

東京財団政策研究所「財政危機時の緊急対応プラン」研究会

今後の金融政策と国債市場

2024(令和6)年11月26日(火)

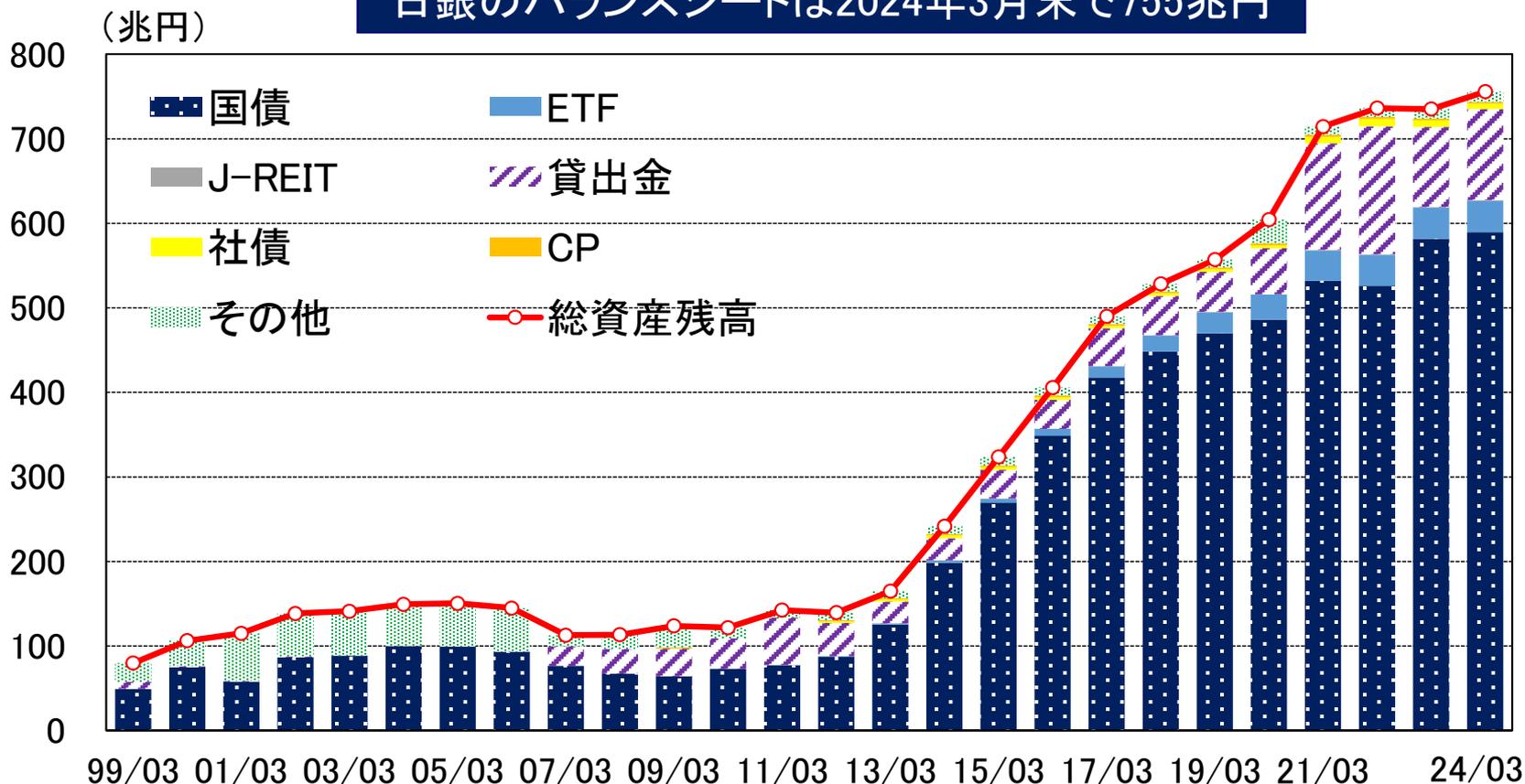
公益社団法人 日本経済研究センター
金融研究室長兼首席研究員
左三川 郁子

金融政策

巨大なBSを抱えた状態で利上げ

- 600兆円近い国債に加えて、満期のないETFやJ-REITを保有
- 前回(2006年)の量的緩和からの出口とは異なる

日銀のバランスシートは2024年3月末で755兆円

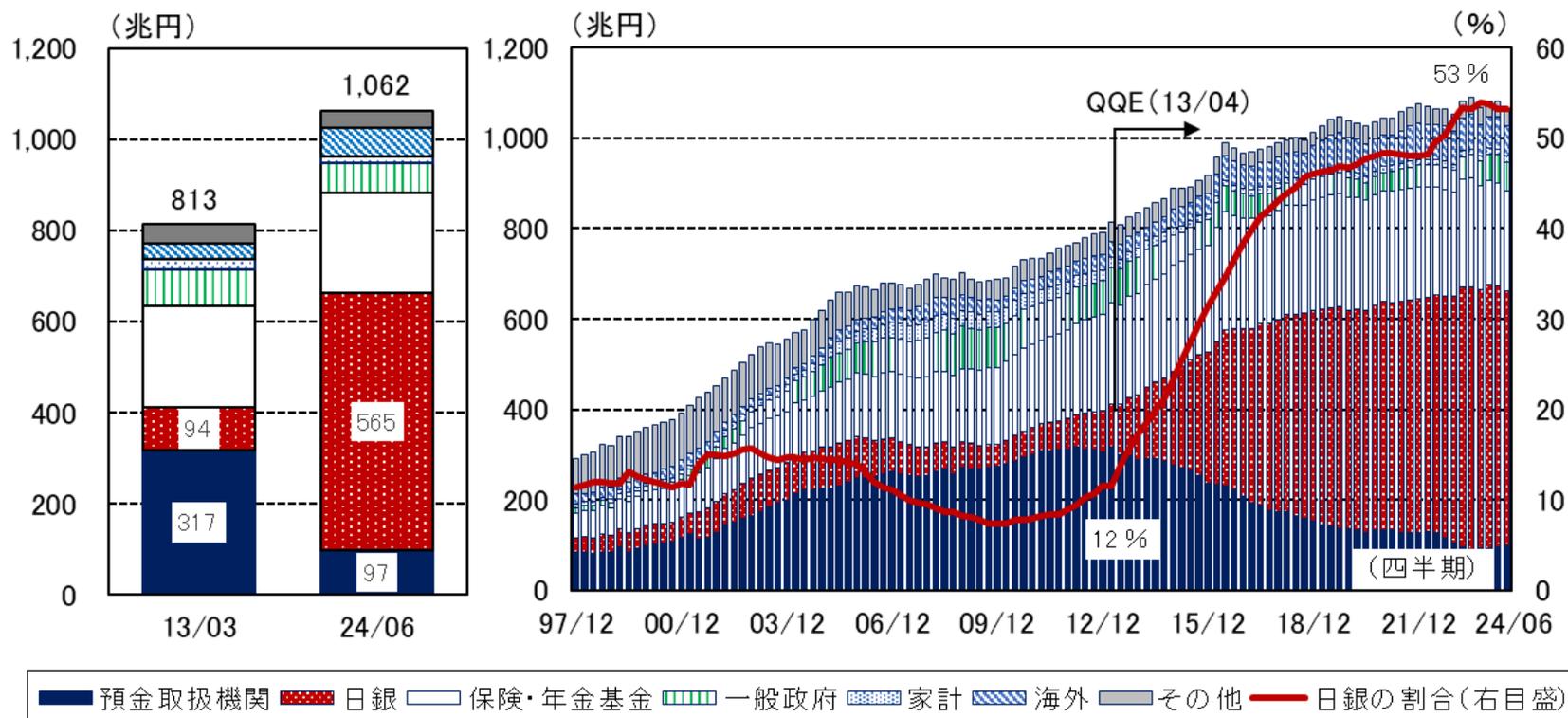


(資料) 日本銀行

