

マイナス金利政策の解除に関する分析： 日銀の市場との対話と金融市場の反応

伊藤 隆 康*

要 旨

2023年11月6日に開催の植田総裁の名古屋での講演が皮切りとなり、副総裁、審議委員がマイナス金利解除の地ならしを行った。2024年2月8日に内田真一副総裁が行った講演がマイナス金利解除後の具体的な政策の内容に言及したため、政策変更の方向性を決定付けた。こうした日銀の幹部による情報発信による市場との対話とマスコミ各社による観測報道により、市場は徐々にマイナス金利政策の解除を織り込んでいった。前任の黒田総裁体制はサプライズを狙うものが多かった。一方、植田総裁体制は日銀幹部による情報発信により事前に市場に織り込ませるスタイルになっている。特に日銀幹部の中でも内田副総裁が重要な役割を果たした。今回のマイナス金利の解除だけではなく、2023年7月におけるYCC運用柔軟化の際にも、日本経済新聞などによるインタビュー記事での内田副総裁の発言が事前の市場との対話として重要な役割を担った。

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

* 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 24K04966) 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2024年3月18日・19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YCCの廃止を含むマイナス金利政策の解除を決めた。2023年11月上旬から政策委員会のメンバーが解除に向けた情報発信を行い、決定当日の19日までに金融市場はほぼ政策の変更を織り込んだ¹。もともとYCCは2023年10月のさらなる柔軟化で事実上、撤廃に近い状態であった。YCCの変遷については表1に記載した。本稿の目的は、マイナス金利政策の解除に向けた日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を検証し、それらによって市場金利がどのように変動したのか分析することにある。

本稿の構成は次に述べるとおりである。2節では先行研究について述べる。3節ではマイナス金利政策の解除について言及する。4節では日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を記述する。5節では金融市場の反応を追い、6節でまとめる。

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 長期金利の変動幅をプラスマイナス0.1%程度	9月21日の日銀対外公表文 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と市場の反応

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)、伊藤(2023)、伊藤 (2024) である。須田 (2004) は透明性

¹ 日銀が定めたブラックアウト・ルールによれば、各金融政策決定会合の2営業日前（会合が2営業日以上にわたる場合には会合開始日の2営業日前）から会合終了当日の総裁記者会見終了時刻までの期間は、国会において発言する場合等を除き、金融政策及び金融経済情勢に関し、外部に対して発言しない。

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)は市場関係者の中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。

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。

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。

伊藤(2024)はイールドカーブ・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が主なものであったと結論付けた。メディアによる報道では、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。

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(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. マイナス金利政策の解除 (2024 年 3 月 18 日・19 日に開催の決定会合で決定)²

(1)金融市場調節方針 (賛成 7 反対 2)

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。

無担保コールレート (オーバーナイト物) を、0~0.1%程度で推移するよう促す。

(2)長期国債の買入れ (賛成 8 対 1)

これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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。

(3)長期国債以外の資産の買入れ (全員一致)

①ETF および J-REIT について、新規の買入れを終了する。

² 詳細は別表 1 を参照のこと。今回の決定会合での主な意見は別表 2 に記した。

②CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する。

4. 日銀の市場との対話と報道（一部抜粋）

4.1 日銀の市場との対話と金融市場の反応

2023年11月6日 植田和男総裁 最近の金融経済情勢と金融政策運営 名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶（日本銀行ホームページから）

「中長期的な予想物価上昇率も緩やかに上昇しており、賃金・価格設定行動に影響を及ぼしてきているとみられます。そうした中で、2%の「物価安定の目標」に向けた見通し実現の確度が少しずつ高まってきていると思われませんが、先行き「第二の力」がどの程度強まっていくのか不確実性は高く、現時点では、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っていません」。

2023年11月29日 安達誠司審議委員 わが国の経済・物価情勢と金融政策 愛媛県金融経済懇談会における挨拶要旨（日本銀行ホームページから）

「足もとまでの物価の実勢をみる限り、私としてはより上振れリスクが高いと考えています。「企業において価格転嫁の動きが予想以上に広がっているという現状は、価格競争が優位であったデフレ環境が大きく変わりつつあることを示唆しているように感じます」。

