

金融市場パネル2024年第2回会合 (事務局資料)

<事務局>

野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部
井上哲也

2024年12月



1. 想定論点 1

想定論点1

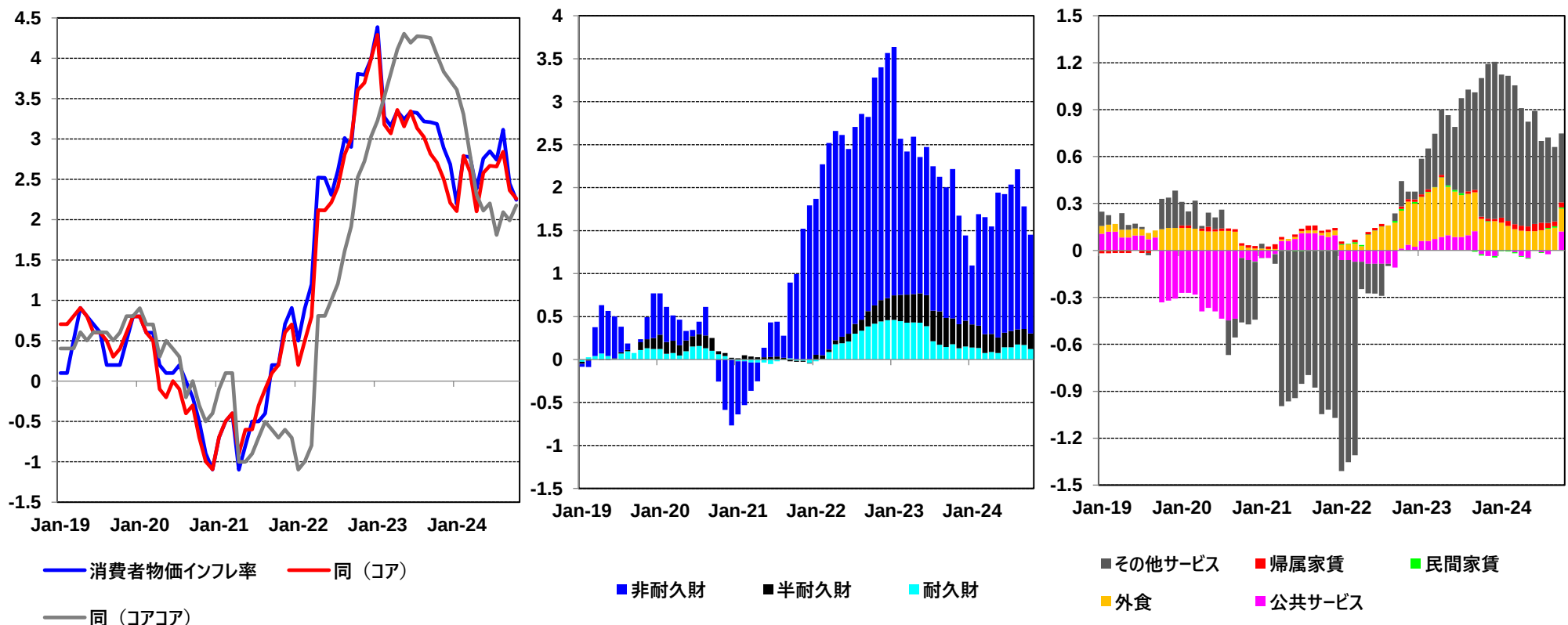
項目	事務局案
論点	・金融政策の「正常化」を取り巻く物価と経済の情勢
目的	・物価と経済の情勢について、利上げの合理性や持続性を意識しながら、当面の展望とリスクについて検討する
考えられる論点	< 物価 > ・物価を動かす要因の変化やその特徴 ・賃金や価格設定行動の変化に伴う物価への影響とその特徴 ・基調的物価ないしインフレ期待の動向とその評価 < 景気 > ・消費の回復の展望やその背景とリスク ・設備投資のモメンタムやその広がりとそれらの展望 ・地政学的リスクの下での輸出の展望とそのリスク

消費者物価

資料: 総務省

- 消費者物価の上昇率（総合およびコア）は足元で減速している一方、コア・コア（除く生鮮食品・エネルギー）は2%近傍で推移している。
- 消費者物価の上昇率を財とサービスに分けて主要項目別に寄与度をみると、財では食品を含む非耐久財の寄与が引続き大きい一方、サービスでは、個人向けサービスの多くを含む「そのほか」サービスの寄与が一時よりも縮小している。

<左> 消費者物価上昇率 (前年比%), <中央> 財価格上昇率の分解 (前年比%), <右> サービス価格上昇率の分解 (前年比%)

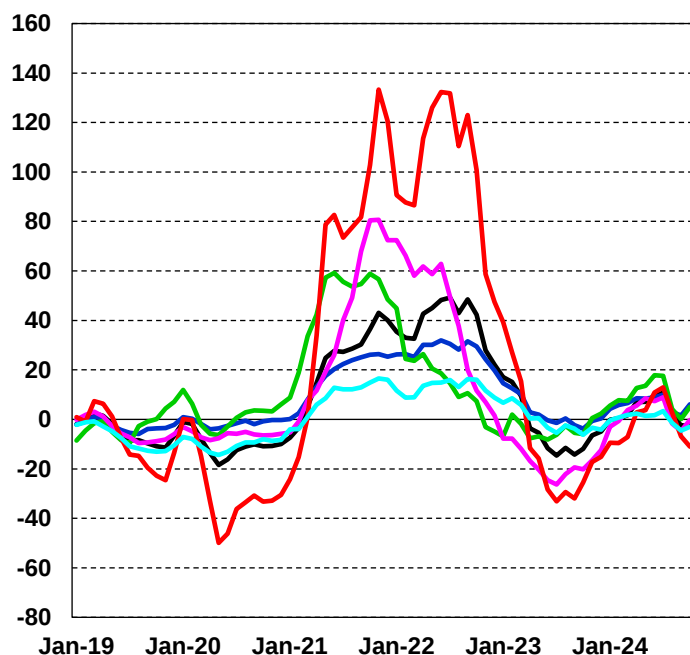


企業関連の物価

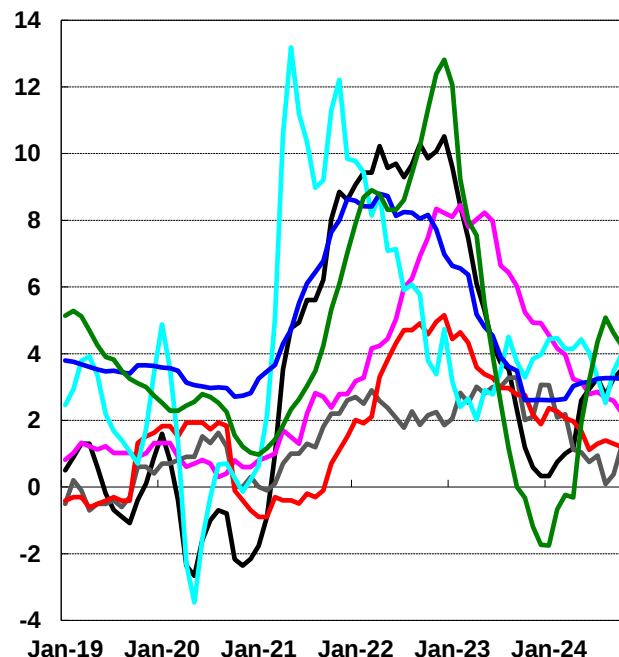
資料: 日銀

- 輸入物価インフレ率は多くの品目で小幅な変動率で安定している。こうした特徴は、CGPIインフレ率にも当てはまるが、足元ではエネルギー関連がリバウンドしている。
- この間、SPPIインフレ率は品目により区々となっている。通信サービスやリースが軟化している一方、諸サービスは加速を続け、運輸もリバウンドした。全体の指数は3%弱となっている。

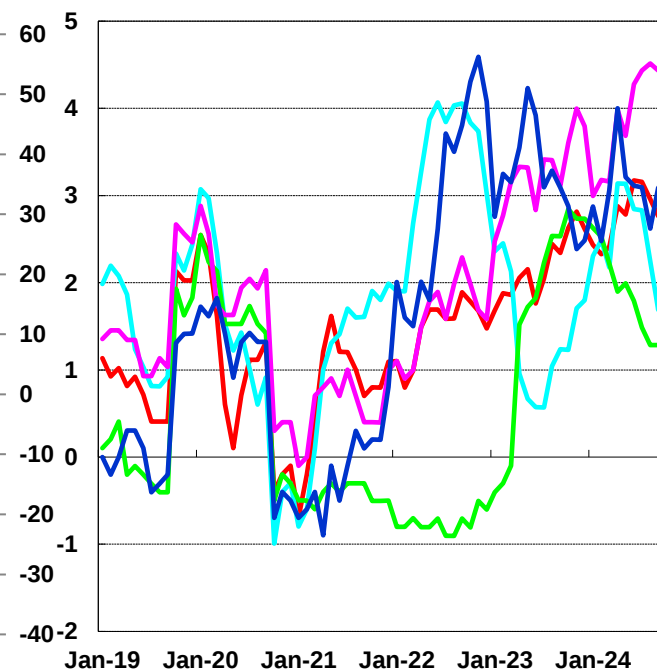
<左> 輸入物価インフレ率、<中央> CGPIインフレ率、<右> SPPIインフレ率 (前年比%)



— 総合
— 農水産物
— 金属製品
— 木材製品
— 石油・石炭・天然ガス
— 化学製品



— 総平均
— 電子部品
— 原油・石炭
— 電力・都市ガス・水道 (RHS)
— 食品 (RHS)
— 輸送機械
— 鉄鋼 (RHS)



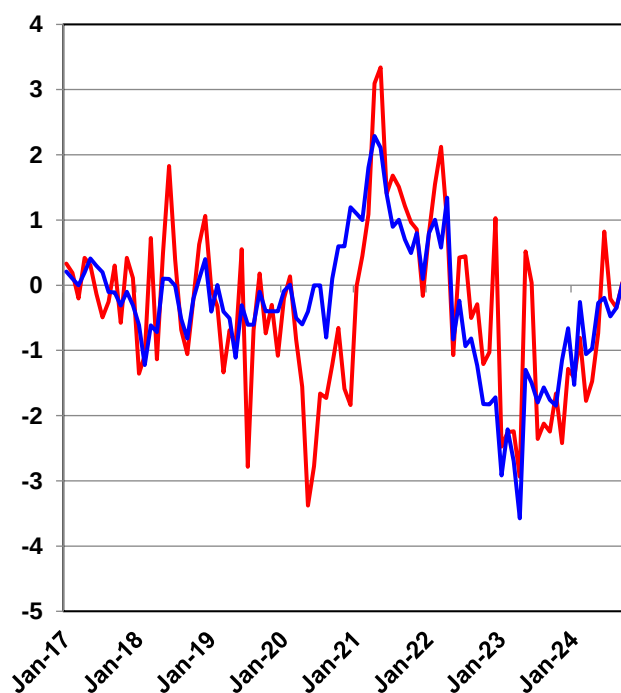
— 総平均
— 運輸・郵便
— 情報通信
— 諸サービス
— リース・レンタル

賃金

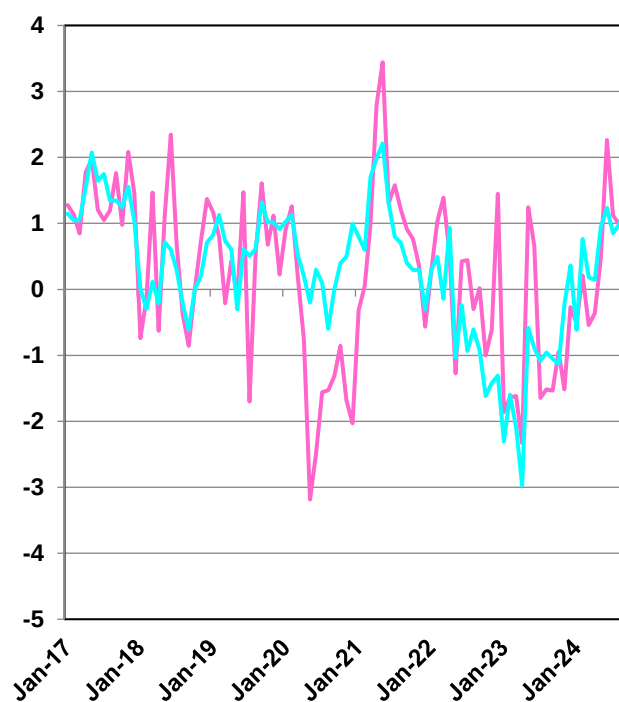
資料：総務省

- 実質賃金の増加率は、現金給与総額ベースと所定内給与ベースがともに足元でゼロ近傍にまで回復した。同時に、雇用を加味した所得ベースで見ると、両ベースともに前年比1%台になった。
- もっとも、家計のバスケット別にCPIインフレ率をみると、必需品については3%であり、実質購買力の改善がなかなか実感しにくい状況にあるとみられる。

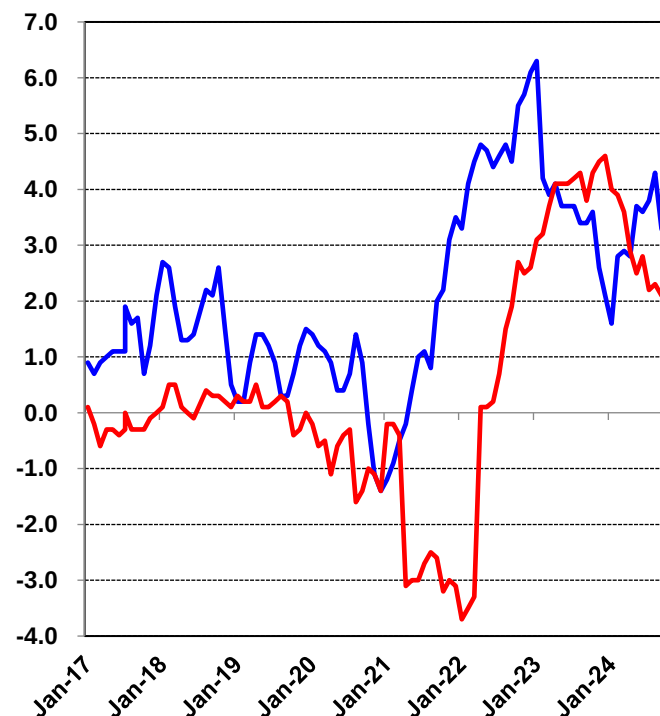
<左> 実質賃金（CPIベース）、<中央> 実質所得（CPIベース）
<右> バスケット別のCPIインフレ率（前年比%）



— 実質賃金（現金給与総額）
— 実質賃金（所定内給与）



— 実質所得（現金給与総額）
— 実質所得（所定内給与）



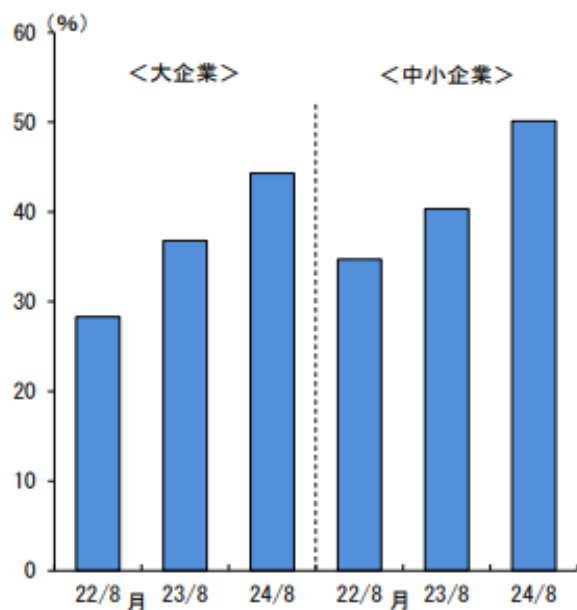
— 基礎的品目 — 選択的品目

企業の賃上げスタンス

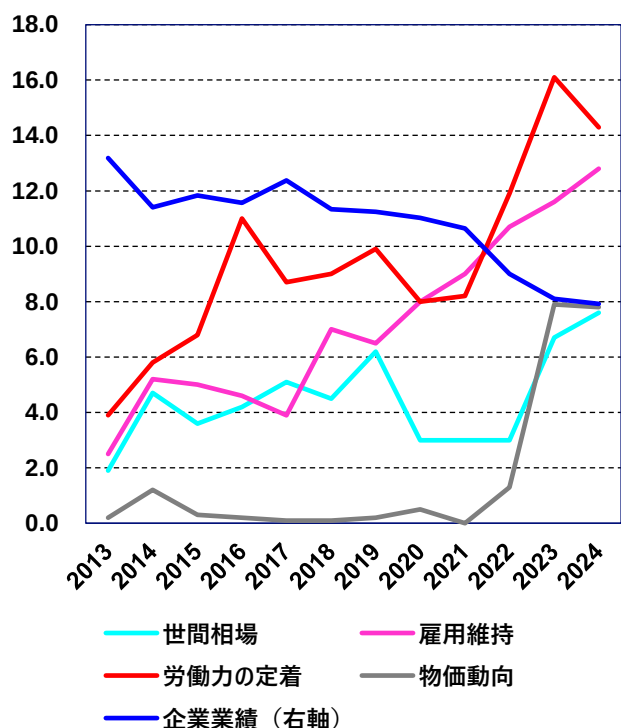
資料：日銀、厚労省、日本商工会議所、東京商工会議所

- 日銀は、中小企業を含む幅広い企業が、人手不足に対して賃金の改善で対応するとの見方を示している。実際、厚労省の年次調査では、労働力の定着や雇用の維持を賃金改定の最も重要な理由に挙げる企業の割合は明確に高まっている。
- もっとも、こうした状況は中小企業からみれば「防衛的な賃上げ」と捉えられている面があるほか、賃金がコストに占める割合が相対的に高い業種で顕著であるだけに、価格に転嫁できないと持続性は不透明となる。

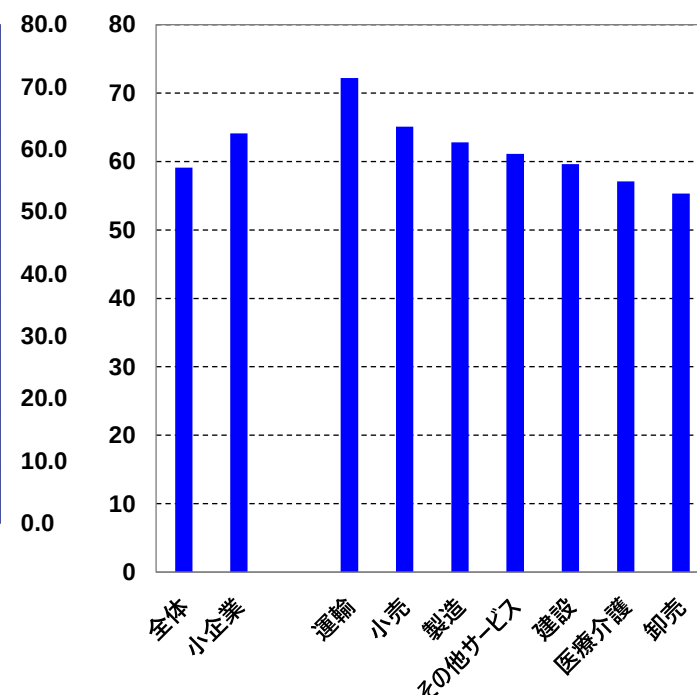
労働者不足への対応に「賃金の改善」
を挙げる事業所の割合
(11月の植田総裁講演資料)



賃金改定における最も重要な理由
(厚労省調査)



中小企業における「防衛的な賃上げ」(%)
(日本商工会議所・東京商工会議所の調査)

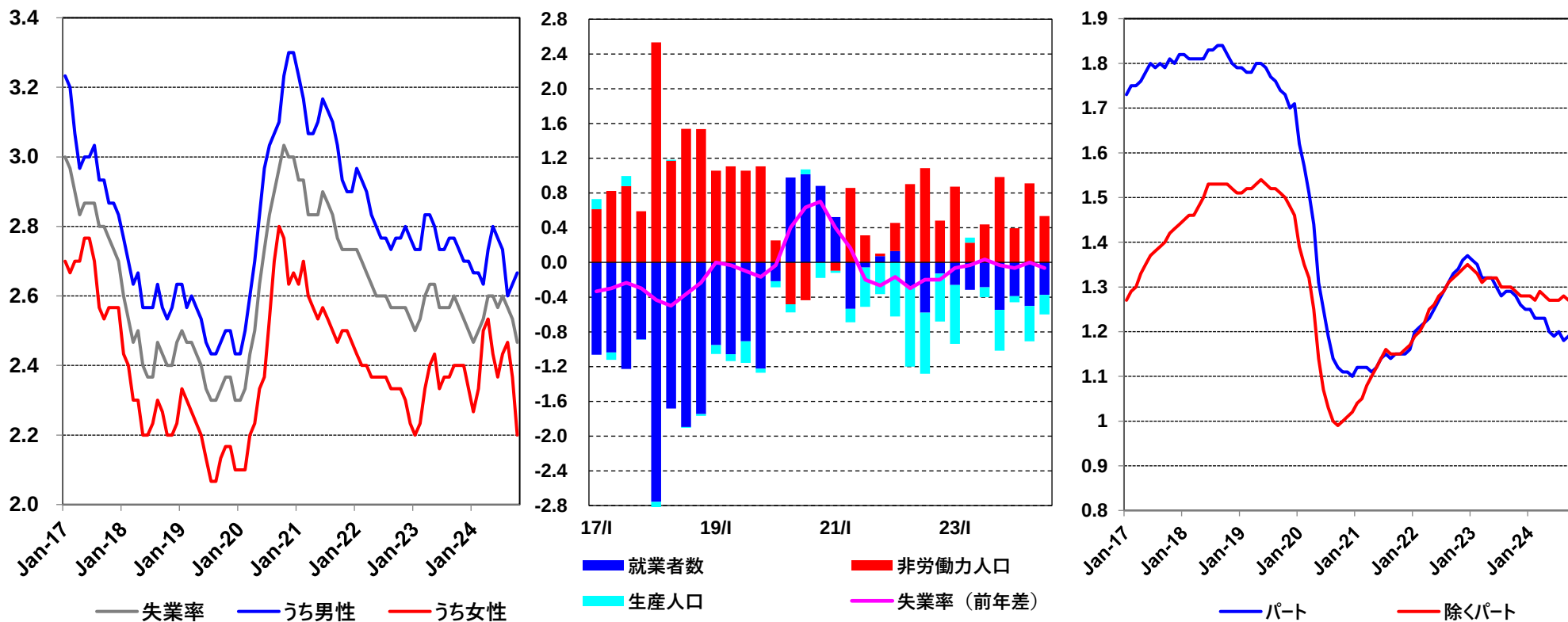


雇用情勢

資料: 総務省、厚生労働省

- 失業率は長い目で見ても低い水準で推移しており、コロナ前の水準に接近している。四半期ベースの前年差を構成要素に分解すると、非労働力人口の減少（上昇要因）と雇用者増や生産年齢人口の減少（ともに低下要因）がバランスしていることがわかる。
- この間、有効求人倍率は除くパートでは横ばいである一方、パートについては緩やかながら低下を続けている。

（左）失業率（％）、（中央）失業率の前年差の寄与度（％pp）、（右）有効求人倍率

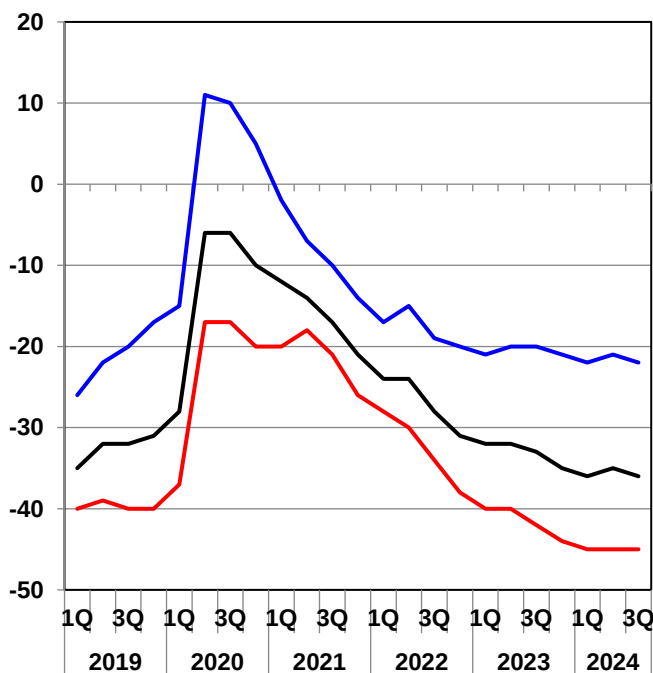


企業の雇用判断

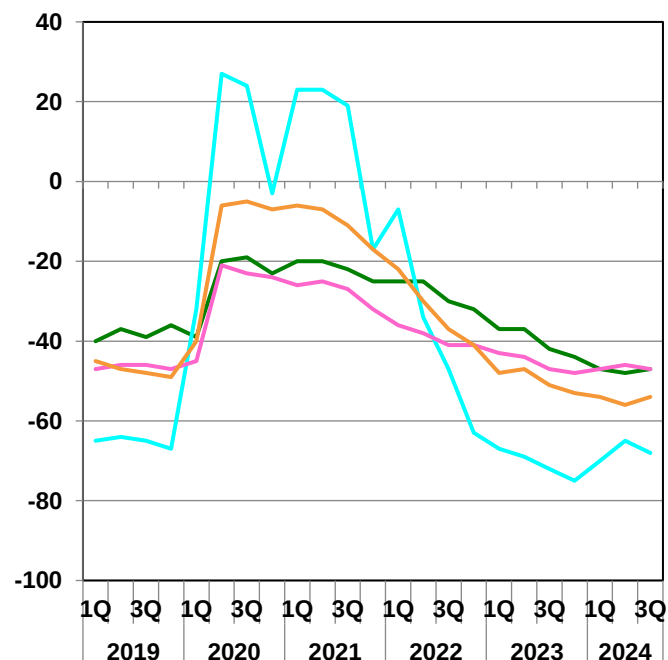
資料: 日銀

- 日銀短観（9月）の結果によれば、企業の人手不足感は依然として強いものの、本年入り後には総じて横ばいに転じている。業種別には、非製造業の人手不足が引続き明確であり、DIの水準はコロナ前を下回っている。
- 個人消費に関連する業種の人手不足感は引続き強いが、DIの水準は足元で横ばいとなっている。この間、企業規模別には、中小企業での相対的な人手不足の強さが続いている。

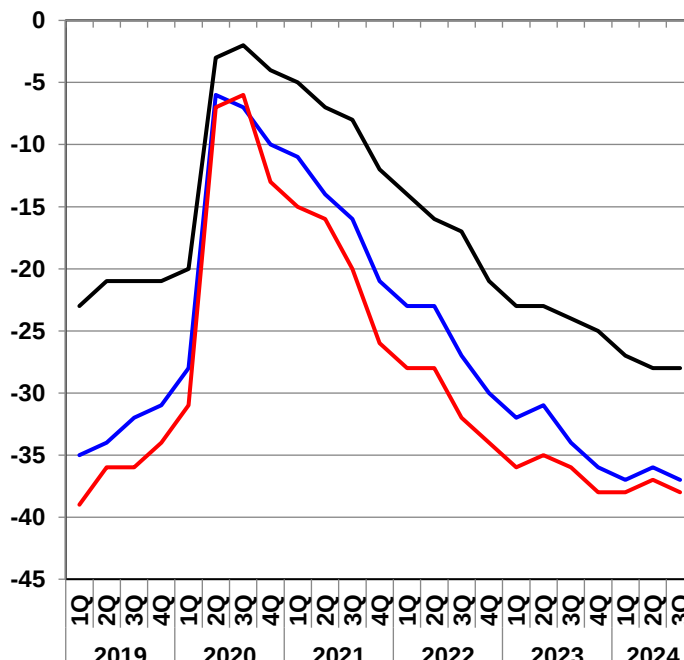
雇用判断（DI）



— 全産業 — 製造業 — 非製造業



— 小売 — 宿泊・飲食
— 企業向けサービス — 個人向けサービス

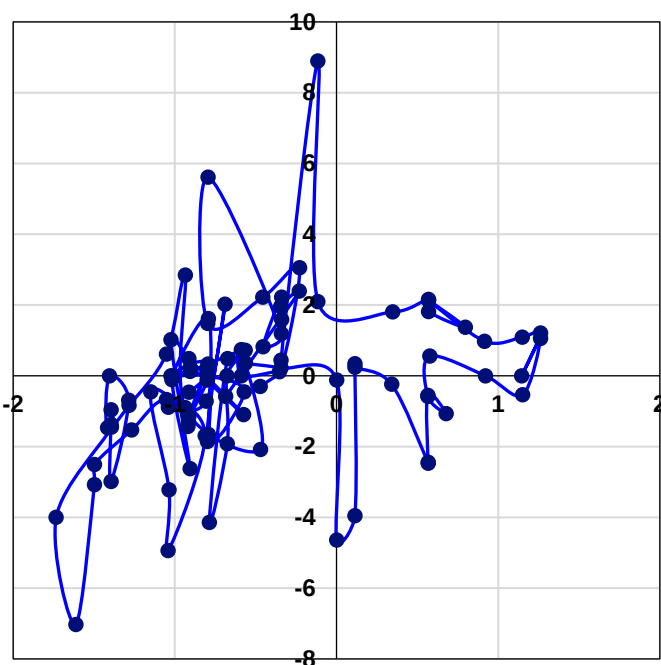


— 大企業 — 中堅企業 — 中小企業

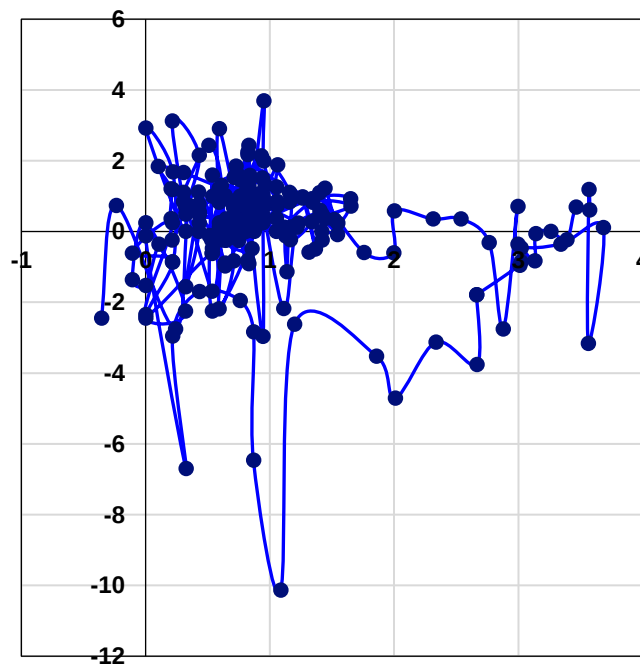
(参考) 雇用と賃金との関係

- 長い目で見た雇用と賃金との関係を、毎月勤労調査による指数の前年比（X軸：常用雇用指数、Y軸：現金給与総額）でみると、時期別の特徴が浮かび上がる。
- バブル崩壊と金融危機の時期には雇用が削減される中で賃金への下押しがみられた。その後、コロナ期までは雇用の拡大傾向が続いたが、賃金上昇はゼロ近傍に集中していた。そして、コロナ以降は、賃金上昇がプラス領域に分布する傾向が明確になったことに加え、雇用との間で正の相関も窺われるようになった。

