

世界が進むチカラになる。



第3回 国の債務管理に関する研究会

# 国債の安定消化

三菱UFJ銀行  
取締役 常務執行役員 市場部門長  
関 浩之  
2023年 6月 2日

三菱UFJ銀行

# トピック

## 国債の安定消化

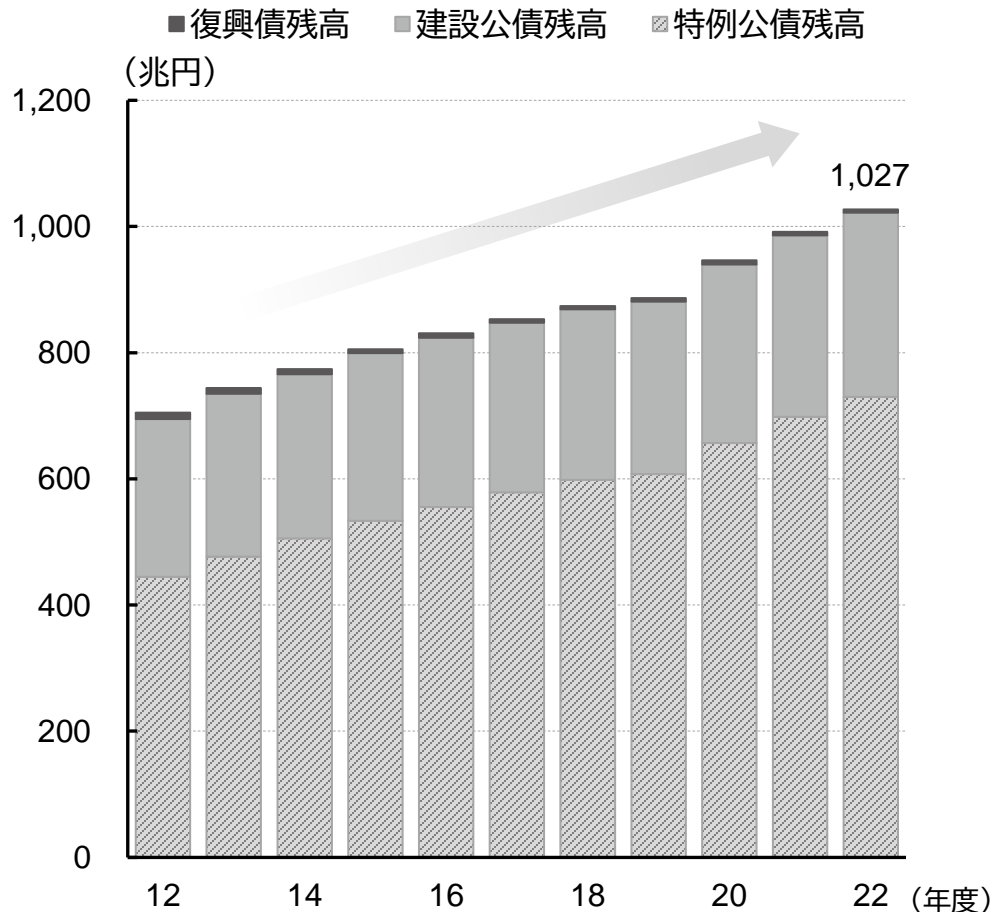
- 1. 国債市場の動向 P.03
- 2. 国債の格下げによる影響 P.13

# 1. 国債市場の動向

# 1-1. 国債市場の現状

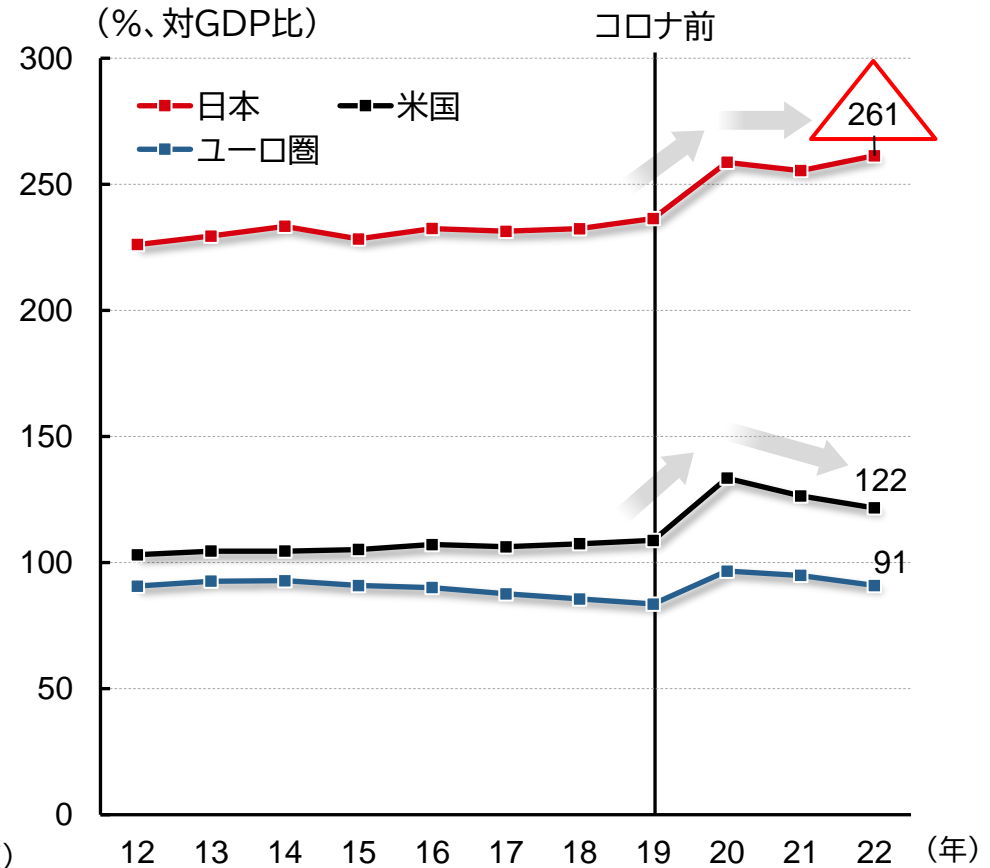
国債発行残高は増加基調、GDP比は欧米と比べ顕著に高い

## 普通国債発行残高



## 政府債務残高の国際比較\*

※政府債務残高とは国債や借入金等を含めた国の債務の総額

