JCER

東京財団政策研究所
研究プログラム「財政危機時の緊急対応プラン」Zoomウェビナー

日本銀行による金融正常化はいつ実施されるのか：時期と課題

2024(令和6)年3月14日(木)

公益社団法人 日本経済研究センター
左三川 郁子

（図表1）

金融正常化　デフレ脱却宣言とマイナス金利解除？

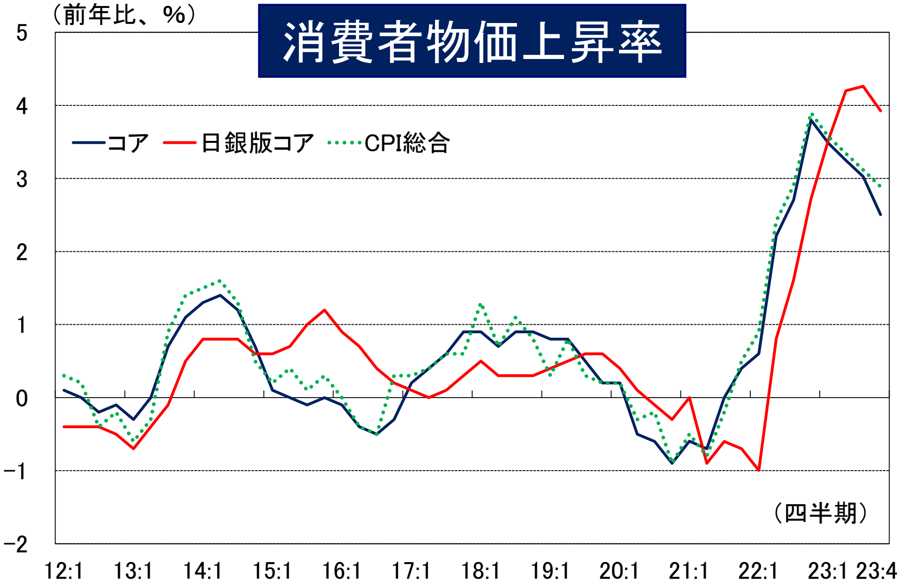
デフレに関する政府の見解と日銀の金融政策

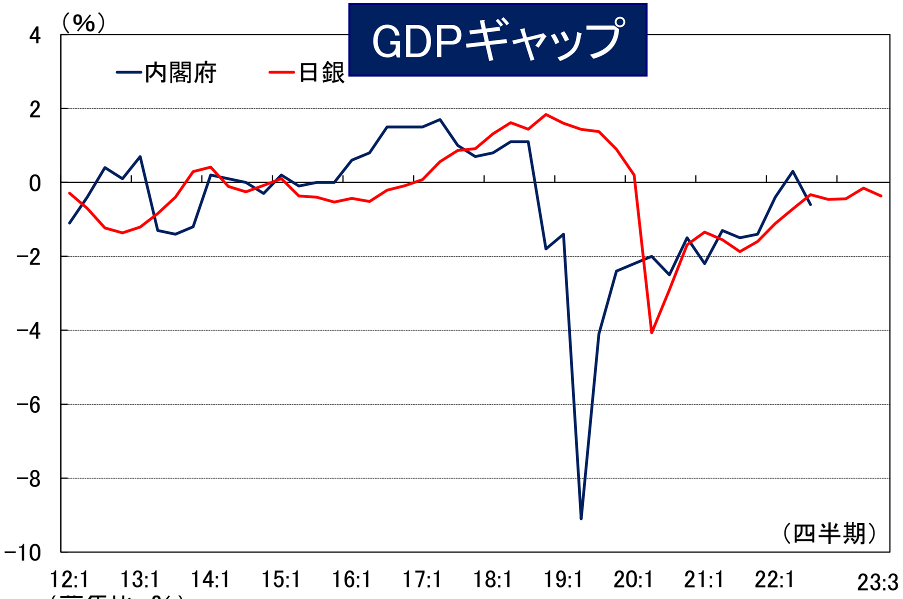
年	日付	政府（月例経済報告など）		日銀
2001	①3/16	デフレ宣言	・「持続的な物価下落」をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある。	
	②3/19			量的緩和政策
06	③2/22	景気回復宣言	・景気は、回復している。 （↑前月の月例経済報告：「景気は、緩やかに回復している。」） ・重点強化期間におけるデフレからの脱却を確実なものとするため、政策努力の更なる強化・拡充を図る。	
	④3/6	デフレ脱却の4条件	参院予算委員会（与謝野経済財政相） ・デフレ脱却とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」。 ・足元の物価の状況に加えて、再び後戻りしないという状況を把握するためにも、消費者物価やGDPデフレーター等の物価の基調や背景を総合的に考慮。例えば、需給ギャップや単位労働コスト。	
	⑤3/9			量的緩和解除
	⑥7/14			ゼロ金利解除
	⑦9/15	「デフレ」の文言を削除	・重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし…。 （↑前月：「重点強化期間内におけるデフレからの脱却を確実なものとし…」）	
			デフレではない（3年2カ月）	
09	⑧11/20	2度目のデフレ宣言	・物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある	
10	⑨10/5			包括的金融緩和政策
	⑩10/8	緊急総合経済対策	・「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」を閣議決定	
	⑪10/19	基調判断を下方修正	・景気は、このところ足踏み状態となっている。 （↑前月：「景気は、引き続き持ち直してきており、…。」）	
13	⑫4/4			量的・質的金融緩和政策
14	⑬6/24	デフレではない	・もはやデフレ状況ではなく、デフレ脱却に向けて着実に前進している。	
			デフレではない（今年6月で10年）	
24	⑭2/13	デフレ脱却の4条件プラスα	ミニ白書 ・デフレに後戻りする見込みがないことを確認するため、賃金の上昇、人件費等の適切な価格転嫁、物価上昇の広がり、予想物価上昇率等を総合的に点検。	⑯追加緩和（14年10/31） マイナス金利政策（16年1/29） YCC政策（16年9/21） マイナス金利解除（まもなく）？
	⑮2/21	基調判断を下方修正	・景気は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している。 （↑前月：景気は、このところ一部に足踏みもみられるが、緩やかに回復している。）	

