

第7回 国の債務管理に関する研究会

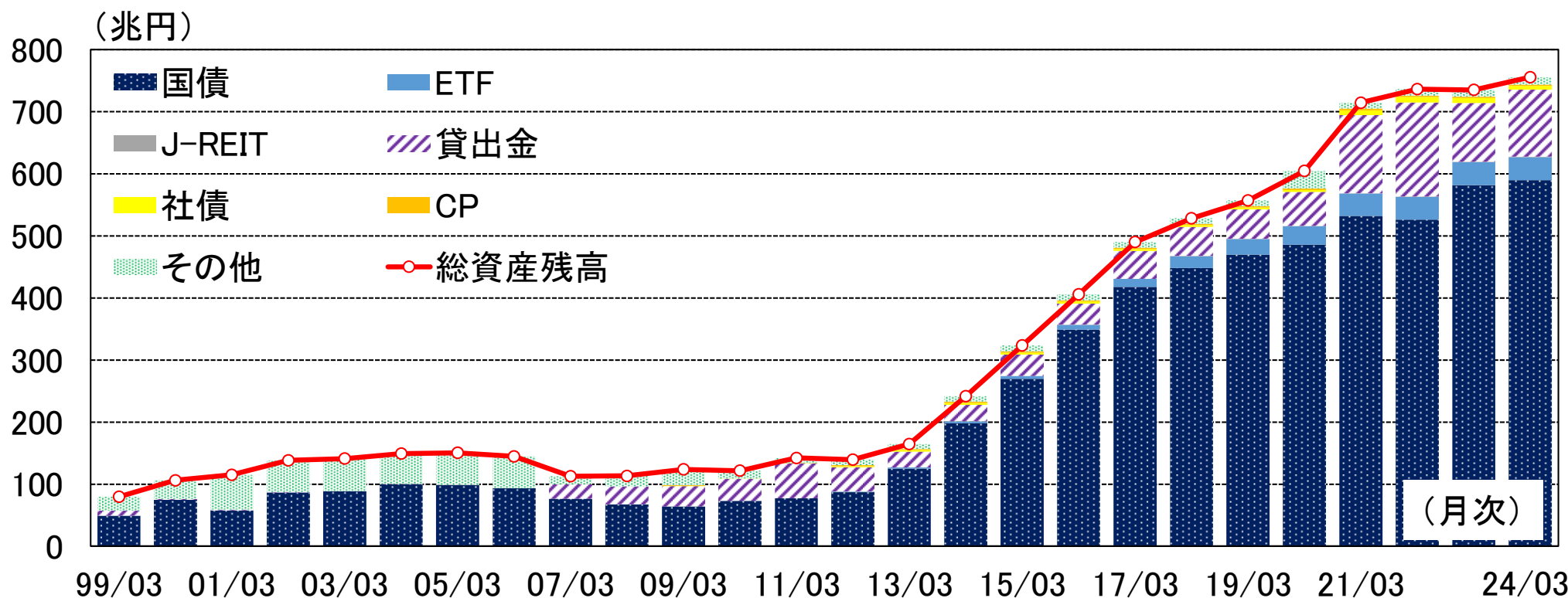
今後の国債保有構造の見通し

2024(令和6)年10月18日(金)

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

日銀のBS 巨大なBSを抱えた状態で利上げ

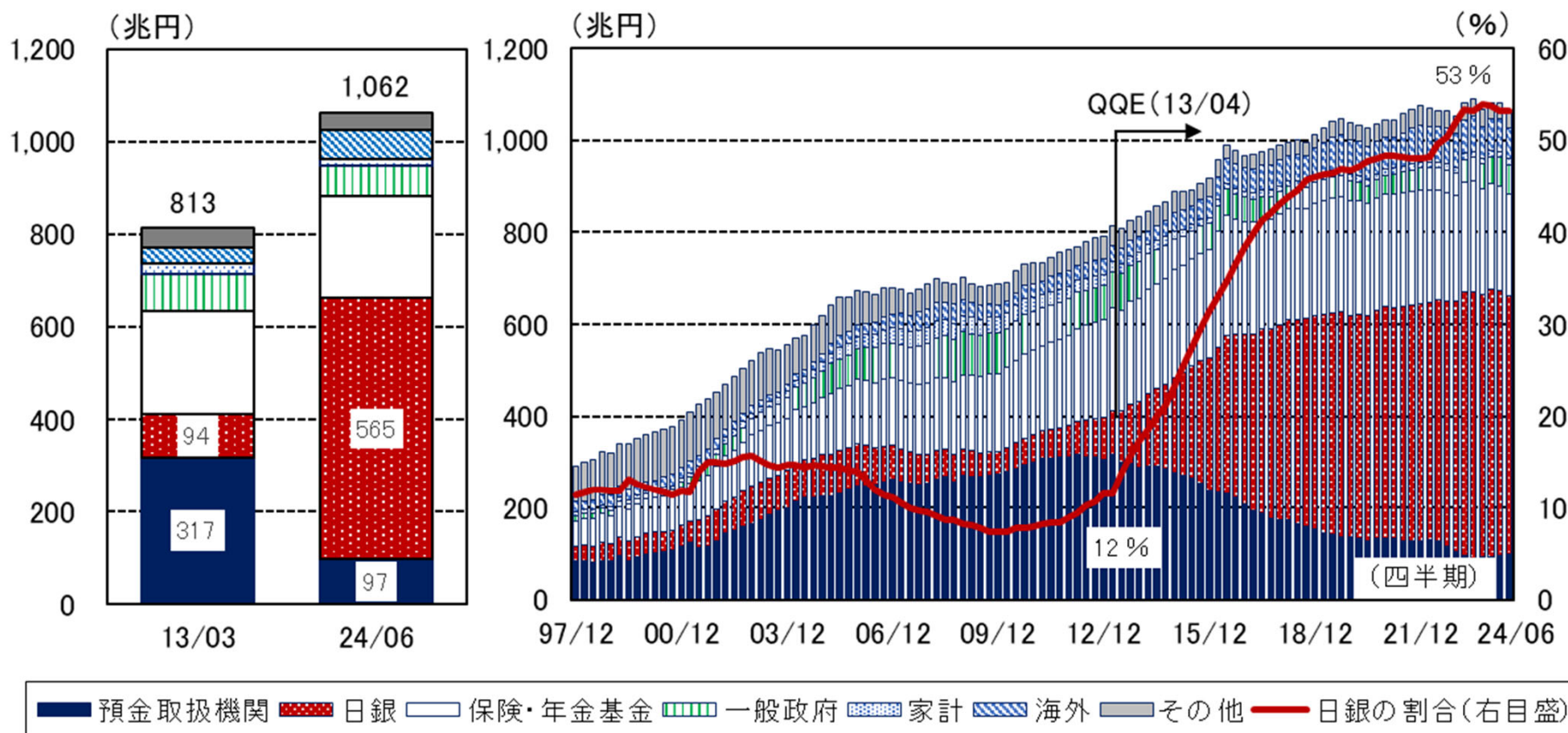
- 600兆円近い国債に加えて、満期のないETFやJ-REITを保有
- 前回(2006年)の量的緩和からの出口とは異なる



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。

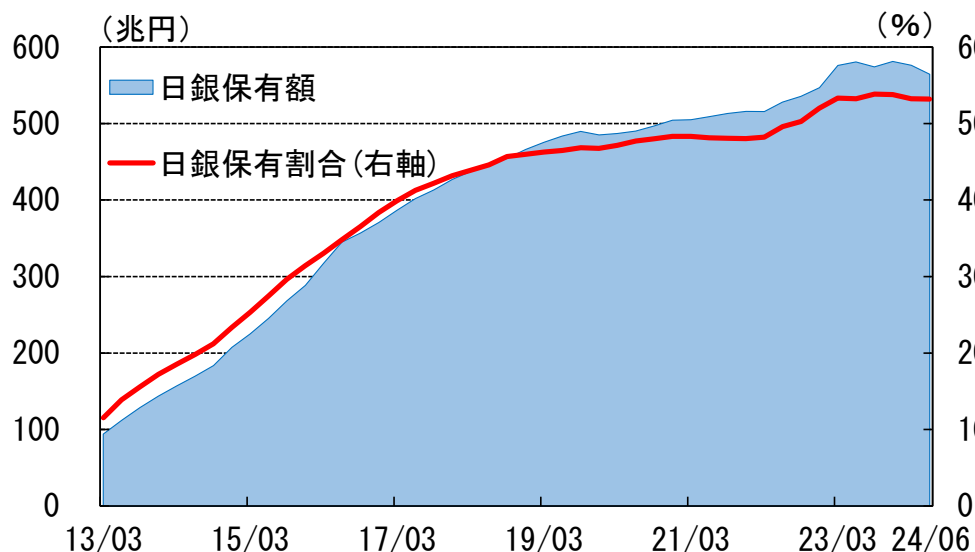
(注2) 預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行が含まれる。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

