

2023年7月におけるYCC運用の柔軟化：市場との対話と長期金利の反応に関する分析

伊藤 隆 康*

要 旨

イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用柔軟化に関する日銀の市場との対話は、日本経済新聞と共同通信社による内田日銀副総裁に対するインタビュー記事（7月7日）が主なものであった。メディアによる報道では、7月28日午前2時の日本経済新聞による「日銀、金利操作を柔軟運用 上限0.5%超え容認案」という記事がYCCの柔軟化という方向を決定付けた。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日と7月27日・28日に開催の決定会合の結果発表前日である27日における日本国債のイールドカーブの形状を比較すると、2022年12月のYCC上限引き上げ時に問題となった、8年～9年ゾーンを中心に利回りが10年物よりも高くなるイールドカーブのくぼみは解消されていた。1月17日から7月27日の期間において、10年物国債利回りは3月に米シリコンバレー銀行などの破綻を受け信用リスクが高まった。このため10年物国債利回りは0.3%を割る場面があったが、上限である0.5%を超えることなく推移した。7月28日から9月8日において、10年物国債利回りは概ね0.6%台で推移したが、9月9日の読売新聞が掲載した植田日銀総裁のインタビュー記事を受けて、11日以降、10年物国債利回りは0.7%台に乗せた。

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

1 はじめに

日銀は2023年7月27日・28日に開催の政策委員会・金融政策決定会合（以下 決定会合）でイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正に踏み切り、10年物国債の上限を事実上1%として、運用を柔軟化することを決定した¹。YCCの変遷につい

* 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 本稿において、YCCと長短金利操作は同義で用いている。

ては表 1 に記載した²。本稿では 7 月の YCC 上限の引き上げについて、まず、日銀の市場との対話と報道を通して本件の決定プロセスを検証する。続いて、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 日と 7 月 27 日・28 日に開催の結果発表前日である 27 日における日本国債のイールドカーブの形状を比較した。最後に 10 年物国債利回りにつき、1 月 17 日から 7 月 27 日の推移と 7 月 28 日から 9 月 12 日の推移をそれぞれ分析した。

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
2023年7月	長期金利変動幅の上限、事実上1%に引き上げ	7月28日の日銀対外公表文
2023年10月	長期金利変動幅の上限、1%を目処にさらなる柔軟化	10月31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、

² YCC の修正について、2021 年 3 月については伊藤(2022a)、2022 年 12 月については伊藤(2023)をそれぞれ参照のこと。日銀は 2023 年 10 月 31 日、長期金利の上限は 1.0%を目途とし、YCC 上限の運用をさらに柔軟化させた。

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てみると、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 日銀の金融政策変更と市場の反応

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。

伊藤(2023)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。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。

3 YCC の運用変更

7 月 27 日・28 日に開催の決定会合では、長短金利操作の基本的な枠組み自体は変更されなかった。長短金利操作の運用変更については、賛成 8 反対 1（反対は中村豊明委員）で決定された³。この変更により、10 年物国債の上限は事実上 1%になった。日本銀行（2023a）によれば、長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10 年物国債金利について 1.0%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、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。この日の決定会合の詳細は別表 1、決定会合の主な意見は別表 2 にそれぞれ記載した。

4 日銀の市場との対話と報道（一部抜粋）

4.1 YCC の運用変更前

2023 年 7 月 7 日 日本経済新聞

内田日銀副総裁、金利操作修正は「バランスにとって判断」

イールドカーブがスムーズになっているのは事実。ただ、コントロールしている以上、市場機能に影響を与えていることは強く認識している。YCC はうまく金融緩和を継続するという観点から続けていく。（見直しは）金融仲介機能や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい。長短金利操作は特定の変更を事前に（金融市場に）織り込ませるのは難しい。

2023 年 7 月 28 日 2:00 (2023 年 7 月 28 日 2:10 更新) 日本経済新聞スクープ

日銀、金利操作を柔軟運用 上限 0.5%超え容認案

日銀は 28 日に開く金融政策決定会合で長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の修正案を議論する。長期金利の操作の上限は 0.5%のまま据え置くものの、

