

日銀のオペに関する分析:2021年12月の短期金利上昇に際して

明治大学商学部教授

伊藤 隆 康*

【要旨】

日銀は2021年12月13日、短期金融市場で即日スタートの国債買現先オペを実施した。オファー額は2兆円で期間は13日～14日の即日オペであった。即日オペは06年7月以来となる。日銀は翌14日、翌々15日にも即日スタートの国債買現先オペを通知した。オファー額はそれぞれ2兆円であり、落札額はそれぞれ2兆2億円、1兆2,610億円であった。14日にオファーした即日スタートのオペ以外、応札額がオファー額を下回る札割れとなり、市中金融機関の資金調達圧力が強くないことが裏付けられた。13日のオペにもかかわらず、無担保コール・オーバーナイト物は高止まったが、14日の2本のオペを受け低下に転じた。12月の日銀による国債買現先オペは、無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均がプラスのゾーンで推移することを許容しないという日銀の金融調節スタンスを明確にしたものである。

キーワード：日銀オペ、金融政策、短期金利、日銀

* 本研究は科研費基盤研究(C)(課題番号21K01569)の助成を受けたものである。謝辞を述べたい。

1 はじめに

短期金利（無担保コール・オーバーナイト物、レポレート翌日物・トムネ（以下レポレート・トムネ））などが2021年12月に入ると強含みの傾向を辿った。日銀は金利の上昇を牽制するため、13日から15日にかけて即日対応の国債買現先オペ（オペレーション、公開市場操作）を通知・実施した¹。オペの通知と実施が同日の「即日オペ」は06年7月以来15年ぶりである。本稿ではマーケットニュースを振り返りながら、12月に入ってから短期金利上昇に対応するための日銀のオペとその効果を検証し、金融政策に関するインプリケーションを考察する²。

日銀のオペの効果を分析した先行研究には、新型コロナウイルス危機が強まった2020年3月の金融市場を分析した伊藤（2021）があげられる。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。

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）、Ito(2016)、伊藤（2017）などがあげられる。また、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。

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、

¹ 市場慣行によれば、コールの翌日物に関して、無担保はオーバーナイト物、有担保は翌日物とそれぞれ呼ばれている。レポレート・トムネは約定日の翌営業日目に組み、2営業日目に決済を行う翌日物取引を示す。Tomorrow Nextの略称である。国債買現先オペは資金供給オペである。

² ニュースに関しては別表1に記載した。

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 Tokyo InterBank Offered Rate (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 (Yield Curve Control : 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。

無担保コールレートの水準と日銀の金融調節について分析した伊藤 (2005) の第1 章は、日銀の政策変更日に関しては、無担保コール翌日物の誘導水準変更を基準に金融政策の変更日とした。また、無担保コール翌日物の変動が日銀による政策変更か、あるいは市場取引によるものかについて、市場参加者のコメントを引用し「午前の日銀による金融調節とその後の無担保コール翌日物金利の動きで識別できた」と述べた。

2 オペの内容と短期・長期金利の反応

2.1 オペの内容

レポレート・トムネと無担保コール・オーバーナイト物は9日上昇したものの、前者は翌10日に低下したが、後者は依然として高止まった³。こうした状況を受け日銀は13日、短期金融市場で即日スタートの国債買現先オペを通知した。オファー額は2兆円で期間は13日～14日の即日オペであった。即日オペは06年7月以来となる。オファー額2兆円に対し、応札は1兆円だった。

日銀は翌14日、翌々15日にも即日スタートの国債買現先オペを通知した。オファー額はそれぞれ2兆円であり、落札額はそれぞれ2兆2億円、1兆4,610億円であった。また日銀は14日に15日スタートの国債買現先オペを通知した。14日にオファーした即日スタートのオペ以外、応札額がオファー額を下回る札割れとなり、市中金融機関の資金調達圧力がさほど強くないことが裏付けられた。日銀のオペの詳細については図表1に記載した。