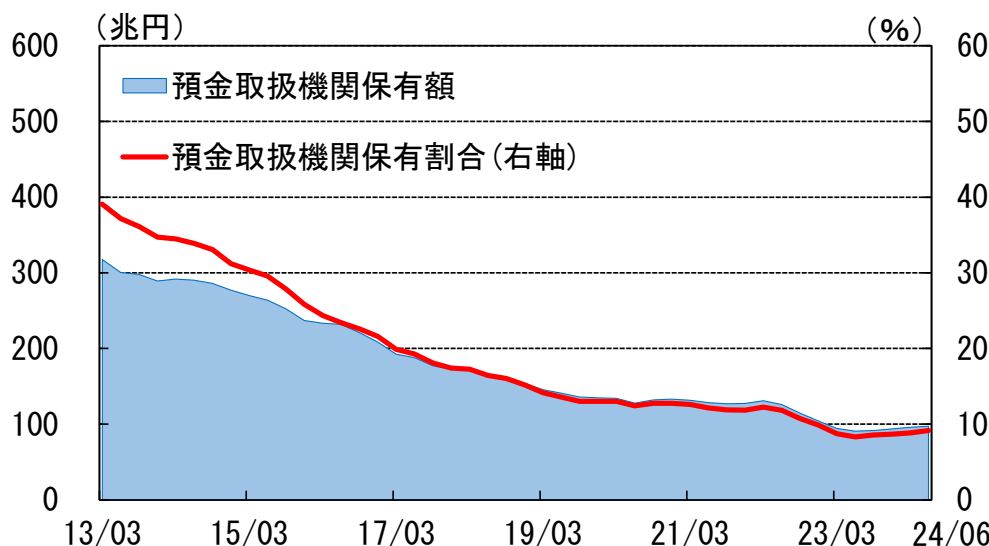
国債保有割合 預金取扱金融機関の保有比率は9%

- 預金取扱金融機関の国債保有額は異時点緩和下で3分の1に減少
- 2013年3月末から24年6月までに220兆円減少し、現在は100兆円を下回る

日本銀行



預金取扱金融機関



(注1) 国債と財投債の合計。短期国債は含まない。

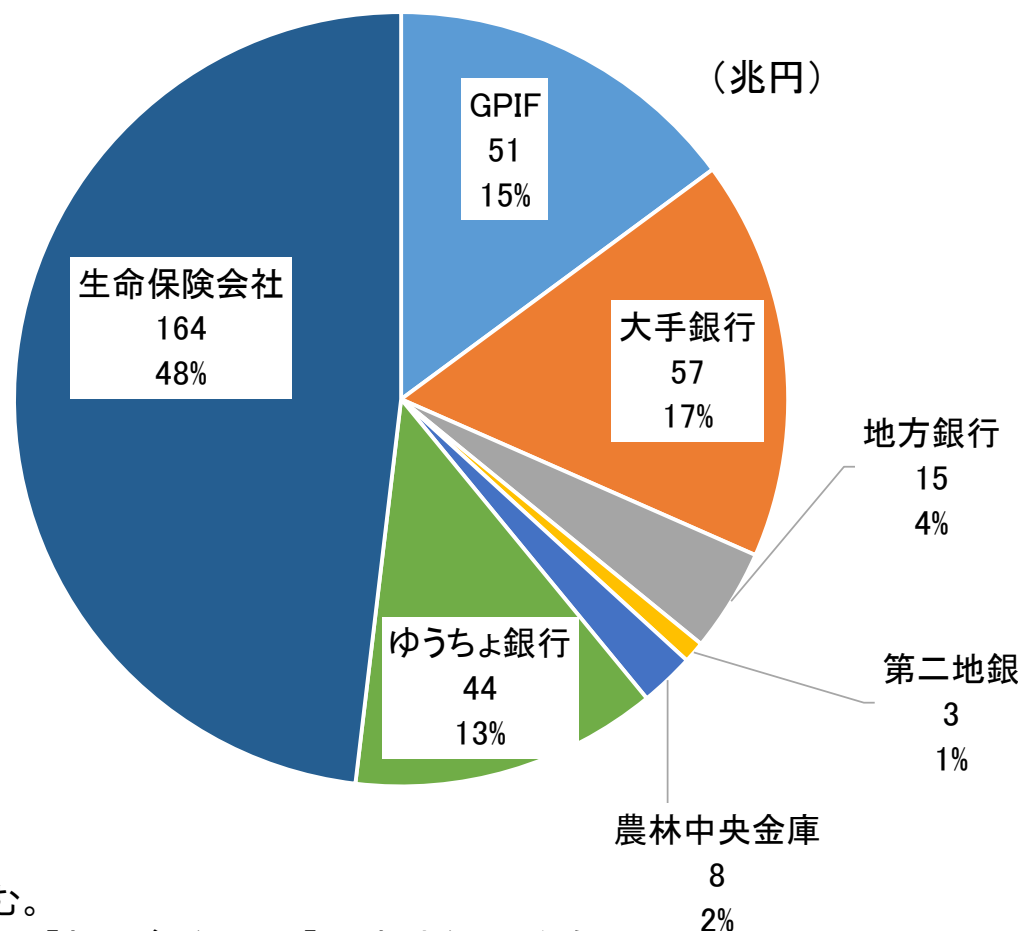
(注2) 預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行が含まれる。

(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。

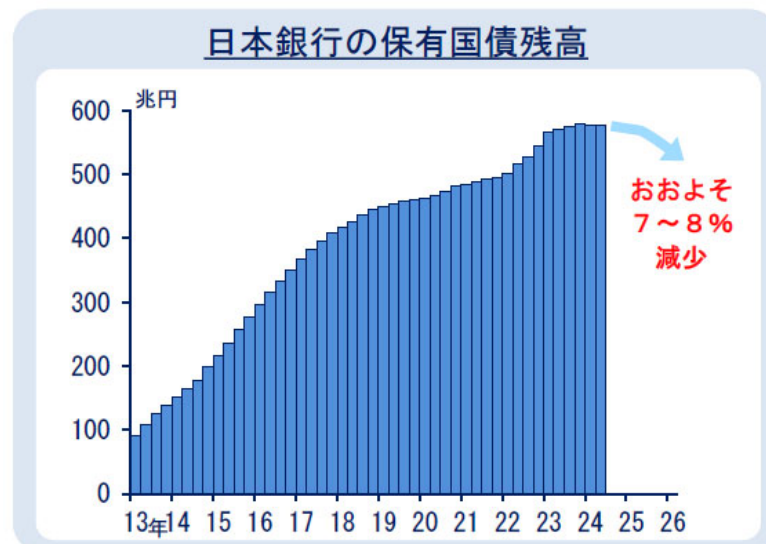
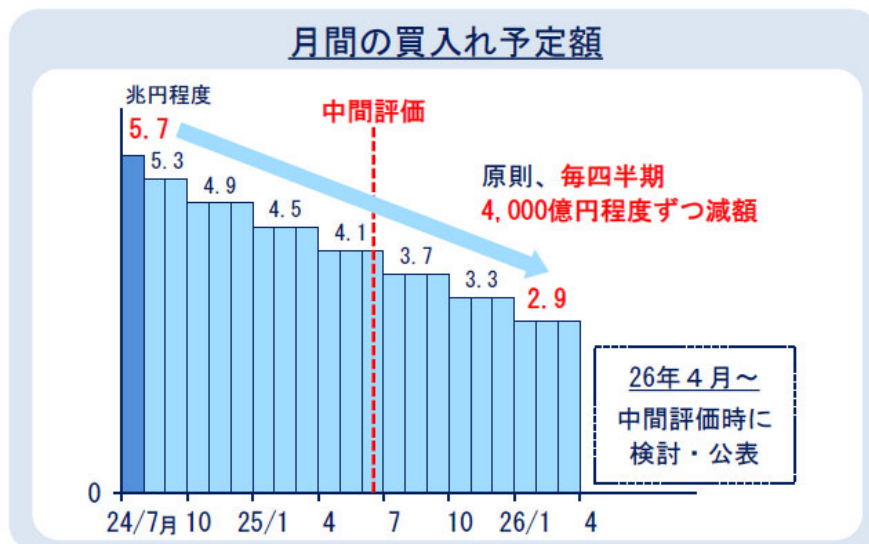
(注2)「大手銀行」は「都市銀行」の5行に「あおぞら銀行」、「SBI新生銀行」を含む。

