

財務省理財局御中

タームプレミアムの上昇と 金融機関の国債の買い入れ余力

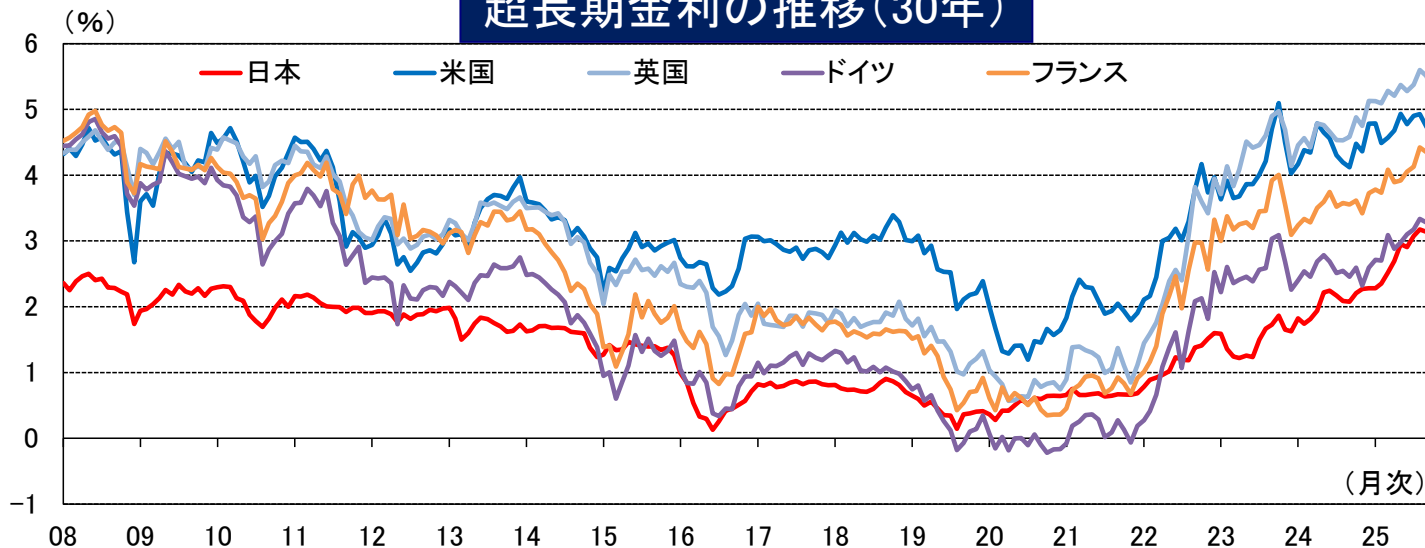
2025(令和7)年11月4日(火)

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

主要国の 超長期金利

日米欧で超長期金利の上昇が継続

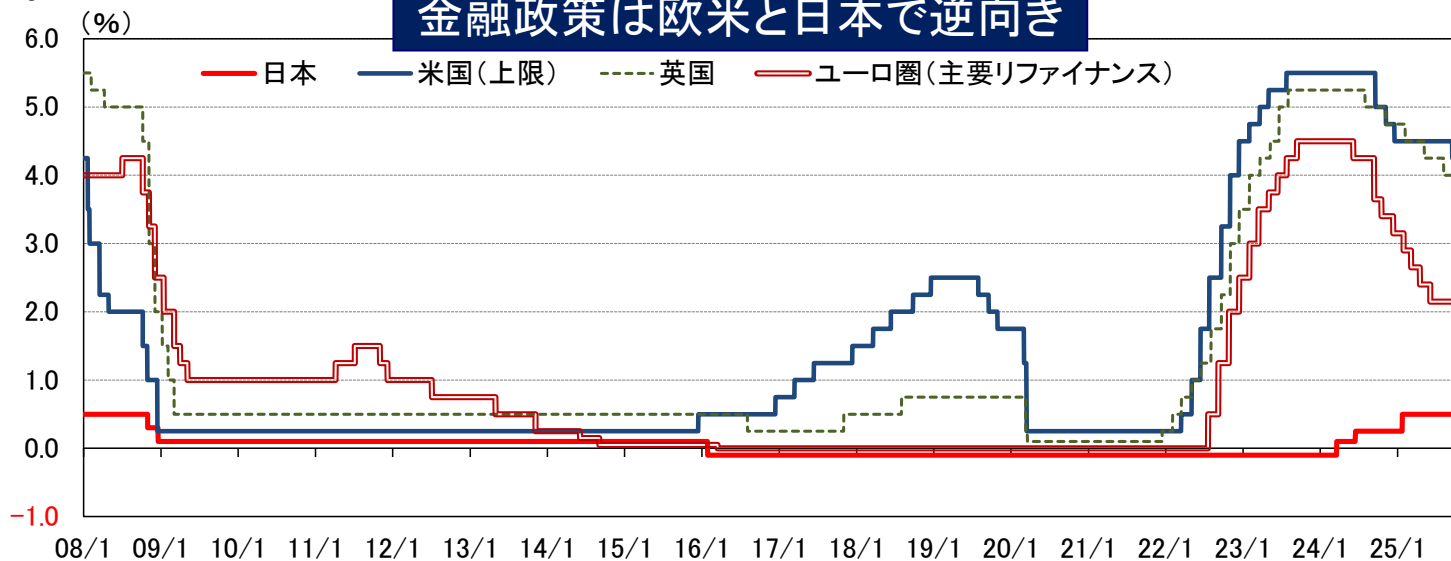
超長期金利の推移(30年)