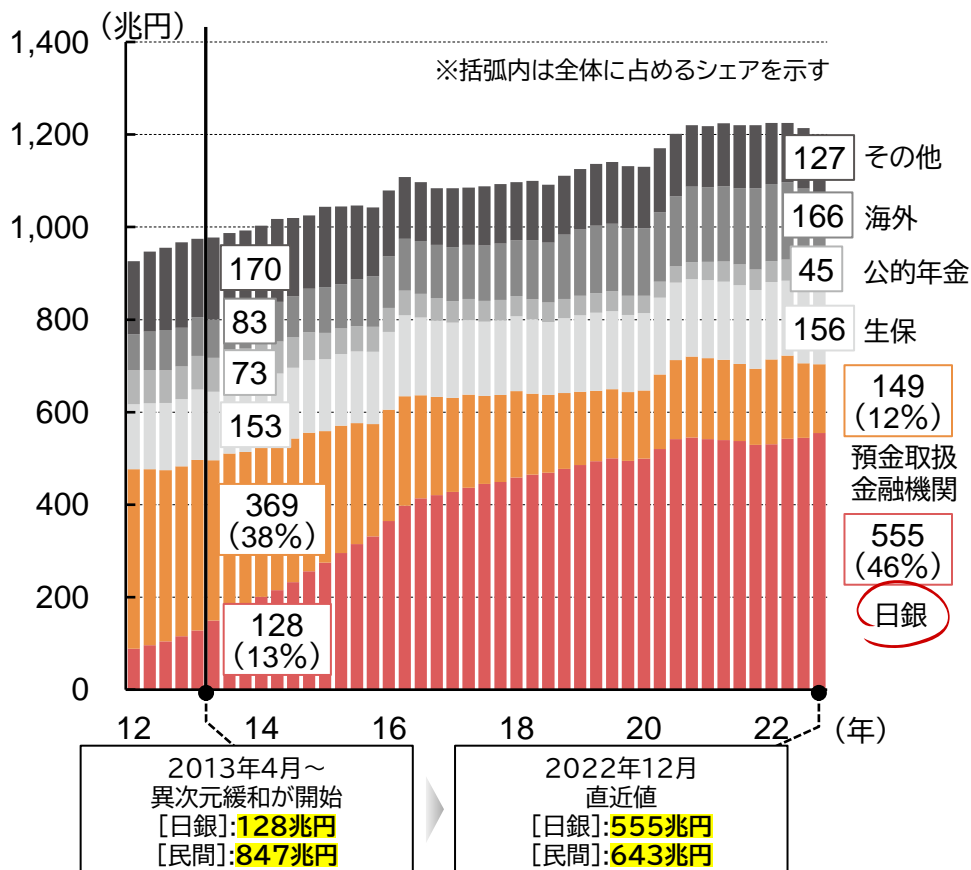


# 1-2. 異次元緩和以降の国債保有者の変化

異次元緩和により日銀が最大の国債保有者に（BSも肥大化）

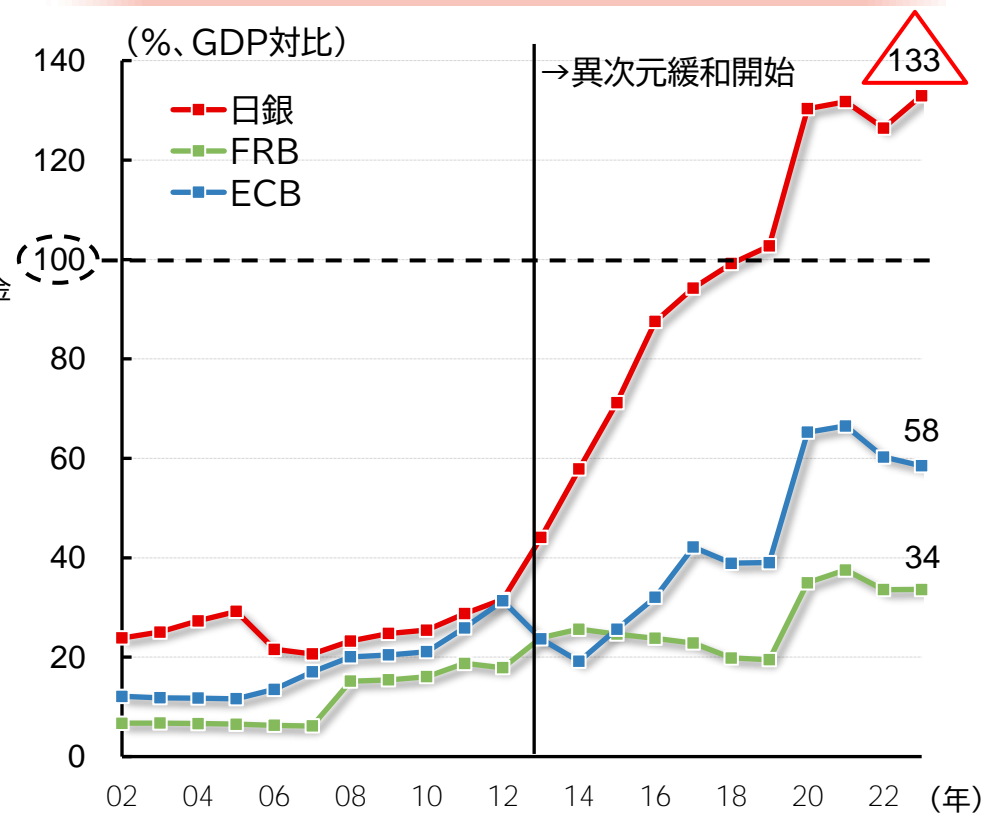
国債の保有額・シェア（短国含む）

日銀が最大の国債保有者



日米欧の中銀BS(対GDP比)

日銀BSの規模は欧米と比べて肥大化



(注1) 名目GDPはIMFの数値を使用、中銀資産は月末週基準

(注2) 23年は4月最終週の中銀資産を22年の名目GDPで割った数値

(資料) 日本銀行、FRB、ECB、IMFより作成

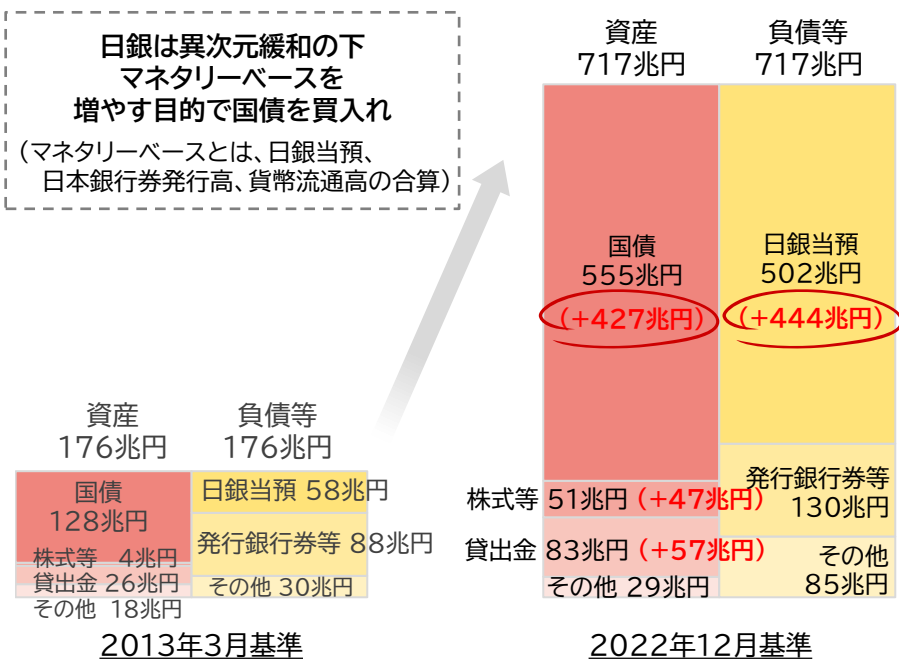
(資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

