

## 大規模緩和の修正に関する論点整理

左三川 郁子

## 目 次

- |                        |                |
|------------------------|----------------|
| 1. はじめに                | 4. YCCがもたらしたもの |
| 2. マイナス金利解除による市場機能への影響 | 5. リスク性資産の買い入れ |
| 3. マイナス金利解除後の短期金利のパス   | 6. 日銀財務への影響    |

日本銀行がマイナス金利を解除した後の金融政策の課題について考える。主な論点は、日銀は大量の超過準備を抱えた状態でどのように政策金利を引き上げていくのか、短期金融市場の機能を維持できるか、金融がなお緩和的であることをどのように示すか、金融正常化後の適正なバランスシートの規模、YCC解除後の民間部門の国債の引き受け余力、日銀がETFやJ-REITを長期間保有し続けることのリスク、日銀の収益の下押しと金融政策運営に及ぼす影響である。

## 1. はじめに

日本銀行は本稿の校了直前の3月19日にマイナス金利を解除し、17年ぶりの利上げを決定した。ただ、政策変更は、内田眞一副総裁が2024年2月に奈良県内で開催された金融経済懇談会（以下、金懇）で示した内容におおむね沿っていたため、以下、大きな修正は加えていない。2023年秋以降、日本銀行の植田和男総裁をはじめ複数の幹部が金融正常化に向けた地ならしを進めていた。2024年2月には、内田副総裁が金懇

で講演し、賃金の上昇を伴う望ましい形で物価安定目標の2%を実現する見通しについて、「確度は少しずつ高まっています」（注1）と発言したことを受け、市場では日銀が早ければ3月にもマイナス金利の解除に動くとの観測が強まった。2024年2月の金懇で内田副総裁が今後の金融政策運営について示した論点は大きく三つ—①マイナス金利解除とその後の短期金利のパス、②イールドカーブ・コントロール（以下、YCC）の見直し、③上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）などリスク性資産の買い入れ—である。



左三川 郁子（さみかわ いくこ）

日本経済研究センター研究本部金融研究室長。慶應義塾大学大学院商学研究科博士課程単位取得退学。1990年日本経済新聞社入社。1997年日本経済研究センター出向。2019年一橋大学経済研究所准教授。2021年より現職。主な著作に、『マイナス金利政策』（2016年、日本経済新聞出版社、共編著）、『金融正常化へのジレンマ』（2018年、日本経済新聞出版社、共編著）がある。

（本稿は、基本的に2024年3月上旬までの情報に基づいている。）