国債保有構造 現在は日銀が国債の過半を保有

- 日銀の国債保有額は異次元緩和下で6倍に増加(2024年6月末で564.8兆円)
- 資金循環統計ベースで発行総額の53%を保有

【保有者別の国債・財投債残高と日銀の保有割合(右目盛)】

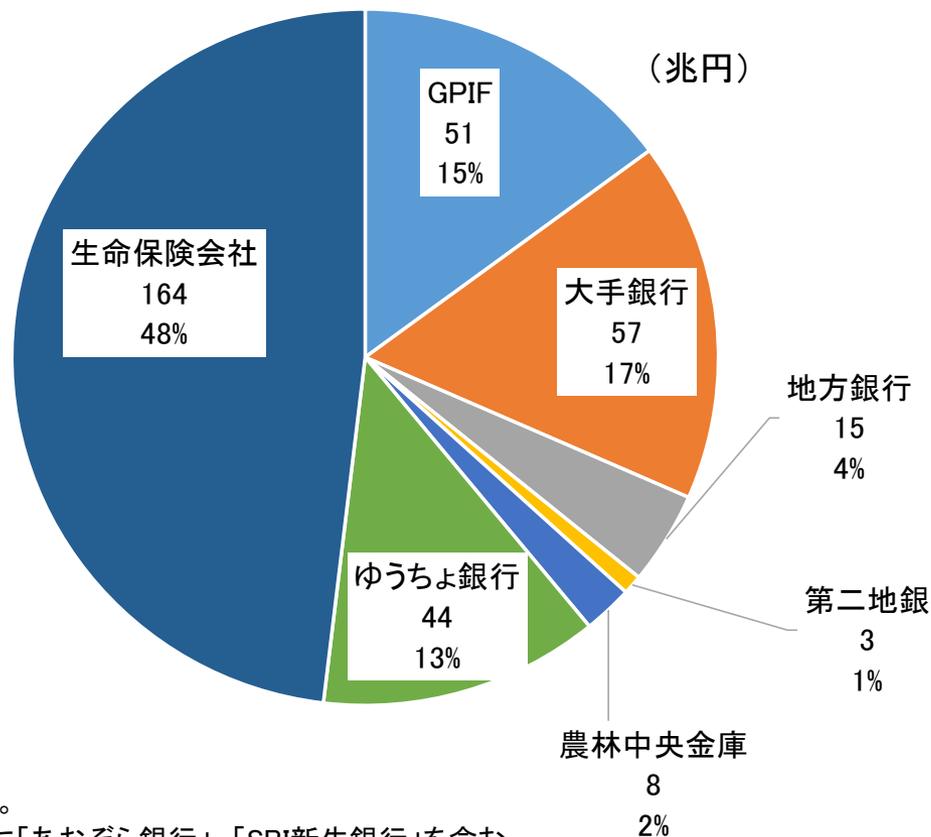


(注1) 国債と財投債の合計。短期国債は含まない。
 (注2) 預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行が含まれる。
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