(注) 2025年は10月29日まで

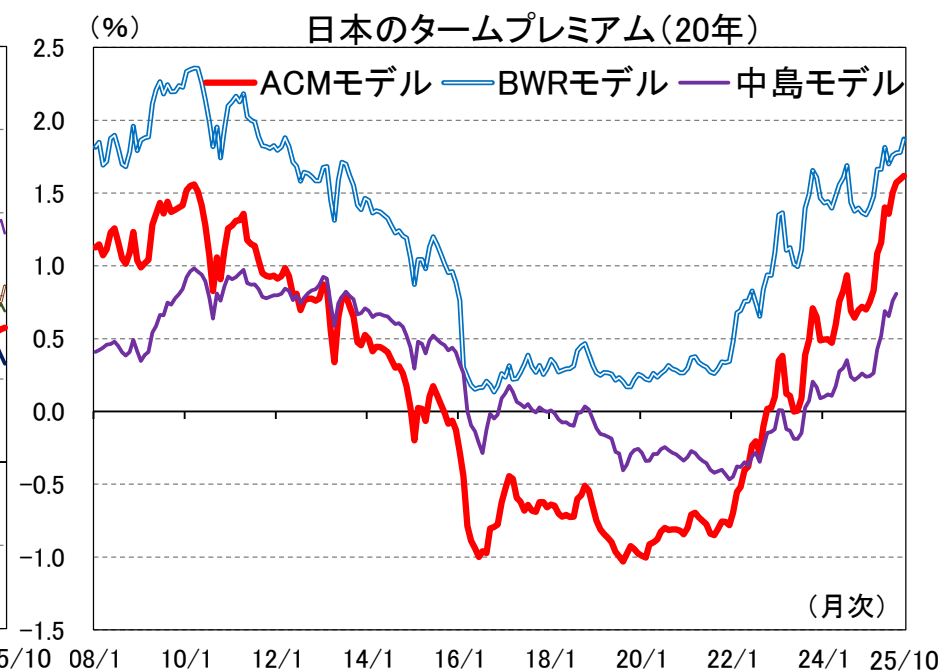
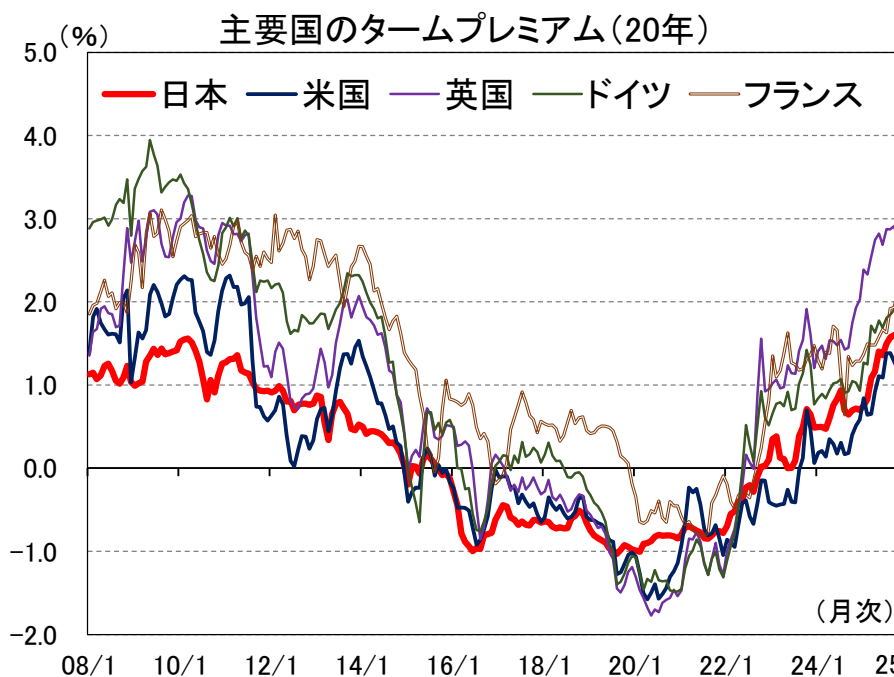
(資料) Bloomberg

金融政策は欧米と日本で逆向き



タームプレミアム 背景にはタームプレミアムの上昇

- 国際比較が可能な20年物で見ると、主要国のタームプレミアムは2020年を底に上昇傾向
- タームプレミアム＝名目長期金利－期待短期金利の平均値
- タームプレミアムで見ると、日本が米国を上回っている
- 日本のタームプレミアムは足元で大きく上昇⇒不確実性の高まり
- 英国も世界金融危機（リーマンショック）時の水準に迫る勢い



(注) 左図のタームプレミアムは各国ともAdrian, Crump and Moerch (2013) モデルに基づき試算。2025年は10月29日の値。

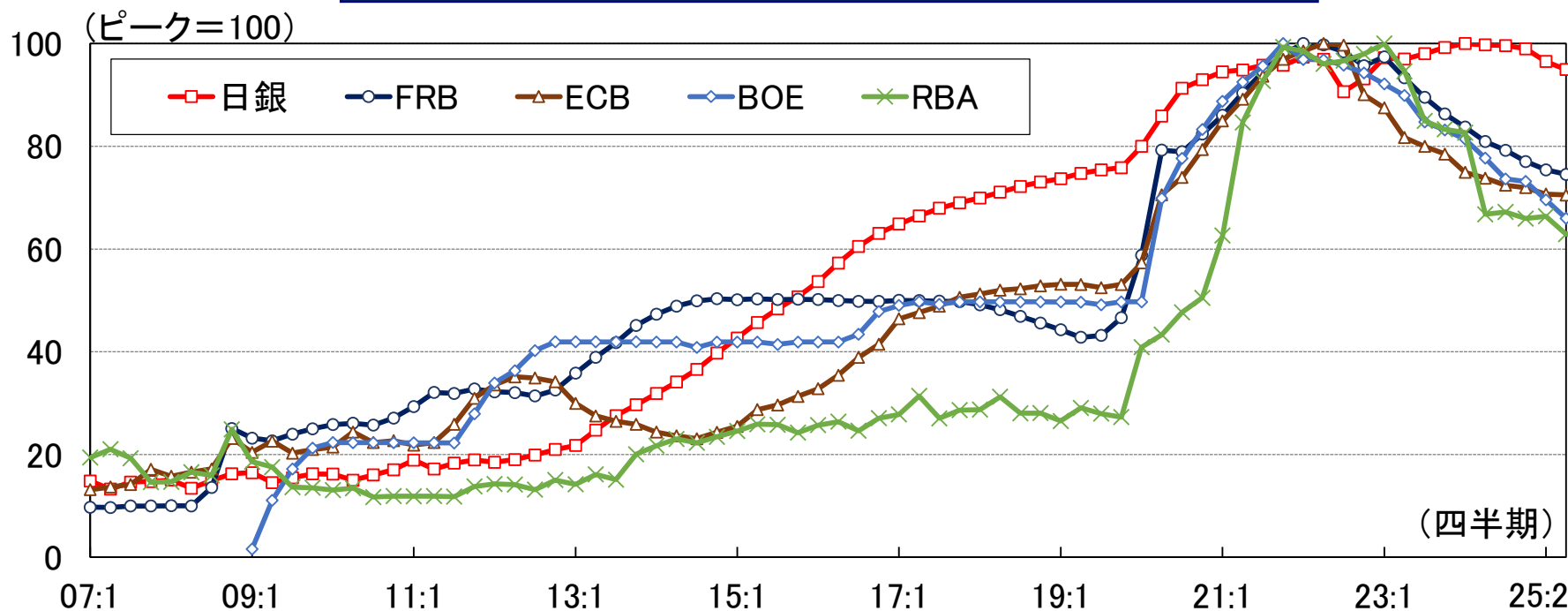
(資料) 右図の中島モデルは一橋大学経済研究所の中島上智教授によるもの。BWRはBauer, Rudebusch and Wu (2014) モデル

