

一橋大学政策フォーラム(2024年度第3回)

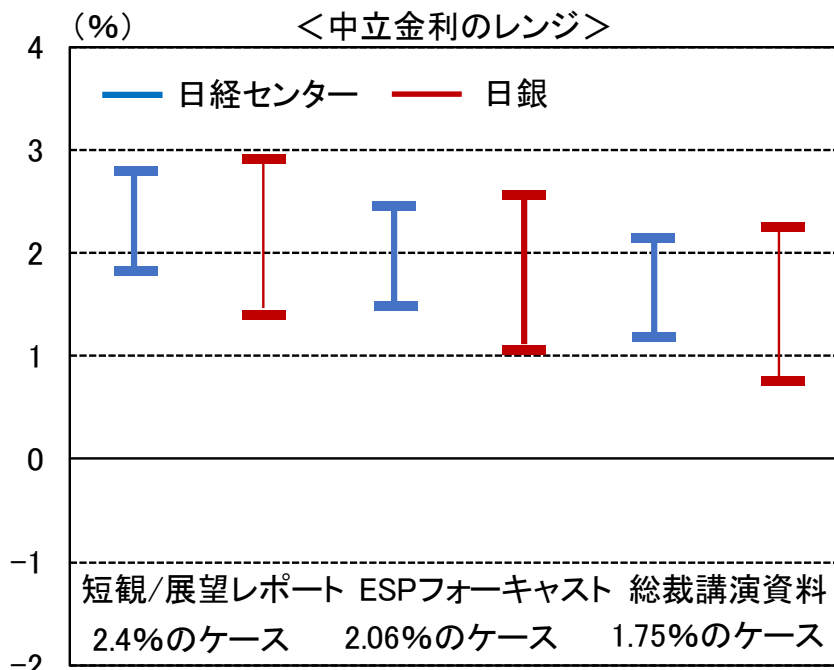
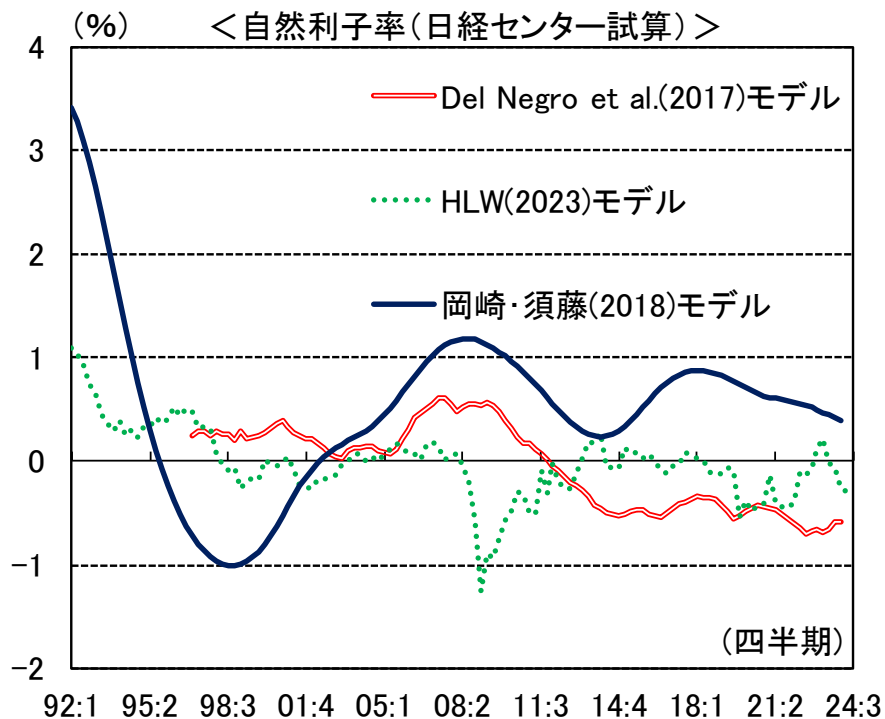
「金利のある世界」パネル討論

2025年1月30日(木)