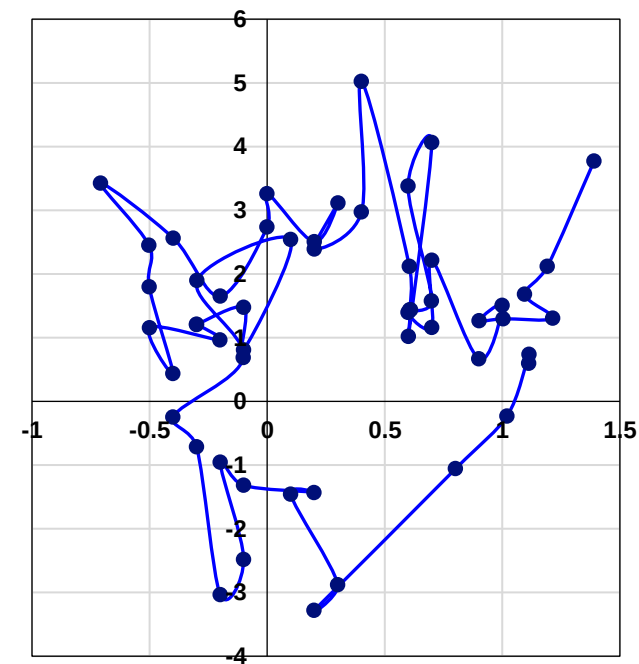
1996-2003



2004-2019



2020-2024

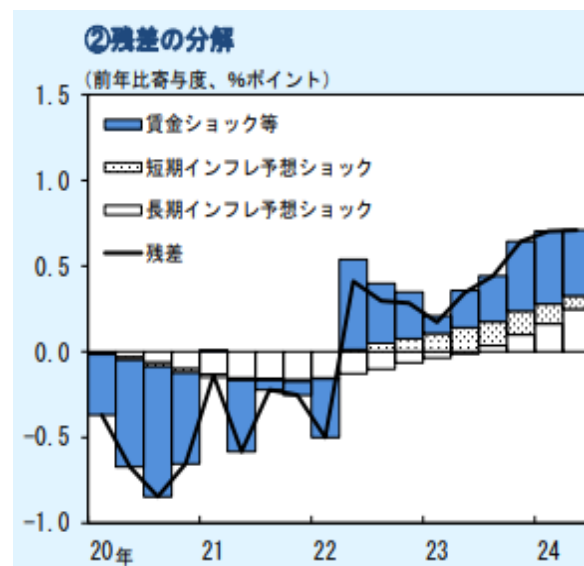
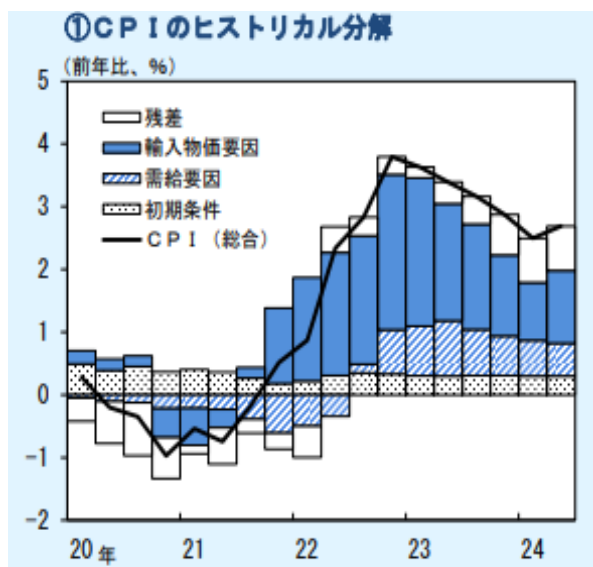


賃金とCPIインフレ率

資料: 日銀

- 日銀は、10月の展望レポートで、コロナ期以降のCPI総合インフレ率について計量モデルによる寄与度分解を示している。これによると、2022～23年の前半は輸入物価要因が大きかった一方、その後は需給要因も相応に寄与していることがわかる。ただし、需給要因には供給不足も含まれている。
- その上で、初期条件も含めたこれらの要因では説明できない残差部分を、さらに計量モデルによって要因分解しており、その結果、2022年の中盤以降は賃金とインフレ率のショックが大きいとの結果を得ている。加えて、長期インフレ期待の影響が徐々に拡大している点も注目される。

CPIインフレ率への影響 (%)



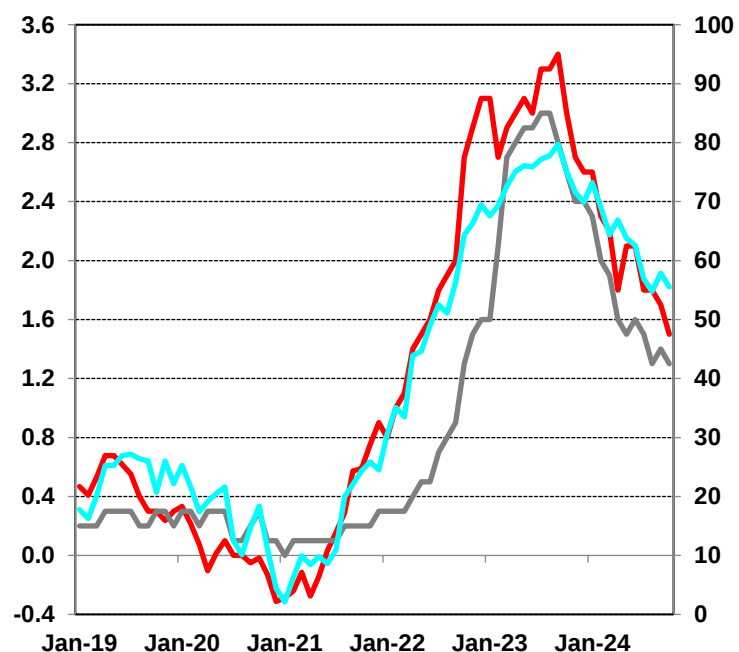
(注) 1. Nakamura et al. (2024) の日本版Bernanke and Blanchardモデルによる分解結果。
2. 「輸入物価要因」は、エネルギー価格と食料品価格の寄与の合計。「需給要因」は、生産性、供給不足、労働需給の寄与の合計。「賃金ショック等」は、賃金ショックとインフレ率ショックの寄与の合計。

基調的インフレ率とインフレ期待

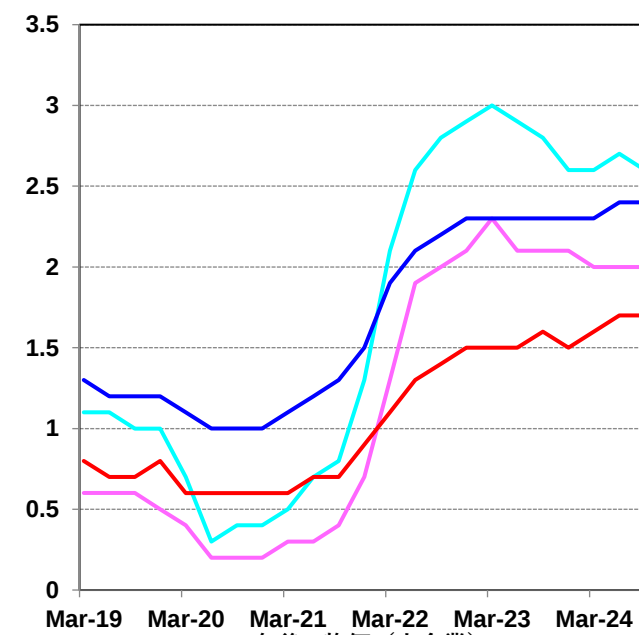
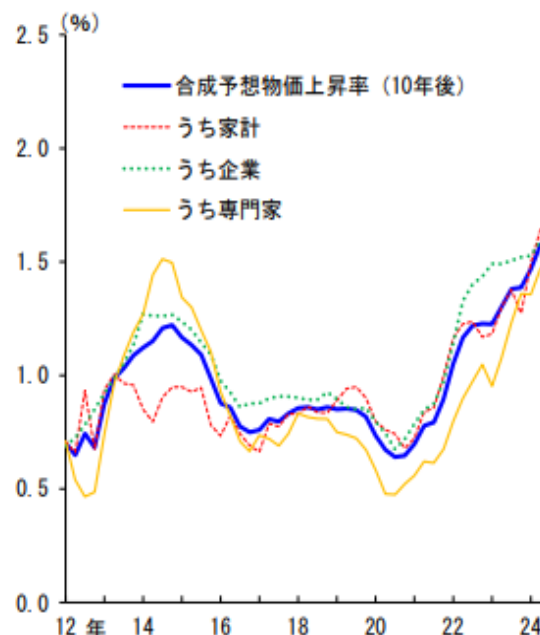
資料: 日銀

- 日銀が推計するインフレ基調の指標はいずれも減速を続けており、刈込平均やモードは足元で1.5%程度となった。
- 一方、日銀が作成する長期インフレ期待の合成指数は上昇を続けているが、足元で1.5%付近にあり、2%目標を下回っている。また、短観の結果から企業の中期のインフレ期待をみると、全体として横ばいとなっている。

<左> 基調的なインフレ指標, <中央> インフレ期待指数, <右> 企業の予想インフレ率



— 刈り込み平均 — 最頻値 — DI (右軸)



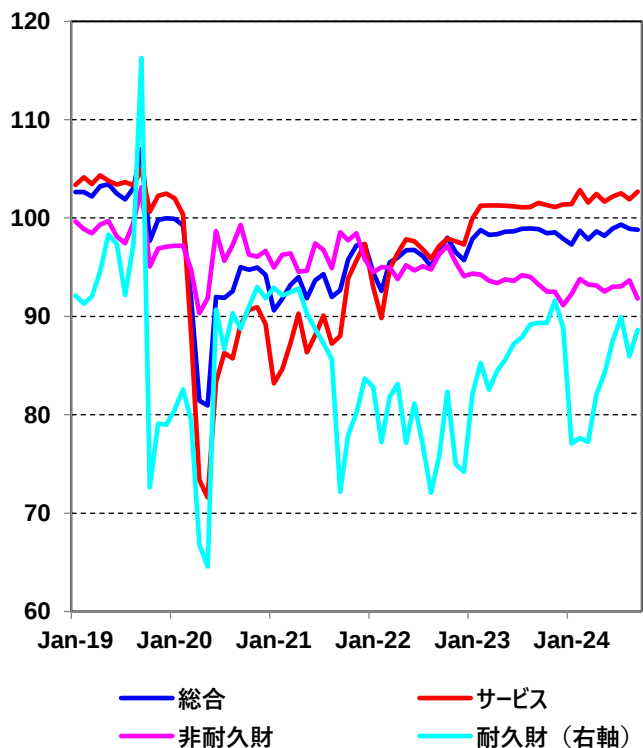
— 1年後の物価 (大企業)
— 1年後の物価 (中小企業)
— 5年後の物価 (大企業)
— 5年後の物価 (中小企業)

個人消費

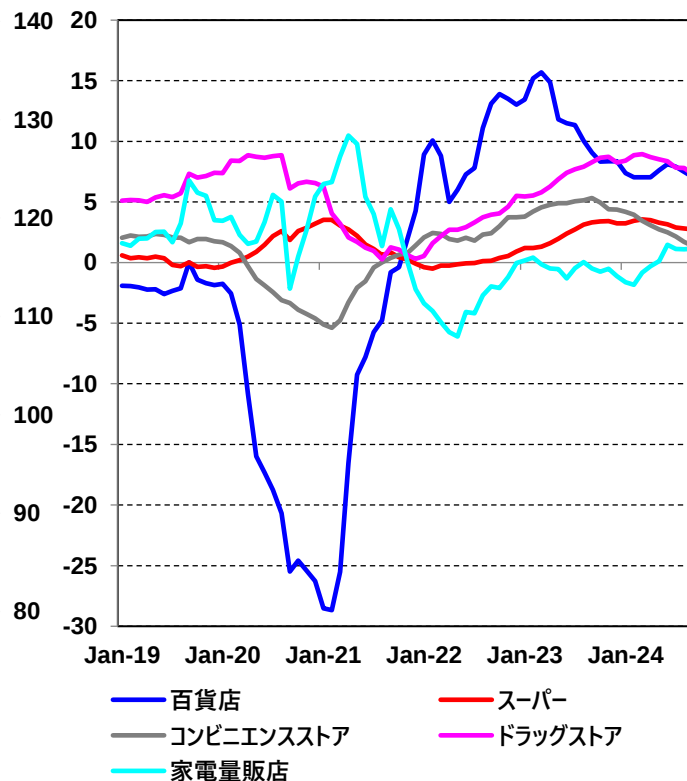
資料: 日銀, 経産省、財務省

- 個人消費は緩やかな回復が続けている。日銀の消費活動指数によれば、サービス消費の伸びはやや高まり、耐久財消費も回復した。もっとも、商業動態統計によれば、多くの業態で停滞感が明確になっている。
- 法人企業統計（第2四半期）の結果をもとに中小企業（資本金1億円未満）の消費関連業種の売上高をみると、宿泊や飲食では足元で回復が見られるが、小売りやその他のサービスでは減速している。

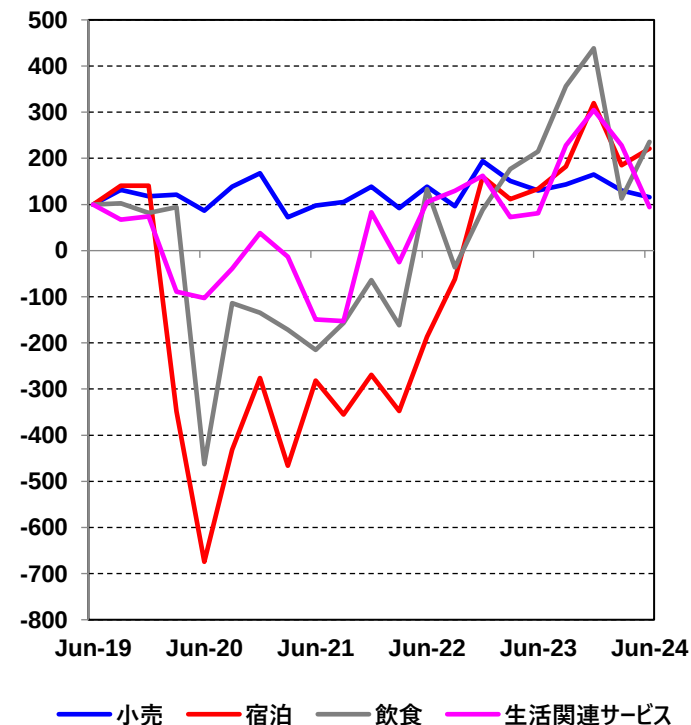
消費活動指数 (日銀)



商業動態統計 (指数: 前年比%)



中小企業の売上高 (指数)

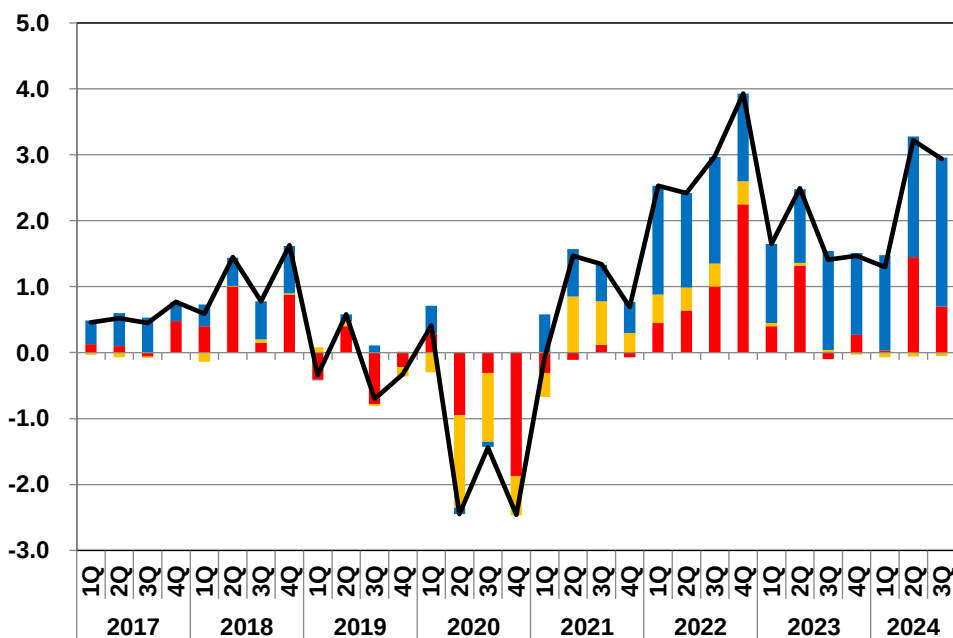


雇用者報酬

資料: 総務省, 厚労省

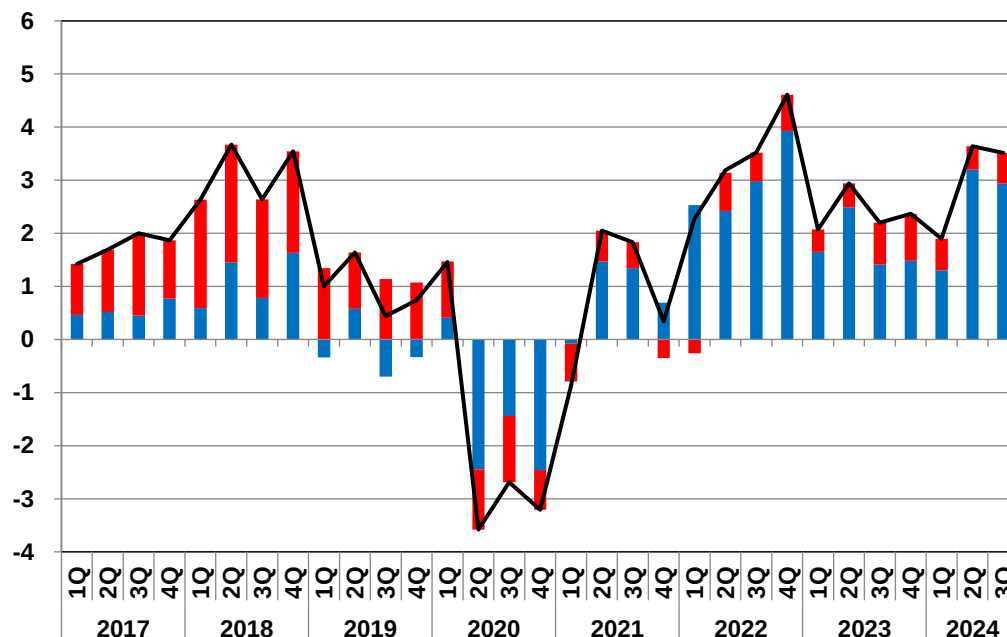
- 名目賃金の伸びは、長い目で見て高い伸びを維持している。構成要素別には、所定内給与の寄与が大きい
が、足元では夏季賞与を含む特別給与の寄与も加わった。ただし、先に見たように、足元ではCPIインフレ率の
伸びが高いため、実質賃金の伸びは抑制されている。
- 名目賃金に雇用者を乗じて名目雇用者報酬の動きをみても、同様なパターンを辿っている。また、2016年や
2018年のように同様に高い伸びを示した局面と比較すると、今回は現金給与所得の貢献が大きい特徴が維
持されている。

名目賃金の寄与度 (前年比%)



特別給与 所定外給与 所定内給与 現金給与総額

名目報酬の寄与度 (前年比%)



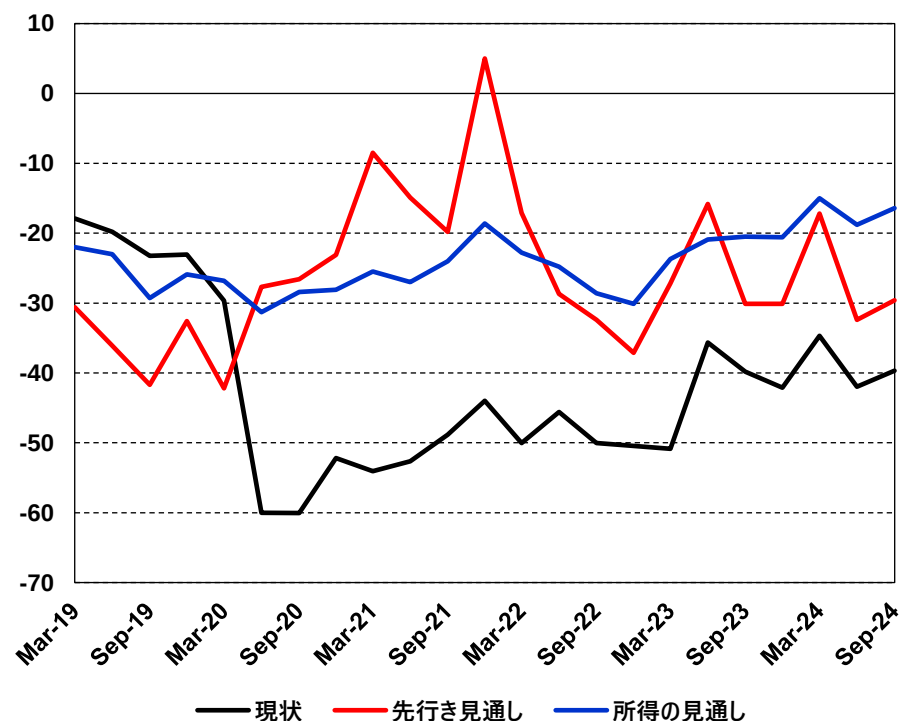
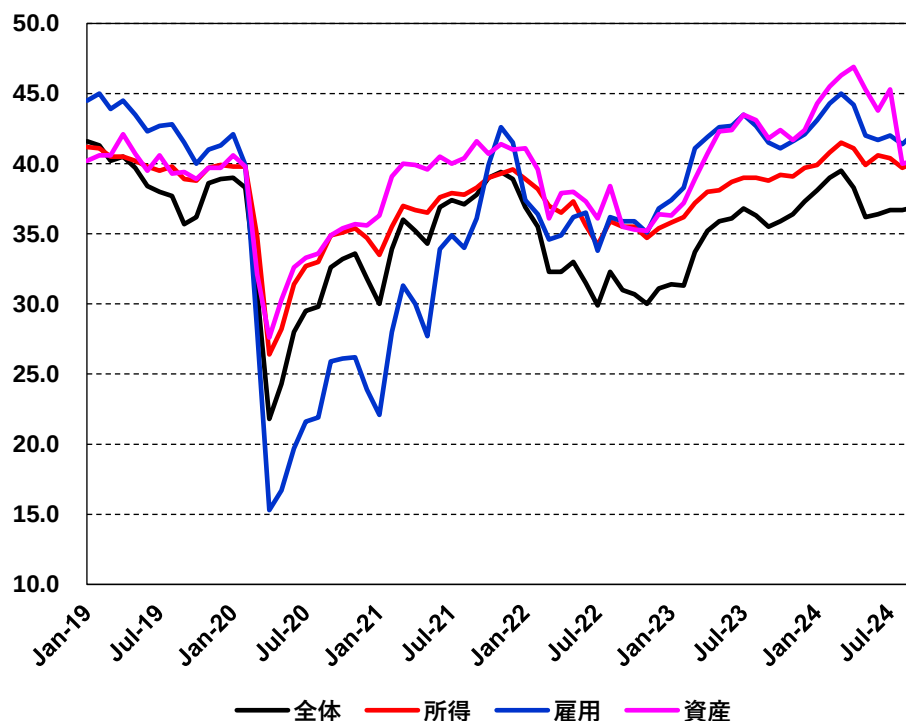
現金所得 雇用者数 雇用者所得

家計のセンチメント

資料：内閣府、日銀

- 消費態度指数の推移をみると、家計のセンチメントは足元では概ね安定している。なお、資産に関する指数の低下には、株式市場の不安定化が影響している可能性がある。
- 生活意識アンケートの結果も家計のセンチメントの安定を示唆している。また、双方のサーベイ結果に共通して、所得の見通しに対する見方が緩やかに改善していることも注目される。

<左> 消費態度指数、<右> 生活意識に関するアンケート調査

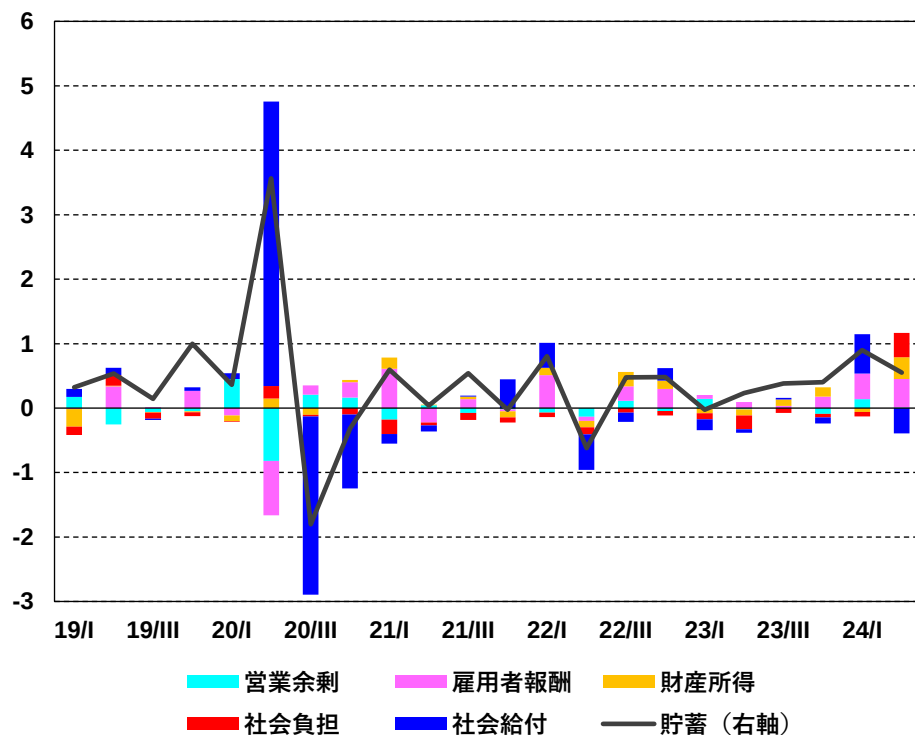


家計の貯蓄と金融資産

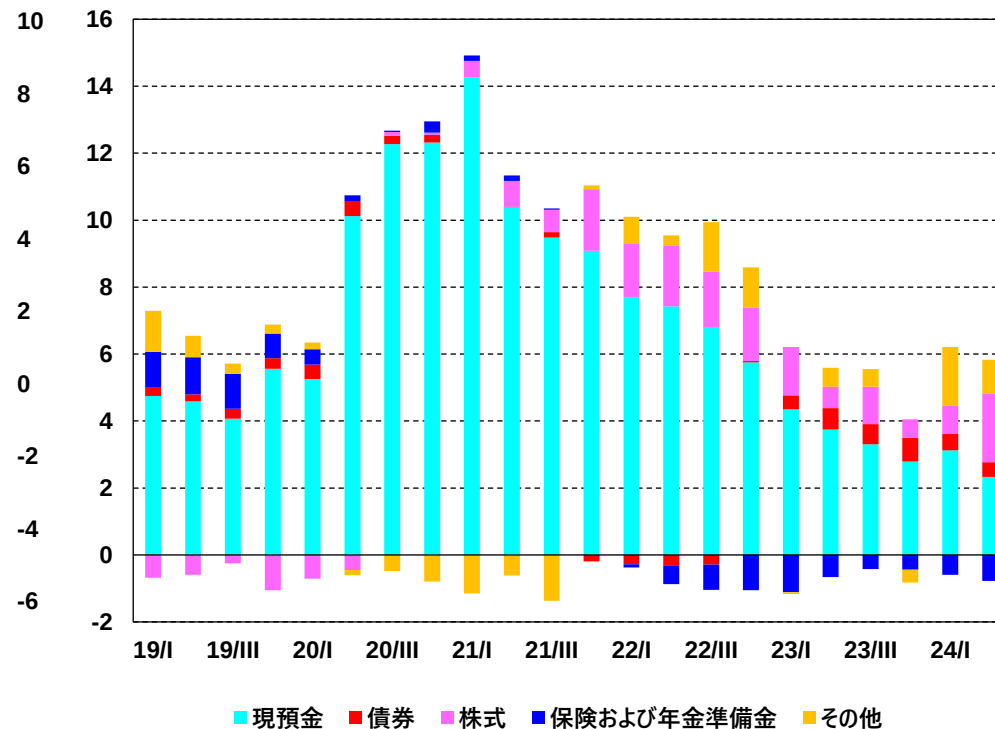
資料: 内閣府, 日銀

- SNAベース（第2四半期）で家計の可処分所得の推移をみると、足元では緩やかに伸びが加速している。構成要素別には、営業余剰（自営業者の利益）と雇用者報酬が寄与している。
- この間、資金循環ベース（第2四半期）で見た家計の金融資産残高は、本年入り後に減速傾向に歯止めがかかった。構成要素別には、現預金の寄与がコロナ前より低い一方、株式のプラス寄与が目立っており、保険および年金準備金は小幅ながらマイナス寄与を続けている。