図表1 日銀のオペ

オファー日	オペ種類	オファー額 (億円)	スタート日	エンド日	応札レート下 限(%)	応札総額 (億円)	落札総額 (億円)	平均落札レ ート(%)
12/13	国債買現先 (即日)	20,000	12月13日	12月14日	-0.100	10,000	10,000	-0.060
12/14	国債買現先 (即日) 国債買現先	20,000	12月14日	12月15日	-0.100	22,210	20,002	-0.100
		70,000	12月15日	12月16日	-0.100	28,629	28,629	-0.100
12/15	国債買現先 (即日)	20,000	12月15日	12月16日	-0.100	14,610	14,610	-0.097

注:データソースは日銀。

2.2 短期・長期金利の反応

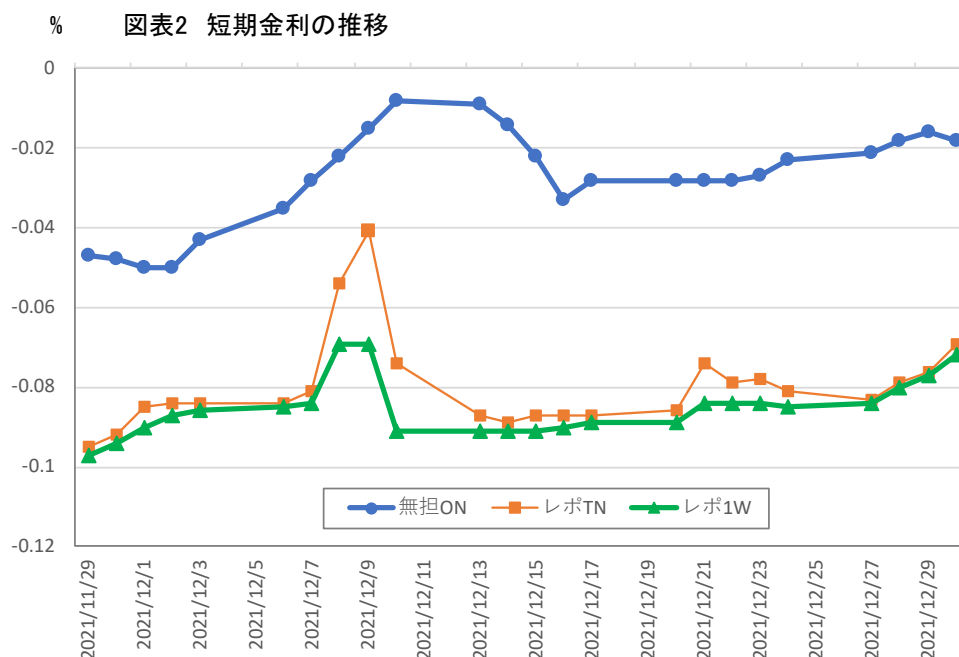
13日のオペにもかかわらず、無担保コール・オーバーナイト物は高止まったが、14日の2本のオペを受け低下に転じた。無担保コール・オーバーナイト物は15日のオペにより、さらに低下した。レポレート・トムネはオペの前日までに低下していたため、13日～15日のオペにより、一層の低位安定で推移した。レポレート1週間物は同トムネとほぼ同じ傾向で推移した。3種類の短期金利の推移に関しては図表2に記載した。