2023年11月30日 中村豊明審議委員 わが国の経済・物価情勢と金融政策 兵庫県金融経済懇談会における挨拶（日本銀行ホームページから）

「転職者の方が非転職者よりも賃金上昇率が高くなっており、従業員や経営者の意識の変化とともに、物価上昇を上回る賃金上昇が実現する兆しが現われていると思います。「改革意欲がリーマンショックを経て大手企業を中心に高まり、企業の「稼ぐ力」の強化が進みつつあると思います」。

2023年12月6日 氷見野良三副総裁 最近の金融経済情勢と金融政策運営 大分県金融経済懇談会における挨拶（日本銀行ホームページから）

「私どもの方で一番気を付けなければならないのは、賃金と物価の好循環の状況を良く見極めて、出口のタイミングや進め方を適切に判断することだろうと思います。そこを間違わなければ、賃金と物価の好循環が強まっていくこと自体のメリットは幅広い家計と企業に及ぶだろうと考えられますので、出口を良い結果につなげることは十分可能だろうと考えます」。

2023年12月7日 植田和男総裁 参院財政金融委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は12月7日の参院財政金融委員会で、現在の金融緩和策の運営をめぐり「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と述べた。市場ではマイナス金利政策の解除観測がくすぶっており、地ならしを意識した発言と受け止められた。

2024年1月23日 植田和男総裁 総裁記者会見（日本銀行ホームページから）

「先行き、賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていく確度は、引き続き、少しずつ高まっていると判断しました」。「もしも賃金と物価の好循環を更に確認し、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至ったとしますと、マイナス金利を含めました現在実施している様々な大規模金融緩和策、これの継続の是非を検討していくことになります」。

2024年1月31日 決定会合の主な意見（日本銀行ホームページから）

「今春の賃金改定は過去対比高めの水準で着地する蓋然性が高まっているほか、経済・物価情勢が全体として改善傾向にあることを踏まえると、マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつあると考えられる」。「海外の金融政策転換で政策の自由度が低下することもあり得る。現在は千載一遇の状況にあり、現行の政策を継続した場合、海外を中心とする次の回復局面まで副作用が継続する点も考慮に入れた政策判断が必要である」。

2024年2月8日 内田真一副総裁 最近の金融経済情勢と金融政策運営 奈良県金融経済懇談会における挨拶（日本銀行ホームページから）

「緩やかな景気回復が続き、賃金と物価の好循環が強まることを想定しています。すなわち、賃金上昇を伴う望ましい形で2%の目標を実現する姿となっています。先行きの不確実性はなお高いですが、こうした見通しを実現する確度は、少しずつ高まっています」。「この先、様々なデータや情報を丹念に点検し、賃金と物価の好循環を確認していきます。2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、こうした大規模な金融緩和は役割を果たしたことになります、その修正を検討することになると考えています」。

「政策修正のタイミングがいつになるにせよ、その前後で、金融市場に不連続な動きを生じさせることがないように、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫していく必要があると考えています」。「現在の無担保コールレートは-0.1~0%ですので、0.1%の利上げということになります。この点は、主として短期金融市場の機能をどう維持するかという論点です」。「イールドカーブ・コントロールの枠組みを廃止す

るにせよ、何らかの形で残すにせよ、その後の国債買入れをどうしていくのか、その過程で、いかに市場の安定を保っていくのかは、考えなければなりません。

2024年2月9日 植田和男総裁 衆院予算委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は9日の衆院予算委員会で、マイナス金利解除後の金融政策について「緩和的な金融環境が当面続く可能性が高い」との認識を示した。8日には奈良市で内田真一副総裁が講演し、「どんどん利上げをしていくようなパス（道筋）は考えにくい」と同様の見解を表明していた。

2024年2月16日 植田和男総裁 衆院財務金融委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は16日の衆院財務金融委員会で、先行きの物価が見通し通りなら「デフレという状態にはほど遠い状態が実現する」との見解を示した。物価変動を考慮した実質賃金も今後プラスになる見通しを持っていると述べ、物価と賃金の持続的上昇に自信をのぞかせた。