名目可処分所得と貯蓄
(SNAベース: 年率換算の増減: 兆円)



家計の金融資産残高の増減 (グロス)
(資金循環ベース: 4四半期MA, 兆円)



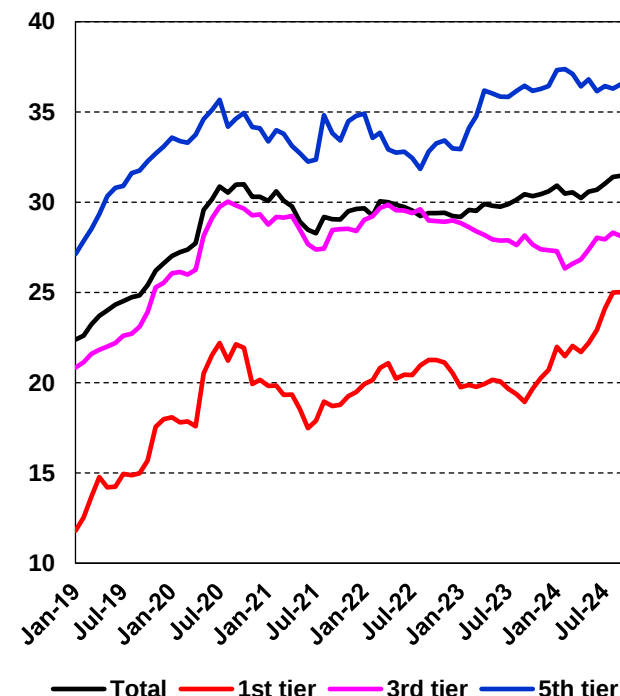
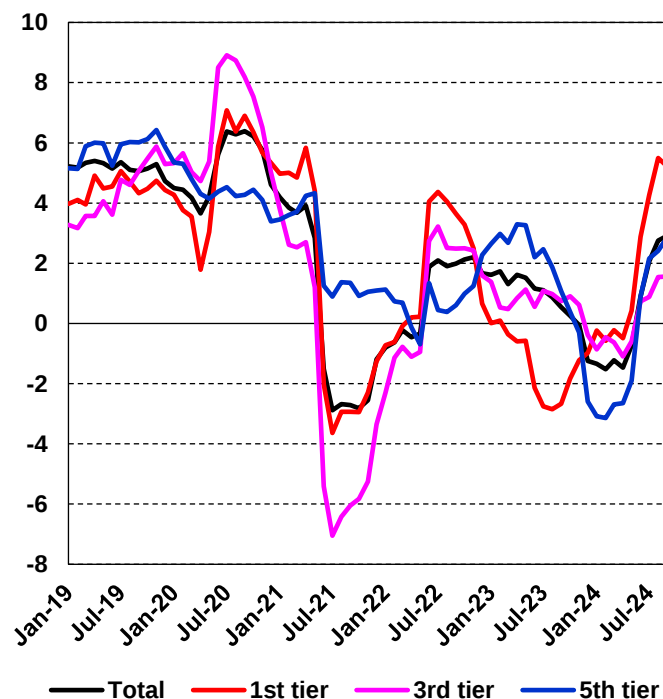
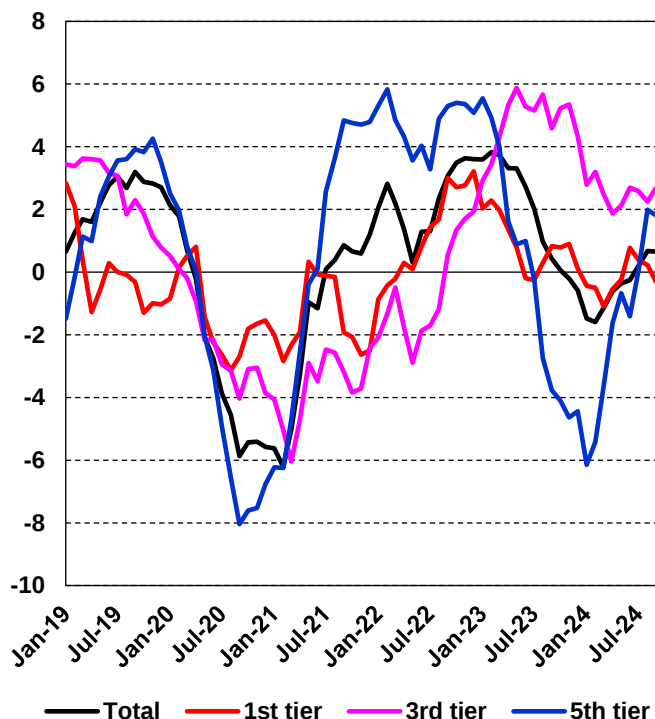
所得階層別の消費や所得

資料: 内閣府

- 家計調査をもとに年間所得の5階層別の消費をみると、足元では第1階層の伸びがマイナスに転じた一方、第5階層の伸びが急速に改善していることが目立つ。
- この間、可処分所得の伸びは足元で第1階層が最も大きい。これらの特徴は平均貯蓄率に反映しており、その他の階層が概ね横ばいとなっている中で、第1階層は最近にかけて明確に上昇している。

所得階層別の行動

<左> 消費支出（前年比％）、<中央> 可処分所得（前年比％）、<右> 平均貯蓄率（％）

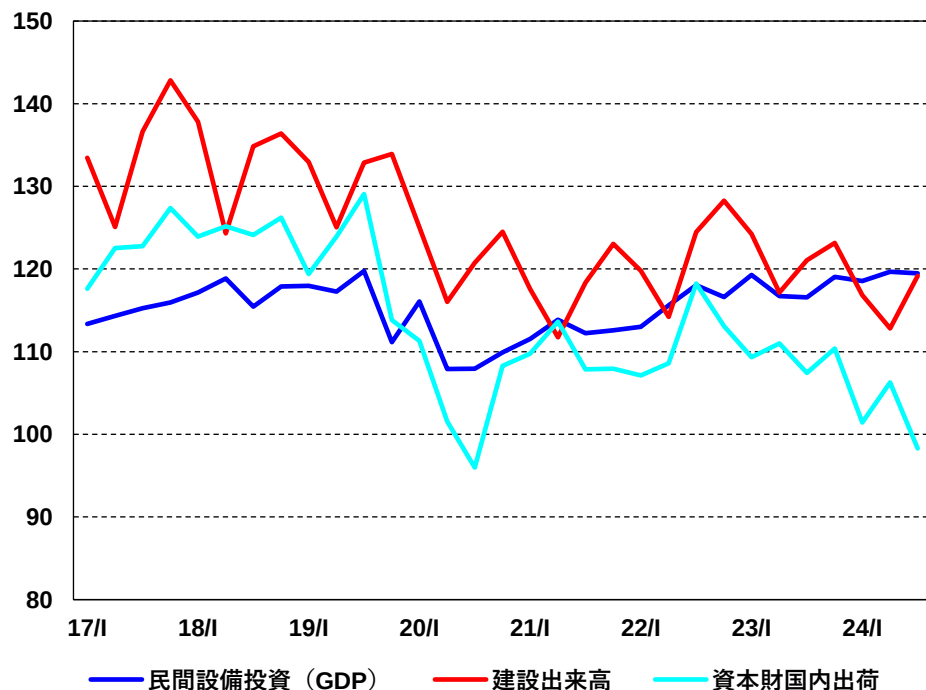


設備投資の関連指標

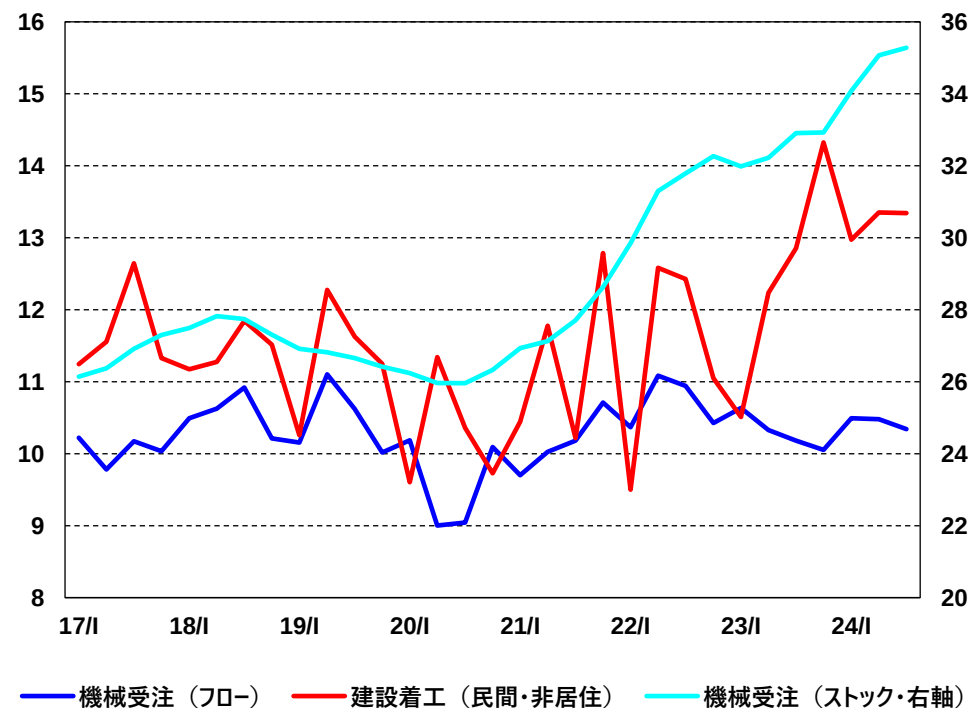
資料：国交省、経産省、内閣府

- 建設出来高が振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している一方、民間設備投資は緩やかな回復を示している。もっとも、資本財の国内出荷は減少方向に推移している。
- 先行きに関しては、フローの機械受注に停滞感がみられる一方、ストックの機械受注の増加ペースは依然として高い。また、建設着工も、大きな振れを伴いつつも、基調としては伸びを強めている。

設備投資の一致指標 (指数: 2012=100)



設備投資の先行指標
(フローデータは年率換算: 兆円)

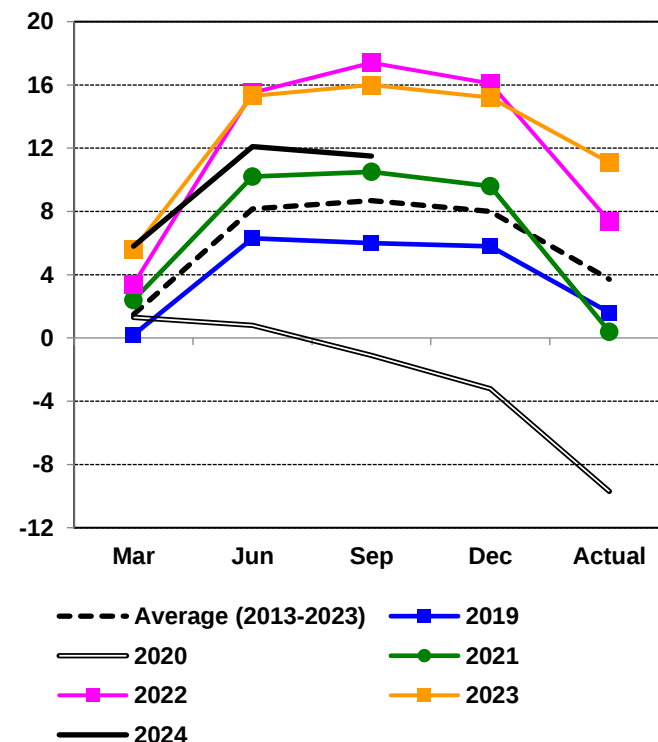
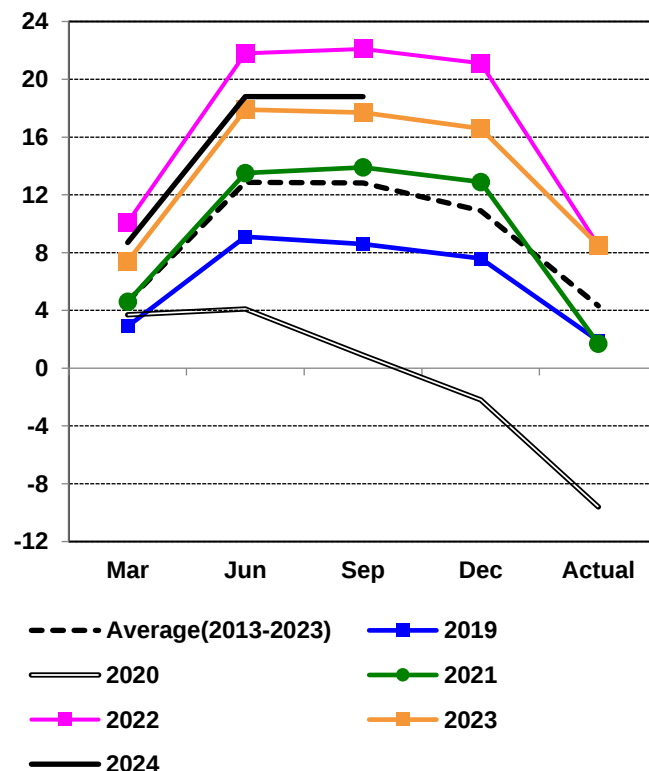
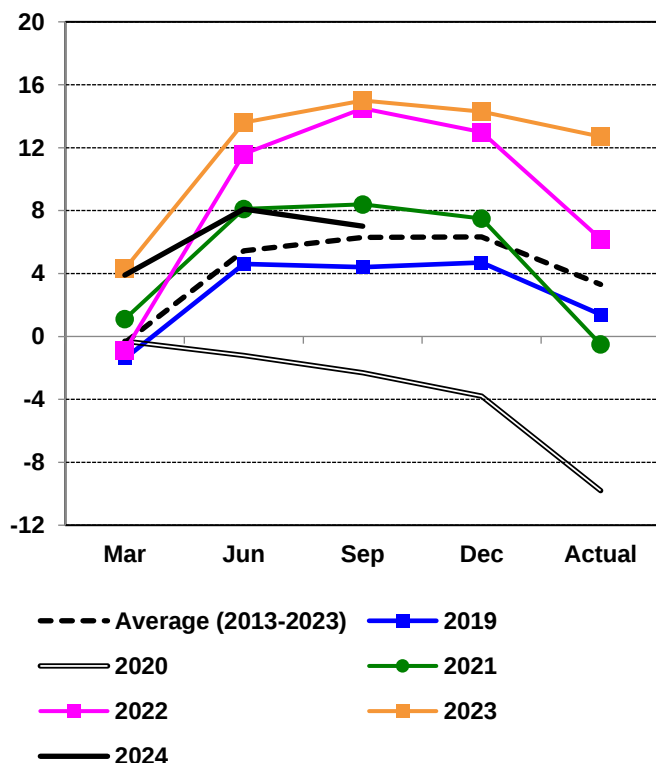


産業別の設備投資計画

資料: 日銀

- 日銀短観（9月調査）によれば、本年度の非製造業の設備投資計画は、前年度の高い伸びから下振れしつつも、長期平均を上回っている一方、製造業は前年度並みの高い伸びが維持されている。この結果、全産業ベースでは、ここ数年の高い伸びには達しないが、長期平均を明確に上回っている。
- 日銀は、情報技術革新の進展や気候変動対応、ビジネスのデジタル化といった景気循環ないし金利との感応度が比較的弱い要因によっても、企業の設備投資意欲が維持されていると評価している。

<左> 非製造業, <中央> 製造業, <右> 全産業 (前年比%)

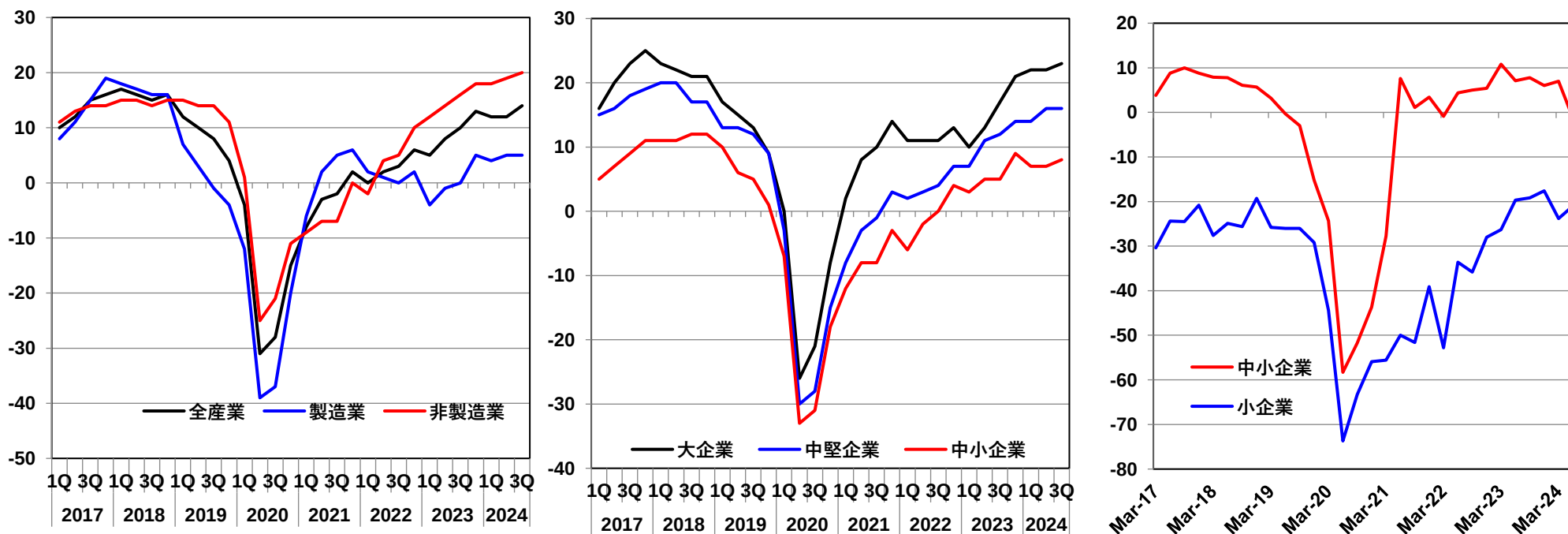


企業の業況判断

資料: 日銀, 日本政策公庫

- 日銀短観（9月調査）によれば、景況感は区々の動きとなっている。このうち、製造業は海外経済の先行きの不透明性等を映じて停滞している一方、非製造業は内需の拡大等もあって改善を維持している。こうした特徴は、企業規模別の業況判断の動きにも共通している。
- 一方、日本政策公庫による四半期調査（より小規模な企業が対象）の結果は、足元で総じて軟化している。中小企業（典型的には大手企業のサプライチェーンを構成）の業況判断が足元で若干悪化したほか、小企業（典型的には個人向けサービスに従事）の回復も停滞している。

業況判断 (DI) < 左と中央: 日銀短観, 右: 日本政策金融金庫 >

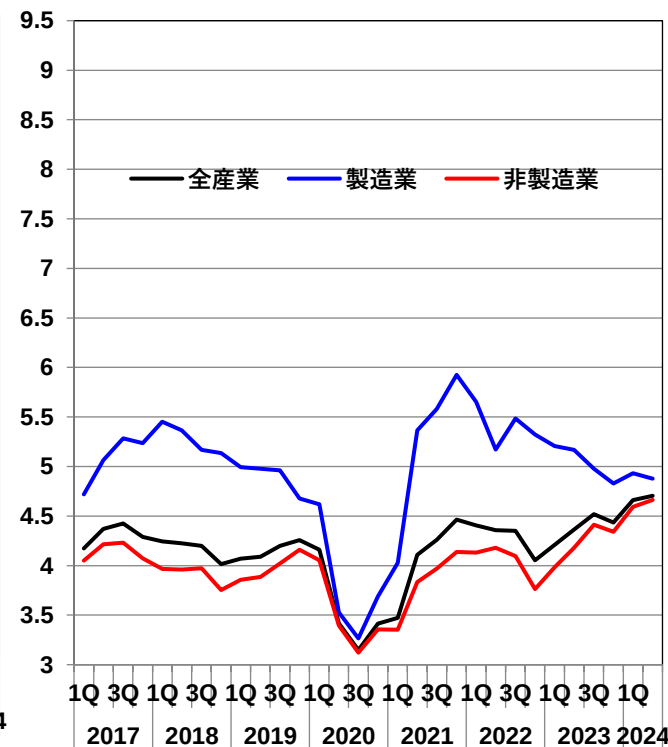
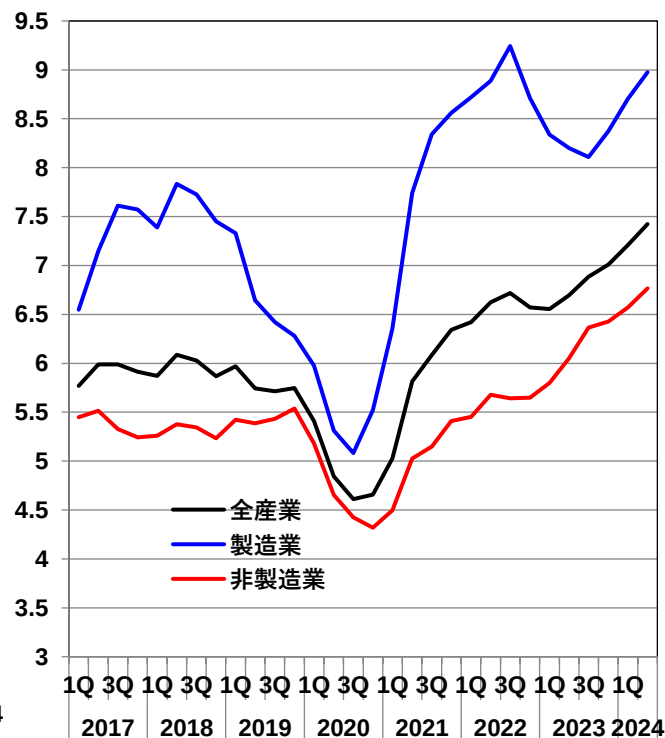
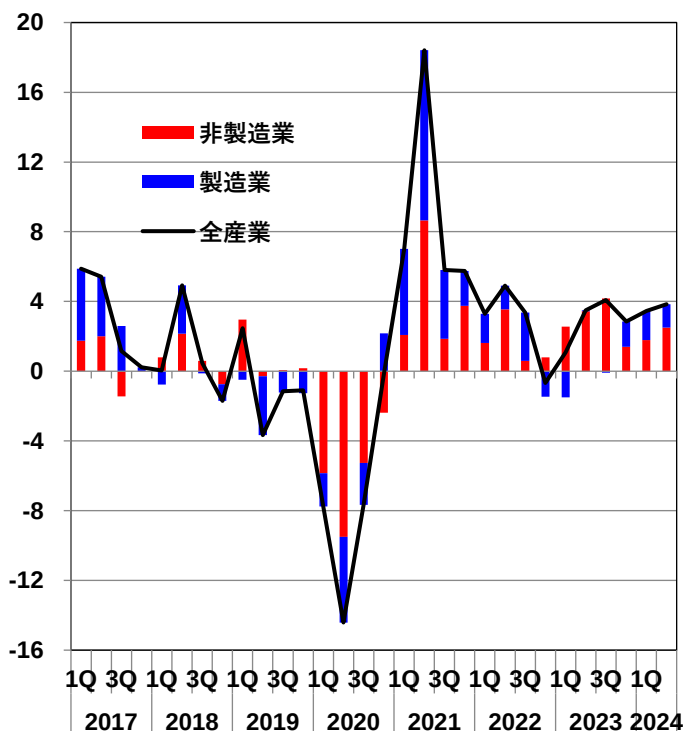


企業収益

資料：財務省

- 法人企業統計（第2四半期）によれば、経常利益の増加率は改善を続けており、足元で製造業の寄与も拡大しつつある。売上高経常利益率をみると、製造業では昨年後半に底打ちした後、再び長い目で見て高い水準に回帰している。この間、非製造業の水準はなお相対的に低いが、緩やかな増加基調を維持しており、コロナ前を明確に上回っている。もっとも、中小企業（資本金1億円未満）については、製造業で低下を続けているほか、非製造業の伸びも緩やかに止まっており、コロナ前と大きく変わらない水準にある。

<左> 経常利益 (前年比%: 4 四半期MA), <中央> 売上高経常利益率 (%: 4四半期MA)
<右> 同 (資本金1億円未満の企業) (%: 4四半期MA)



貿易

資料: 財務省, 日銀

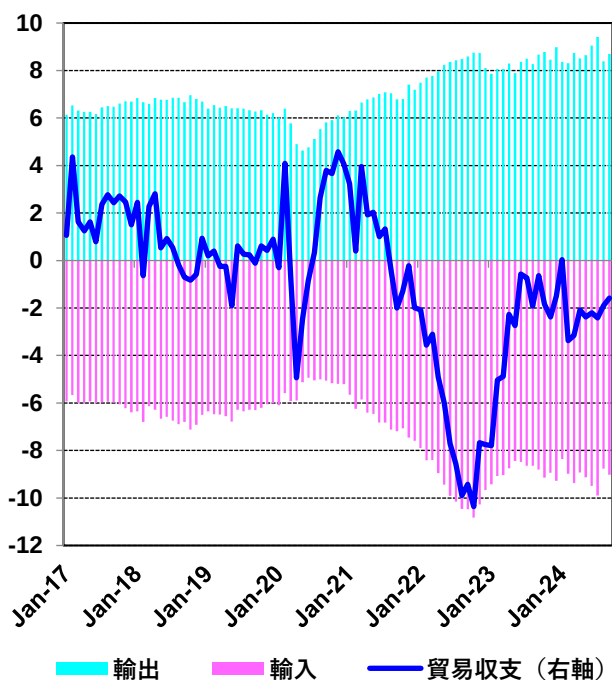
- 貿易収支は、昨年中に顕著な改善を示したものの、本年入り後は再び赤字幅を拡大した。この間、輸出は高水準で推移しつつも停滞感がみられる。この間、地域別の輸出は、米国向けの改善が続いた一方で、EU向けが頭打ちとなる中、中国向けの低迷が続いている。また、品目別の輸出は、自動車および自動車部品が顕著な回復を見せた一方、IT関連財や中間財の停滞が続いている。

ウエイト (2023年: %)

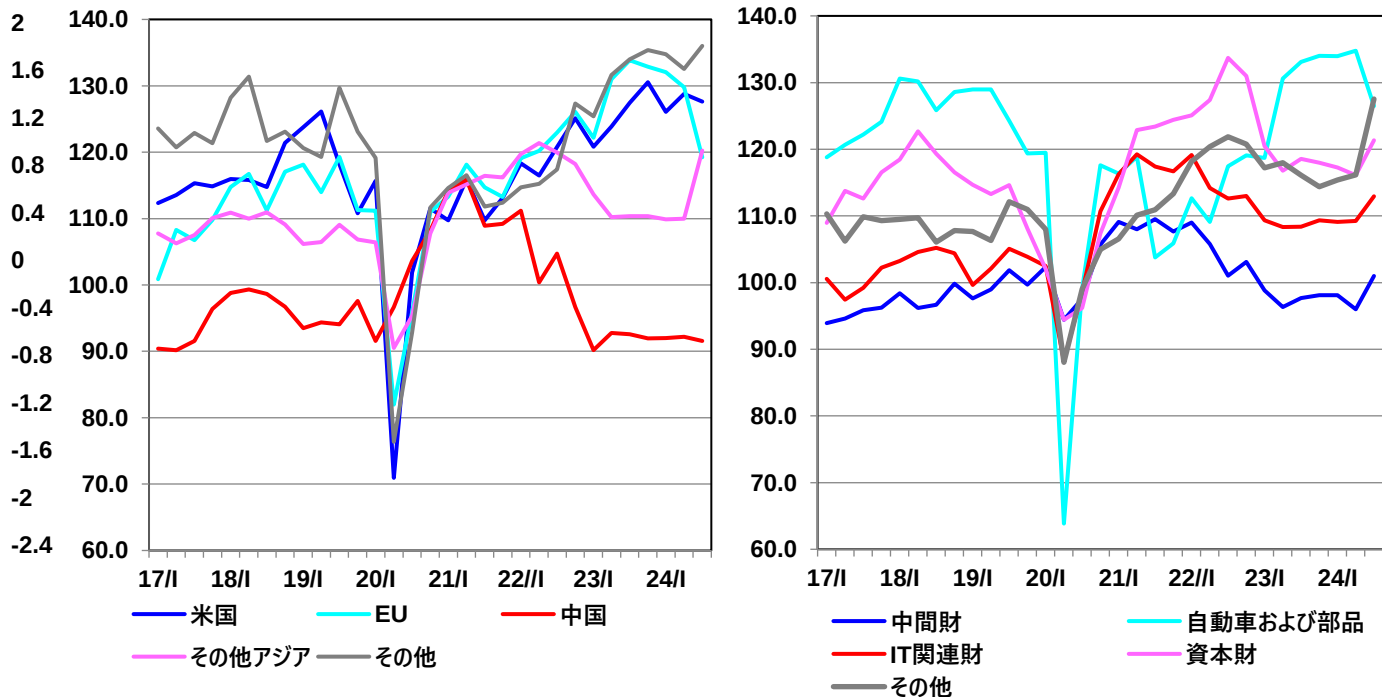
米国	EU	中国	Asia NEEDs ASEAN
20.1	10.3	17.6	34.4