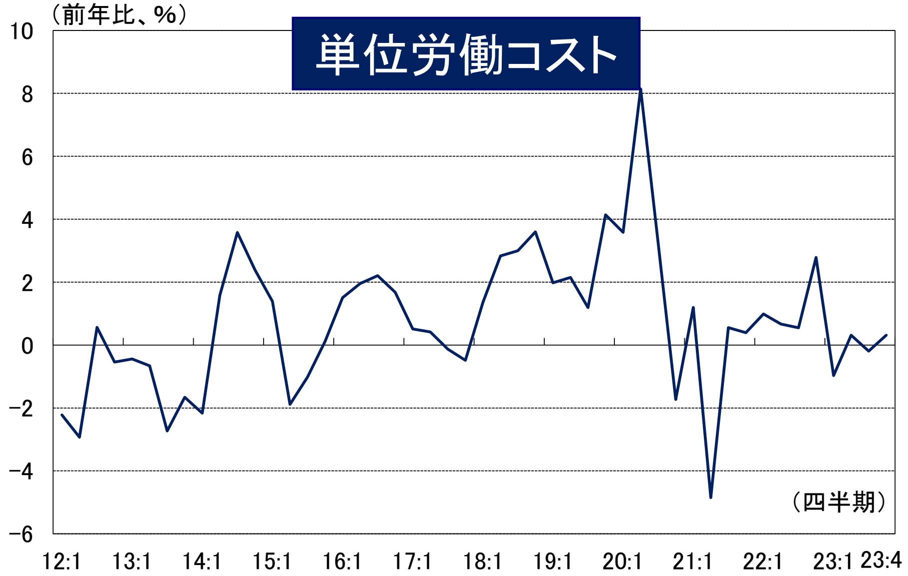
（資料）内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」、「経済財政白書」、「ミニ白書」、日本銀行

