

日本金融学会2025年度春季大会

共通論題パネル「金融政策の多角的レビューが示唆する課題：
将来の政策運営への意味合い」

マイナス金利政策とYCCの影響 今後の政策運営への意味合い

2025(令和7)年6月8日(日)

(改訂 6月12日)

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

本日の概要

マイナス金利政策とYCCの課題

- マイナス金利政策は、日銀の国債買い入れが困難になる中で考え出された「苦肉の策」
- マネタリーベースを拡大するのに、当座預金金利をマイナスに。操作目標を量と金利の両方に置いた結果、わかりにくさを招いた
- 長期・超長期金利までマイナス領域に下がり、これを引き上げる必要が生じた⇒YCCを採用

1. マイナス金利政策とYCCの効果——短期決戦から長期の持久戦へのレジームシフト

- 量的政策から金利政策にシフトしたことで、国債買い入れの限界という問題は解消
- YCC導入以降、日銀はテーパリングを宣言することなしに、国債買い入れを減額

2. 副作用——銀行収益のさらなる下押しと市場機能の低下

- 短期金利だけでなく、長期金利までマイナスに
- 地域金融機関を中心に不動産関連融資など期間の長い融資や債券投資で金利リスク量が増大
- コロナ危機後、銀行収益の下押し圧力となるマイナス金利深掘りという政策判断が困難に
- YCCの下で長期金利を固定した結果、為替レートの振幅が拡大⇒投機筋のターゲットに
- 欧米の金融引き締めで日本の長期金利に上昇圧力⇒日銀は連続指し値オペで特定銘柄を吸収
- 国債市場の流動性低下⇒日銀はSLFを導入（日銀の国債保有比率が100%を超えた）

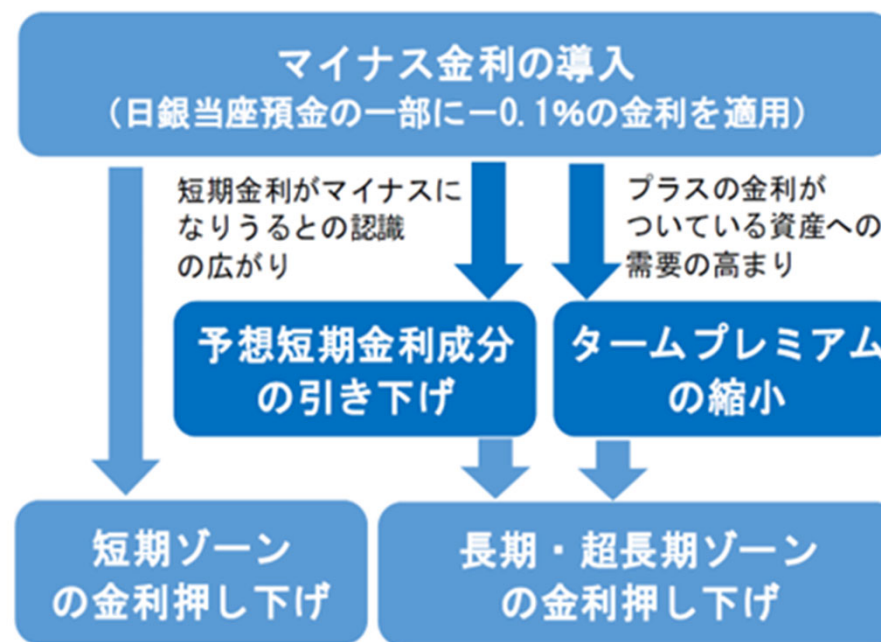
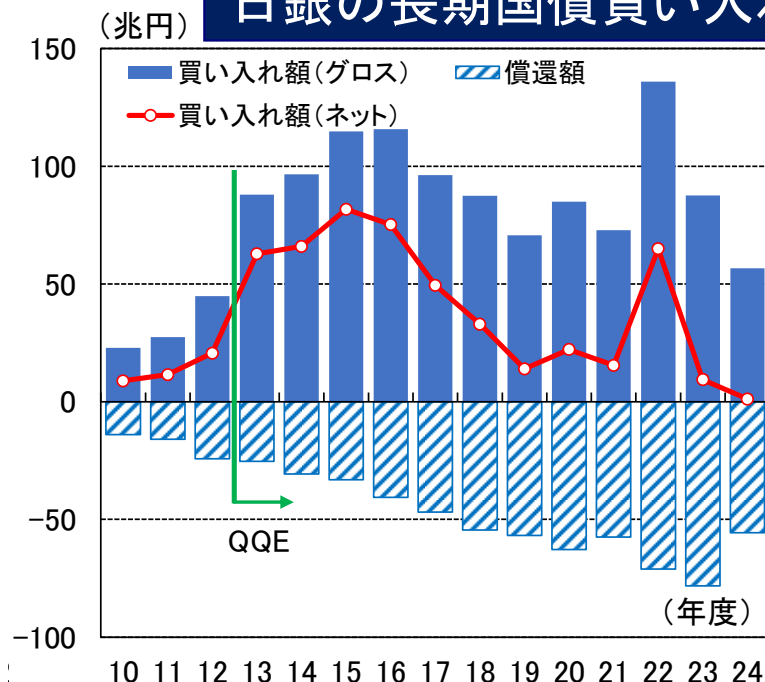
3. 金融正常化に向けた論点

