



2024 年 6 月 14 日

日銀の国債保有が無ければ足元の長期金利は 2%※

日銀の国債保有減額はゆっくりとしたペースで進めざるを得ない

- 日本銀行の国債保有額の増加ペースは減速している。金融政策の正常化を進める過程では、日本銀行はどこかのタイミングで国債保有額を減少させていくと予想される。すなわち、今後、長期金利（10 年物国債金利）は上昇しやすい環境になるだろう。
- 本レポートでは、長期金利の上昇余地を考えるために、日本銀行が国債を保有していなかった場合の長期金利の水準を簡易的に試算した。須藤、田中（2018）が明らかにしたように、日本銀行が長期国債を保有することは、ターム・プレミアムの押し下げを通じて長期金利を下押しする（ストック効果）。本レポートでも、ラフな方法ではあるが、リスクプレミアム（長期金利－名目中立金利）を試算したうえで、日本銀行が国債を保有することによるリスクプレミアムの下押し効果を推計した。
- 推計の結果、ストック効果によるリスクプレミアムの下押し効果は 1% 超との結果が得られた。これを踏まえると、日本銀行の国債保有がゼロの場合の長期金利の水準は足元で 2% 程度との計算になる。日本政府の財政状況を踏まえると、2% の金利水準は高めであり、日本銀行は保有国債の減額について、ゆっくりとしたペースで進めざるを得ないだろう。

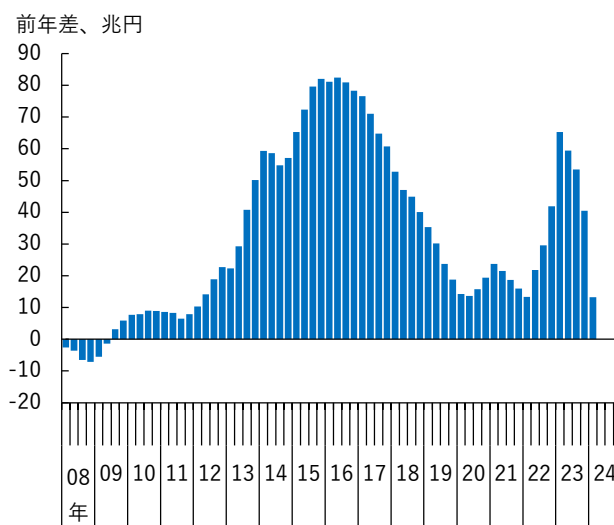
※6月14日公開の本レポートの一部（4ページの図表5、本文3行目）に誤りがありました。お詫びして訂正します。

1. 日銀の国債保有の増加ペースは既に減速している

足元で日本銀行の金融政策は正常化に向かっていくが、それに合わせて、国債保有額についても増加ペースが緩やかになっている。日本銀行は 2022 年に国債の買入れ額を増やし、長期金利（10 年物国債金利）の上昇の抑制を試みたため、いったんは国債保有額が急激なペースで増加した（図表 1）。しかし、イールドカーブ・コントロール政策が段階的に緩和されたことで、2023 年以降、増加ペースは減速している。2024 年 3 月には、イールドカーブ・コントロール政策は撤廃された。さらに、先行きも金融政策が一段と正常化すると予想され、その過程では、日本銀行による国債の保有額は減少すると考えられる。

日本銀行が国債保有額を減額すれば、国債の需要の減少要因となるため、長期金利は上昇（10 年

図表 1 日本銀行の国債保有額の増加ペース
増加ペースは 2023 年から減速している



注：四半期平均値の前年差。資産の長期国債のデータ。
出所：日本銀行「日本銀行勘定」、CEIC より浜銀総研作成

物国債価格は下落)しやすくなると予想される。そこで、以下では、長期金利の上昇余地について考えるために、日本銀行が国債を保有していなかった場合の長期金利の水準を推計する。