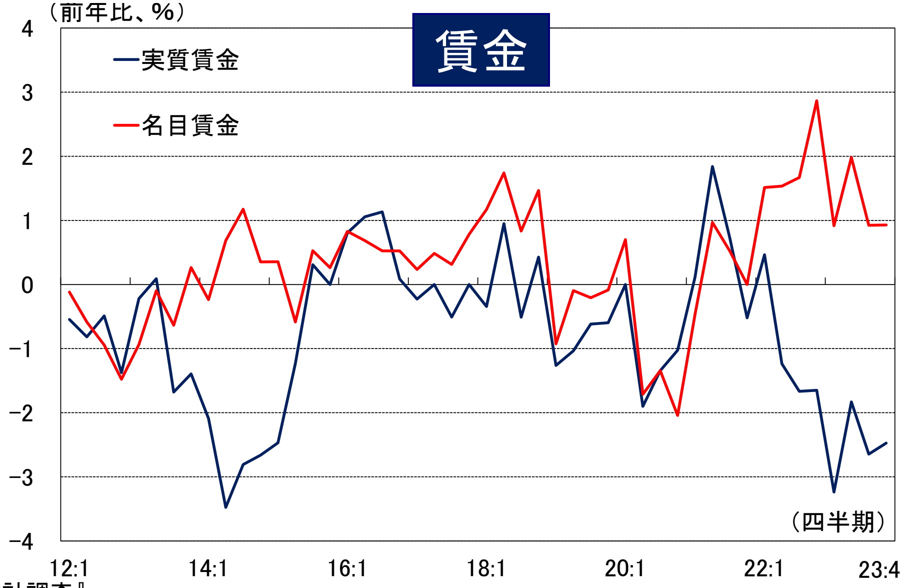
（図表2）

賃金と物価 マイナス金利解除の条件は揃いつつある







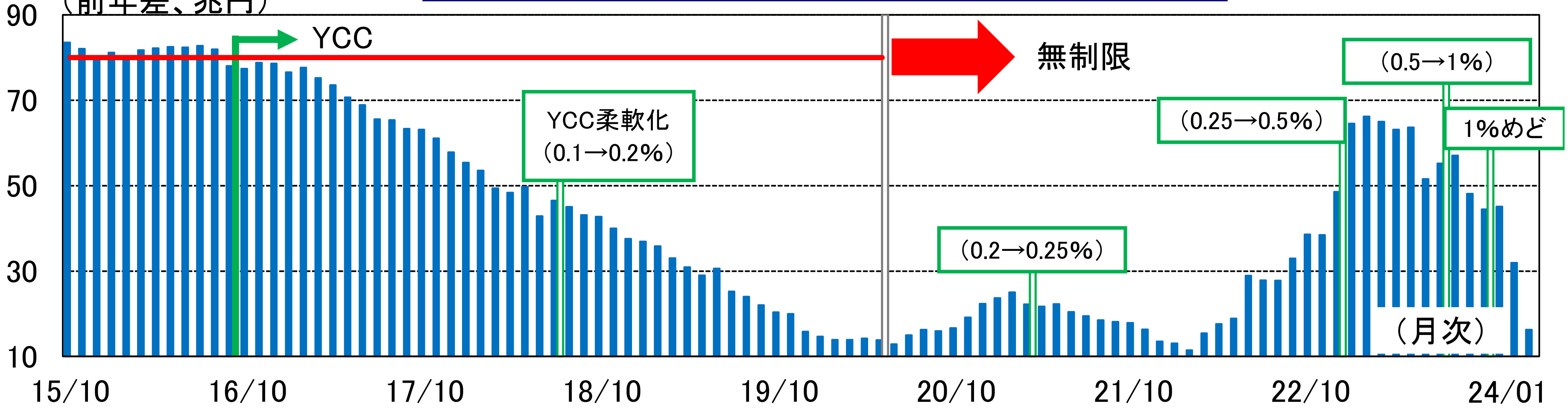


（資料）総務省、日本銀行、内閣府、日経NEEDS-FinancialQUEST、厚生労働省『毎月勤労統計調査』

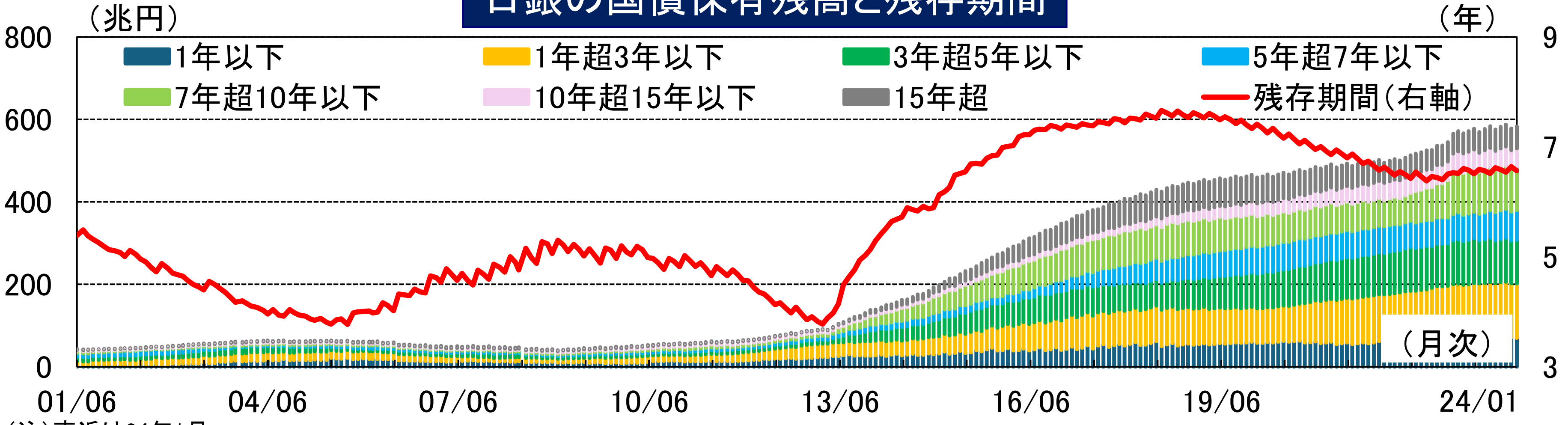
（図表3）

国債買い入れ　保有国債の自然減には数年を要する

日銀の国債買い入れは23年秋以降、急減速



日銀の国債保有残高と残存期間



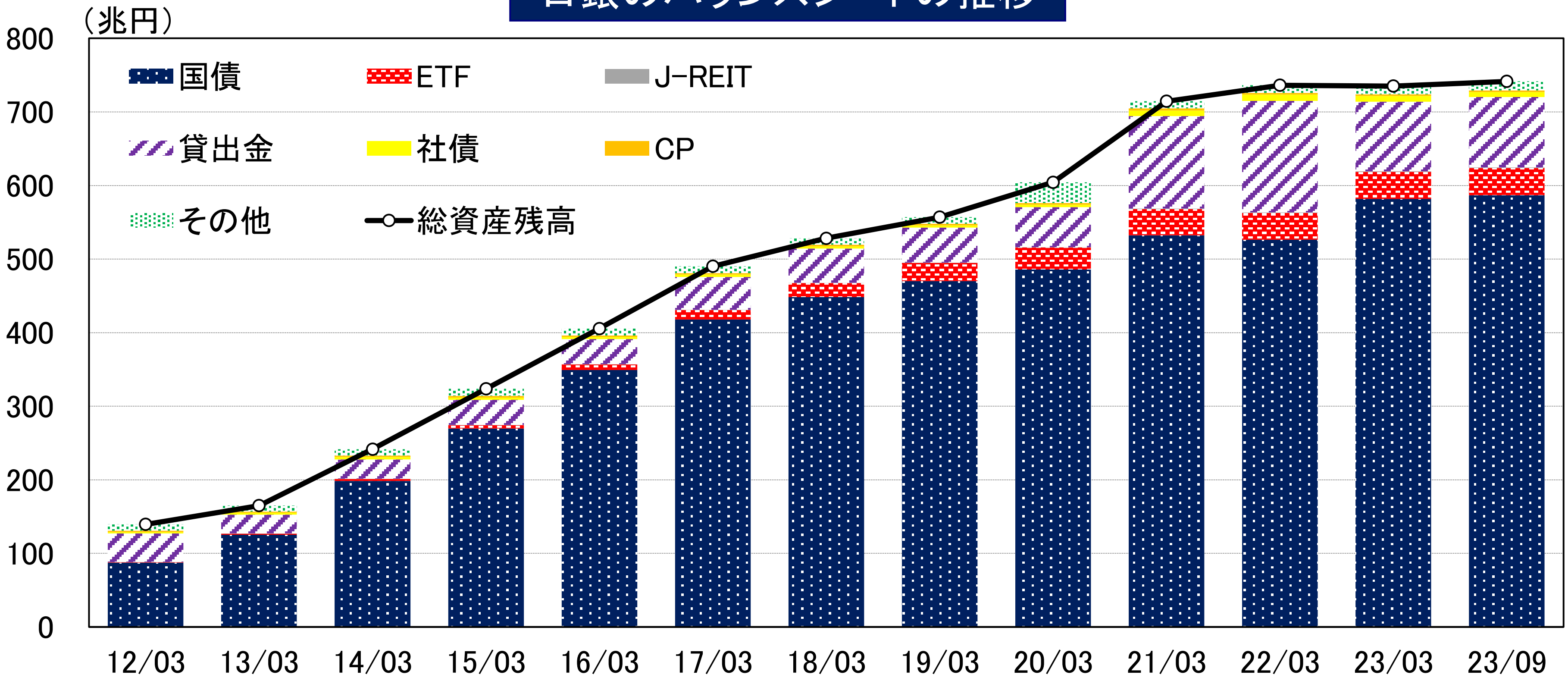
（注）直近は24年1月。
（資料）日本銀行

（図表4）

バランスシート　巨大なBSを抱えた状態で利上げ？

■ 586兆円の国債に加えて、満期のないETFやJ-REITを保有。
■ 前回の量的緩和からの出口とは異なる。金利を急激に引き上げると日銀に損失発生も。

日銀のバランスシートの推移

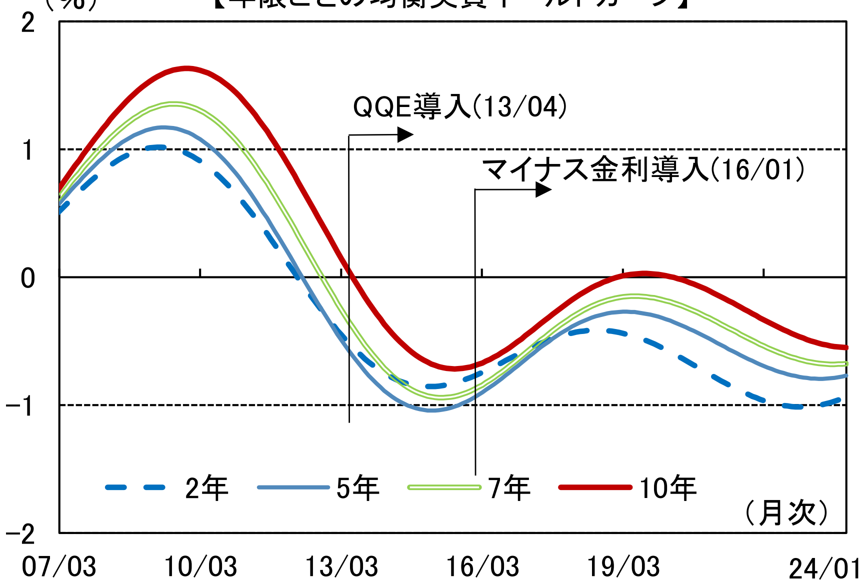