グローバルQT

安全資産が市中に大量放出されている

- タームプレミアムは投資家が長期債を保有する際に要求する追加的なリターン(上乗せ金利)
- 長期債の保有は金利変動リスク(価格変動リスク)、インフレ率の不確実性、流動性リスク、将来の短期金利との乗り換え機会の喪失などを伴うため、投資家は上乗せ金利(リスク保障)を要求
- タームプレミアム上昇の背景に主要国の財政事情(歳出拡大懸念)とグローバルQTか

主要中央銀行のバランスシートはピーク比3～4割減

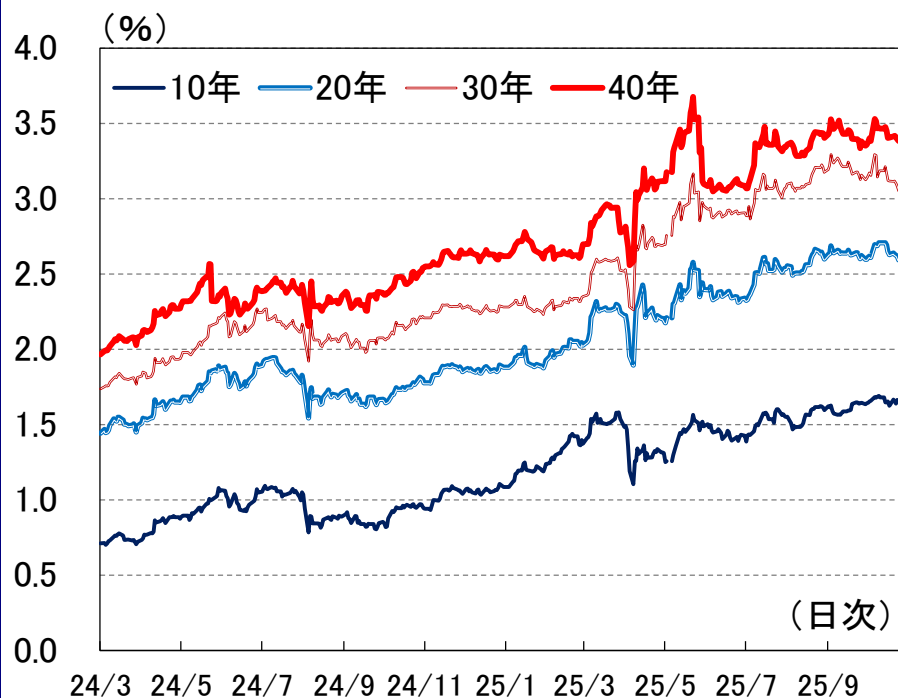


国内金利

タームプレミアムは夏以降、高止まり

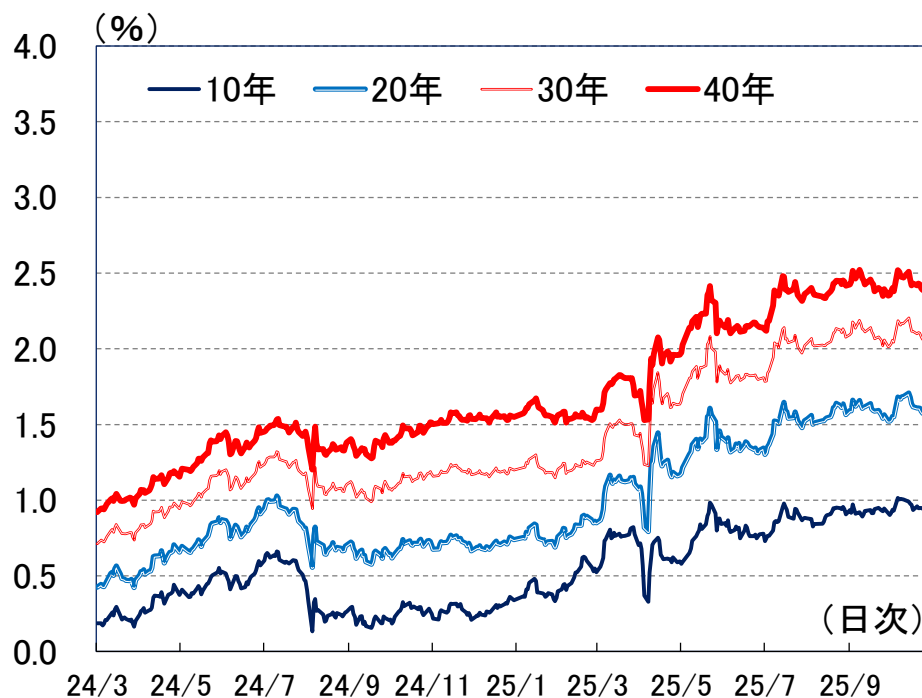
- 2025年春には、米トランプ政権の関税政策による世界的な市場の混迷、大型減税の恒久化による財政悪化懸念からタームプレミアムが拡大
- 夏には、参院選を前に与野党が現金給付や消費税減税などを公約に掲げ、財政悪化(国債増発)への懸念からタームプレミアムが再び拡大
- 超長期債は日銀の国債買い入れ減額の対象外だが、夏以降も高止まり

