

YCC 下における長期金利の上限拡大に関する分析： 日銀の市場との対話と長期金利の反応を中心に

明治大学商学部教授
伊藤 隆 康*

【要旨】

2022年12月20日の変更まで、日銀は一貫して長期金利上限の引き上げを否定してきた。一方、政策変更当日の黒田総裁の記者会見では「金融緩和の効果がより円滑に波及していくようにする趣旨で行うもので、利上げではない」と述べ、これまでの日銀の見解とは異なるものとなった。この点は12月22日にロイターが報じているように、11月10日の岸田総理と黒田総裁との会談を契機に、日銀は急遽、長期金利上限の引き上げに舵を切ったとみられる。また、過去2回の長期金利の変動幅拡大については、日銀は緩和政策の点検などを行ってから実施しており、決定会合だけを経て変動幅拡大が決定されたことも唐突感を否めない。日銀は市場との対話という観点から課題を残した。10年物新発国債利回りは12月20日から強含み、2023年1月5日に新たな上限である0.5%まで上昇し、17日まで終値利回りベースでその水準を維持した。この間、13日の取引時間中に10年物新発国債利回りは、0.545%まで上昇する場面があった。10年物国債利回りから8年物国債利回りを引いた値は12月19日には-0.053%であったが、1月17日には-0.165%まで拡大し、イールドカーブのくぼみが修正されることはなかった。

キーワード：日銀、イールドカーブ・コントロール（YCC）、市場との対話、長期金利

* 明治大学商学部教授。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

日銀は2016年9月20日・21日に開催の政策委員会・金融政策決定会合（以下 決定会合）で、「総括的な検証」の結果を公表し、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、長短期金利の誘導策（YCC：Yield Curve Control）を導入した。日銀は2018年7月30日・31日に開催の決定会合で、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。一方、YCCは現状を維持することとした。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年物国債利回りはプラスマイナス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。

日銀は2020年12月17日・18日に開催の決定会合で「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日に開催の決定会合で結果を発表するとした。同点検の結果、日銀は長期金利の変動幅をプラスマイナス0.25％に拡大した。さらに日銀は2022年12月19日・20日開催の決定会合で変動幅をプラスマイナス0.5％に拡大した。YCCの変遷については、表1に記載した。本稿では2022年12月の長期金利の上限拡大につき、まず、報道と日銀の市場との対話を通して本件の決定プロセスを検証する。続いて、2023年1月17日・18日に開催の決定会合の結果発表前日である17日までのデータを用いて、長期金利とイールドカーブの反応を分析する。

表1 YCCの変遷

年 月	導入及び変更内容	公表方法
2016年9月	YCCの導入	9月21日の日銀対外公表文
	長期金利の変動幅をプラスマイナス0.1％程度	当初、日銀は明示せず
2018年7月	長期金利の変動幅をプラスマイナス0.2％程度	7月31日の日銀総裁会見
2021年3月	長期金利変動幅をプラスマイナス0.25％程度	3月19日の日銀対外公表文
2022年2月	0.25％での国債指し値オペを導入	2月10日の日銀対外公表文
2022年12月	長期金利変動幅をプラスマイナス0.5％程度	12月20日の日銀対外公表文

2 先行研究

2.1 日銀の市場との対話

これまで海外において中央銀行の市場との対話を扱った文献には Blinder et al(2002) や Guthrie and Wright(2000)、Kohn and Sack (2003)、Issing (2005)、Ehrmann and Fratzscher (2007)などがあげられる。日銀の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。しかし、武藤（2007）が指摘する上記の点は個々の政策変更には当てはまらないことがある。2000年8月のゼロ金利解除や2006年3月の量的緩和政策の解除などの例を見ると、日銀が事前に情報を発信して決定会合の前日までに、市場は政策変更を織り込んでいた。

