

第1部 危機時の重要指標シミュレーション

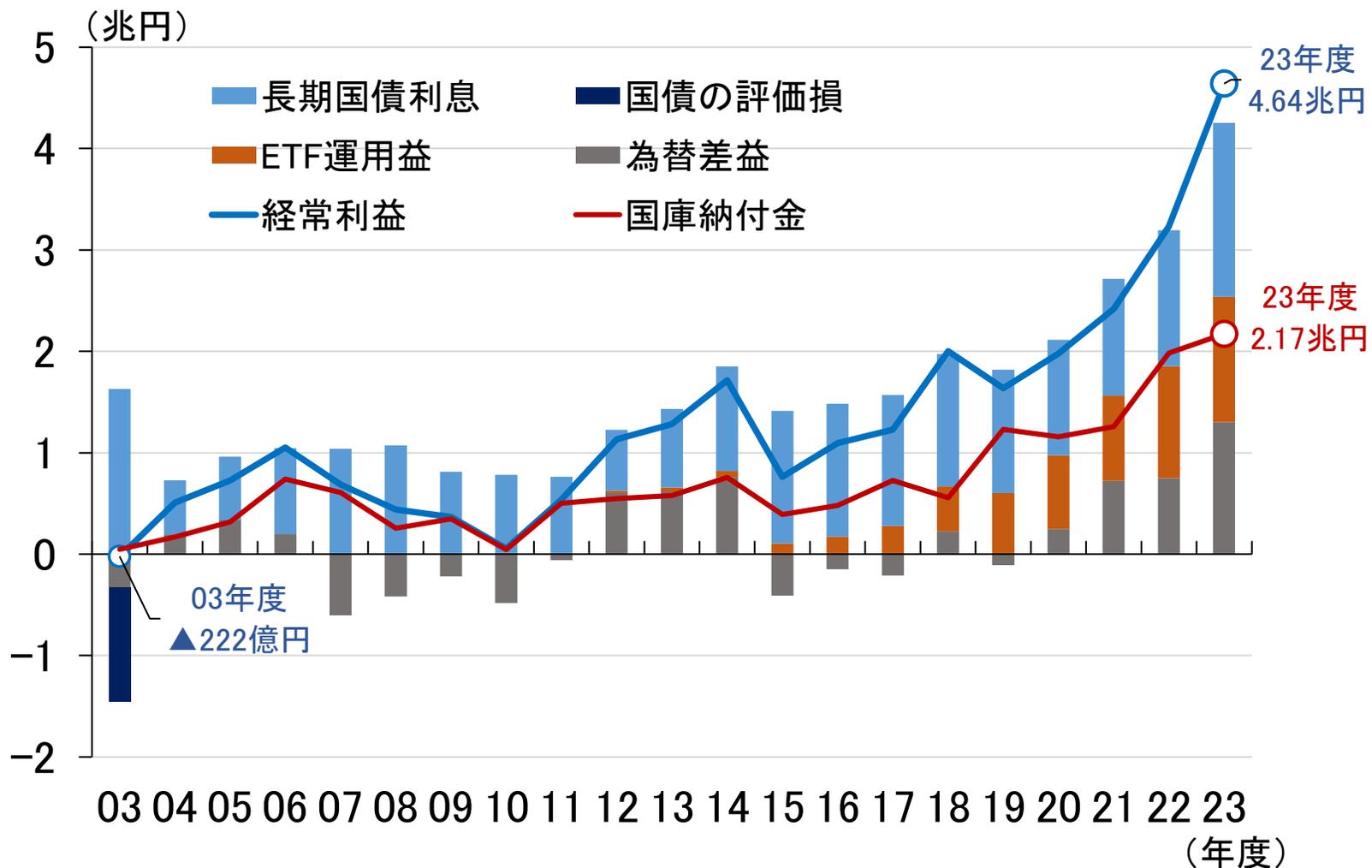
日本銀行の金融政策正常化に伴うリスク

利上げに伴って収益が悪化する財務リスク

保有国債の圧縮に伴う長期金利上昇リスク

愛宕伸康

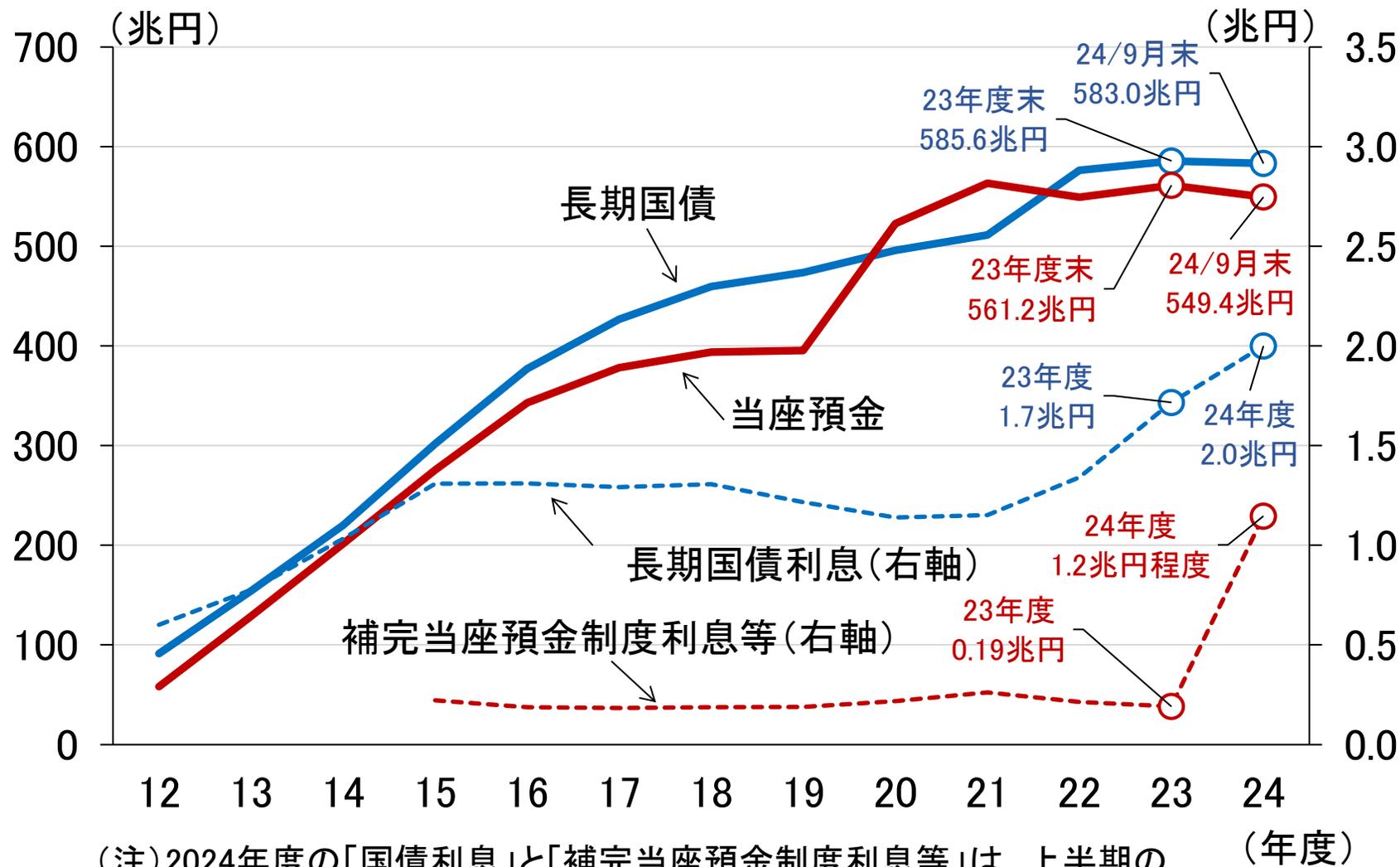
楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト
東京財団政策研究所 主席研究員



(注1) 2011年度以前の「長期国債利息」には「貸出金利息」などが含まれる。

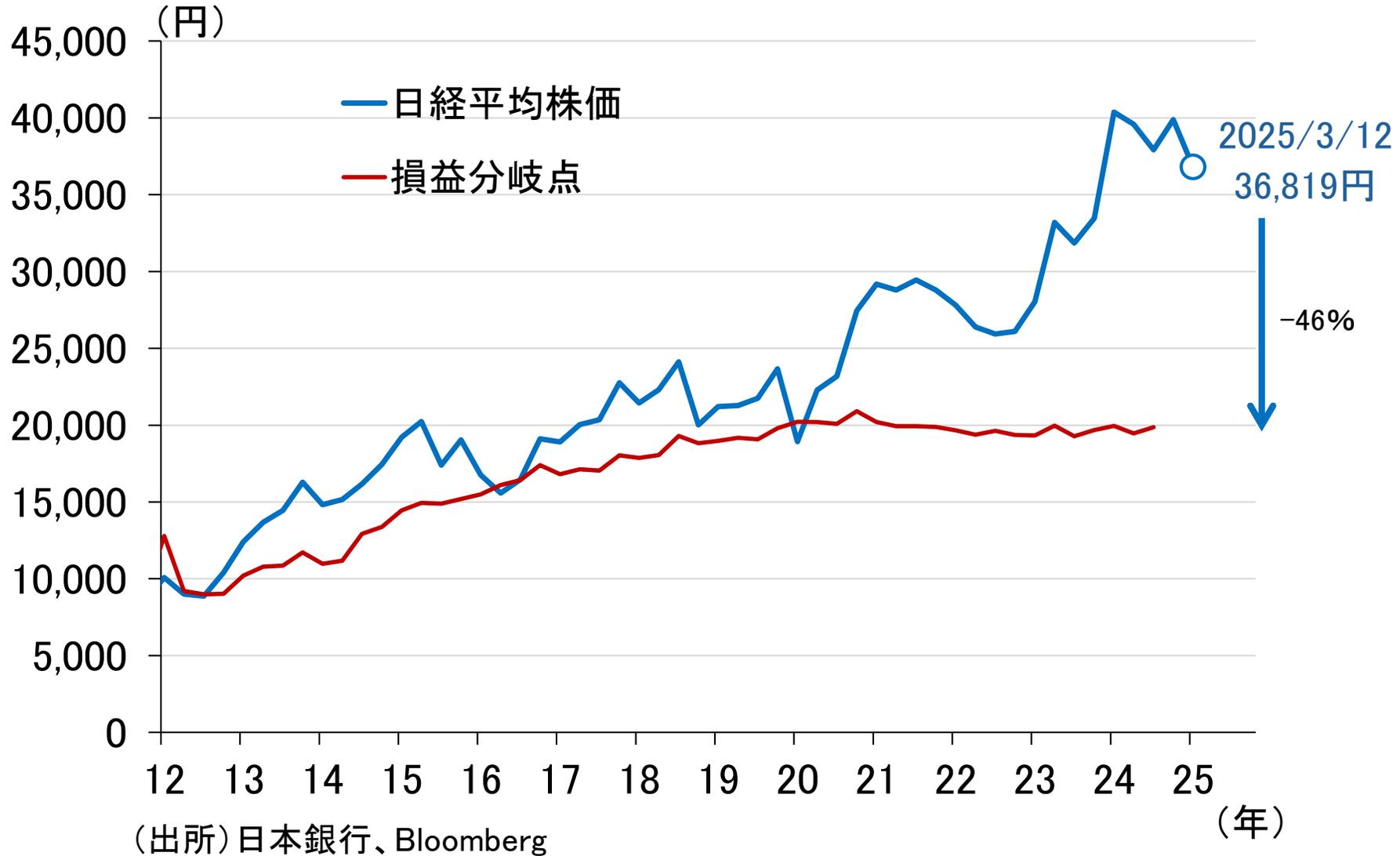
(注2) 日本銀行では2004年度から「償却原価法」に変更。低価法を採用していた2003年度は保有国債の評価損失が1.2兆円発生し、赤字計上。