(注3) 各行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。

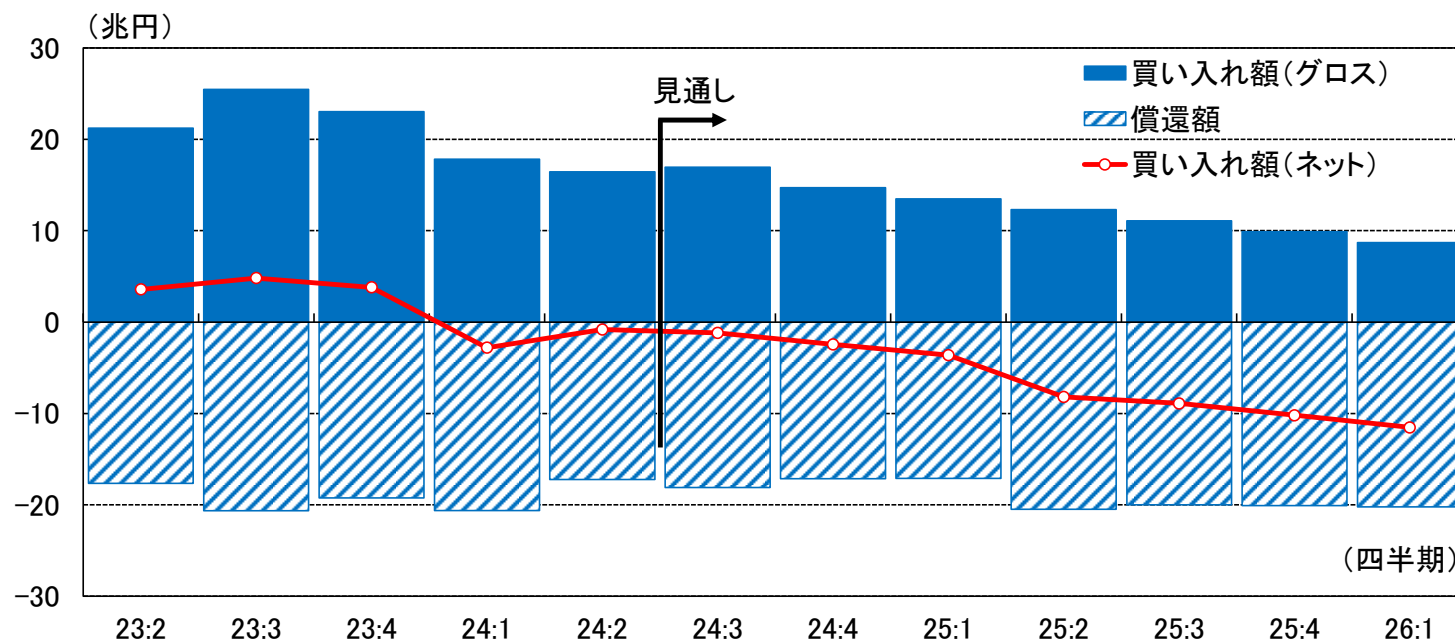
(資料) 各行ディスクロージャー誌、QUICK

金融政策

日銀のBSはすでに縮小が始まっている



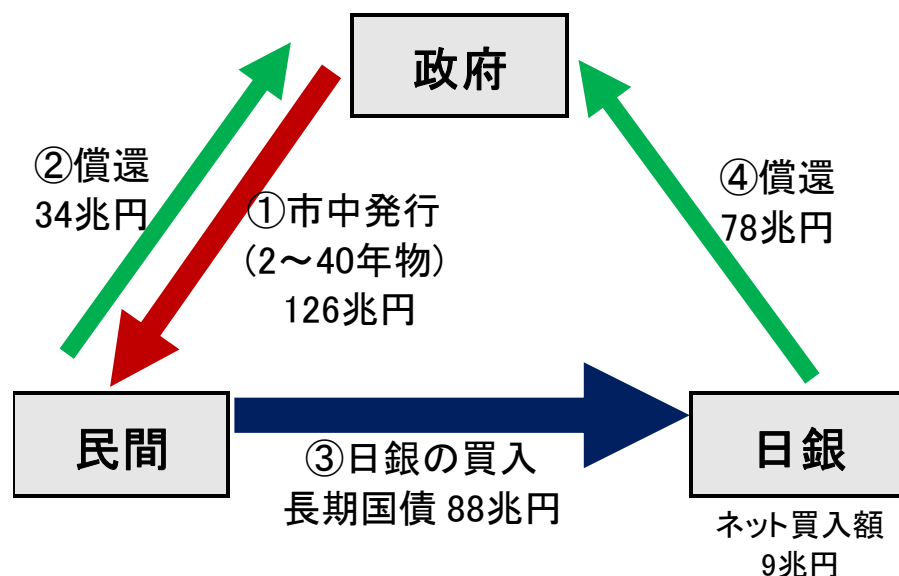
(資料) 日本銀行「2024年7月金融政策決定会合での決定内容」より抜粋



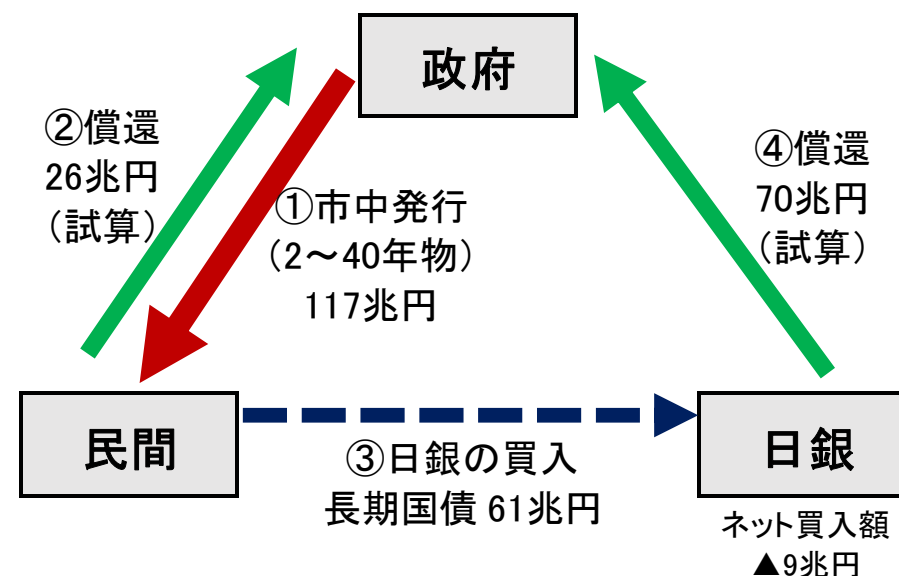
(資料) 日銀の「銘柄別国債保有残高(2024年7月31日現在)」および、財務省「国債等関係諸資料(過去の入札結果)」などから試算