伊藤（2008）は市場関係者の間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。

2.2 日銀の金融政策と市場の反応

伊藤（2011）は、2010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、2013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、2013年1月4日から2015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2015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、2016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、2016年9月に導入された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。

伊藤（2022a）は事前報道や日銀幹部の発言を踏まえながら、2021年3月に日銀が実施した点検の内容と金融市場の反応を検証している。同年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。

伊藤（2022b）は2021年12月の短期金利上昇に際して日銀が実施したオペと市場の

反応を分析している。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が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結論付ける。

3 YCCの変動幅拡大

日銀は2022年12月20日に新発10年物国債利回りの上限を0.25%から0.50%に引き上げた。日銀(2022)によれば、長短金利操作の運用について、決定の骨子は以下の通りである。

国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の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すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

また、変更の理由に関して、日銀は債券市場では各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で市場機能が低下していることをあげている。日銀は変動幅を拡大する一方、金利の急激な上昇を防ぐために長期国債の購入額を従来の月7.3兆円から月9兆円程度に増額する。詳細は別表1に記した。また、12月開催の金融政策決定会合の主な意見(12月28日公表)の一部抜粋を別表2に記した。

4 報道と日銀の市場との対話

4.1 報道

YCCの上限引き上げに関する主な報道の一部抜粋を以下に示した。今回の変更については事前の観測報道は一切なく、市場関係者にとってサプライズであることが確認できる。

2022/05/11 日本経済新聞

日銀の内田真一理事は10日の参院財政金融委員会で、長期金利の許容変動幅を現在の「0.25%程度」から引き上げることにについて「事実上利上げとなり、日本経済にとって好ましくない」との認識を示した。

2022/10/29 日本経済新聞

日銀は27～28日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策を維持する方針を決

めた。幅広い品目の値上げを受け、2022年度の物価上昇率の見通しを前年度比2.9%に引き上げた。政府・日銀が掲げる2%の物価目標を上回るが、上昇は一時的として「今すぐ金利引き上げや出口が来るとは考えていない」（黒田東彦総裁）との見解を示した。

2022/11/30 ブルームバーグとのインタビュー

日銀の田村直樹審議委員は11月30日のブルームバーグとのインタビューで、経済・物価情勢や出口戦略を含む金融政策運営、長期化する金融緩和政策の副作用などに言及した。金融政策の検証・点検については、「今後の物価や賃金、経済の動向を踏まえ、しかるべきタイミングで金融政策の枠組みや物価目標の在り方を含めて点検・検証を行うことが適当ではないかと考えている」と述べた。

2022/12/10 日本経済新聞

日銀の高田創審議委員は日本経済新聞とのインタビューで、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の解除について「残念ながらそういう局面になっていない」と述べた。2%の物価目標を持続的・安定的に達成できる状況にないとして大規模な金融緩和を粘り強く続ける必要があるとの考えを示した。

2022/12/21 日本経済新聞

日銀総裁の会見要旨から一部を抜粋した。

問 長期金利の許容変動幅の拡大は利上げに当たらないのか。

答 今回の措置は市場機能を改善することで、YCCを起点とする金融緩和の効果がより円滑に波及していくようにする趣旨で行うもので、利上げではない。運用の見直しはYCCをやめるとか出口といったものでは全くない。

問 許容変動幅を拡大すると緩和効果を阻害すると過去に発言。

答 今回の見直しは市場機能の改善に焦点をあてたもので、金融引き締めでは全くない。国債買い入れも増額するし、必要に応じて指し値オペを10年のみならず他の年限でもやるので、マイナスが出てくることは完全に防げる。

問 今回の見直しが景気に悪影響を与えないか。

答 企業金融への波及がより安定的に起こることで景気にはむしろプラスではないかと思う。名目金利が同じでも実質金利は下がっていて、景気刺激効果はより強まってきている。10年金利のゆがみの是正がYCC全体の効果をそぐことは全くない。