(出所) 日本銀行、会計検査院



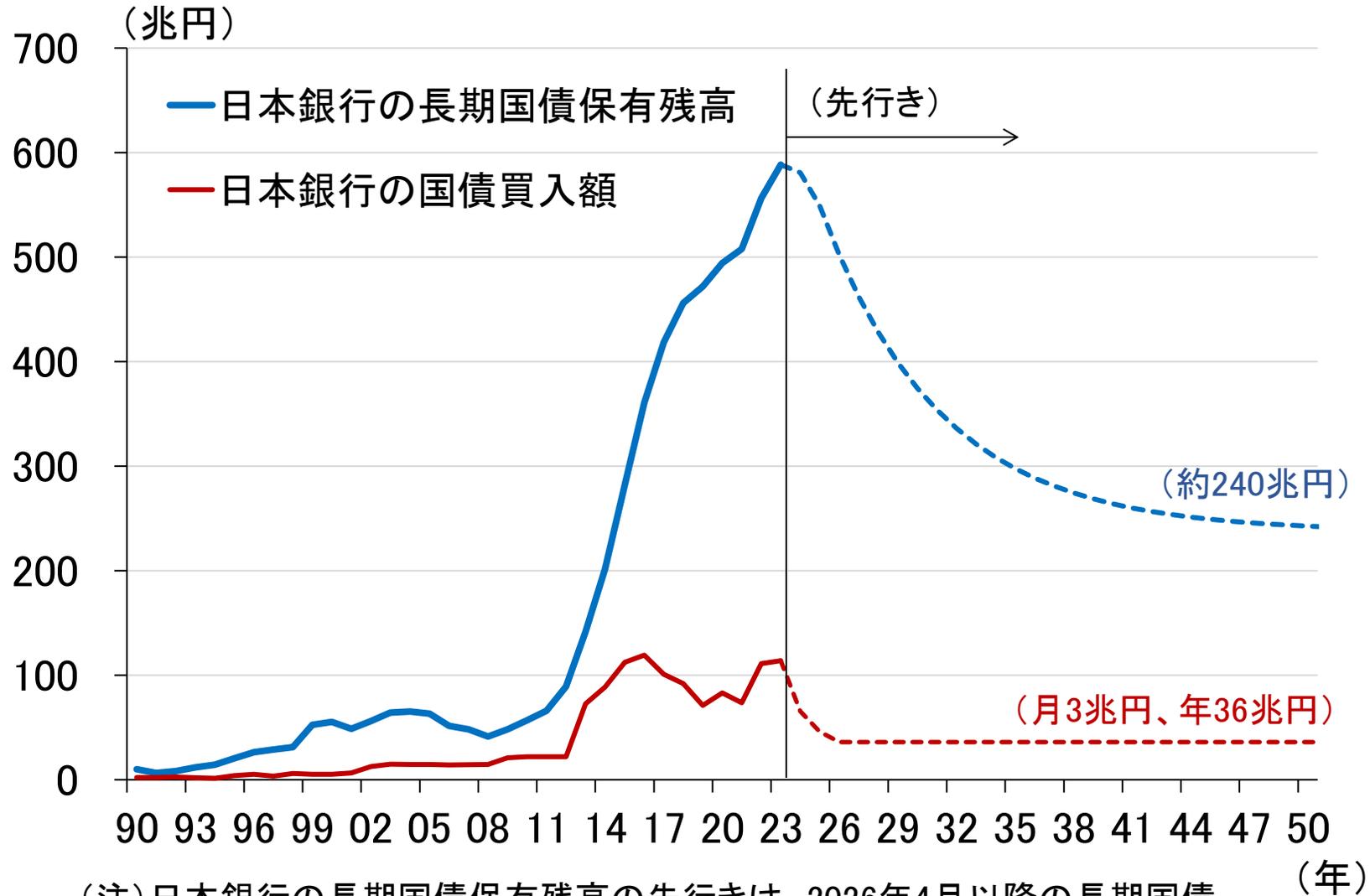
(注) 2024年度の「国債利息」と「補完当座預金制度利息等」は、上半期の実績を元に試算した予測値。