国債保有構造 今後は民間保有にシフト

2023年度(実績)



2024年度(試算)



(注1) 期間1年以下の国庫短期証券は含まない。

(注2) 左図の①は令和5年度12月変更後の値。②は23年度「国債の償還予定額」のうち利付債の償還予定額合計から④を控除。③と④は実績。

(注3) 右図の①は令和6年度当初(更新後)の値。②は財務省『債務管理レポート2024』より令和6年度の償還予定額(割引短期国債除く)から④を控除。③と④は左三川(2024)「日銀の国債保有比率、25年度末までに5割未満へ」で試算した値。

(資料) 財務省「令和6年度国債発行計画」、「国債の償還予定額」、『債務管理レポート2024』、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、「2024年7月金融政策決定会合での決定内容②: 長期国債買入れの減額計画」、「長期国債買入れ(利回り・価格入札方式)の予定(2024年8~9月)」

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>

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

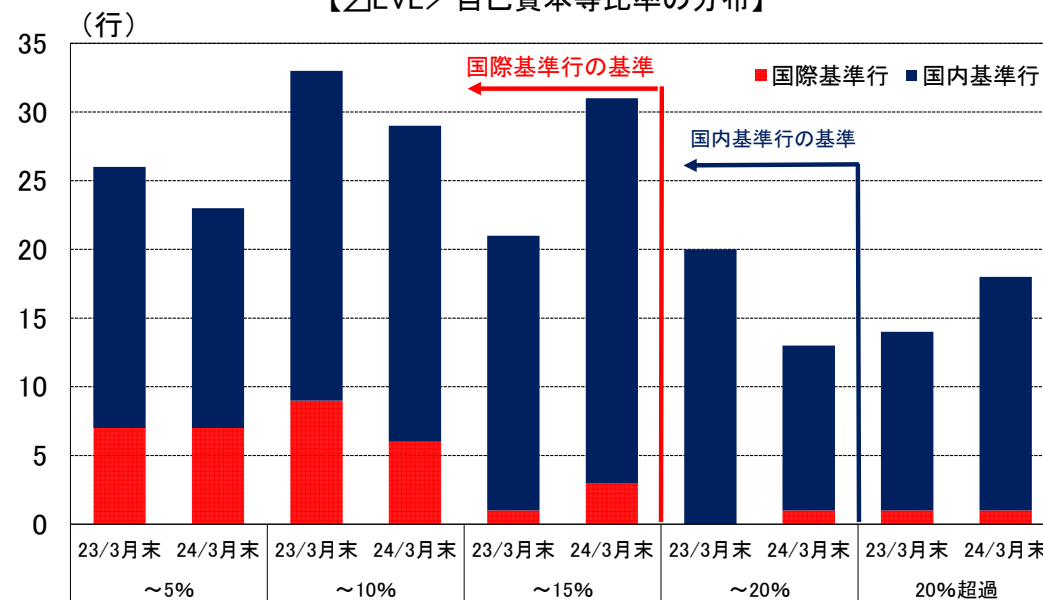
- ✓ 金利上昇局面での国債増加、デュレーション長期化は、分子(金利リスク量)を増加させる。
- ✓ 6つ(国内基準行は3つ)の金利シナリオを用いて算出した最大値が分子に採用される。

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】

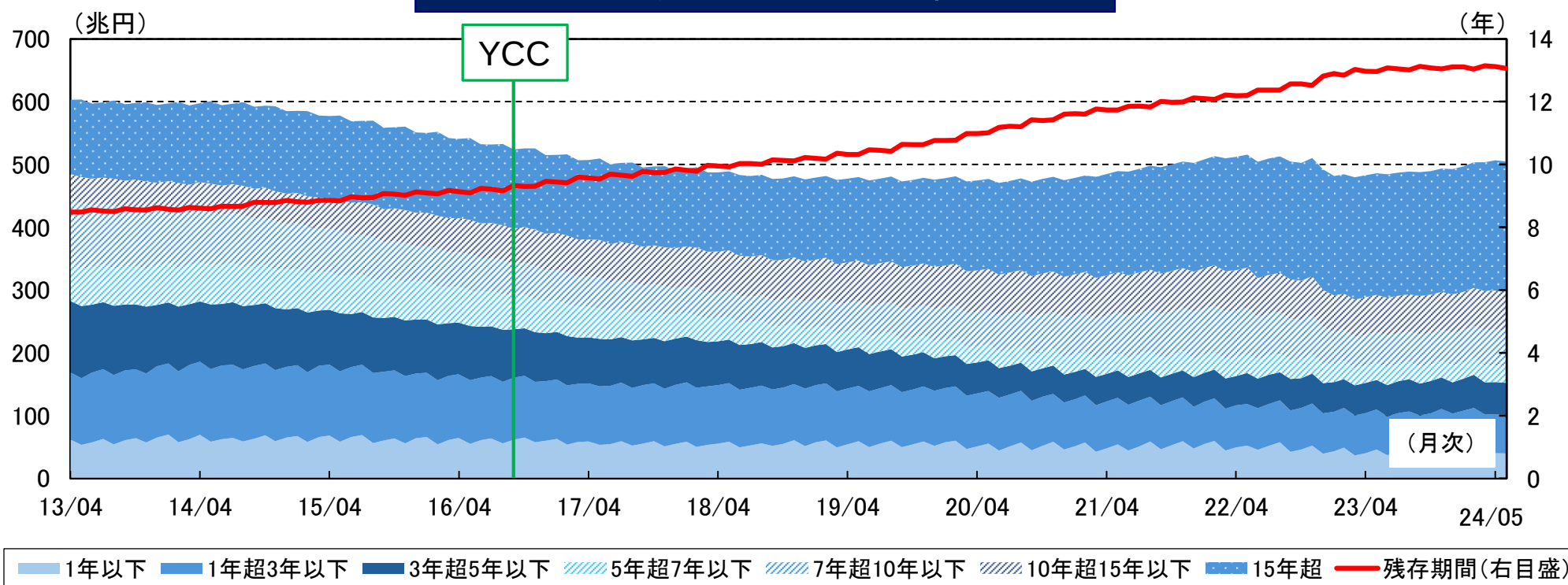


(注) 国際統一基準行18行(信託銀行、農林中金、商工中金を含む)、国内基準行96行(ゆうちょ、信金中金を含む)
(資料) 各社ディスクロージャー誌、QUICK社

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」

試算結果

規制水準まで金利リスクを取るなら…

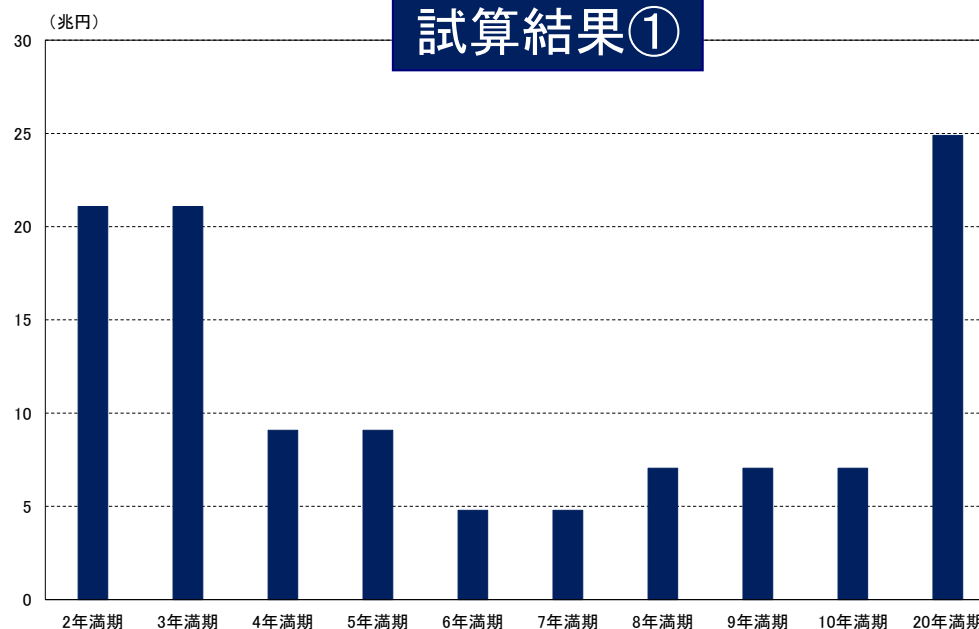
試算の前提

国債の満期別の追加消化金額	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 ◆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

