

調査と情報—ISSUE BRIEF—

No. 1220 (2023. 2.27)

長短金利操作の運用見直し

—日本銀行の大規模な金融緩和の行方—

はじめに

I 日本銀行による長短金利操作の運用見直しの概要

1 長短金利操作の運用見直しに至るまでの経緯

2 長短金利操作の運用見直し

II 長短金利操作の運用見直し後の金融市場

1 見直し後の金融市場の動向

2 今後予想される影響

III 長短金利操作の運用見直し等にかかる主な論評

1 市場機能の回復

2 長期国債の月間買入れ額の増額

3 市場との対話

4 共通担保資金供給オペの拡充

おわりに

キーワード：異次元金融緩和、イールドカーブ・コントロール（YCC）、アベノミクス

- 日本銀行は、令和4（2022）年12月19・20日の金融政策決定会合で、金融政策運営を一部見直すことを決定した。重要な変更点として、長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大したことが挙げられる。
- 見直しを受けて、金融市場においては長期金利が上昇し、為替や株価にもその影響が見られた。実体経済や各経済主体が受ける影響についても、その程度の大小はあるものの、様々に考えられる。
- 見直しについて、その効果や副作用、日本銀行の情報発信の在り方等の観点から、識者からは様々な見解が示されている。日本銀行には、我が国経済の健全な発展に資する適切な金融政策運営が求められよう。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 かじ とも み あおき 梶 朋美・青木 ふみ

第1220号

はじめに

令和 4（2022）年 12 月 19・20 日の金融政策決定会合で、日本銀行は、金融政策運営を一部見直すことを決定した¹。この決定は、市場関係者などにとっては「サプライズ」とされ、債券、株式、外国為替などの市場は大きく変動した。決定内容やその背景、そして今後への影響などが大きく報じられた²。

令和 4（2022）年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻以降、エネルギー価格の上昇が加速し、物価は高騰している。令和 4（2022）年は、10 月に一時 1 ドル 151 円台後半と 32 年ぶりの円安水準を記録するなど、歴史的な円安が進行した年でもあり、円ベースで見た輸入価格はエネルギー以外にも含めて全般に高騰した³。令和 4（2022）年 12 月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、前年同月比で 4.0%増であり、41 年ぶりの伸び率となった⁴。国会の審議においても、円安が加速し輸入物価が上昇している状況のなか、日本銀行が大規模な金融緩和を維持することに対して疑問が呈されていた⁵。日本銀行の大規模な金融緩和によって、大量かつ特定の年限の国債買入れが継続したため、債券市場における価格形成のゆがみを指摘される状況でもあった⁶。

本稿では、今回の日本銀行の決定に至るまでの経緯を簡単に振り返り、大規模な金融緩和の運用の見直しについて、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用見直しを中心に、その内容を概観する。また、長短金利操作の運用見直し後の金融市場の動向及び識者の論評等を整理する。

I 日本銀行による長短金利操作の運用見直しの概要

1 長短金利操作の運用見直しに至るまでの経緯

(1) 長短金利操作の導入

日本銀行は、平成 25（2013）年 4 月に、デフレからの脱却に向けて「量的・質的金融緩和（Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE）」⁷を導入した。「量的・質的金融緩和」

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和 5（2023）年 2 月 15 日である。

¹ 日本銀行「当面の金融政策運営について」2022.12.20。<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k221220a.pdf>

² 例えば、「日銀、苦渋のサプライズ」『日本経済新聞』2022.12.21。

³ 現下における物価高の主な背景及び要因について詳細は、廣瀬信己「現下の物価高をめぐる論点—要因と対策—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1202 号、2022.8.30。<<https://dl.ndl.go.jp/pid/12316991>> を参照。

⁴ 総務省統計局「消費者物価指数」2023.1.20。<<https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200573&tstat=000001150147&cycle=1&year=20220&month=24101212&tclass1=000001150149>>; 「消費者物価、12 月 4.0%上昇 41 年ぶり、通年は 2.3% エネ・食品値上げ続く」『日本経済新聞』2023.1.20、夕刊。なお、日本銀行の物価安定目標は、「消費者物価の前年比上昇率で 2%」である。令和 4（2022）年 4 月以降、消費者物価指数（総合及び生鮮食品を除く総合）は、前年同月比 2%増を上回る状況が続いている。

⁵ 例えば、第 210 回国会衆議院財務金融委員会議録第 2 号 令和 4 年 11 月 2 日 p.7。<<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/121004376X00220221102>>

⁶ 「金利操作が生む「一物二価」、残存 10 年で 0.25%超、ひずみ深刻に（ポジション）」『日本経済新聞』2022.11.11。

⁷ 量的にも質的にもそれまでの金融政策とは大きく異なる金融緩和の強化策。例えば、量の面では、金融政策の操作目標を「金利」からマネタリーベースの「量」に変更し、マネタリーベースを年間約 60～70 兆円増加のペースで拡大する方針を打ち出した。質の面では、長期国債の買入れの平均残存期間を伸ばし、長めの金利を引き下げるほか、ETF（上場投資信託）等の保有残高を拡大することで資産価格のプレミアムへの働きかけを強化することが図

導入後は、大小の政策修正が行われつつも、異次元とも称される大規模な金融緩和は維持されてきた⁸。令和 5（2023）年は、「量的・質的金融緩和」導入から 10 年の節目の年に当たる。

「量的・質的金融緩和」を強化する政策として、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が挙げられる。

前者は、金融機関が日本銀行に預けている当座預金の一部にマイナス金利を適用する政策⁹であり、平成 28（2016）年 1 月に導入された。

後者は、金融市場調節によって短期金利及び長期金利（新発 10 年物国債の流通利回り）を目標とする水準に誘導する「長短金利操作」（イールドカーブ・コントロール。Yield Curve Control: YCC）と消費者物価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する「オーバーシュート型コミットメント」の 2 つを軸とする仕組み¹⁰であり、平成 28（2016）年 9 月に導入された。長短金利操作によって、本来は市場で決まる長期金利の水準も、日本銀行がオペ（公開市場操作）などを通じて誘導することになる。それ以外の年限の利回りは、こうした金利操作方針と整合的な形でマーケットにおいて形成されていくことになる¹¹。

長短金利操作の導入当時、日本銀行は、マネタリーベースや国債保有残高の増加ペースを操作目標とする従来の枠組みに比べて、金融緩和政策の柔軟性と持続性が高まると説明した¹²。その一方で、日本銀行が長期金利を 0%に誘導することが果たして可能であるのかという点について、疑問視する声も聞かれた¹³。

日本銀行は、平成 28（2016）年 9 月に長短金利操作を導入した後、平成 30（2018）年 7 月に、長期金利操作目標の柔軟化（経済・物価情勢に応じた変動を許容、「±0.2%程度」の変動幅を示唆）を表明した¹⁴。令和 3（2021）年 3 月には、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」にすると明確にした¹⁵。

られた（雨宮卓史「日銀の総括的検証と新たな枠組み」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』928 号, 2016.11.15, pp.1-2. <<https://dl.ndl.go.jp/pid/10213571>>）。