2022/12/22 ロイター

柔軟な政策求めた政府、変動容認で応じた日銀 認識共有へ布石

長期金利の変動許容幅を広げた日銀の方針転換に市場は不意を突かれたが、政府と日銀はこのタイミングしかないとの認識を共有していたもようだ。複数の関係者によると、円安による物価上昇を懸念する岸田文雄政権はかねてから日銀に政策運営の柔軟化を求め、債券市場の機能低下を危惧していた日銀は決定会合の数日前から根回しに入った。

首相周辺などによると、政府側がその考えを伝えたのは11月10日。岸田首相と黒田総裁はこの日に会談しており、政府と日銀が連携しながら賃上げを伴う経済成長と物価安定2%目標の実現を目指すことを改めて確認した。関係者らによると、首相は「硬直的な政策運用で市場に逆にとられないよう機動的に、柔軟に（金融緩和策を運用する）」という政府の考えを伝えた」という。

別の関係者によると、日銀が許容幅拡大に向けた根回しに入ったのは決定会合の数日前。政策決定に関わる関係者が踏み込んだ対外発言を禁じられる「ブラックアウト期間」に入る直前だった。「審議委員への根回しも直前だったが、反対意見が出なかったのは政府と同様の問題意識を持っていたことの裏返し」と、この関係者は言う。

2023/01/12 読売新聞

日銀、大規模緩和の副作用点検へ…年末の政策修正後も市場金利にゆがみ

日本銀行は17、18日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策に伴う副作用を点検する。昨年末の政策修正後も市場金利にゆがみがあるためだ。悪影響を減らして緩和的な金融環境を維持し、物価高の下での投資や消費を支える¹。

4.2 日銀の市場との対話

変更前まで日銀は一貫して、長期金利上限の引き上げやYCCの解除を否定してきた。その例として、「事実上、利上げになる」（内田理事）や「今すぐ金利引き上げが来るとは考えていない」（黒田総裁）、「そういう局面になっていない」（高田審議委員）などの発言あげられる。「点検・検証を行うことが適当ではないか」（田村審議委員）が唯一、政策変更に向けての準備を開始すべきとの意見である。

一方、政策変更当日の黒田総裁の記者会見では「金融緩和の効果がより円滑に波及していくようにする趣旨で行うもので、利上げではない」と述べ、これまでの日銀の見解とは異なるものとなった。この点は、12月22日にロイターが報じているように、

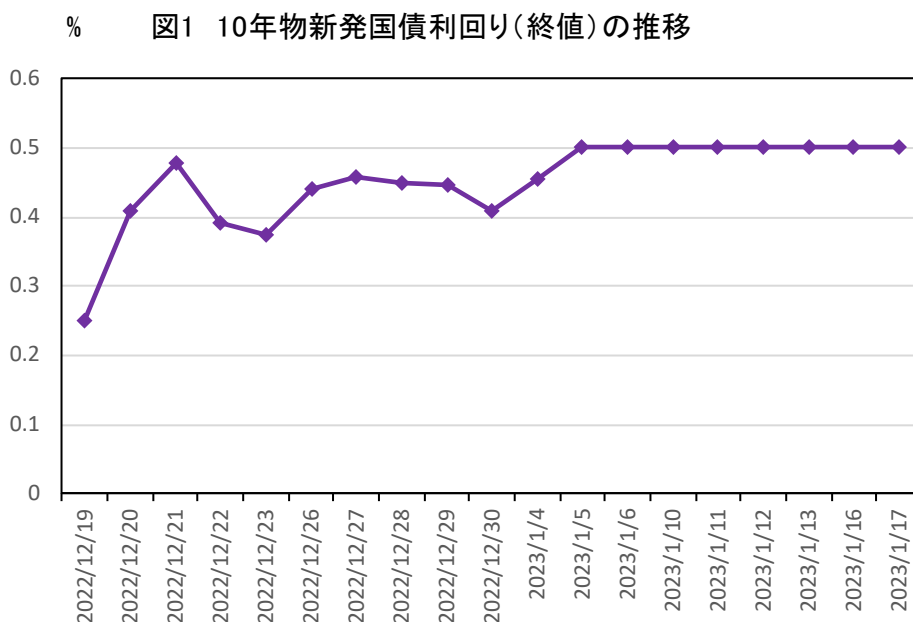
¹ 1月の決定会合では、政策の見直しや点検は公表されなかった。同会合で日銀は長期金利の上昇を抑えるため、共通担保資金供給オペの拡充を決めた。金利入札方式について、貸付期間の上限を1年から固定金利方式と同じ10年に延ばした。

