

ウェビナー

# 今後の金融政策と国債市場

---

2024年11月26日 東京財団政策研究所

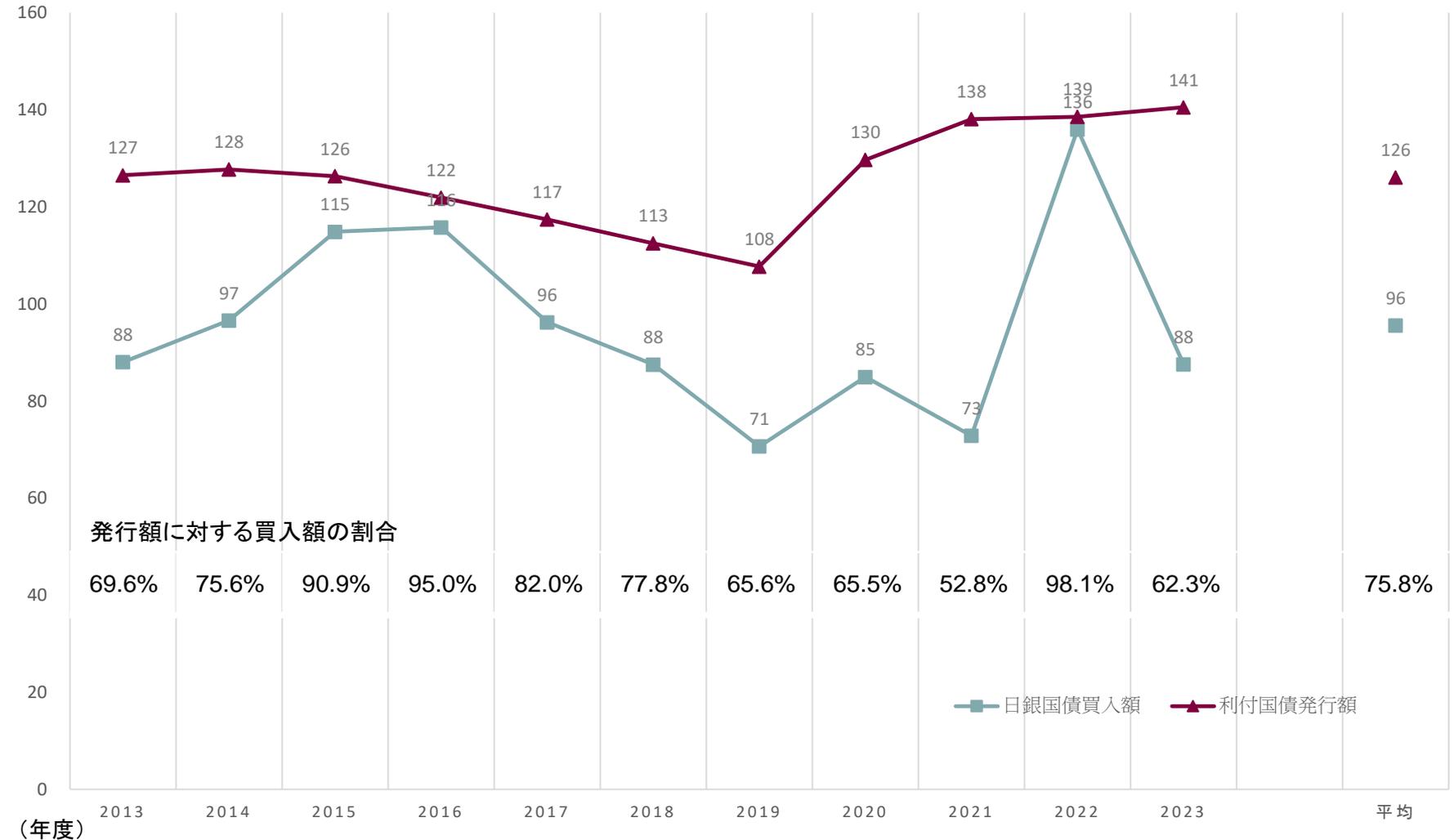
野村資本市場研究所 研究理事 齋藤 通雄

# 日銀の国債買入減額とそのインパクト

---

# 利付国債発行額と日銀買入額の推移

(兆円)



(注) 国債買入額は日銀金融調節資料、国債発行額は財務省カレンダーベース発行実績による。

# 日銀による国債買入の減額

(2024年7月31日 日本銀行発表による)

	月間の長期国債買入れ 予定額	一月当たり 減額幅	四半期計 の減額	年度計の 減額
2024年7月(実績)	5.7兆円程度			
2024年8～9月	5.3兆円程度	△0.4	0.8	} (2024年度) 6.8
2024年10～12月	4.9兆円程度	△0.8	2.4	
2025年1～3月	4.5兆円程度	△1.2	3.6	
2025年4～6月	4.1兆円程度	△1.6	4.8	} (2025年度) 26.4
2025年7～9月	3.7兆円程度	△2.0	6.0	
2025年10～12月	3.3兆円程度	△2.4	7.2	
2026年1～3月	2.9兆円程度	△2.8	8.4	

# 日銀保有国債(短期を除く)残高の推移見込み

(単位:兆円)

年度	買入額	償還到来額	年度末残高
2023			577.3
2024	61.6	69.5	569.4
2025	42.0	78.6	532.7
2026	? $\alpha$	66.3	466 + $\alpha$
2027	? $\beta$	60.3	406 + $\alpha$ + $\beta$
2028	? $\gamma$	50.5	356 + $\alpha$ + $\beta$ + $\gamma$