# 1-3. 日銀・預金取扱金融機関のBS変化

日銀では国債・日銀当預が増加、民間では日銀当預・預金が増加

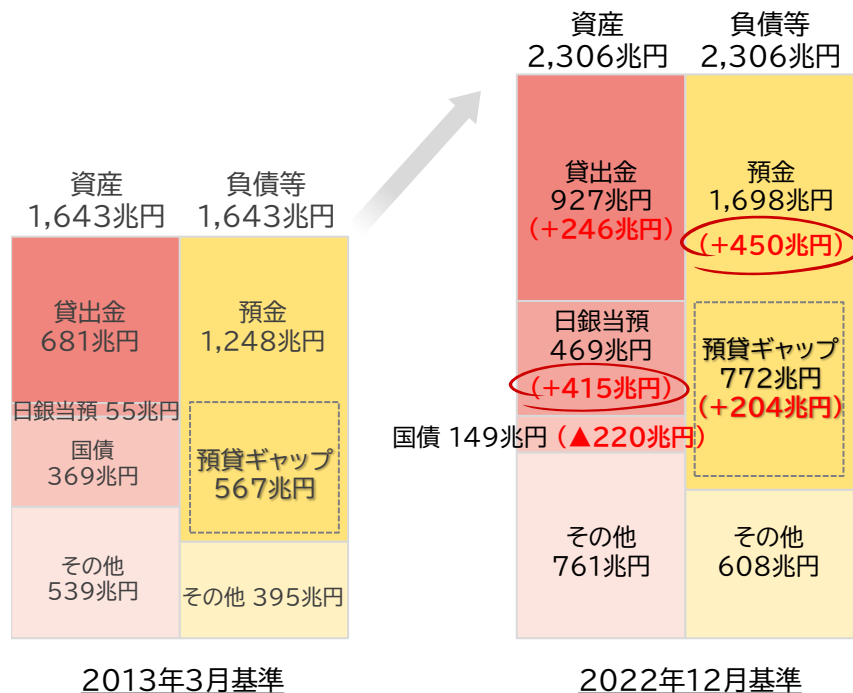
## 日銀のBS変化

日銀の民間からの国債買入れにより  
国債(資産)と日銀当預(負債)は増加



## 預金取扱金融機関のBS変化

日銀の民間からの国債買入れにより日銀当預(資産)が増加  
政府の財政支出を受けて預金(負債)が増加



日銀の国債買入れ

資産：国債が大きく増加  
負債：日銀当預が大きく増加

政府の財政支出  
日銀の国債買入れ

資産：日銀当預が大きく増加  
負債：預金が大きく増加

(注1)2022年12月基準の括弧内は2013年3月対比の増減額 (資料)日本銀行「資金循環統計」より作成  
(注2)上記図内の「株式等」は、資金循環統計上の株式等・投資信託受益証券。「日銀当預」は日銀預け金。「発行銀行券等」は、現金

# 1-4. 預金取扱金融機関の国債購入の制約要因(例)

## 国債購入には「資本」等の制約あり

### 国債の購入余地における論点

資本等に関する規制やリスク管理の枠組み等により、国債の購入余地は限定的

#### 規制・リスク管理等

1

自己資本に見合った資産の規模に関する規制

2

自己資本の毀損回避を目的とした規制・リスク管理

預金取扱金融機関が国債残高を復元・増加させる上での論点

「資本」等の制約あり

### 国債購入の制約要因(例)

資産の規模による制約と資本の毀損回避の観点から、購入制約あり

1

資産の規模による制約

a

レバレッジ比率(規制)

- 総資産等に占める自己資本の割合が一定水準を上回る必要あり(特例措置により日銀預け金は総資産等から除外)

2

資本の毀損回避

b

IRRBB(金利リスクの規制)

- 自己資本に占める金利リスク量(≒保有残高×年限)の割合を一定の水準以下に抑える必要あり

c

VaR(内部リスク管理)

- 一定期間に想定される最大損失額(VaR)を一定の水準以下に抑える必要あり(内部リスク管理面)

d

評価損益(規制)

- 有価証券の評価損失は資本から控除される規制あり(資本毀損)、これを回避する必要あり

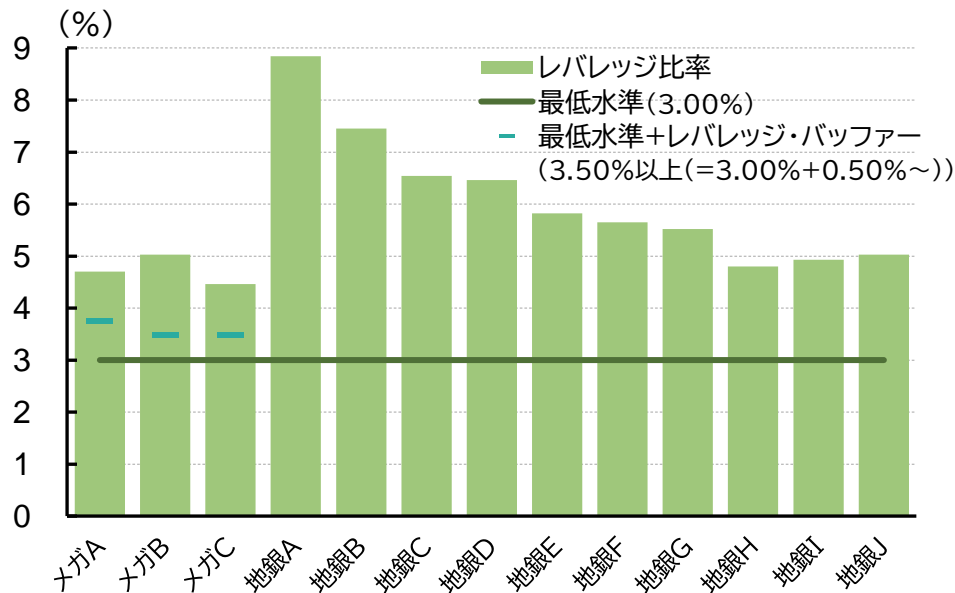
※ a、b、d は、国際金融規制(バーゼル規制)の一部。バーゼル規制では、国際的な活動を行う銀行に対して統一的な規制を課している。3つの要素で構成されており、自己資本比率規制等の最低所要水準を定めた第1の要素と、これを補足するものとして、金融機関の自己管理と監督上の検証を定めた第2の要素と、適切な開示に基づいた市場による評価を受ける市場規律について定めた第3の要素がある(補足): IRRBB: Interest Rate Risk in the Banking Book / VaR: Value at Risk 7