11月10日の岸田総理と黒田総裁との会談を契機に、日銀が急遽、長期金利上限の引き上げに舵を切ったとみられる。また、過去2回の長期金利の変動幅拡大について、日銀は緩和政策の点検などを行ってから実施しており、決定会合だけを経て今回の変動幅拡大が決定されたことも唐突感を否めない。日銀は市場との対話という観点から課題を残した。

5 長期金利の反応

5.1 10年物国債利回り

YCCの上限を決めた決定会合前日の19日には10年物新発国債利回り（終値）は上限の0.25%であったが、20日からは強含み1月5日に新たな上限である0.5%まで上昇し、17日までその水準を維持した。12日の読売新聞による「大規模緩和の副作用点検へ」という観測報道を受けて、10年物新発国債利回りは一時、上限の0.5%を超える場面があった²。10年物新発国債利回り（終値）の推移を図に記載した。



注：店頭売買参考統計値(日本経済新聞に掲載)

5.2 国債イールドカーブの推移

10年物国債利回りから8年物国債利回りを引いた値は12月19日には-0.053%であったが、1月17日には-0.165%まで拡大し、イールドカーブのくぼみが修正される

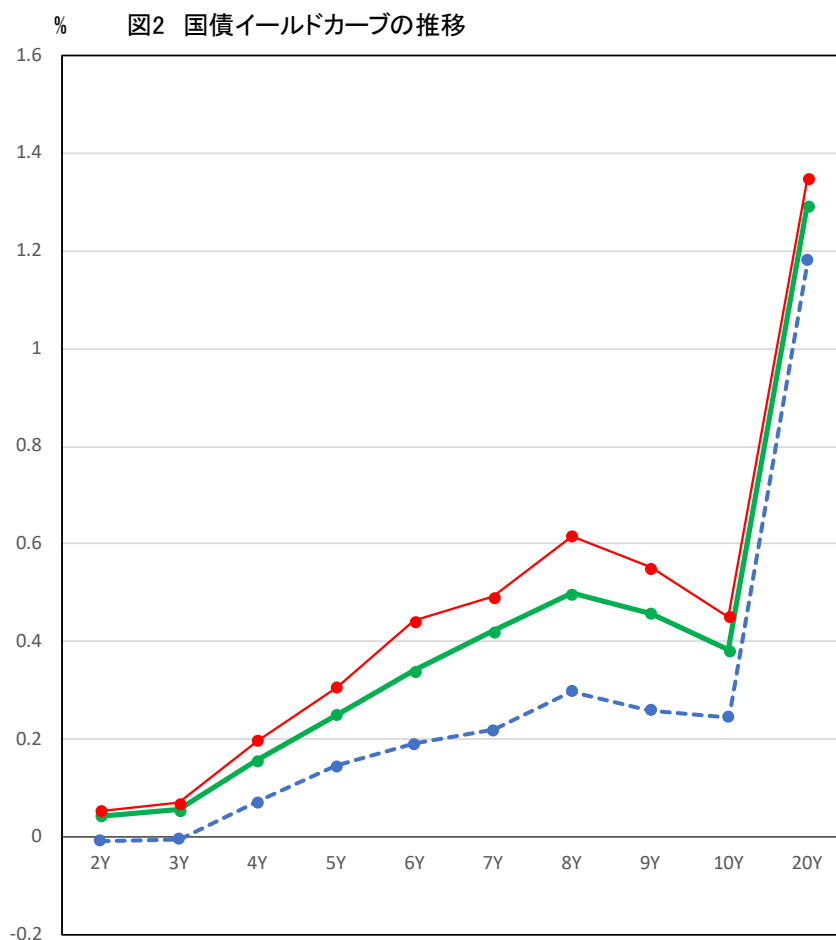
² 10年物新発国債利回りは、1月13日に一時0.545%まで上昇した。これは2015年6月以来、7年7カ月ぶりの水準である。日銀は長期金利の上昇に対応するため12日、13日の両日で約10兆円、16日に約2兆1,000億円の国債買い入れを実施した。17日までの買い入れ合計額は17兆円を超え、2カ月連続で過去最大を更新した。