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

長短金利

中立金利は1%～3%程度か



植田総裁は「1.0～2.5%くらいの間に分布」と説明

(注1) 右図の中立金利は、自然利子率に期待インフレ率を加えたもの。日銀の自然利子率は2024年12月公表の「金融政策の多角的レビュー」に示されたマイナス1%～プラス0.5%のレンジ(2023年第1四半期)を使用。

(注2) 右図の試算に用いた期待インフレ率は、

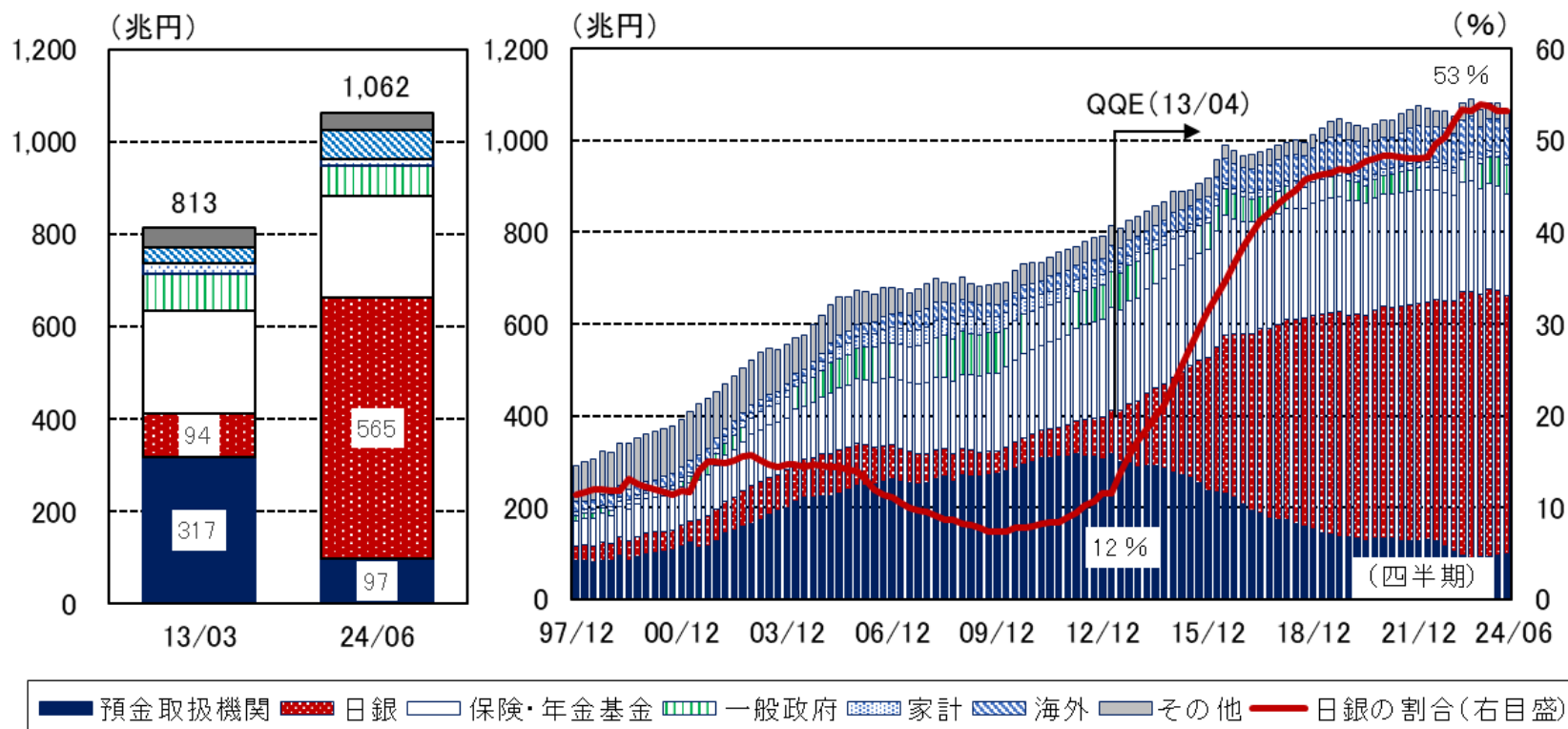
- ① 企業の期待(日銀「短観」2024年12月調査の1年後の物価全般の見通しならびに日銀の見通し(1月の展望レポートに示された消費者物価(除く生鮮食品)の2025年度の見通し)⇒2.4%
- ② エコノミストの期待(ESPフォーキャスト1月調査の2025年度の予想)⇒2.06%
- ③ 植田総裁が2024年12月24日の講演で用いた資料から計測⇒1.75%