# 1-5. 国債購入の制約要因(1/2) ~レバ比率規制・IRRBB規制

規制により保有可能な残高・金利リスク量に制約あり

**a** 各行のレバレッジ比率  
(レバレッジ比率=Tier1資本/総資産等)

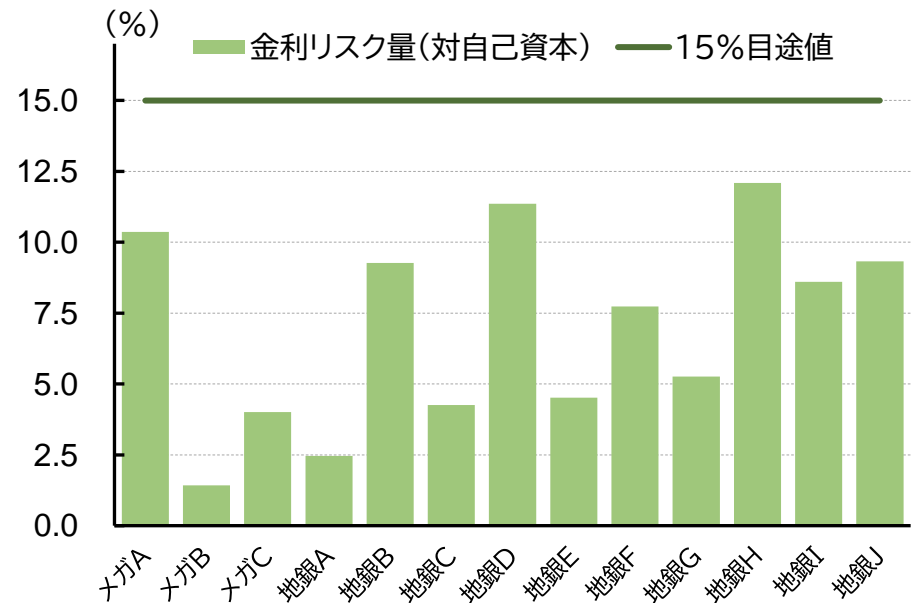
レバレッジ比率には順守すべき下限値が存在  
国債購入は分母(総資産等)の増加要因となり、  
当該比率を低下させる



(注1)メガは持ち株ベース、地銀は単体ベース、国際統一基準行、2023年3月基準  
(注2)上記式の総資産等は総エクスポージャーを示す  
(資料)各行開示資料より作成

**b** 各行のIRRBBの状況  
(対象の比率=金利リスク量/自己資本)

自己資本に対する金利リスク量の比率には  
上限目途値が存在  
国債購入は分子(金利リスク量)の  
増加要因となり、当該比率を上昇させる



(注)全て単体ベース、国際統一基準行、2022年9月基準、金利リスク量は△EVEを示す  
(資料)各行開示資料より作成



# 1-6. 国債購入の制約要因(2/2) ~VaR(内部管理)・評価損益

## VaRの増加、保有債券の評価損の拡大も国債購入の制約に

### c 内部リスク管理としての「VaR」

VaR(想定される最大損失額)を一定の範囲内に抑える必要あり  
国債購入はVaRを増加させる

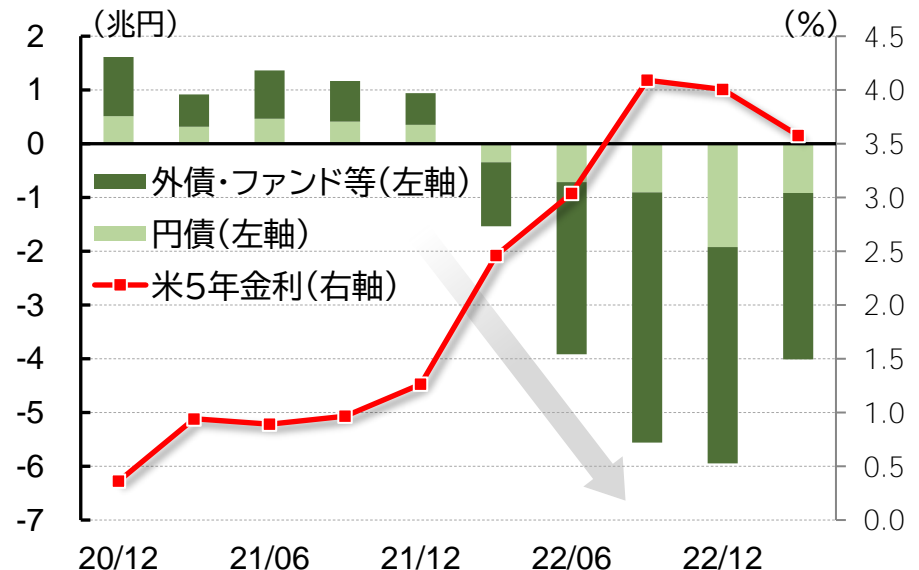
#### VaR(Value at Risk):

- 金融機関が保有する市場リスク量を計測する指標の一つ
- 統計的手法を用いて、「一定期間において想定される保有資産等の市場価格変動から生じる最大損失額」を算出
- 金融機関のリスク管理の指標とされるほか、自己資本の管理・運営にも活用される
- 金融機関の国債保有量が増加するとVaRが増加することとなるため、リスク管理・資本管理の観点から、国債購入の制約となる

### d 有価証券の評価損益(含み損益)

資本毀損に繋がらうる評価損を一定の範囲内に抑える必要あり  
国債購入後、金利が上昇すれば  
評価損益は悪化し、資本毀損に繋がる

#### ➤ 3メガ+地銀、その他有価証券(除く株式)



(注1)3メガ、地銀、地銀Ⅱの合算、データの整合性のため地銀の1行は除く  
(注2)原則単体ベース、四半期毎に取れない一部は基本的には連結ベースで計上  
(資料)各行開示資料、Bloombergより作成

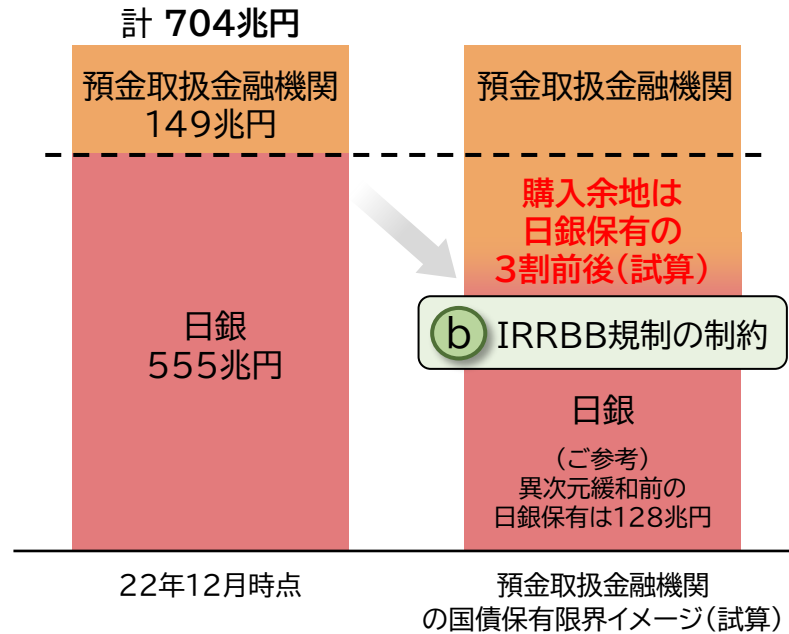
# 1-7. 預金取扱金融機関の国債保有の限界 (IRRBBによる試算)

各種の規制等を考慮した保有余力を基に安定消化を考える必要あり

## 預金取扱金融機関の国債保有の限界

購入余力は、現在日銀が保有する量の一部に留まる可能性

➤ 保有国債残高 (イメージ図・IRRBB規制に基づく試算)