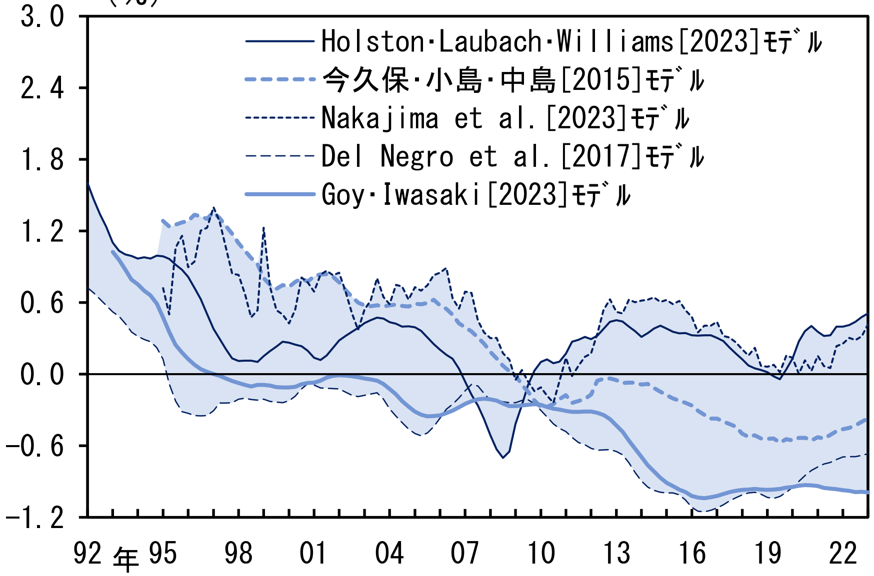
（注）直近は23年9月。
（資料）日本銀行

(図表5)

中立金利　緩和の程度をどのように判断するか

- ■ 日銀幹部は「マイナス金利解除後も緩和を続ける」と発言。
- ■ 実質均衡イールドカーブ(経済・物価に対して引き締め的にも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の年限カーブ)は足元でマイナス。





均衡実質イールドカーブの推計方法	【1】DNS(Dynamic Nelson-Siegel)モデルを使い、年限ごとの実質金利を①水準(Level)、②傾き(Slope)、③曲率(Curvature)の3要因で近似する。
	【2】バンドパスフィルターによって抜き出した3要因のトレンド成分を用いて推計した年限ごとの実質金利を均衡実質金利とし、均衡イールドカーブを描く。
実質金利の計算方法	名目金利−期待インフレ率(インフレスワップレート)　※2007年3月2日～2024年1月31日の日次データを月次平均化)