(資料) 日本銀行、左三川郁子「中立金利は1～3%程度、政策金利になお上げ余地」金融政策ウォッチ、2025年1月24日

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⇒次の担い手は？

【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

預金取扱機関 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>

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

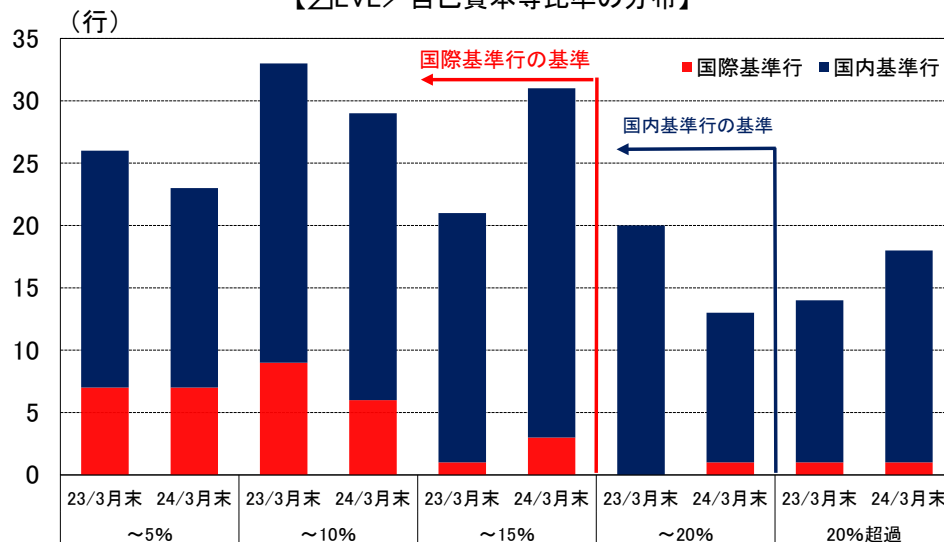
- ✓ 金利上昇局面での国債増加、デュレーション長期化は、分子(金利リスク量)を増加させる。
- ✓ 6つ(国内基準行は3つ)の金利シナリオを用いて算出した最大値が分子に採用される。