国債保有構造 日銀に代わる国債の担い手は？

預金取扱金融機関と機関投資家の国債保有状況
(短期国債を含む)

(24年3月末)



(注1)「国債」は「国庫短期証券」を含む。

(注2)「大手銀行」は「都市銀行」の5行に「あおぞら銀行」、「SBI新生銀行」を含む。

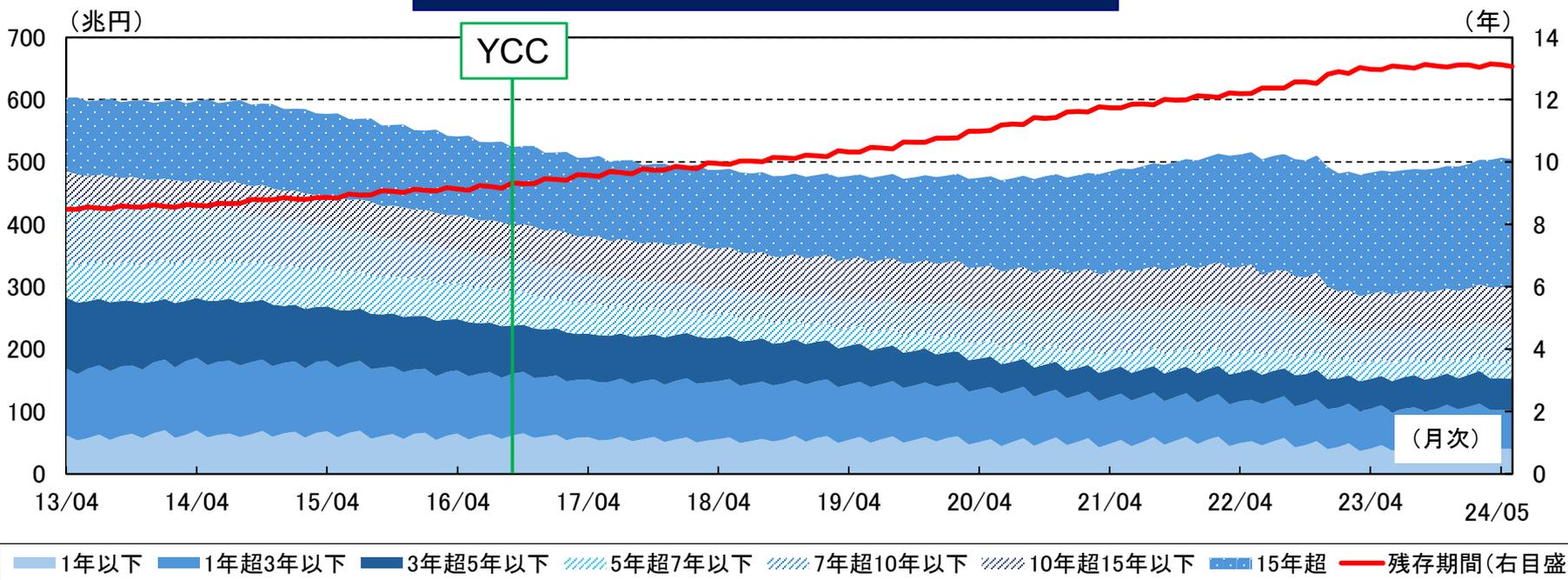
(注3)各社ディスクロージャー誌等から国債保有残高を合計したため、日本銀行「資金循環統計」とは必ずしも一致しない。

(資料)各社ディスクロージャー誌、QUICK

国債買い入れ 規制の観点から買い入れ余力を探る

- 日銀以外のセクターが保有する国債は異次元緩和下で長期化（13年程度）
- 金利リスク量を増やさずに国債保有を増やすには、期間の短い国債が必要に

民間（非日銀）が保有する国債の内訳



(注) 額面ベース。国庫短期証券(T-Bill)を除く。銘柄別の国債発行額から日銀の保有額を除いた額。流動性供給と買入消却入札の結果を調整している。変動利付国債、物価連動国債、クライメート・トランジション利付国債(GX債)を含む。

(資料) 財務省「国債の入札結果」、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」

IRRBB

銀行勘定の金利リスク量 (IRRBB)

金利リスク (IRRBB) の規制 (資本の毀損回避)