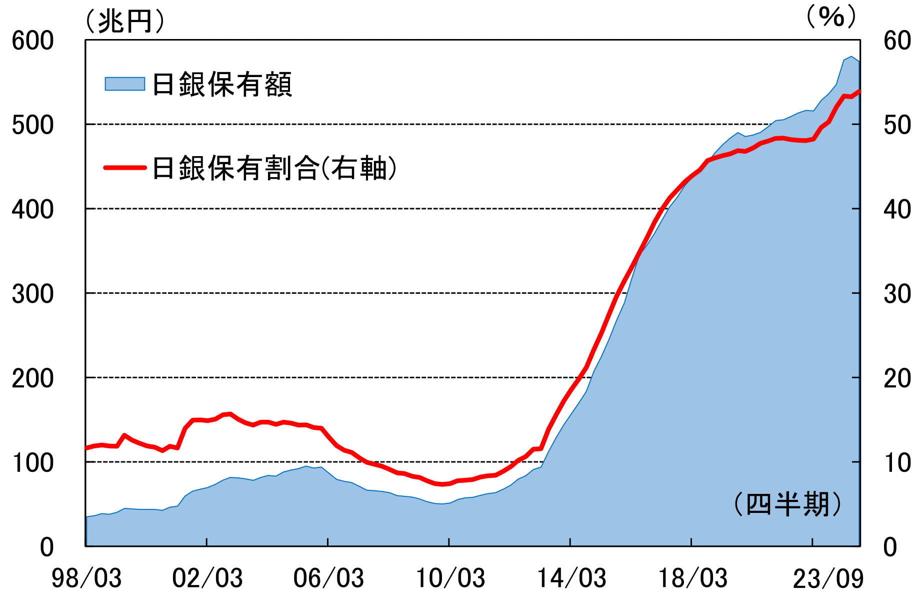
(資料) Bloomberg、日本経済研究センター金融班「世界的な金利上昇で債券損益はリーマン・ショック時並みの赤字に」(2022年9月27日)
日本銀行「非伝統的金融政策の効果と副作用」(2023年12月)より抜粋

（図表6）

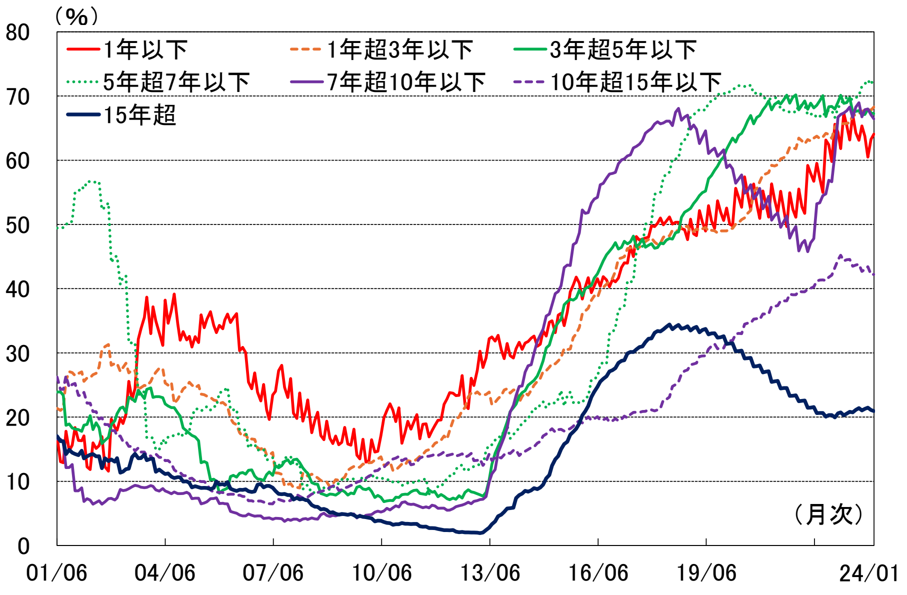
国債保有比率　10年以下の国債保有比率は7割に

- QQEの下で、日銀の長期国債の保有比率は5割を超えた。
- 7年超～10年以下では、いったん下がった保有比率が指し値オペで再び急上昇。
- 金融正常化で逆回転はスムーズに進むか？