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】



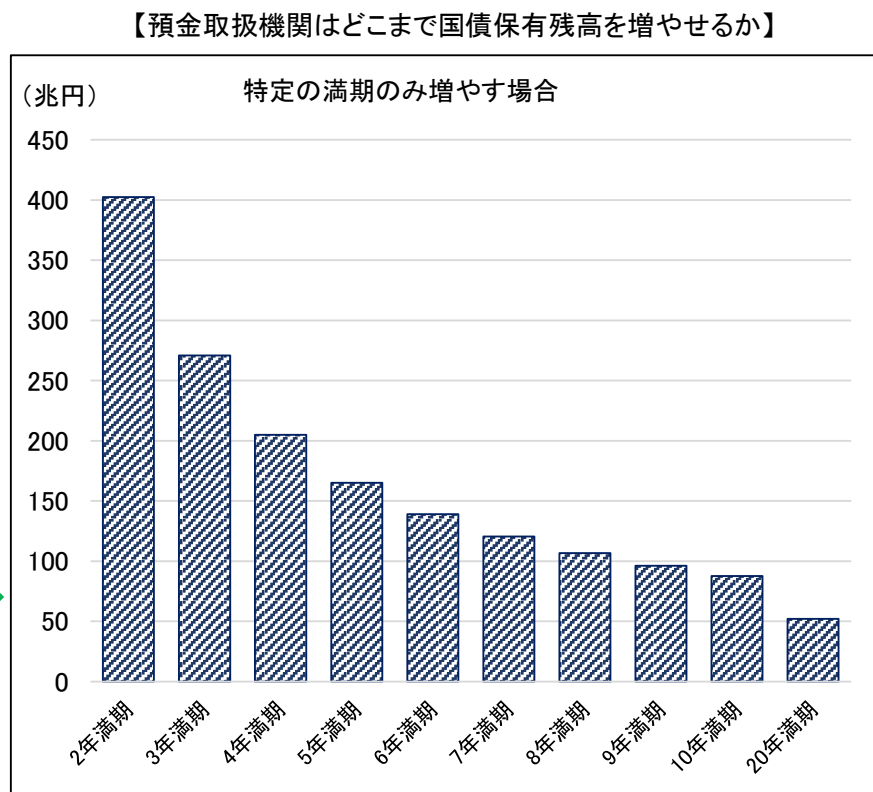
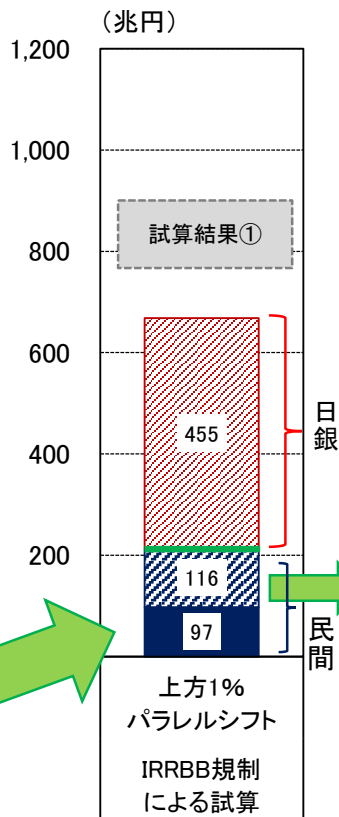
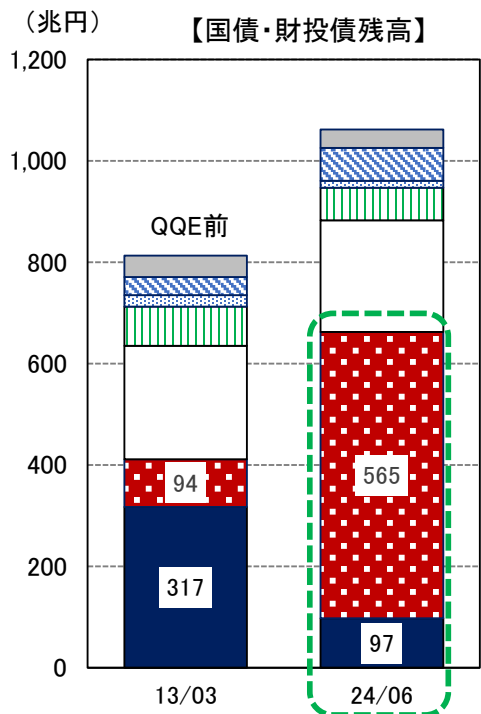
(注) 国際統一基準行18行(信託銀行、農林中金、商工中金を含む)、国内基準行96行(ゆうちょ、信金中金を含む)
(資料) 各社ディスクロージャー誌、QUICK社

試算結果

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

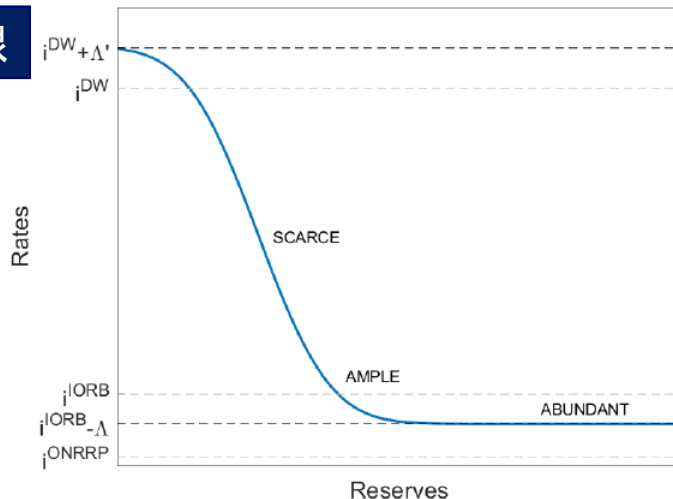


- 預金取扱機関
- 日本銀行
- 保険・年金基金
- 一般政府
- ▨ 家計
- ▨ 海外
- ▨ その他

2024年度末(残存20年以下の長期国債の残高)