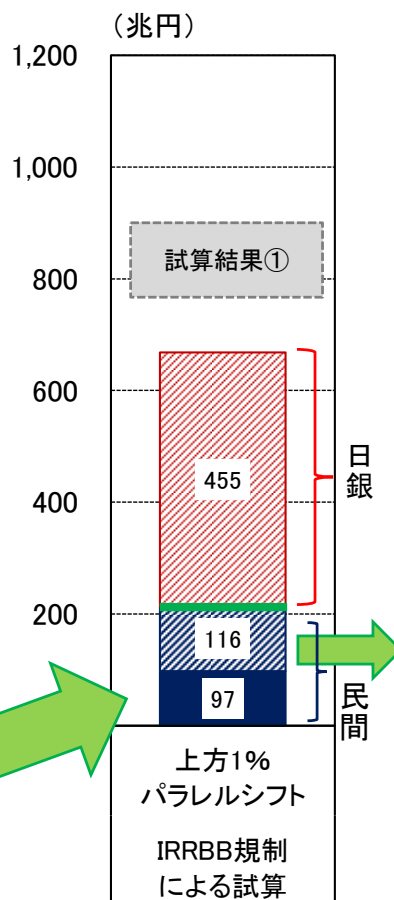
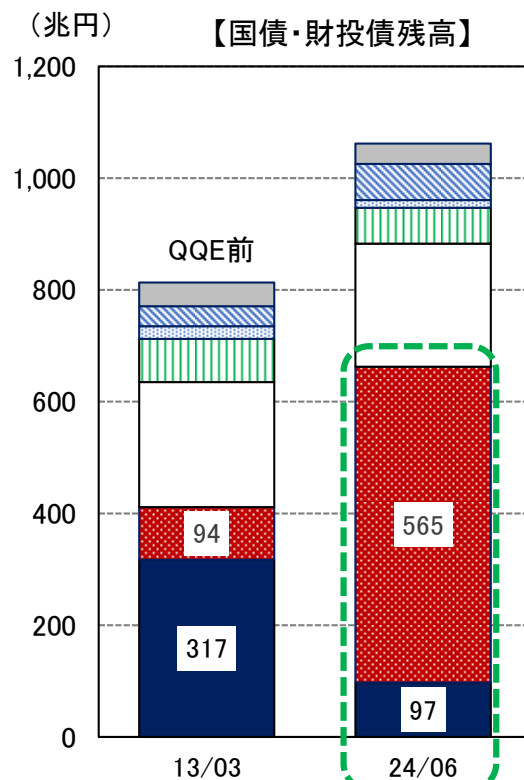
試算結果①