日銀の国債保有比率の推移



期間別の国債保有比率の推移



（注）左パネルの直近は23年第3四半期、右パネルの直近は24年1月。
（資料）日本銀行

（図表7）

民間の国債引受 レバレッジ比率規制と特例措置

- レバレッジ比率が適用される国際基準行はいずれも基準達成（23年9月末期）。
- 日銀当座預金を分母から除外する「特例措置」がレバレッジ比率を押し上げ。

1 資産の規模による制約

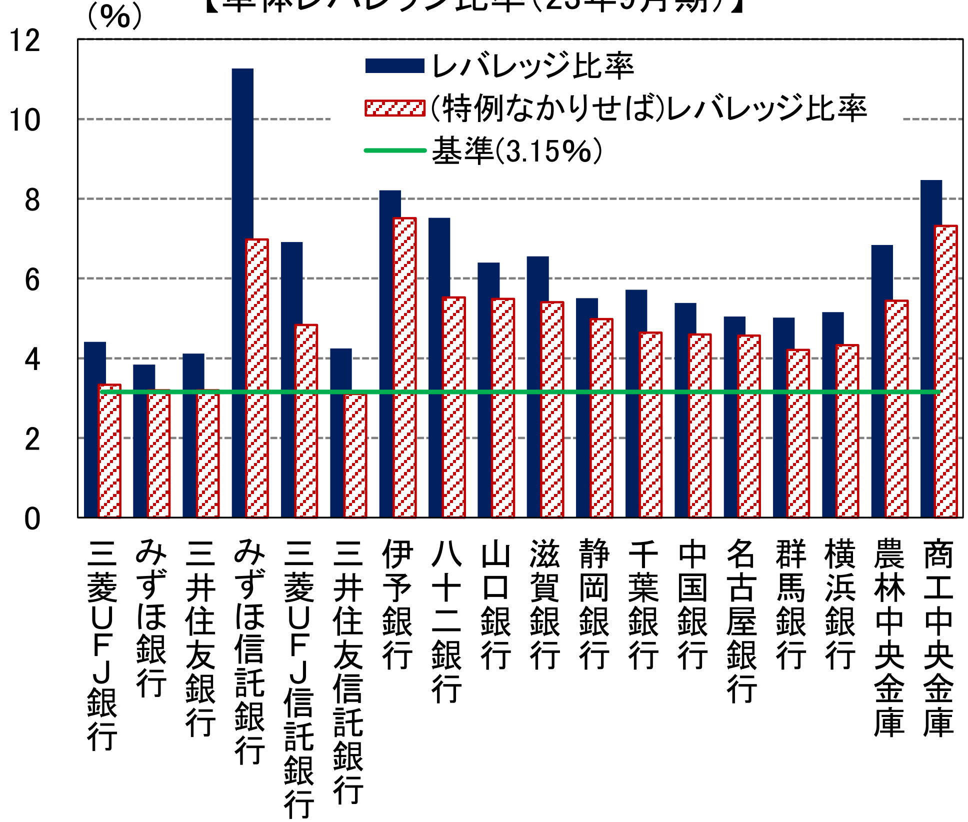
レバレッジ比率

目的	好況時に過剰な貸出の拡大を抑止するもの。自己資本比率を補完する規制。
基準	$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{Tier1}}{\text{エクスポージャー額}} \geq 3\%$
対象	国際基準行

20年6月～日銀当座預金をエクスポージャー額から除外する特例が適用されている（金融庁）

24年4月～3.15%に引き上げ（金融庁）

【単体レバレッジ比率（23年9月期）】



（注）上記以外の国際基準行には、最終指定親会社2社（大和証券グループ本社、野村ホールディングス）がある。国内基準行にはレバレッジ比率は適用されないため簡易的な試算を行った（詳細は24年3月末に公表予定のリポートに掲載予定）。
（資料）金融庁、各行ディスクロージャー誌

（図表8）

民間の国債引受 銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制

■ 期間の長い国債を多く保有するほど、金利リスク量（⊿EVE）は大きくなる。

■ 23年度は金利リスク量の基準を満たさなかった先が国際・国内基準行ともに増加。

2　資本の毀損回避

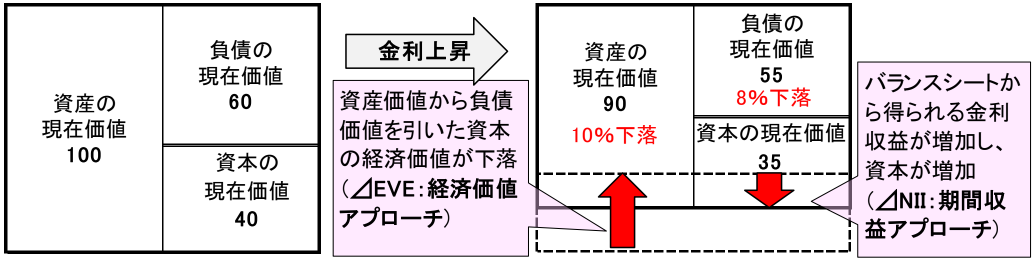
金利リスクの規制

（IRRBB：Interest Rate Risk in the Banking Book）

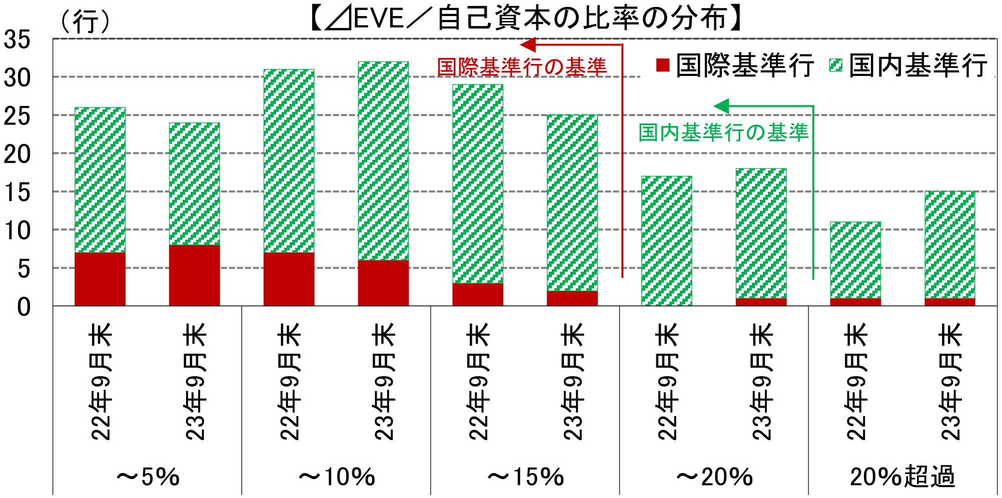
目的	金融機関が有している金利リスク量が自己資本の一定割合に収まっているか確認し、金利リスクに関して健全な運営を評価するもの。
基準	金利リスク量（⊿EVE）／Tier1資本の額（国内基準行は自己資本の額） ≦ 15%（国際基準行）、20%（国内基準行）
対象	国際基準行、国内基準行