⁸ 異次元金融緩和について詳細は、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の 5 年間を振り返って—」『レファレンス』808 号, 2018.5, pp.25-45. <<https://dl.ndl.go.jp/pid/11095236>>; 同「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1108 号, 2020.7.30. <<https://dl.ndl.go.jp/pid/11517930>>; 同「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1150 号, 2021.6.15. <<https://dl.ndl.go.jp/pid/11684499>> 等を参照。政策内容の変遷等については、本稿巻末表を参照。

⁹ 日本銀行「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」2016.1.29. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf> 日本銀行当座預金を、「基礎残高」、「マクロ加算残高」、「政策金利残高」の 3 階層に分割し、基礎残高にはプラス 0.1%の金利、マクロ加算残高には 0%の金利、政策金利残高に▲0.1%の金利を適用する政策。

¹⁰ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm#p02>> オーバーシュート型コミットメントは、2%の「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを狙う。なお、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入によって、金融政策の操作目標はマネタリーベースの「量」から再び「金利」となった。

¹¹ 雨宮 前掲注(7), pp.4-5.

¹² 日本銀行「総裁記者会見要旨」2016.9.23, p.2. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2016/kk1609b.pdf>

¹³ 平成 28（2016）年 9 月の日本銀行による総括的検証と新たな枠組みの賛否について詳細は、雨宮 前掲注(7), pp.5-10 を参照。海外においても、中央銀行が長期金利をコントロールしたという前例は乏しく、日本銀行がそれを行おうとすることをめぐっては、「海図なき領域」を進む政策であるとの指摘もみられた（加藤出「新たな政策枠組みでもみえない 2%目標の伝達経路—インフレ予想が高まると、長期金利を制御できなくなるおそれ—」『金融財政事情』3187 号, 2016.10.17, p.18）。

¹⁴ 日本銀行「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」2018.7.31. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2018/k180731a.pdf>; 同「総裁記者会見要旨」2018.8.1. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2018/kk180801a.pdf>

¹⁵ 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和について」2021.3.19, p.1. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2021/k210319a.pdf>

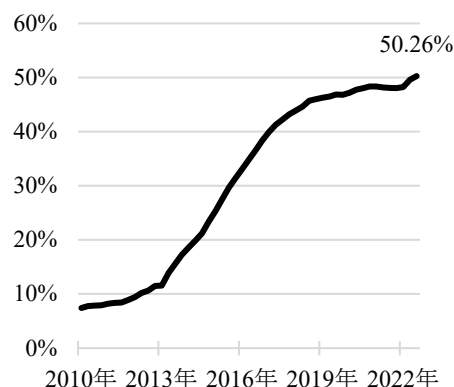
(2) 長短金利操作の運用見直しの背景

令和 4（2022）年は、世界的に金利が上昇した年であった¹⁶。インフレ高進を受け、米国・連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB）や欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）を始めとする多くの中央銀行が、利上げを行った¹⁷。

一方、世界的には金利が上昇し、国内では消費者物価指数が上昇するなかで、日本銀行が金融政策を変更しなかったことから、その是非に大きな注目が集まった¹⁸。特に大きな注目を集めたのが、次に述べるように、為替と国債市場への影響であった。まず、海外と日本の金融政策の相違は、内外金利差を拡大させ、低金利の円を売って高金利のドルを買う取引が増え、円安の要因となった¹⁹。

円安が進むと、日本銀行が金融引締めめに転じるという観測が広まり、海外の投機筋は日本国債の売りに動いたと言われる。日本国内では、長期金利の上昇（国債価格は低下）圧力が強まり、日本銀行が国債を買い支えようとすればするほど、引締めを急ぐ海外中央銀行との姿勢の差が鮮明になり、円安が進むという連鎖が生じた²⁰。こうしたなか、令和 4（2022）年夏から秋にかけて、イールドカーブ上、10 年物国債の金利が不自然に低くなり、国債市場の機能不全が強く懸念されるようになった²¹。なお、国債・財投債（国庫短期証券を除く。）の残高に占める日本銀行の保有割合は、令和 4（2022）年 9 月末に時価ベースで初めて 5 割を超え、過去最大となった（図 1）。金利上昇圧力の高まりを背景として、日本銀行の国債購入が膨らんだとみられる²²。

図 1 日本銀行の国債保有割合



（注 1）2010 年第 1 四半期末から 2022 年第 3 四半期末まで。

（注 2）国債・財投債（国庫短期証券を除く。）の残高に占める日本銀行の保有割合。

（出典）「資金循環統計」日本銀行時系列統計データ検索サイト <<https://www.stat-search.boj.or.jp/>>を基に筆者作成。

2 長短金利操作の運用見直し

(1) 長短金利操作の運用見直しの内容

前述したように、長短金利操作については、長期金利目標を柔軟化し、変動許容幅の設定とその拡大が進められていた（I 1(1)）。しかし、円安が進み長期金利に上昇圧力が高まった令和 4（2022）年 9 月段階では、日本銀行の黒田東彦総裁は、変動幅の拡大は利上げに該当し金融緩和を阻害するとし、変動幅の拡大に否定的な見解を示していた²³。

¹⁶ 「世界の金利上昇最大 85 年以降で 今年 2.4% 株・債券 45 兆ドル減 短期債・再エネに資金」『日本経済新聞』2022.12.31.

¹⁷ 「世界の利上げ最多 80 回 1～6 月、新興国は通貨防衛 リスク資産から資金流出」『日本経済新聞』2022.6.19.

¹⁸ 消費者物価指数の上昇を受けて、政府は、物価・賃金・生活総合対策本部を設置するなど、物価高対策の取組を進めた。このため、政府と日本銀行の政策が矛盾しているとの批判もみられた（「（時時刻刻）日銀・政府、ちぐはぐ 金融緩和→物価高を助長→財政出動」『朝日新聞』2022.10.29）。

¹⁹ 廣瀬 前掲注(3), pp.5, 8.

²⁰ 「円安、国債の売りで連鎖 海外投機筋 日銀の動き見透かす キャリー取引拡大の兆し」『日本経済新聞』2022.6.23.

²¹ 木内登英「日銀の長期国債利回りの厳格なコントロールは限界に近い」2022.6.15. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2022/fis/kiuchi/0615_2> 地方債のスプレッドの高止まりや社債の発行見送りといった異変も生じているとの指摘もみられた（『日本経済新聞』前掲注(6)）。

²² 「日銀国債保有、初の 5 割超 金利上昇で購入増 9 月末 財政規律、緩み強まる」『日本経済新聞』2022.12.20.