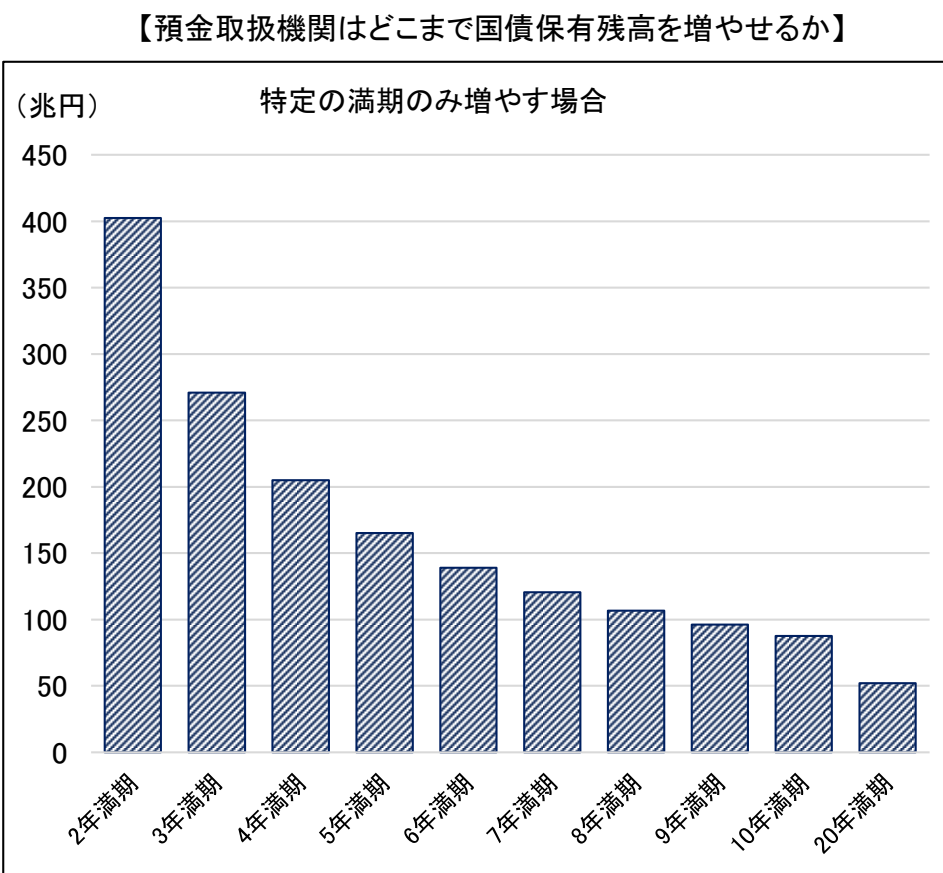
試算結果

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

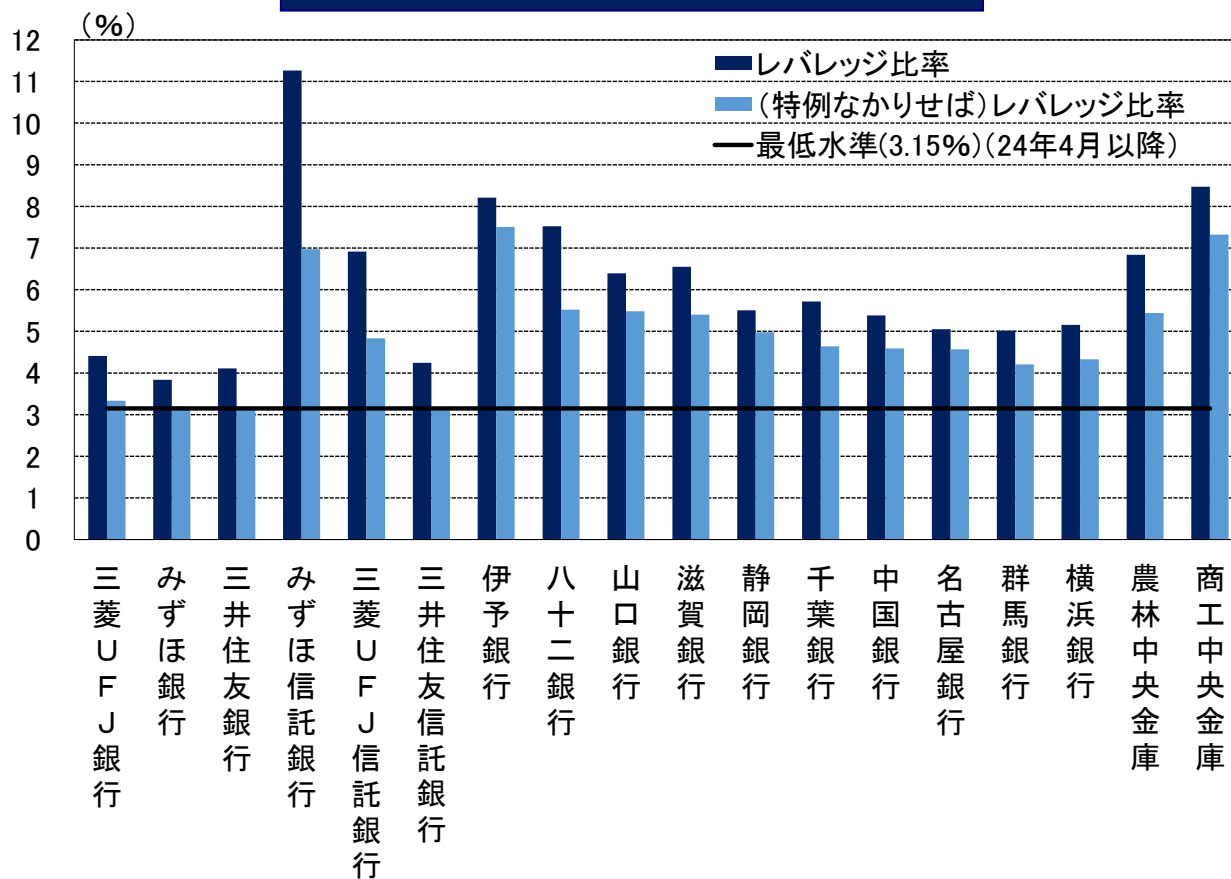


2024年度末(残存20年以下の長期国債の残高)

レバレッジ比率 特例解除で達成が厳しくなる銀行も

国際基準行のレバレッジ比率

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	$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{Tier1額}}{\text{エクスポージャー額}} \geq 3\%$ ✓ 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

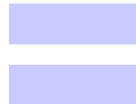


(資料) 各行ディスクロージャー誌、QUICK

国債のDV01 2023年度は地銀が大手行を上回った

- DV01とは、金利が1bp変化した場合の債券価格の変化
- 大手行の国債DV01は2年連続減少

DV01

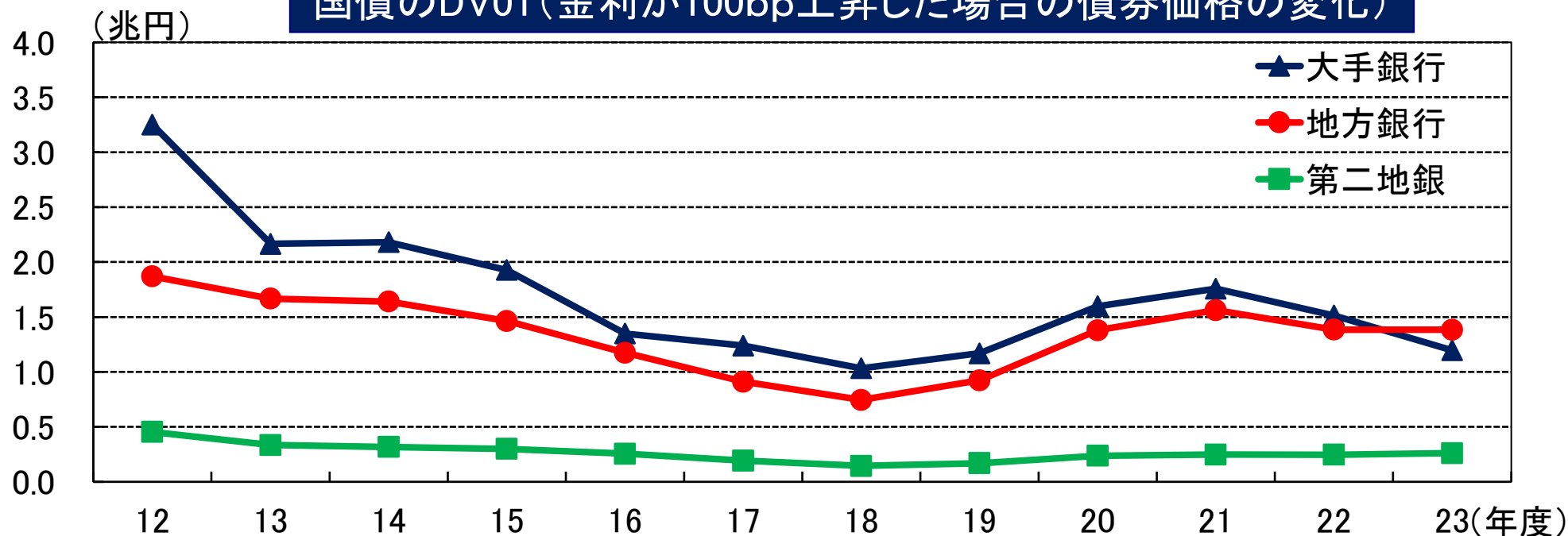


債券保有額

デュレーション
(金利感応度)

金利変動幅

国債のDV01(金利が100bp上昇した場合の債券価格の変化)



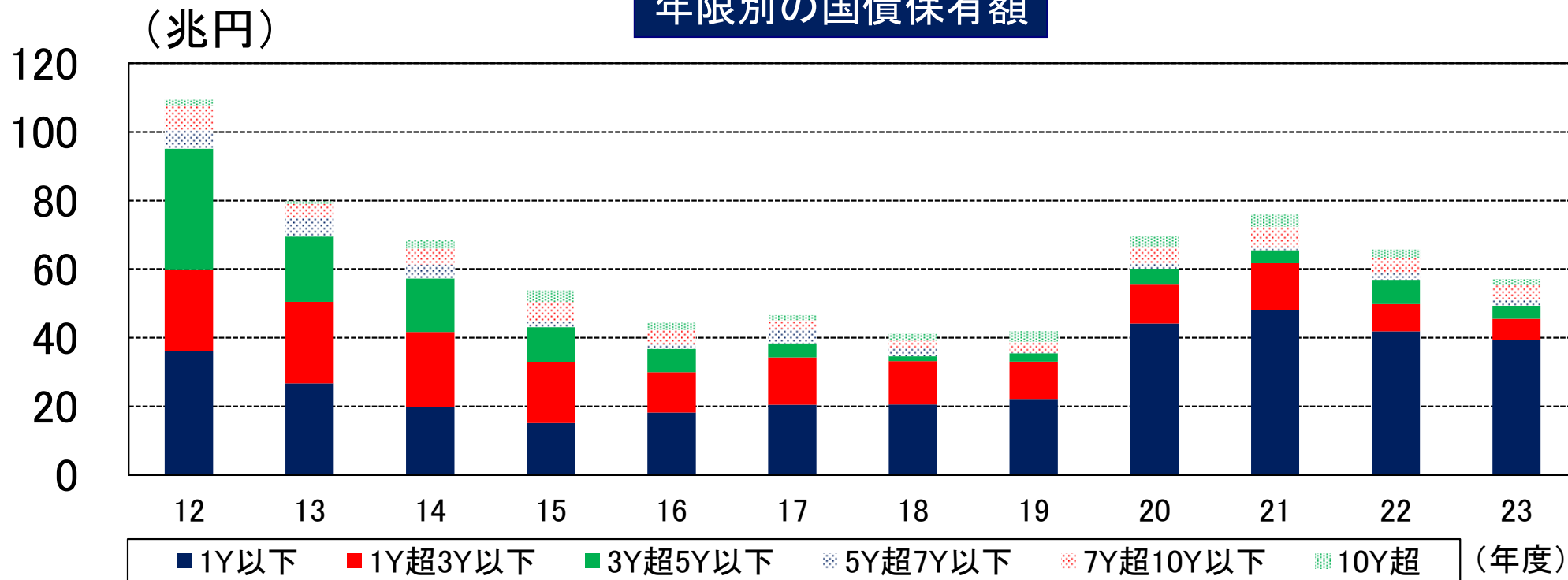
(注) 残存期間1年未満の国債を0.5年、1年以上3年未満を2年、3年以上5年未満を4年、5年以上7年未満を6年、7年以上10年未満を8.5年、10年超を15年として試算。

