

# 金融入門基礎講座

## 「債券と金利の潮流と歴史」(第1回) 日本銀行の異次元緩和と金利・債券市場

大和総研 主任研究員 長内 智

### 1. 大規模な金融緩和政策の転換

日本銀行は、2024年3月19日、マイナス金利の解除やイールドカーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の撤廃など、金融政策の枠組みを修正しました。今回の政策修正により、長期間にわたって実施されてきた日本銀行の大規模な金融緩和政策は、正常化に向けて大きく舵が切られたこととなります。

これまでの日本銀行の大規模な金融緩和政策の変遷を振り返ると、2%のインフレ目標を達成するために異次元緩和とも称される「量的・質的金融緩和」（QQE、Quantitative and Qualitative Monetary Easing）が導入されたのは、今から11年前の2013年4月です（図表1）。当時、日本銀行は、あらゆる政策を動員して、2年で2%のインフレ目標の達成を目指すとしました。量的・質的金融緩和の効果などに伴う円安の進行や国内景

気の回復を背景に、それまでマイナス基調で推移していた消費者物価指数の前年比（総合指数、以下、インフレ率）は下げ止まり、2013年末にかけて明確なプラス基調となりました。こうした中、政府は、2013年12月の「月例経済報告」の文章から「デフレ」の文言を削除し、日本経済はデフレ状態ではなくなったとの判断を示したのです。

しかし、インフレ率が目標値である2%程度で安定的に推移するような状況には至らず、その後、2014年夏場以降の原油価格急落や2015年末以降の円高進行などによって、インフレ目標達成の雲行きが次第に怪しくなります。日本銀行は、そうした状況を打開するため、2016年に入ってから過去に例のない政策を相次いで打ち出しました。

まず、2016年1月に決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（マイナス金利政策＋QQE、以下、マイナス金利政策）の導入です。この政策は、分かりやすくいえば、民間の銀行が日本銀行に預けている日銀当座預金の一定額（＝

（図表1） 2012年末以降の主な金融政策関連の出来事

| 日付          | 主な出来事                                                                                    |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012年12月26日 | 第2次安倍政権が発足                                                                               |
| 2013年1月22日  | 日本銀行が「物価安定の目標」（インフレ目標政策）の導入を決定。インフレ率の目標は2%                                               |
| 2013年4月4日   | 日本銀行が「量的・質的金融緩和」（QQE）の導入を決定                                                              |
| 2014年10月31日 | 日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大（QQE 2）を決定                                                            |
| 2016年1月29日  | 日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（マイナス金利政策＋QQE）の導入を決定。日銀当座預金の政策金利残高へのマイナス金利（マイナス0.1%）は2月半ばから適用    |
| 2016年9月21日  | 日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（YCC＋QQE）の導入を決定。短期金利は日銀当座預金の政策金利残高にマイナス0.1%付利、長期金利は10年国債金利をゼロ%程度 |
| 2018年7月31日  | 黒田日銀総裁（当時）が長期金利の変動幅について±0.20%程度を念頭に置くと発言                                                 |
| 2021年3月19日  | 日本銀行が長期金利の変動幅を±0.25%程度に拡大かつ明確化                                                           |
| 2022年12月20日 | 日本銀行が長期金利の変動幅を±0.50%程度に拡大                                                                |
| 2023年7月28日  | 日本銀行が長期金利の変動幅の目安を±0.50%とした上で、事実上の上限を1.0%に設定                                              |
| 2023年10月31日 | 日本銀行が長期金利の上限の目安を1.0%程度に設定                                                                |
| 2024年3月19日  | 日本銀行がマイナス金利の解除やYCCの撤廃など金融政策の枠組みを見直し                                                      |

（出所）：日本銀行より大和総研作成

政策金利残高) に対してマイナス0.1%を付利するというものです。次に、同年9月、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(YCC + QQE、以下、イールドカーブ・コントロール政策) の導入を決定しました。YCC (Yield Curve Control) とは、短期金利に加え、長期金利の水準も政策的にコントロールするというものです。

このような日本銀行の政策対応の甲斐もなく、インフレ率は2%まで距離のある状況が続き、大規模な金融緩和政策は長期化していくことになります。その後、日本のインフレ率は、2021年秋頃からプラス基調となり、2022年に入ると、世界的な穀物や原油などの商品価格高騰と円安進行を背景にプラス幅を拡大させました。さらに、同年4月以降、足元まで2%以上の推移が続いており、そうした経済・物価環境の下で日本銀行は金融政策の枠組みを修正したのです。

