

経済情報

[日本]

日銀によるイールドカーブ・コントロールの運用見直しについて

【要旨】

- ◇ 日銀は12月の決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用を一部見直すことを決めた。この決定は市場で事前にほとんど予想されておらず、驚きを持って受け止められた。
- ◇ 日銀はイールドカーブ・コントロールの運用見直しの目的を、市場機能の改善を通じ金融緩和の効果をより円滑に波及させることとしている。会合後の会見で黒田総裁は、今回の見直しが利上げではないこと、イールドカーブ・コントロールによる景気刺激効果は損なわれていないことを強調した。政策変更を受けた金利上昇は10年債に限らず多くの年限の国債で観察され、イールドカーブのゆがみの改善は今のところ道半ばである。
- ◇ 日銀が長期金利の変動上限を引き上げたことを金融政策正常化へ向けた第一歩と捉える市場参加者も一定数存在している。もともと、この先欧米において景気後退・利下げが見込まれるため、日銀にとっては正常化に向けた更なる政策変更には踏み切りづらい状況になっていくとの見方も可能である。まずは今回の政策変更の効果を冷静に見極めることが、金融政策の先行きを占う出発点となろう。

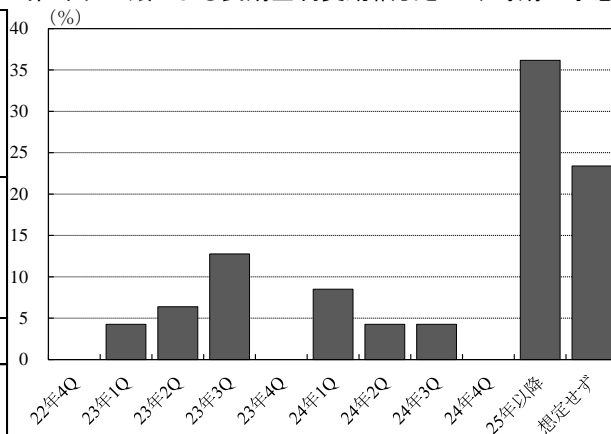
日銀は12月19-20日の決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用を一部見直すことを決定した。具体的には、国債買入れ額を従来の月間7.3兆円から9兆円程度へと増額しつつ、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」へと拡大した（第1表）。加えて、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを原則毎営業日実施することや、10年物以外の国債についても買入れ額の増額や指値オペを機動的に実施する方針を示した。Bloombergが会合前にエコノミスト47人を対象に実施したアンケートでは、全員が12月会合での金融政策の現状維持を予想していたことから（第1図）、今回の変更は驚きを持って市場で受け止められた。

第1表: 日銀の金融政策運営方針

長短金利操作	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針 <ul style="list-style-type: none"> 短期金利: 政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利適用 長期金利: 10年物国債金利誘導目標がゼロ%程度 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 10年物国債の連続指値オペ: 0.5%の利回りで毎営業日実施 10年物以外の各年限の国債の買入れ額を増額、指値オペ実施
資産買入れ方針	<ul style="list-style-type: none"> ETFおよびJ-REIT: 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 CP、社債等: 感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、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)に徐々に戻す。社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分注意して進めることとする
オーバーシュート型コミットメント	<ul style="list-style-type: none"> コアCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続
フォワードガイダンス	<ul style="list-style-type: none"> 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定

(資料) 日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図: 日銀による長期金利変動幅引き上げ時期の予想



(注) 調査期間は12月7日から12月12日まで。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

日銀は運用見直しの目的を、市場機能の改善を通じ金融緩和の効果をより円滑に波及させることとしている。実際、日銀が公表する債券市場サーベイでは、今年に入り債券市場の機能度判断 DI^(注) は大きく低下し、11月調査では統計開始以来最低となる▲51%ポイントを記録していた(第2図)。

また、会合後の記者会見で黒田総裁は、操作対象とする短期・長期の金利水準は不変であり、今回の決定が利上げではない点を強調した。政策変更が景気へ与える影響については、「予想物価上昇率の高まりにより実質金利は低下しているため、イールドカーブ・コントロールによる景気刺激効果は強まってきている」と発言し、今回の調整によって多少金利が上昇したとしても、イールドカーブ・コントロールの景気刺激効果が損なわれる可能性を否定した(第2表)。