(出所) 日本銀行



■ 国債買入れ

月3兆円の国債買入れを続けると保有国債残高は240兆円に



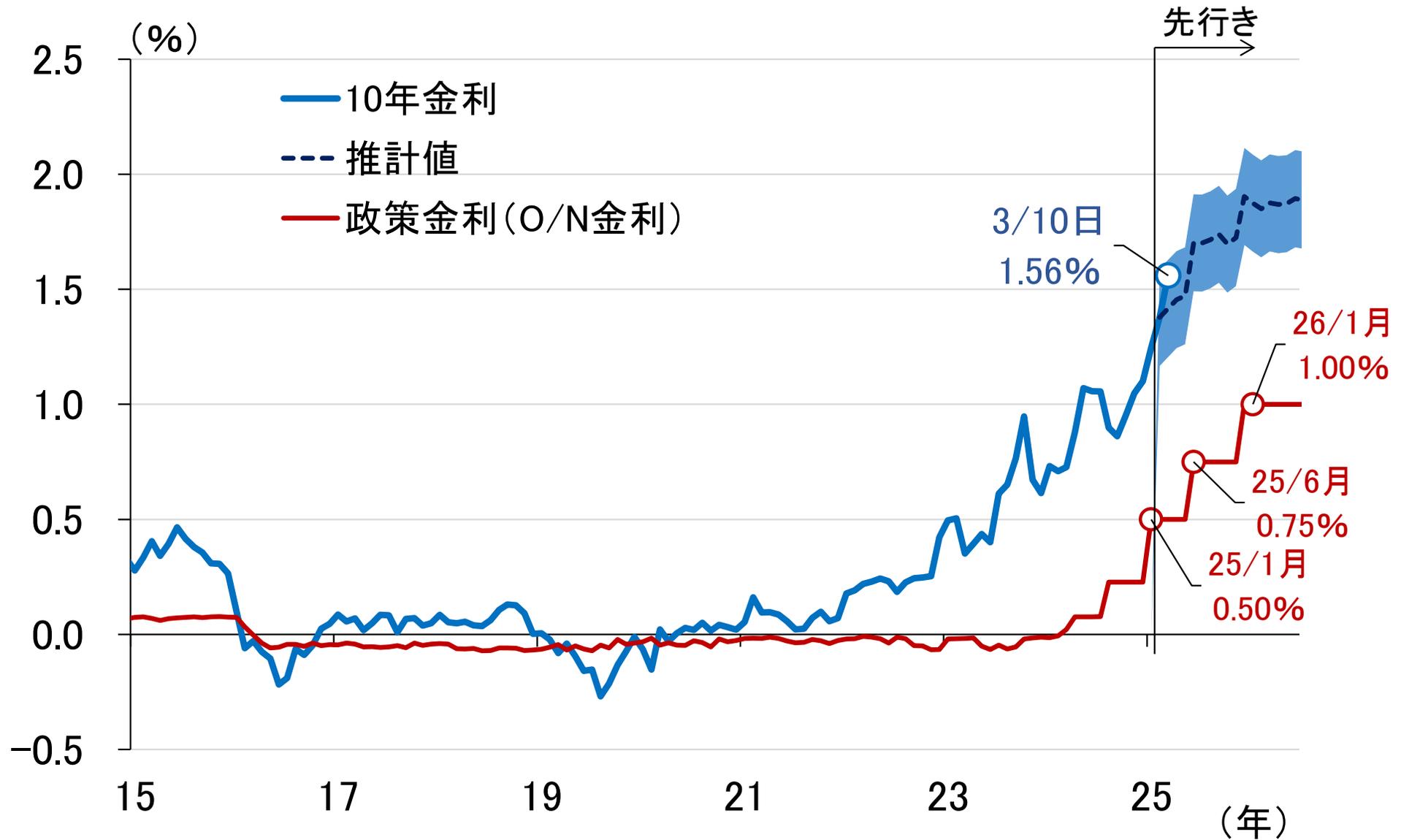
(注) 日本銀行の長期国債保有残高の先行きは、2026年4月以降の長期国債買入額を月額3兆円、保有長期国債の平均残存期間を2024年9月と同じ6.6年で変わらないと仮定して計算した。