(前提)IRRBB規制の一旦の運用用途となる自己資本に対する15%(国際統一基準行)、20%(国内基準行)を金利リスク量(ΔEVE)の保有上限と仮定し試算。大手行・地銀Ⅰ・Ⅱ、ゆうちょ、農中等を対象とする一方、各信用金庫等は含まず、IRRBBのシナリオのうちパラレルアップシナリオだけを用いた銀行単体ベースの簡易試算、試算値と一定のバッファーを考慮し、上記のイメージ図を作成  
(資料)日本銀行、各種開示資料より作成

## 国債の安定消化に向けた方向性・手段

国債の発行残高の縮減が重要  
(発行年限の短期化等(金利リスク量減)も一考)

	方向性	手段
量	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発行残高の縮減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 財政健全化 (政策効果の低い歳出削減 → // 高い歳出増への転換)</li> <li>➤ 安定財源の確保 (税制改革、成長戦略等による税収増)</li> </ul>
年限	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発行残高の平均残存年数の短期化 (金利リスク量の低減)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発行年限の短期化</li> <li>➤ 変動利付国債の発行 (同年限の固定利付債と比べて市中に供給される金利リスク量は抑制)</li> </ul>

(a) : レバレッジ比率規制

# 1-8. 異次元緩和解除の可能性(1/2) ～緩和継続の背景

賃金上昇を伴う持続的・安定的な物価上昇を目指し、緩和を継続

## 緩和継続の背景

賃金上昇を伴う持続的・安定的な物価上昇の実現のため緩和を継続

1	コロナ感染症から未だ回復途上にあること ▶ GDPはコロナ前のレベルに戻っていないこと ▶ 需給ギャップがまだ残っていること
2	交易条件の悪化等、経済の下押し圧力が働いていること
3	賃金上昇を伴う持続的・安定的な物価上昇ではないこと ▶ 輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰し、今年度半ばにかけて、物価上昇率は減速するというのが日銀の見通し

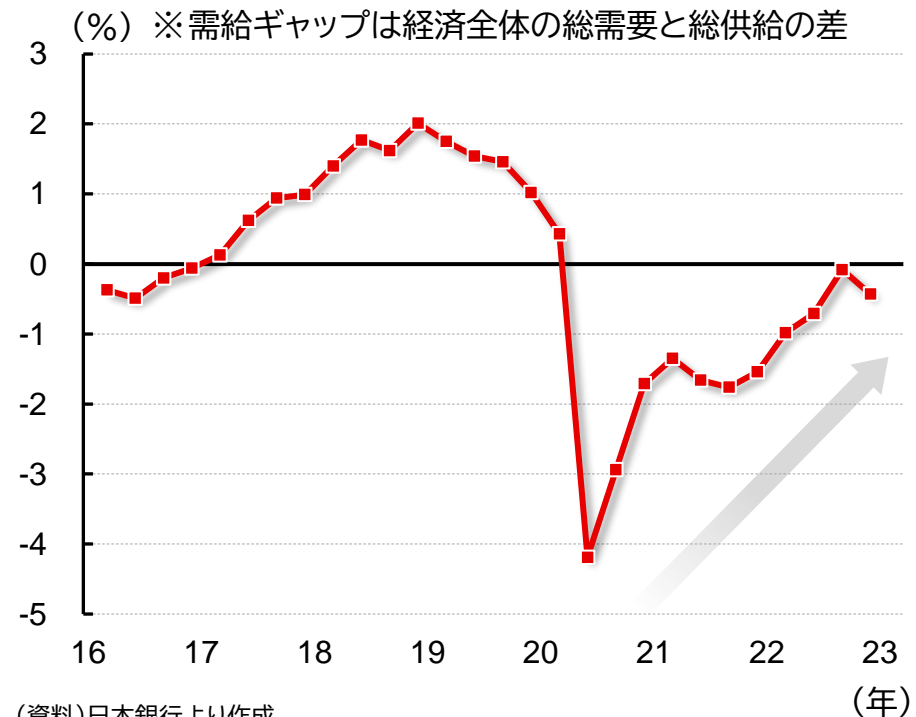
【ご参考】日銀の物価見通し(2023年4月時点)

(前年度比、%)	22年度	23年度	24年度	25年度
物価見通し(除く生鮮食品)	3.0	1.8	2.0	1.6
(除く生鮮食品・エネルギー)	2.2	2.5	1.7	1.8
実質GDP見通し	1.2	1.4	1.2	1.0

(資料)日本銀行「2023年4月展望レポート」より作成

## 需給ギャップ

需給ギャップは改善が進み、足許0%近辺  
今年度半ば頃にはプラスに転じる見通し  
(早ければ今年4-6月期)