目的

金融機関が有している金利リスク量が自己資本の一定割合に収まっているか確認し、金利リスクに関して健全な運営を評価するもの。

基準

<国際統一基準行>

$$\frac{\text{金利リスク量 (}\Delta\text{EVE)}}{\text{Tier1資本の額}} \leq 15\%$$

<国内基準行>

$$\frac{\text{金利リスク量 (}\Delta\text{EVE)}}{\text{自己資本の額}} \leq 20\%$$

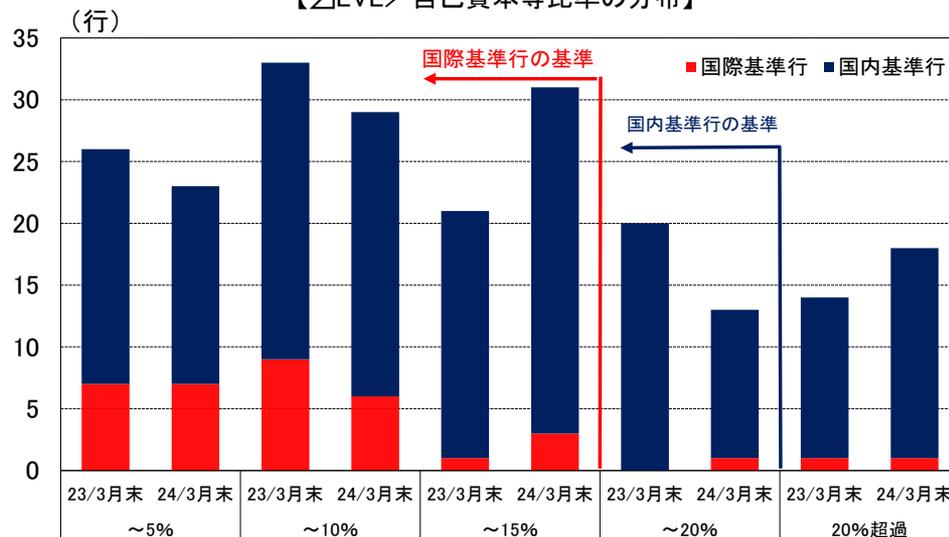
- ✓ 金利上昇局面での国債増加、デュレーション長期化は、分子(金利リスク量)を増加させる。
- ✓ 6つ(国内基準行は3つ)の金利シナリオを用いて算出した最大値が分子に採用される。

対象

国際統一基準行、国内基準行

金融機関の公表IRRBB

【 ΔEVE / 自己資本等比率の分布】



(注) 国際統一基準行18行(信託銀行、農林中金、商工中金を含む)、国内基準行96行(ゆうちょ、信金中金を含む)
(資料) 各社ディスクロージャー誌、QUICK社

試算結果

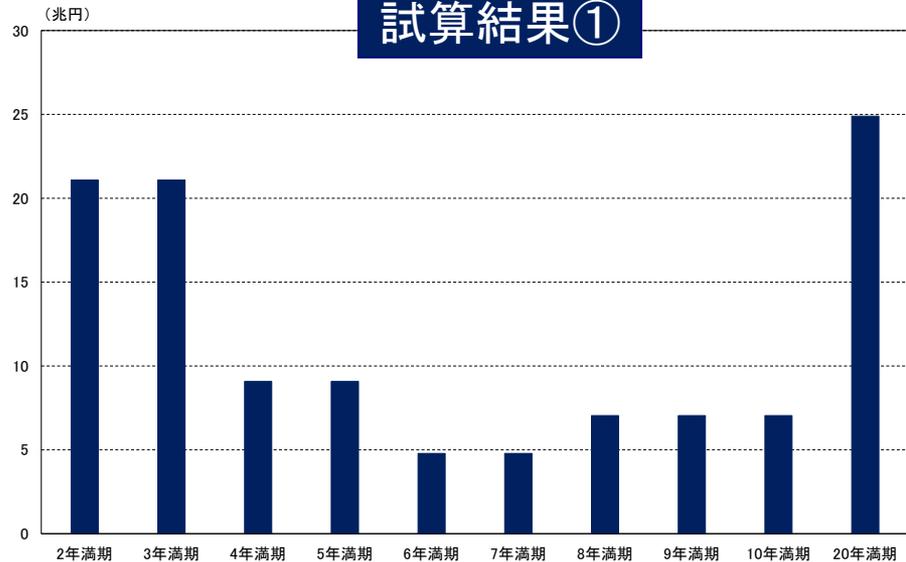
規制水準まで金利リスクを取るなら…

試算の前提	
国債の満期別の追加消化金額	<p>どの国債を追加で購入するかは24年3月末時点の各行の国債の残存期間別割合に基づく。公表されている残存期間には幅があるため、以下のように各満期のウェイトを算出</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆1年超3年以下の国債保有残高 → 2年満期と3年満期に均等割 ◆3年超5年以下の国債保有残高 → 4年満期と5年満期に均等割 ◆5年超7年以下の国債保有残高 → 6年満期と7年満期に均等割 ◆7年超10年以下の国債保有残高 → 8年満期と9年満期、10年満期に均等割 ◆10年超の国債保有残高 → 20年債に
国債の運用利回り	財務省「国債金利情報」(24年4月～6月の平均値)
将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際の割引率	日本相互証券が公表するスポットレート(5月17日時点)

試算の対象

預金取り扱い機関 111行	
国際基準行 16行	
メガバンク	3
地方銀行	9
第二地方銀行	1
信託銀行	3
国内基準行 95行	
都市銀行	2
地方銀行	52
第二地方銀行	37
信託銀行	1
その他銀行	2
ゆうちょ銀行	1