以下では、日本銀行の大規模な金融緩和政策に関して、史上初のマイナス金利政策とイールドカーブ・コントロール政策について詳しく確認した上で、日本銀行が金融緩和政策の正常化に舵を切った主な背景を概観します。さらに、金利や債券市場に関する今後の注目点について取り上げます。

## 2. 金融史に残るマイナス金利政策

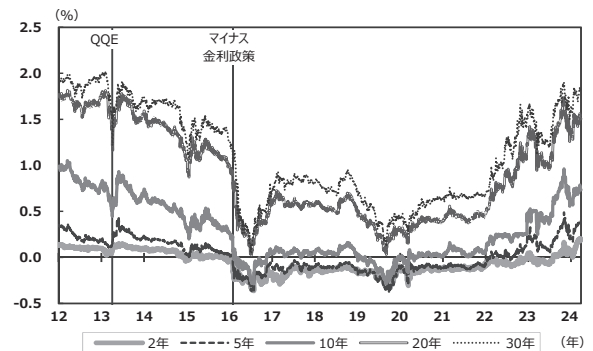
日本銀行は、消費者物価指数の基調に弱さが見られる中、2016年1月29日にマイナス金利政策の導入を決定しました。黒田総裁(当時)は、マイナス金利政策の導入が決定される1週間ほど前の参議院決算委員会で、マイナス金利政策の導入を明確に否定していたため、それを覆す形となった日本銀行の政策決定は大きなサプライズとして受け止められました。

日本でマイナス金利政策が導入されたのは史上初めてのことであり、その点で歴史的な政策決定であったといえます。ただ世界を見渡せば、デンマーク、ユーロ圏、スウェーデン、スイスの中央銀行がすでにマイナス金利政策を導入しており、それらの国に日本が仲間入りした形となります。

実際にマイナス金利の適用が開始されたのは2016年2月半ばからですが、それを事前に織り込むように、国債市場では、マイナス金利政策の発表後すぐに国債利回りが急低下しました(図表2)。

長期金利の代表指標である10年国債利回りは、同年2月9日に史上初めてマイナスを記録しました。

(図表2) 国債利回りの推移



(注) QQEは「量的・質的金融緩和」、マイナス金利政策は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」。

(出所) 日本銀行、Bloombergより大和総研作成

その後も、10年国債利回りはマイナス圏での推移がしばらく続きました。今でこそ、10年国債利回りがマイナスになっても驚く人はいないと思います。しかし、当時は、長期金利がマイナス圏まで低下し、それが数ヵ月以上も継続すると考える人はいませんでした。日本銀行のマイナス金利政策は、長期金利はプラスであるのが当然という、それまでの固定観念を根底から覆したのです。

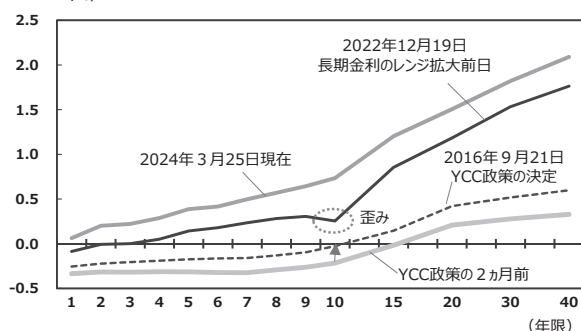
マイナス金利政策導入後の金融市場は予想外に円高と株安が急進するなど、日本銀行が目指す2%のインフレ目標にとってネガティブな反応を示しました。また、期間の長い国債の利回りほど大幅に低下してイールドカーブが過度にフラット化したことに伴い、その副作用が危惧されるようになりました。例えば、イールドカーブのフラット化により、金融機関の預貸利鞘が一段と縮小し、金融機関の収益が圧迫されるとの懸念です。他には、長期と超長期の国債利回りが急低下したことにより、年金の運用利回りが低下し、将来の年金受給額が減少する可能性もあるとの見方が台頭する中、国民から批判的な声も上がりました。こうしたマイナス金利政策の副作用を緩和しつつ、大規模な金融緩和政策の持続可能性を高めるために導入されたのがイールドカーブ・コントロール政策です。