13日からのオペを受け、日本円 TIBOR1 週間物は低位安定で推移した⁴。日本円

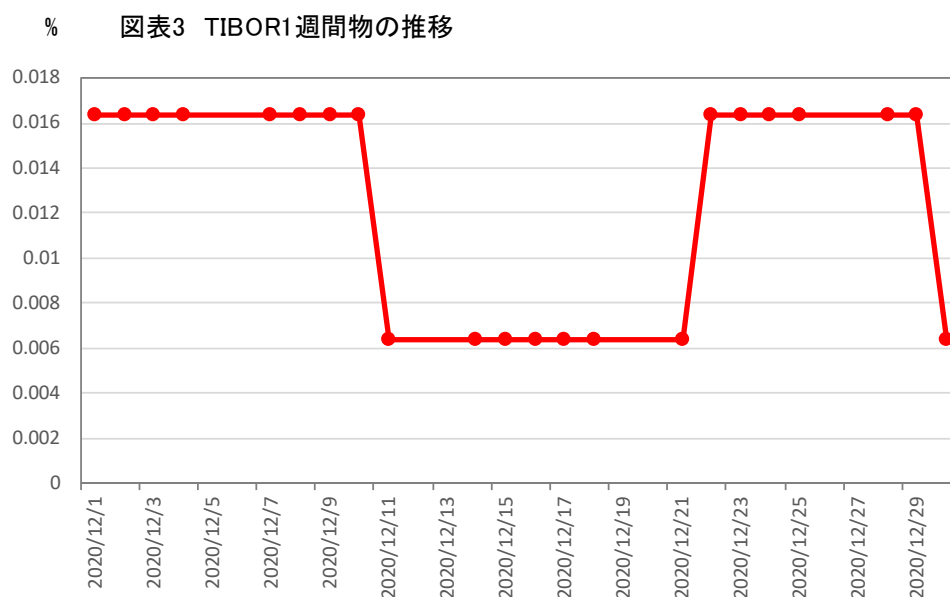
³ 本稿で利用している東京レポレートに関しては、別表2に記載した。また、無担保コール・オーバーナイト物に関しては、別表3で説明した。

⁴ 全銀協 TIBOR に関しては別表4に記載した。

TIBOR1週間物の推移については、図表3に記載した。この間、長期金利は短期金利の上昇の影響を受けることなく、安定的に低位で推移した。言い換えれば、短期金利と長期金利は分市場分断していたことになる。国債5年物と10年物の利回りについては図表4に記載した。

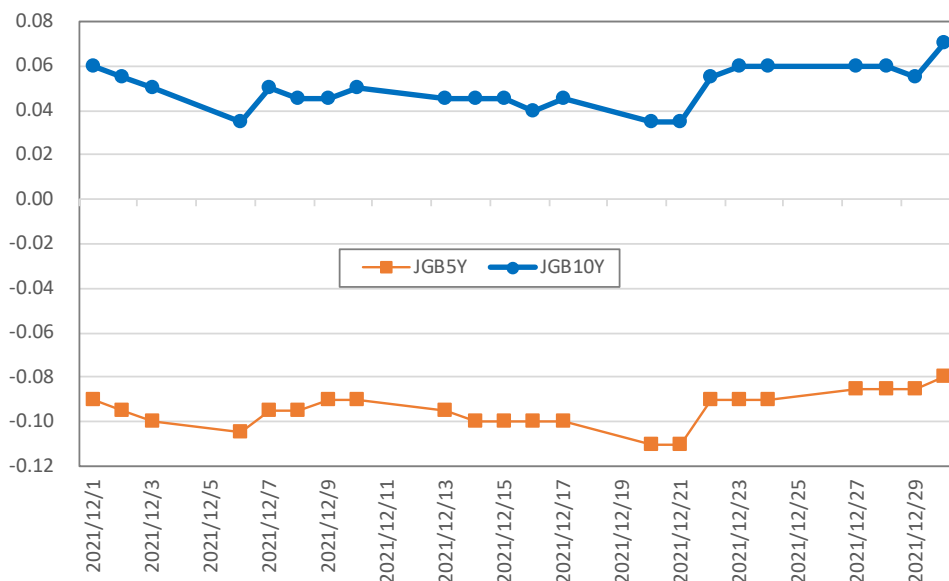


注:データソースは無担ONは日銀、レポは日本証券業協会。
標本期間は2021年12月1日から30日。



注:データソースは全銀協TIBOR運営機関
標本期間は2021年12月1日から30日。

図表4 国債利回りの推移



注:データソースは日本相互証券。
標本期間は2021年12月1日から30日。

3 まとめ

本稿の目的はマーケットニュースを振り返りながら、2021年12月に入ってから短期金利上昇に対応するための日銀のオペとその効果を検証し、金融政策に関するインプリケーションを考察することにあつた。レポレート・トムネと無担保コール・オーバーナイト物は9日上昇したものの、前者は翌10日に低下した。一方、後者は引き続きと高止まった。こうした状況を受け日銀は13日、短期金融市場で即日スタートの国債買現先オペを実施した。オファー額は2兆円で期間は13日～14日のオペで、即日オペは06年7月以来である。