試算結果①

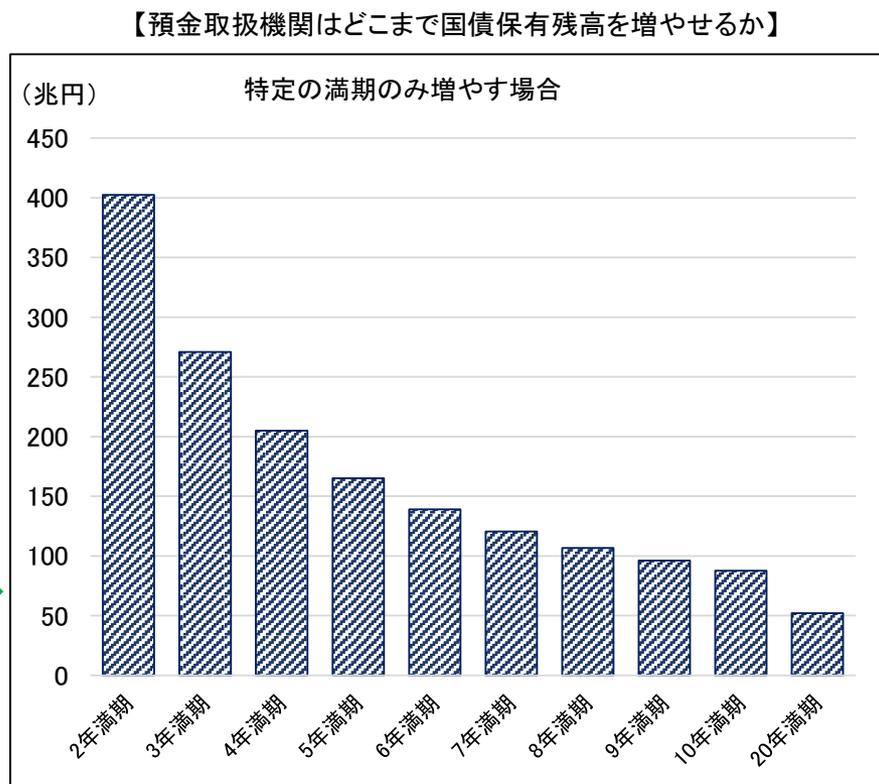
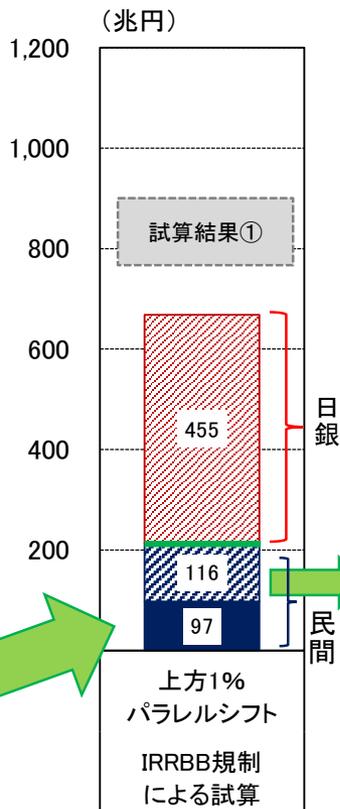
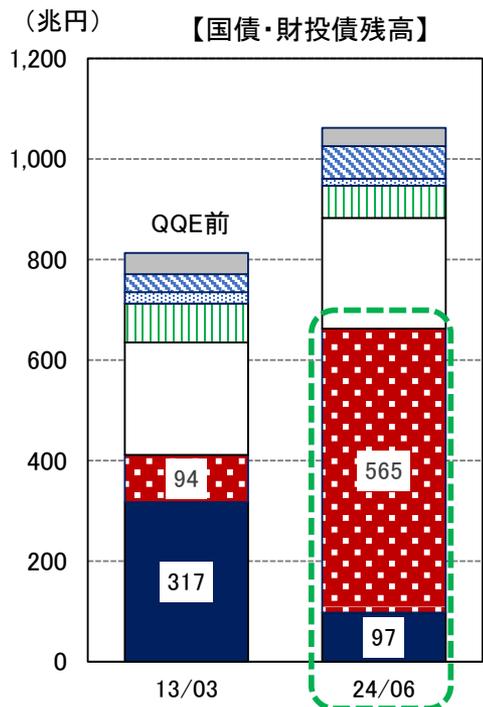


