

2024 年 6 月 26 日

Mizuho RT EXPRESS

日銀の国債買入れ減額は緩やかなペースを予想 ～短期金利上昇と国債買入れ減額で長期金利上昇～

調査部 総括・市場調査チーム 上席主任エコノミスト 上村未緒
080-1069-4899 mio.uemura@mizuho-rt.co.jp

■ 日本銀行は国債買入れオペの「相応な規模」の減額方針を決定。7 月末に詳細開示

日本銀行は2024年6月の金融政策決定会合（6/13・14）で、国債買入れオペを「相応な規模」で減額する方針を決定した。次回7月決定会合（7/30・31）までは現在の買入れ方針を継続し、7月決定会合で今後1～2年程度の具体的な減額計画が提示されることとなった。

7月決定会合までは減額の具体的な内容が不明なもの、進め方については多少明らかになった。3月の政策枠組みの変更に至る過程と同様に、6月決定会合で減額を「予告」し事前に情報を開示したように、日銀は市場に予見可能性を与え淡々と実施することを重視している。6月決定会合の主な意見

図表1 国債買入れ減額にかかる6月決定会合での議論

進め方	■ 金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、国債買入れを減額していくべきである。その際、<u>国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で相応の規模の減額をしていくことが適切</u>（主な意見） ■ 国債買入れの削減についても、削減額やペースのほか、枠組みの作り方などを工夫することで、市場の混乱を起こすことなく削減を行うことができると考えている。<u>今回具体案を決めるより、市場参加者の見方を確認するプロセスを踏んだ方が、よりしっかりとした規模の削減ができる</u>（主な意見） ■ 国債の買入れ額の減額については、債券市場の需給や機能度の改善状況を踏まえつつ、中期的な計画を策定して、これに沿って淡々と減額を行うことが望ましいが、<u>減額の最適なペースなどを設定する必要があるため、市場との対話も含め、ある程度の時間をかけて慎重に検討すべき</u>（主な意見） ■ <u>国債買入れの減額については、開始時期や規模次第で経済を下押ししうるため、市場と対話を図りつつ、経済情勢を点検してから徐々に進めることが必要</u>（主な意見） ■ 国債買入れの減額に際し、今後の国債保有構造のあり方を念頭に、中長期的観点から新たな市場構造を議論していく必要がある。その際には、市場参加者を取り巻く前提となる環境を含め、幅広く議論していくことが重要（主な意見）
削減理由	■ 3月の政策枠組み見直しの趣旨を踏まえ、国債買入れの減額を行うことで、市場における日本銀行のプレゼンスを小さくしていくことが必要である（主な意見） ■ <u>①国債市場で日本銀行が圧倒的に大きなプレーヤーである、②市中での代替が簡単ではないほど日本銀行が大量の国債を保有している、といった大規模緩和の副作用が課題として残っている。このため、市場と対話しながら、適時適切に、日本銀行バランスシートの正常化を進めていく必要がある</u>（主な意見） ■ バランスシートの縮小は、拡大した日本銀行の市場への関与を市場への攪乱的影響を避けつつ減らしていくことが目的であり、金融政策とは切り離して行うものである（主な意見）
削減額など	■ 減額する以上、<u>相応な規模になる</u>（植田総裁記者会見） ■ <u>どこが最適点かわからないものの、望ましい国債保有残高や超過準備の水準に到達するまでにはかなり時間がかかる</u>（植田総裁記者会見）

（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

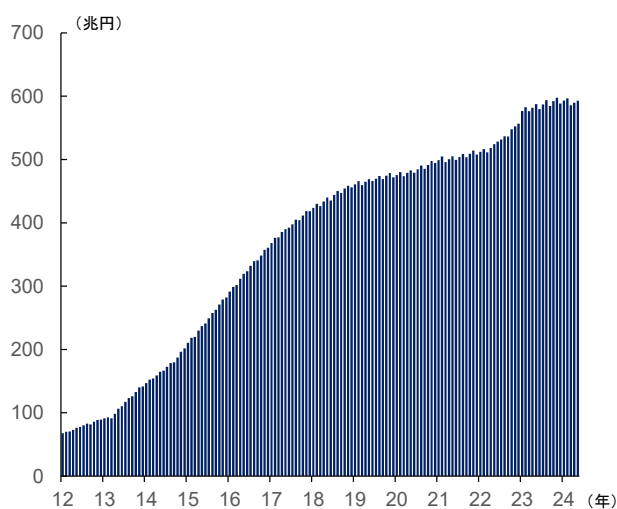
（6/24公表）で、市場との対話を重視する指摘が多く挙げられているほか（図表1）、減額の規模やペースの検討にあたって債券市場参加者会合を7月9日、10日に開催し、債券市場参加者の意見を確認することとなっている。また、日銀は国債市場の安定も重視している。「国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保する」としていることから、長期金利の急上昇が懸念される場合のために臨時の国債買入れオペなどの枠組みを維持することになるだろう。