ことはなかった³。

表2 各年限ゾーンの国債利回り

	2022/12/19	2022/12/30	2023/1/17
2Y	-0.008	0.043	0.054
3Y	-0.004	0.056	0.069
4Y	0.072	0.157	0.199
5Y	0.146	0.251	0.308
6Y	0.191	0.341	0.443
7Y	0.219	0.421	0.492
8Y	0.299	0.499	0.617
9Y	0.259	0.458	0.551
10Y	0.246	0.383	0.452
20Y	1.182	1.294	1.347
10Y-8Y	-0.053	-0.116	-0.165

注:大手証券会社が提供するデータである。



注: グラフは下から12月19日、12月30日、1月17日である。

³ ここで用いている国債利回りデータは発行済みの国債データを用い残存期間を年限毎に揃えてスプライン関数で推計したものである。

6 まとめ

本稿では2022年12月の長期金利の上限拡大につき、まず、報道と日銀の市場との対話を通して本件の決定プロセスを検証した。続いて、1月の決定会合の結果発表前日である17日までのデータを用いて、長期金利とイールドカーブの反応を分析した。変更前まで日銀は一貫して、長期金利上限の引き上げやYCC解除を否定してきた。一方、政策変更当日の黒田総裁の記者会見では「金融緩和の効果がより円滑に波及していくようにする趣旨で行うもので、利上げではない」と述べ、これまでの日銀の見解とは異なるものとなった。

この点は、12月22日にロイターが報じているように、11月10日の岸田総理と黒田総裁との会談を契機に、日銀は急遽今回の長期金利上限の引き上げに舵を切ったとみられる。過去2回の長期金利の変動幅拡大については、日銀は緩和政策の点検などを行ってから実施しており、決定会合だけを経て変動幅拡大が決定されたことも唐突感を否めない。日銀は市場との対話という観点から課題を残した。

10年物新発国債利回りは12月20日から強含み、2023年1月5日に新たな上限である0.5%まで上昇し、17日までその水準を維持した。この間、13日の取引時間中に10年物新発国債利回りは、0.545%まで上昇する場面があった。これは2015年6月以来、7年7カ月ぶりの水準である。10年物国債利回りから8年物国債利回りを引いた値は12月19日には-0.053%であったが、1月17日には-0.165%まで拡大し、イールドカーブのくぼみが修正されることはなかった。

【参考文献】

- Blinder,A., C.Goodhart, P.Hilderbrand,D.Lipton, and C.Wyplosz (2002) *How Do Central Banks Talk: Geneva Report on the World Economy 3* .
- Ehrmann,M. and M.Fratzsch (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
- 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.30,pp.12-17.
- 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.
- 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、 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』 ゆうちょ財団、 pp.1-17.
- 伊藤隆康 (2022a) 「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」 『2021 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団、 pp.1-18.
- 伊藤隆康 (2022b) 「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」 『2021 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団、 pp.19-29.
- 須田美矢子 (2004) 「中央銀行の情報発信と金融政策」日本金融学会 2004 年度春季大会記念講演
- 武藤敏郎 (2007) 「中央銀行の政策決定と委員会制度」日本金融学会 2007 年度春季大会記念講演
- 日本銀行 (2022) 当面の金融政策運営について 2022 年 12 月 20 日 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2022/k221220a.pdf
- 日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/>
- 日本経済新聞ホームページ <https://www.nikkei.com/>
- ブルームバーグ社ホームページ <https://www.bloomberg.co.jp/>
- 読売新聞社ホームページ <https://www.yomiuri.co.jp/>
- ロイター社ホームページ <https://jp.reuters.com/>