試算結果

2年債なら追加で400兆円増やせる

試算結果①

試算結果②



- 預金取扱機関
- 日本銀行
- 保険・年金基金
- 一般政府
- ▨ 家計
- ▨ 海外
- ▨ その他

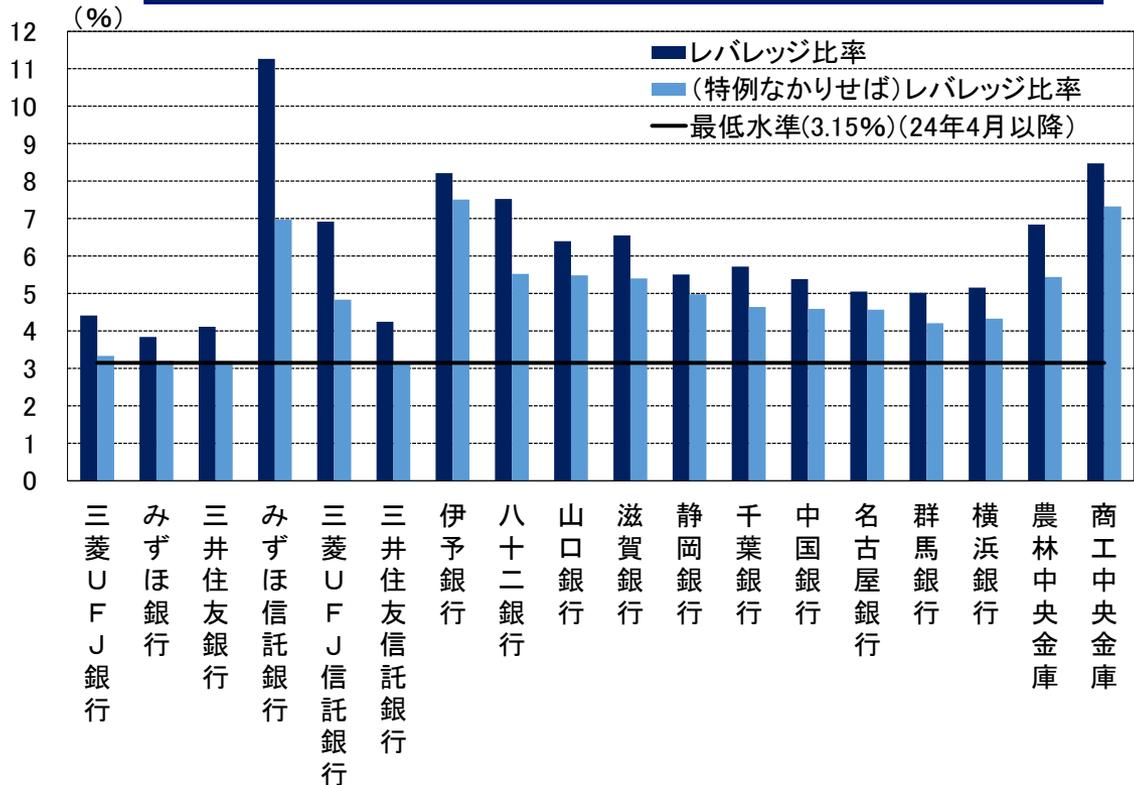
2024年度末(残存20年以下の長期国債の残高)

レバレッジ比率

特例解除で達成が厳しくなる銀行も

レバレッジ比率 (資本の規模による制約)	
目的	好況時に過剰な貸出の拡大を抑制するもの。自己資本比率を補完する規制。
基準	$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{Tier1額}}{\text{エクスポージャー額}} \geq 3\%$ <ul style="list-style-type: none"> ✓ 国債は分母に含まれる。 ✓ 日銀預け金は分母から除外される。(金融庁) ✓ 24年4月～最低水準が3.15%に。(金融庁)
対象	国際統一基準行

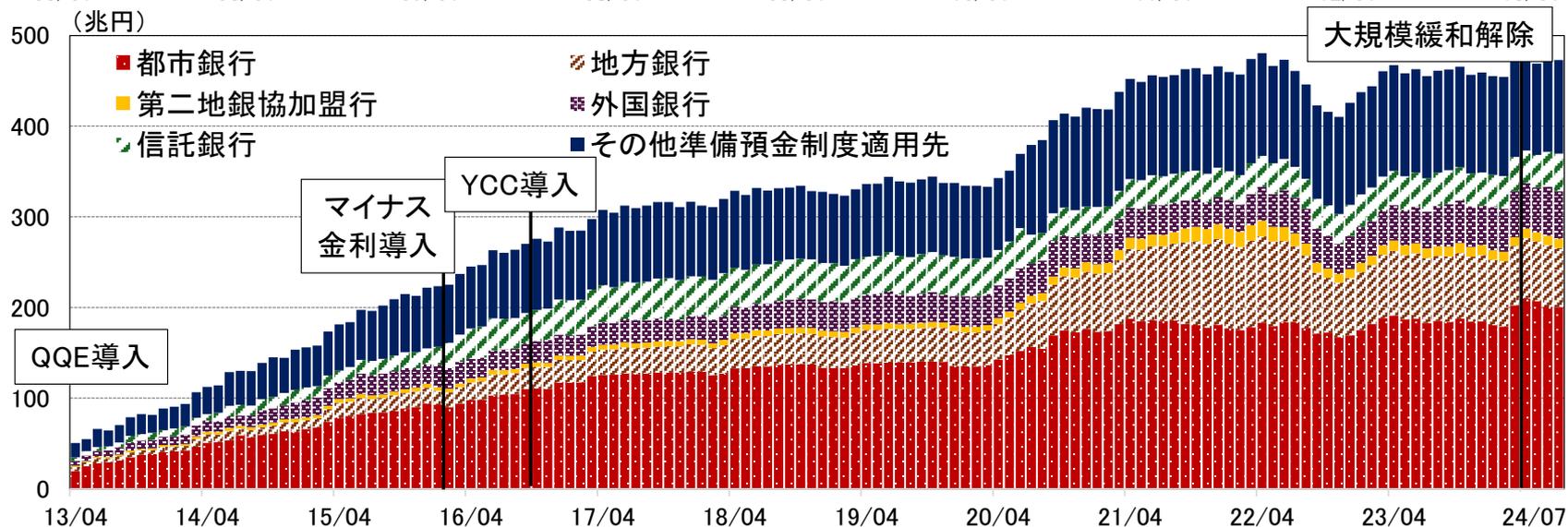
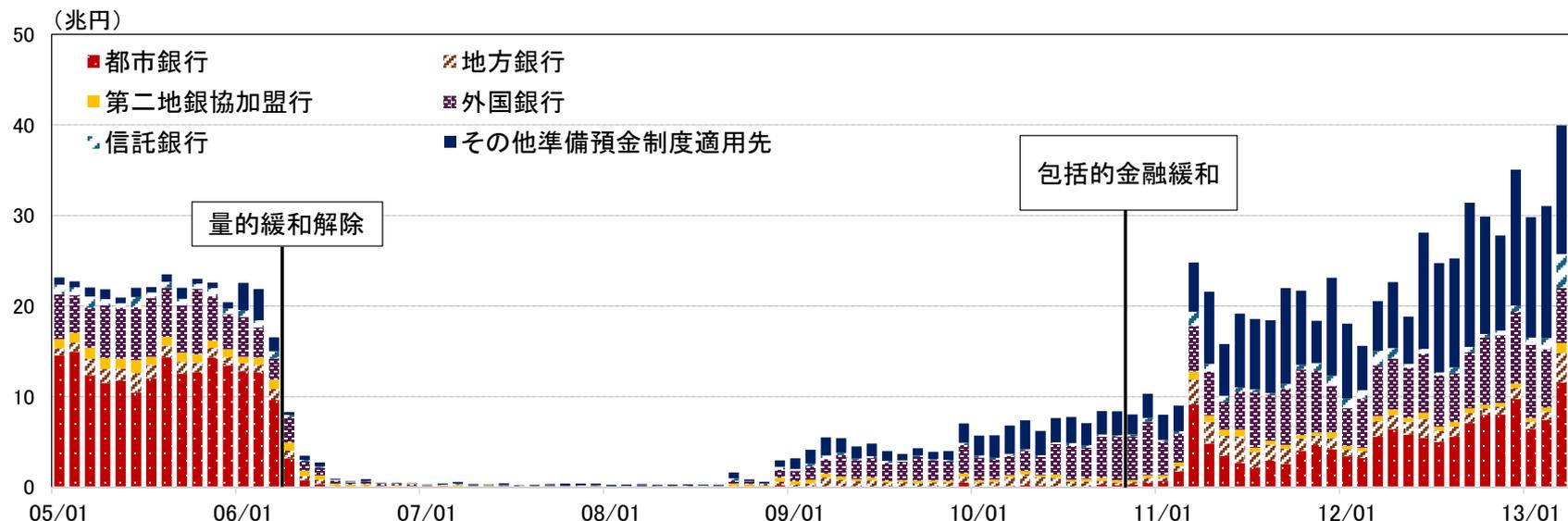
国際基準行のレバレッジ比率(2024年3月期)



