利、危機時に強化 機動性確保へ方針明確化—3月の政策点検で日銀

2021年2月11日 07:25

日銀が3月に行う金融政策の「点検」で、現在のマイナス金利政策を維持し、必要に応じ

て一段の利下げも辞さない方針の明確化を検討することが10日、分かった。新たな金融危機や急激な円高進行など、追加緩和が必要になる事態に備え政策の機動性を確保する。

日銀は現在、大規模緩和の一環として、金融機関が日銀に預け入れる当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を適用している。日銀に資金を預けると不利な状況をつくり出すことで銀行に活発な投融資を促し、経済の活性化につなげるのが狙い。

マイナス金利に対しては、金融機関の収益悪化など「副作用」への懸念から、金融市場ではさらなる引き下げに懐疑的な見方が根強い。このため日銀は追加緩和の「次の一手」として利下げの可能性を改めて強調し、政策の手詰まり感を払拭する。

一方、貸出金利の低下などで地方銀行を中心に収益悪化も目立つことから、金融機関向けの副作用軽減策の強化も視野に入れている。政策点検ではこのほか、上場投資信託（ETF）など金融資産の買い入れにめりはりをつけるといった柔軟化策を検討。また、現在プラスマイナス0.2%程度としている長期金利操作の変動幅拡大も議論する。

日本経済新聞

長期金利、市場に一段高の声 日銀の動き見極め

2021年2月27日 02:00

国内債券市場で長期金利が上昇（債券価格は下落）してきた。長期金利の指標となる新発10年物国債利回りは26日、一時0.175%をつけた。日銀がマイナス金利政策の導入を決めた2016年1月29日以来の高い水準だ。米国の長期金利上昇と日銀が一定の金利上昇を容認するとの見方から市場では一段高を見込む声も出ている。

日本経済新聞

長期金利、点検後0.3%の攻防へ 切り上がる上限

2021年3月1日 15:33

1日の長期金利は朝方に前週末を0.010%下回る0.140%に低下したが、その後0.150%まで戻す場面があった。日本時間1日の取引で米長期金利が一時1.3%台まで下がったにもかかわらず、日本の長期金利は追随していない。財務省による2日の10年物国債入札をにらんだ動きながら、日銀が今月18～19日に予定する金融政策決定会合での政策点検に伴い、許容する長期金利の変動幅を拡大するとの見方も効いている。

債券市場は日銀の変化を織り込みつつある。QUICKが1日公表した2月の債券月次調査

では、市場関係者 115 人のうち日銀が 3 月に予定する金融政策の「点検」に絡んで金融調節方針を変更するかどうかについて、「ある」との答えが 83%にのぼった。

日銀は長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の一環として長期金利の誘導目標を「ゼロ%程度」としている。問題はどこまで変動を許容しても「ゼロ%程度」にあたるかだ。現状でプラスマイナス 0.2%の許容幅について、日銀は拡大するとの予想が多い。

QUICK の調査では具体的な変動幅の数値に関しては、92 人の回答の中央値が 0.3%だった。

「仮に変動幅を拡大しても織り込み済みで、金利上昇は限られる」（証券会社）や「点検への不透明感はある程度織り込まれたのではないか」（投信投資顧問）といった声が並ぶ。

日本経済新聞

金利上昇抑制、現時点は不要 片岡日銀委員

2021 年 3 月 3 日 19:00

日銀の片岡剛士審議委員は 3 日、オンライン形式で開いた群馬県金融経済懇談会の後に記者会見した。2 月末に長期金利が急上昇した国内の債券市場について「突発的に金利が上昇すれば弾力的な措置を講じるが、現在はそこまでの状況ではない」と述べ、金利水準を引き下げるために国債買い入れの増額などに動く必要はないとの認識を示した。

日本経済新聞

長期金利の変動幅拡大「必要と思わない」 日銀総裁

2021 年 3 月 5 日 19:01

日銀の黒田東彦総裁は 5 日の衆院財務金融委員会で、プラスマイナス 0.2%程度とする長期金利の変動幅の拡大について「必要とも適当とも思っていない」と述べた。金利の上昇加速を許容しない姿勢を示した格好で、長期金利は急低下（債券価格は上昇）した。

日銀は新型コロナウイルス禍で 2%の物価安定目標が一段と遠のいたとして金融政策の点検を実施している。結果は 18~19 日に開く金融政策決定会合後に公表する。金融機関の収益悪化に配慮して長期金利の変動幅を広げるとの見方があった。市場が先回りする形で長期金利は 2 月 26 日に 0.175%と約 5 年ぶりの水準に上昇した。