(注) 調査時点の債券市場の機能度を「高い」と答えた割合から「低い」と答えた割合を差し引いたもの。調査対象は国債売買オペ先及び大手機関投資家。

第2図: 債券市場の機能度判断DIの推移



(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 記者会見における黒田総裁の発言

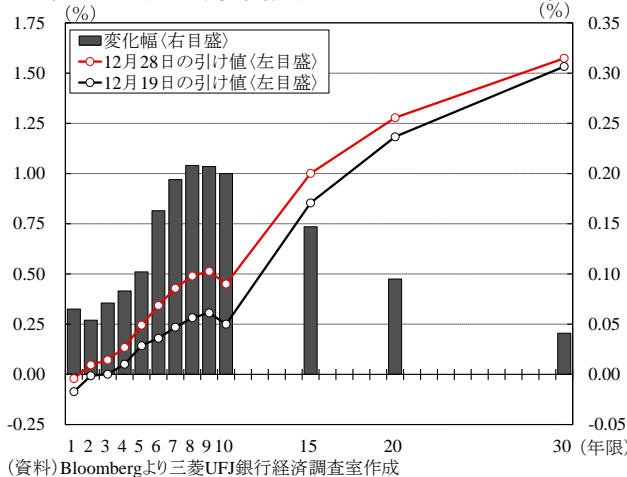
質問	回答
長短金利操作運営方針見直しに至った理由	国際金融市場のボラティリティの高まりにより、イールドカーブのゆがみが定着する可能性があった。市場機能の改善により、金融緩和の持続性を高めることが適切と判断した
見直しは利上げにわたるのか	利上げではない。イールドカーブ・コントロールの枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、物価安定目標の達成を目指す
長期金利変動幅拡大による景気への影響	見直しにより金融緩和効果の波及がより円滑に行われるため、景気にはプラスと考えている。また、物価上昇を受けた実質金利の低下によって、金融緩和による景気刺激効果は以前より強まっている
実質金利がマイナス幅を拡大する中で、金融緩和を続ける理由	足元のインフレ率は3%台半ばだが、これは大半が輸入物価上昇に起因するものであり、来年度にはこの影響が剥落しインフレ率は2%を下回る可能性が高い。賃上げを伴った安定的な2%の物価安定目標達成が見込まれない中で、緩和を続けることが適切
今後市場の更なる政策変更期待が生まれる可能性	来年には世界的にインフレが落ち着き金利上昇ペースも緩やかにとなると想定されるため、客観的には考え難い
共同声明修正の必要性	大規模緩和によりデフレでない状況を実現しており、共同声明を見直す必要はない

(資料) 日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

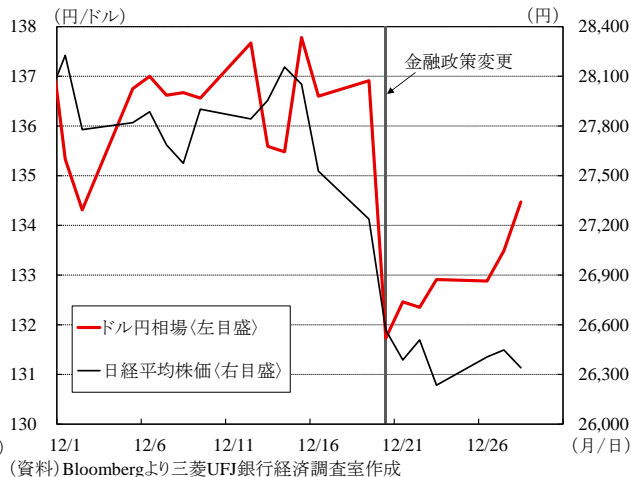
今回の政策変更を受け、金利は10年債に限らずほとんど年限の国債で上昇しており、イールドカーブのゆがみの改善は現時点では道半ばであると言える(第3図)。なお、本邦金利の上昇を受け、会合前は1ドル137円程度であったドル円相場は一時1ドル130円

程度まで円高が進んだほか、会合当日に 27,200 円台で始まった日経平均株価も同日中に 26,500 円台まで下落した（第 4 図）。

第3図：金融政策変更前後でのイールドカーブの変化



第4図：ドル円相場と日経平均株価の推移



これまで長期金利の許容上限引き上げは金融引き締めにあたるという認識を示していた日銀が突如上限引き上げに踏み切ったことから、今回の決定は金融政策正常化へ向けた第一歩と捉える市場参加者も一定数存在する。この先暫くは、政策変更期待の高まりから本邦金利が上昇し易い局面が続く可能性がある。

一方で、日銀には過去に苦い経験があることも指摘できる。日銀が 2000 年 8 月にゼロ金利政策を解除し金融政策正常化に踏み切った際、直後に米国で IT バブル崩壊に端を発する景気後退が発生し、FRB は 2001 年 1 月から利下げに転じた。日銀は同年 2 月に再度ゼロ金利政策を導入、3 月には量的緩和に着手するなど金融緩和への転換を余儀なくされ、海外景気減速を受け日本経済は 2001 年 4-6 月期から 3 四半期に渡りマイナス成長となった。現在に目を転じると、来年には欧米が景気後退に陥り中央銀行は利下げに転じると予想される。日銀にとっては、正常化に向けた更なる政策変更への踏み切るハードルは今後徐々に上がっていくとの見方も可能である。

国内においても、来年の春闘における賃上げの実現度合い、来年 4 月の日銀総裁の任期満了に伴う後任人事など、今後の金融政策に影響を及ぼし得る不確定要素は多い。また、今回の決定が事前にほとんど予想されていないタイミングでなされたことにも留意が必要である。金融政策の先行きを決め打ちするのは難しい局面であると言えるが、今回の政策変更により、実際に市場機能がどこまで改善するのか、足元やや不安定化しているイールドカーブがどのような形状で落ち着くのかなどについて冷静に見極めることが、金融政策の先行きを占う出発点となる。

以上

(令和 4 年 12 月 29 日 長谷川 裕輝 yuuki_4_hasegawa@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。