³ 中村委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとして反対した。

市場動向に応じて 0.5%を一定程度超えることも容認する案が浮上している。国債の大量購入で金利を抑え込む政策運営を柔軟化し、市場のゆがみを和らげる狙いがある。

4.2. YCC の運用変更後

2023 年 7 月 28 日 日銀植田総裁、決定会合後の記者会見

https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2023/kk230731a.pdf

今後も物価や予想物価上昇率の上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を 0.5%の水準で厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れがあります。イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化によってこうした動きを和らげることが期待されます。一方、わが国経済・物価の下振れリスクが顕在化した場合には、イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとで、長期金利が低下することによって、緩和効果が維持されることとなります。このようにイールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化は、上下双方向のリスクに機動的に対応していくことで、この枠組みによる金融緩和の持続性を高め、賃金の上昇を伴うかたちで 2%の物価安定の目標を持続的・安定に実現することに資する措置であるというふうに考えています。

2023 年 8 月 2 日 11:17 (2023 年 8 月 2 日 12:14 更新) 日本経済新聞

日銀内田副総裁、政策修正は「出口を意識していない」

日銀の内田真一副総裁は 2 日、7 月 28 日の金融政策決定会合で長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を見直したことについて「あらかじめ起こりうる副作用を和らげる措置をとった」と述べた。修正は「混乱なく緩和を続けていくための『備え』としての工夫」とし「当然、出口を意識したものではない」と強調した。