中間財	自動車・自動車部品	IT関連財	資本財
20.1	24.4	19.0	16.8

貿易収支 (兆円)



実質輸出指数



2. 想定論点 2

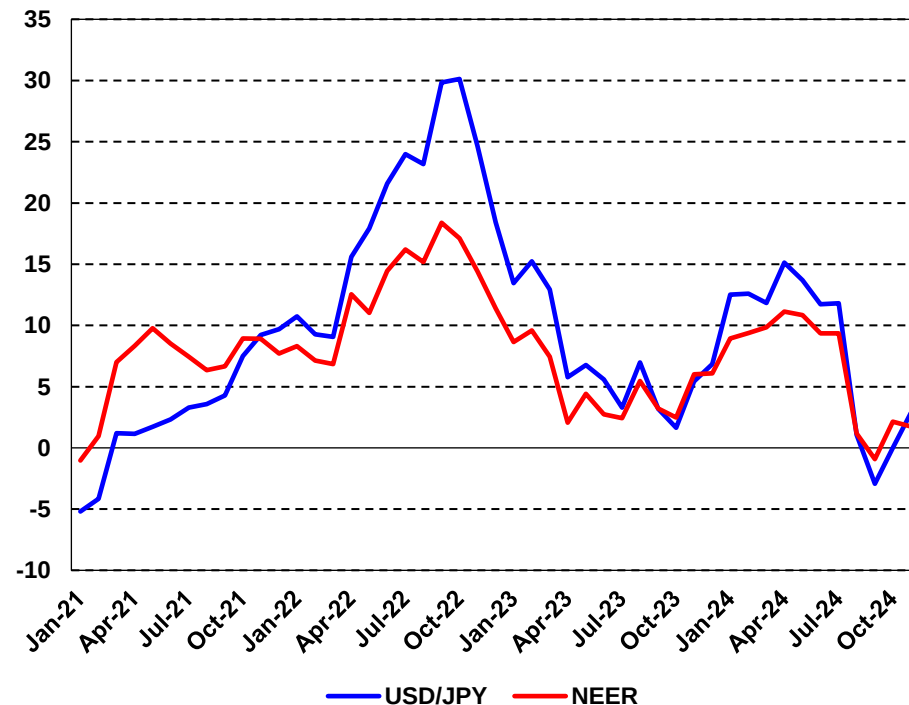
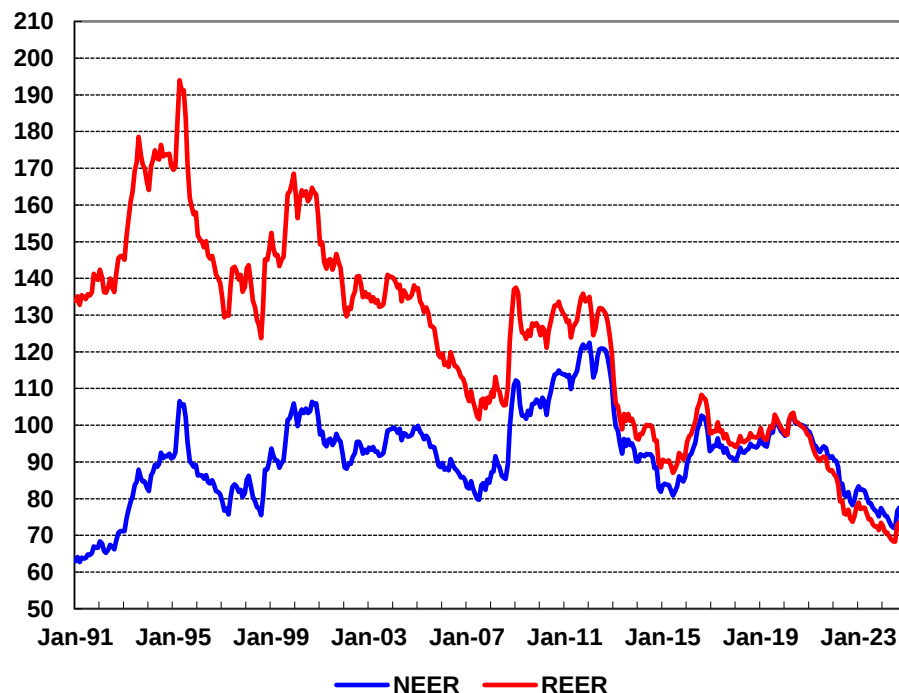
想定論点2

項目	事務局案
論点	・金融政策の「正常化」を取り巻く市場動向
目的	・金融市場の動向について、政策金利の引上げとの関係を意識しながら、足元の特徴や今後の展望とリスクについて検討する
考えられる論点	< 為替市場 > ・円安の要因とその展望 ・市場参加者の投資行動とその影響 ・国内の物価や経済への波及とその展望 < 金融市場 > ・イールドカーブの変化とその主たる背景 ・貸出や預金を通じた政策効果の波及やその展望 ・資産価格の動向と政策効果に対する意味合い

円相場の推移

- 円の実効レートは長い目で見た下落傾向を維持しており、実質と名目ともに昨年後半のボトム付近にある。また、長い目でみたボトムである2015年頃に比べても、名目では10%、実質では20%程度低い。
- もっとも、米ドル／円レートと円の名目実効レートともに、前年比で見た円の減価率は足元にかけて急速に縮小しており、現在ではゼロ近傍にある。この点は輸入物価に対する追加的な波及を考える上で重要である。

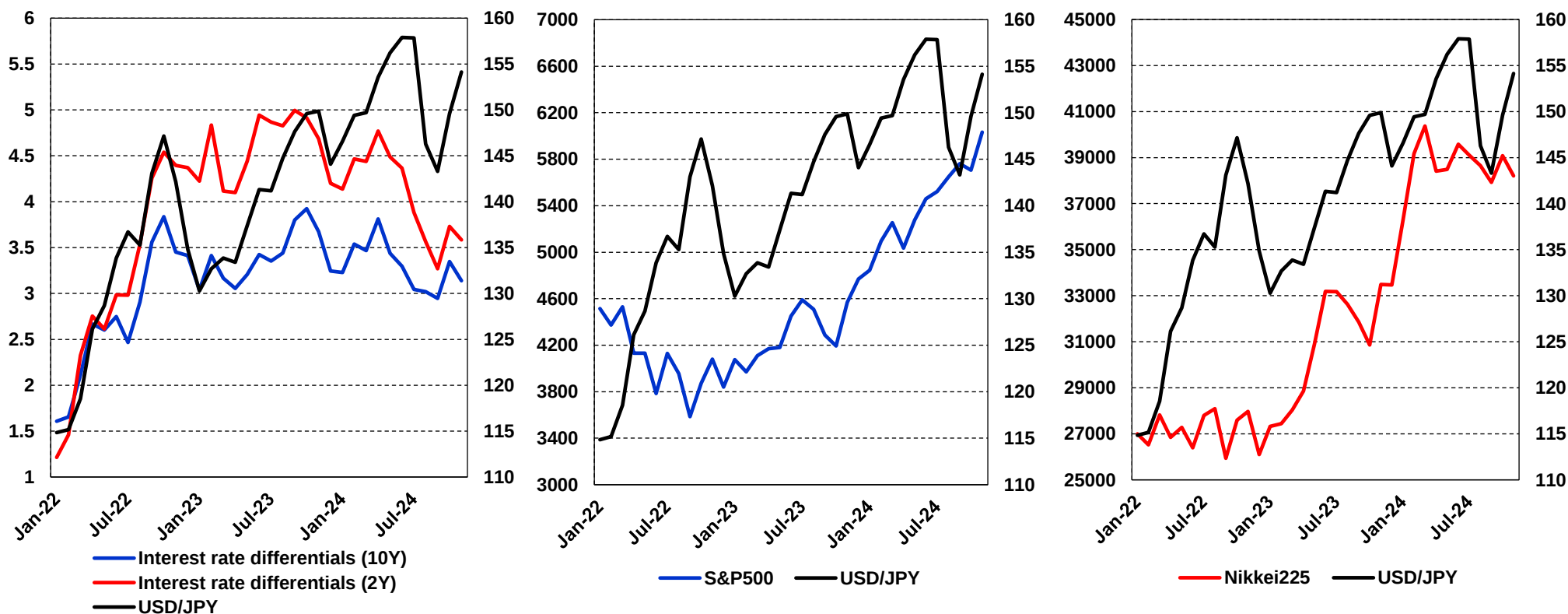
<左> 円の実効レート, <右> 円相場の変化率（前年比%）



他の金融市場との関係

- 米ドル／円レートと日米金利差（国債利回りの差）は多くの局面で相関しているように見える。もっとも、米国の株価指数とも連動している局面があり、この点はグローバル投資家のリスク選好度を通じて影響していることが考えられる。
- その上で、これらの相関を超えて米ドル／円レートが大きく変動した局面では、日銀による金融政策への思惑が影響していた可能性がある。

<左> 日米金利差（国債利回り）、<中央> 米国の株価指数、<右> 日本の株価指数

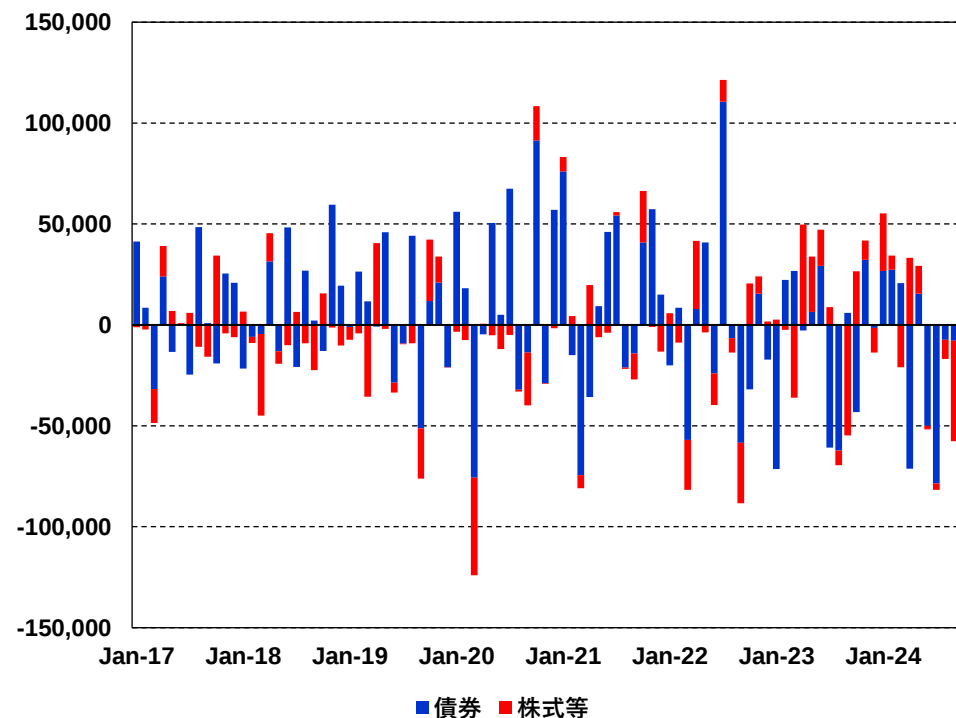
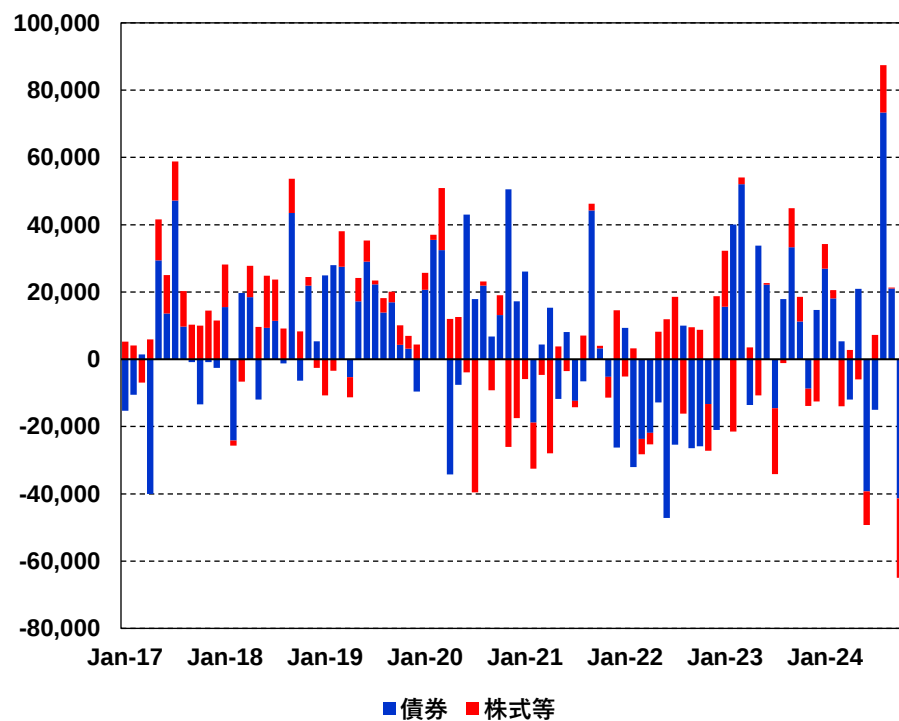


対内外証券投資

資料：財務省、日銀

- 対外証券投資は足元で振れが大きくなっている。種類別に債券の寄与が大きい点は、海外市場の金利動向の変化が影響しているとみられる。
- これに対し、対内証券投資は総じてみればマイナス基調にある。このうち、株式投資は多くの月で流入超となっているが、債券は足元で大きな処分超が目立つ。この点には国内金利の動向が影響している可能性がある。

<左> 対外証券投資（億円）、<右> 対内証券投資（億円）

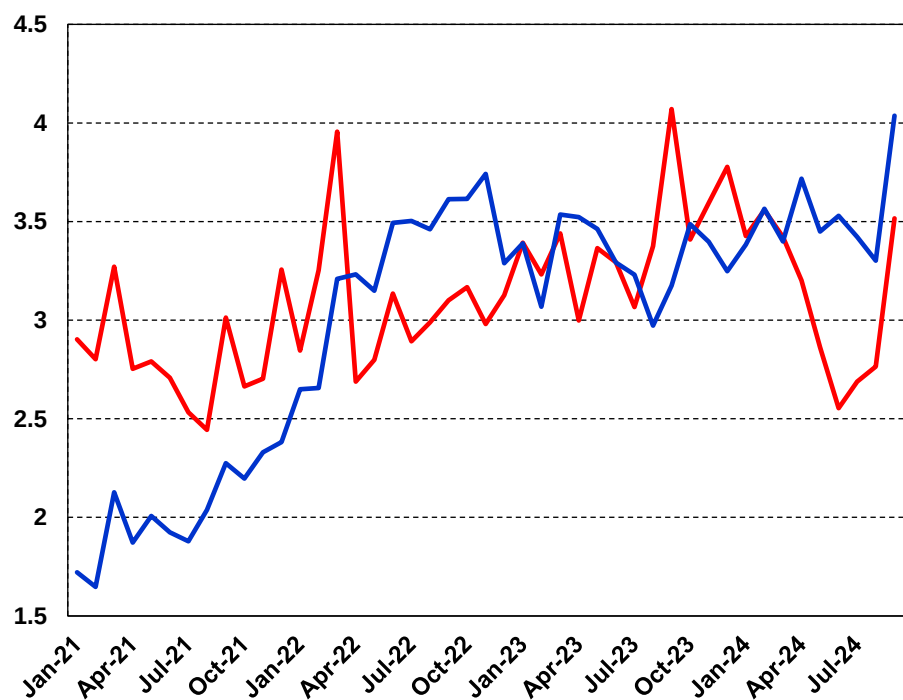


国内銀行の資産・負債

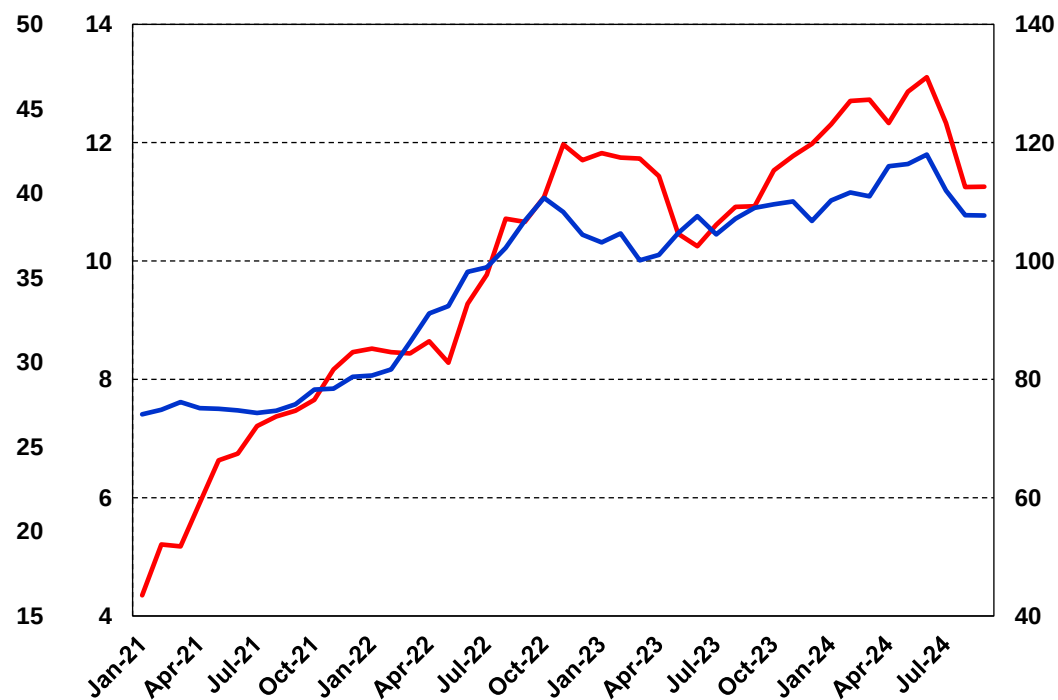
資料：日銀

- 海外投資家が円ベースの外為取引を行う場合に国内銀行に生じうる影響をみるために、国内店勘定と海外店勘定の代表的な項目を抽出してみると、前者に関しては本支店勘定（貸）が足元で増加したことがわかる（約45兆円）。この間、後者については、貸付金残高が最近では横ばいに転じている（約110兆円）。

<左> 国内銀行国内店勘定（兆円）、<右> 国内銀行海外店勘定（兆円）



— 国内店非居住者預金 — 国内店本支店勘定（貸）



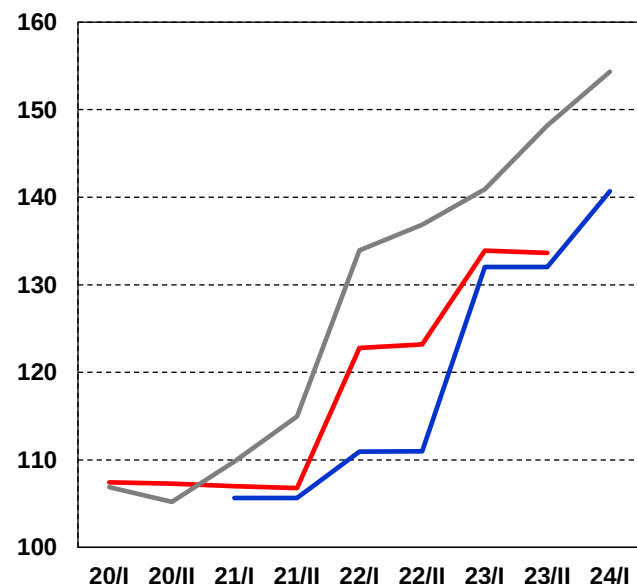
— 海外店他店預け金 — 海外店貸付金

主要企業の想定レート

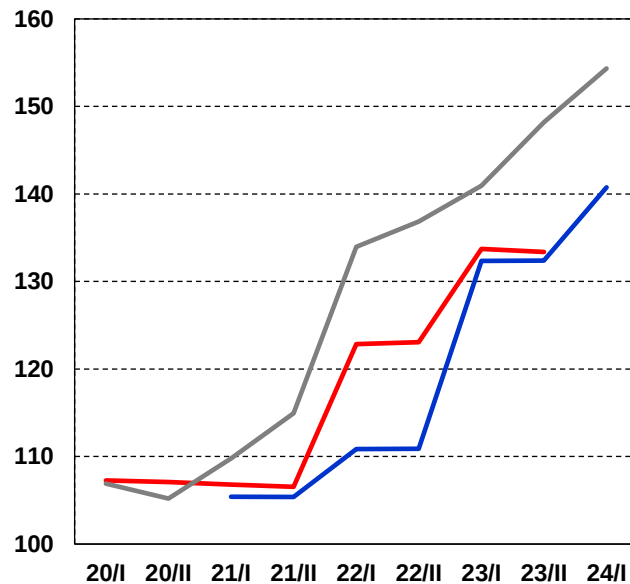
資料: 日銀

- 日銀短観の結果をもとに、ドル円レートに関する企業の想定レートと実績を比較すると、2021年以降は一貫して実際の相場が想定以上に円安化してきたことがわかる。この間、製造業と非製造業との間では、想定レートに大きな差がなく、同様なパターンで推移してきたこともわかる。

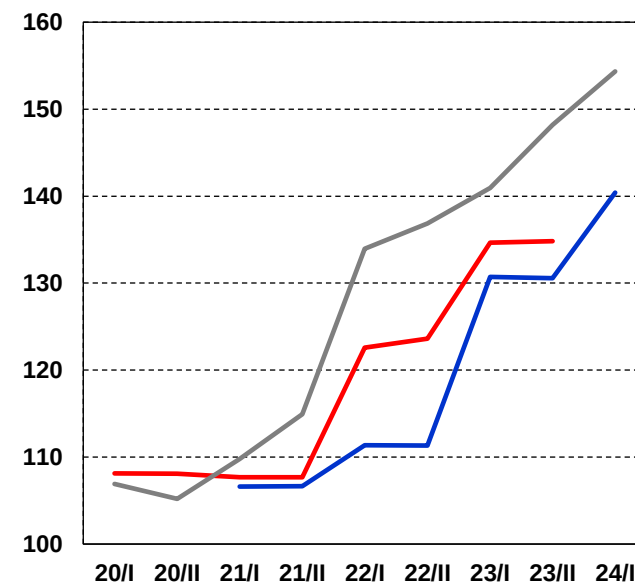
<左> 全産業、<中央> 製造業、<右> 非製造業



— 想定レート (3月調査)
— 想定レート (9月調査)
— 実績



— 想定レート (3月調査)
— 想定レート (9月調査)
— 実績



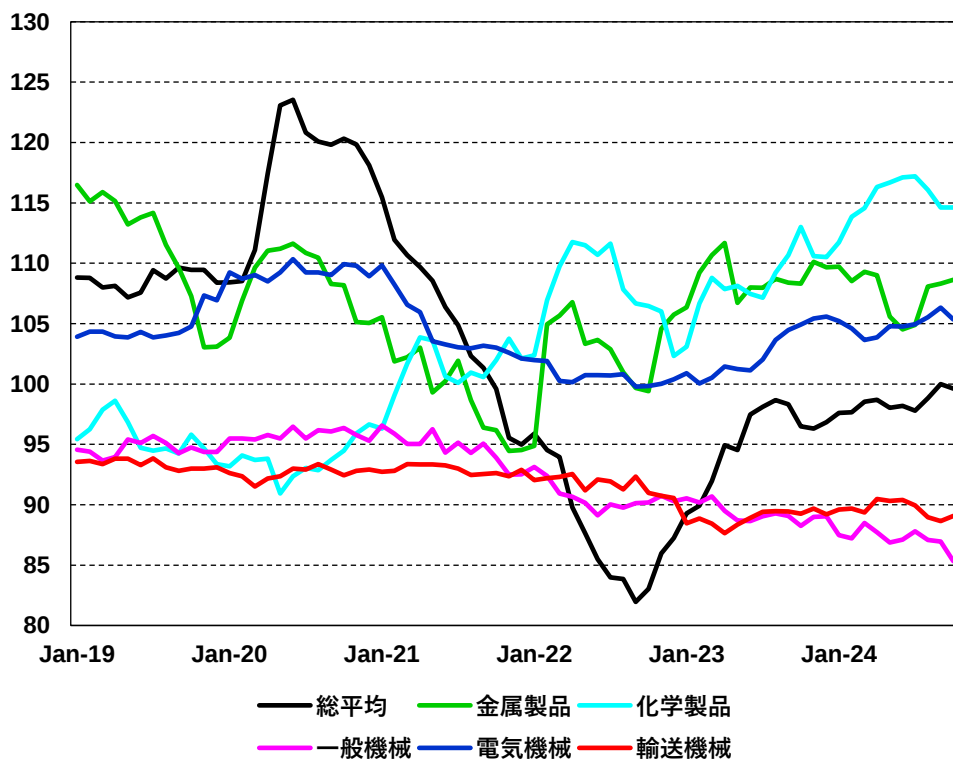
— 想定レート (3月調査)
— 想定レート (9月調査)
— 実績

交易条件と所得の内外移転

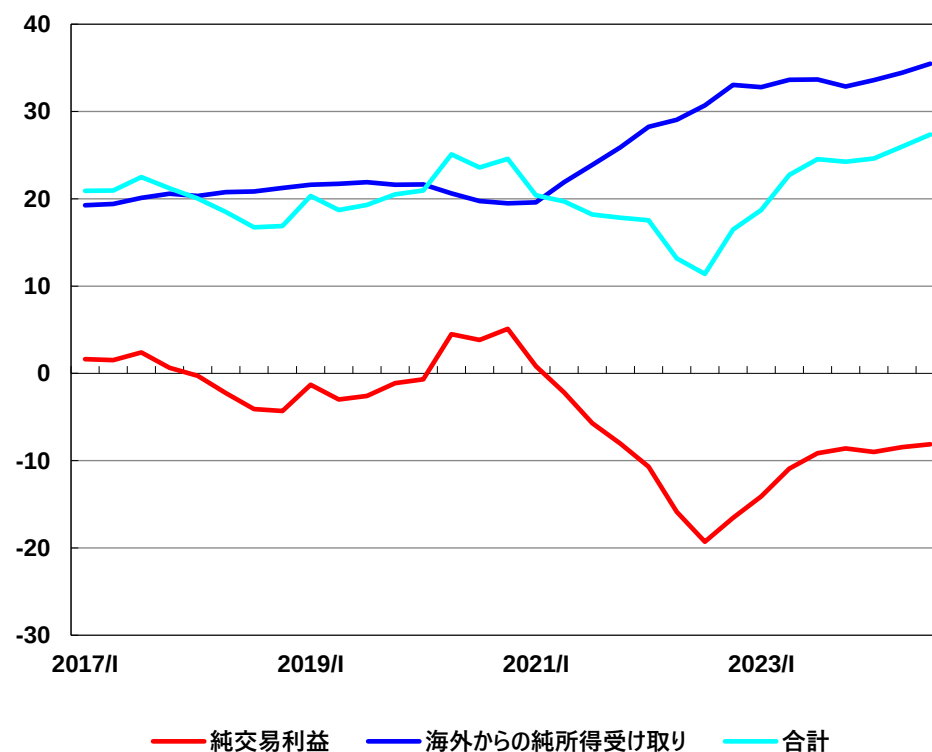
資料: 日銀、内閣府

- 輸出物価指数と輸入物価指数の比率で見た交易条件指数は、総じてみれば横這いとなっている。主要品目別には、一般機械は停滞している一方、化学製品や電気機械は緩やかに改善している。
- SNAベースで見た海外との所得移転も、受取超過が緩やかに改善し2020年の水準を上回った。つまり、交易利益の悪化が底打ちした一方で、純所得受取は緩やかに増加している。

交易条件 (指数, 2012年平均 = 100)