²³ 日本銀行「総裁記者会見要旨」2022.9.27, pp.6-7. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2022/kk220927a.pdf>

日本銀行は、令和 4（2022）年 12 月 19・20 日に金融政策決定会合を開き、金融政策運営を一部見直すことを決めた。重要な変更点として、長短金利操作の運用の見直しが挙げられる²⁴。

日本銀行は、今回の決定で、長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した（表 1）。また、10 年物国債金利について 0.5%の利回りでの

指値オペ²⁵を、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日実施するとした。0.5%を上回る 10 年物国債金利の上昇は、引き続き日本銀行がけん制するとみられる²⁶。日本銀行は、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、10 年物国債だけではなく、各年限において、機動的に、買入れ額の更なる増額や指値オペを実施するとしている。

その他の変更点としては、長期国債の買入れ額の増額が挙げられる。令和 5（2023）年 1～3 月の長期国債の買入れ（利回り・価格入札方式）金額を、月間買入れ金額が 9 兆円程度となるように増額するとした。

マイナス金利政策、フォワードガイダンス（先行き指針）、ETF 及び J-REIT の買入れ方針については、従来からの変更は行われなかった（金融政策の推移については巻末表参照）。

表 1 長期金利の変動幅拡大をめぐる日本銀行の動き

2016 年 9 月	長短金利操作の導入（「0%程度に誘導」（日本銀行のオペの傾向から、「±0.1%程度」の変動幅を示唆）
2018 年 7 月	「±0.2%程度」の変動幅を示唆
2021 年 3 月	「±0.25%程度」の変動幅に拡大
2022 年 12 月	「±0.5%程度」の変動幅に拡大

（出典）筆者作成。

表 2 令和 4（2022）年 12 月の金融政策決定会合の主なポイント

- ・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。
- ・長期国債の買入れ額を、従来の「月間 7.3 兆円」から「月間 9 兆円程度」に増額。
- ・10 年物国債だけではなく、各年限における機動的な対応（10 年物の指値オペを「0.5%」で毎営業日実施し、各年限で買入れ額の更なる増額や指値オペを機動的に実施）。
- ・マイナス金利政策（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。）を維持。
- ・フォワードガイダンス（先行き指針）は、変更なし。
- ・ETF 及び J-REIT の買入れ方針は、変更なし。

（出典）日本銀行「当面の金融政策運営について」2022.12.20. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k221220a.pdf>; 日本銀行金融市場局「長期国債買入れの買入金額の増額等について」2022.12.20. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220e.pdf> を基に筆者作成。

²⁴ 本稿 I の 2 の内容は、主に以下の文献を参照している。日本銀行 前掲注(1); 日本銀行金融市場局「長期国債買入れの買入金額の増額等について」2022.12.20. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220e.pdf>; 「（参考）イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の見直し」2022.12.20. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220h.pdf>

²⁵ 日本銀行が金利の上昇（債券価格の下落）を抑えるために、国債を指定した利回りで原則として無制限に買入れる制度のこと。長期金利に事実上の上限を設けることができる。平成 28（2016）年 9 月に、長短金利操作の手段として導入された（日本銀行金融市場局「2016 年 9 月中の長期国債買入れ等の運営について」2016.9.21. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/rel160921b.pdf>; 「指し値オペとは 指定利回りで日銀が国債を無制限購入きょうのことば」『日本経済新聞』（電子版）2022.4.29. <<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB287X00Y2A420C2000000/>>）。

²⁶ 木内登英「日銀が YCC の柔軟化策をサプライズ決定：依然として不確実性が高い共同声明・物価目標の修正議論の行方」2022.12.20. 野村総合研究所ウェブサイト <<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2022/fis/kiuchi/1220>>

12月に長短金利操作の運用見直しが行われた後、更なる見直しを予想する報道も多くみられたが²⁷、令和5（2023）年1月17・18日の金融政策決定会合では、日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するとして、長短金利操作についても、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に据え置いた²⁸。ただし、日本銀行は、国債利回りを押し下げための追加策も決定している。具体的には、「共通担保資金供給オペ」²⁹の拡充である³⁰。同オペは、日本銀行に担保を差し入れることで民間金融機関が日本銀行から資金を借り入れるものである。同オペによって、日本銀行は、国債の需給に直接的に介入せずとも、資金供給を通じた裁定取引の増加を通じて、間接的に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進するとされる³¹。

一方、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年度比上昇率に関する見通しは、令和4（2022）年度が3.0%、令和6（2024）年度が1.8%と、令和4（2022）年10月時点の見通しから上方修正され、令和5（2023）年度の見通しは、1.6%に据え置かれた³²。

（2）日本銀行による長短金利操作の運用見直しについての説明

日本銀行は、令和4（2022）年12月に長短金利操作の運用を一部見直すことを決定した背景について、同年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティ（価格変動性）が高まっており、我が国の市場もそれに影響されていることを挙げた。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と指摘した。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おそれがあるとした。

新聞記事などでは、今回の長短金利操作の一部見直しが、「実質利上げ」であると報じられた³³。ただし、黒田総裁は、金融政策決定会合後に行われた記者会見において、明確にこれを否定した。黒田総裁は、同記者会見において、「今回の措置は、市場機能を改善することで、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、企業金融等を通じてより円滑に波及していくようにする趣旨で行うものであり」、利上げではないと述べた³⁴。

²⁷ 例えば、「日銀 緩和副作用点検へ 17日から決定会合 市場金利にゆがみ」『読売新聞』2023.1.12.

²⁸ 日本銀行「当面の金融政策運営について」2023.1.18. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2023/k230118a.pdf>

²⁹ 貸付利率を入札で決める「金利入札方式」と、日本銀行が貸付利率をあらかじめ決める「固定金利方式」がある（「共通担保オペ」日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/ope_a/index.htm>; 「きょうのことば 共通担保資金供給オペ 国債購入原資貸し付け」『日本経済新聞』2023.1.19）。

³⁰ 固定金利方式の貸付利率を従来の0%から、貸出しごとに決定できるように改めた。また、金利入札方式の貸付期間の上限を従来の1年から固定金利方式と同じ10年に延長した（日本銀行「「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等について」2023.1.18. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2023/mpr230118c.pdf>）。

³¹ 久後翔太郎「「共通担保資金供給オペ」の拡充でYCCの持続性向上を図る日本銀行—裁定取引の増加を通じてイールドカーブの「歪み」の是正を図る—」2023.1.20, pp.1-2. 大和総研ウェブサイト <https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20230120_023573.pdf>

³² 令和4（2022）年10月時点の見通しは、令和4（2022）年度が2.9%、令和5（2023）年度が1.6%、令和6（2024）年度が1.6%であった。日本銀行「経済・物価情勢の展望（2023年1月） 基本的見解」2023.1.18, p.10. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/202301a.pdf>>

³³ 「日銀 異次元緩和を転換 10年目で実質利上げ 長期金利上限0.5%に」『日本経済新聞』2022.12.21; 「長期金利、0.480%に上昇＝「実質利上げ」で7年ぶり—東京市場」2022.12.21. 時事エクイティウェブサイト <https://equity.jiji.com/fed_boj_watch/boj/2022122100732>

³⁴ 日本銀行「総裁記者会見」2022.12.21, p.3. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2022/kk221221a.pdf>