6つ（国内基準行は3つ）の金利シナリオを用いて算出する

【金利リスク量の概念】



【⊿EVE／自己資本の比率の分布】



（注）右下グラフの国内基準行は、都銀・信託・長期信用銀・地銀・第二地銀・ゆうちょ銀行・信用中央金庫。

（資料）金融庁、各行ディスクロージャー誌

（図表9）

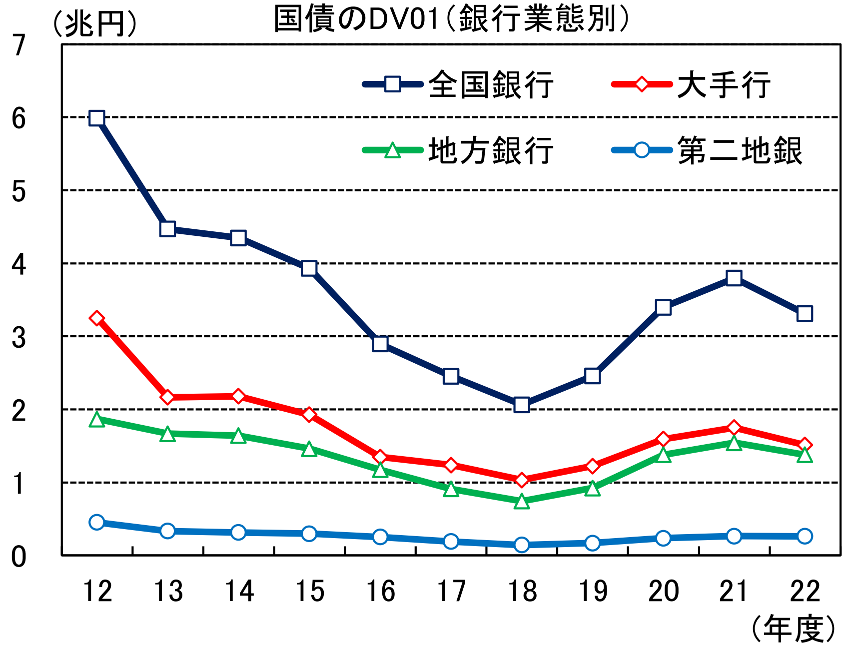
民間の国債引受　債券の金利リスク（DV01）

■ 金利が1bp（0.01%ポイント）変化した場合の債券価格の変化。

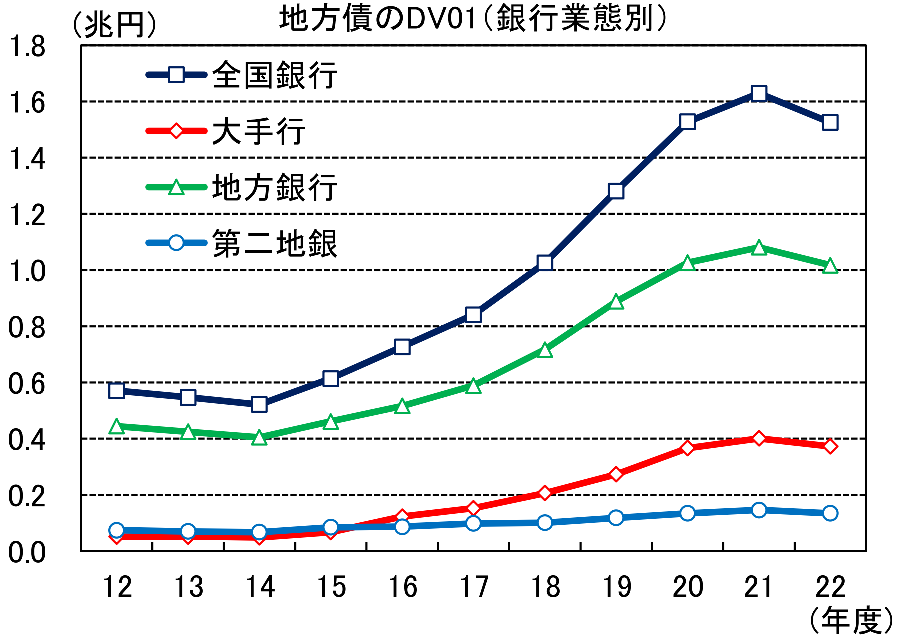
■ 全行銀行の国債DV01は19年度以降、地方債のDV01は15年度以降上昇傾向にある。

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（銀行業態別）



地方債のDV01（銀行業態別）



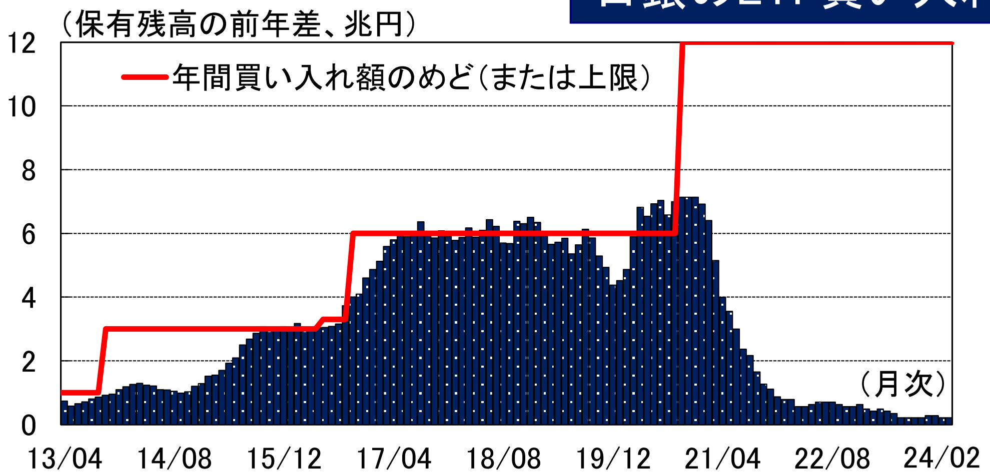
（注）年限は簡便的に1年未満を0.5年、1年以上3年未満を2年、3年以上5年未満を4年、5年以上7年未満を6年、7年以上10年未満を8.5年、10年超を15年として試算している。また、金利上昇幅は1%を仮定。