(出所) 日本銀行「日本銀行勘定」、「日銀当座預金増減要因と金融調節」

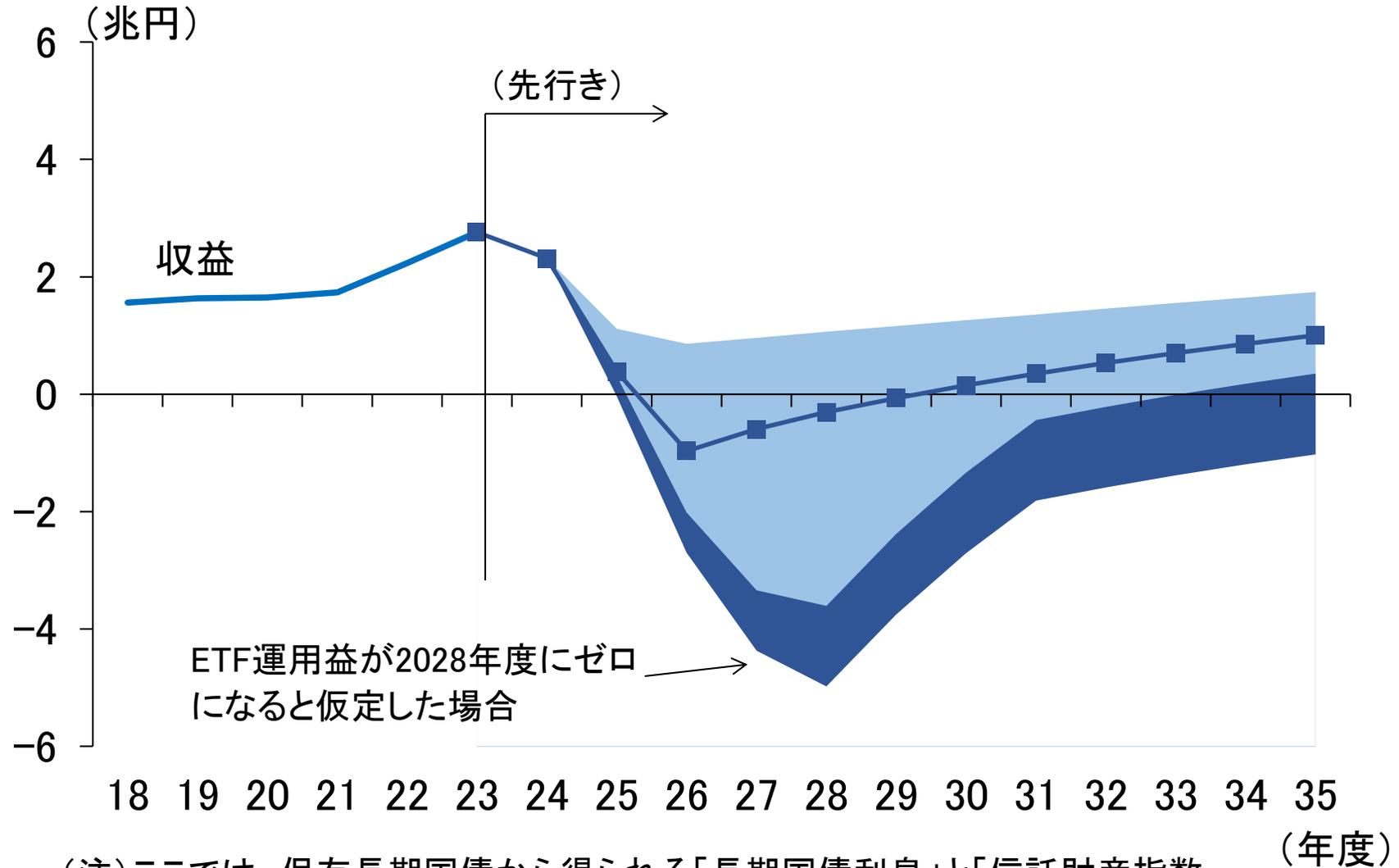
被説明変数	日本の10年金利（月次データ）					
推計期間	1990年1月～2024年10月					
標本数	418					
自由度修正済みR ²	0.957			0.955		
説明変数	係数	t-値	P-値	係数	t-値	P-値
定数項	-0.870	-2.666	0.008	-0.933	-2.713	0.007
O/N金利（政策金利）	0.500	30.557	1E-107	0.520	31.750	2E-112
景気動向指数（先行CI）	0.021	7.083	6E-12	0.020	6.646	1E-10
消費者物価指数	0.171	7.198	3E-12	0.186	7.666	1E-13
日銀の国債買入額	-0.099	-9.732	3E-20	-0.096	-9.148	3E-18
日銀の国債保有残高	-0.002	-9.868	1E-20	-0.002	-11.189	2E-25
民間の国債保有残高 I	6E-06	2E+01	3E-42			
民間の国債保有残高 II				3E-06	1E+01	9E-38
金利沈静化ダミー	0.765	4.428	1E-05	0.736	4.148	4E-05