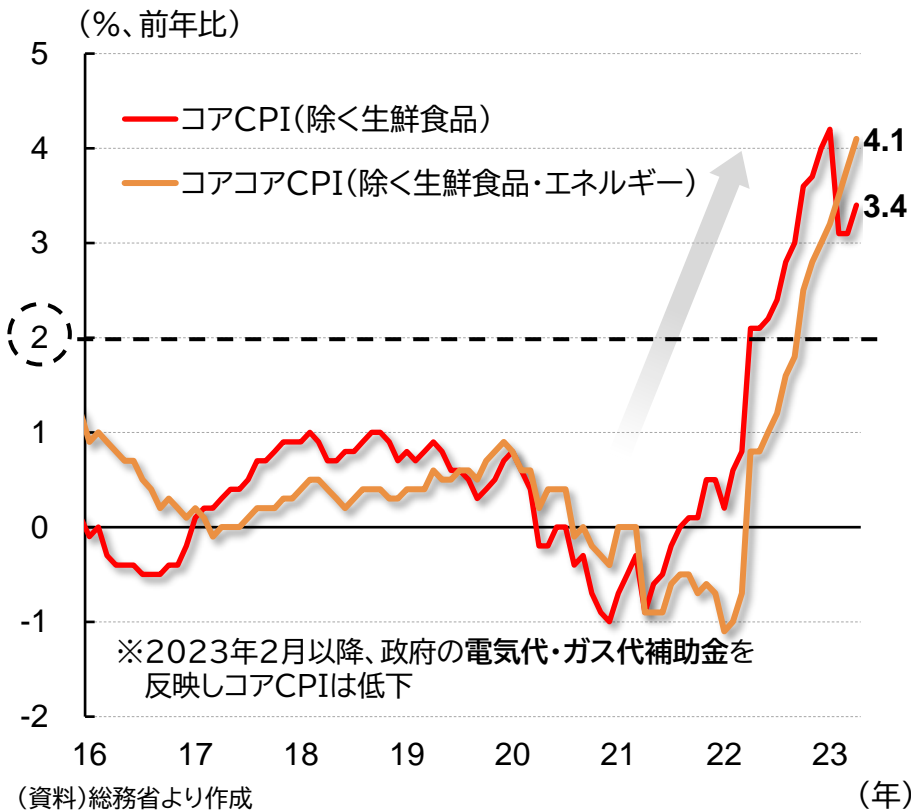


# 1-9. 異次元緩和解除の可能性(2/2) ～物価・賃上げの動向

物価上昇と賃上げの進展により、緩和解除の条件は整いつつある

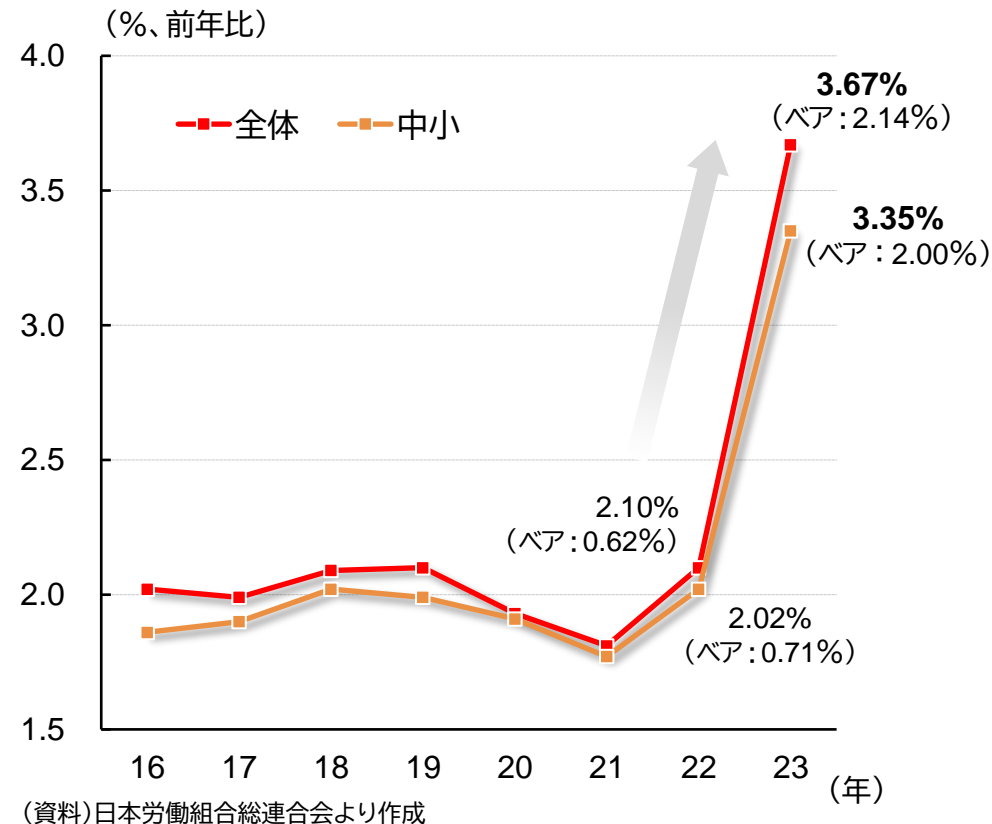
## コアCPI

コアCPIは3%台で推移



## 春闘賃上げ率(第5回ベース)

春闘では3%後半の賃上げ率、ベアも2%超



## 2. 国債の格下げによる影響

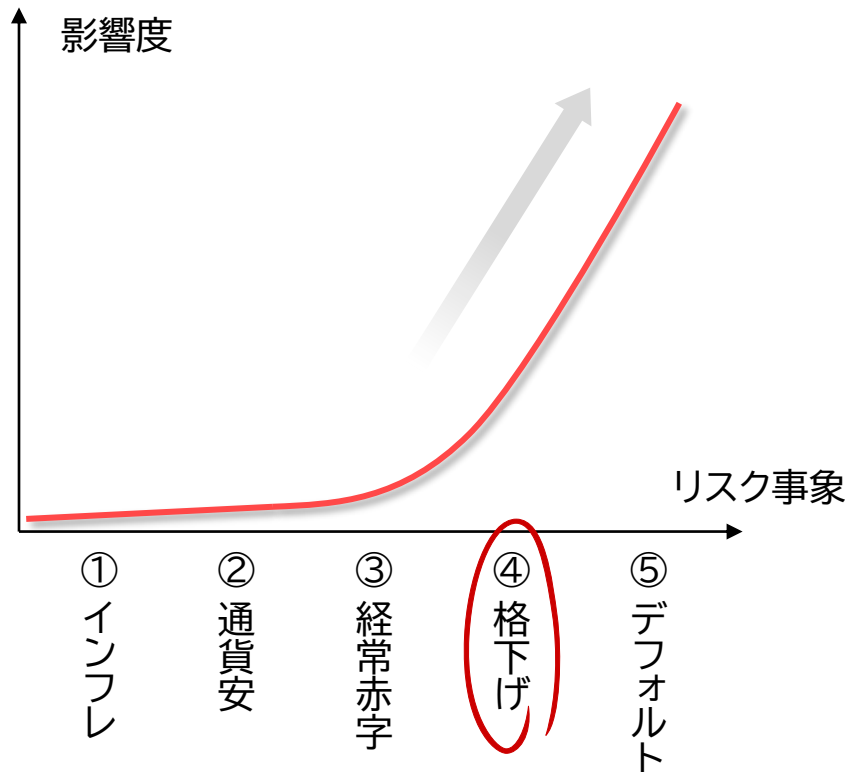
# 2-1. 財政リスク顕在化への影響度

「格下げ」は、財政リスク顕在化への影響度を急激に高める

## 財政リスク顕在化への影響度(概念図)

格下げとなれば、影響度は急激に増大

➤ 財政リスク≡財政の持続可能性への懸念



## ソブリン格付の評価ポイント

日本の格付評価:  
国債の安定消化の維持が重要なポイント

➤ 3大格付け機関の評価項目の概要

評価ポイント	詳細
制度 ガバナンス等	➤ 財政・金融政策の有効性 ➤ 規制の質・政治的安定性等
国際収支 通貨ステータス等	➤ 経常収支・対外純資産 ➤ 国際取引上の通貨ステータス等
財政	➤ 政府債務残高 ➤ 財政収支等 (例:PB黒字化目標)
経済力	➤ 経済成長率 ➤ 経済規模等

- 特に日本では、巨額に発行されている国債の安定消化が崩れる可能性が高まる場合には、日本の格付評価が下がる懸念が高まる
- その他には、急激な円安、経常収支の赤字化、財政収支の更なる悪化にも要留意