■ 国債買入れの減額は、長期金利への影響に配慮し慎重に、丁寧に進められる見通し

国債買入れの減額は、植田総裁が記者会見で「相応な規模」になると発言しているものの、現時点で国債買入れ減額の規模やペースは不明である。ただし、日銀の国債保有割合が半分以上（2023年12月末時点）¹の状況に鑑みると、国債買入れ減額の規模によっては市場に大きな影響をもたらさう。例えば、日銀の国債保有額の減少により、長期金利を押し下げるストック効果が緩和し、長期金利が急上昇するリスクがある。国債市場の安定を揺るがしかねないほか、日銀の次に国債を多く保有する銀行等の金融機関の保有国債の大幅な評価損、含み損を通じた、金融システムの脆弱化も懸念される。こうした点を踏まえると、日銀は「相応な規模」としつつも、緩やかなペースで慎重に国債買入れの減額を進めていくことになると考えられる。実際、先述のとおり日銀は国債買入れの減額にあたり、市場との対話を強く意識し丁寧に進めていく姿勢を示している。

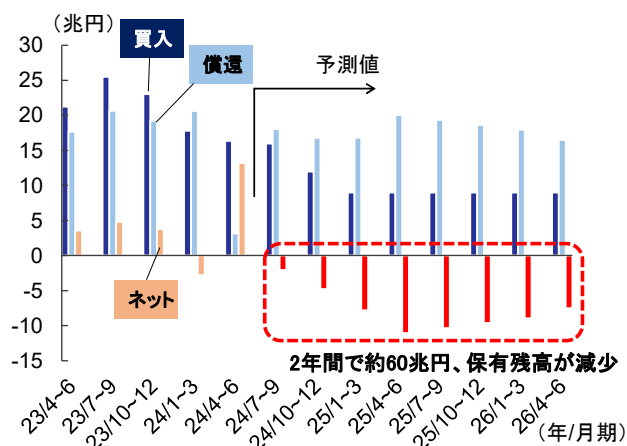
量的・質的金融緩和が2013年4月に導入されて以来、日銀は大規模な国債買入れを進め、国債保有残高は2024年5月末時点で約600兆円におよぶ（図表2）²。2023年度は毎月平均して6兆円程度の国債買入れを実施し、償還とあわせてネットで約9兆円増加した。植田総裁が6月決定会合後の記者会見で指摘していたように、国債保有額の最適な水準は現時点で明らかではない。また、今後1～2年程度で到達するものでもない。そこで、国債買入れを量的・質的金融緩和導入以前の月2～3兆円程度を目安に減

図表2 日銀の国債保有残高



（注）直近値は2024年5月末
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 国債買入れ・償還フロー



（注）償還予測値は現時点の償還スケジュールより算出。2024年4～6月期は5月末までの実績値
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

額していくものと想定し、次回7月決定会合以降（2024年8月以降）、四半期ごとに1兆円ずつ買入れ額が減額される場合を試算した（図表3）。この場合、月当たり買入れ額が3兆円に到達するのは2025年1～3月期になる。以降、買入れ額が据え置かれたとしても、償還額が買入れ額を上回ることから、日銀の国債保有残高は今後2年間で約60兆円減少する（年率約▲5%）計算となる（図表3）。そのため、2年後の2026年6月末時点の日銀の国債保有割合は、2023年12月末データを元に試算すると、50%弱に低下するものの、大きな振れをもたらずペースにはならないとみられる³。

■ 2024 年度に 2 回の利上げ、長期金利は 1%台半ばへの上昇を予想

みずほリサーチ&テクノロジーズは、2024年7～9月期、2025年1～3月期に日銀は0.25%ずつの利上げに踏み切るとみている。2024年度は、消費の回復が緩慢にとどまるものの、春闘を受けて力強く賃金が上昇し、日銀の見通しにあるように、2%を上回る消費者物価（除く生鮮食品）の上昇が続くことから、半年に1度のペースで慎重に利上げを進めるものと予想している。一方、2025年度は、2024年度の賃上げを受けて企業収益が減速するとみられ、賃金の伸びが2024年度対比で鈍化し、物価上昇圧力も鈍化することから、日銀は様子見姿勢に転じると予想する⁴。