（注）消費者物価指数は食品及びエネルギー除くベース（消費税調整済み）の前年比（3ヶ月移動平均値）。民間の国債保有残高 I は（650-民間の国債保有残高）²、民間の国債保有残高 II は（850-民間の国債保有残高）²。金利沈静化ダミーは、日銀がイールドカーブコントロールのもとで10年金利を目標以下に抑制するために、国債買入額を大幅に拡大させた2022年6、9、10、12月、2023年1、3月に1を設定した。

（出所）日本銀行、内閣府、Bloomberg



(出所) 各種資料より筆者作成

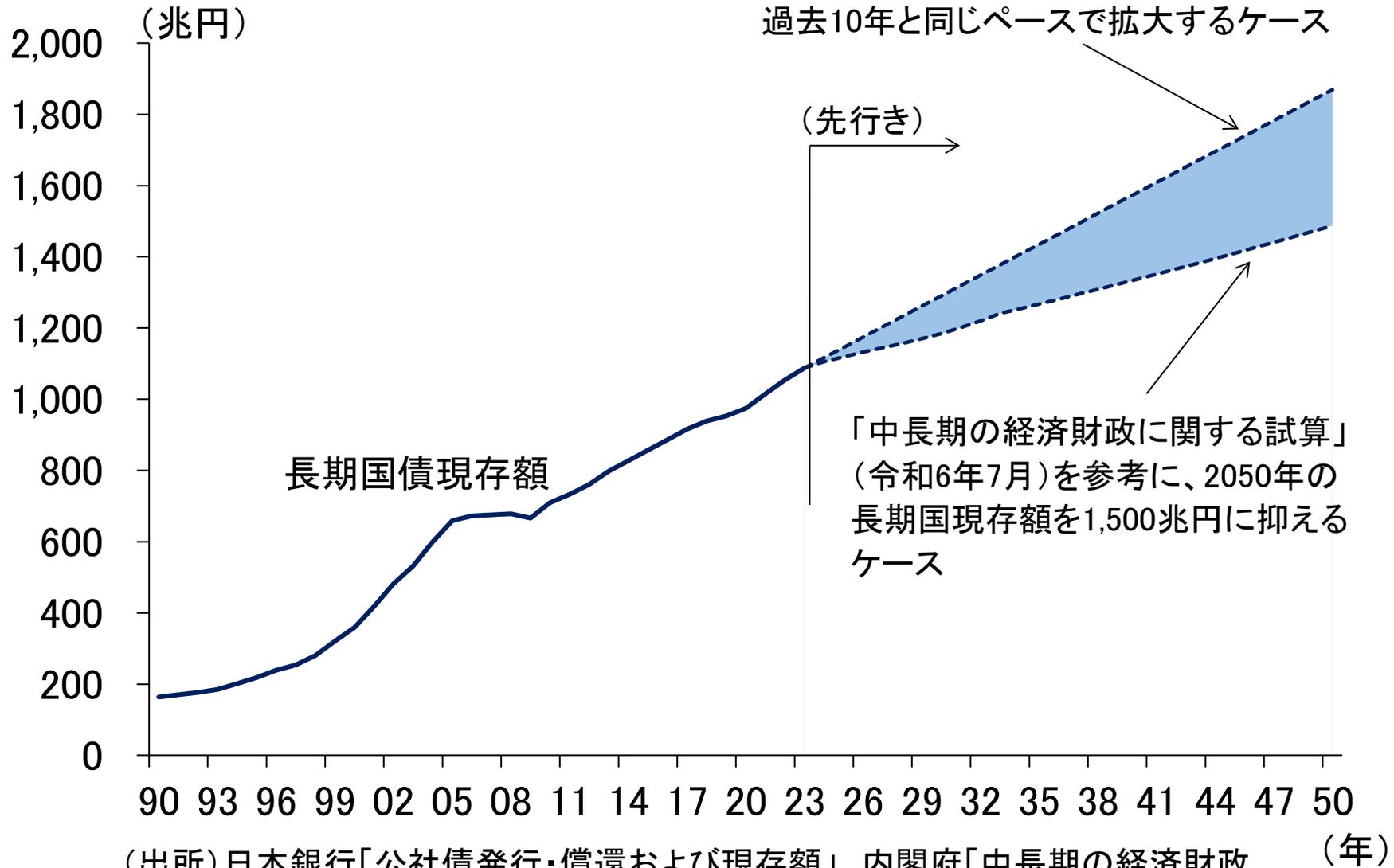


(注)ここでは、保有長期国債から得られる「長期国債利息」と「信託財産指数連動型上場投資信託(ETF)」から得られる運用益から、超過準備に対して支払う「補完当座預金制度利息」を差し引いた額を「収益」とした。