### 3. 長期金利を政策的にコントロール

イールドカーブ・コントロール政策は、日銀当座預金の政策金利残高に対する付利をマイナス0.1%に維持した上で、新たに10年国債利回りをゼロ%程度に誘導するという操作目標を定めたことが大きな特徴です。金融政策に関しては、通常、長期金利を政策的にコントロールするのは困難とされ、政策金利として短期金利が参照されます。しかし、マイナス金利政策の導入に伴い、マイナス圏まで大幅に低下した長期金利を押し上げるため、10年国債利回りも操作目標としたイールドカーブ・コントロール政策が日本で初めて導入されたのです。ちなみに、海外では、米国で1942年から1951年にかけて同様の政策が実施されたという事例が存在します。

当初、イールドカーブ・コントロール政策に対しては、長期金利である10年国債利回りを政策的に誘導し続けることは困難という限界論が指摘されていました。しかし、実際には、それまでマイナス圏で推移していた10年国債利回りはゼロ%程度まで上昇し、一定程度イールドカーブの傾きを急にすること（スティープ化）ができました（図表3）。結果として、日本銀行の壮大な実験との見方もあったイールドカーブ・コントロール政策は、10年国債利回りを概ね狙い通りに誘導することができたと評価できます。

（図表3） イールドカーブの形状と金融政策（%）



（注）YCC政策は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」。  
（出所）日本銀行、Bloombergより大和総研作成

しかし、この政策が長期化する中で課題も浮上してきました。それは、10年国債利回りを一定の水準に誘導することにより、国債市場の流動性が

著しく低下してしまったということです。日本銀行は、長期金利の操作目標をゼロ%程度としており、市場の10年国債利回りは概ね $\pm 0.1\%$ のレンジに収まっていました。国債市場の流動性が低下する中、この課題に対応するべく、黒田総裁（当時）は、2018年7月の金融政策決定会合後の記者会見で、10年国債利回りの変動幅について $\pm 0.2\%$ 程度を念頭に置くと発言し、事実上、変動幅が2倍に拡大されました。2021年3月には、柔軟な政策運営を行うため、長期金利の変動幅を $\pm 0.25\%$ 程度にすると明確化されました。

2022年後半には、イールドカーブ・コントロール政策の新たな課題が顕在化するようになりました。世界的な高インフレや海外中央銀行の利上げなどを背景に日本の国債利回りに対する上昇圧力が高まる中、イールドカーブ・コントロール政策によって10年国債利回りの上昇が抑えられ、イールドカーブに顕著な歪みが生じるようになったのです（前掲図表3）。

日本銀行は、2022年12月、イールドカーブが歪み、市場機能も低下したとして、10年国債利回りの変動幅を $\pm 0.25\%$ から $\pm 0.5\%$ に拡大させる措置をとりました。その後もしばらくイールドカーブの歪みは解消しなかったものの、2023年3月に発生した米欧金融不安を受けて世界的に金利低下圧力が生じるという思いもよらない追い風もあり、イールドカーブの歪みは解消に向かったのです。

ただし、日本で長期的にインフレ率が2%を超えて推移し、金融緩和政策の正常化が近いうちになされるのではないかとといった観測が浮上する中、10年国債利回りに上昇圧力が生じる局面が幾度も見られました。このような状況の下、日本銀行の植田総裁は2023年4月10日の就任記者会見において、現状、イールドカーブ・コントロールを継続するのが適当と言及し、市場に広がりつつあった早期の政策修正観測をけん制したのです。さらに、植田総裁は、同年4月28日の就任後初の金融政策決定会合でも黒田前総裁の路線を当面継続する姿勢を示しました。

日本銀行は、植田総裁の下で非常に緩和的な政策スタンスを維持する一方、市場参加者の予想を上回るペースで、イールドカーブ・コントロールの運用柔軟化を進めました。具体的には、2023年7月に10年国債利回りの変動幅の目標を $\pm 0.5\%$ とした上で、毎営業日の指値オペの金利水準を



0.5%から1.0%に変更しました。この変更は、10年国債利回りの事実上の上限が1.0%に引き上げられたことを意味します。さらに同年10月には、10年国債利回りの上限の目途を1.0%程度と設定しました。