Ⅱ 長短金利操作の運用見直し後の金融市場

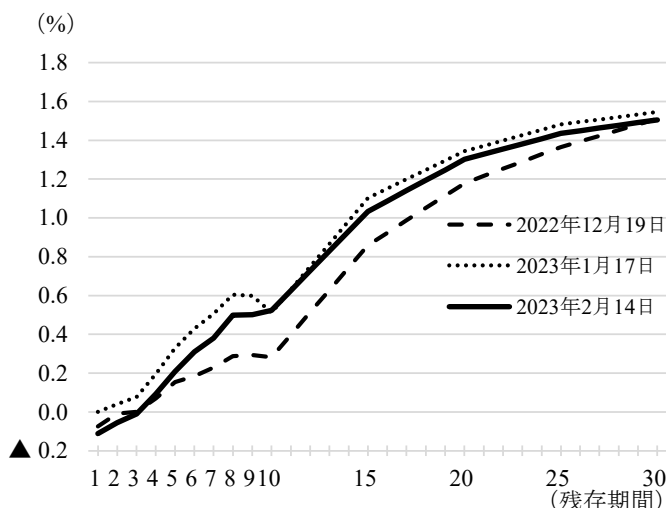
1 見直し後の金融市場の動向

(1) 債券市場

12月の運用見直し後、債券市場においては長期金利が急上昇し、令和5(2023)年1月6日には、日本銀行が上限とする0.5%に達した³⁵。日本銀行は、同見直しにより、長期国債の月間買入れ額を増額し、指値オペの対象を拡大した(前述)。月間買入れ額を増額により、10年債などの今春までの新規発行分は日本銀行がほぼ吸収できるとの見方がある³⁶。指値オペでは、10年債(カレント銘柄及びチーペスト銘柄)を対象とした連続指値オペに加え³⁷、2年及び5年の新発国債を対象とした指値オペを断続的に実施し、イールドカーブ全体を抑え込む体制をとっている³⁸。

1月13日以降は、17・18日の金融政策決定会合を控えて、日本銀行の政策変更の思惑が強まり、長期金利が0.5%を突破する動きがみられた³⁹。ただし、1月17・18日の金融政策決定会合で長短金利操作の見直しが見送られたことにより、長期金利は急速に低下し、0.5%を下回る水準で推移した。1月23日には、日本銀行は、共通担保資金供給オペの拡充決定以降で初めて、同オペを実施し、国債金利の低下につながった⁴⁰。しかしながら、同オペの効果は持続せず、再び長期金利が0.5%近辺まで上昇する傾向がみられる⁴¹。また、年限10年でイールドカーブが沈む状況が解消されたとは言い切れず(図2)、債券市場の機能回復は道半ばの状況にある⁴²。

図2 金融政策決定会合(2022年12月及び2023年1月)前後における日本国債のイールドカーブ



(出典)「国債金利情報」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm> を基に筆者作成。

³⁵ 前日の1月5日に財務省が実施した10年物国債(369回債)の入札では、最終落札利回りが0.5%となっていた。

³⁶ 「市場VS日銀 攻防年越し」『日本経済新聞』2022.12.30。

³⁷ カレント銘柄は10年物国債の最大回号銘柄、チーペスト銘柄は債券先物において売方が現物受渡しによる決済を選択した場合の最割安銘柄(最も有利な銘柄)を指す。日本銀行は、明らかに応札が見込まれない場合を除き10年債のカレント3銘柄を対象とする指値オペを毎営業日に実施している。またチーペスト銘柄となる残存7年程度の銘柄を指定し、連続指値オペを実施している。

³⁸ 指値オペは、当面の間は、利付国債(2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債)のうち、各年限のカレント銘柄を中心とし、必要に応じて随時買入れを実施することとされた(日本銀行金融市場局「当面の長期国債等の買入れの運営について」2022.12.20。<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220f.pdf>)。運用見直し直後の12月21日には、20年債を対象とした指値オペも実施された(応札はなかった)。

³⁹ 1月13日に、長期金利は日本銀行が上限とする0.5%を上回る局面がみられた。その後、16日、17日と3営業日連続で、0.5%を上回る局面がみられた。

⁴⁰ 「国債買い支えに1兆円 日銀、銀行に資金貸し出し」『日本経済新聞』2023.1.24; 「国債購入を促進 日銀が低利融資 担保限界、時間稼ぎ指摘も」『産経新聞』2023.1.24。

⁴¹ 「5年物資金供給、31日に 日銀が2回目」『日本経済新聞』2023.1.28。

⁴² 1月18日以降も、残存8年債や残存9年債の利回りが、残存10年債(新発10年物国債)のそれを上回る局面(逆イールド)がみられた。また、社債の発行見送りは、依然として続いているとされる(「干上がる国債、副作用拡大 日銀操作で取引コスト2倍」『日本経済新聞』2023.1.29)。黒田総裁は、1月17・18日の金融政策決定会合

(2) 外国為替市場、株式市場

12月の運用見直しを受け、外国為替市場では、日米金利差縮小を見込んだ円買いにより、ドル／円相場は、一旦は円高方向に振れた⁴³。それ以降は、更なる金融政策見直しの観測により投機筋の動きが活発化している模様であり⁴⁴、ドル／円相場は不安定な値動きが続いている。

今後の為替相場の方向性については、見方が分かれている。内外金利差の縮小により、過度な円安は修正されるとの見方がある⁴⁵。過度な円安の修正により交易条件が改善され、それが更に円高方向に作用するとの見方もある⁴⁶。他方、内外金利差の拡大傾向は弱まったものの、依然として金利差の水準は大きい。加えて、大幅な貿易赤字が継続中であり、円の需給差（輸入に伴う円売りと輸出に伴う円買いの差）の縮小は限定的であるため、円高が進む展開は考えにくいとする見解がある⁴⁷。

株価は、長期金利の上昇や円高を受けて、荒い値動きを見せた⁴⁸。輸出関連企業や大規模な有利子負債を抱える企業は、業績の下押し圧力が強まるとの見方が広がり、株価が値下がりした。他方、金利上昇が運用環境の改善につながるとの見方から、金融機関の株価は上昇した。1月17・18日の金融政策決定会合後は、追加緩和が見送られたことから輸出関連株が反転上昇する等、日本銀行の金融政策に株式市場が影響を受ける展開となっている⁴⁹。

2 今後予想される影響

12月の長短金利操作、具体的には長期金利目標の運用見直しでは、実質的に長期金利の変動許容幅が+0.25%程度上昇するにとどまったため、実体経済への影響は限定的であるとの見方が少なくない。さはさりながら、長期金利の上昇や為替・株価の変動が、日本経済や各経済主体（家計、企業、政府）に与える影響は、その程度の大小はあるものの、様々に考えられる。ここでは、各経済主体が受ける影響を、短期的な影響を中心として簡潔に整理する⁵⁰。

(1) 家計

プラス面としては、長期運用型の保険商品の保険料の値下げが挙げられる。一部の生命保険会社は、長期金利の上昇を受けて円建ての一時払い終身保険の予定利率の引上げを発表している⁵¹。加えて、仮に円安修正が進めば、輸入品等を中心とした物価上昇圧力を弱める効果も見込