2023 年 9 月 9 日 読売新聞

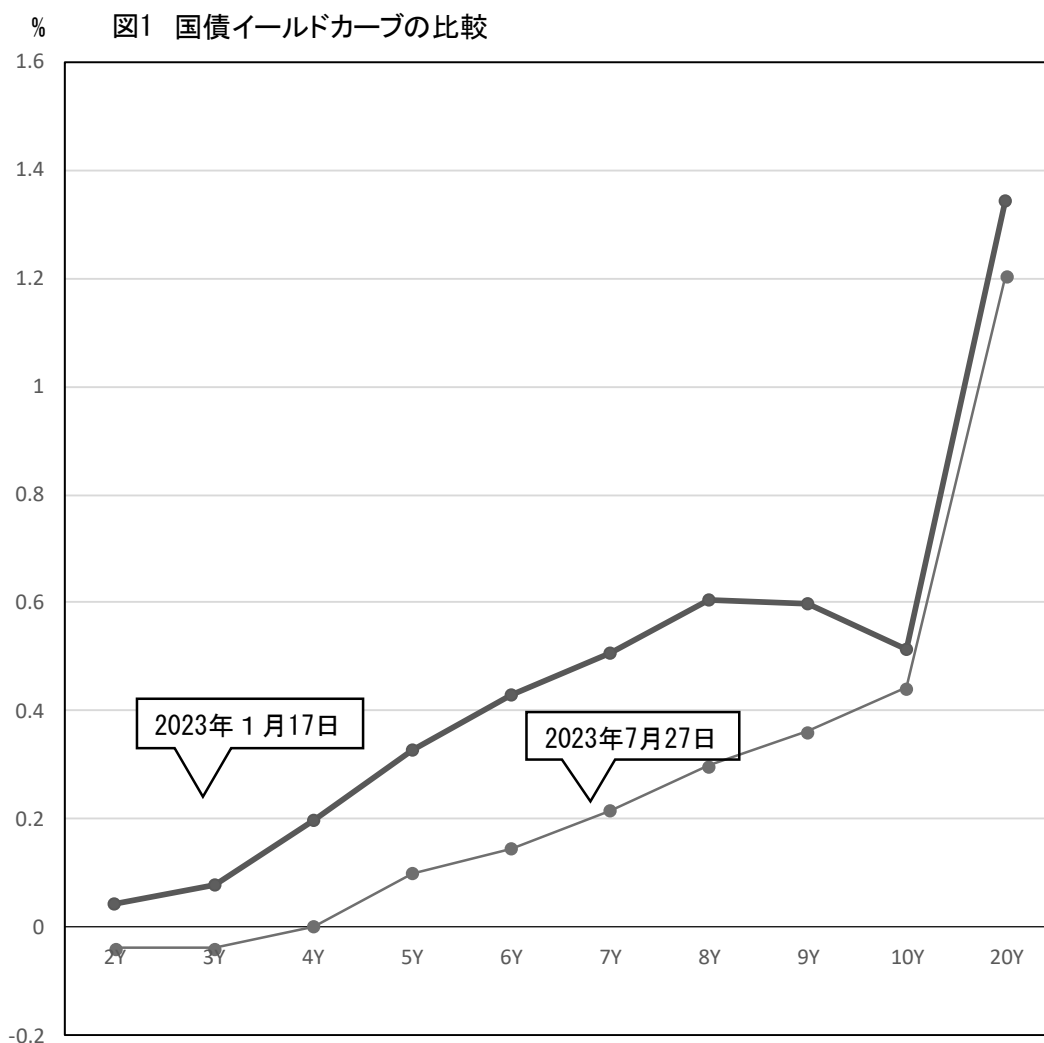
日銀総裁 マイナス金利解除「選択肢」 賃金・物価上昇なら

日本銀行の植田和男総裁は、6 日読売新聞の単独インタビューに応じた。賃金上昇を伴う持続的な物価上昇に確信が持てた段階になれば、大規模な金融緩和策の柱である「マイナス金利政策」の解除を含め「いろいろなオプション（選択肢）がある」と語った。植田氏は、短期金利をマイナス 0.1%とするマイナス金利政策の解除のタイミングについて、「経済・物価情勢が上振れした場合、いろいろな手段について選択肢はある」と回答。さらに、「マイナス金利の解除後も物価目標の達成が可能と判断すれば、（解除を）やる」と述べた。具体的な時期は、現状では「到底決め打ちできる段階ではない」とした。来春の賃上げ動向を含め、「年末までに十分な情報やデータがそろう可能性はゼロではない」とした。

5 長期金利の推移

5.1 イールドカーブの形状比較

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日と7月27日・28日に開催の決定会合の結果発表前日である27日における日本国債のイールドカーブ（2年物から20年物）の形状を比較した。図1に国債イールドカーブの比較を示した。2022年12月20日に日銀はYCCの上限を0.5%に引き上げたが、次回決定会合の結果発表の前日である2023年1月17日において、8年～9年ゾーンを中心に利回りが10年物よりも高くなるイールドカーブのくぼみは解消されなかった。しかし、7月のYCC運用弾力化の決定時には、イールドカーブのくぼみは解消されていた。



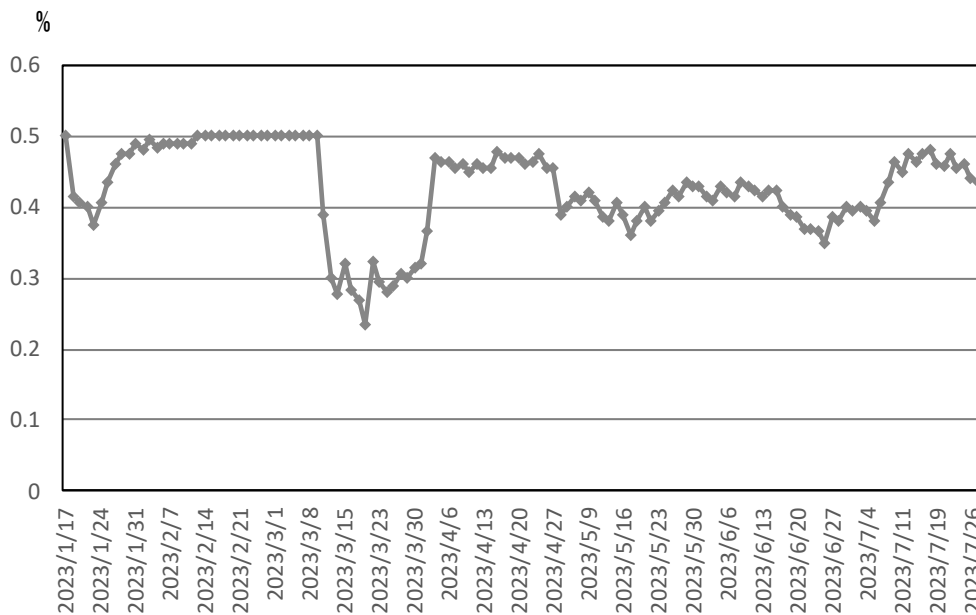
注：イールドカーブは下から2023年7月27日、2023年1月17日である。
財務省が提供するデータを用いた。

5.2 10年物国債利回り推移の比較

10年物国債利回り（終値）につき、2023年1月17日から7月27日の推移と7月28日から9月12日の推移をそれぞれ分析した。前者は図2に、後者は図3にそれぞれ示した。1月17日から7月27日の期間において、10年物国債利回りは、3月に米シリコンバレー銀行などの破綻を受け信用リスクが高まったため、0.3%を割る場面があったが、上限である0.5%を超えることなく推移した。

7月28日から9月8日において、10年物国債利回りは、概ね0.6%台で推移した。日銀は31日10時10分に2月22日以来臨時の国債買い入れオペを通知した。対象は残存期間5年超10年以下で、買い入れ額は3000億円。また、日銀は8月3日13時に臨時の国債買い入れオペを通知した。対象は残存期間3年超5年以下と5年超10年以下で、買い入れ額はそれぞれ1000億円と3000億円。日銀による長期金利上昇を牽制する臨時オペの効果もあり、9月8日まで10年物国債利回りは概ね0.6%台で推移したと考えられる。9月9日の読売新聞が掲載した植田日銀総裁のインタビュー記事を受けて、11日以降、10年物国債利回りは0.7%台に乗せた⁴。