大規模緩和解除後の長期・超長期金利



(注)2025年は10月29日まで (資料)Bloomberg

タームプレミアム



(資料)Adrian, Crump and Moerch (2013) モデルに基づき試算

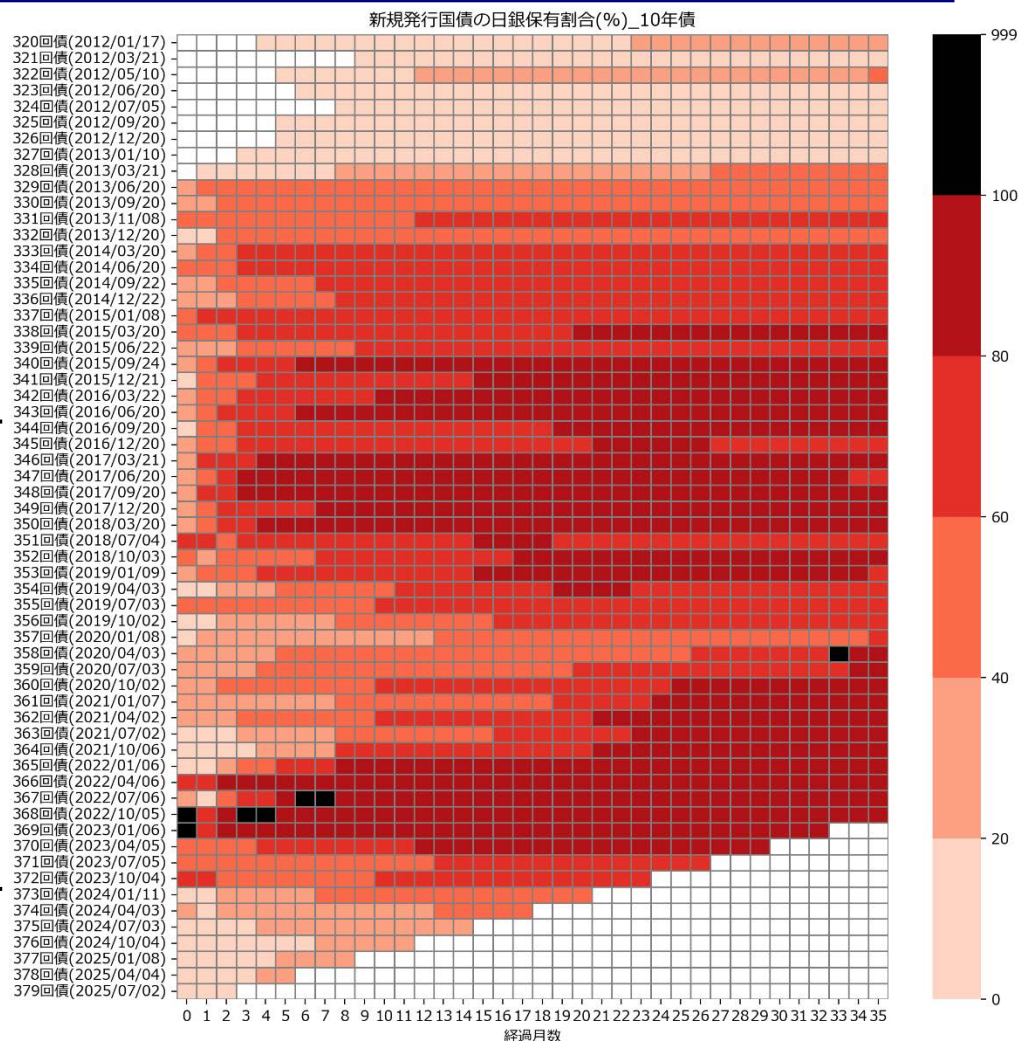
国債の流動性

日銀の国債保有比率はなお高水準のまま

銘柄ごとに見る日銀の国債保有比率(10年物)

縦軸は国債の回号
カッコ内は発行日

YCCの下での
指し値オペ



■ 日銀は国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に貢献する観点から、国債補完供給制度(SLF)のもとで、市場参加者に国債を一時的・補完的に供給

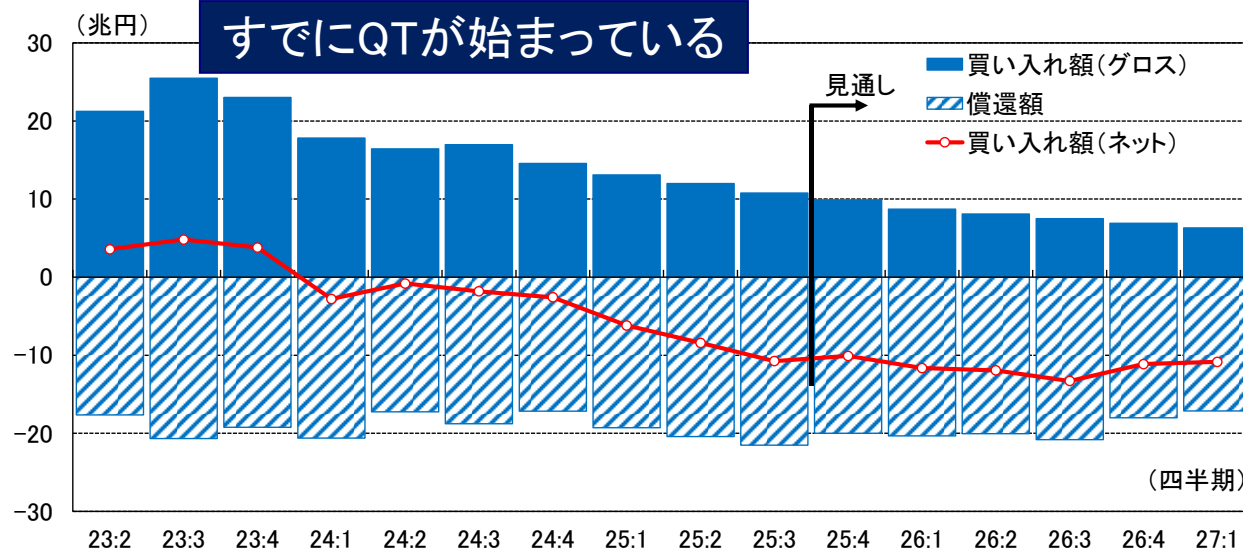
■ 国債補完供給にかかる減額措置を見直し(6/17)⇒対象銘柄をそれまでの「チーペスト銘柄等」から、「2031年以降に償還期を迎える10年利付国債で、発行残高に占める日本銀行の保有比率が80%を超える銘柄」に拡充