日銀は翌14日、翌々15日にも即日スタートの国債買現先オペを実施した。オファー額はそれぞれ2兆円であり、落札額はそれぞれ2兆2億円、1兆4,610億円であった。また、日銀は14日に15日スタートの国債買現先オペを通知した。14日にオファーした即日スタートのオペ以外、応札額がオファー額を下回る札割れとなり、市中金融機関の資金調達圧力が強くないことが裏付けられた。

13日のオペにもかかわらず、無担保コール・オーバーナイト物は高止まったが、14日の2本のオペを受け低下に転じた。15日のオペにより、無担保コール・オーバーナイト物さらに低下した。レポレート・トムネはオペの前日までに低下していたため、13日～15日のオペにより低位安定での推移を続けた。

13日からのオペを受け、日本円TIBOR1週間物は低位安定で推移した。この間、長期金利は短期金利の上昇の影響を受けることなく、安定的に低位で推移した。言い換えれば、短期金利と長期金利は市場分断していたことになる。

12月の日銀による国債買現先オペは、日銀による無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均はプラスのゾーンでの推移を許容しないという金融調節スタンスを明確にしたものである。YCCの下では、日銀は日銀当座預金の政策金利残高に対してマイナス1%を課すという政策をとっている。この点と無担保コールレート・オーバーナイト物をマイナス圏で推移させるという金融調節スタンスは整合的であるといえる。

【参考文献】

- 伊藤隆康（2005）『長期金利と中央銀行』日本評論社。
- 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－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』ゆうちょ財団，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』ゆうちょ財団，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』ゆうちょ財団，pp.1-8.
- 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』ゆうちょ財団，pp.1-17.
- 全銀協 TIBOR 運営機関ホームページ <http://www.jbatibor.or.jp>
- 日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/>
- 日本証券業協会ホームページ <https://www.jsda.or.jp/>
- ブルームバーグ社ホームページ <https://www.bloomberg.co.jp/>
- ロイター社ホームページ <https://jp.reuters.com/>
- 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』ゆうちょ財団，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.31, No.1, pp.12-17.

別表1 短期金利上昇と日銀オペを報じたニュース

ブルームバーグ ホームページ <https://www.bloomberg.co.jp/>からの引用

日銀が即日の国債買い現先オペ、2006年以來レポ金利上昇抑制との声

2021年12月13日

日本銀行は13日、国債買い現先による2兆円の資金供給オペを実施した。即日スタートの同オペは2006年7月以來となる。短期金融市場でレポ金利が急上昇したことに対応して、潤沢な資金供給の姿勢を示したとの声が出ている。

日銀は午前9時20分の金融調節で、即日の国債買い現先オペ2兆円を通知した。同オペの下限となる応札レート（期間利回り）はマイナス0.10%とした。

短期市場でGCレポの指標となる東京レポレートのトムネクスト物は前週末にマイナス0.054%と3月12日以來9カ月ぶりの高水準を付けた。

ロイター ホームページ <https://jp.reuters.com/>からの引用

短期市場：GCレポ9カ月ぶり高水準－3カ月物入札は金利上昇

2021年12月13日

日銀は13日、短期金融市場で国債買い現先オペを実施した。新型コロナウイルス禍が広がった2020年3月13日以來のオファーとなった。期間は13日から14日の即日オペ。即日オペは06年7月以來となる。オファー額2兆円に対し、応札は1兆円だった。

短期金融市場ではレポレートが上昇し、15日に今積み期最終日を迎える無担保コール翌日物のレートも高止まりしていた。売り戻し条件付きの国債買い現先オペを実施することで、資金供給を行った可能性がある。

市場では、足元のレポレートや無担保コールレートの上昇は一時的で、16日から12月積み期が始まれば「国債の大量償還などで金利には低下圧力がかかりそうだ」（国内金融機関）との見方が出ている。

別表2 東京レポレート

(日本証券業協会ホームページ <https://www.jsda.or.jp/>からの引用)

対象取引

- ・債券現先及び現金担保付債券貸借の両方を一体的に対象とする。
- ・GC (General Collateral) レポとする。
- ・銘柄後決め GC レポ (CCP 利用) 及びそれ以外の GC レポの両方を一体的に対象とする。