(資料) 各行ディスクロージャー誌、QUICK

前回の出口

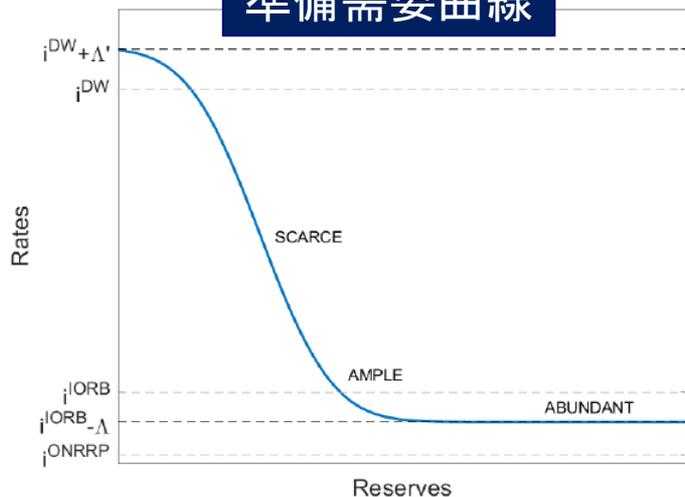
量的緩和後3カ月で超過準備が消失



(資料) 日本銀行

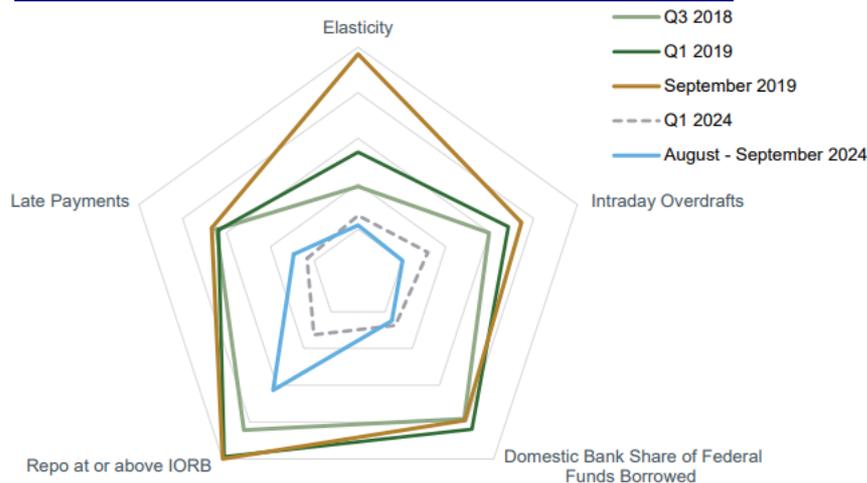
日銀当座預金 日銀の負債サイドから考えると...