■ 保有量が多い銘柄を対象に最大1.5兆円売却(1.2兆円から拡充)

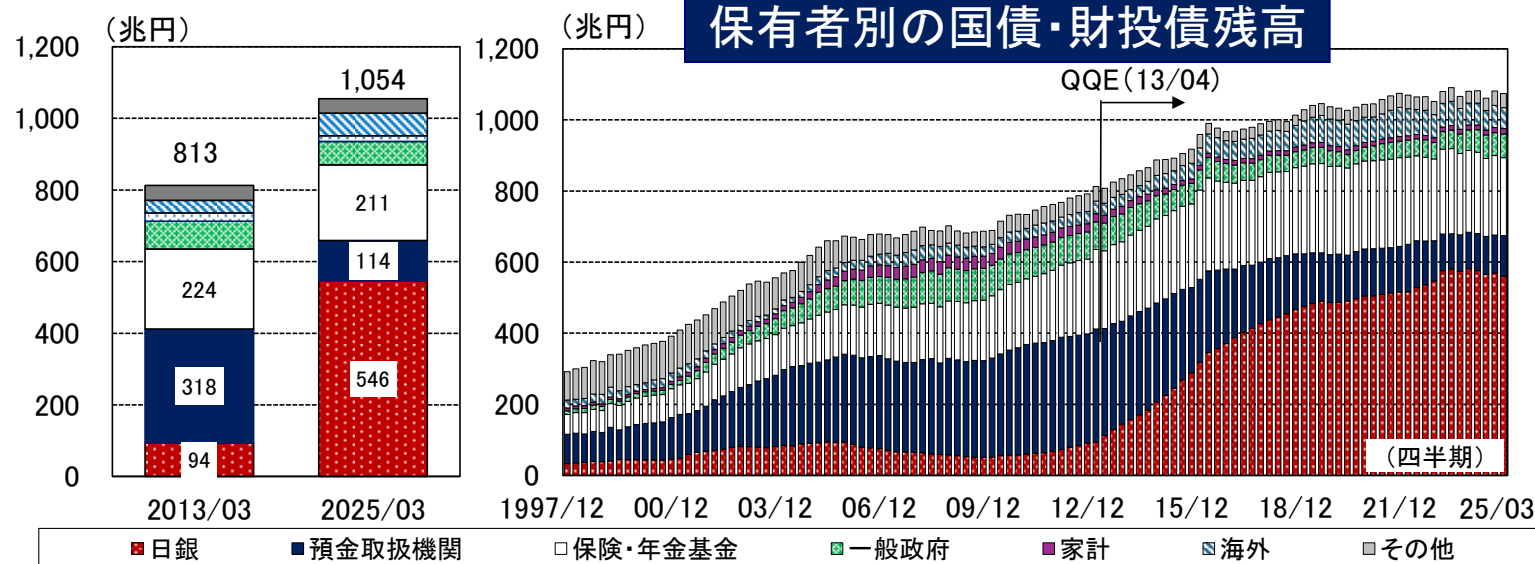
(注)横軸は発行から何カ月が経過したかを示す。流動性供給入札を加味した値。(資料)日本銀行、財務省

金融正常化

日銀に代わり誰が国債を買うのか？



（資料）日本銀行



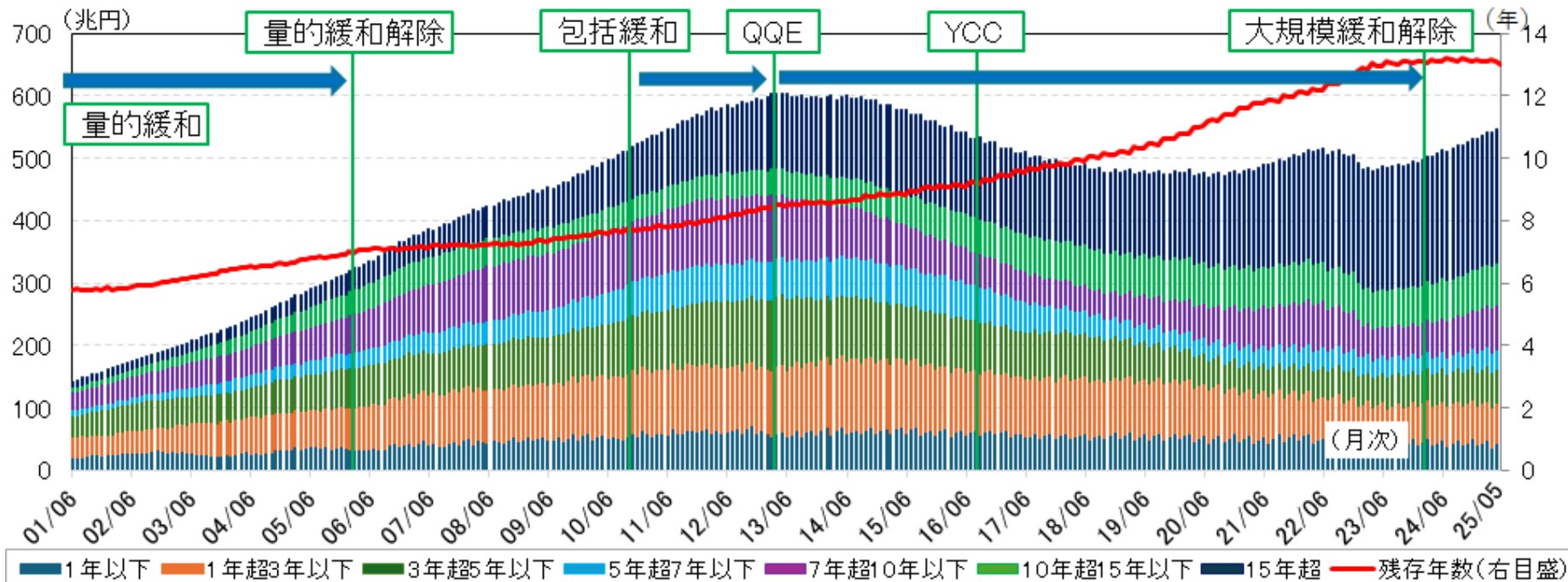
（注）国債と財投債の合計。短期国債は含まない。預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行を含む。（資料）日本銀行「資金循環統計」