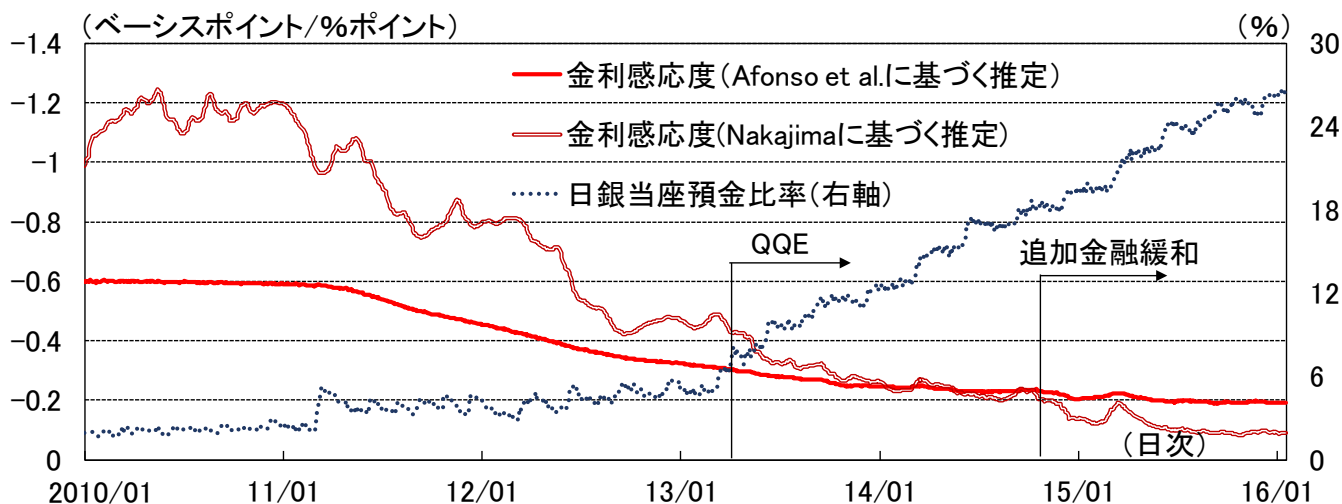
日銀当座預金 日銀の負債サイドから考えると...

準備需要曲線



(資料) Afonso et.al.(2024)より抜粋

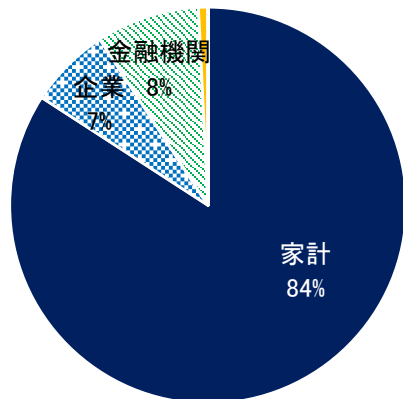
日銀当座預金の金利感応度は2015年頃から横ばいに



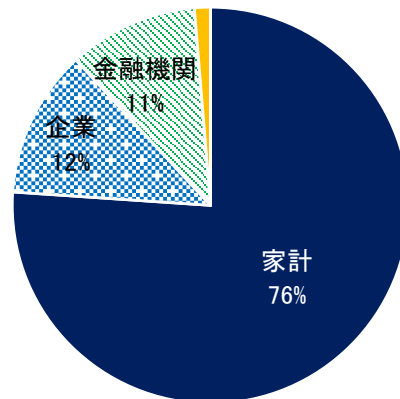
銀行券の還流 金利上昇に伴い、たんす預金が還流？

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)