2024年2月22日 植田和男総裁 衆院予算委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は22日の衆院予算委員会で、2024年以降の物価見通しについて「23年までと同じような右上がりの動きが続くと予想している」とし、「（日本経済は）デフレではなくインフレの状態にある」と述べた。賃金・物価の好循環が強まっていくとの見方も示し、マイナス金利解除の条件が整いつつあることを示唆した。

2024年2月28日 清水誠一理事 衆院予算委員会（日本経済新聞から）

日銀の清水誠一理事は28日、衆院予算委員会で政府・日銀が掲げる2%の物価安定目標の達成の見通しについて「現時点ではまだ十分な確度は持っていない」と述べた。現在の大規模な金融緩和政策については「達成が見通せる状況になると修正する。とりわけ賃金の動向をきちんと確認していきたい」との認識を示した。

2024年2月29日 高田創審議委員 わが国の経済・物価情勢と金融政策
滋賀県金融経済懇談会における挨拶（日本銀行ホームページから）

「物価安定の目標実現が漸く見通せる状況になってきました」。「緩和効果と副作用のバランスも念頭に置きながら、今日のきわめて強い金融緩和からのギアシフト、例えば、イールドカーブ・コントロールの枠組みの解除、マイナス金利の解除、オーバーシュート型コミットメントの在り方など、出口への対応も含め機動的かつ柔軟な対応に向けた検討も必要と考えています」。

2024年2月29日 植田和男総裁 ブラジル・サンパウロで20カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議の閉幕後に記者会見（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は2月29日、2%の物価安定目標に向けて「賃金と物価の好循環がうまく回り出しているか、確認していく作業を続ける」と述べた。3月中旬に集中回答日を迎える春季労使交渉については「確認作業の中で一つの大きなポイントだ」と述べた。

2024年3月7日 中川順子審議委員 わが国の経済・物価情勢と金融政策 島根県金融経済懇談会における挨拶（日本銀行ホームページから）

「賃金上昇期待が強まるもとで、予想物価上昇率は物価安定の目標と整合的な水準に向かって徐々に高まっていくとみています」。「高水準の企業収益に支えられ、賃金と物価の好循環が展望できると考えています」。

2024年3月7日 植田和男総裁 参院予算委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は7日の参院予算委員会で政府・日銀が掲げる2%の物価安定目標について「見通しが実現する確度は引き続き少しずつ高まっている」と述べた。賃金と物価の好循環を確認するために「現在進行している春季労使交渉の動向に注目している」と語った。2%目標の達成が見通せる状況になれば「様々な大規模緩和策の修正を検討していく」と改めて表明した。その際に「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の枠組みを撤廃するにせよ残すにせよ、長期国債の買い入れは続く」と強調し、政策修正が金利急騰などを招かないように配慮する考えを重ねて示した。

2024年3月12日 植田和男総裁 参院財政金融委員会（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は12日の参院財政金融委員会で、18～19日に開く金融政策決定会合に向けて「今週、追加的なデータや情報が入ってくると思う。総合的に判断、点検し、適切な判断をくだしていきたい」と述べた。

13日の大企業による集中回答や15日の連合による回答結果の1次集計など春季労使交渉の結果を念頭においた発言だ。植田総裁は2%物価目標の持続的・安定的達成の見通しについての見解を説明した。「賃金と物価の好循環がどのくらいうまく回っているかを点検している」とも語った。

4.2. 観測報道

2024年3月6日 時事通信社

日銀委員、3月解除で意見表明へ＝マイナス金利、次回会合で一決定なら17年ぶり利上げ

日銀が3月18、19日に開く金融政策決定会合で、一部出席者がマイナス金利政策の解除が妥当だと意見表明する見通しであることが6日、分かった。日銀の正副総裁、審議委員で構成する政策委員9人のうち、少なくとも1人がマイナス金利解除が適切だと主張。過半の5人以上の委員が賛成すれば解除が決まり、2007年以来17年ぶりの利上げに踏み切る。

2024年3月9日 時事通信社

国債購入、規模明示へ YCC 撤廃、新「量的」枠組み一円滑な緩和正常化で日銀検討

日銀が金融緩和の正常化を円滑に進めるため、先行きの国債買い入れ規模をあらかじめ示す、新たな「量的」金融政策の枠組みを検討していることが8日、明らかになった。長期金利を「0%程度」に誘導する「長短金利操作（YCC）」は撤廃する。