民間の保有国債

民間セクターの金利リスク量も増大？

- 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」

規制対応

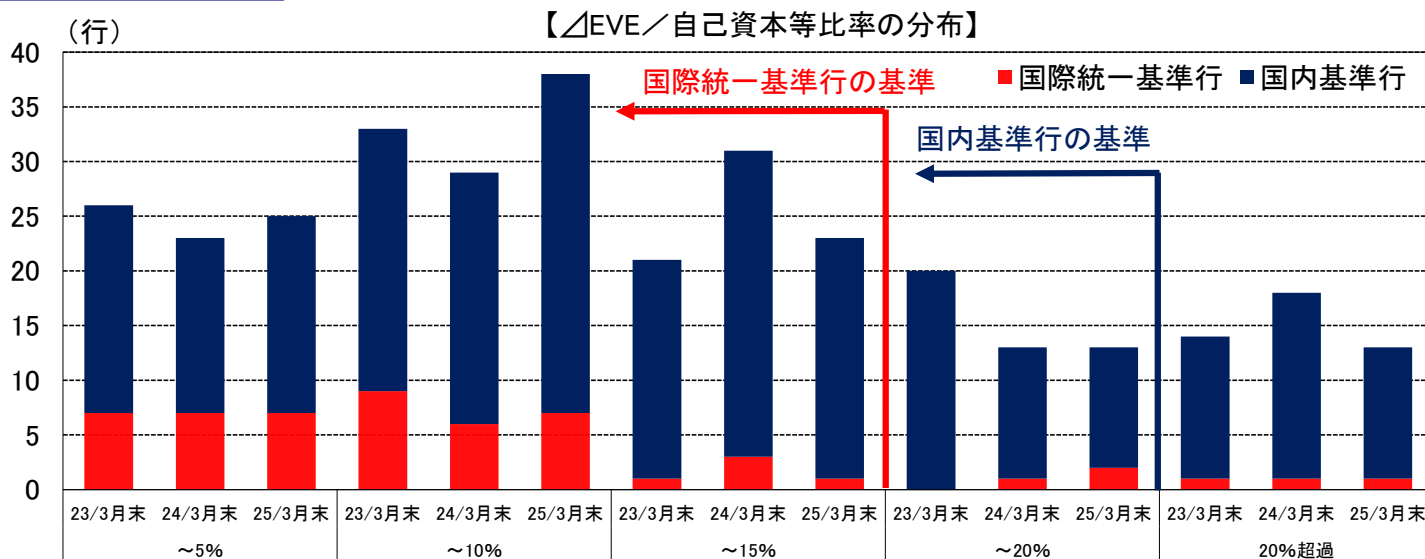
銀行勘定の金利リスク量 (IRRBB)

金利リスク (IRRBB) の規制

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。
- ✓ 国際統一基準行は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。