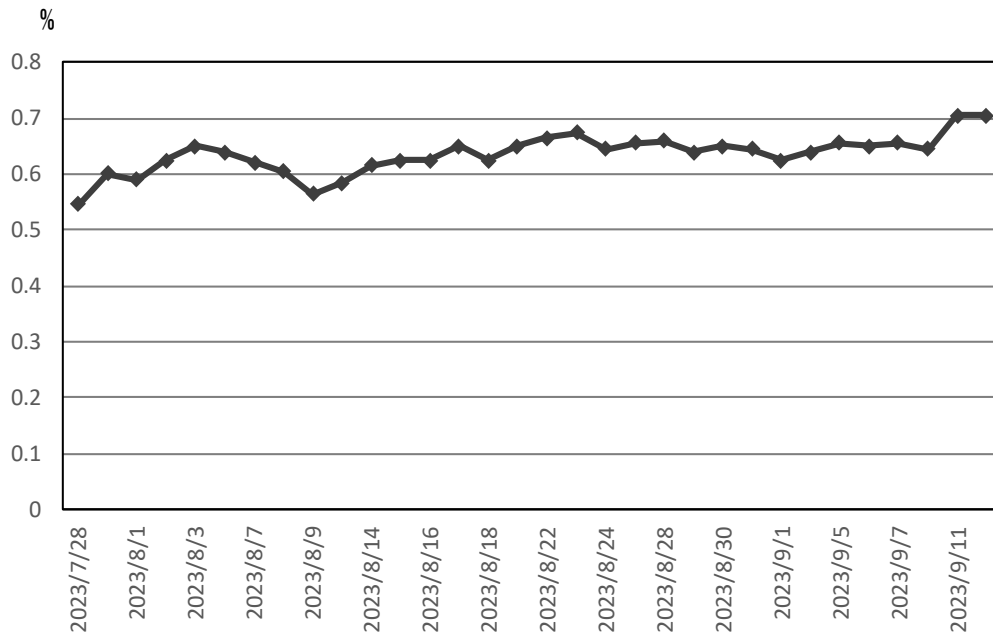
図2 10年物新発国債利回り(終値)の推移
2023年1月17日から7月27日



注: 店頭売買参考統計値(日本経済新聞に掲載)

⁴ 9月9日は土曜日であるため、植田総裁のインタビュー記事が国債市場に与えた影響は月曜日である11日に初めて確認できた。

図3 10年物新発国債利回り(終値)の推移
2023年7月28日から9月12日



注: 店頭売買参考統計値(日本経済新聞に掲載)

6 まとめ

2023年7月のYCC運用柔軟化に関して、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17日・18日に開催の決定会合の結果発表前日である17日と7月27日・28日に開催の結果発表前日である27日における日本国債のイールドカーブの形状を比較した。最後に10年物国債利回りにつき、1月17日から7月27日の推移と7月28日から9月12日の推移をそれぞれ分析した。

今回のYCC柔軟化に関する日銀の市場との対話は、日本経済新聞と共同通信社による内田日銀副総裁に対するインタビュー記事が主なものであった。日本経済新聞が2023年7月7日に掲載したインタビュー記事によると、内田副総裁は「金融仲介機能や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい」と述べた。また、「長短金利操作は特定の変更を事前に(金融市場に)織り込ませるのは難しい」とも指摘し、YCC変更に関するフォワードガイダンスの導入は困難であるとの見解を示した。メディアによる報道では、28日午前2時による日本経済新聞による「日銀、金利操作を柔軟運用 上限0.5%超え容認案」という記事がYCCの柔軟化という方向を決定付けた。

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日と7月27日・28日に開催の決定会合結果発表前日である27日における日本国債のイールドカーブの形状を比較した。2022年12月のYCC上限引き上げ時に問題となった、8年ゾーンを中心に利回りが10年物よりも高くなるイールドカーブのくぼみは解消されていた。

10年物国債利回りにつき、1月17日から7月27日の推移と7月28日から9月12日の推移をそれぞれ分析した。1月17日から7月27日の期間において、10年物国債利回りは、3月に米シリコンバレー銀行などの破綻を受け信用リスクが高まった。このため10年物国債利回りは0.3%を割る場面があったが、上限である0.5%を超えることなく推移した。7月28日から9月8日において、10年物国債利回りは概ね0.6%台で推移した。日銀による長期金利上昇を牽制する臨時オペ（7月31日と8月3日）の効果もあり、9月8日まで10年物国債利回りは概ね0.6%台で推移したと考えられる。9月9日の読売新聞が掲載した植田日銀総裁のインタビュー記事を受けて、11日以降、10年物国債利回りは0.7%台に乗せた。