後の記者会見で、債券市場の機能回復度合いについて問われ、運用の見直しからさほど時間が経っていないため、まだ市場機能の改善がはっきりする事態にはなっておらず、新たな運営方針の下での市場の金利形成が定着していくには相応の時間を要すると考えていると回答している（日本銀行「総裁記者会見」2023.1.19, pp.3-5. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2023/kk230119a.pdf>）。

⁴³ 「内需企業、円安一服を歓迎」『日本経済新聞』2022.12.21。令和4（2022）年初頭以降、米国との金利差の拡大等を背景として急速に進んだ円安・ドル高は、同年11月以降は、FRBの利上げ縮小の期待から円高傾向に戻っていた。

⁴⁴ 「円、日銀変心で強まる先高観」『日本経済新聞』2022.12.23；「円売越額、5ヵ月ぶり低水準 投機筋」『日本経済新聞』2023.1.17。

⁴⁵ 「（大機小機）2023年は円高の1年に」『日本経済新聞』2023.1.7。

⁴⁶ 「「悪い円安」、終幕じわり近づく」『日本経済新聞』2023.1.9。

⁴⁷ 「緩和修正でも続かぬ円高」『日本経済新聞』2022.12.28。

⁴⁸ 「銀行株急騰 輸出関連売り 日銀不意打ち、値動き荒く」『日本経済新聞』2022.12.21。

⁴⁹ 「輸出株高、持続に疑問も 金利上昇観測が重荷に 日銀、緩和縮小見送り」『日本経済新聞』2023.1.19；「日銀相場の攻防、延長戦へ 投機筋、人事・次回会合に的（スクランブル）」『日本経済新聞』2023.1.19。

⁵⁰ 本稿では、各経済主体が受ける影響の相互作用等による我が国マクロ経済への波及や、長期的な影響（例えば企業の新陳代謝の活発化、財政悪化に伴う公共サービスへの影響等）については勘案しない。

⁵¹ 「明治安田 予定利率上げ 一時払い終身 日銀政策修正に対応」『読売新聞』2022.12.29。短期金利の変更がな

めるとされる⁵²。

マイナス面としては、住宅ローン金利の上昇が挙げられる。固定型の住宅ローン金利は、長期金利に連動することから、令和5（2023）年1月以降の契約分から引き上げられた⁵³。大手銀行では、+0.10～+0.34%ポイントの上げ幅となる⁵⁴。今後、新たに固定金利で住宅ローンを組む場合は、従前に比べると利払費が増えることとなる。他方、変動金利は、短期金利に連動することから、今回の見直しによる影響は限定的とみられている⁵⁵。

（2）企業

（i）一般企業

産業界においては、運用見直しについて、「妥当な措置」との見解が多い⁵⁶。プラス面としては、日本銀行の説明どおりに債券市場の機能が回復した場合、社債の発行を始めとする企業の資金調達環境が改善される点が挙げられる（ただし、前述のとおり起債環境は改善していない）。

マイナス面としては、長期金利の上昇に伴う社債や借入金等の資金調達コストの増加が挙げられる。例えば、みずほ銀行等は、大企業向け長期貸出金利の指標となる長期プライムレート（最優遇貸出金利）の引上げを実施した（1.25%→1.40%）⁵⁷。また、政府系金融機関（日本政策金融公庫等）においても、財投債の調達金利の上昇の影響から、貸出金利が上昇する可能性がある。中小企業にとっては、新規の貸出金利の引上げに加え、コロナ禍において実施された無利子無担保融資（ゼロゼロ融資）の返済開始や原材料高等の要因も重なり、苦しい経営環境が続く可能性がある⁵⁸。

また、仮に円安修正が進めば、内需型企業にとっては、輸入原材料価格の低下を通じて、業績の改善につながる可能性がある。他方、外需型企業にとっては、円換算収益の目減り等で、業績の悪化につながる可能性がある⁵⁹。

（ii）金融機関

長期金利の上昇は、預貸金利ぎやの改善や運用環境の好転を通じて、銀行や生命保険会社等の業績改善につながる可能性がある⁶⁰。他方、保有する国債等の価格下落により、一時的に評価

かったため、預金金利の水準は当面据え置かれるとみられる（「預金や企業の借入…日銀の政策変更、住宅ローン金利以外への影響は」『朝日新聞』（電子版）2022.12.30）。

⁵² 「（Q&A）日銀政策修正 暮らしは？」『東京新聞』2022.12.22.

⁵³ 「住宅ローン固定金利上げ 来月から」『産経新聞』2022.12.31. 固定型の住宅ローン金利は、令和4（2022）年春以降から、既に上昇傾向であった（『日本経済新聞』前掲注(2)）。

⁵⁴ 三菱UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、三井住友信託銀行、みずほ銀行の5行（『産経新聞』同上）。

⁵⁵ 「変動型金利 影響は限定的 住宅ローン、緩和修正後も 固定型には上昇圧力」『日本経済新聞』2022.12.22.

⁵⁶ 「日銀政策修正 企業に影響」『産経新聞』2022.12.22.

⁵⁷ ただし、現在では長期プライムレートに連動する貸出しの規模は限定的であるため、影響は小さいとされる（「長プラ11年ぶり高水準 みずほ銀など引き上げ」『日本経済新聞』2023.1.11）。短期プライムレートに変更はない（「長・短期プライムレート（主要行）の推移 2001年以降」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/statistic/s/dl/loan/prime/prime.htm>>）。

⁵⁸ 『産経新聞』前掲注(56); 「銀行の灰色債権 60兆円超」『日本経済新聞』2022.12.23; 「「ゾンビ企業」3割増 コロナ前比、ゼロゼロ融資が拍車」『日本経済新聞』2022.12.27.

⁵⁹ 「ドル、一時130円「想定より円高」主要企業の6割」『日本経済新聞』2023.1.5.

⁶⁰ 「銀行株、緩和修正に沸く 次はマイナス金利解除期待」『日本経済新聞』2022.12.22. みずほ銀行の木原正裕社長は、今回の運用見直しにより国債の収益は一定程度押し上げられるが貸出利ぎやの改善は限定的として、銀行収益に与える影響は大きくないとコメントしている（「日銀修正 市場機能回復に期待」『読売新聞』2022.12.27）。

損を抱える懸念もある⁶¹。また、融資先企業の財務が資金調達コストの増加により悪化した場合は、不良債権の増加につながるおそれもある。

(3) 政府

長期金利の上昇は、国債の利払費の増加を通じて、財政運営に影響する可能性がある。令和 5（2023）年 1 月 5 日、運用見直し後初めての 10 年物国債（369 回債）の入札が行われた。市場の長期金利の動向を踏まえて財務省が表面利率を 0.5%に引き上げた結果、最高落札利回りは 0.5%と日本銀行が設定している変動幅上限に達した⁶²。財務省は、令和 5（2023）年 1 月公表の「後年度影響試算」において、市場金利の上昇を受けて、10 年物国債の想定金利を従前より引き上げた⁶³。それによると、国債費は、令和 5（2023）年度予算案の 25.3 兆円（うち利払費 8.5 兆円）から、令和 8（2026）年度には 29.8 兆円（うち利払費 11.5 兆円）と 4.5 兆円（うち利払費 3.0 兆円）ほど増加するとの試算が示された。