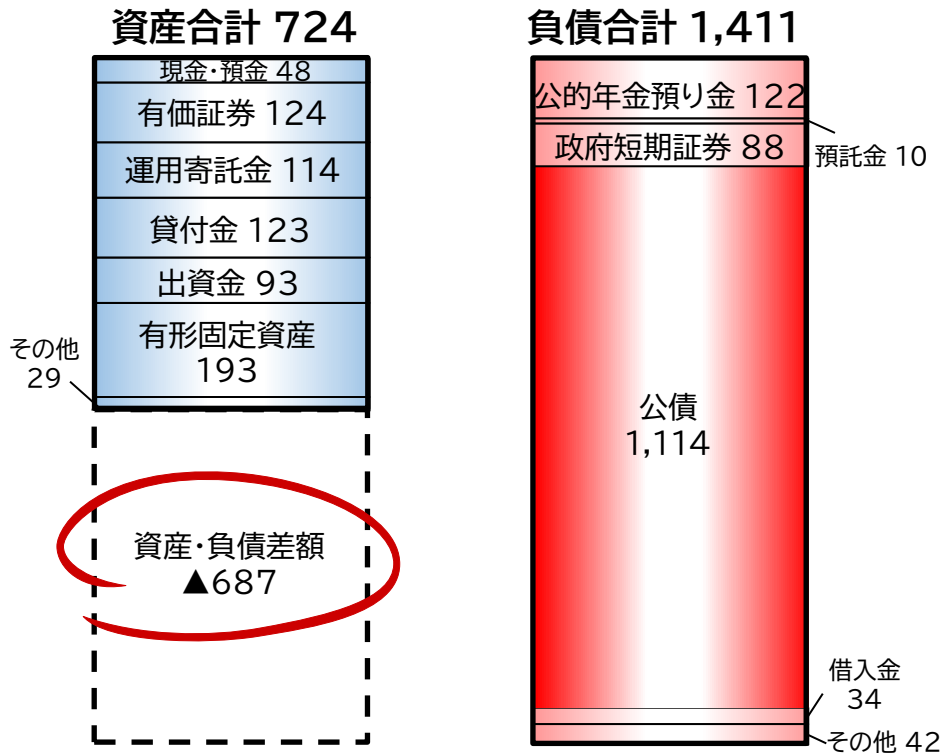
## 2-2. 国のバランスシート

### 国の資産・負債差額は、大幅な負債超過

#### 国の資産・負債

資産・負債差額は700兆円近い負債超過

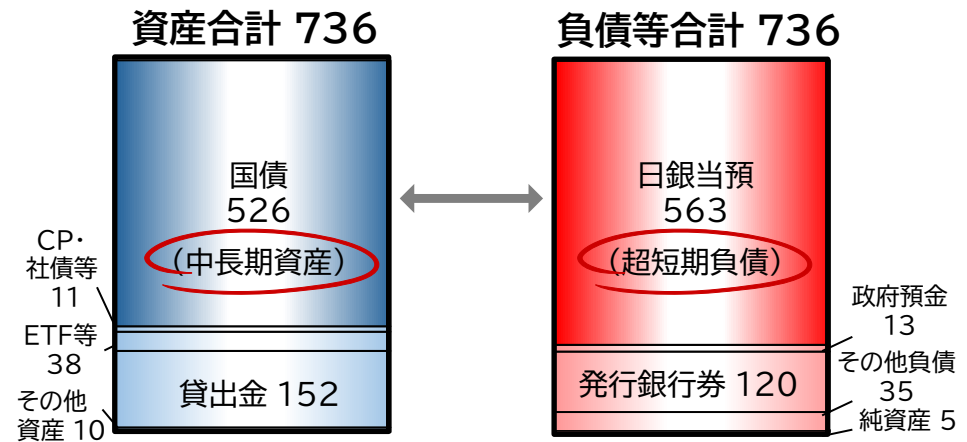
(令和3年度末・兆円)



#### 日銀の資産・負債

日銀は、日銀当預という超短期の負債に基づいて、中長期の国債を資産として保有

(令和3年度末・兆円)



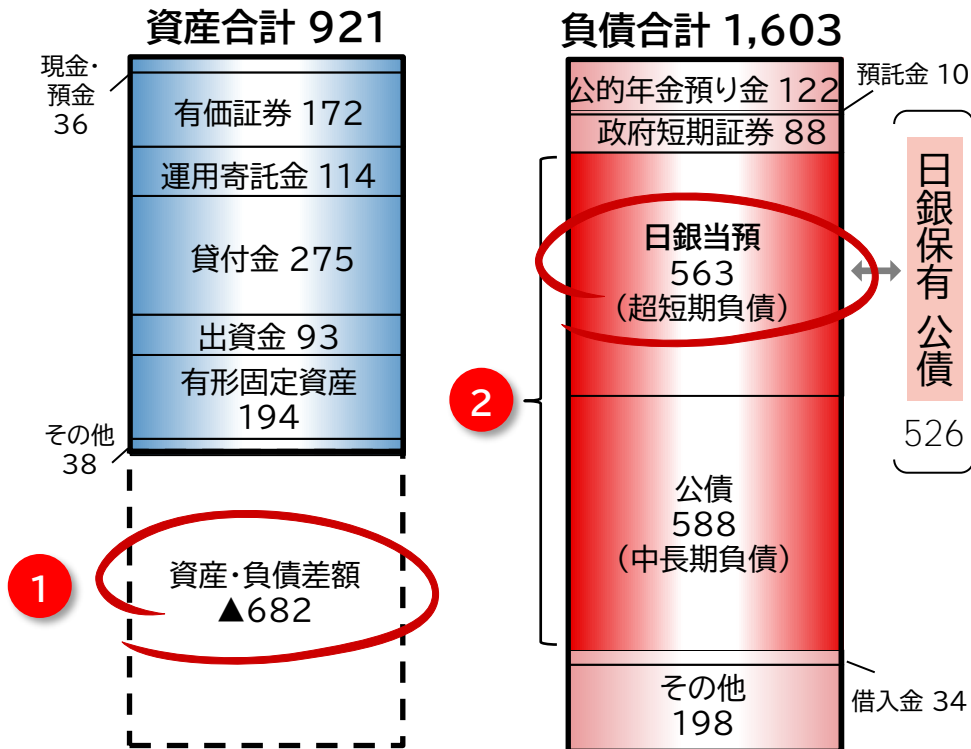
## 2-3. 統合政府BS(試算)からみた財政の安定性

統合政府BSを試算すると、特に財政の安定性が懸念される

統合政府BS (日銀を含む国のBS・試算)

日銀当預という超短期の負債に相応に依拠

(令和3年度末・兆円)



財政の安定性について

統合政府であっても  
財政の安定性が懸念される状態

1 統合政府BSでも、  
資産・負債差額は、国単独と同様に  
大幅な負債超過(▲700兆円近く)