黒田総裁は「米長期金利が上昇するにしても、我が国では債券市場の安定を維持してイールドカーブ（利回り曲線）全体を低位で安定することが重要な状況である」と述べた。変動幅拡大に否定的な見解が示されたことから、5 日の長期金利は一時 0.07%まで低下した。米

長期金利上昇は株安に波及している。日銀の政策修正は市場を警戒しながら、打ち出し方を探ることになりそうだ。

日本経済新聞

「長短金利引き下げ重要な選択肢」 雨宮日銀副総裁

2021年3月8日 19:30

日銀の雨宮副総裁は8日の講演で、政策修正の方向性を示した。日銀の雨宮正佳副総裁は8日、オンライン講演会で経済や金融市場に新たなショックが生じた際の追加緩和の手段として「長短金利の引き下げは重要な選択肢」と述べた。近く結果を示す政策点検では、副作用対策とセットで利下げに動く方法を示す可能性がある。

雨宮氏は「イールドカーブ（利回り曲線）全体を低位で安定させることが重要な状況」と同様の考えを示した。ただ金利の変動は「一定の範囲内であれば緩和効果を損なわずに市場機能にプラスに作用する可能性もある」とも指摘。長期金利の変動容認や超長期金利の過度な低下を防ぐ措置に含みを残した。一方、金融緩和の継続に向け「平素は政策コストをできるだけ抑える」とも話し、株高局面での上場投資信託（ETF）の購入抑制も示唆した。

ブルームバーグ

日銀、国債金利がより柔軟に動く方法を政策点検で検討—関係者

2021年3月10日 22:06

日本銀行内部では、来週に発表する金融政策の「点検」に関連し、国債金利がより柔軟に動きやすくなる方法が検討されている。事情を知る複数の関係者が明らかにした。関係者によれば、月末に開示される運営方針の公表項目の一部を修正するなど国債買い入れオペの見直しも議論の対象になるという。

イールドカーブコントロール（YCC、長短金利操作）の下でゼロ%程度に誘導する長期金利の変動幅（上下0.2%程度）の拡大は必要ないとの指摘も出ている。一方、現段階では選択肢としては排除されておらず、金融政策決定会合でも議論される見通し。

点検結果は18、19日の金融政策決定会合後に公表される。YCC政策の運営のほか、上場投資信託（ETF）を中心とした資産買い入れ方法の見直しなどが検討対象になっている。

黒田東彦総裁は5日、長期金利の変動幅について「拡大する必要があるとは考えていない」と発言。雨宮正佳副総裁は8日の講演で「緩和効果が損なわれない範囲内で金利はもっと上

下に動いてもよい」と発言したため、総裁発言との温度差に市場が混乱する一幕があった。

複数の関係者によると、コロナ禍でイールドカーブを低く抑えることが重要であり、市場機能のためには一定の範囲内で金利がこれまでよりも上下に変動することが望ましいという基本的な見解は正副総裁で一致しているという。

ブルームバーグ

日銀のETF政策点検、「6兆円」削除や日経平均型除外の市場観測

2021年3月12日 09:33

日銀は昨年3月の会合で、新型コロナウイルス拡大の影響などを踏まえ、ETFの保有残高をこれまでの年間約6兆円増加させるペースから、「年間約12兆円」を上限へと変更した。日銀が1月に公表した昨年12月会合の議事要旨によると、複数の委員はETFなどの積極的な買い入れを当面維持する一方、市場機能への影響や日銀財務の安定性にも配慮すべきなどと述べた。

毎日新聞

日銀、金利引き下げ時の対策明示へ ETF購入原則は削除の方向

2021年3月11日 20:17

日銀は18、19日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の「点検」結果をまとめる。長短金利を操作する現行の金融政策を「効果を発揮している」と評価した上で、マイナス金利のマイナス幅を拡大する場合には、悪影響を受ける金融機関への副作用対策を同時に実施することを明示する方針だ。上場投資信託(ETF)の購入については「年6兆円ペース」としている購入原則を削除する方向で、弾力的な購入につなげる。

一方、日銀は長期金利の変動幅について、上下0・2%程度の範囲で事実上容認していたが、明文化していなかった。しかし、政策運営の透明性確保の観点から、変動幅を決定会合で定めた内容として示す方向で検討している。