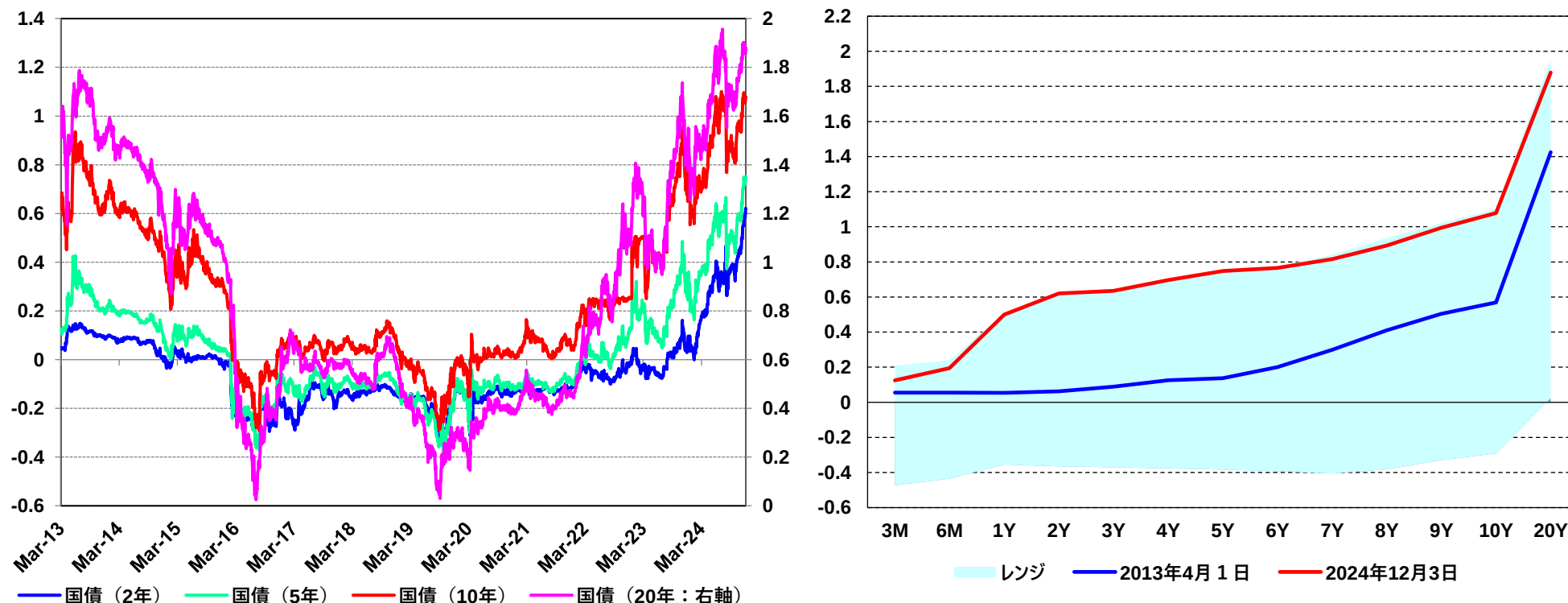
所得の移転 (SNAベース, 兆円, 四半期MA)



国債利回りの動向 (1)

- 国債利回りは2022年から上昇に転じ、日銀の政策変更に対する思惑を背景とする短期的な振れを伴いながら、上昇を続けてきた。現時点の水準は概ねQQEの開始当時よりも明確に高い。
- YCCの運営期間を通じて、イールドカーブ全体の変動幅は総じて抑制されていた。しかし、直近のイールドカーブの位置や形状は、全体にわたってレンジのほぼ上限に位置している。

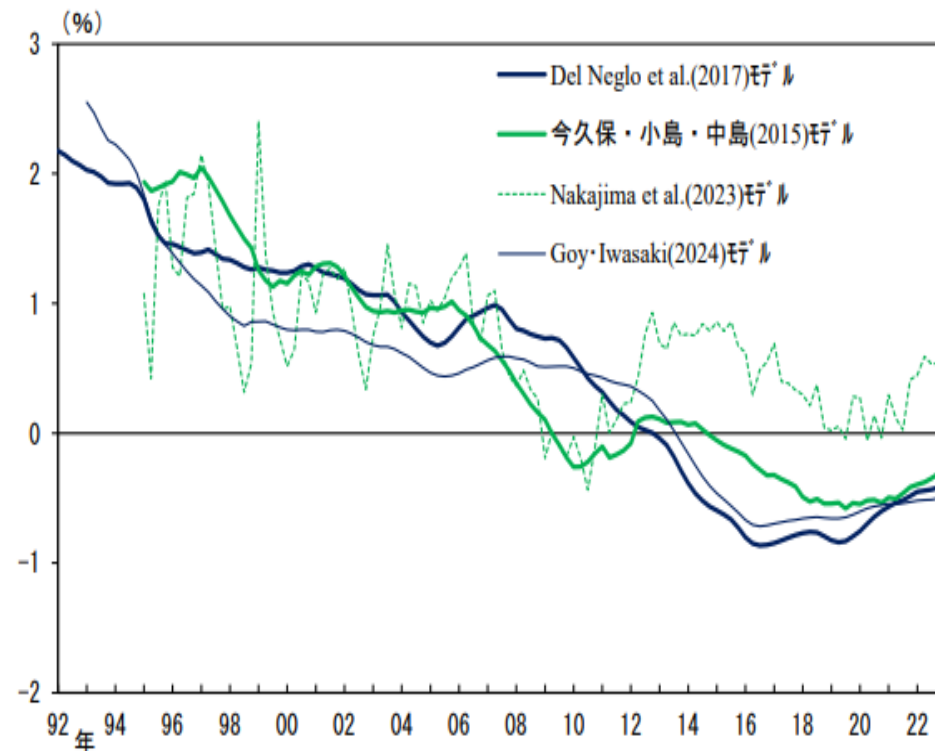
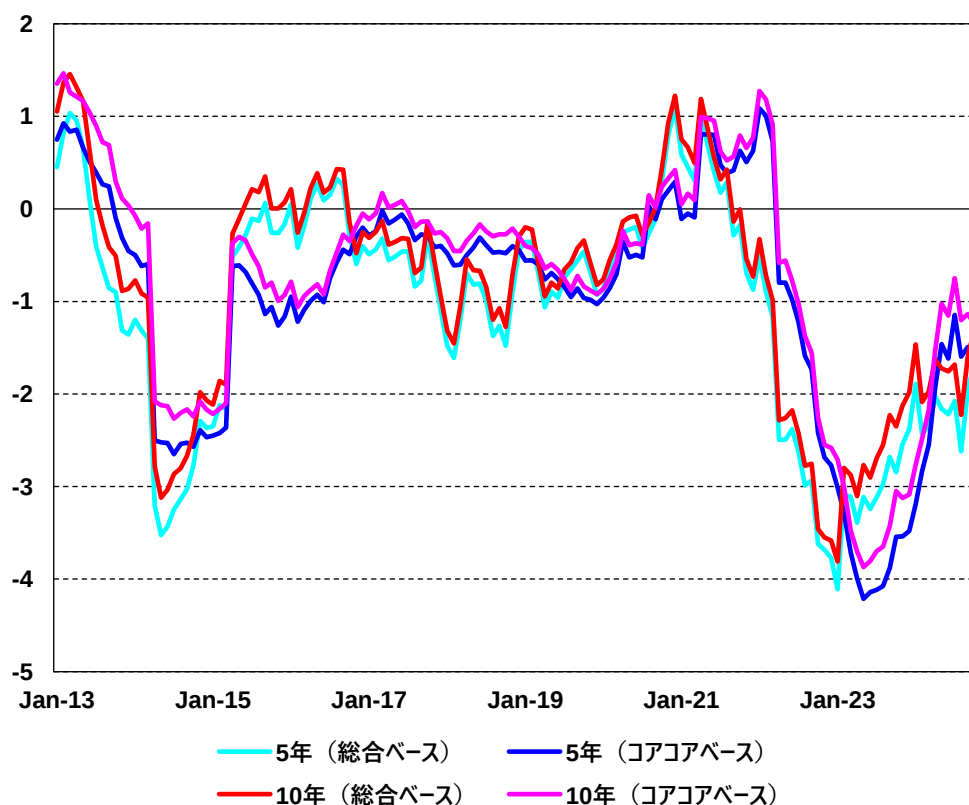
<左> 主要年限別の国債利回り(%), <右> QQE導入後のイールドカーブ (%)



国債利回りの動向 (2)

- 消費者物価上昇率によって実質利回りの推移をみると、昨年以降の急速な反発に拘わらず、5年債と10年債のいずれでみても明確なマイナス圏にあり、水準はコロナ前の時期に近い。QQEの開始当時の経済環境も踏まえると、国債利回りで見えた金融環境は当時より緩和的になっている。
- なお、日銀のワーキングペーパー（No24-J9）は、長期均衡金利（実質）の推移を以下の通り推計し、直近（2023年第1四半期）で-0.5%前後としている。

<左> QQE導入後の実質長期金利 (%), <右> 長期実質均衡金利の推計値 (%)

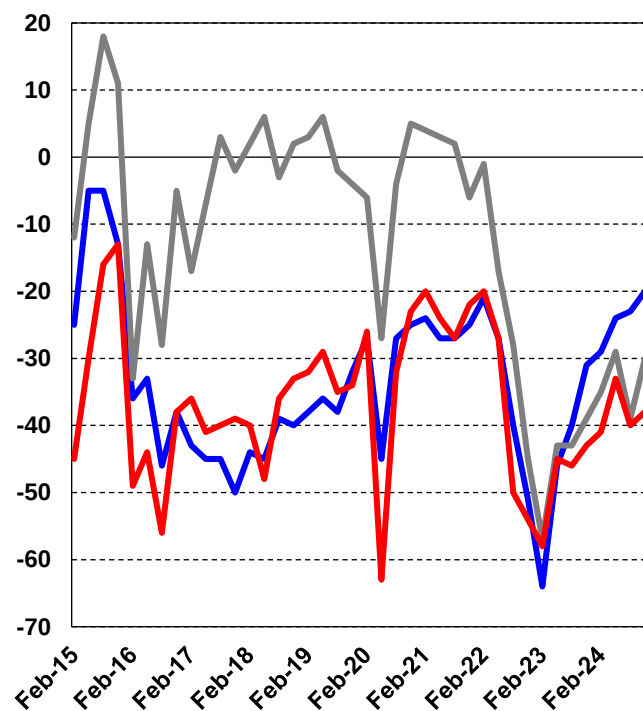


国債市場の機能（1）

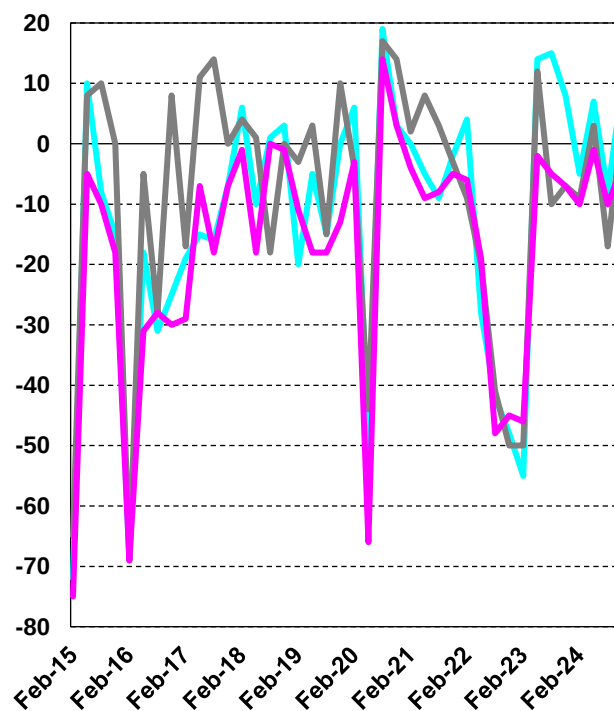
資料: 日銀

- 日銀が実施する債券市場サーベイ（11月）によれば、市場機能に対する評価は全体として改善方向にある。ビッド・アスク・スプレッドやオーダーの厚みに対する評価の改善が続いているほか、取引相手の数の評価が大きく改善した。一方、取引ロットの規模や期待したロットでの取引などの評価はなお横ばい圏内にある。

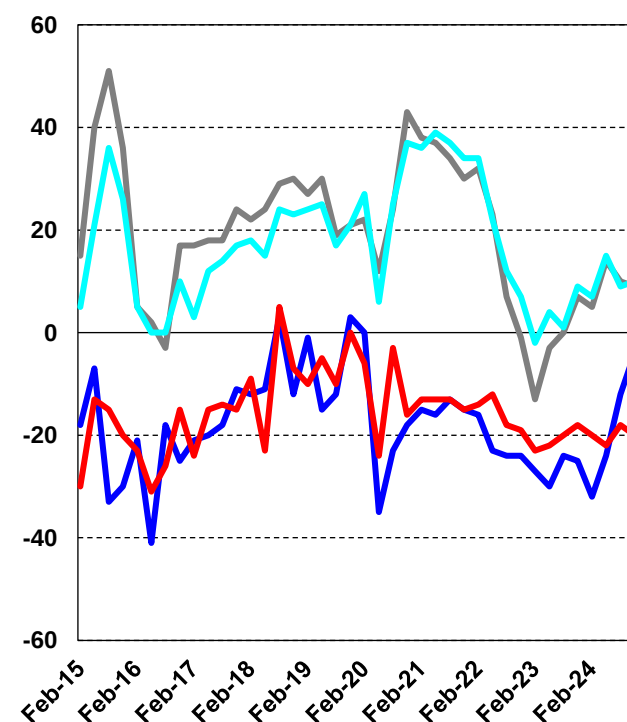
債券市場サーベイ (DI)



— 市場機能（現状）
— ビッド・アスク・スプレッド（現状）
— オーダーの厚み（現状）



— 市場機能（変化）
— ビッド・アスク・スプレッド（変化）
— オーダーの厚み（変化）

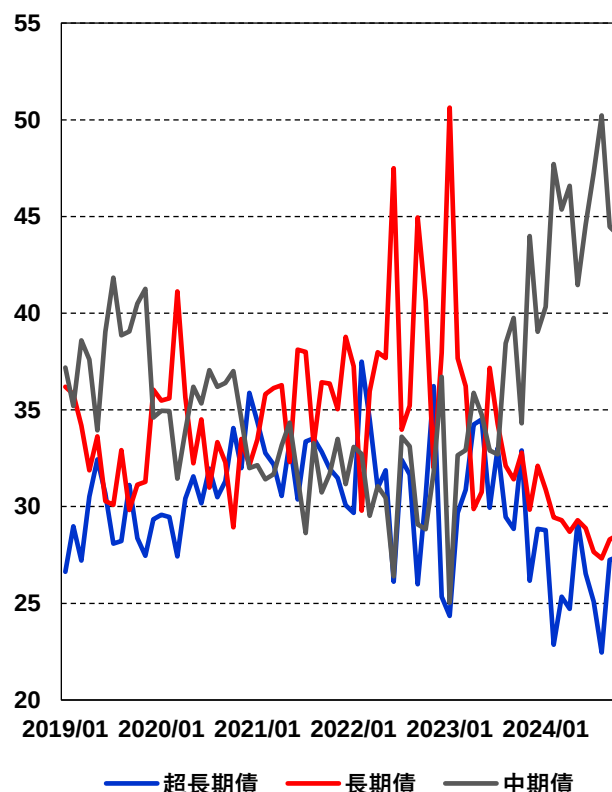
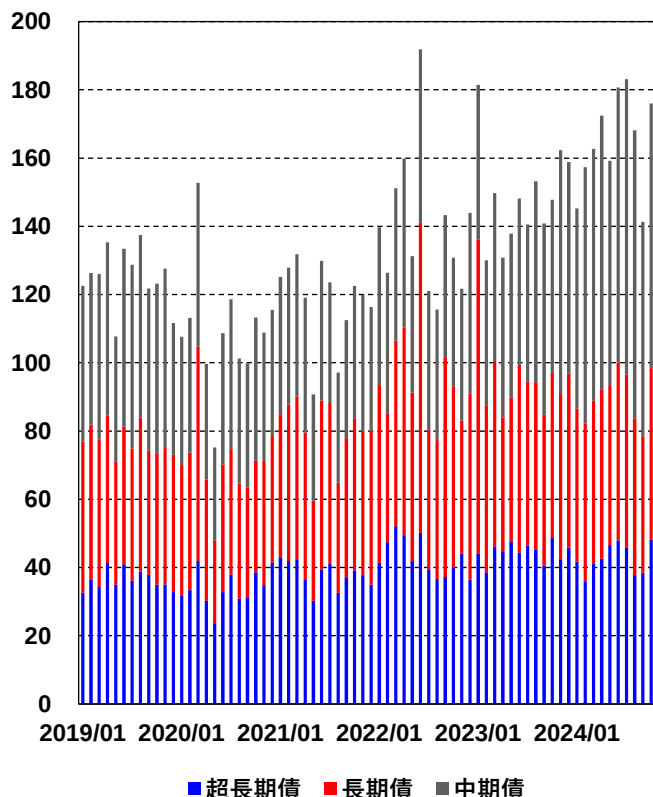


— 取引相手の数
— 取引ロットの規模
— 期待した価格での取引
— 期待したロットでの取引

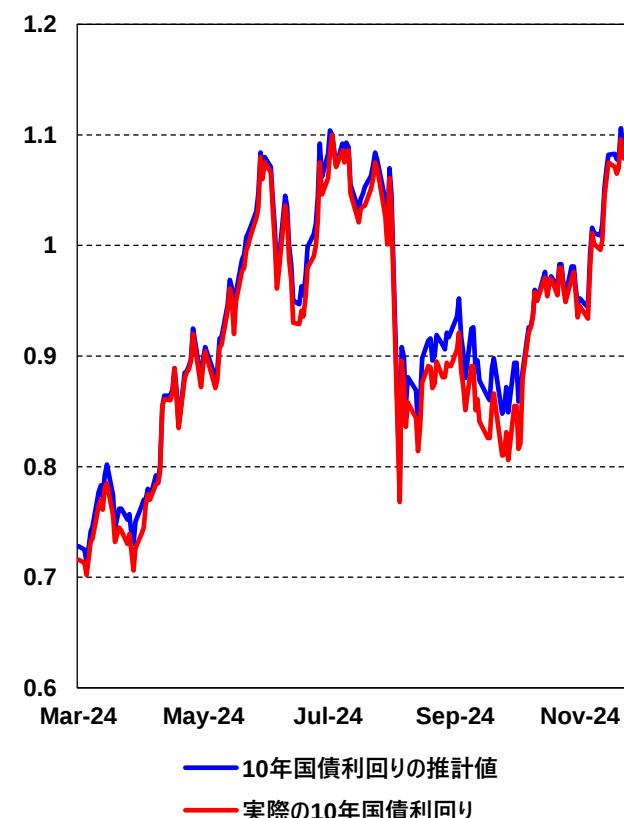
国債市場の機能 (2)

- 国債の売買高 (10月まで) は、昨年入り後の増加基調を維持しており、コロナ以降では明確に高い水準となっている。この間、10年国債を含む長期債や超長期債のシェアが明確に低下する一方、金融政策の見通しの影響をより受けやすい中期債のシェアが顕著に高まったことが注目される。
- なお、10年国債利回りについて、財務省のイールドカーブモデルによる推計と実際を比較すると、MPMの前後で若干乖離する局面も見られるが、両者は概ね一致している。

国債の売買高 (左:金額 <兆円>, 右:シェア <%>)



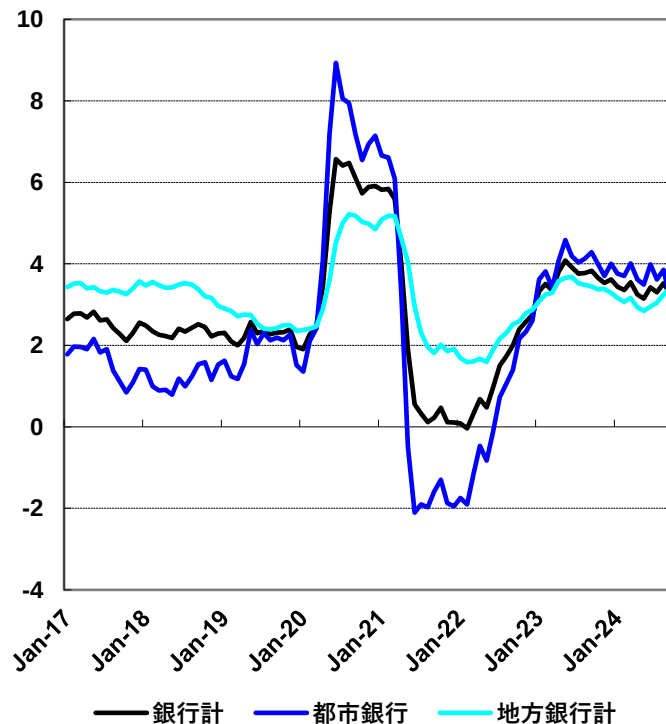
10年国債利回りの推計値 (%)



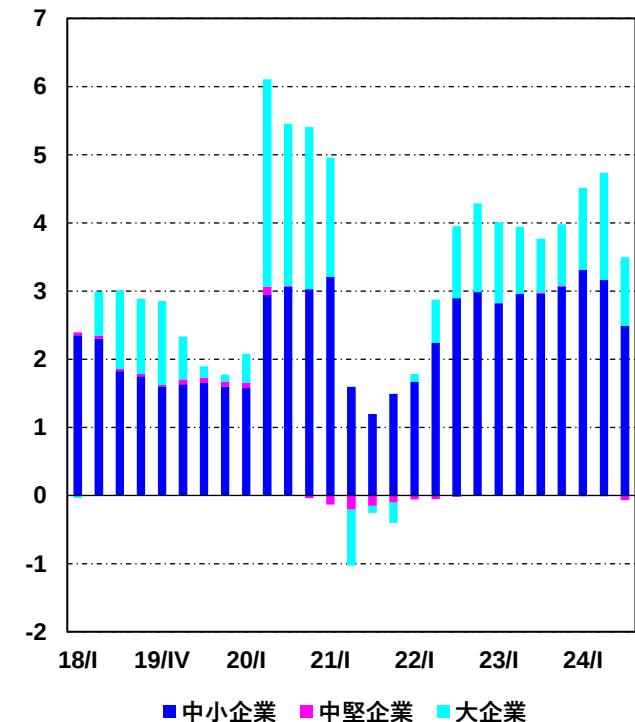
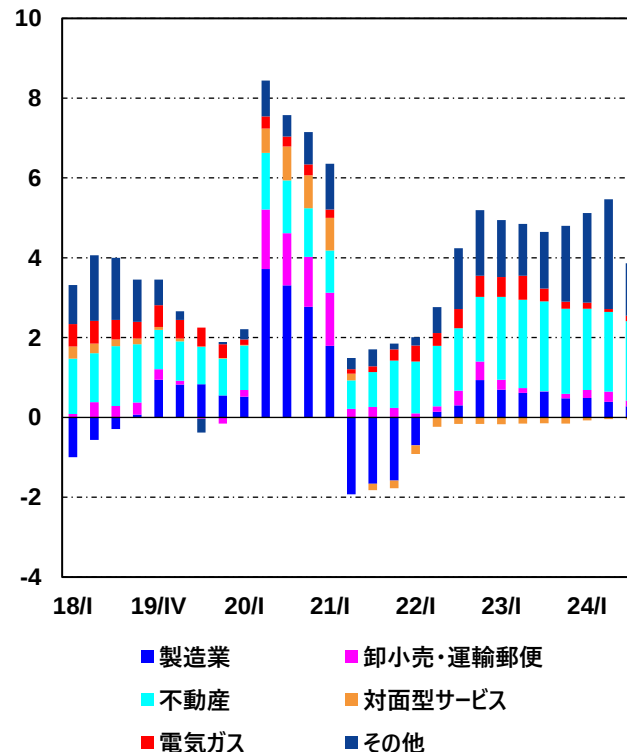
銀行貸出の動向 (1)

- 銀行貸出の伸びは全体としては緩やかに減速しているが、地方銀行では足元で底打ちの兆しもみられる。
- このうち企業向けの内容をみると、業種別には、コロナ期に大きく寄与した製造業や卸小売・運輸郵便、対面型サービスに代わって、足元では不動産（プロジェクト向け等を含む）の寄与が目立つ。一方、規模別には、中小企業向けの寄与が引き続き大きい。

銀行貸出残高 (前年比：%)



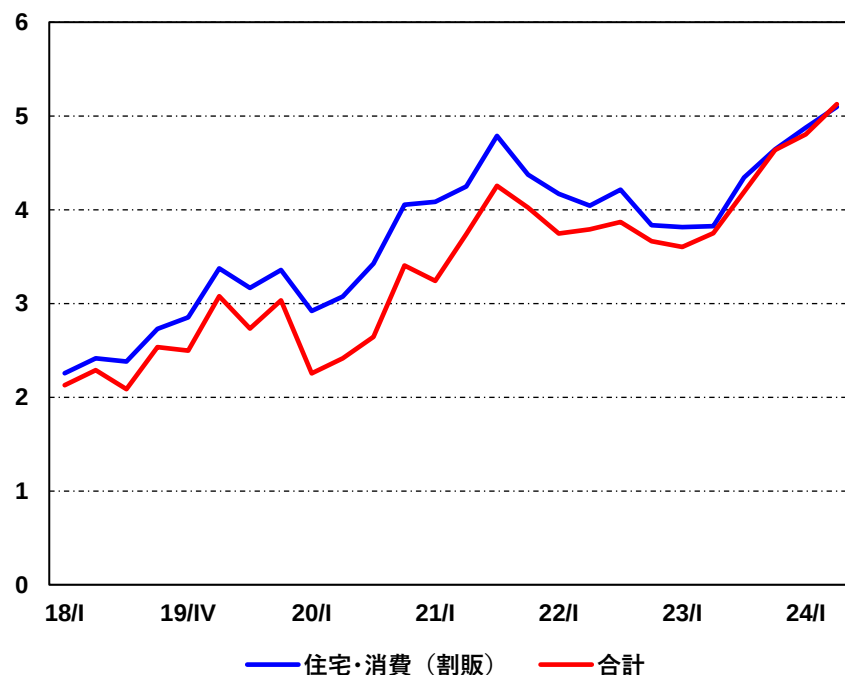
企業向け貸出残高の寄与度 (前年比：pp)



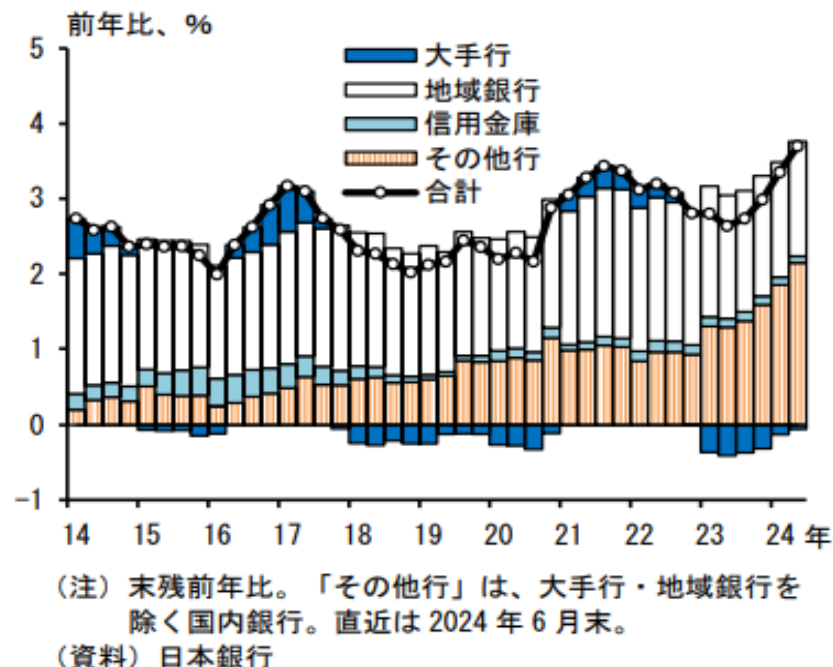
銀行貸出の動向 (2)

- 一方、個人向け貸出の残高前年比は2023年入り後に上昇トレンドに戻っている。公表データで確認できる住宅・消費（割販）のベース（ほとんどが住宅ローン）の伸び率も同様なパターンをたどっている。
- 日銀のFSR（10月）に掲載された住宅ローン残高の業態別の推移をみると、地方銀行のシェアが引続き大きい一方、いわゆる新業態銀行を含む「その他行」のシェア拡大が足元で加速していることがわかる。

個人向け貸出残高 (前年比：%)