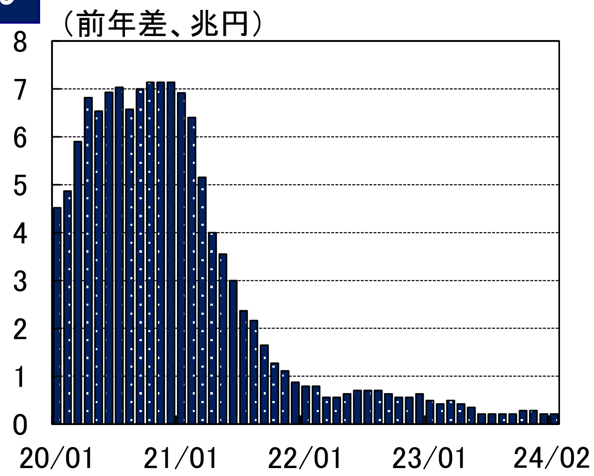
（資料）日経NEEDS-FinancialQUEST、各行のディスクロージャー誌

（図表10）

ETF買い入れ　日経平均株価が史上初の4万円台に

日銀のETF買い入れ





日銀保有ETFの損益分岐点

（資料）日本銀行、Bloomberg

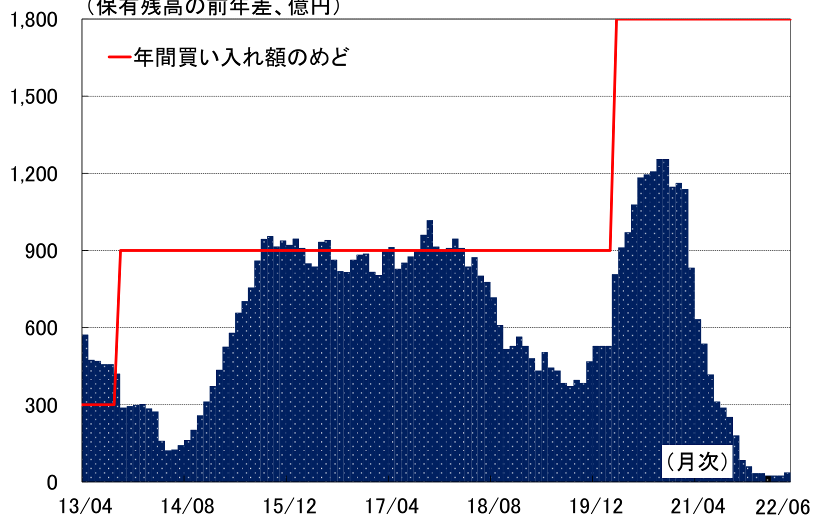
JCER

J-REIT

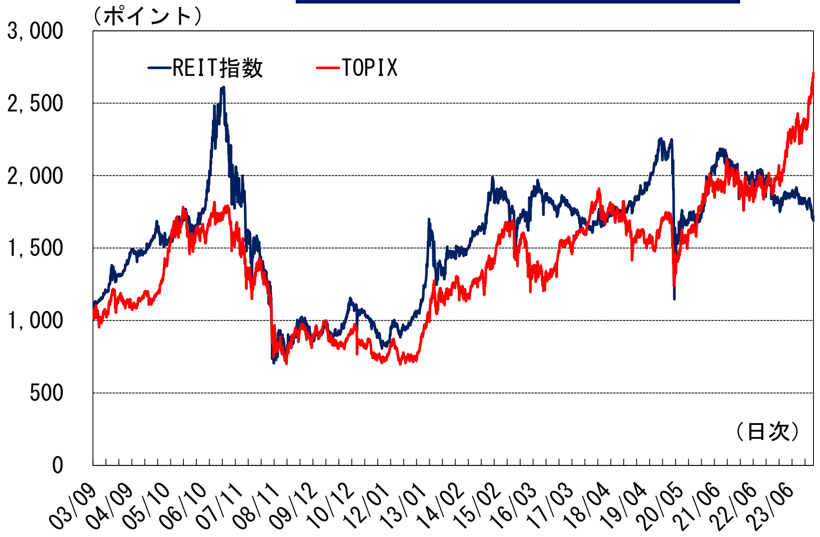
（図表11）

J-REITの買い入れは22年6月で停止

日銀のJ-REIT買い入れ



J-REIT指数・TOPIX



（資料）日本銀行、日経NEEDS-FinancialQUEST

- 同じリスク性資産の買い入れでもETFとJ-REITは性質が異なる。J-REITは個別株に近いため、減損リスクを抱える。保有上限が迫っている銘柄も。
- 日経平均株価が史上初の4万円台に乗せ、リスクプレミアムに働きかけるというETF買い入れの目的は果たした。損益分岐点までは距離がある上に、日銀は毎年1兆円を上回る分配金収入を国庫に納付。当面、持ち続けてもリスクは大きくない。
- なお、引当金として留保するかどうかは将来、日銀に損失が発生した場合の処理の問題と併せて議論する必要。

（図表12）

正常化の論点 金融正常化と日銀の財務

1．非伝統的金融政策の出口では損失が発生する

- ✓ 財政政策と異なり、景気後退局面での金融緩和政策は中央銀行に利益をもたらす⇒カウンター・シクリカル
- ✓ 海外の事例⇒赤字や債務超過が中央銀行の政策運営能力を損なうことはないという点について、国民の理解を求める必要

2．出口で発生する日銀の損失額のシミュレーション

- ✓ 利上げ幅や再投資など前提次第で結果が大きく変わる
- ✓ 金利上昇局面で銀行券は日銀に還流するのか？
- ✓ 最適なバランスシート規模は？

3．金融政策を巡る無用の混乱を招かないために

- ✓ 日銀の損失をどのように処理するかの取り決めが必要
- ✓ 過去の国庫納付金や法人税等とのバランス、ETF引当金活用