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. 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
- 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, pp1 -
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.
- 伊藤隆康(2023),「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」『2022 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』
ゆうちょ財団, pp.1-14.
- 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(2023a),「当面の金融政策運営について 2023 年 7 月 28 日」
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k230728a.pdf
- 日本銀行(2023b),「金融政策決定会合における主な意見 (2023 年 7 月 27、28 日開
催分)」https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2023/opi230728.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/>
- 読売新聞社ホームページ <https://www.yomiuri.co.jp/>

別表 1 当面の金融政策運営について

2023年7月28日 日本銀行

https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k230728a.pdf からの抜粋

(1)長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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（全員一致）。
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。

②長短金利操作の運用（賛成 8 反対 1）⁵

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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⁶。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、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(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。

①ETF 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。

②CP 等は、約 2 兆円の残高を維持する。社債等は、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（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。

⁵ 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼働力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとして反対した。

⁶ 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、毎営業日、実施する。

別表 2 金融政策決定会合における主な意見

(2023 年 7 月 27、28 日開催分)

2023 年 8 月 7 日

日本銀行

https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2023/opi230728.pdf からの抜粋

金融政策運営に関する意見

「物価安定の目標」の実現に向けて、粘り強く金融緩和を継続していく必要がある。

2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現するためには、金融緩和の継続を通じて賃上げのモメンタムを支え続けることが必要である。

2%の物価安定の目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況には至っていない中で、マイナス金利政策の修正にはなお大きな距離があるし、イールドカーブ・コントロールの枠組みは、公表しているコミットメントに沿って、継続していく必要がある。

今後も物価や予想物価上昇率の上振れ方向の動きが続く場合、金融緩和の効果が強まる一方、長期金利の上限を 0.5%の水準で厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある。

先行きの物価見通しにおいて上下双方向のリスクがより大きくなっていることを踏まえると、それに対応できるようにイールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化した方がよい。

短期間で物価見通しが大幅に上振れるなど、経済・物価の不確実性がきわめて高い中、イールドカーブ・コントロールをより柔軟に運用していくことで、上下双方向のリスクに機動的に対応し、市場機能等にも配慮しながら、うまく緩和を続ける「備え」をするべきである。

2%の物価安定の目標を早期に達成するためには、長期金利の低位安定を図ることが重要である。物価安定目標の達成確度が十分に高まるまでは、イールドカーブ・コントロールを柔軟化しつつ維持していく必要がある。

必要な期間にわたって円滑に金融緩和を続けられるようにするためには、混乱なく対応できる間にあらかじめイールドカーブ・コントロールの柔軟性を一定程度高めておくことが望ましい。

しばしば指摘されている通り、イールドカーブ・コントロールの調整には固有の難しさがある。柔軟化に際しては、運用に状況に応じた弾力的対応を可能とする枠組みを用いることが適当である。

「2%の持続的・安定的な物価上昇」の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況になっていると考えており、出口までの間、円滑に金融緩和を継続していくため、イ

ールドカーブ・コントロールの弾力化を進めるべきである。

将来的なリスクへの予防措置として イールドカーブ・コントロールを柔軟化する一方、金融緩和を維持するという基本方針は継続するべきである。長期金利に上限を設ける中でインフレ予想が高まると、実質金利を通じた緩和効果が高まるが、同時に市場の不安定化といった副作用も強まる。物価環境に応じた長期金利の上昇をある程度認めることで、実質金利は安定し、一定の緩和効果を維持しながら副作用を抑制できる。

イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化にあたっては、①市場に金利形成を極力委ねること、②市場の流動性の確保・回復を図ること、③金利の急激な変動を避けることが重要であり、それを踏まえたオペレーションが必要である。

経済・物価情勢の改善が続く中、先行きの金利動向を巡る不確実性が高いとみて、債券投資を手控える投資家がみられる。現下の情勢を踏まえると、緩和的な金融環境は維持しつつ、市場機能に配慮した金融政策を行うことが適当である。

現在の物価上昇は輸入インフレの域を出ておらず、多くの従業者が働く中小企業の賃上げモメンタム向上には、中小企業の「稼ぐ力」向上が重要である。イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化はそれを確認したうえで行う方が望ましい。