

## 日本銀行の金融政策におけるイールドカーブ・コントロールの導入に当たって イールドカーブとは

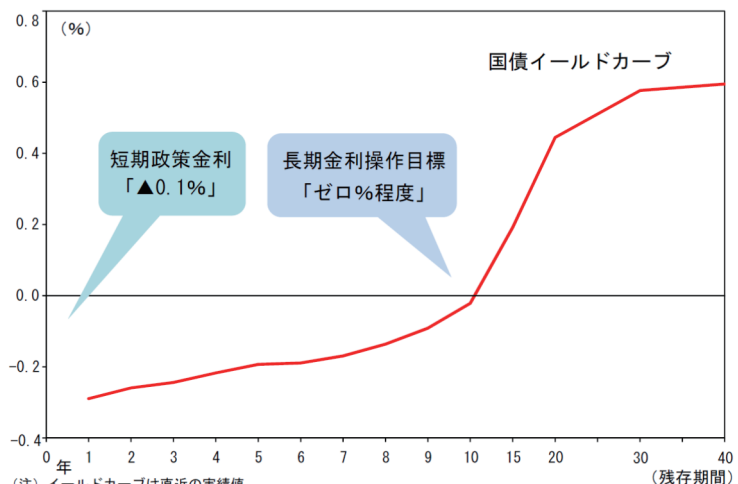
平成 28 年 9 月、日本銀行は 2% の物価上昇目標に向けて、金融市場調節方針としてイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）を導入しました。

### （Q）イールドカーブとは？

（A）縦軸に債券の利回り、横軸に償還までの残存期間をとったもので、「利回り曲線」とも呼ばれています。残存期間が長いほど将来のインフレ期待やリスクが考慮されて金利が上がるため、右上がりに描かれるのが一般的ですが、景気後退が予測される場合などには例外的に右下がりになる可能性もあります。

### （Q）イールドカーブ・コントロールとは？

（A）イールドカーブ・コントロールについては、短期金利には日本銀行当座預金の一部へのマイナス金利（▲0.1%）を適用し、長期金利は 10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債を買い入れることで操作しています。これにより、平成 28 年 1 月のマイナス金利政策導入以降平坦になったイールドカーブを、適切な傾きに形作ることを目的としています。



（注）イールドカーブは直近の実績値。  
（資料）Bloomberg  
（資料出所）日本銀行『平成28年9月26日 黒田総裁 金融緩和の「総合的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 大阪経済4団体共催懇談会における挨拶』の図表を一部加工

### （Q）国債金利はどうやって決まる？

（A）国債の入札では、財務省が市場の動向を踏まえて「利率」を決定し、購入価格の変動により「利回り」が調整されています。この「利回り」が一般に国債金利と呼ばれており、一部の国債においてはこの割合がマイナスとなっています。ただし、「利率」と「利回り」の意味の違いには注意が必要です。「利率」が額面に対して受け取る利子の割合を意味するのに対して、「利回り」は受け取る利子だけでなく、購入価格と額面又は売却価格との差額なども含みます。例えば、10年で償還される額面 100 円、年利率 2% の国債を 110 円で購入すれば、年 2 円の利息と 1 円の差損（1 年あたりに換算）により、年間利回り（単利）は約 0.9% になります。[(2 円 - 1 円) ÷ 110 円 × 100 ≒ 0.9%]

**(Q) 日本銀行は長期金利を操作できる？**

(A) 日本銀行は、かつては公定歩合（基準貸付利率）を主な政策手段としていましたが、金利が自由化された後は、市場の資金量を調節することで短期金利（無担保コール翌日物金利）を目標に向けて誘導するという金融政策を行ってきました。近年では、低金利により短期金利の下げ幅が十分に得られないことなどから、当座預金残高やマネタリーベースを目標に据えた政策が実施されました。しかし、長期金利は、将来の変化を踏まえた長期資金に関する需給などの市場メカニズムの中で決まるため、中央銀行がコントロールするのは容易ではないという見方が一般的でした。日本銀行は、長期金利を操作目標とすることで、従来にはなかった金利に対する新しい考え方を示したと言えます。

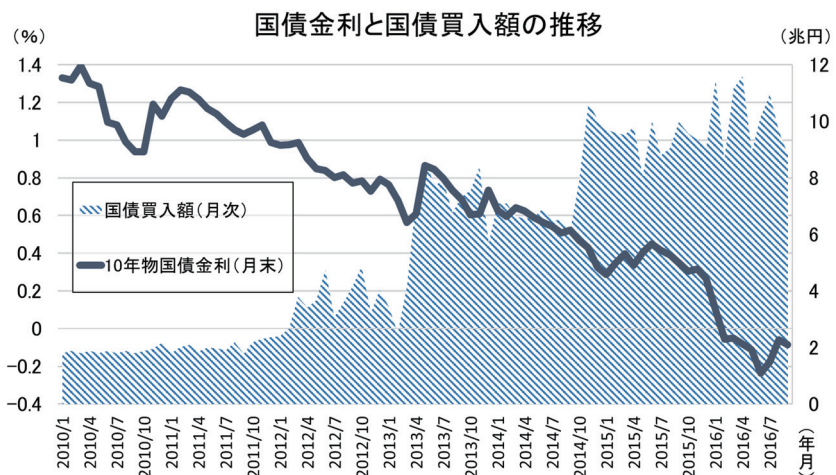
**(Q) 外国で長期金利を操作した例はある？**

(A) 主要国の中央銀行では、今回の日本銀行の例が初めての導入であるとされています。似た例として、戦中から戦後の米国で長期金利を一定の上限の下で推移させる政策が行われたことはありましたが、政策としては長期金利を直接操作するのではなく、短期金利を一定の水準に固定するものでした。

**(Q) イールドカーブ・コントロールにはどんな課題が考えられる？**

(A) 主要国では例を見ない政策であり、長期金利を意図したとおりに操作できるかどうか特に大きな課題です。日本銀行が指摘するとおり、これまでは長期国債の買入れとマイナス金利によりイールドカーブ全体を押し下げることに成果をあげてきましたが、長期金利についてはこの先どこまでコントロールできるかは未知数です。また、その押し下げによる貸出金利の低下といった金融環境の改善などとは裏腹に、長期・超長期金利の低下が経済や金融面に悪影響を及ぼす可能性が生じた経験から、目指すべきカーブの形やコントロールの手段については分析を続けなければなりません。イールドカーブには市場の期待を反映する指標という側面もありますが、金融政策によって操作されることで期待の方向性が

分かりづらく、その解釈が一層難しくなるということも考えられます。長期金利の操作を明示した金融政策は新しいものであるため、他の主要国に先駆けて、このほかにも様々な課題への対応を迫られることになりそうです。



(注) 国債買入額は金融調節における買入額を示しており、「資産買入等の基金」を含む  
(資料出所) 財務省資料、日本銀行統計を基に作成

(財政金融委員会調査室 笠井彰吾 内線 75189)