(資料) 左三川郁子・阿部眞子・高椋草美・廣芝大慧「日銀を待ち受ける巨大バランスシートとの闘い」(2024年3月19日)をアップデート

大手銀行

コロナ禍で1年以下の国債を増やした

年限別の国債保有額

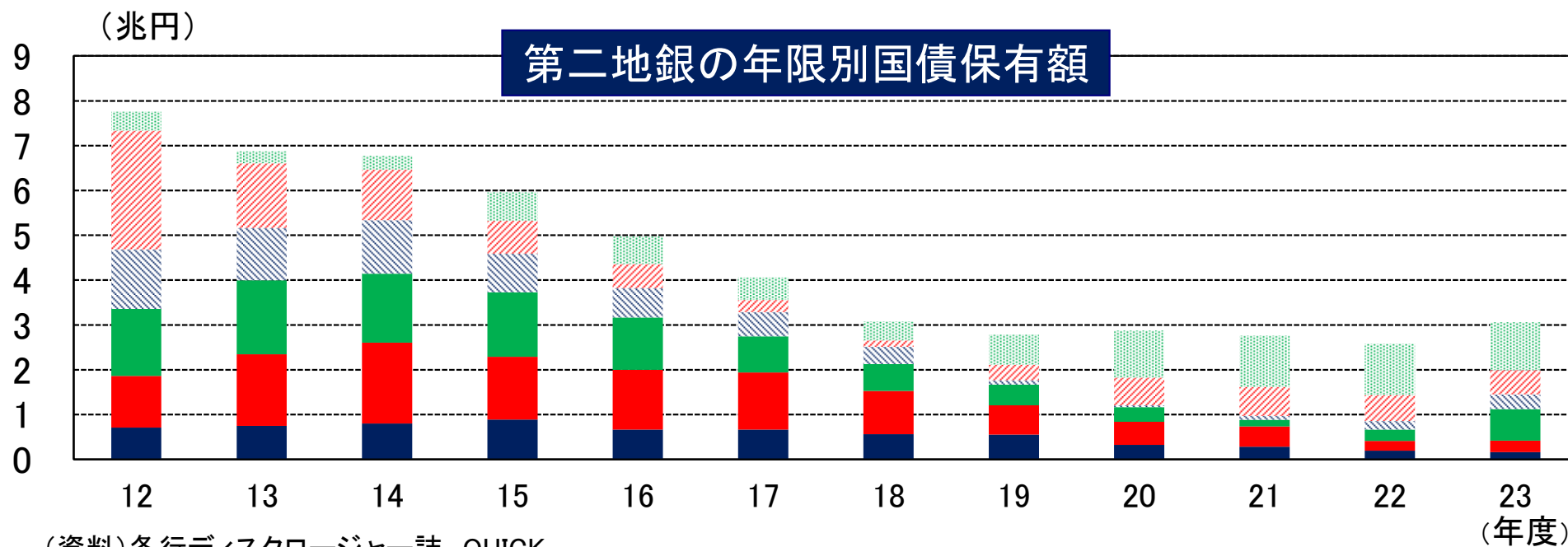
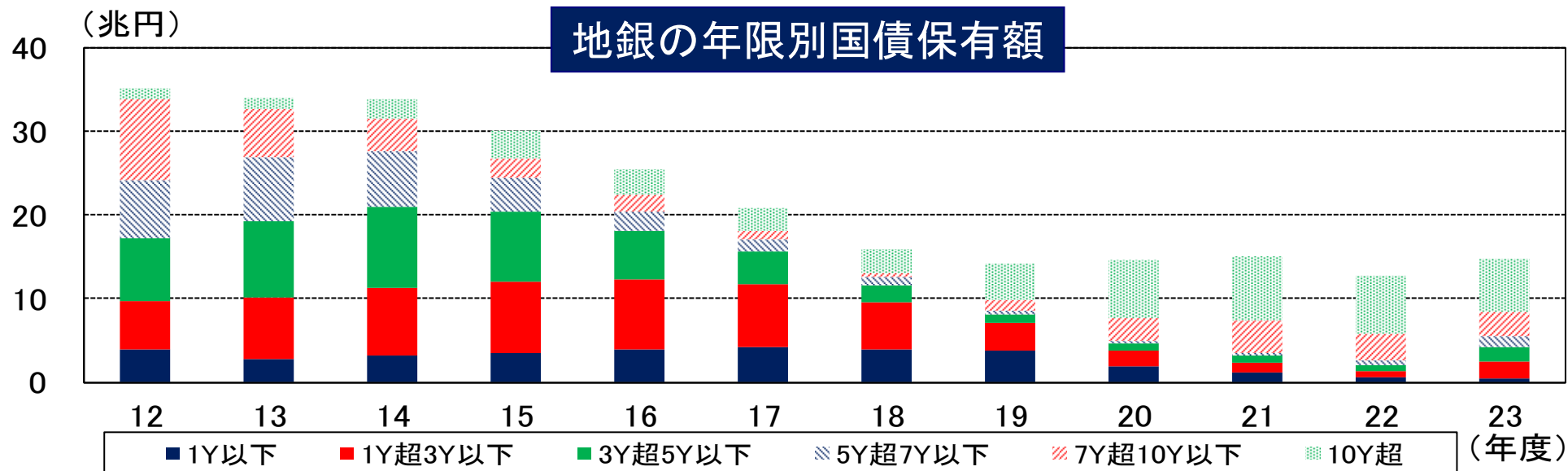