【参考】 2年間(2025年度末まで)の保有残高減少割合:7.7%

(注)2023年度末残高及び各年度の償還到来額は日銀保有国債銘柄別残高(2024年11月20日時点まで)、各年度の買入額は日銀公表実績及び買入減額計画による。

# 日銀による国債買入減額のインパクト

- 日銀による説明では、今回公表された2026年3月までの買入減額による市場へのインパクトは、大きくないようにも受け取れる
  - ・ 日銀の国債買入れによる長期金利の押し下げ効果は、ストック効果を中心に、概ね $\Delta 1\%$ 程度（2024年4月展望レポートBOX6）
  - ・ 日銀保有国債の減少はおおよそ7~8%（2024年7月発表資料）



長期金利への影響は、0.1%未満？

- 国債買入れによる金利押し下げ効果は、フロー（需給バランスのタイト化）の影響がより大きいのではないかと？

市場で取引量が多いのはカレント（オン・ザ・ラン）銘柄

日銀はこの11年間、その3/4に当たる規模を吸い上げてきた

年間35兆円超の国債増発に等しい需給変化（2025年度）による金利への影響が、0.1%で済むとは考えにくい

# 国債管理政策に求められる対応

---

# 金融政策の修正に対応した国債管理政策

- 日銀による国債買入減額に対応を考えるべき二つの課題
  - ① 日銀に替わる国債の買い手：総額をどう吸収するか
  - ② 年限別発行額の調整：年限別の需給バランスの変化にどう対応するか

# 国債管理政策の課題(1) 日銀に替わる買い手

## 【機関投資家】

- 銀行セクター：日銀が国債保有を増やす中、最も保有を減らしてきた（QQE前2013.3：317兆円→2024.3：96兆円）

→最も購入増が期待されるセクター

但し、資本規制やリスク管理に伴う制約等に注意

※ 地方金融機関では、年限長期化によりリスク量は減少していないケースも  
保有減のうち94兆円はゆうちょ銀行：アロケーションを戻すか？

- 海外投資家（QQE前2013.3：35兆円→2024.3：70兆円）

大きく二つの日本国債購入動機

- ① 儲かるから買う 例：ヘッジファンド

短期の保有しか期待できない

- ② 安全で流動性が高いから買う 例：外貨準備当局

長期保有を期待できるが、日本経済や円（通貨）のプレゼンスに依存

※ 海外投資家頼みと受け取られると、格下げのリスクも

（注）セクター別国債保有額（資金循環統計）は、国庫短期証券除き。ゆうちょ銀行保有額は、同行ディスクロ資料

# 国債管理政策の課題(1) 日銀に替わる買い手

## 【個人（家計）】

- ・ 国債保有額は低位漸減（QQE前2013.3：22.9兆円→2024.3：13.5兆円）
- ・ 金融資産総額（2,212兆円、うち現預金1,127兆円：資金循環統計2024年6月末）に鑑みれば、三桁兆円の吸収余力は期待可能
- ・ 新NISAにより、外国株式（オルカン、S&P500等）への投資増が指摘されるが、家計のポートフォリオ構成として、預貯金と外国株では両極端過ぎる。ミドル・リスク、ミドル・リターンの国内アセットがあって然るべき
- ・ 政府自身による個人向け国債としての商品設計には限界。例えばかつての中国ファンドのように、1円単位で即日買付・売却可能で、実質的に元本保証があり、預貯金を上回る利回りの投資信託を組成できれば、家計資産を国債に流すパイプになり得るのでは

## 国債管理政策の課題(2) 年限別需給の調整

- 買入減額に限らず、金融政策の調整全体によって市場の需給に変化が発生
  - YCC撤廃と10年金利上昇→超長期債にシフトしていた地方金融機関が10年債へ回帰
  - マイナス金利解除→海外勢（手元のドル資金を円に転換するところで稼げる）と銀行（担保ニーズ）だけだった短期債に、国内投資家（アセマネ等）が回帰

コロナ後、発行当局は国債発行年限の長期化（短期債の発行減額）を進めているため、短期ゾーンで需給のミスマッチが発生

（参考）7月の利上げ（0/N：0.1%→0.25%）後の短期国債の入札では、落札利回りは3か月物・6か月物は0.1%程度（逆イールド）、1年物は11月になってようやく追加利上げを織り込んだ水準に

発行当局的には単純な短期国債増発はしたくないので、短期金利連動型の変動利付債導入（銀行の担保ニーズ吸収）で対応か？

## 国債管理政策の課題(2) 年限別需給の調整

- 日銀は、大規模緩和の下で買入年限を長期化
  - 2013年4月：平均残存期間3年弱→7年（6～8年）程度
  - 2014年10月：平均残存期間7～10年程度へ
  - 2015年12月：平均残存期間7～12年程度へ
  - 2016年9月：平均残存期間の定め廃止（YCC導入）
- これらを受けて、国債の平均年限も長期化
  - フロー：2012年度 7年9か月→2019年度 9年0か月
  - ストック：2012年度 7年3か月→2019年度 9年2か月
- 発行当局は、これまで以上に市場の動向を注意深く観察し、年限別の発行額を的確に配分（弾力的に変更）する必要
  - ・ 投資家動向の観察
  - ・ 日銀による買入減額が、どの年限にどの規模で割り振られるか（四半期毎に公表）→金融市場局と理財局の連携の要
- ※ 年限別発行額（各年限の毎月の発行ロット）は、補正予算のタイミングでなくても（いつでも）変更可能