2024年3月12日 時事通信社

日銀、広がる3月解除支持 春闘、昨年超えの公算—マイナス金利

2024年春闘で賃上げ率が昨年を上回る公算が大きくなり、日銀内でマイナス金利政策の「3月解除」を支持する意見が広がっている。日銀は解除の判断に当たり、今春闘での賃上げ動向を「一つの大きなポイント」（植田和男総裁）と位置付け、連合が15日発表する第1回回答集計の結果に注目。平均賃上げ率が昨年第1回の3.80%を大きく上回れば、解除に踏み切る見通しだ。23年10～12月期の実質GDP（国内総生産）成長率がプラス改定されたことも追い風となった。

2024年3月13日 毎日新聞

毎日 マイナス金利解除へ「環境整った」 日銀関係者、春闘情勢受け

日銀が18、19日に開く金融政策決定会合で、マイナス金利を解除する公算が大きくなった。13日に集中回答日を迎えた2024年春闘で大幅な賃上げ回答が相次いだことで、日銀が大規模な金融緩和政策の変更に踏み切る材料が整いつつある。

2024年3月14日 日本経済新聞

日銀、マイナス金利解除議論へ 連合集計見極め判断 18日から決定会合

日銀は18～19日に開く金融政策決定会合でマイナス金利政策を解除するか議論する。2024年の賃上げ率は昨年を上回る見通しで、2%の物価目標を安定的に達成できる確度が高まったとみているためだ。日銀内でも容認論が広がっており、連合が15日にまとめる春季労使交渉の集計結果を見極めて最終判断する。

2024年3月14日 読売新聞

前年を超える賃上げ回答、マイナス金利解除に追い風、日銀が18日から金融政策決定会合

2024年春闘で主要企業から前年を超える高い賃上げの回答が相次いだことは、日本銀行によるマイナス金利政策の解除などの判断にも追い風となりそうだ。日銀は18、19日に開く金融政策決定会合で、政策変更を議論することを検討しており、連合が15日に公表する回答の1次集計結果も踏まえて判断するとみられる。植田和男総裁は13日の参院予算委員会で、政策変更を判断する際、「春闘の動向が一つの大きなポイントだ」と改めて発言した。

2024年3月14日 時事通信社

日銀、マイナス金利解除で調整 高水準賃上げ、物価2%実現に自信―連合集計踏まえ最終判断

日銀は14日、来週18、19両日に開く金融政策決定会合で、マイナス金利政策を解除する方向で調整に入った。2024年春闘で大企業を中心に昨年を大幅に上回る賃上げ回答が相次ぎ、2%の物価上昇目標の持続的実現の確度が高まったとの見方を強めている。連合が15日に発表する回答の第1回集計結果を確認した上で最終判断する。

2024年3月14日 朝日新聞

日銀、マイナス金利解除検討へ 春闘追い風「あとは総裁の考え次第」

日本銀行は来週18、19日に開く金融政策決定会合で、大規模緩和の柱であるマイナス金利政策の解除を検討する。判断材料として重視する今春闘は、労働組合の要求に満額回答する大企業が続出。日銀のシナリオ通りに進んでおり、2013年4月に始めた「異次元緩和」からの転換に踏み切る環境が整いつつある。

2024年3月16日 日本経済新聞

日銀、マイナス金利解除へ 賃上げ拡大で17年ぶり利上げ

日銀は18～19日に開く金融政策決定会合でマイナス金利政策を解除する見通しになった。2024年の賃上げ率は5.28%と33年ぶりの高水準となり、2%の物価目標を持続的・安定的に達成できる環境が整った。日銀が政策金利を引き上げるのは07年2月以来、17年ぶり。金融政策は大規模緩和から正常化に向かい「金利ある世界」に踏み出す。マイナス金利政策の解除に向けて15日、日銀内外で調整を始めた。現在の短期の政策金利はマイナス0.1%。これを0.1ポイント以上、引き上げて短期金利を0～0.1%に誘導する案が有力だ。16年2月に開始したマイナス金利政策はこれで終了する。