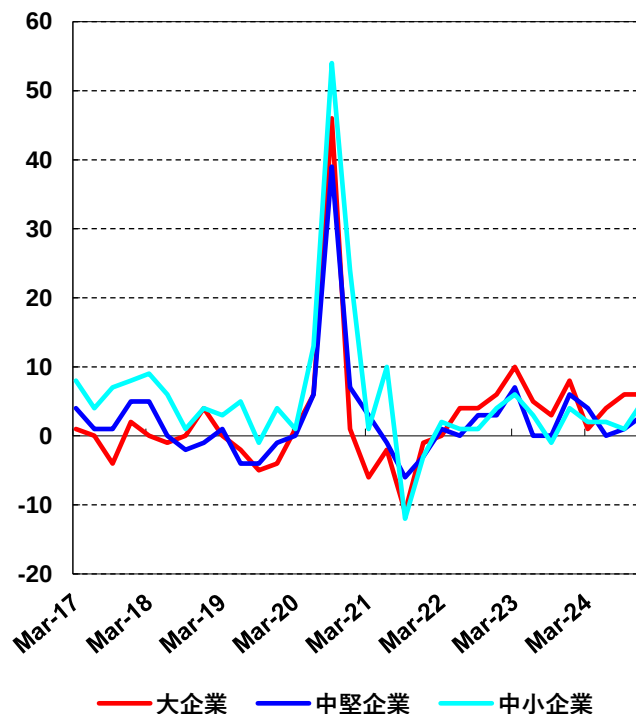
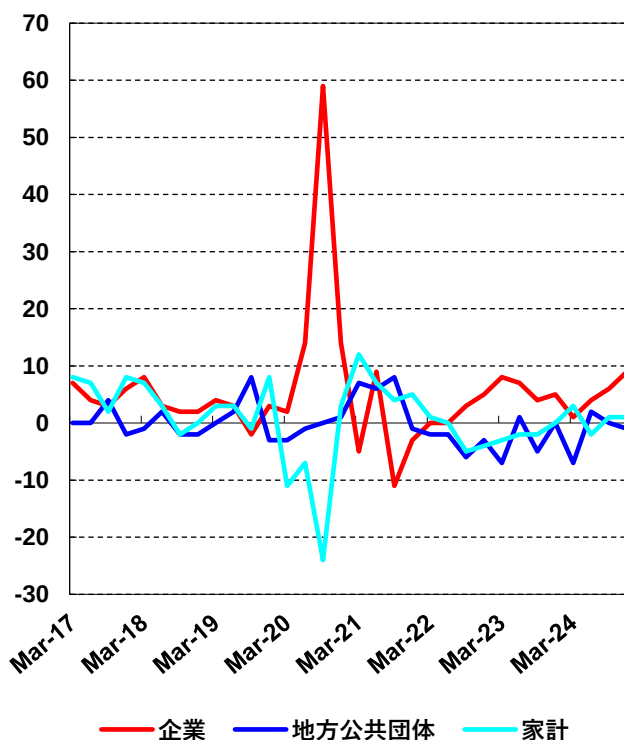
住宅ローン残高 (前年比：寄与度pp)



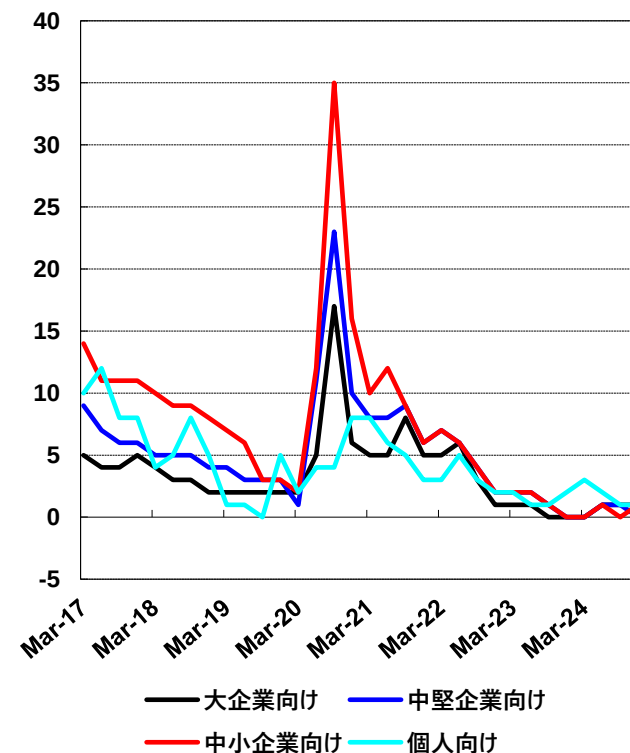
貸出需要の動向

- 日銀の貸出アンケートの結果により貸出需要をみると、足元では企業向けが回復している一方、地方公共団体向けは減速し、個人向けは横ばいとなっている。企業向けを規模別にみると、中堅企業や中小企業で足元での改善が窺われる。
- 同じアンケートによって銀行の貸し出しスタンスをみると、最近では概ね中立圏内で推移しつつ、個人向けにはやや慎重さも窺われる。

貸出需要 (DI)



貸出運営スタンス (DI)



3. 想定論点 3

想定論点3

項目	事務局案
論点	・金融政策の「正常化」の今後の運営
目的	・論点1と論点2に関する議論の成果を踏まえた上で、金融政策の「正常化」の展望や副作用の抑制について検討する
考えられる論点	< 政策金利の調整 > ・利上げを進める上での条件のあり方やその課題 ・利上げ方針に関する「市場との対話」のあり方や課題 ・利上げのペースや最高到達点とその考え方 < 国債保有の運営 > ・「量的引き締め」の残された課題 ・「量的引き締め」方針の見直しの可能性とポイント ・長期的な視点での日銀保有国債のあり方

- 政策金利の利上げに関する論点は以下のように整理される。

経済と物価の見通し

- 経済と物価は日銀の見通し通りに推移するか
- なかでも、賃金と物価の好循環は維持されるか

物価の基調

- 総需要に基づいた国内発の物価は持続できるか
- インフレ期待はどのようにして2%目標に収斂するか

政策金利の調整

- 日銀の目途は政策金利の中立化と理解してよいか
- 利上げの根拠はbackwardかforwardか

物価の見通し

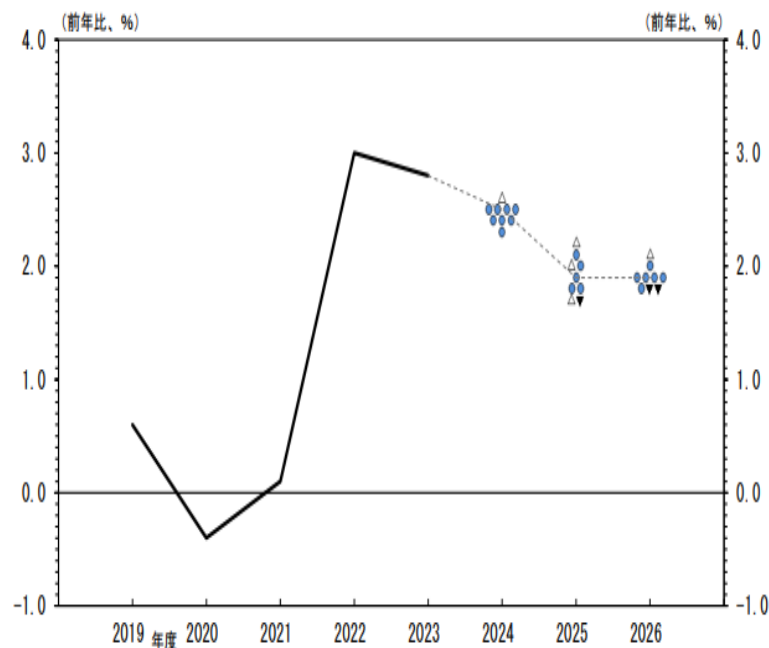
資料: 日銀

- 日銀の「展望レポート」(10月)は、足元では輸入インフレの減衰等によりインフレ率の減速が続くものの、来年度以降は基調的インフレの改善によって物価目標に収斂していく姿を示している。また、コアコアによって政府の価格抑制策の影響を除外すれば、基調的インフレ率は安定して推移するとみている。
- リスクバランスチャートを見ると、2025年度について上振れリスクが意識されている。その理由としては、海外の物価動向、商品価格の動向、企業による価格や賃金設定行動の変化を挙げている。

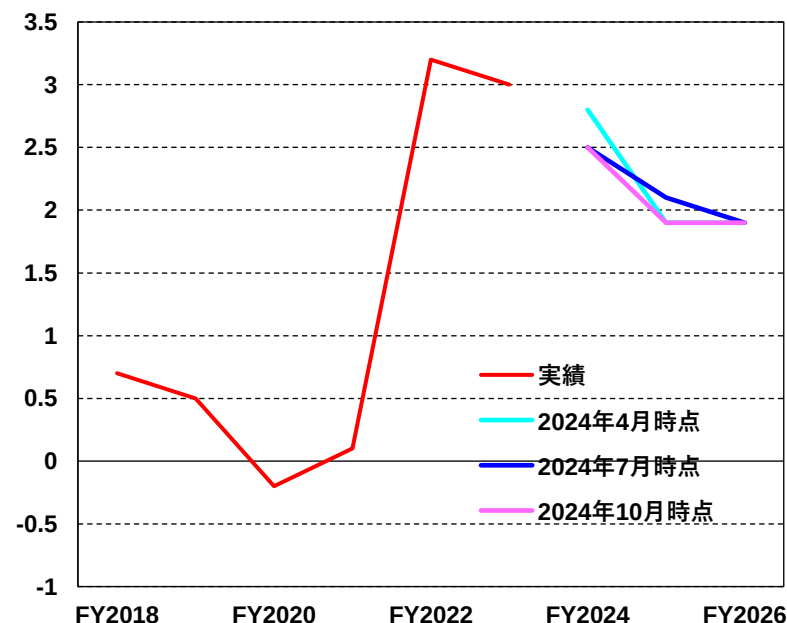
コアCPIインフレ率の見通し(10月時点：前年比%)

コアCPI	
FY2024	+2.4%～+2.5%
FY2025	+1.7%～+2.1%

コアコア CPI	
FY2024	+1.9%～+2.1%
FY2025	+1.8%～+2.0%



コアCPIインフレ率見通しの推移
(前年比 %)

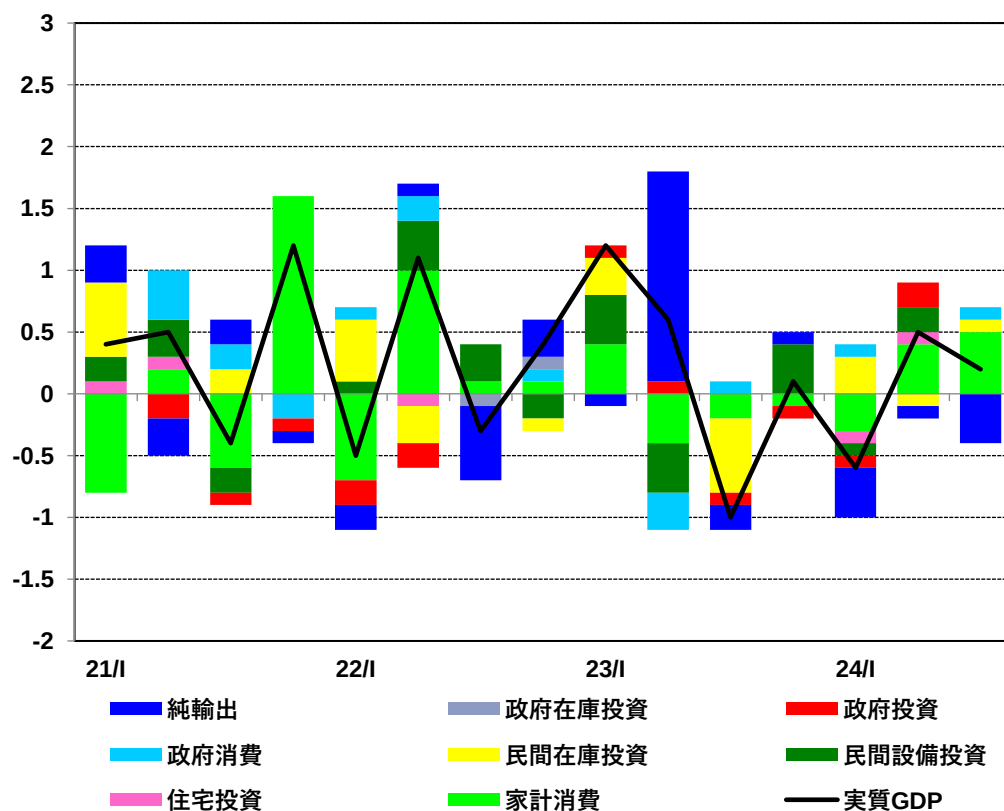


経済の見通し

資料: 内閣府、日銀、IMF、OECD

- 日銀の「展望レポート」(10月)によれば、本年度の実質GDP成長率は停滞する一方、来年度以降は潜在成長率をやや上回る成長を見込んでいる。その理由として、海外経済の緩やかな成長の下で、緩和的な金融環境などを背景に所得から支出への循環メカニズムが徐々に強まることを挙げている。
- リスクバランスチャートをみても、見通しに関するリスクは上下にバランスしている。他の国際機関も来年については、日銀と同様な見通しを示している。

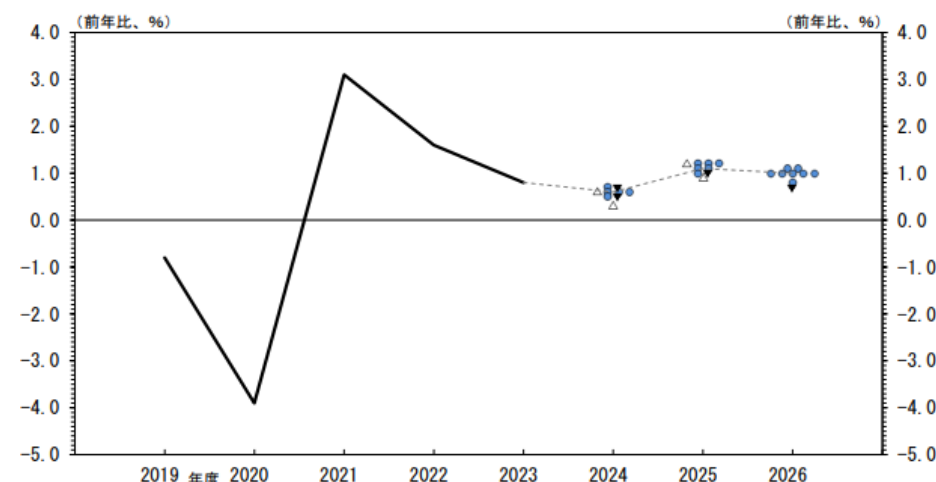
実質GDP成長率の寄与度分解 (前期比 %)



実質GDP成長率の見通し

	日銀 (Oct)	IMF (Oct)	OECD (Sep)
2024	+0.6%	+0.3%	+0.5%
2025	+1.1%	+1.1%	+1.1%

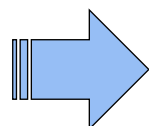
実質GDP成長率の見通し
(前年比 %)



政府の総合経済対策

- 政府が閣議決定した内容は以下の通りで、臨時国会で詳細が議論され、決定される。

政策の柱	財政支出 (21.9兆円) <一般会計13.9兆円>
第一の柱：日本経済・地方経済の成長 (すべての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす) ➤ 賃上げ環境の整備 ➤ 中堅・中小企業の生産性向上 ➤ 地方創生2.0 ➤ 成長力の強化	10.4兆円 (一般会計5.8兆円)
第二の柱：物価高の克服 (誰一人取り残されない成長型経済への移行に道筋をつける) ➤ 物価高に影響を受ける低所得者への支援 ➤ 地域の実情等に応じた物価高対策の推進 ➤ 物価高に影響を受ける業種の支援 ➤ エネルギーコスト上昇への耐性強化	4.6兆円 (一般会計3.4兆円)
第三の柱：国民の安心・安全の確保 (成長型経済への移行の礎を築く) ➤ 自然災害からの復旧・復興 ➤ 外交・安全保障環境の変化への対応 ➤ 都市部等の防犯対策・闇バイト対策 ➤ こども・子育て支援、女性・高齢者の活躍・参画促進	6.9兆円 (一般会計4.8兆円)



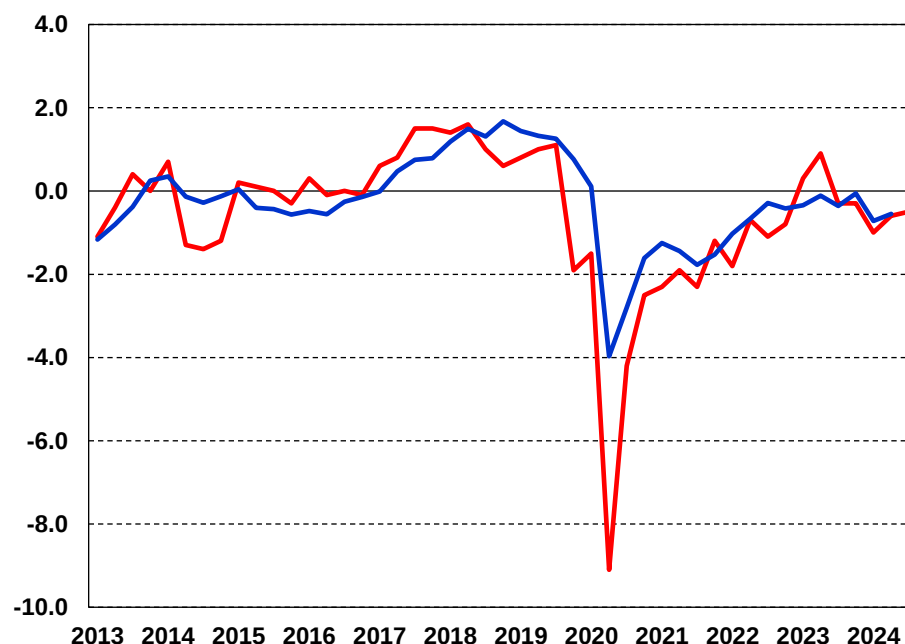
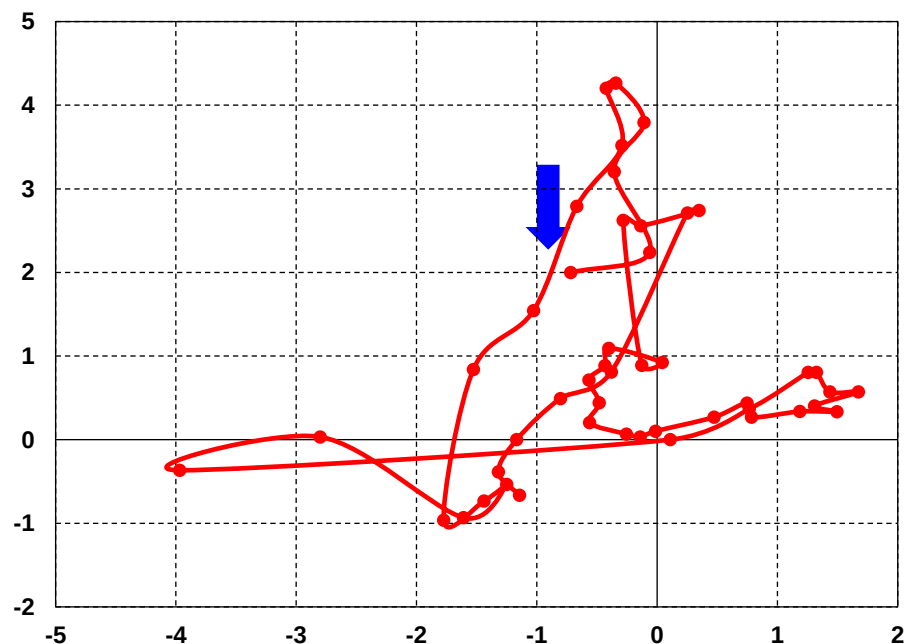
実質GDPの押し上げ効果 (累計)	21兆円
CPIインフレ率の押し下げ効果	▲0.3pp

フィリップスカーブとGDPギャップ

資料: 日銀、内閣府、総務省

- フィリップスカーブは、近年ではほぼ垂直方向に上下動したが、足元で安定化の兆しもみられる。もしこれが正しいとすれば、Y軸の切片に相当するインフレ期待は以前に比べて明確に上昇したことになる。
- もっとも、内閣府と日銀の双方による推計は、ともにGDPギャップが足元でマイナス圏内にあることを示唆している。これらの点を総合すれば、企業による価格設定行動の変化が大きな影響を有したことが推測される。

<左> フィリップスカーブ (X-軸: コアコアCPIインフレ率: 前年比%) (Y-軸: GDPギャップ: 2四半期先行 %)
<右> GDPギャップの推計値 (%)



— 内閣府推計 — 日銀推計

金融政策の運営方針

- 日銀は、物価や経済が見通し通りに推移する限り、金融緩和の度合いの調整という形で利上げを進めるのが基本的な考え方である点を再三強調している。ただし、見通し通りに推移すれば十分という訳でもなく、今後の見通しが実現する確度が高まったかどうかにも重視する姿勢を示している。
- それでも、金融市場に懐疑論が残存するのは、①実体経済に弱さが残る、②金融政策の現在の焦点は円相場（ないし輸入物価）であり、その影響は減退した、③経済的弱者に副作用が集中するため、政治的に配慮せざるを得ない、④通商摩擦の不透明性が高い、といった理解によることが窺われる。

10月MPM後の植田総裁の会見（抜粋）

・金融政策運営は、先行きの経済・物価・金融情勢次第ですが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえますと、今回の展望レポートで示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになると考えています。

・そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要があります。

11月18日の植田総裁の会見（抜粋）

・7月の時点でみていた姿に比べて、どれくらいオントラックの度合いが上方修正されたのか、こういうような点を毎回の決定会で確認しながら進んでいくということでありまして、オントラックであれば毎回利上げをしていくということではなくて、見通し期間後半の見通しが実現する蓋然性、確度がどれくらい高まったか、ある程度以上高まるということが自信が得られたときに次のステップに移るような、大まかなプロセスで考えております。

11月28日取材の日経インタビュー（抜粋）

・我々の経済・物価の見通し通りに経済が推移して、特に見通し期間（24～26年度）の後半に基調的な物価上昇率が2%に向けて着実に上がっていく、そういう自信というか確度が高まれば、適宜のタイミングで金融緩和度合いを調整することだ。

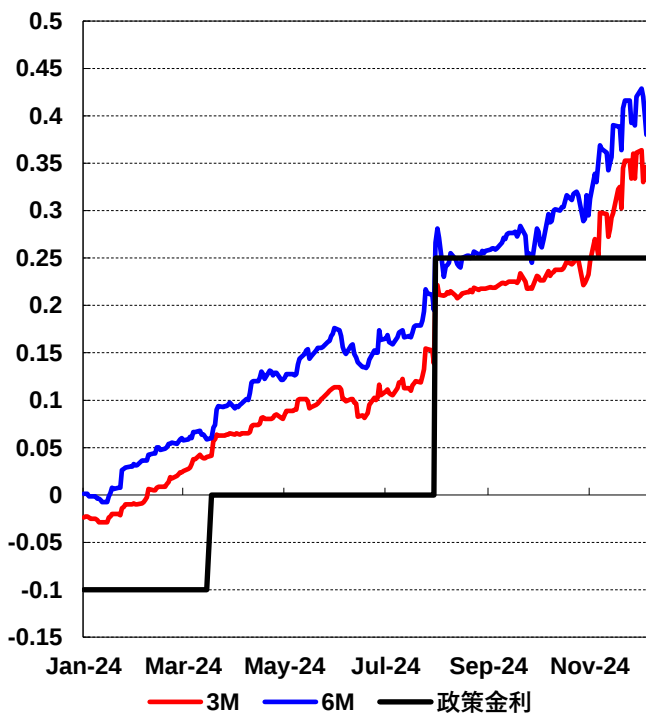
・経済データがオントラック（想定通り）に推移しているという意味では（次の利上げは）近づいていると言える。ただ米国の経済政策の先行きがどうなるか、大きなクエスチョンマークがある。当面、どういうものが出てくるか確認したい。例えば（トランプ次期大統領から）関税の話が出てきているが、どうなるか見極めが必要だ

短期金利の動向

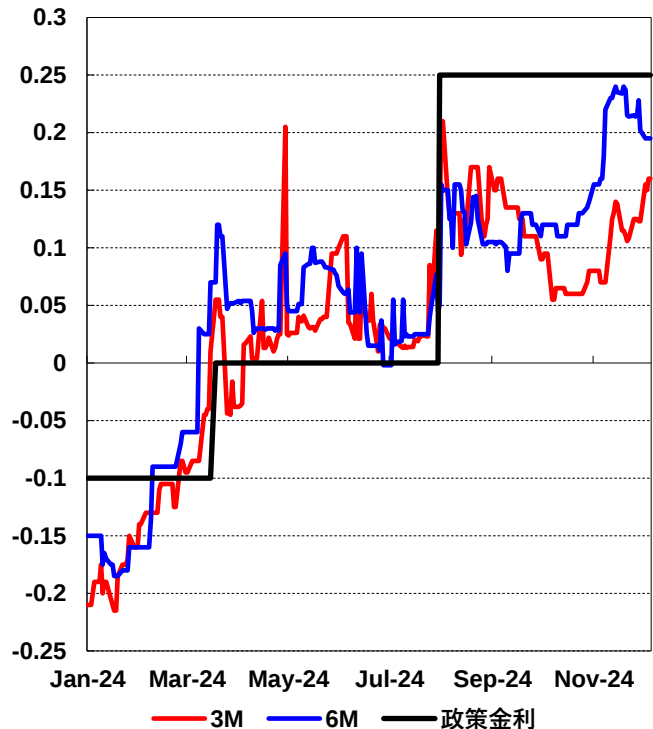
資料：LSEG、日銀

- 本年入り後のOISレートは、ほぼ一定のペースで上昇している。ただし、7月の利上げに対する織り込みは遅れたほか、足元でも12月の利上げを部分的に織り込んでいる。この間、TB利回りは、特に7月以降に政策金利を下回って推移しているが、この点は投資家の選好を映じている可能性がある。
- 変動金利貸出の利率のベースとなるTIBORも上昇を続けている。ただし、こちらについても7月の利上げに対する織り込みは遅延した一方、足元では上昇ペースが加速している。

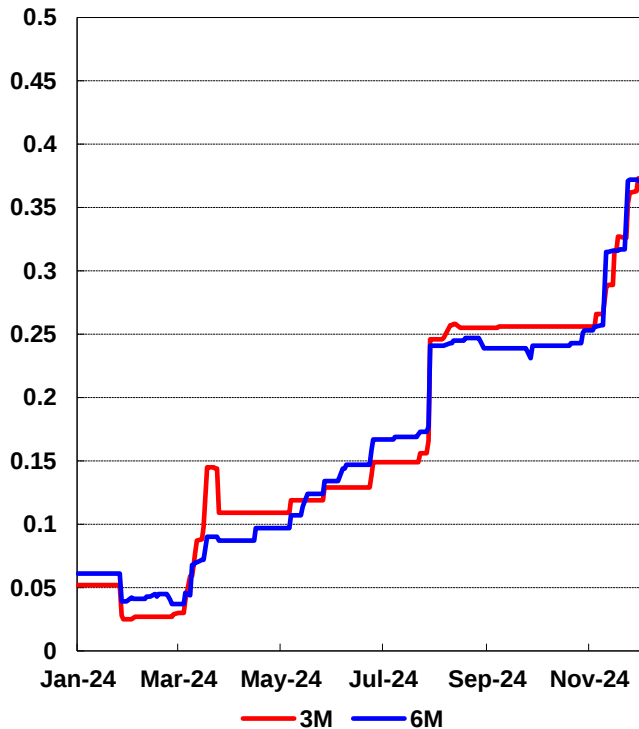
OISレート (%)



TB利回り (%)



TIBORレート (%)

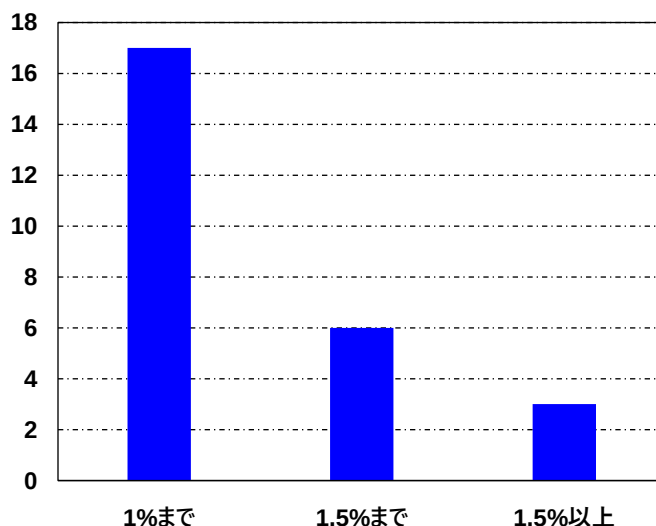
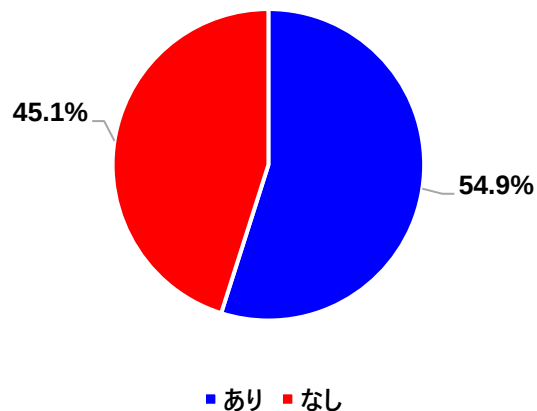


政策金利の見通し

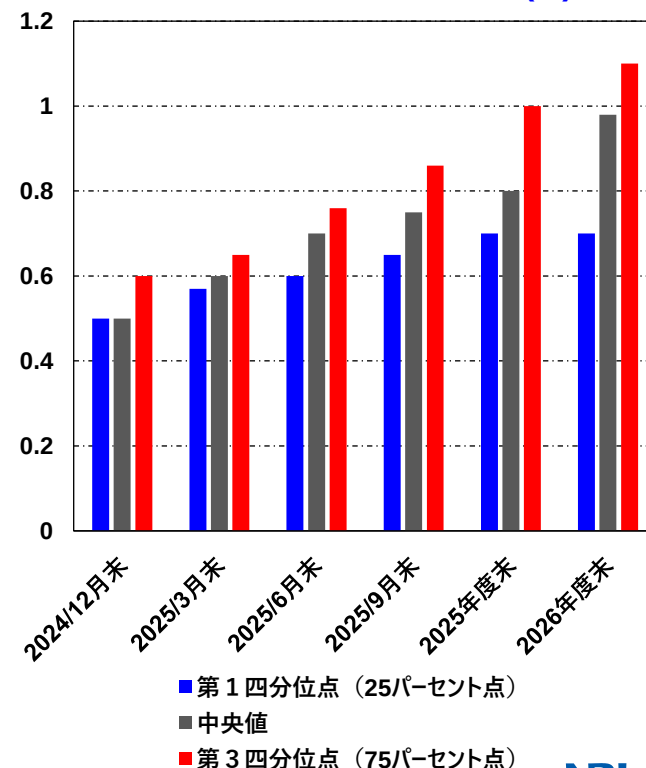
資料：LSEG、日銀

- 市場関係者による12月利上げの見込みは徐々に高まっているが、サーベイ結果によれば、11月下旬時点では利上げを見込む向きが概ね半分強となっている。ただし、12月の利上げ見送りを見込む向きの多くが、1月利上げを予想しているとの指摘もある。
- ロイターのサーベイ結果によれば、利上げの最終到達点については1%までとの回答が多数を占めている。ちなみに、日銀の債券サーベイの結果から新発2年債利回りの予想をみても、中央値としては1%程度までの上昇に止まるとの見方が窺われる。