コロナ禍による債務の膨張もあり、令和 5（2023）年度末の普通国債の発行残高は、令和 5 年度予算案ベースで 1068 兆円であり、対 GDP 比で 187%に達する見込みである⁶⁴。

Ⅲ 長短金利操作の運用見直し等にかかる主な論評

12 月の長短金利操作の一部運用見直し、具体的には長期金利の変動幅拡大について、識者の間では、大規模な金融緩和の修正であり、出口に向けての第一歩になり得るとの見方がある⁶⁵。同措置については、日本銀行の金融政策の柔軟性を高め、金融緩和の副作用を軽減するとの肯定的な評価がある⁶⁶。過度な円安が修正されることにより輸入物価の上昇圧力が緩和され、物価安定という日本銀行の使命を果たせるとの評価もある⁶⁷。他方で、金利の上昇は景気を冷やす要因となるため、景気が改善してから見直しを実施すべきであったと批判する向きもある⁶⁸。その他、個別の論点については、次のような課題が示されている。

⁶¹ 伊藤彰一「襲われる地銀 円債の評価損 6600 億円 外債に続く金利上昇リスク」『エコノミスト』4782 号, 2023. 2.14, pp.30-31; 大嶋秀雄「日銀の政策修正が地方銀行収益に及ぼす影響」『リサーチ・アイ』No.2022-066, 2022.12. 22. 日本総合研究所ウェブサイト <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/research/pdf/13883.pdf>>

⁶² 財務省「10 年利付国債（第 369 回）の入札結果」2023.1.5. <<https://www.mof.go.jp/jgbs/auction/calendar/nyusatsu/resu120230105.htm>> 以降も、個人向け国債の利率の引上げ、30 年物国債、5 年物国債の最終落札利回りの上昇等、幅広い国債金利に上昇圧力がかかっている。

⁶³ 「後年度影響試算」は、令和 5（2023）年度予算案を基に今後の歳入・歳出を推計したもの。同試算では、令和 5（2023）年度予算案の 10 年物国債の想定金利を 1.1%とし、それ以後は昨年の試算から一部引き上げて、令和 6（2024）年度は 1.3%、令和 7（2025）年度は 1.5%、令和 8（2026）年度は 1.6%に設定した（財務省「令和 5 年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」2023.1. <<https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/outlook/sy0501a.pdf>>）。

⁶⁴ 財務省主計局「我が国の財政事情（令和 5 年度予算政府案）」2022.12. <https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2023/seifuan2023/04.pdf>

⁶⁵ 野口悠紀雄「寄稿 「円の価値」確保は緊急の課題 日銀は長期金利の操作をやめよ」『週刊ダイヤモンド』4952 号, 2023.1.21, pp.44-45 等。なお、黒田総裁は、今回の措置について、金融緩和を持続的かつ円滑に進めていくための対応であり出口の一步ということでは全くないと明確に否定している（黒田東彦「賃金上昇を伴う形での「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて—日本経済団体連合会審議会における講演—」2022.12.26, pp. 5-6. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2022/data/ko221226a1.pdf>）。

⁶⁶ 木内登英「『利上げか、利上げでないか』論争が続く日銀の YCC の柔軟化措置」2021.12.21. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2022/fis/kiuchi/1221_2>

⁶⁷ 「（ミニ論点）物価安定の使命を 熊野英生第一生命経済研究所主席エコノミスト」『毎日新聞』2022.12.21.

⁶⁸ 「事実上の利上げ GDP に悪影響 永浜利広第一生命経済研究所主席エコノミスト」『産経新聞』2022.12.21.

1 市場機能の回復

長期金利の変動幅拡大は、新たな上限（0.5%）に張り付く状況を生み出すだけで、金利変動の自由度の拡大ではないとの批判がある⁶⁹。見直し後の長期金利は、依然として市場メカニズムから離れて（低位に据え置かれて）おり、真の市場機能の回復のためには、長期金利の変動幅の更なる上限引上げが必要との見方がある⁷⁰。加えて、指値オペの対象の拡大についても、市場の価格発見機能⁷¹を一段と弱める等、日本銀行が目指す市場機能回復に逆行しているとの見方がある⁷²。

2 長期国債の月間買入れ額の増額

変動幅拡大と同時に打ち出された長期国債の月間買入れ額の増額について、長期金利の上限引上げと矛盾するとの見方がある⁷³。また、日本銀行の国債保有額の増加も懸念されている⁷⁴。国債保有額の増加は、金利上昇局面において日本銀行の保有国債の含み損を拡大させるほか⁷⁵、将来の金融緩和の出口局面における日本銀行の財務状況の悪化リスクを高めるからである⁷⁶。

3 市場との対話

日本銀行の情報発信の在り方について、長期金利の変動幅拡大が従来の日本銀行及び黒田総裁の発言と整合性を欠き⁷⁷、市場にとってはサプライズであったとして、市場とのコミュニケーションに課題を残した⁷⁸、日本銀行は市場の信頼を失ったといった批判がなされている⁷⁹。

⁶⁹ 翁邦雄「レジェンドによる「総括」 黒田総裁は理論を信用しすぎた」『週刊東洋経済』7092号, 2023.1.21, p.76.

⁷⁰ 山本謙三「さまよう異次元緩和の先に待ち受ける険しい道のり」『金融財政事情』3477号, 2023.1.3-10, pp.12-15; 中里透「金融政策の何がどう変わったのか——「大胆な金融緩和」と「共同声明」の10年を振り返る」2023.1.13. SYNODOS ウェブサイト <<https://synodos.jp/opinion/economy/28589/>> 長短金利操作による金利抑圧政策そのものを終了することが必要であるという意見もみられる（例えば、野口 前掲注(65)）。

⁷¹ 証券取引所の市場で形成される価格は、発行企業や証券そのものに対する不特定多数の者の判断と評価を統合した公正な価格であるとされる（米澤康博編『証券市場読本 第2版』東洋経済新報社, 2006, p.127）。これを市場の価格発見機能という。

⁷² 丸山義正「金融政策の正常化に向けた検討—YCCからの脱却、いかに進めるべきか—」『金融財政 business』11117号, 2022.12.26, pp.14-18; 佐々木融「マネー潮流 安定と市場構造を理解しない日銀に懸念」『週刊東洋経済』7091号, 2023.1.7-14, p.32; 「日銀 戦前・戦中と酷似? 国債を強力統制 平山賢一さん」『毎日新聞』2023.1.17等。

⁷³ 「国債売り持ちは継続」『日本経済新聞』2022.12.23; 「薄商い、投機筋が主導」『日本経済新聞』2023.1.4.