2024年3月16日 日本経済新聞

マイナス金利、市場「3月解除」に備え 2年債利回り上昇

金融市場が日銀のマイナス金利政策解除に向けて臨戦態勢に入った。金融政策の先行きへの見方を反映する2年債の利回りは15日、一時0.2%まで上昇した。財務省が同日実施した3カ月物の国庫短期証券（TB）の入札も最高落札利回りが8年9カ月ぶりにプラスに転じた。

2024年3月19日 日本経済新聞

日銀、大規模緩和を解除へ きょう決定

日銀は19日の金融政策決定会合でマイナス金利政策の解除を決める方針だ。長期金利を抑え込むための長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）や上場投資信託（ETF）などリスク資産を買い入れる枠組みもなくす方向だ。17年ぶりの利上げとなり、大規模緩和は事実上、終わる。日銀は19日午前、2日目の会合で金融政策の具体的な議論に入った。会合終了後、マイナス金利政策などの解除を発表する見通しだ。同日午後には植田和男総裁が記者会見し、決定内容を説明する。

日銀は2%物価目標を持続的・安定的に達成できる見通しがたてば、マイナス金利解除を含む緩和策の修正を検討するとしてきた。連合が15日発表した2024年の春季労使交渉の第1回集計結果では、基本給を底上げするベースアップ（ベア）と定期昇給を合わせた賃上げ率が平均5.28%となり、1991年以来33年ぶりに5%を超えた。

5. 市場金利の推移

5.1 OIS レート 1 カ月物と日本国債 2 年物

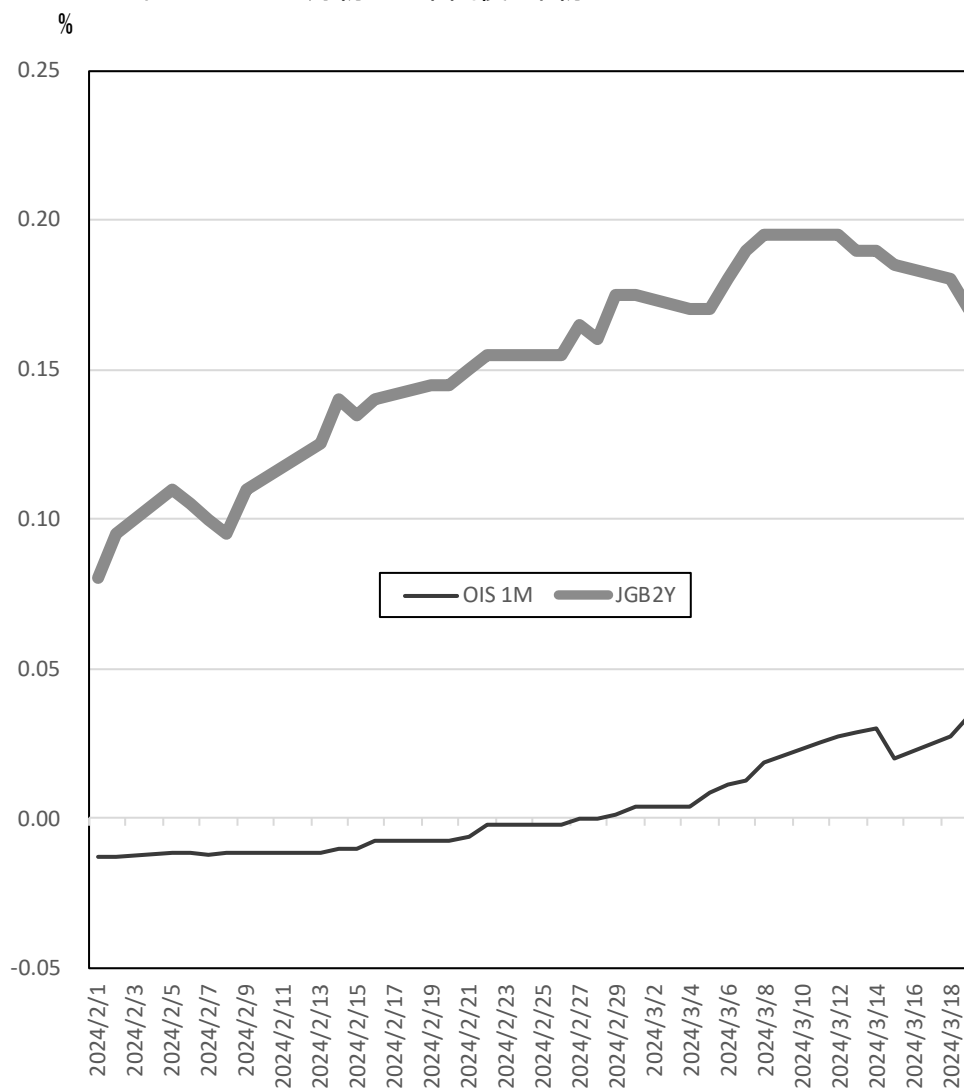
2024年2月1日から3月19日の期間における、OIS（Overnight Indexed Swap）1カ月物と日本国債2年物の動きを追った³。2つのレートの動きについては、図1に記した。OIS（Overnight Indexed Swap）とは一定期間の翌日物レート（複利運用）と、数週間から2年間程度までの固定金利を交換する金利スワップである。通常、翌日物金利には日銀が毎日公表する無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均金利（Tokyo OverNight Average rate, TONA）が用いられる。向こう1カ月間における翌日物金利を予想して取引されるため、金融政策の変更に関する市場関係者の予想がレートに織り込まれる。OIS（Overnight Indexed Swap）1カ月物と国債2年物はともに緩やかに上昇していることから、市場は徐々にマイナス金利政策の解除を織り込んだといえる。