ロイターサーベイ (11月)
<左> 12月利上げ、<下> 最高到達点



新発2年債利回りの見通し (%)



金融緩和の度合い（1）

資料：日銀

- 日銀は、利上げに関わらず金融緩和の状態にある点を説明する上で、実質政策金利がマイナスである点に言及することが多い。実際、現在の実質政策金利は、CPIインフレ率を用いた場合、マイナス2%と景気が比較的堅調であったコロナ前よりもむしろ低い。また、日銀が推計するように、長期インフレ期待が1.5%程度あったとしても、状況は大きく変わらない。
- この点は、当面の利上げが金融緩和度合いの調整であるという説明とも整合的になっている。

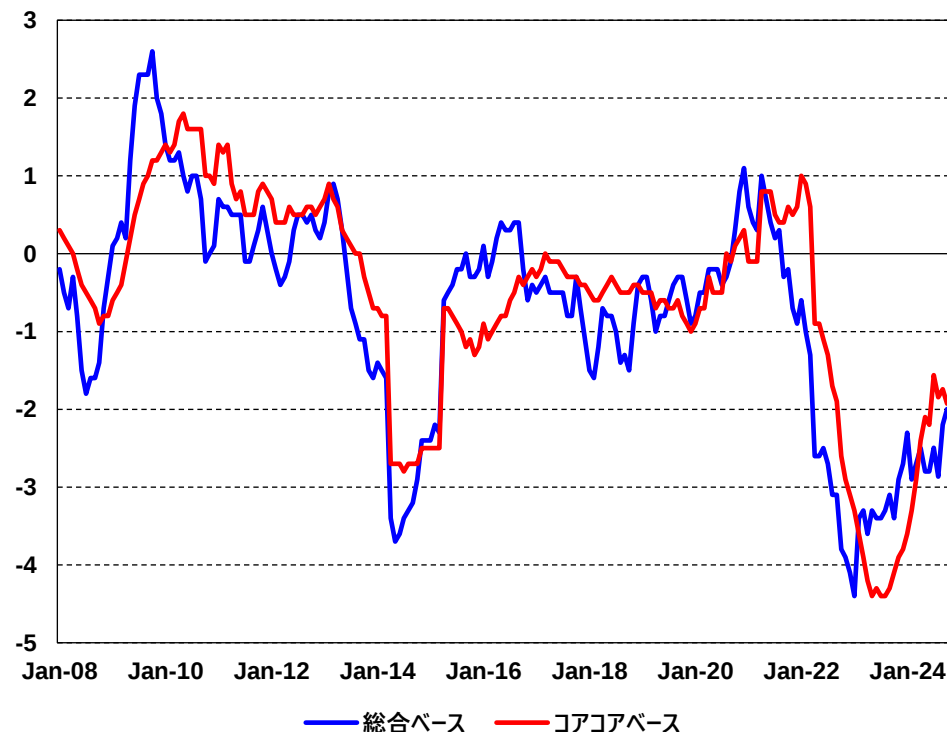
11月18日の植田総裁の講演（抜粋）

・金融政策は、主として名目の金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利の変化を通じて、経済活動に影響を及ぼします。

・その実質金利の水準をみますと、物価情勢が好転するもとでも、極めて低い名目金利の水準を維持していることから、2010年代と比べてもマイナス幅が拡大しており、金融緩和の度合いはむしろ強まっていると評価できます。

・今後、経済や物価の改善に併せて、金融緩和の度合いを少しずつ調整していくことは、息の長い成長を支え、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していくことに資すると考えています。

世界金融危機後の実質政策金利（%）

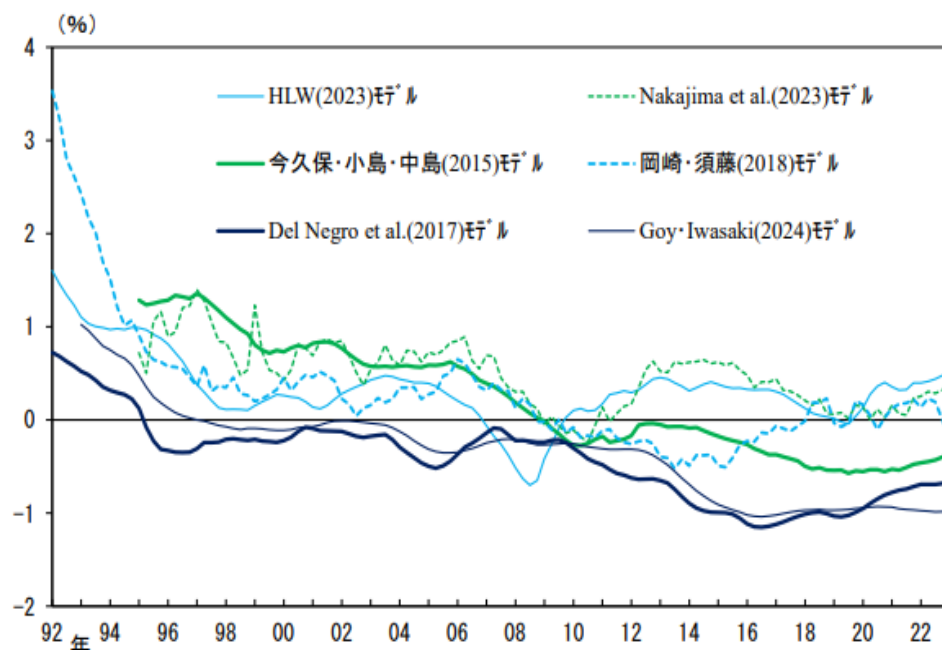


金融緩和の度合い (2)

資料：日銀

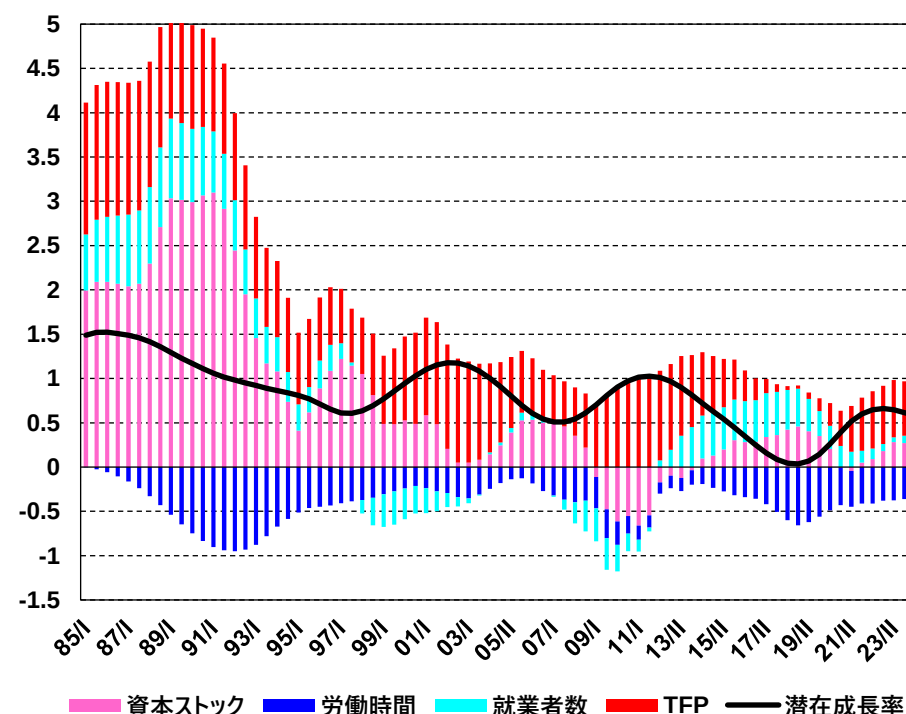
- 日銀のワーキングペーパーが示唆するように、自然利子率の推計値には推計モデルによって相応のばらつきがあり、直近時点で大勢は-0.5%から+1%に分布している。また、多くのモデルによる推計値が2021年以降に緩やかな上昇を示している点にも注意する必要がある。
- この間、日銀の推計による潜在成長率は、依然として0.5%強に止まっている。潜在成長率の明確な改善には、労働投入の構造的なマイナス寄与を、資本投入と技術革新で大きく上回る必要がある。

自然利子率の推計値 (%)
<ワーキングペーパー No24-J9>



(注) Del Negro et al. (2017)モデル、HLW (2023)モデル、今久保・小島・中島 (2015)モデル、Nakajima et al. (2023)モデル、岡崎・須藤 (2018)モデルは、筆者らで推計を実施。Goy and Iwasaki (2024)モデルは、畑山・岩崎 (2024)による推計値を用いている。

潜在成長率 (年率 %)



(参考) 自然利子率の推計手法

資料：日銀

- 日銀のワーキングペーパーは、自然利子率の推計方法を以下のように類型化したうえで、個別のモデルが採用した手法を概観している。
- これらと前ページの推計結果を照らし合わせると、①トレンド成分に基づく推計結果は低い値を導く傾向があり、変化も緩やかとなる、②FRBNYが米国についての推計を示しているHLWモデルは景気循環に即した動きとなっている、③経済構造に基づく推計結果は短期的な変動が相対的に大きいといった特徴も窺われる。

類 型	考え方	先行研究
時系列モデル	・時系列の手法を用いて金利の長期トレンドを推計し、自然利子率と見做す。	・ Del Negro et al. (2017) ・ Kiley (2020a)
期間構造モデル	・金利の期間構造（イールドカーブの情報）を用いて、市場における短期金利の予想パスを抽出し、自然利子率と見做す。	・ Kim, Wakh and Wei (2019) ・ Bauer and Rudebusch (2020)
準構造モデル	・IS曲線、フィリップス曲線などの構造方程式を仮定し、需給ギャップをゼロとする景気中立的な利子率の水準を推計し、自然利子率と見做す。	・ Holston, Laubach and Williams (2023) ・ Brand and Mazelis (2019)
構造モデル	・経済主体の行動にミクロ的基礎付けを与え、名目硬直性が存在しない、価格が完全に伸縮的な均衡における利子率の水準を推計し、自然利子率と見做す。	・ Barsky, Justiniano and Melosi (2014) ・ 岡崎・須藤 (2018)

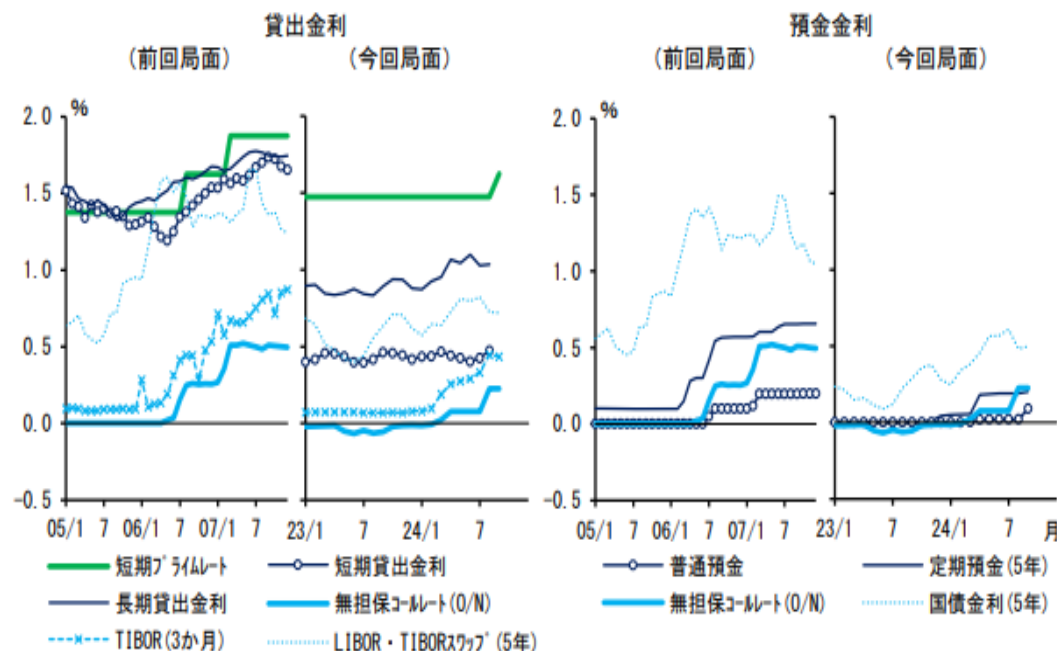
推計手法	類型	概要・特徴
Del Negro et al. (2017)	時系列	■ 短期・長期名目金利・インフレ率・インフレ予想などから実質金利のトレンド成分を抽出し、r^*と見做す。 ■ 観察される実質金利の影響を受けやすい。
Goy and Iwasaki (2024)	時系列	■ 各年限の実質金利から、共通トレンドとしてr^*を推計。その際に、需給ギャップ等を用いて実体経済の情報も加味。 ■ 観察される実質金利の影響を受けやすい。
Holston, Laubach and Williams [HLW] (2023)	準構造	■ IS曲線・フィリップス曲線等の構造方程式を仮定し、各期の需給ギャップをゼロとする利子率の水準をr^*とする。 ■ インプットとして用いている実質GDPの影響を受けやすい。
今久保・小島・中島 (2015)	準構造	■ HLWの手法を拡張したもの。単一年限のr^*だけでなく、景気中立的なイールドカーブの形状（均衡イールドカーブ）を推計。 ■ インプットとして用いている潜在成長率の影響を受けやすい。
Nakajima et al. (2023)	準構造	
岡崎・須藤 (2018)	構造	■ 標準的なセットアップに金融市場の不完全性や人口動態等の要因を加えたDSGEモデルに基づいて、r^*を推計。

利上げの波及

資料：日銀

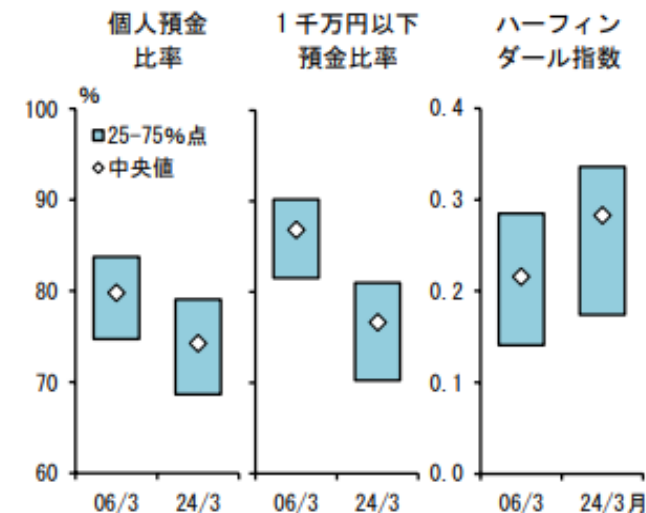
- 日銀のFSR（10月）は、前回（2006年）と足元での金利動向を比較している。このうち貸出は、両局面で短期プライムレート水準に大きな変わりがない一方、多くの指標は50bp～100bp程度乖離している。これに対し預金は、普通預金の金利にほとんど差がない一方、定期預金の乖離は50bp程度となっている。
- 同じく、前回局面と足元を比較すると、個人預金比率や1000万円以下の預金の比率は低下し、市場集中度はやや上昇している。前者は金利上昇圧力、後者は金利抑制圧力となるが、日銀も指摘するように、新業態銀行のプレゼンス上昇やモバイルバンキングの利用拡大等の影響も考慮する必要がある。

金利動向の比較



(注) 1. 貸出金利は新規貸出約定平均金利（後方3か月移動平均）。預金金利は代表的な店頭表示金利。
「LIBOR・TIBORスワップ」は前回局面がLIBORスワップ、今回局面がTIBORスワップ。
2. 直近は、市場金利・短期プライムレート・預金金利が2024年9月、貸出金利が2024年8月。

預金金利の追従に影響する要素

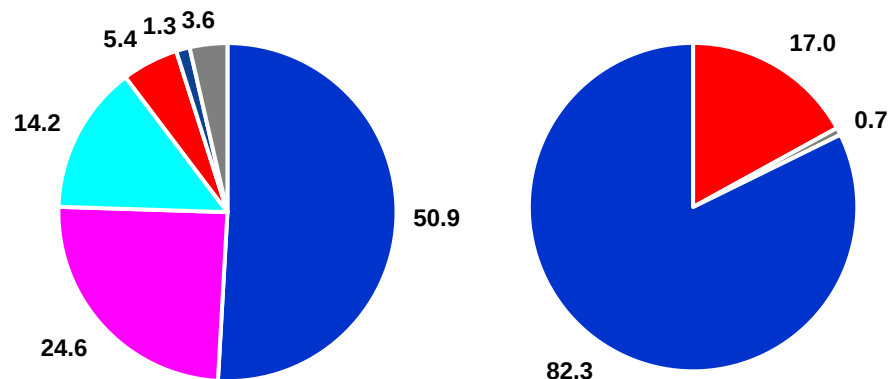


家計への影響 (1)

資料：日銀、総務省

- 金融政策の正常化に伴う家計への直接的かつマクロ的なインパクトはプラスになるとみられる。資金循環統計によれば、家計の純資産は1819兆円に達しているほか、資産の多くを占める銀行預金には金利引上げの効果が直接、かつ早期に波及しうる。
- また、家計のDSR（住宅ローンのみ）を負担が大きい世帯主30代以下についてみても、低金利環境の下で、長い目で見て低下傾向をたどっている。

家計の資産と負債の構成 (%)

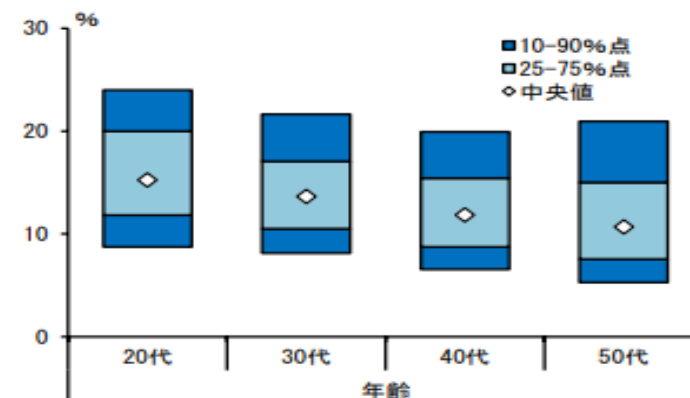


■ 現預金 ■ 保険・年金 ■ 株式
■ 投資信託 ■ 債券 ■ その他

■ 借入 ■ その他 ■ 純資産

純資産 1819.4兆円

世帯主の年齢階層別のDSR (%)



世帯主30代以下の住宅ローンDSR (%)

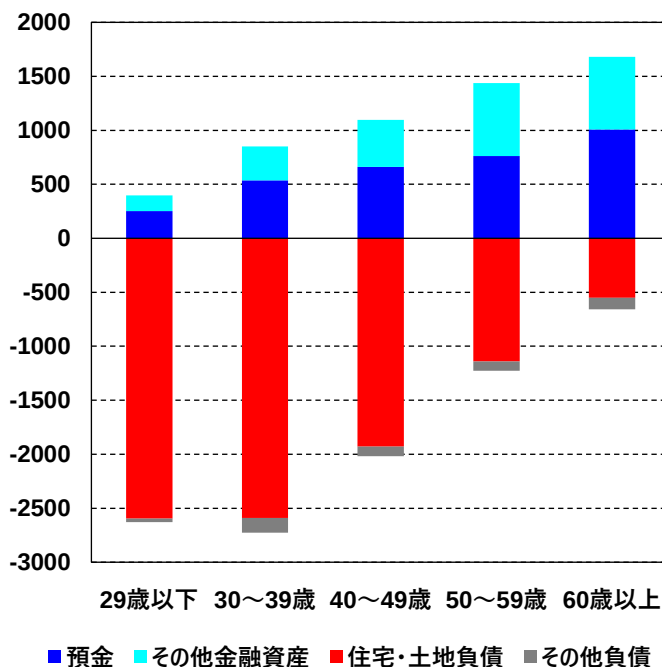


家計への影響（2）

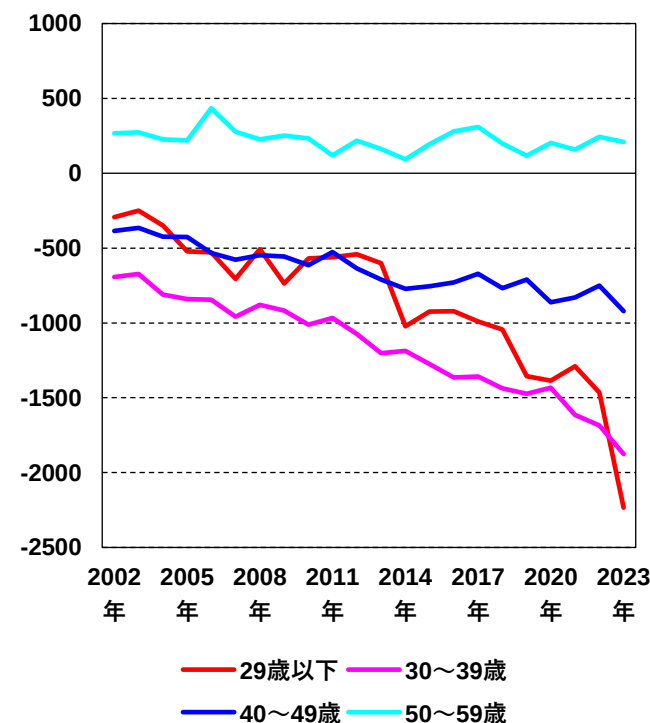
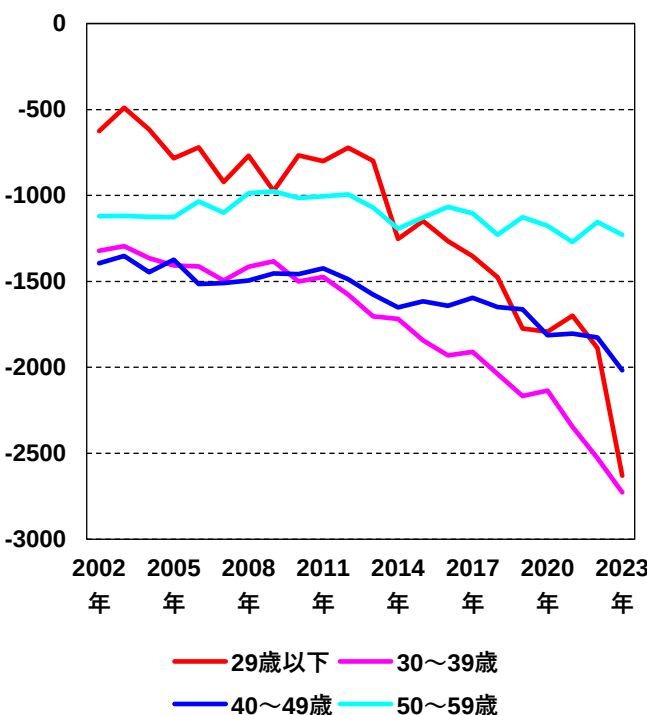
資料：総務省

- もっとも、負債を有する家計だけに着目するとやや状況が異なる。日銀のFSR（10月）の分析に即して、世帯主の年齢別に貯蓄と負債をみると、若年層で大きく純負債となっており、50歳代になってようやく貯蓄と負債がバランスする。
- また、同じベースで負債と純負債の時系列的な推移をみると、50歳代を除いては下落トレンドが明確であり、特に20歳代と30歳代では足元で負債と純負債がともに急増している点が目立つ。

負債あり世帯の貯蓄と負債（2023年：万円）



負債あり世帯の負債と純貯蓄（世帯主年齢別：万円）

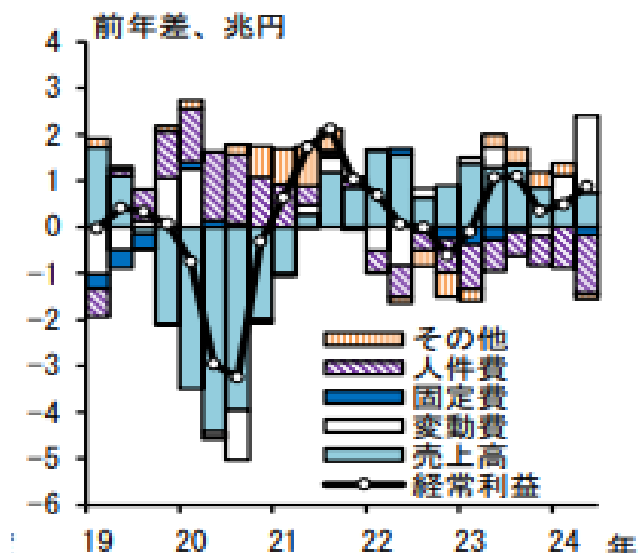


中小企業への影響

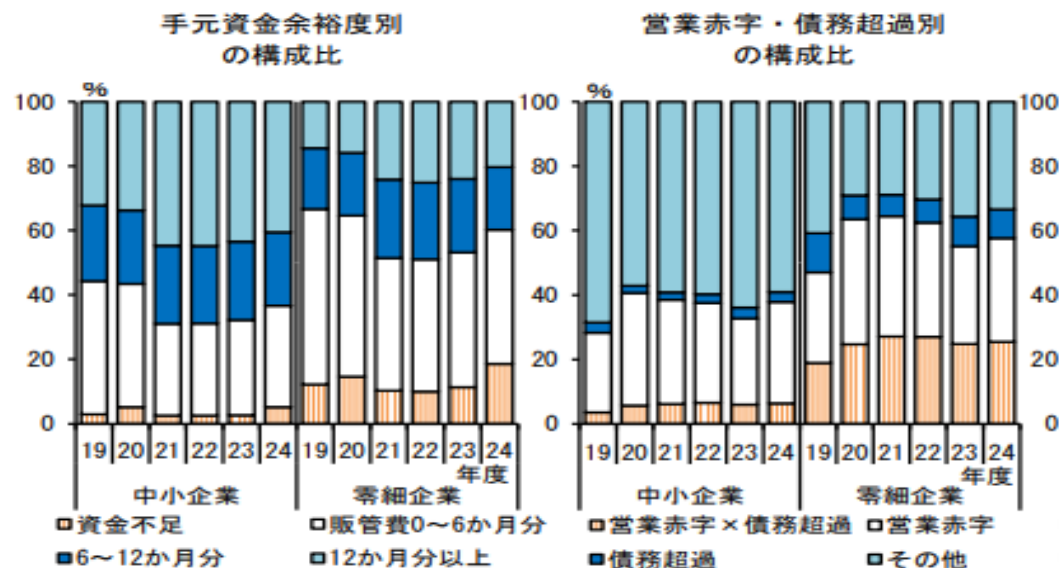
資料：日銀

- 金融政策の正常化は、借入コストの上昇を通じて、相対的に財務基盤の弱い中小企業に影響を与える。日銀のFSR（10月）は、中小企業が既に投入コストや賃金の上昇による影響を受けているほか、コロナ期の金融支援の効果が減衰している点を指摘している。
- ただし、中小企業にとってのより大きな問題はコロナ前からの構造的要因（生産性やビジネスモデル、経営形態等）にあり、利上げは追加的な要素に過ぎないことも考えられる。

中小企業の経常利益



財務状況による中小企業と零細企業の分布



(注) 1. 手元資金は、期初の手元流動性（流動資産に計上されている現預金および有価証券）と期中の営業キャッシュフローの合計。2024年度の値は2024年7月時点のデータをもとに試算。