朝日新聞

緩和策の副作用、軽減なるか 日銀決定会合、点検結果提示へ

2021年03月13日 朝刊

日本銀行は18～19日の金融政策決定会合で金融緩和策の点検結果をまとめ、長期間続け

ている金利の操作や上場投資信託（ETF）の購入などで生じてきた副作用への対策を示す。コロナ禍の影響で遠のいた「物価上昇率 2%」の目標達成に向け、いまの枠組みを保ちながら緩和の「長期戦」に備えるねらいだ。

読売新聞

緩和「副作用」対策 検討へ 日銀 18、19 日決定会合

2021 年 3 月 13 日 朝刊

日本銀行は 18～19 日に金融政策決定会合を開き、金融政策の点検結果を公表する。短期と長期の金利をさらに引き下げる余地があることを明確化した上で、金融機関の収益悪化などの「副作用」への対策強化の検討も進める。

上場投資信託（ETF）などの資産の買い入れ手法も弾力化するとみられる。日銀の ETF 保有残高は 35 兆円（簿価ベース）を超え、市場の価格形成機能をゆがめるなどの批判が高まっていた。市場が混乱した際に積極的に購入する一方、平時には買い入れを控えるようメリハリを付ける方向だ。現在「当面は年 12 兆円」としている ETF の購入枠については、何らかの形で維持することを検討する。購入手法の変更は株価に影響を与える可能性もあるためだ。

決定会合では、長期金利の変動幅のあり方も議論する。日銀は現在、長期金利を 0%程度に操作し、「プラス、マイナス 0.2%程度」の変動を想定している。点検を通じ、一定の範囲内での金利変動を容認する姿勢を明確化することも検討する。

長期金利の変動については、雨宮正佳副総裁が 8 日にオンライン形式で開催された「読売経済フォーラム」で、「金融緩和の効果が損なわれない範囲内で、もっと上下に動いてもいいのではないか」と述べていた。

長期金利の変動幅を巡っては、年明け以降、市場関係者の中で「拡大する」との観測が強まっていた。ただ、黒田東彦総裁は 5 日に国会で「（現時点では）変動幅を拡大する必要はあるとは考えていない」と述べたほか、他の幹部からも慎重意見が出ている。

産経新聞

日銀、マイナス金利の副作用抑制、資産買い入れの柔軟化

2021 年 3 月 12 日 22:18

日本銀行は 18,19 日に金融政策決定会合を開き、大規模な金融緩和の「点検」結果を公表

する。追加緩和でマイナス金利の幅を拡大する場合に備え、金融機関への副作用対策を講じる。金融市場の安定などのため購入している上場投資信託（ETF）は、原則、年6兆円とする購入めどの撤廃も視野に、資産の柔軟な買入れにつなげる。新型コロナウイルスの感染拡大による金融緩和のさらなる長期化を念頭に、より持続性のある策を取り入れる。

日経平均株価が2月、約30年半ぶりに3万円の大台を突破するなど株価が高水準にあるなか、株式などを組み合わせた金融商品であるETFの買入れ方法も見直す。ETFの買入れ枠は原則として年6兆円、最大で12兆円だが、株価が上昇局面では購入を見送り、急落した際には大量に買入れることで、機動的な政策運営を目指す。日銀の若田部昌澄副総裁は2月3日、「いかに効果的な金融緩和を機動的に行うかが議論の焦点だ」と述べ、点検の意義を強調した。

一方、金融緩和の一環で0%程度に誘導している長期金利の変動幅は、現在の上下0.2%程度を維持する公算が大きい。一時は変動幅を広げるとの観測も浮上したが、黒田東彦総裁は今月5日の衆院財務金融委員会で、「拡大する必要があるとは考えていない」と述べた。

日本経済新聞

日銀、長期金利変動を小幅拡大 緩和継続へ政策修正議論

2021年3月18日 12:00

日銀は18日午後から19日まで開く金融政策決定会合で、金融緩和策の一段の長期化を見据えた政策修正を議論する。長期金利の誘導策は変動を認める幅を現状より若干広げ、プラスマイナス0.25%程度とする方向。低金利環境を維持しつつ市場機能も働きやすくし、金融機関の収益改善につなげる。上場投資信託（ETF）の買入れは年6兆円とする目安をなくし、市場の混乱時にのみ購入する姿勢を明確にする見通しだ。

別表3 より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検から抜粋

【基本的見解】

1.点検結果

(1)「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向 日本銀行が2016年9月に「総括的検証」を踏まえて導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、次の3点を目的としている。第1に、予想物価上昇率に関する適合的期待形成のメカニズムが強いもとの、2%の「物価安定の目標」の実現のために、需給ギャップがプラスの状況をできるだけ長く続けることである。第2に、金融緩和の長期化が見込まれるもとの、緩和の効果だけでなく副作用にも配慮しながら、適切な水準に金利をコントロールしていく枠組みを導入することである。第3に、オーバーシュート型コミットメントにより、予想物価上昇率に関するフォワード・ルッキングな期待形成を強めていくことである。