³ OIS 取引については伊藤(2007)を参照のこと。

5.2 日本国債利回り 10 年物

2024 年 2 月 1 日から 3 月 19 日の期間における、国債 10 年物の動きを追った。OIS (Overnight Indexed Swap) 1 カ月物と国債 2 年物が徐々にマイナス金利政策の解除を織り込んで行ったのとは対照的に、国債 10 年物はしばらく不規則な動きを見せながら、概ね上昇基調に辿った。日本国債 10 年物については図 2 に記した。

図1 OIS1カ月物と日本国債2年物



注

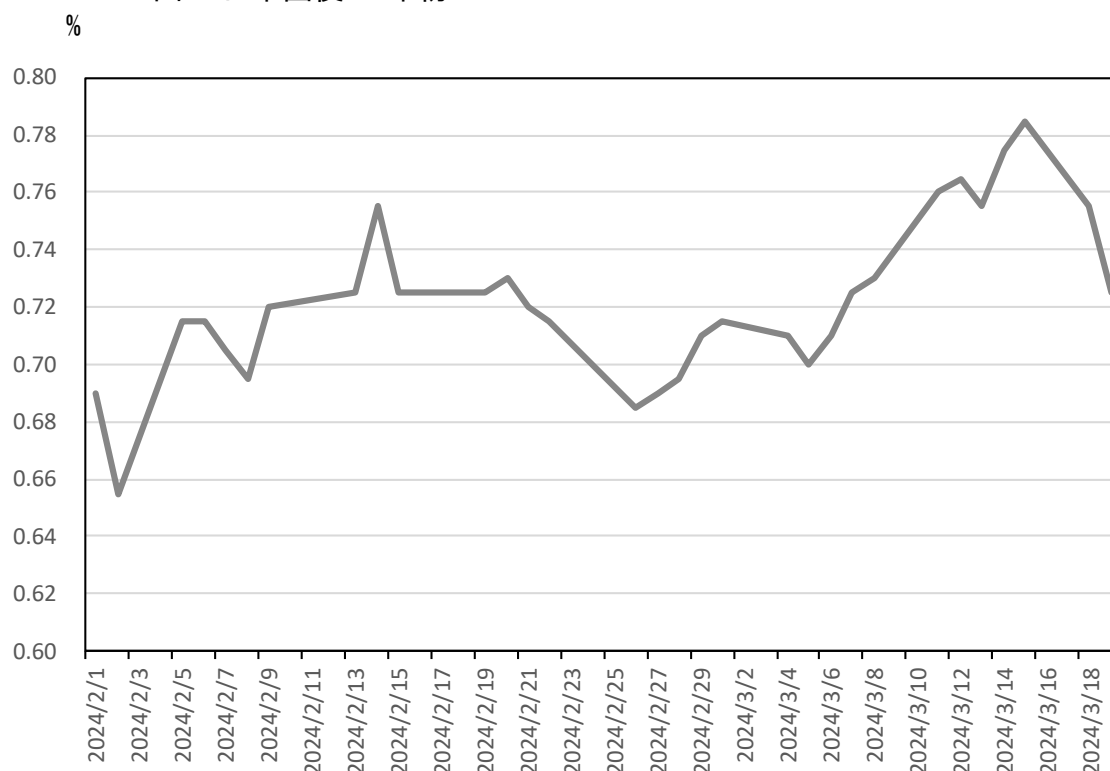
OIS1M = Overnight Indexed Swap Rate 1 カ月物