レートの変義

- ・マーケット・レート (レファレンス先が、特定時点において市場実勢と考えるレート) の一本値とする。
- ・一本値は「オファー、ビッドの仲値」とする。
- ・標準的な取引ロットは、全期間について 100 億円とする。
- ・365 日ベースのレートとする。

対象期間

- ・翌日物 (T+0、T+1)、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y。

—— ターム物は T+1 決済の取引を対象とする。

レートの刻み ・ 0.001% (0.1bp) 刻みとする。

基準時点 ・ レファレンス先は、全ての期間について午前 11 時時点のレートを報告する。

報告時点

・レファレンス先は、全ての期間について 1 日 1 回、午前 11 時 45 分までにレートを報告する。

算出方法

・レファレンス先から報告されたレートのうち、期間ごとに、上位 15%及び下位 15%に相当するものを除いた単純平均値 (小数点第 4 位を四捨五入し、小数点第 3 位まで算出する) を算出する。

SMBC 日興証券株式会社 大和証券株式会社 野村証券株式会社 みずほ証券株式会社 三菱UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 株式会社みずほ銀行 株式会社三井住友銀行 株式会社三菱UFJ 銀行 株式会社日本カストディ銀行 日本マスタートラスト信託銀行株式会社 上田八木短資株式会社 セントラル短資株式会社 東京短資株式会社

別表3 無担保コールレート・加重平均値の算出方法

(日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/>からの引用)

コールレートの加重平均値は、算出対象取引のレートを、レート毎の出来高*で加重平均したものです。情報提供会社**から提供されるデータをもとに、レート毎の積数***の合計値をレート毎の出来高の合計値で除すことによって算出します(小数点第3位まで<単位未満四捨五入>)。また、最高値(最低値)については、各情報提供会社から提供を受けた最高値(最低値)のうち最も高いもの(低いもの)としています。

(*) レート毎の出来高は、約定が成立した取引の金額。

(**) 現在の情報提供会社は以下のとおりです。

- ・上田八木短資株式会社
- ・セントラル短資株式会社
- ・東京短資株式会社 (五十音順・敬称略)

(***) 積数は、約定が成立した取引のレートに、その出来高を乗じたもの。

別表 4 全銀協 TIBOR (Tokyo InterBank Offered Rate)

(全銀協 TIBOR 運営機関ホームページ <http://www.jbatibor.or.jp/>からの引用)

全銀協 TIBOR は、一般社団法人全国銀行協会において、平成 7 年 11 月以降、本邦無担保コール市場の実勢を反映した「日本円 TIBOR」を、平成 10 年 3 月以降、本邦オフショア市場の実勢を反映した「ユーロ円 TIBOR」を算出・公表していましたが、平成 26 年 4 月 1 日に、一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関を設立したことに伴い、同日公表分から、一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関において、その算出・公表を行っています。

全銀協 TIBOR の算出に当たっては、各リファレンス・バンク（レート呈示銀行）が、毎営業日、午前 11 時時点における 1 週間物、1 か月物、3 か月物、6 か月物、12 か月物の 5 種類について、市場実勢レートを全銀協 TIBOR 運営機関に呈示します。

全銀協 TIBOR 運営機関は、各期間における呈示レートについて、それぞれ上位 2 行と下位 2 行の値を除外して、それ以外の呈示レートを単純平均し、「全銀協 TIBOR レート」（日本円、ユーロ円それぞれ 5 種類）として全銀協 TIBOR 運営機関が認めた各情報提供会社を通じて公表しています。

リファレンス・バンク

日本円 TIBOR (15 金融機関)

みずほ銀行、三菱 UFJ 銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行、横浜銀行、三菱 UFJ 信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行、ビー・エヌ・ピー・パリバ銀行、信金中央金庫、商工組合中央金庫、農林中央金庫

ユーロ円 TIBOR (14 金融機関)

みずほ銀行、三菱 UFJ 銀行、三井住友銀行、りそな銀行、横浜銀行、三菱 UFJ 信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、ジェー・ピー・モルガン・チェース・バンク・ナショナル・アソシエーション、ドイツ銀行、ビー・エヌ・ピー・パリバ銀行、信金中央金庫、商工組合中央金庫、農林中央金庫