⁷⁴ 「緩和維持なら国債購入続く 日本総研・河村小百合氏」『朝日新聞』2023.1.19. 令和5（2023）年1月の国債買入額は、23兆6902億円と月間買入れ額で過去最大となった（日本銀行金融市場局「日銀当座預金増減要因と金融調節（2023年1月実績）」2023.2.1 <<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/fm/juqf/juqf01.xlsx>>; 「日銀 国債購入最多 23兆円」『読売新聞』2023.2.2）。

⁷⁵ この点について、日本銀行は長期国債の評価手法として償却原価法（満期保有が前提）を採用しているため、償還前に売却しない限り含み損が実現することはなく、深刻な問題ではないとの見方もある（木内登英「決定会合は現状維持も日銀の YCC 柔軟化はいずれ避けられないか」2022.6.17. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2022/fis/kiuchi/0617_2>）。

⁷⁶ 日本銀行当座預金に対する利払費が、保有国債から生じる金利収入を上回り逆ざやとなることが懸念されている（河村小百合「黒田日銀の金融政策運営の評価と残された課題」『国際金融』1361号, 2022.10.1, pp.4-14）。逆ざやは保有国債から生じる金利収入だけでなく、貸出金等（共通担保資金供給オペが含まれる。）の他資産の運用益についても生じ得る。

⁷⁷ 日本銀行 前掲注(23)

⁷⁸ 早川英男ほか「特別鼎談 元日銀理事・エコノミスト3人が斬る 成果がなかったことがこの10年の成果だった」『週刊東洋経済』7092号, 2023.1.21, pp.58-61. 同鼎談は、ともに日本銀行の理事を務めた経験を持つ早川英男氏、門間一夫氏、前田榮治氏の3氏による。

⁷⁹ 「（ミニ論文）唐突、信頼損なう 上野泰也みずほ証券チーフマーケットエコノミスト」『毎日新聞』2022.12.21; 佐久間啓「2023年、日銀はどこまで行くのか」2022.12.23. 第一生命経済研究所ウェブサイト <<https://www.dlri.co.jp/files/macro/224758.pdf>>

他方で、そもそも長短金利操作の変更は事前に市場に織り込ませることは難しく⁸⁰、今後も不意打ちで行うしかないとの見方がある⁸¹。

4 共通担保資金供給オペの拡充

1月の金融政策決定会合で措置された共通担保資金供給オペの拡充については、指値オペよりも現状に適しており長短金利操作の維持のための有効な手段との肯定的な評価がある⁸²。他方で、指値オペと共通担保資金供給オペの双方でイールドカーブの形成を促していく措置は、市場の自由な取引を阻害し、市場機能を低下させると危惧されている⁸³。また、金融機関を国債購入に誘導する同オペは、大規模な金融緩和の本来の目的（金融機関の資金を国債から設備投資などに誘導する政策）からねじれが生じているとの見解もある⁸⁴。また、別の視点として、同オペにより金融機関に対する日本銀行による低利貸付けが増加した場合、将来の金融政策正常化の障害になりかねないとの懸念もある⁸⁵。

おわりに

日本銀行が平成25（2013）年4月に大規模な金融緩和を開始してから、令和5（2023）年4月で10年の節目となる。その後、数次の政策の修正が行われたが、大規模な金融緩和を継続するという基本的姿勢は維持されてきた。一方ではアベノミクス「第一の矢」として大きな期待を背負い、他方では壮大な実験と言われて開始された大規模な金融緩和であったが、長期化に伴い、次第に副作用が顕在化した⁸⁶。コロナ禍以降の世界情勢の変化も追い打ちをかける形で、日本銀行は、今般、長短金利操作の一部運用の見直しを余儀なくされ、事実上の利上げといわれることになった。

令和5（2023）年2月14日、黒田総裁及び副総裁2名の後任として、日本銀行の正副総裁人事案が国会に提示された。新体制の日本銀行に対して、弊害が大きい長短金利操作の改善（あるいは撤廃）や金融政策の柔軟化、長期的に持続可能な金融政策運営の枠組みの再構築を期待

⁸⁰ 市場に長短金利操作の変動幅拡大（金利の上昇）を示唆した途端に、国債が売られて金利が急上昇する等、市場の混乱を招くため。

⁸¹ 「YCC すべきでなかった 加藤出氏 東短リサーチ・チーフエコノミスト」『朝日新聞』2022.12.21；早川ほか前掲注(78)

⁸² 船曳三郎「共通担保オペの拡充は「強力ツール」か「時間稼ぎ」か、市場の評価割れる」『Bloomberg』2023.1.19. <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2023-01-19/ROPI9FDWLU6801>>

⁸³ 木内登英「4月以降追加修正の可能性が高いイールドカーブ・コントロール（YCC）と時間稼ぎの共通担保オペの拡充」2023.1.24. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2023/fis/kiuchi/0124_2>; 「日銀、低利融資で国債購入促す 前例なき債券市場管理」『日本経済新聞』2023.1.20.

⁸⁴ 『日本経済新聞』前掲注(40)

⁸⁵ 同上 例えば、共通担保資金供給オペで貸し出した資金が満期を迎える前に日本銀行が利上げを行った場合、日銀当座預金の利率が貸出金利を上回る事態も予想され、その場合、日本銀行にとっては逆ざやとなる可能性がある。

⁸⁶ 今般の長短金利操作の運用見直しの背景として指摘された副作用（円安の進行と債券市場の機能度低下）以外にも、日本銀行の大規模な金融緩和については様々な副作用（金融機関の過度の利ざやの低下に伴う金融仲介機能に対する悪影響、財政規律の弛緩、ETF買入れによる企業統治への悪影響など）が指摘されている（大森「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年間を振り返って—」前掲注(8); 同「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」前掲注(8); 同「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」前掲注(8)）。

する声は少なくない⁸⁷。今回の長期金利の変動幅拡大は長短金利操作の修正の難しさを浮き彫りにしたが、長短金利操作の追加修正、更にはいずれ訪れる金融政策の正常化（出口）においては一層の難路が予想される⁸⁸。日本銀行には、我が国経済の健全な発展に資する適切な金融政策運営が求められよう。

⁸⁷ 野口 前掲注(65); 「重いバトン・日銀新総裁誕生へ：識者はこう見る 木内登英・元日銀審議委員／門間一夫・元日銀理事」『毎日新聞』2023.2.15; 白塚重典「ポスト黒田体制では持続可能な政策運営枠組みへの移行が急務」『金融財政事情』3477号, 2023.1.3-10, pp.36-40.