準備需要曲線



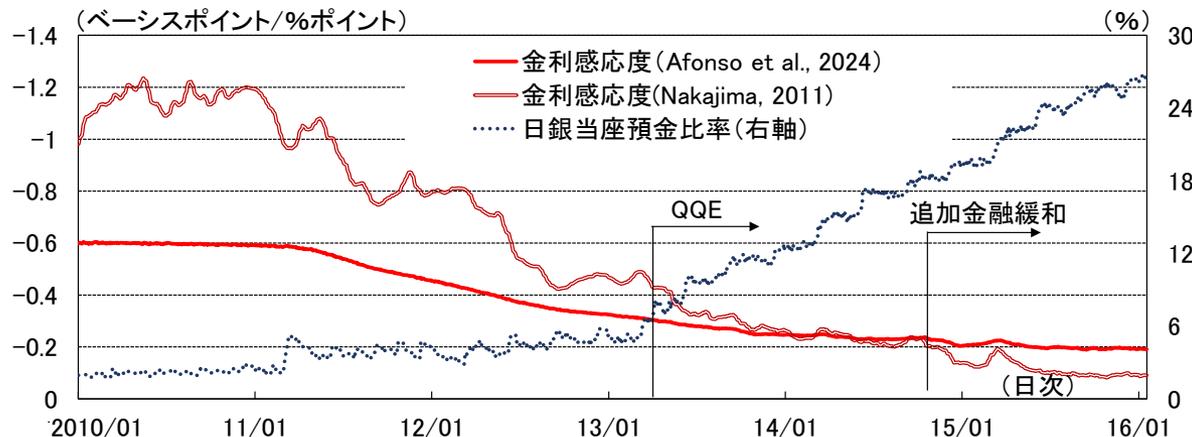
(資料) Afonso et.al(2024)より抜粋

米国の準備預金は「過剰」な状態



(資料) NY連銀SOMAマネジャーのロバート・ペルリ氏の講演(2024年9月26日)より抜粋

日本当座預金の金利感応度は2015年頃から横ばいに

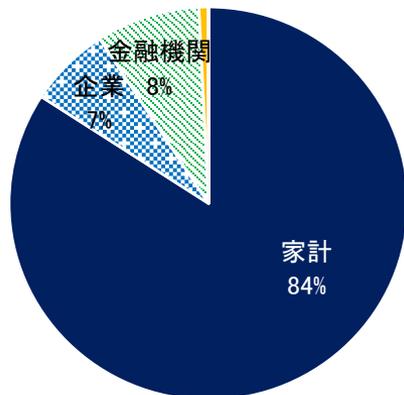


(資料) 左三川郁子・久保田昌幸・阿部眞子・本多史・鈴木さやか・長尾建典・松本智広「日銀、当座預金を最大280兆円程度に半減可能」(2024年11月5日)

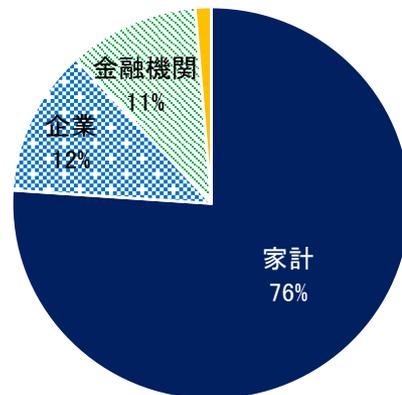
銀行券の還流 金利上昇に伴い、たんす預金が還流？

現金（銀行券・硬貨）の8割超を家計が保有

2024年第1四半期(125.5兆円)

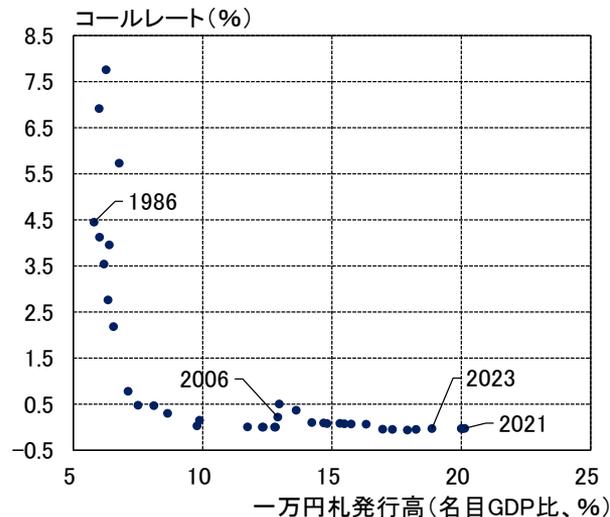
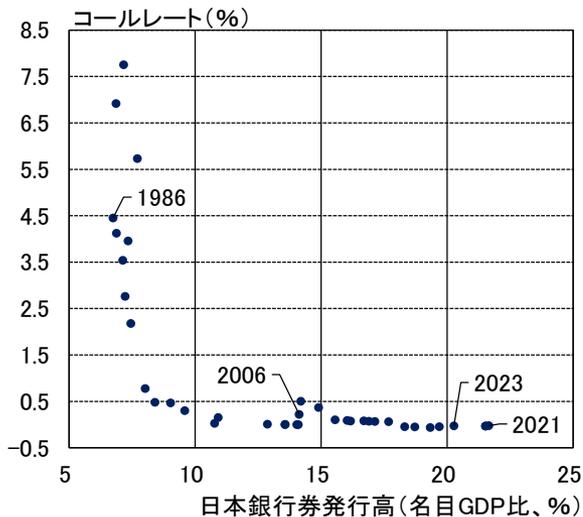


2006年第1四半期(78.9兆円)



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

銀行券は短期金利が0.5%を下回った頃から急増(1986~2023年度)



(資料) 日本銀行、日経NEEDS-FinancialQUEST