(注)「大手銀行」は「都市銀行」の5行に「あおぞら銀行」、「SBI新生銀行」を含む。

(資料)各行ディスクロージャー誌、QUICK

地域銀行

年限の長い国債を増やしていた

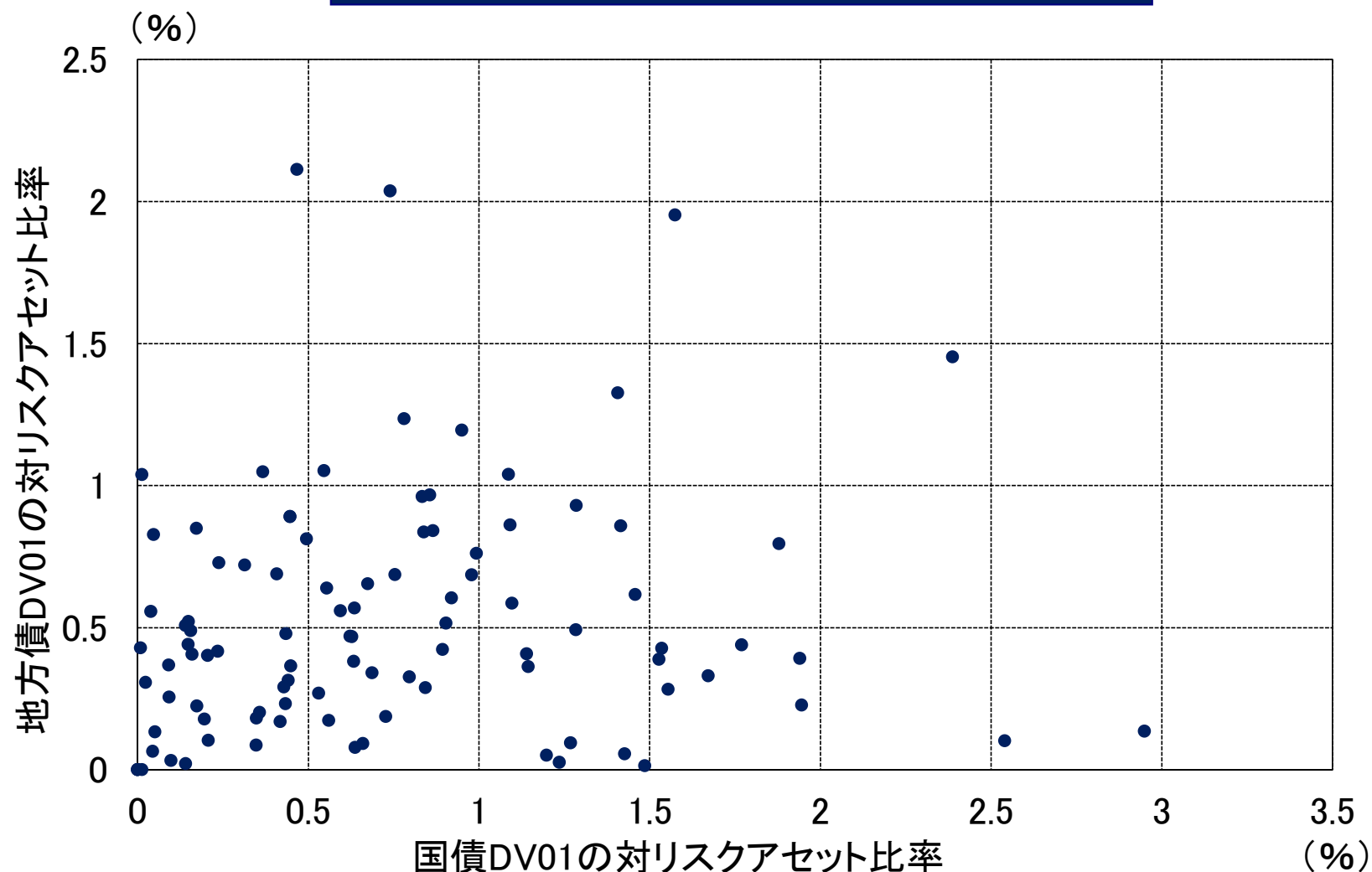


(資料) 各行ディスクロージャー誌、QUICK

地銀・第二地銀

地方債の金利リスクが高い銀行も

国債と地方債のDV01 (2024年3月末時点)



(注) 地銀、第二地銀全99行、うち国際統一基準行は伊予銀行、八十二銀行、山口銀行、滋賀銀行、静岡銀行、千葉銀行、中国銀行、名古屋銀行、群馬銀行、横浜銀行の10行

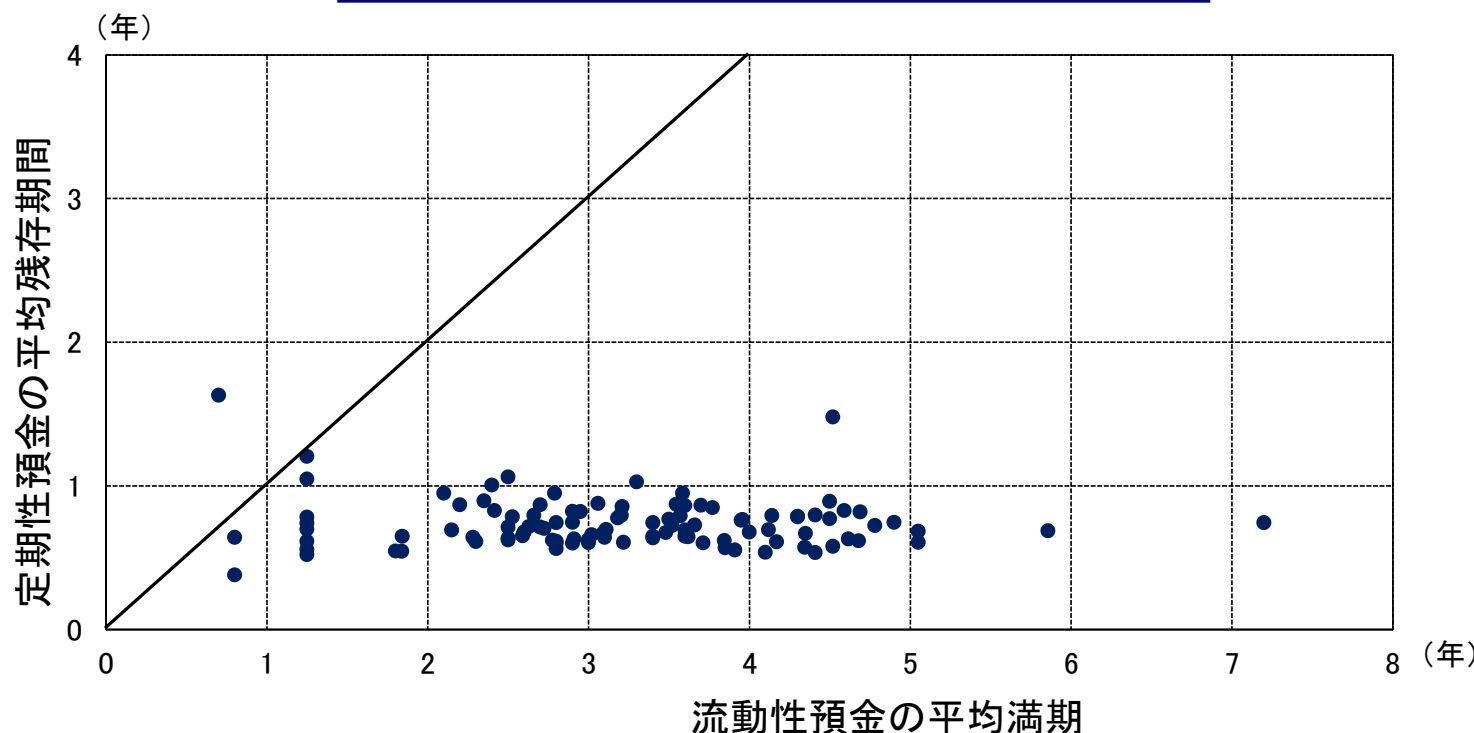
(資料) 各行ディスクロージャー誌、日経NEEDS-FinancialQUEST

預金シフト

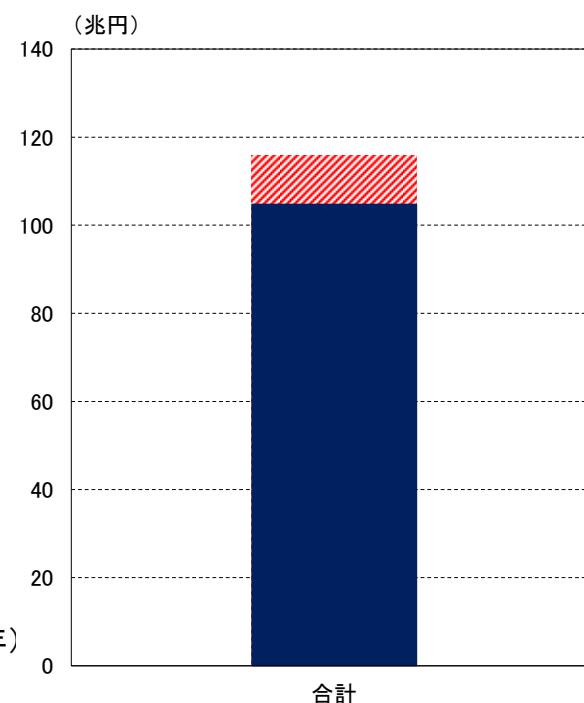
定期性預金へのシフトがかく乱要因

- 流動性預金の平均満期は定期性預金を上回る
- 流動性預金の1割が定期性にシフトすると国債の買入余力が1割弱減る

預金の平均満期(2024年3月末時点)



(参考)試算結果③



(注) 定期性預金の平均残存期間は残存期間の中央値で加重平均して算出。流動性預金の平均満期は各行ディスクロージャー誌の公表値
国際統一基準行16行(信託銀行を含む)、国内基準行95行(ゆうちょ銀行を含む)
(資料) 各行ディスクロージャー誌、QUICK

まとめ

今後の国債保有構造の見通し

1. 「金利ある世界」への回帰

- ✓ 日銀の国債買い入れ減額⇒新たな国債の担い手は？
- ✓ 預金取扱金融機関はQQE下で国債保有を220兆円減らした

2. 預金取扱金融機関の国債買い入れ余力の試算

- ✓ 2024年3月期のIRRBBから個別行の買い入れ余力を試算
- ✓ 期間の短い国債ほど買い入れ余力が高まる

3. リスク要因

- ✓ レバレッジ比率規制の影響
- ✓ DV01⇒地域銀行は地方債でも金利リスクを取ってきた
- ✓ 預金のシフトがかく乱要因か
- ✓ 金利が跳ねると、プルーデンス面での対応も必要に