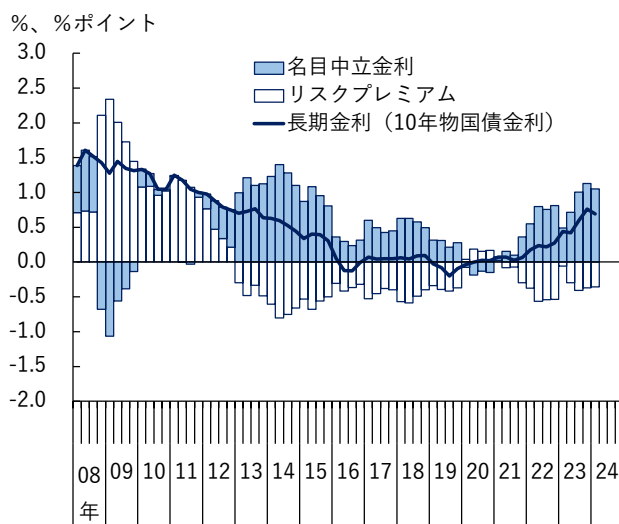
2. 日銀の国債保有のストック効果は1%超

長期金利は短期金利の将来予想の平均値と、ターム・プレミアム（投資家が長期にわたって資金を移動できないことや、満期までのデフォルトリスクに対して要求する追加リターン）で決まると考えるのが一般的である¹。須藤、田中（2018）が明らかにしたように、日本銀行が長期国債を保有することは、ターム・プレミアムの押し下げを通じて長期金利を下押しする（ストック効果）^{2,3}。ただ、短期金利の将来予想の平均値や、ターム・プレミアムの推計には、複雑なモデルが必要となる。

本レポートでは、極めてラフな方法ではあるが、ターム・プレミアムと重なる概念と考えられるリスクプレミアムを試算し、そのうえで、日本銀行が国債を保有することによるリスクプレミアムの下押し効果を推計する。内閣府（2010）では、リスクプレミアムを長期金利から潜在成長率と家計の期待物価上昇率を差し引いた値として定義している。潜在成長率を自然利子率と考えれば、この方法はリスクプレミアムを、長期金利から名目中立金利（自然利子率+期待インフレ率）を差し引いた値として定義したと言い換えることができる。今回の分析ではこの方法を用い

図表2 日本の長期金利の分解

足元でリスクプレミアムはマイナス圏内で推移



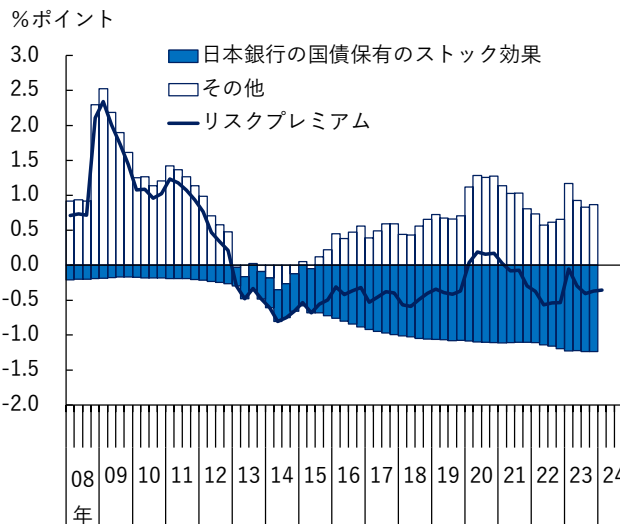
注1：名目中立金利の導出方法は本文と脚注を参照。

注2：リスクプレミアムは長期金利から名目中立金利を差し引いた残差。

出所：内閣府「潜在成長率」、日本銀行「短期金融市場金利」、「資金循環統計」、Bloombergより浜銀総研作成

図表3 長期金利のリスクプレミアムの分解

ストック効果の下押し効果は足元で1%超



注1：リスクプレミアムの導出方法は本文と脚注を参照。

注2：その他はリスクプレミアムから日本銀行の国債保有のストック効果を差し引いた残差。

出所：内閣府「潜在成長率」、日本銀行「短期金融市場金利」、「資金循環統計」、The Federal Reserve Bank of San Francisco "Treasury Yield Premiums"、Bloombergより浜銀総研作成