(2)「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の政策効果 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、金利低下を通じて、経済・物価の押し上げ効果を発揮している。その際、①政策効果は、資金調達コストの低下や良好な金融資本市場などを通じて、波及している。②金利低下の経済・物価への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい。③超長期金利の過度な低下は、将来における広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらす、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

(3) 国債市場の機能度や金融仲介機能への影響 イールドカーブ・コントロールは、適切な水準に長短金利をコントロールしていく枠組みである。もともと、金利の変動は、一定の範囲内であれば、金融緩和の効果を損なわずに、市場機能にはプラスに作用する。経済・物価情勢等に応じて、ある程度の金利変動を許容し、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取ることが重要である。こうした観点から行った、2018年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」による、柔軟なイールドカーブ・コントロールの運営は、国債市場の機能度を維持する点で効果があった。低金利の長期化に加えて、人口減少などの構造要因から、金融機関の基礎的収益力は低下傾向を続けており、今後も、そうした状況が続くとみられる。これまでも「金融システムレポート」を踏まえ「経済・物価情勢の展望」で、より長期的な視点から金融面の不均衡について点

検している。すなわち、金融機関収益の下押しが長期化すると、①金融仲介機能が停滞方向に向うリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、②利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。

2.政策面での対応

(1) イールドカーブ・コントロールの運営 ① 貸出促進付利制度の創設 機動的かつ効果的な追加緩和の手段として、長短金利の引き下げは重要な選択肢である。その際には、金融仲介機能への影響に配慮しつつ行うことが適当である。こうした観点から、金利引き下げ時の金融機関収益へ及ぼす影響を、当該金融機関の貸出の状況に応じて一定程度和らげる仕組みを導入する。

② 長期金利の変動幅についての明確化 2018年7月に「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を行った際、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取る観点から、長期金利（10年物国債金利）の変動幅については、「それまでの概ね $\pm 0.1\%$ の幅から、上下にその倍程度変動しうる」こととした。その後、変動幅が結果的に狭くなることがあったことも踏まえ、長期金利の変動幅について明確化することとし、上下に $\pm 0.25\%$ 程度とする。なお、特に下限については、日々の動きの中で金利が一時的に下回るような場合に、そうした動きに厳格には対応しない。

③ 連続指値オペ制度の導入 金利の大幅な上昇を抑制する方法としては、特定の年限の国債を固定金利で無制限に買い入れる指値オペがある。これをさらに強化するために、一定期間、指値オペを連続して行う「連続指値オペ制度」を新たに導入する。

④ 当面のイールドカーブ・コントロールの運営 長期金利については、 $\pm 0.25\%$ 程度で変動することを想定している。また、超長期金利については、過度な低下は、長い目でみて、経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。もっとも、特に、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先して、イールドカーブ・コントロールの運営を行っていく。

別表 4 金融政策決定会合における主な意見（2021年3月18、18日開催分）から抜粋

2021年3月29日

（点検関係：イールドカーブ・コントロールの運営）

・金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを可能にする「貸出促進付利制度」は、利下げの可能性を限定的にみている市場参加者の認識を改めてもらううえでも有効である。

・副作用への対応の観点から、金利引き下げ時の対応を具体的に明記することや、長期金利の変動幅を緩和政策と整合的な範囲で明示することで、透明性を高める必要がある。

・長期金利が上下 0.25%程度動きうるフレキシビリティは、収益機会が失われていたアービトラージャーやスペキュレーターが債券市場から退出することを防ぎ、市場が持つ価格安定化機能を維持する観点からも望ましい。

・長期金利の変動幅の上限については、新たに導入する「連続指値オペ制度」も駆使して、厳格に対応することが適当である。

・感染症の影響が続くもとで、当面は、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先した運営が適当である。

（点検関係：ETF等の買入れ）

・より効果的で持続的な金融緩和を粘り強く続ける観点から、ETF等買入れの運営を柔軟化すべきである。

・ETF等買入れは、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的であり、これまで以上にメリハリをつけることで、持続性と機動性を高めることができる。

・ETF等買入れは、必要な際に機動的に対応する方針を明確化することが適切である。

・ETF等買入れは、機動的に行うのが望ましい。ETF等買入れの見直しは、より効果的に買入れを実行するためのものであり、金融緩和の後退と誤解されないように注意が必要である。