2. 中小企業は資本金1億円以下かつ売上高1億円以上、零細企業は資本金1億円以下かつ売上高1億円未満の企業。

- 国債買い入れの減額に関する論点は以下のように整理される。

減額ペース

- これまでの実績を踏まえて適切なペースと評価できるか
- 米欧と比べて慎重であることの合理性は何か

買入方法

- 中期ゾーンの減額を優先することの合理性は何か
- MPMと執行部の役割分担をどう考えるか

金融緩和効果

- 利上げの上で国債保有のストック効果をどの程度考慮すべきか
- 中立金利に達した際のイールドカーブをどう想定するか

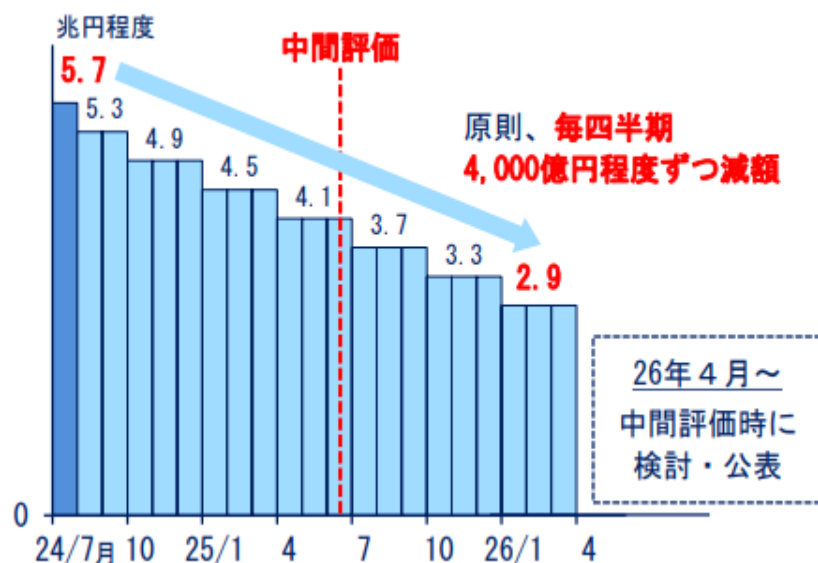
国債買い入れの減額（1）

資料：日銀

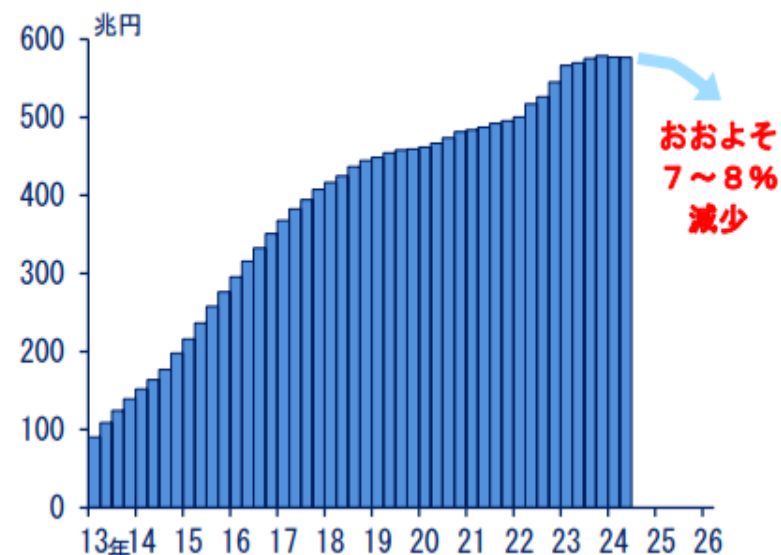
- 日銀は、7月MPMで国債買い入れの減額方針を決定した。植田総裁は、YCCの終了後は長期金利は金融市場で形成されることが基本との考えを確認した上で、国債市場の安定性に配慮しつつ予見可能な形で減額していくことが適切と説明した。
- 具体的には、毎四半期に4000億円ずつ減額し、2026年第1四半期には3兆円程度とすること、および2025年6月のMPMで中間評価を行うとともに、2026年4月以降の方針を公表することを示した。

日銀の説明資料

月間の買入れ予定額



日本銀行の保有国債残高



国債買い入れの減額（2）

資料：日銀

- 金融市場局は、国債買い入れ予定を、①月ごとでなく四半期ごとに作成（日程のみは毎月）、②オファー金額を1回あたりのレンジでなく月間合計として公表、とすることを7月に決定した。
- 今般公表された10～12月分をみると、4000億円減額は、前回と同じく残存1～3年（1000億円）、同3年～5年（2000億円）、同5年～10年（1000億円）のみに振り分けられ、残りの残存年限は現状維持となったことがわかる。

金融市場局による買い入れ予定（左：8～9月分、右：10～12月分）

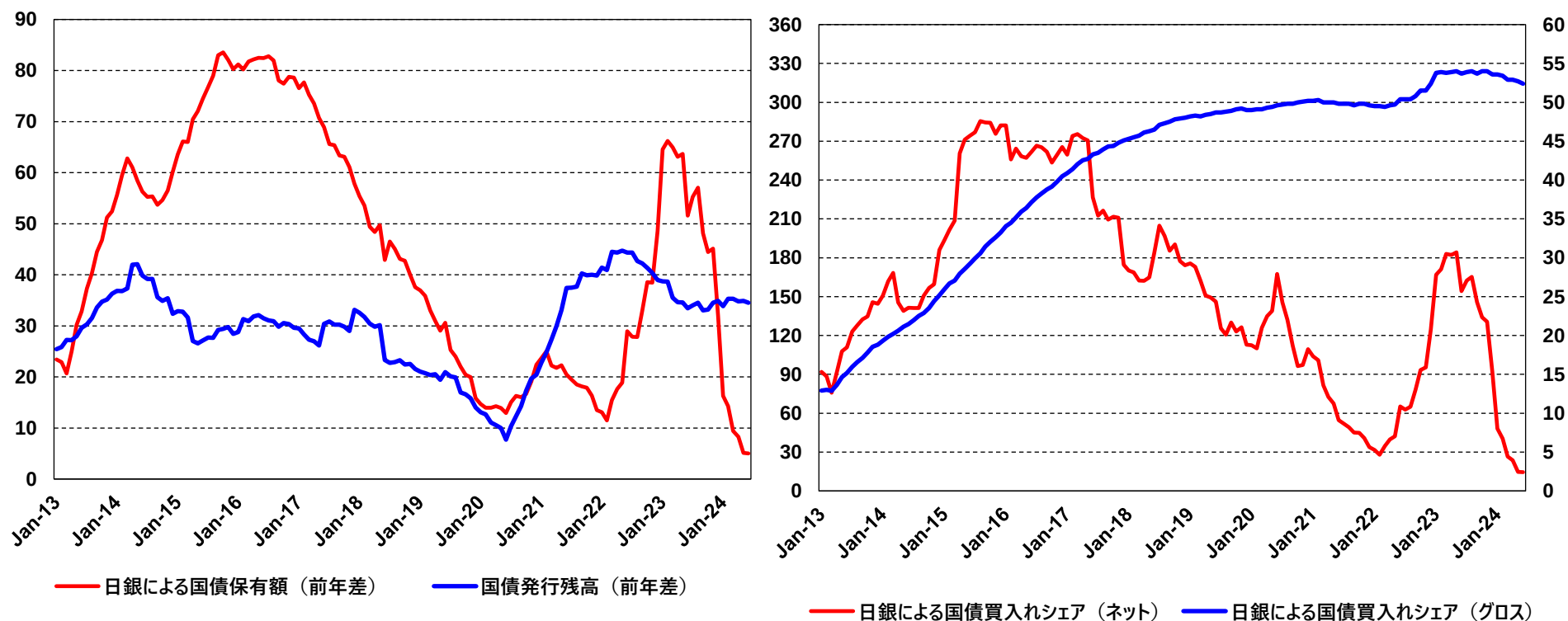
	残存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (単位：億円) (100 million yen)	月間オファー金額 Monthly purchase size (単位：億円) (100 million yen)	オファー日程 ^{3,4} (8月分) Scheduled dates (August)
利付国債 ¹ JGBs with coupons	1年以下 Up to 1 year	1,500	1,500	8/2
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3,500	14,000	8/2、7、15、21
	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3,750	15,000	8/2、7、21、28
	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	4,000	16,000	8/2、15、21、28
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1,500	4,500	8/7、15、28
	25年超 More than 25 years	750	1,500	8/15、28
物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	600	8/28
			計 53,100	

	残存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (単位：億円) (100 million yen)	月間オファー金額 Monthly purchase size (単位：億円) (100 million yen)	オファー日程 ³ (10～12月分) Scheduled dates (October-December)
利付国債 ¹ JGBs with coupons	1年以下 Up to 1 year	1,500	1,500	10/2 11/6 12/4
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3,250	13,000	10/2、7、11、18 11/6、12、18、22 12/4、9、13、20
	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3,250	13,000	10/2、7、18、28 11/6、12、22、28 12/4、13、20、25
	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	3,750	15,000	10/7、11、18、28 11/12、18、22、28 12/9、13、20、25
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1,500	4,500	10/7、11、28 11/12、18、28 12/4、13、20
	25年超 More than 25 years	750	1,500	10/2、18 11/6、22 12/9、25
物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	600	10/28 11/28 12/25
			計 49,100	

日銀による国債買入れ

- 日銀による国債買入れのペースは足元で急角度かつ顕著に減速しており、前年差の増加額も足元（10月末時点）ではマイナス圏内となった。この間、政府による国債発行残高の前年差は30兆円台中盤で横ばいとなっている。
- これらの結果、日銀による国債買入れのフローのシェアも約180%からゼロ近傍へと急速に低下した。もっとも、ストックのシェアの低下はわずかに止まり、依然としては50%をやや上回っている。

<左> 日銀の保有国債残高と国債の市場残高 (前年差: 兆円)、<右> 日銀による国債買入れのシェア (%)

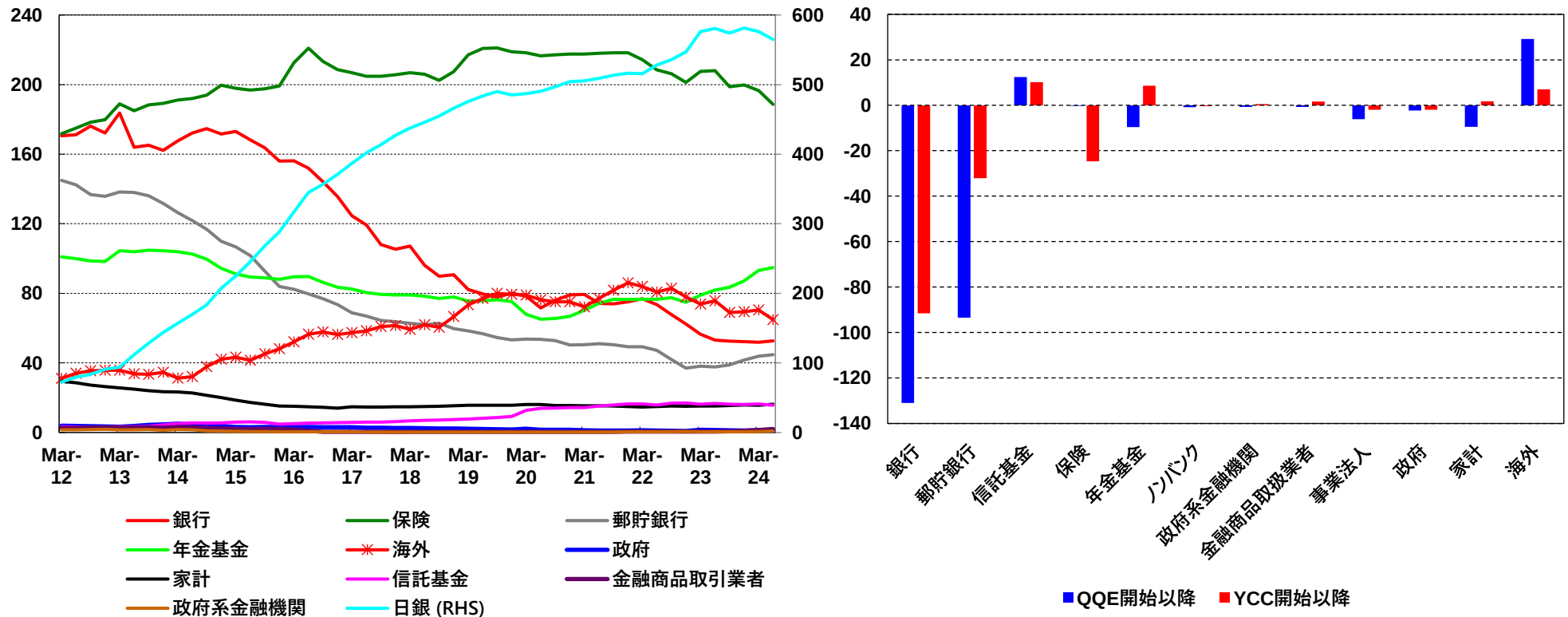


量的・質的金融緩和の導入後の国債保有

資料：日銀

- 量的・質的金融緩和の期間を通じて、日銀は前例のない規模で国債保有を増加させた。これに対し、銀行とゆうちょ銀行は国債保有を顕著に削減した。一方で、保険会社による保有残高は概ね安定していたほか、海外投資家（公的部門を含む）は緩やかに増加させてきた。
- 量的・質的金融緩和の初期に政策効果としてアピールされた「ポートフォリオ・リバランス」は、実際に主として初期段階で生じた。これに対し、YCCの導入後は日銀を除く主要な投資家による国債保有残高の変化は相対的に小さかった。

<左> 主な投資家別の国債保有残高（兆円）、<右> 主な投資家別の国債保有残高の増減（兆円）

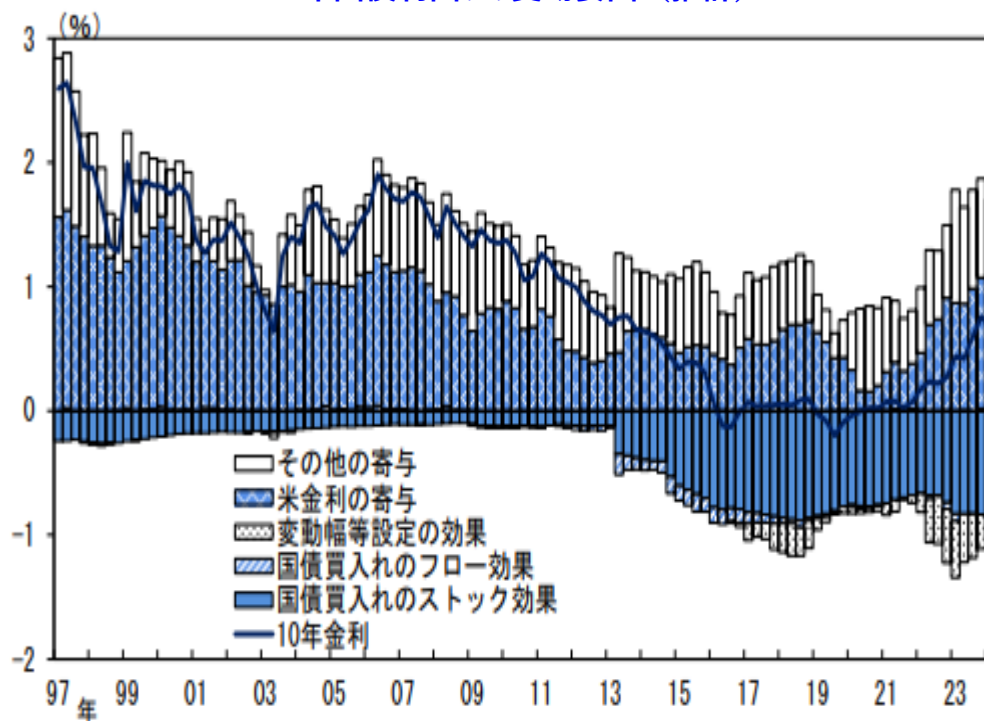


ストック効果と日銀保有国債の満期構成

資料：日銀

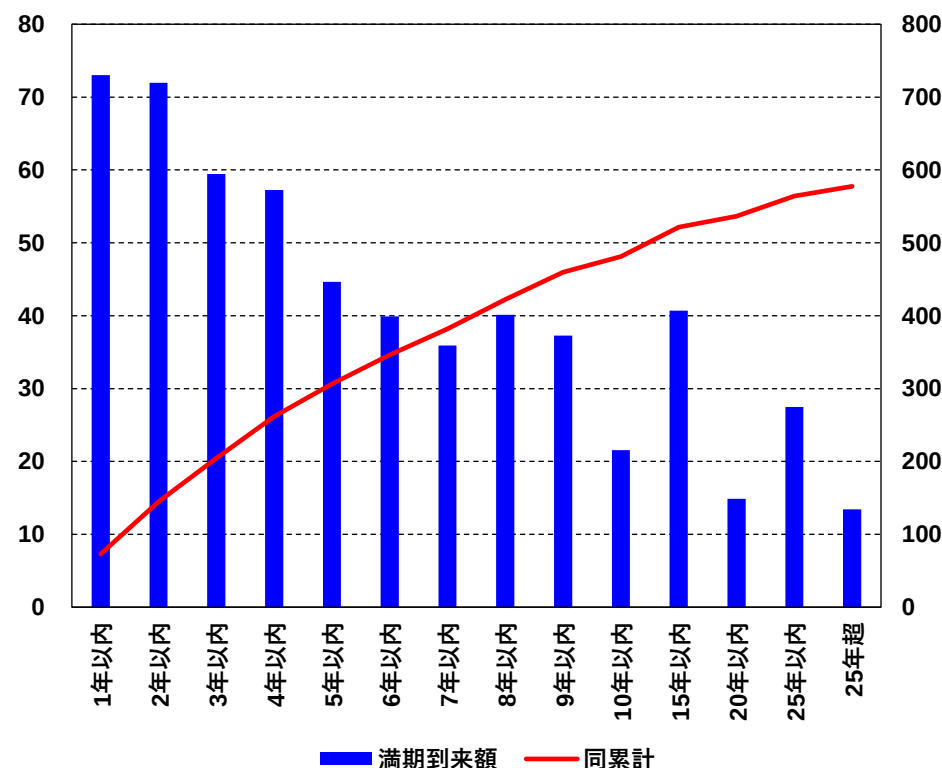
- 日銀のワーキングペーパー（No24-J7：6月）は、国債買い入れのフロー効果とストック効果について、多様なモデルによる推計を行っている。このうち、代表的なモデルの平均として、10年債利回りに対するストック効果が1%ポイント弱に達しているとしている。
- 11月末時点の日銀保有国債の残高は約577兆円で、満期は右図のように分布している。5年以内に約半分が満期を迎える一方、20年債の保有が大きいため、10～15年のレンジの残高も相応に大きい。

10年国債利回りの変動要因（推計）



ストック効果の変数としては、国債保有割合（実額ないしリスク量、およびそれらの差）、国債保有割合の予想（リスク量ないし実額＜変化幅＞）を使用。

日銀保有国債の残存期間別構成比（兆円）

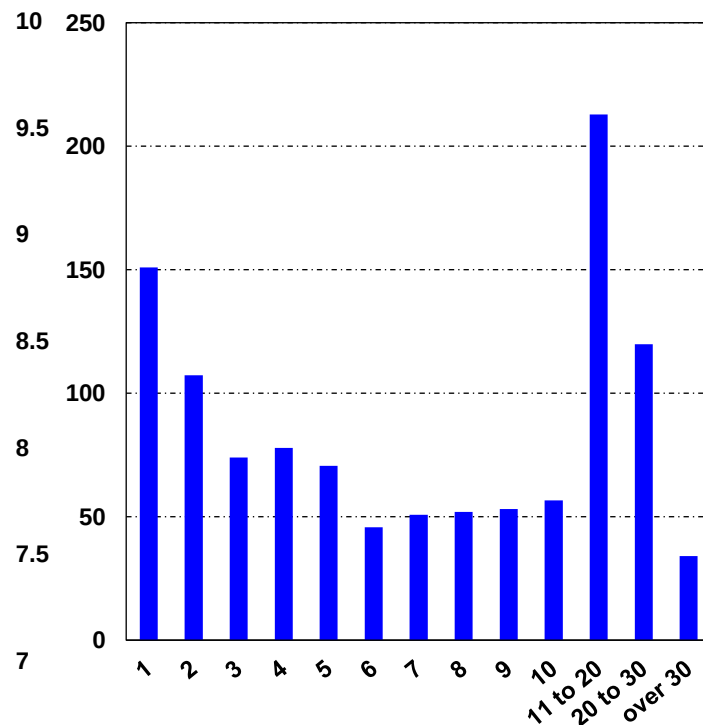
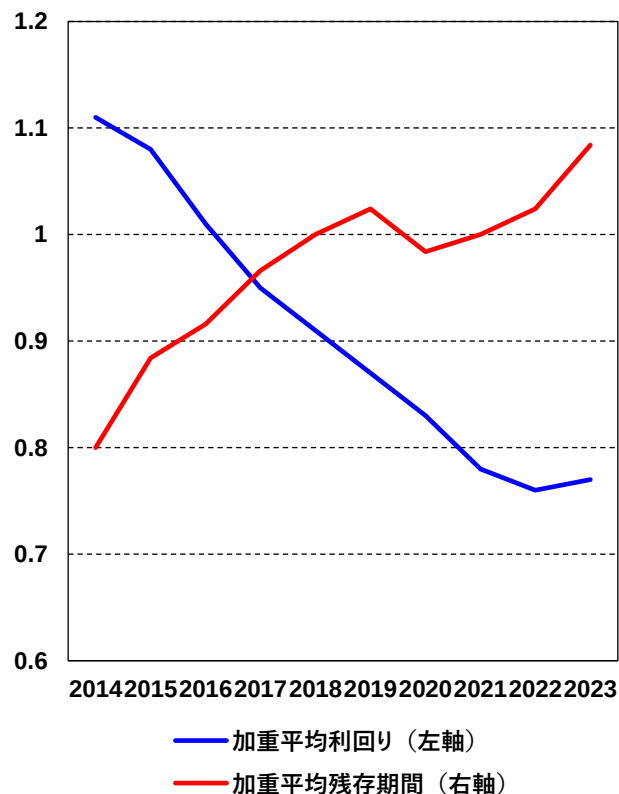
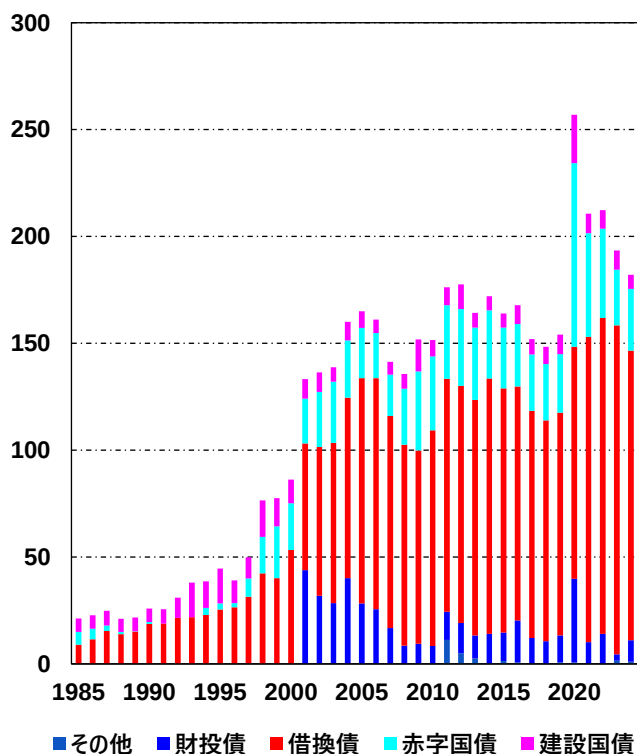


国債管理政策

資料：財務省

- グロスの国債発行は、既存債務の借換債が圧倒的に大きいほか、局面によって赤字国債が寄与してきた。もっとも、足元にかけての10年間は利回りが直線的に低下した中で、国債の発行年限は緩やかに長期化してきた。
- 直近時点のデータによれば、発行残高の約4割が今後5年以内に償還を迎えるが、約3割は10年以上にわたって残存し続けることになる。

<右> グロスの国債発行 (兆円), <中央> 利回りと残存期間 (加重平均：%, 年)
<右> 国債残高の残存期間別分布 (兆円)



本年度の国債発行計画

資料：財務省

	FY2023	FY2024	FY2024 (Revised)
市場発行	200.6	176.3	<u>181.3</u>
競争入札	191.3	171.0	<u>173.4</u>
非競争入札	9.3	5.3	<u>7.8</u>
個人	3.5	3.5	<u>4.4</u>
日銀乗換え	2.0	1.7	<u>1.7</u>
合計	206.1	181.4	<u>187.4</u>

(¥tn)

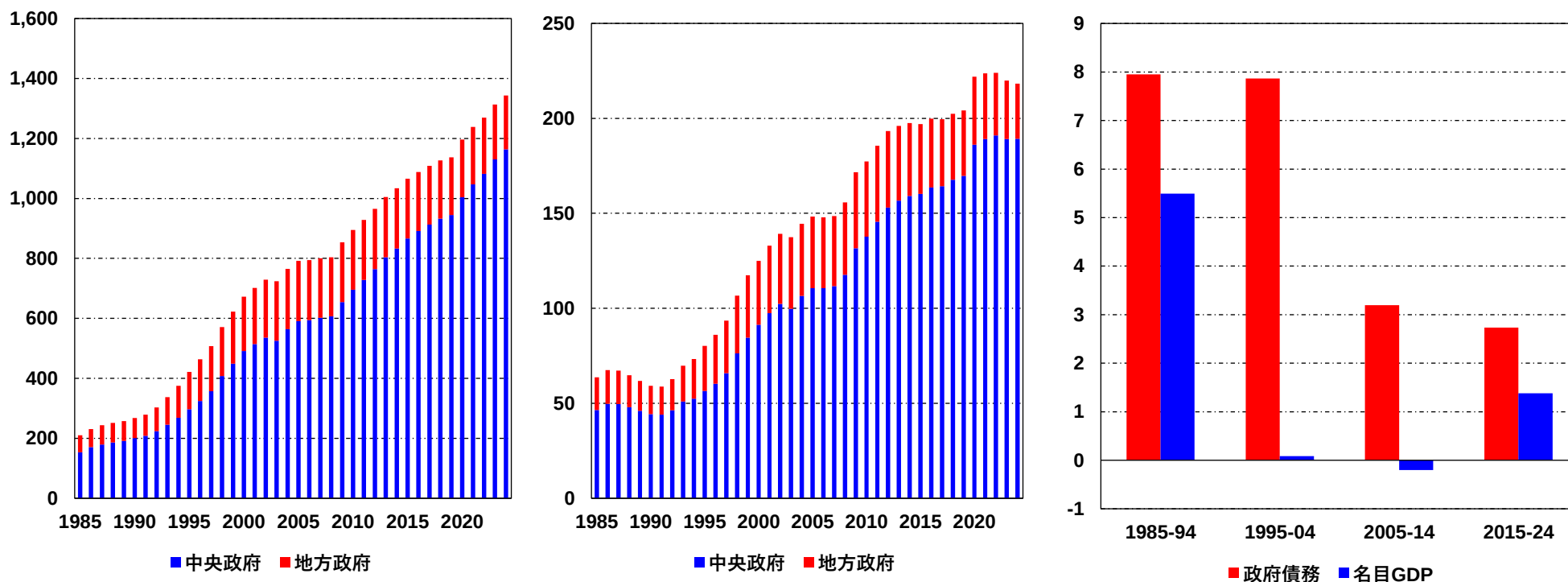
- 本年度の国債発行額（補正後）は約187兆円とされた。当初予算に比べて6兆円の増額となる。
- このうち、市場発行の増加は2.4兆円に抑制され、6か月物TBの増発によって賄われる。これ以外是非競争入札と個人向け発行のそれぞれ微増に振り向けられる。

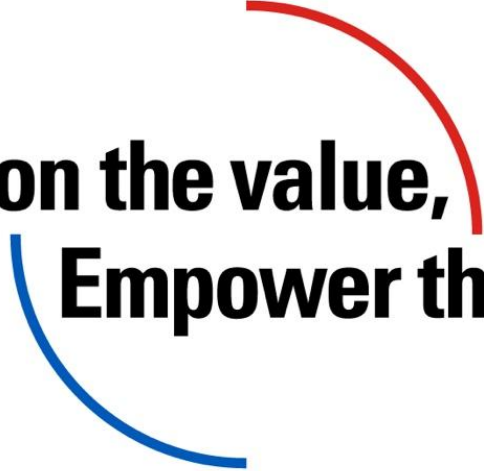
	FY2023	FY2024	FY2024 (Revised)
40年債	4.2 (0.7 × 6)	4.2 (0.7 × 6)	<u>4.2 (0.7 × 6)</u>
30年債	10.8 (0.9 × 12)	10.8 (0.9 × 12)	<u>10.8 (0.9 × 12)</u>
20年債	13.8 (1.2 × 9) (1.0 × 3)	12.0 (1.0 × 12)	<u>12.0 (1.0 × 12)</u>
10年債	32.4 (2.7 × 12)	31.2 (2.6 × 12)	<u>31.2 (2.6 × 12)</u>
5年債	30.0 (2.5 × 12)	27.6 (2.3 × 12)	<u>27.6 (2.3 × 12)</u>
2年債	34.8 (2.9 × 12)	31.2 (2.6 × 12)	<u>31.2 (2.6 × 12)</u>
TB (1年)	42.0	38.4	<u>38.4</u>
TB (6か月)	8.7	0	<u>2.4</u>
クライメート・トランジション・ボンド	1.6	1.4	<u>1.4</u>
10年物価連動債	1.0 (0.25 × 4)	1.0 (0.25 × 4)	<u>1.0 (0.25 × 4)</u>
流動性入札	12.0	13.2	<u>13.2</u>
合計	191.3	171.0	<u>173.4</u>

(参考) 政府債務の推移

- 政府債務残高は1400兆円に迫っており、名目GDP比も220%を上回っている。このうち、中央政府の分だけで約1100兆円に達し、名目GDP比も200%に近付いている。
- 政府債務残高の名目GDP比が長期にわたって直線的に増加してきた点が特徴的である。これを10年ごとの動きに分解すると、金融危機を含む10年では債務の伸びが極めて高かった一方、名目GDPは殆ど成長していないことが確認される。その後の10年も財政債務の伸びは抑制されたが、名目GDPの伸びとのギャップは大きく、最近の10年にはギャップがかなり縮小したことがわかる。

政府債務
<左> 残高 (兆円), <中央> 名目GDP比 (%), <右> 10年平均増加率 (%)





**Envision the value,
Empower the change**