金融機関の公表IRRBB



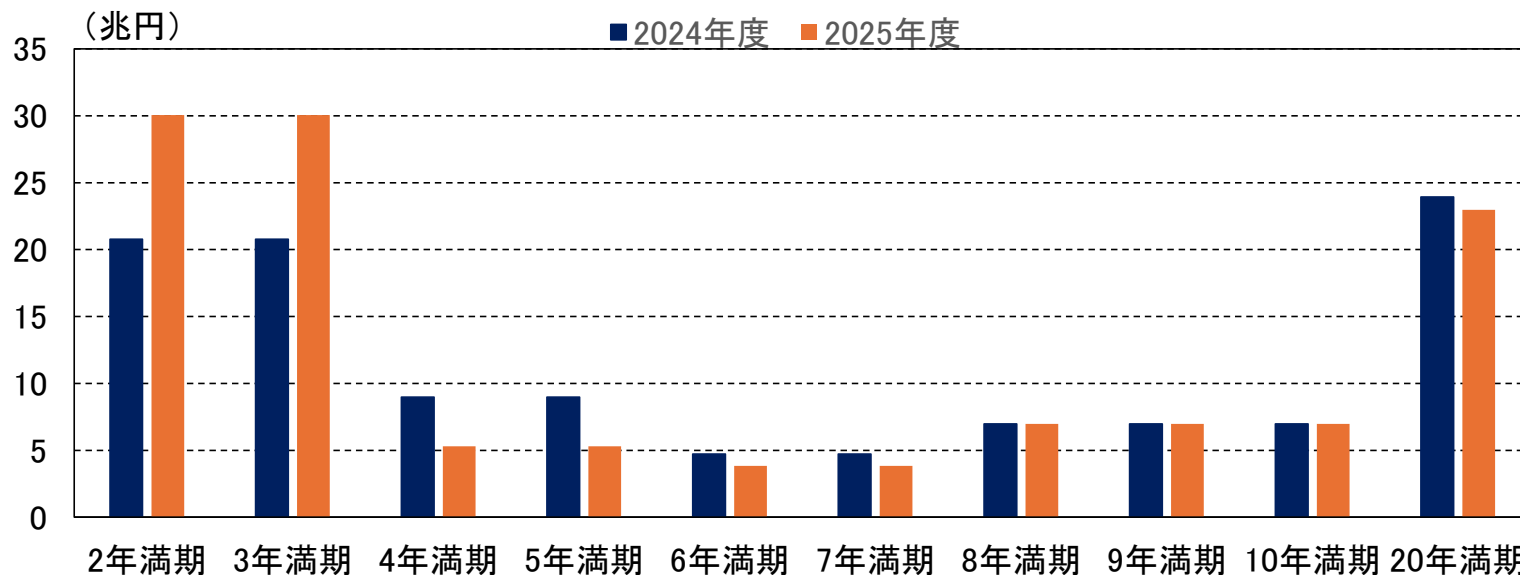
買い入れ余力

規制水準まで金利リスクを取るなら…

試算の前提(対象は109機関)

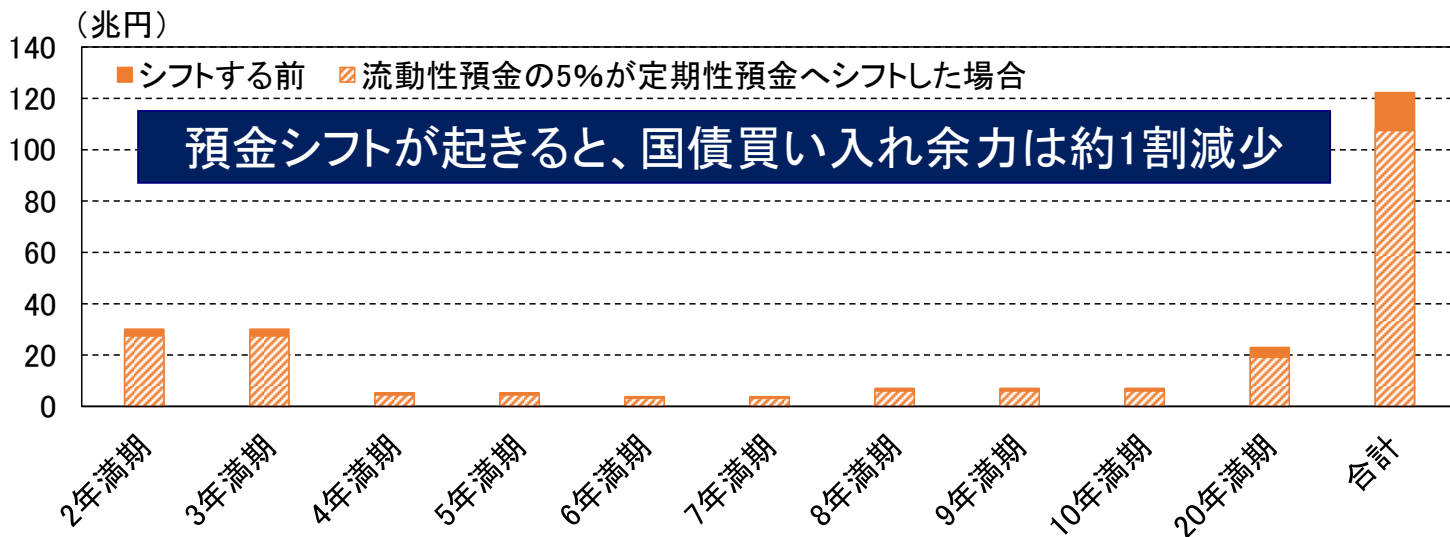
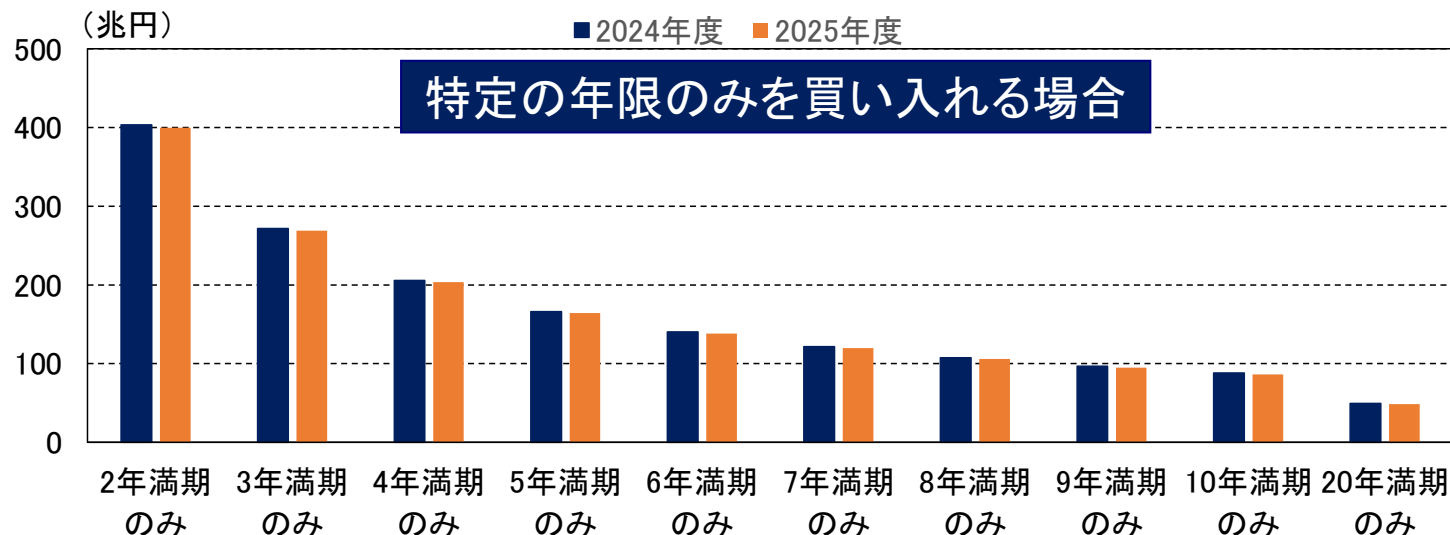
国債の満期別の追加消化金額	どの国債を追加で購入するかは25年3月末時点の各行の国債の残存期間別割合に基づく。公表されている国債残存期間は幅があるため、以下のように金額を按分したうえで、各満期のウェイトを算出 ◆1年超3年以下の国債保有残高 → 2年満期と3年満期に均等割 ◆3年超5年以下の国債保有残高 → 4年満期と5年満期に均等割 ◆5年超7年以下の国債保有残高 → 6年満期と7年満期に均等割 ◆7年超10年以下の国債保有残高 → 8年満期と9年満期、10年満期に均等割 ◆10年超の国債保有残高 → 20年満期に
国債の運用利回り	財務省「国債金利情報」(25年4月～6月の平均)
将来キャッシュフローを現在価値に割引くための割引率	スワップ金利対TONA(25年4～6月平均)