(出所)日本銀行

■ 国債現存額

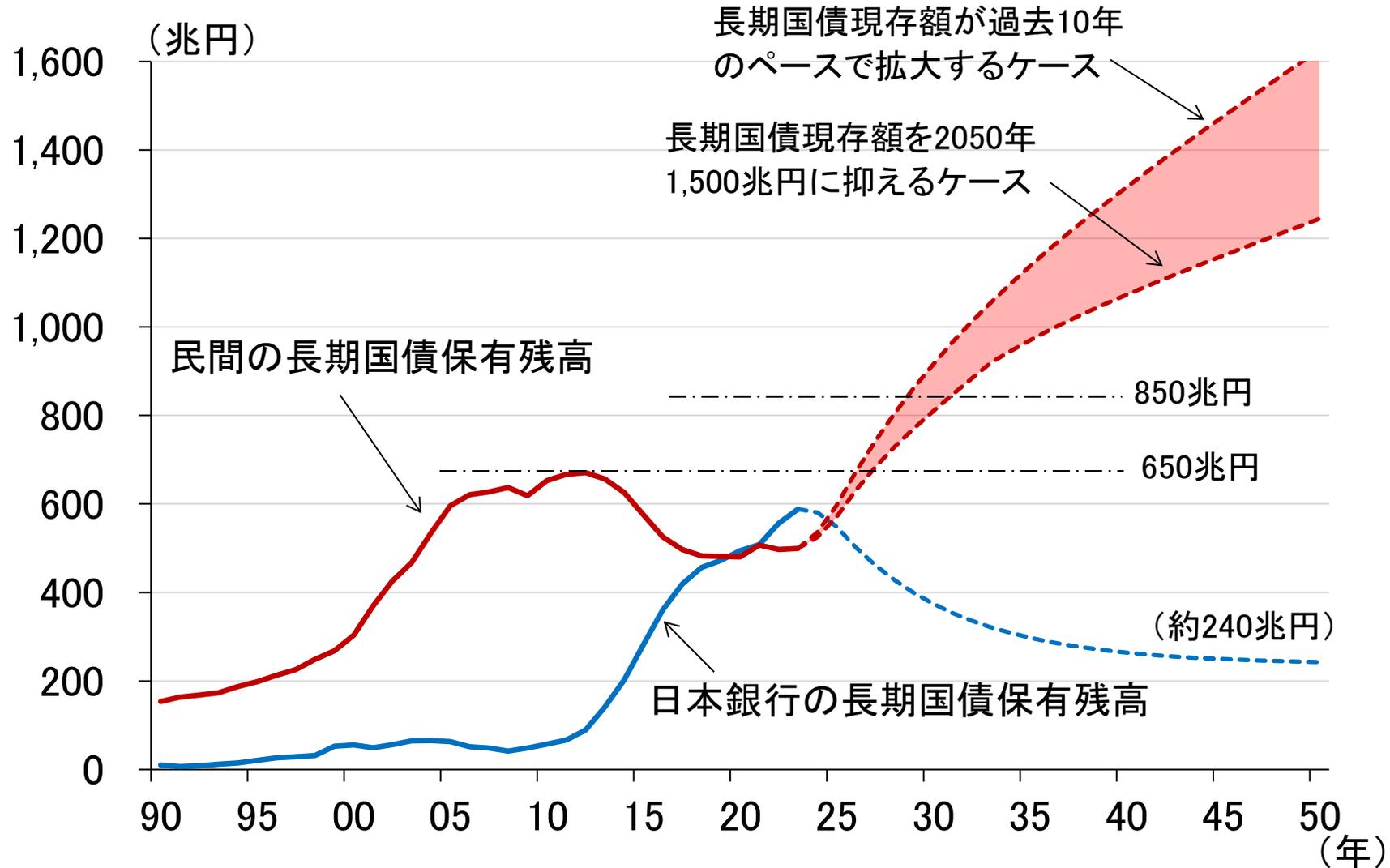
長期国債現存額の先行きについて2つのパターンを想定



（出所）日本銀行「公社債発行・償還および現存額」、内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2024年7月）」