JGB2Y = 日本国債2年物

2024年2月1日から3月19日

データソース： OIS1M= Datastream, JGB2Y=日本相互証券

図2 日本国債10年物



注
 2024年2月1日から3月19日
 データソース：日本相互証券

6. まとめ

本稿の目的は、マイナス金利政策の解除に向けた日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を検証し、それらによって市場金利がどのように変動したのか、また、政策変更の折り込み具合を分析することにある。

マイナス金利政策の解除にあたり、2023年11月6日に開催の植田総裁の名古屋での講演が皮切りとなり、副総裁、審議委員がマイナス金利政策の解除までの間に地ならしを行った。2024年2月8日に内田副総裁が行った講演がマイナス金利解除後の具体的な政策の内容に言及したため、政策変更の方向性を決定付けた。マスコミにより観測報道は2024年3月6日の時事通信によるものが皮切りとなり、政策変更の当日である3月19日まで続いた。

こうした日銀の幹部による情報発信による市場との対話とマスコミ各社による観測報道により、市場は徐々にマイナス金利政策の解除を織り込んでいった。OIS1カ月物と国債2年物はともに緩やかに上昇したことがそのことを裏付けている。こうした状況の下、日銀は混乱なく政策変更を遂行することができた。前任の黒田総裁体制はサプライズを狙うものが多かった。一方、植田総裁体制は日銀幹部による情報発信に

より事前に市場に織り込ませるスタイルになっている。

特に日銀幹部の中でも内田副総裁が重要な役割を果たした。今回のマイナス金利の解除だけではなく、伊藤（2004）が指摘するように2023年7月におけるYCC運用柔軟化の際にも、日本経済新聞などによるインタビュー記事での内田副総裁の発言が事前の市場との対話として重要な役割を担った。

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.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.
- 朝日新聞社ホームページ <https://www.asahi.com/>
- 伊藤隆康(2007), 「OIS(Overnight Index Swap)取引と金融政策」『新潟大学経済論集』 単著, 第 83 号, pp.83-90.
- 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.
- 伊藤隆康(2024),「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」『2023 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(2024a),「金融政策の枠組みの見直しについて 2024 年 3 月 19 日」
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf
- 日本銀行(2023b),「金融政策決定会合における主な意見 (2024 年 3 月 19 日開催
分)」
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2024/opi240319.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/>
- 毎日新聞社ホームページ <https://www.mainichi.co.jp/>
- 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

2024年3月19日 日本銀行

https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf からの抜粋

金融政策の枠組みの見直しについて

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たしたと考えている。日本銀行は、引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。以上を踏まえ、金融市場調節方針等については、以下のとおりとすることを決定した。

(1) 金融市場調節方針（賛成7反対2）⁴

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

(2) 長期国債の買入れ（賛成8対1）⁵

これまでと概ね同程度の金額3で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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。

(3) 長期国債以外の資産の買入れ（全員一致）

①ETF および J-REIT について、新規の買入れを終了する。

②CP 等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する。

(4) 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い（全員一致）

⁴ 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員、野口委員。中村委員は、主として大企業に関するETF買入れ等の終了には賛成であるが、マイナス金利政策は業績回復が遅れている中小企業の賃上げ余力が高まる蓋然性を確認するまで継続すべきとして反対した。野口委員は、賃金と物価の好循環の強まりを慎重に見極めるとともに、金融環境に不連続な変化をもたらすリスクを避ける観点から、長短金利操作とマイナス金利政策の同時撤廃は避けるべきとして反対した。