追加で増やせるのは120兆円程度



シミュレーション

預金シフトがリスクか

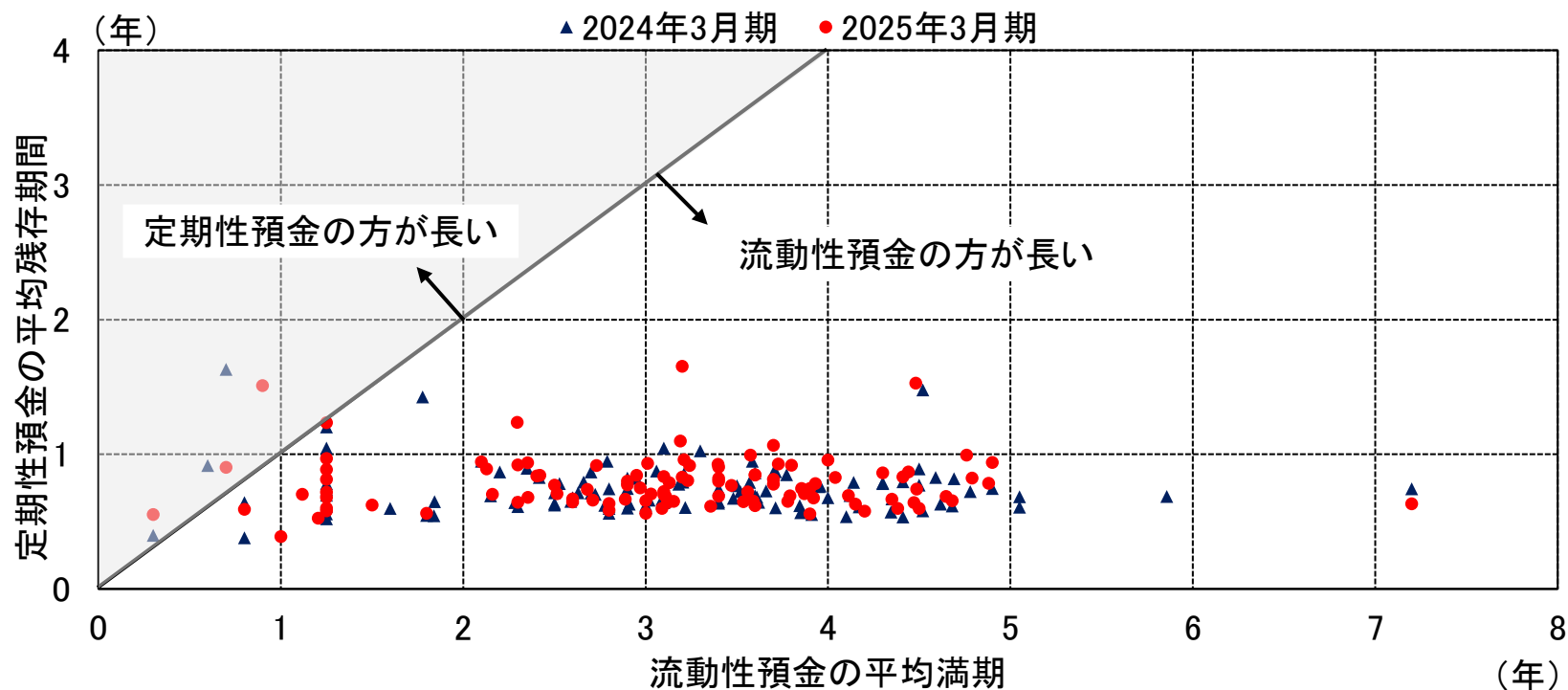


(資料)試算の詳細は、左三川郁子・久保田昌幸(2025)「預金取扱金融機関の国債買い入れ余力は120兆円超」日本経済研究センター、左三川郁子・日本経済研究センター(2025)『ポスト非伝統的金融政策 検証 日本銀行』日本経済新聞出版

預金シフト

平均満期は流動性預金の方が長い

定期性預金へのシフトが生じると預金全体の平均満期は短期化する



(資料) 各行のディスクロージャー誌、QUICK Finer Compass

まとめ

タームプレミアム上昇の背景

1. 主要国の超長期金利が連動して上昇

日本と欧米では金融政策の方向が逆であるにもかかわらず・・・
背景にはタームプレミアムの上昇⇒各国の財政事情を反映か
グローバルQTの影響は
長期金利の連動性が高まると、ショックが伝播しやすい

2. 日本のタームプレミアム(超長期)は世界金融危機時に迫る

需給動向を反映か

2025年3月期決算から、預金取扱金融機関の国債買い入れ余力を試算
IRRBB規制を満たしつつ国債を増やせる余地は120兆円ほど
ただし、中期債や変動利付債なら買い入れ余力が増す
金利ある世界で預金がシフト⇒コア預金モデルの見直し