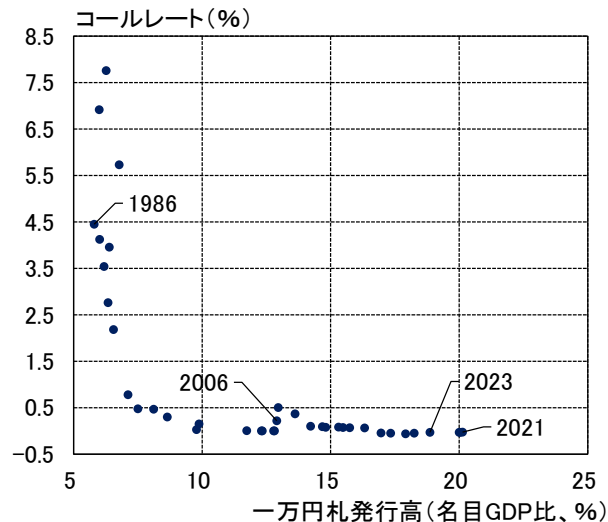
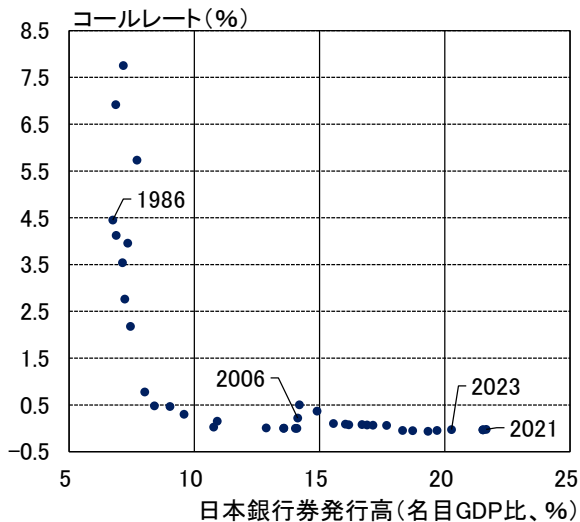


2006年第1四半期(78.9兆円)



(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

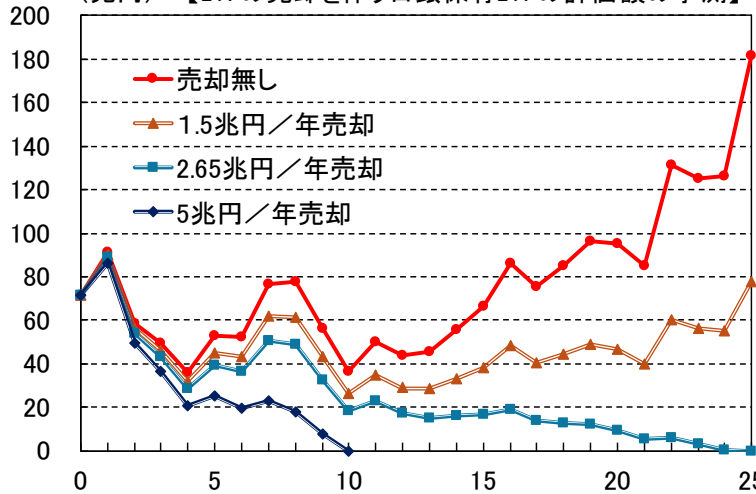
リスク性資産

出口政策についてどう考えるか？

ETF⇒年間1.5兆円程度売却しても残高が減らない

(兆円) 【ETFの売却を伴う日銀保有ETFの評価額の予測】

(単位:%)



1999年度	28.4	2009年度	36.8	2019年度	-10.8
2000年度	-36.1	2010年度	-12.0	2020年度	54.2
2001年度	-15.2	2011年度	3.4	2021年度	-4.7
2002年度	-27.7	2012年度	23.0	2022年度	0.8
2003年度	46.9	2013年度	19.6	2023年度	44.0
2004年度	-0.4	2014年度	29.5		
2005年度	46.2	2015年度	-12.7		
2006年度	1.3	2016年度	12.8		
2007年度	-27.5	2017年度	13.5		
2008年度	-35.3	2018年度	-1.2		

J-REIT⇒ETFに比べて含み益が少ない

(資料) 左三川郁子・中野雅貴mimeo

(Pt) 【日銀の保有J-REIT損益分岐点と東証REIT指数(終値)の推移】