⁸⁸ 次期日本銀行総裁候補者として内示された植田和男共立女子大学教授（元日本銀行政策委員会審議委員）は、日本銀行の長短金利操作に関して、「現在の異例の金融緩和が微調整に向かない仕組み」と指摘し、「多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」としている（「物価上昇局面の金融政策（上） 日本、拙速な引き締め避けよ 植田和男・共立女子大学教授（経済教室）」『日本経済新聞』2022.7.6）。また、人事案報道後の報道機関の取材において、「当面は金融緩和を続ける必要がある」との認識を示しつつ、今後の課題として「出口は難しい問題だ」と述べている（「「植田日銀」驚きも 総裁・副総裁人事 緩和策の行方 市場注目」『読売新聞』2023.2.11）。

巻末表 日本銀行の異次元金融緩和をめぐる動き

2012年12月26日	第2次安倍晋三政権発足。同月から第16循環の景気回復局面が開始（～2018年10月（暫定））
2013年1月22日	日本銀行が「物価安定の目標」を導入、政府・日本銀行が「共同声明」を公表
2013年3月20日	黒田東彦総裁就任
2013年4月4日	量的・質的金融緩和（QQE）の導入 ・物価安定の目標を「2年程度の期間を念頭に置いて」できるだけ早期に実現 ・操作目標を短期金利（コールレート）からマネタリーベースに変更 ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約60～70兆円に ・長期国債の残高増加ペースを年間約50兆円、平均残存期間を7年程度に ・ETF・J-REITの残高増加ペースを年間約1兆円・約300億円に
2014年4月1日	消費税率引上げ（5%→8%）の実施
2014年10月31日	量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和） ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約80兆円に ・長期国債の残高増加ペースを年間約80兆円、平均残存期間を7～10年程度に ・ETF・J-REITの残高増加ペースを年間約3兆円・約900億円に
2015年12月18日	QQEを補完するための諸措置の実施
2016年1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入 ・日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利
2016年7月29日	金融緩和の強化 ・ETFの残高増加ペースを年間約6兆円に
2016年9月21日	QQE導入以降の政策効果等について「総括的な検証」を公表
	長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和の導入 ・短期政策金利：日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利 ・長期金利操作目標：10年物国債金利がおおむね0%程度で推移、指値オペの導入 ・物価目標を超えるまでマネタリーベース拡大方針を継続（オーバーシュート型コミットメント） ・長期国債の残高増加ペース目標を「めど」に格下げ、平均残存期間の定めを廃止
2018年4月9日	黒田総裁再任
2018年7月31日	「賃金・物価に関する分析資料」を公表
	強力な金融緩和継続のための枠組み強化（政策修正） ・政策金利のフォワードガイダンスを導入 ・長期金利操作目標の柔軟化（経済・物価情勢に応じた変動を許容、±0.2%程度の変動幅を示唆） ・ETF・J-REITの残高増加ペース目標を柔軟化（市場の状況に応じた買入れ額の変動を許容）
2018年11月	第16循環の景気後退局面が開始
2019年4月25日	政策金利のフォワードガイダンスを明確化、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施
2019年10月1日	消費税率引上げ（8%→10%）の実施
2019年10月31日	政策金利のフォワードガイダンスを変更、「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価」を公表
2020年3月11日	WHO事務局長がCOVID-19について、パンデミックとの認識を表明
2020年3月16日	新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化 ・国債買入れや米ドル資金供給オペを含む一層潤沢な資金供給の実施 ・コロナオペの導入、CP・社債等の買入れ枠を合計2兆円追加 ・ETF・J-REITの残高増加ペースを、当面、年間約12兆円・約1800億円に
2020年4月7日	新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言（～5月25日）
2020年4月27日	金融緩和の強化 ・CP・社債等買入れの増額（合計約20兆円の残高を上限） ・コロナオペの拡充、「新たな資金供給手段」の検討 ・国債の更なる積極的な買入れ、長期国債の残高増加ペースの「めど」を廃止
2020年5月22日	臨時の金融政策決定会合を開催し、「新たな資金供給手段」の導入を決定
2020年9月16日	菅義偉政権発足
2020年10月9日	「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」を公表
2020年11月10日	「地域金融強化のための特別当座預金制度」導入方針を決定
2020年12月18日	コロナオペ等の期限を2021年9月末まで延長。運用面の見直し
2021年1月7日	再度の緊急事態宣言（1月8日～3月21日、一部都府県対象）

2021 年 3 月 19 日	「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を公表
	より効果的で持続的な金融緩和について ・貸出促進付利制度を創設 ・長期金利の変動幅が$\pm 0.25\%$程度であることを明確化、連続指値オペ制度を導入 ・ETF・J-REIT の年間増加ペースの上限を維持、必要に応じた買入れの実施、対象銘柄を TOPIX 連動型に限定
2021 年 4 月 23 日	3 度目の緊急事態宣言（4 月 25 日～9 月 30 日、一部都道府県対象）
2021 年 5 月	ETF・J-REIT の月間買入れ額がゼロに（7・8 月も）
2021 年 6 月 18 日	気候変動問題に対応するための新たな資金供給の仕組みの導入を決定 コロナオペ等の期限を 2022 年 3 月末まで延長
2021 年 7 月 16 日	「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」を公表 気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案を決定
2021 年 9 月 22 日	気候変動対応オペの詳細を決定
2021 年 9 月 29 日	黒田総裁の在任期間が歴代最長に
2021 年 10 月 4 日	岸田文雄政権発足
2021 年 11 月 16 日	地域金融強化のための特別当座預金制度の特別付利対象金額の上限を見直し
2021 年 12 月 17 日	新型コロナ対応を縮小（中小企業等向けコロナオペの期限を 2022 年 9 月末まで延長）
2021 年 12 月 23 日	気候変動対応オペを実施
2022 年 2 月 24 日	ロシアがウクライナへの侵攻を開始
2022 年 3 月 28 日	連続指値オペを初めて実施することを決定
2022 年 9 月 22 日	政府及び日本銀行は 24 年ぶりの円買い・ドル売りの為替介入を実施 中小企業等向けコロナオペの期限を 2023 年 3 月末まで延長した上で終了することを決定
2022 年 10 月 21 日	外国為替市場で一時 1 ドル 151 円台後半と 32 年ぶりの円安水準 円買い・ドル売りの為替介入を実施
2022 年 10 月 24 日	円買い・ドル売りの為替介入を実施
2022 年 10 月 28 日	ETF の買入れの見直し（12 月 1 日から原則として信託報酬率が最も低い銘柄を買入れる運営）
2022 年 12 月 20 日	長短金利操作の運用の見直し ・長期金利の変動幅を、従来の「$\pm 0.25\%$程度」から「$\pm 0.5\%$程度」に拡大。 ・長期国債の買入れ額を、従来の「月間 7.3 兆円」から「月間 9 兆円程度」に増額。 ・10 年物国債だけではなく、各年限における機動的な対応（10 年物の指値オペを「0.5%」で毎営業日実施し、各年限で買入れ額の更なる増額や指値オペを機動的に実施）。
2023 年 1 月 18 日	共通担保資金供給オペの拡充
2023 年 2 月 14 日	政府が国会に新総裁及び新副総裁の人事案を提出
...	
2023 年 4 月 8 日	黒田総裁の現在の任期の終期

（出典）大森健吾「ポストコロナを見据えた金融政策の修正―日銀の「点検」とその背景―」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1150, 2021.6.15, p.14. <<https://dl.ndl.go.jp/pid/11684499>> を基に筆者作成。