¹ 長期金利について詳しく解説している服部（2023）においても、「名目長期債利回り＝予測短期金利の平均＋ターム・プレミアム」として紹介されている。また、本レポートの分析でも用いたサンフランシスコ連邦準備銀行が公表している米国10年物ゼロクーポン債のターム・プレミアムも、この考え方に基いて推計されている。

² 須藤、田中（2018）では、日本銀行の長期国債買入れによるターム・プレミアムの下押し効果について、残高を通じたストック効果と、買入れ規模を通じたフロー効果を分析し、大部分がストック効果であることを示した。

³ より直感的には、日本銀行が市場に出回る国債を一部保有してしまうことで、市場の国債の供給が実質的に減り、国債価格が上昇する（国債金利は低下する）という解釈になると考えられる。

ることにする。

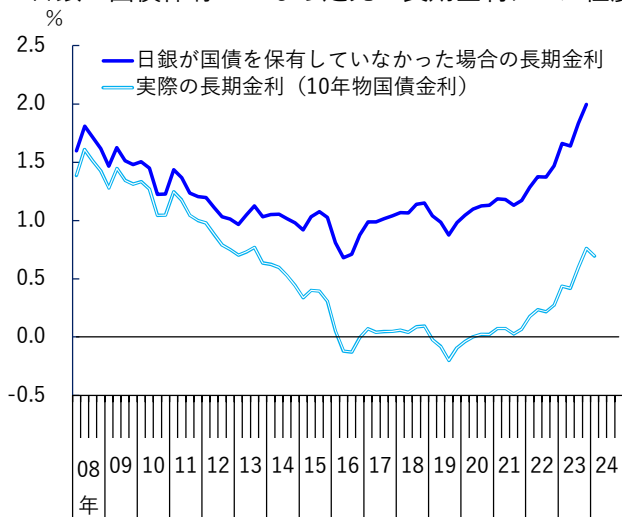
まず、名目中立金利については、自然利子率を「①潜在成長率」と「②実質政策金利のトレンド」の平均値とし、そこに期待インフレ率（10年のインフレスワップレート）を足し上げて求めた⁴。長期金利から求めた名目中立金利を差し引いてリスクプレミアムを計算すると、図表2のようになる。足元でリスクプレミアムはマイナス圏内で推移している。

次に、このリスクプレミアムがどの程度、日本銀行による国債保有のストック効果によって下押しされているのかを推計する。ここでは、リスクプレミアムを被説明変数、日本銀行の国債保有比率を説明変数として回帰分析を行った⁵。推計の結果、日本銀行の国債保有のストック効果は、足元で1%台前半ということが分かった（図表3）。すなわち、現在の長期金利は日本銀行の国債保有によって、1%超下押しされているということであり、それだけ長期金利の上昇余地が存在するということである。

3. 日銀は国債保有の減額を、ゆっくりと進めざるを得ない

前述のストック効果の推計結果を踏まえて、日本銀行が国債を保有していなかった場合の長期金利を計算すると、足元では2%程度との結果が得られる（図表4）。この水準が持つ意味を考え

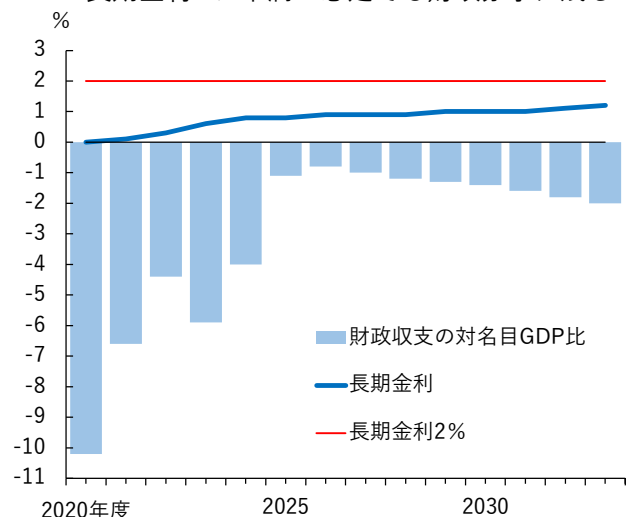
図表4 長期金利の実績値と理論値
日銀の国債保有ゼロなら足元の長期金利は2%程度