短期金利の0.5%までの上昇と、上記で想定した日銀の国債買入れ減額（バランスシート圧縮）を踏まえると、長期金利は2025年度末にかけて1%台半ばまで上昇するとみられる。ただし、長期金利が2%を試すような形で急激に上昇する懸念が高まる場合は、臨時の国債買入れなどで日銀は柔軟に対応することになる。

図表4 物価や金融政策にかかる6月決定会合の議論

賃金・物価	■ 消費者物価の基調的な上昇率は徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる（主な意見） ■ 賃金と物価の好循環が実現しつつあるが、名目賃金上昇率、予想インフレ率、サービス価格上昇率などを踏まえると、基調的な物価上昇率はまだ2%に届いていない（主な意見） ■ 本年の春季労使交渉の結果が賃金統計に十分に反映されているとは未だ言い難いが、企業物価指数や企業向けサービス価格指数の上昇を見る限り、「物価安定の目標」に向けて着実に進んでいる（主な意見） ■ 物価は4月の展望レポート時の見通しに沿って推移している（主な意見） ■ 来年度後半の2%の「物価安定の目標」実現に向けて、オントラックで進んでいる（主な意見） ■ 輸入物価上昇は、現時点で2022年以降のような価格転嫁をもたらすとは考え難いが、価格を据え置くとするノルムの転換もあり、従前より価格転嫁が進みやすく、2024年後半に向けて価格引き上げの波が再び生じる可能性もある（主な意見）
利上げ判断	■ 既往の輸入物価上昇が物価を上昇させた力が落ちていくところと、賃金上昇がサービス価格を押し上げる力がもう少し強まっていくところと、2つの力の拮抗をもう少し見極めたい（植田総裁記者会見） ■ 基調的な物価上昇率が2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく。リスクが上振れる場合も政策を変更する（植田総裁記者会見） ■ 7月決定会合までのデータ・情報次第で短期金利を引き上げて金融緩和度合いを調整することは当然あり得る（植田総裁記者会見） ■ コストプッシュを背景とする第2ラウンドの価格転嫁によって物価が上振れる可能性もあるだけに、リスクマネジメントの観点から金融緩和の更なる調整の検討も必要（主な意見） ■ 上振れリスクも出てきている。目標実現の確度の高まりに応じて、遅きに失することなく、適時に金利を引き上げることが必要（主な意見） ■ 円安は物価見通しの上振れの可能性を高める要因であり、リスクマネジメントアプローチに立って考えれば、リスク中立的な、適切な政策金利の水準は、その分だけ上がると考えるべき（主な意見） ■ 消費者物価が明確に反転上昇する動きや、中長期の予想インフレ率の上振れなどを経済指標で確認してからで良い（主な意見） ■ 個人消費が盛り上がり欠中、当面は現在の金融緩和継続が適当（主な意見）

（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ

7月決定会合は国債買入れ減額の詳細が明らかになるほか、展望レポートで経済・物価見通しが改訂されるため、このところの円安の進行等を受けた基調的物価上昇を日銀がどう評価するかが注目される。6月決定会合の主な意見をみると、6月決定会合での物価見通しは4月決定会合時点と乖離しておらず、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの先行きの見方に変化はない（図表4）。そのもとで、政策委員の間には、基調的な物価上昇や中長期的な予想インフレ率の上昇を見極めようとする慎重な見方と、物価上振れリスクを重視する見方とが混在し、6月決定会合時点ではどちらかのポジションに傾いているわけではないことが示されている。次の利上げのタイミングを見極めたい市場にとって、日銀のコミュニケーションや物価・賃金動向の丹念なフォローが欠かせない時間帯が続く。

¹ 国庫短期証券を除く。

² 2024年5月末時点で国債保有残高は596兆円。うち、利付国債などの長期国債が592兆円、国庫短期証券等の短期国債が3.8兆円。

³ もっとも、日銀の国債買入れ減額方針を受けて財務省が国債発行計画を再検討する動きがみられるなど、発行市場が長期的に変化することも考えられる。また、日銀の国債買入れ減額の対象年限や利回り等で構造が変化しうるのは留意が必要。

⁴ みずほリサーチ&テクノロジーズの日本経済予測チームは、名目賃金上昇率は2024年度3%台、2025年度2%台を予想している。

【PR】YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。