イールドカーブ・コントロールの運用柔軟化に一区切りをつけてから約5ヵ月後の2024年3月、日本銀行は金融政策の枠組みの見直しに踏み切ったのです。

#### 4. 春闘の高い賃上げ回答が追い風

日本のインフレ率は、2022年4月以降、長期的に2%以上での推移が続いており、その水準だけ見ると、すでに日本銀行が目指す2%のインフレ目標を達成しているといえる状況にありました。しかし、その実態は、主に国際商品価格の高騰と円安進行の影響によるコスト・プッシュ型のインフレであり、日本銀行が描く安定的な物価上昇の姿とは大きくかけ離れていたため、2024年3月まで大規模な金融緩和政策の枠組みが見直されることはありませんでした。

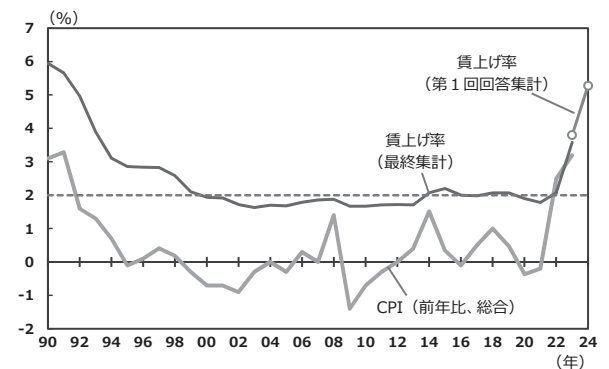
特に問題視されていたのは、物価上昇率が賃金上昇率を上回り、実質賃金が低下していたという点です。実質賃金が持続的に上昇するような経済環境でなければ、直近の物価押し上げ要因が剥落していくにつれ、物価上昇率は2%を下回る水準まで徐々に低下していくというのが一般的な見方となるからです。この背景の1つには、実質賃金の低下に伴う個人消費の低迷を通じて日本経済全体の需給バランスが緩み、物価低下圧力が生じるという波及経路が存在します。

そこで、日本銀行が特に注目していたのは、日本労働組合総連合会（連合）が取りまとめている春闘（春季労使交渉）の賃上げ動向です。例えば、植田総裁は、2024年2月29日の記者会見において、政策変更の判断材料として春闘の賃上げ動向が大きなポイントになるという趣旨の発言をしています。なお、2024年の春闘に先立ち、連合は、基本給を底上げするベースアップ（ベア）と定期昇給分を合わせた賃上げ率として、今回は5%以上の水準を要求するという方針を打ち出していました。

連合が2024年3月15日に公表した春闘の第1回答集計結果によると、賃上げ率は、前年より1.48ポイント高い5.28%となりました（図表4）。大

企業を中心に多くの企業において、連合の要求に沿った高い賃上げ率で妥結した様子がうかがえます。例年、賃上げ率の集計結果は、最終集計にかけて幾分下方修正される傾向にありますが、それを考慮しても十分高い伸び率になったと評価できます。もし、このまま5%台を維持すれば、1991年（5.66%、最終集計）以来33年ぶりのこととなります。

（図表4） インフレ率と春闘の賃上げ率



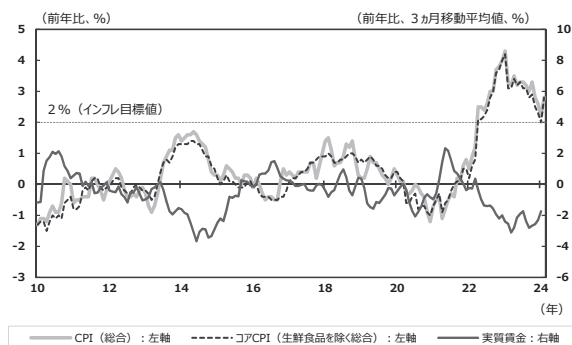
（注）消費者物価指数（CPI）は消費増税の影響を除く。賃上げ率は定期昇給とベア等を含む。

（出所）総務省、日本労働組合総連合会（連合）より大和総研作成

日本銀行が2024年3月19日に金融政策の枠組みの見直しに踏み切った背景として、春闘の高い賃上げ回答を受けて、実際の賃金上昇率が物価上昇率を上回る経済環境が視野に入ってきたという点を指摘できます。この点に関しては、植田総裁が金融政策決定会合後の記者会見において、春闘の第1回答集計結果を政策修正判断の「大きな材料にさせていただきました」と回答していることからうかがえます。