注：導出方法は本文と脚注を参照。

出所：内閣府「潜在成長率」、日本銀行「短期金融市場金利」、「資金循環統計」、The Federal Reserve Bank of San Francisco “Treasury Yield Premiums”、Bloombergより浜銀総研作成

図表5 内閣府の中長期の経済財政見通し
長期金利2%未満の想定でも財政赤字は残る



注：ベースラインケース。国・地方の財政収支。復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。

出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算（令和6年1月22日経済財政諮問会議提出）」

⁴ この方法は白須（2024）で扱った3つの方法のうちの2つを用いたものである。今回は議論の複雑化を避けるため、政策代理変数（詳細は鎌田、須合（2006）を参照）を用いないこととした。なお、実質政策金利は無担保コールレート（オーバーナイト物）から10年のインフレスワップレートを差し引いた値とした。実質政策金利のトレンド抽出には、ホドリック・プレスコットフィルターを用いた。期間は2008年1～3月期から2023年1～3月期である。また、自然利子率について、潜在成長率や実質政策金利のトレンドを用いることについての詳細は、岩崎、須藤、西崎、藤原、武藤（2016）を参照。

⁵ リスクプレミアムを被説明変数、日本銀行の国債保有比率と米国10年物ゼロクーポン債のターム・プレミアムを説明変数とする重回帰分析を行った。期間は2008年1～3月期から2023年10～12月期。図表3では、推計結果のうち日本銀行の国債保有比率の係数を用いて、日本銀行の国債保有のストック効果を求めた。なお、日本銀行の国債保有比率を求める際には、日本銀行の「資金循環統計」における国債・財投債の系列を用いた。日本銀行（2021）でも「日本銀行の国債保有割合」を用いた推計を実施しているが、本レポートでは、日本銀行の保有国債の残存期間を考慮できていないため、推計結果は幅を持つ必要がある。

るために、図表 5 では 2024 年 1 月に発表された内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」のデータを示した。同試算では、長期金利が 1%前後で推移する見通しを想定しているが、それでも 2030 年代まで財政赤字が残る試算結果となっている。今後の経済情勢や物価情勢次第ではあるものの、2%の長期金利は日本政府の利払い負担を高め、財政赤字を政府見通し以上に拡大する恐れがある。日本銀行は財政について所管外ではあるものの、政府の財政負担も念頭に置きながら、国債保有額の減額はゆっくりとしたペースで進めざるを得ないだろう。

参考文献

- 岩崎雄斗、須藤直、西崎健司、藤原茂章、武藤一郎（2016）「わが国における自然利子率の動向」、日銀レビュー、2016-J-18、2016 年 10 月、日本銀行
- 鎌田康一郎、須合智広（2006）「政策金利ゼロ制約下における金融政策効果の抽出」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.06-J-13、2006 年 7 月、日本銀行
- 須藤直、田中雅樹（2018）「日本における市場分断・特定期間選好仮説の DSGE モデルによる検証—ストック効果とフロー効果の定量比較を中心に—」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.18-J-9、2018 年 10 月、日本銀行
- 白須光樹（2024）「マイナス金利政策の解除は正常化の通過点」、Economic View No.74、浜銀総合研究所
- 内閣府（2010）『日本経済 2010－2011—景気「再起動」の条件—』
- 日本銀行（2021）「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」
- 服部孝洋（2023）『日本国債入門』、一般社団法人金融財政事情研究会

執筆者紹介



白須 光樹（しらす みつき）

浜銀総合研究所 調査部 副主任研究員

（日本証券アナリスト協会認定アナリスト）

神奈川県経済や観光を担当、為替・金利の影響分析など。

神奈川県経済や日本経済の構造分析のほか、為替や金利動向が経済に与える影響などについても分析している。

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取り扱いいただきますようお願いいたします。