■ 民間保有額

日銀保有が減ることにより民間が吸収すべき長期国債残高

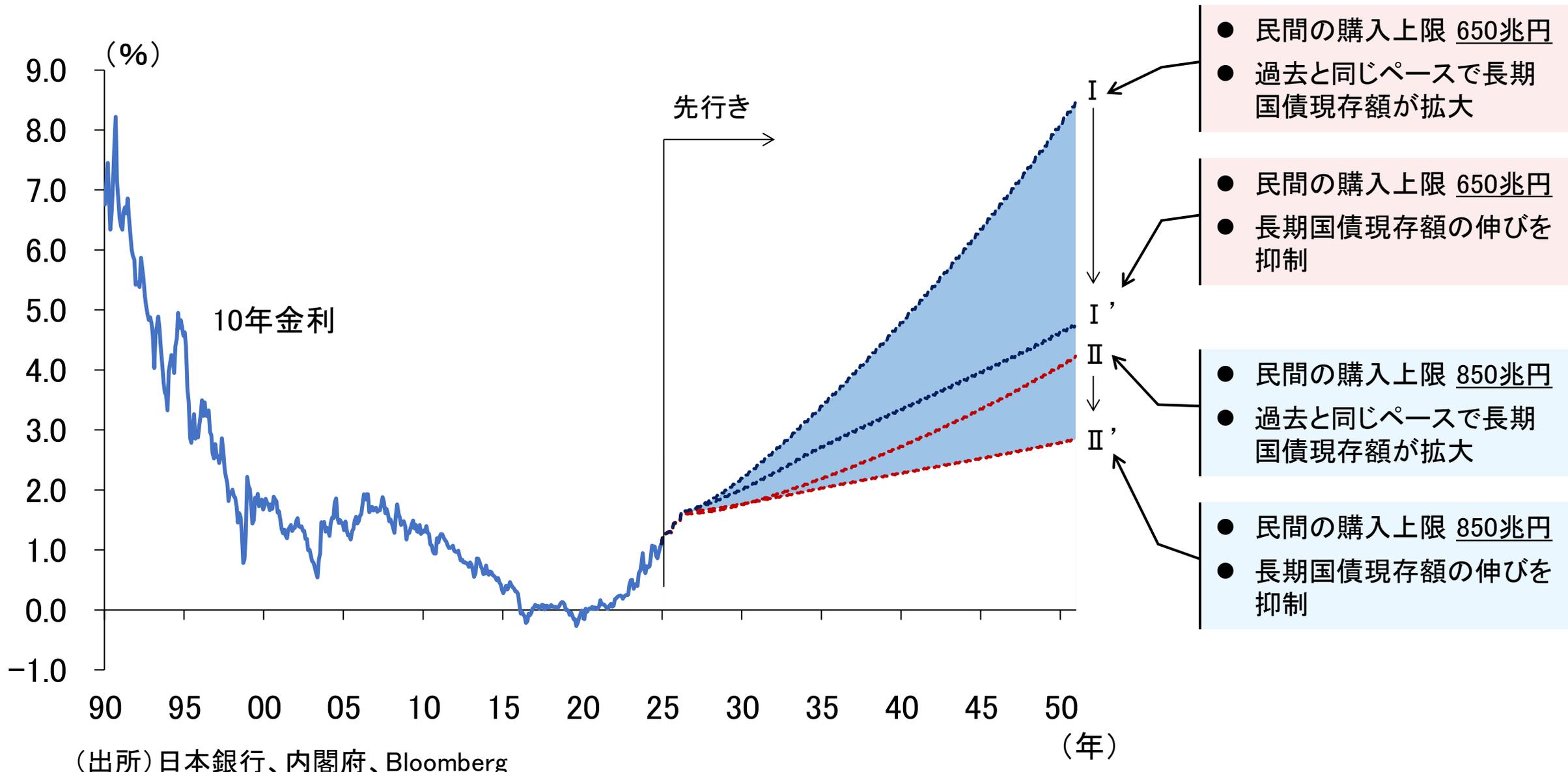


(注) 民間保有残高とは、「普通国債等現存額」から「日本銀行勘定」の長期国債（日本銀行保有残高）を差し引いた額。

(出所) 日本銀行「公社債発行・償還および現存額」、「日本銀行勘定」

金利リスク

民間の吸収余力が限界に達した場合の長期金利



(出所) 日本銀行、内閣府、Bloomberg

第2部 緊急対応策の検討

第2章 危機時の市場対策

日本銀行の金融政策面での対応、金融危機対応 市場沈静化策（政府・日銀の緊急アコード）

愛宕伸康

楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト
東京財団政策研究所 主席研究員

- 日銀は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として金融政策を運営するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。
 - ① 利下げ等による緩和的な金融環境の実現
 - ② 各種オペレーションを通じた潤沢な資金供給
 - ③ 長期国債やリスク性資産の購入を通じた金融市場の安定確保や企業金融の円滑化
 - ④ 政府との共同声明やフォワード・ガイダンス
 - ⑤ 異次元緩和における様々な手法（YCC、マイナス金利政策等）

- 一部の金融機関における流動性不足なら、中央銀行が伝統的な「最後の貸し手機能 (LLR: Lender of Last Resort)」の出番。しかし、それがソルベンシー問題や金融システム不安に発展する恐れがある場合、①市場に積極的な流動性供給を行って金融システムの更なる不安定化を防ぎつつ、②金融機関の損失金額を確定し、不足する資本を市場調達もしくは公的資金により穴埋めする必要。
- さらに、カウンターパーティリスクが収まらず、資本市場の取引が極端に低下する場合、中央銀行が資本市場に直接介入し、「最後のマーケット・メーカー機能 (MMLR: Market Maker of Last Resort)」を果たす必要がある。

- また、政府のソルベンシーに対する疑念が強まり、長期金利の急騰や資本逃避による急激な円安が発生する場合、市場へ直接介入し、MMLRの機能を発揮することが重要。
- ただし、その際、財政支援を目的とする「財政ファイナンス」と市場に受け取られると、かえってソルベンシーに対する疑念を強め、円売りを助長するほか、物価の先行きに対する不確実性を高める可能性。
- 一方、物価や為替の安定を優先し国債購入を控えれば、国債市場の流動性収縮に歯止めをかけることが難しくなる。こうした矛盾を回避するには、財政の持続可能性に対する信認確保が不可欠で、それに向けた政府・日銀による確固たる意思表示が必要となる。

- 2013年1月22日の「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」では、「政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」と、財政規律維持に向けた政府の姿勢も明記。
- これは、通貨の信認を確保し、市場の無秩序な変動を回避するために必要な国の態度であり、持続的な物価安定を実現するための条件でもある。財政危機時の共同声明では、むしろこれが声明の中心に位置づけられるべきである。