今後の日本銀行の金融政策については、引き続きインフレ率と実質賃金上昇率の推移が重要となります（図表5）。実質賃金の前年比が上昇し、インフレ率も2%程度で安定的に推移すると見通せるような状況になれば、日本銀行はさらなる政策修正を進めると見込まれます。金利や債券市場という視点からは、とりわけ、①政策金利、②国債買入政策、の変更が注目されます。

(図表5) インフレ率と実質賃金上昇率



(注1) 消費者物価指数 (CPI) は消費税の影響を除く。

(注2) 実質賃金は5人以上事業所ベース。

(出所) 厚生労働省、総務省より大和総研作成

## 6. 政策金利の変遷と今後の水準

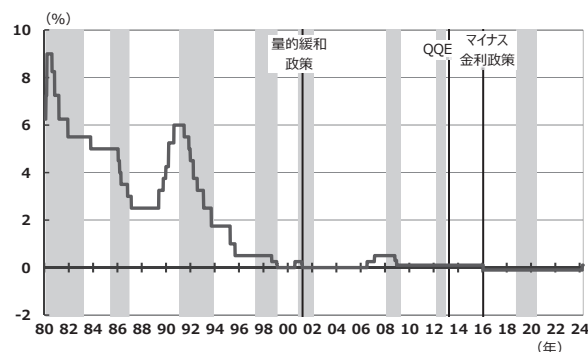
一般に、金融市場調節の主たる操作目標となる金利のことを政策金利と呼びますが、日本では、これまで時期によって異なる金利が政策金利として参照されてきました。また、そもそも金利が金融市場調節の主たる操作目標ではなくなり、その意味において政策金利が存在しないという時期もあるなど、政策金利の議論はそう単純ではありません。一定の金融の知識があっても、その全体像を十分把握している人は少ないと思います。そこで最初に、日本の政策金利としてよく利用されている時系列データの推移に基づき、これまでの変遷等について整理します(図表6)。なお、おそらく多くの人の想像以上に様々な変更が行われていることから、一度にすべてを理解しようとせず、まずは大まかなポイントのみ確認すれば問題ありません。

この図表の1998年9月8日までの値は、「公定歩合」(現在の「基準割引率および基準貸付利率」)の推移です。ただし、1995年3月31日から1998年9月8日までの公定歩合の推移は参考値となります。なぜなら、日本銀行は、1995年3月31日、金融市場調節において公定歩合の水準と整合的な範囲内で短期市場金利の低下を促すことにし、事実上、政策金利を公定歩合から短期市場金利に変更したためです。

1998年9月9日から2001年3月19日までの値は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)」の推移です。1999年2月12日に導入された、いわゆる「ゼロ金利政策」では、「無担保コールレート

(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す」としたことから、ゼロ金利政策が終了する2000年8月11日までは、その下限であるゼロ%が表示されています。

(図表6) 政策金利



(注1) QQEは「量的・質的金融緩和」、マイナス金利政策は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」。

(注2) シャドローは景気後退期、本図で利用している政策金利の変遷等は本文参照。また本文で言及しているように、本図と異なる数値を表示するケースもあり得る点には留意されたい。

(出所) 日本銀行、内閣府、Bloombergより大和総研作成

日本銀行が2001年3月19日から2006年3月9日(同日の政策修正発表まで)にかけて実施した「量的緩和政策」では、金融市場調節の操作目標を「日本銀行当座預金残高」とし、無担保コールレート(オーバーナイト物)は政策金利でなくなりました。ただし、日本銀行は、量的緩和政策の下で、通常、無担保コールレート(オーバーナイト物)は「ゼロ%近辺で推移するものと予想される」としたこともあり、量的緩和政策の期間は概ねゼロ%が表示されています。なお、金利が操作目標でない期間については、図表に値を表示させないという選択肢もあり得ます。

2006年3月9日に無担保コールレート(オーバーナイト物)が再び政策金利となり、マイナス金利政策の導入が決定された2016年1月29日の前日までは、その数値や参考値の推移が示されています。なお、日本銀行が2010年10月5日に導入した「包括的な金融緩和政策」では、政策金利を一定の数値でなく、0.0~0.1%のレンジで定めました。ただ図表では、レンジを表示するのではなく、その上限の0.1%を表示するケースが多くなっています。また、日本銀行が2013年4月4日に導入した「量的・質的金融緩和」では、金融市