2 統合政府BSでは、その負債が、日銀の公債  
保有を通じて、実質的に短期化(日銀当預)  
利上げ局面では利払い費が急増する懸念も

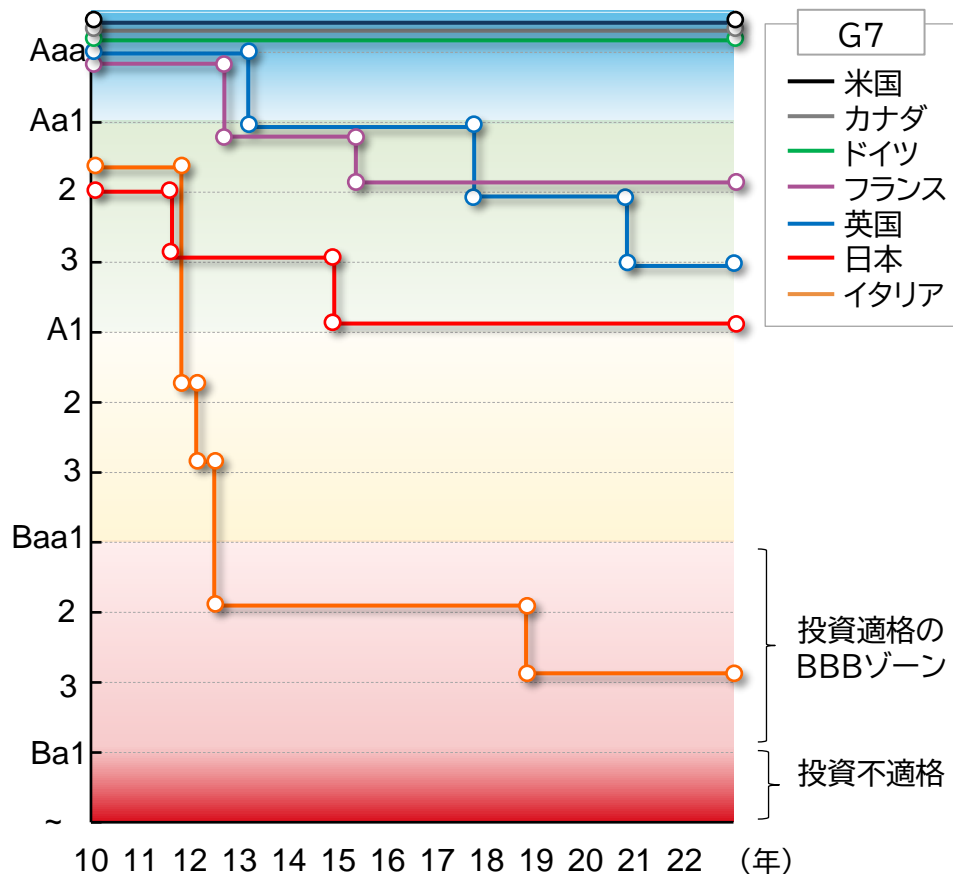


## 2-4. 格下げによるカントリーシーリングの影響

ソブリン格下げはカントリーシーリングを通じ、個別企業等にも影響

### 各国のソブリン格付動向

日本の格付はA1まで低下 (G7で6番目)



(資料) Bloomberg、Moody'sより作成

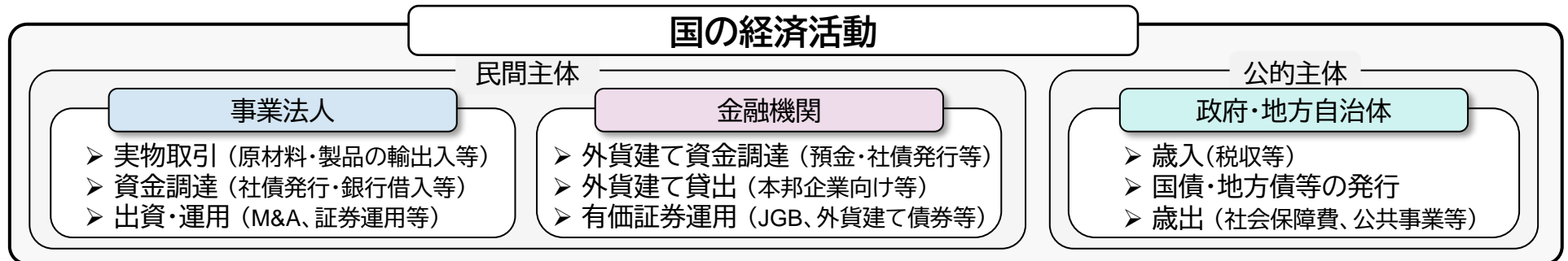
### ソブリンに連れる可能性のある企業群

カントリーシーリングにより企業等も格下げに

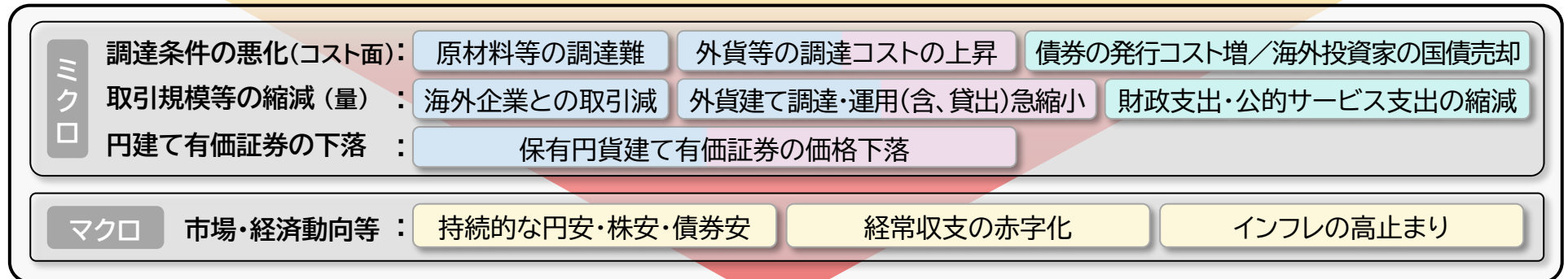
	セクター	企業群
民間主体	大手事業法人	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力・ガス会社</li> <li>自動車会社</li> <li>鉄道会社</li> <li>電気通信会社</li> <li>小売企業</li> </ul>
	大手金融機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行(都市・地方銀行)</li> <li>生命保険</li> </ul>
公的主体	一部の政府系機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関</li> <li>高速道路</li> </ul>
	一部の地方自治体	<ul style="list-style-type: none"> <li>都道府県</li> <li>市町村</li> </ul>

## 2-5. 格下げによる影響（概念図）

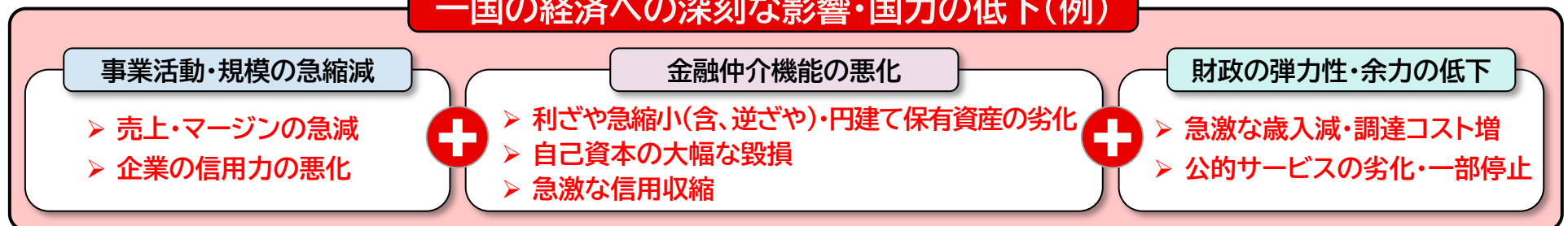
更なる格下げは、国の経済全体に深刻な影響を及ぼす虞あり



### 格下げによる影響（例）



### 一国の経済への深刻な影響・国力の低下(例)



# ディスクレームー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、ご利用に関しては、すべて御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。

本資料は当行の著作物であり、著作権法により保護されております。当行の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2023 MUFG Bank, Ltd. All rights reserved.

〒100-6417 東京都千代田区丸の内 2-7-3

株式会社 三菱UFJ銀行 市場部門