別表1 日銀による対外公表文（一部抜粋）

2022年12月20日

日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用を一部見直すことを決定した。

本年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティが高まっており、わが国の市場もその影響を強く受けている。債券市場では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能が低下している。国債金利は、社債や貸出等の金利の基準となるものであり、こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある。日本銀行としては、今回の措置により、イールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、企業金融などを通じて、より円滑に波及していくと考えており、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、「物価安定の目標」の実現を目指していく考えである。

2. 金融市場調節方針、資産買入れ方針については以下のとおりとする。

- (1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（全員一致）

- ① 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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。本日公表する「長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の四半期予定」では、従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額する

- ② 長短金利操作の運用

国債買入れ額を大幅に増額しつつ1、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。

10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

- (2) 資産買入れ方針（全員一致）

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、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

- ② CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

別表2 金融政策決定会合における主な意見

(2022年12月19、20日開催分)

2022年12月28日

日本銀行

金融政策運営に関する意見から一部抜粋

- わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にある。ただし、債券市場の機能度が低下しており、こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼし、金融緩和の効果の波及を阻害する惧れがある。
- 債券市場の機能度が低下する中で、投資家のセンチメントが慎重化し、社債金利のスプレッドは拡大している。発行金額・件数面を含めれば、社債の良好な発行環境は維持されているとみられるが、注意を要する状況にある。
- わが国経済の持続的成長には長期金利を低位で安定させることが必要であるが、市場機能への悪影響も懸念されるため、長期金利の変動幅を拡大させつつ長短金利操作を継続することが適当である。
- 長期金利の変動幅の拡大は、債券市場の機能度改善を通じ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた現行の金融緩和を、世界的インフレのもとでより持続可能にするための政策対応であり、金融緩和の方向性を変更するものではない。
- 市場機能の低下への対応のため、長期金利の変動幅の拡大が必要である。その場合でも、インフレ予想の上昇もあって、実質金利の低下を通じた強力な緩和効果が続くことは変わらない。
- 国債のイールドカーブ上、10年債の価格形成に歪みが生じている。これによる悪影響を回避する観点では、長期金利の変動幅の拡大が必要と考えられる。ただし、これは金融緩和の出口に向けた変更ではなく、国債買入れを通じて現状の緩和姿勢は維持されるべきである。
- 長期金利の変動幅の拡大は、イールドカーブ・コントロールの持続性強化に資する。また、イールドカーブを全体として低位に安定させるべく、全年限で国債購入額を増額したうえで、状況に応じて機動的な買入れを実施することも、金融緩和の持続性強化につながる。
- イールドカーブ・コントロールの運用見直しは市場機能の改善に資する。マーケットがどこに、どのように落ち着き、市場機能がどれだけ改善するのか、謙虚にみていくことが大切である。
- 持続的な賃金上昇に必要な経済・賃金構造変革の動きを後押しするうえでは、金利水準を低く抑えることが重要であり、そのために、イールドカーブ・コントロールの持続性を強化することが必要である。

- 低金利の長期継続を前提とした資金運用・調達が続いてきただけに、将来の出口局面では、金利上昇に伴うリスクの所在や市場参加者の備えの確認が必要になると考えられる。
- 現時点では、金融緩和の継続が適当であるが、いずれかのタイミングで検証を行い、効果と副作用のバランスを判断していくことが必要である。