場調節の操作目標をマネタリーベースに変更し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は再び政策金利でなくなりました。この期間については、通常、それ以前と同じ0.1%が参考値として表示されています。

日本銀行が2016年1月29日に導入を決定したマイナス金利政策では、日本銀行当座預金のうち政策金利残高にマイナス0.1%を付利しており、図表でもその数値が表示されています。2016年9月21日に導入されたイールドカーブ・コントロール政策では、新たに10年国債金利をゼロ%程度にするという操作目標が設定されました。そのため厳密には、政策金利として、短期金利のマイナス0.1%と長期金利のゼロ%の2つを表示する必要がありますが、多くの場合、短期金利のみ表示されています。

最後に、日本銀行は、2024年3月19日、金融市場調節方針として無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.0~0.1%程度に誘導すると決定しました。今回の日本銀行の政策修正を受けて、2007年2月以来、約17年ぶりの利上げという点が大きな話題となりました。これは、日銀当座預金の政策金利残高に対するマイナス0.1%の付利と、再び政策金利となった無担保コールレート（オーバーナイト物）の0.0~0.1%を比較したものであり、その引き上げ幅はプラス0.1~0.2%ポイントとなります。

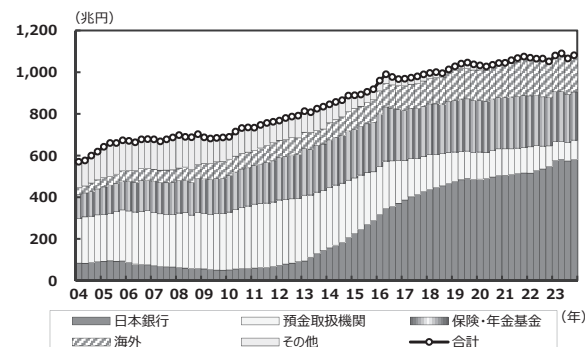
金融緩和政策の正常化を巡る今後の焦点としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）が過去に記録した0.25%や0.5%を超える水準まで引き上げられていくかという点が挙げられます。もし、政策金利の誘導目標が0.5%を超えると、1995年9月（当時は公定歩合で1.0%）以来のことになります。

## 7. 大量保有する国債の行方

日本銀行は、2013年4月以降の異次元緩和において、マネタリーベースの拡大や国債利回りを低く抑えるため、国債を大量に購入してきました。日本銀行の「資金循環統計」により「国債・財投債」の保有構成の推移を確認すると、2013年第2四半期以降、日本銀行の保有額が大幅に増加している様子が分かります（図表7）。日本銀行は、

2023年12月末時点で国債・財投債を581兆円程度保有しており、その保有比率は53.8%と5割を超えます。

（図表7） 国債・財投債の保有構成



（出所）日本銀行より大和総研作成

今後は、日本銀行が大量保有する国債・財投債の圧縮が焦点となります。日本銀行は、2024年3月19日に金融政策の枠組みを見直した際、当面、これまでと同程度の金額で長期国債の買入れを継続するとしました。これは、国債買入方針の変更に伴い、金利が急変動して債券市場が大きく動揺するリスクを避けるための対応だと考えられます。ただし、金融緩和政策の正常化が進む場合、日本銀行は、いずれ国債・財投債の圧縮に踏み切ると想定しておくべきでしょう。一般に、中央銀行の保有国債等の「出口戦略」は、大きく3つの段階に分けられます。

第一に、長期国債の買入れ額を徐々に減額していく「テーパリング」の段階です。なお、日本銀行が正式に公表せずに減額させる「ステルス・テーパリング」が実施される可能性もあります。第二に、長期国債の再投資停止や買入停止・終了により満期を迎えた国債の分だけ保有額が減少していくという段階です。これは「ランオフ」とも呼ばれます。第三に、保有する国債を市場で売却する段階です。ただ国債市場への影響が大きいため「ランオフ」のみで保有額を減らすことも考えられます。

これらは、国債市場において長期国債利回りの上昇要因となります。ただし、日本銀行は、国債市場をはじめとする債券市場を動揺させないように、緩やかなペースで「出口戦略」を進めていくとみられます。