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、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。

別表 2 金融政策決定会合における主な意見

(2024 年 3 月 18、19 日開催分)

2024 年 3 月 28 日

日本銀行

https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2024/opi240319.pdf からの抜粋

金融政策運営に関する意見

・最近のデータ等から、先行き、展望レポートの見通し期間終盤にかけて、「物価安定の目標」が実現していくことが見通せる状況に至ったと判断できる。こうしたもと、イールドカーブ・コントロールの枠組みやマイナス金利政策などの大規模な金融緩和は、その役割を果たしたと考えられる。

・引き続き 2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて金融政策を運営していくべきである。

・非伝統的手段の総動員から、短期金利操作を主たる手段とする枠組みに移行すること、すなわち、異次元の金融緩和からいわば普通の金融緩和に移行することは、短期的なショックを起こさずに十分可能であり、中長期的にはプラスの効果も期待できる。

・今回の金融政策の枠組みの見直しが、金融引き締めへのレジーム転換ではなく、あくまで「物価安定の目標」の実現に向けた取り組みの一環である点を、各種コミュニケーションによって明確に伝えていくことが重要である。

・柔軟化されたイールドカーブ・コントロールの運営のもとで長期金利は安定して推移していること、これまでの情報発信によって、「仮にマイナス金利政策を解除しても当面緩和的な金融環境が維持される」という理解が市場に浸透していることなどから、今回の措置によって金融市場で大きな変動が起こる可能性は低い。

・経済・物価情勢に応じて、時間をかけてゆっくりと、しかし着実に金融正常化を進め、異例の大規模金融緩和を上手に手仕舞いしていくためには、これからの金融政策の手綱さばきがきわめて重要である。そのためにも、今回、金融正常化のスタートラインに立つことが適当である。

・長期国債やCP・社債等の買入については、大幅・急激な市場変動を避ける観点から、時間をかけて対応することが適当である。その間、債券市場の参加者拡大を期待する。

・国債買入は、現在と概ね同程度の金額で継続するが、その際、実際の買入は、これまで同様、調節の現場において、市場の状況に応じて柔軟に決めていく必要があり、上下に多少のアローワンス（例えば1～2兆円程度）をもって対応していくことが適当である。

- ・国債の買入れは、能動的な金融政策手段としては用いず、長期金利の急変動を避けるという観点から行われることになる。その中で、市場の流動性を回復しつつ、できるだけ市場に金利形成を委ねていくことが大切である。
- ・本年の賃上げが象徴的な変化として確認されたことから、これまでの市場機能に副作用を及ぼしてきた政策対応を見直し、市場が自律的に機能する局面への転換が必要である。
- ・将来の金融正常化を見据えて、ある程度は市場の価格形成に任せた政策運営に切り替えるタイミングだと考えられる。
- ・わが国では、米欧のような賃金インフレに陥るリスクは低く、大企業の改革成果が中小企業に波及し、中小企業の賃上げ分の価格転嫁が進む産業構造への変化等を確認する時間的余裕がある。「物価安定の目標」の実現を確実にするため、大企業に關係するETF買入れや貸出増加支援資金供給等以外の緩和策は、中小企業に準備を促し、賃上げ余力が高まる蓋然性を確認してからの見直しが適当である。マイナス金利を解除する場合でも、急速な利上げが必要な状況ではないため、慎重な姿勢を強調することが必要である。
- ・国債買入れの継続による長期金利の抑制が未だに必要であり、イールドカーブ・コントロールとマイナス金利政策の解除を同時に行うことは、長期金利を含む金融環境に非連続的な変化をもたらすリスクがある。
- ・今回の政策変更により、経済実態を反映しない形で先々の政策変更期待が高まり、金融環境が急変した場合、好循環のモメンタムに水を差し、物価目標の達成を遅らせるリスクがある。
- ・今回の政策枠組みの見直しも踏まえつつ、過去四半世紀の金融政策の在り方を幅広く振り返ることが必要であり、現在行われている多角的レビューを将来の政策に活かしていくことも重要である。