- 2024年初から事実上のQTが始まっている
- 日銀に代わり、銀行などでどれだけ国債を吸収できるか？
- 金利上昇でたんす預金（銀行券）が還流すると何が起きる？

マイナス金利政策 国債買い入れの限界が迫っていた

- 年間80兆円のMB増額目標⇒グロスで120兆円の長期国債を買い入れる必要
- 年間の国債発行額に近く、2017年半ばにも買い入れの限界に直面する恐れ
- 2015年12月の補完措置でやれることはやった⇒QQEから金利ターゲットに

日銀の長期国債買い入れ額



(資料) 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」から抜粋

- 政策の持続性は確保したが、MBを拡大するのに当座預金金利をマイナスに
- 操作目標を量と金利の両方に置いた⇒わかりにくさを招いた
- 長期・超長期金利までマイナスとなり、これを引き「上げる」必要⇒YCCを採用³

マイナス金利政策 操作目標は金利？それとも量？

- マイナス金利政策を決めた2016年1月の決定会合では、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」としていた

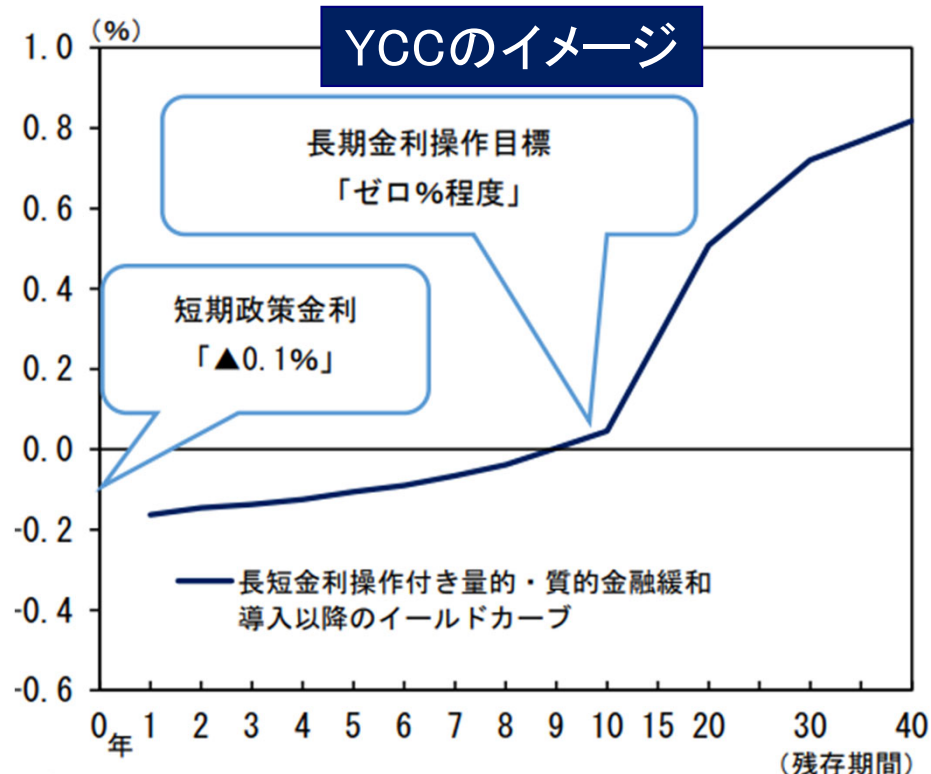
	操作目標	短期金利誘導目標	① 長めの金利 の引き下げ	② リスク・プレミアム への働きかけ	③ マイナス金利の適用 (当座預金への付利)	④ 予想物価上昇率 の引き上げ
1999/2月	ゼロ金利政策	無担保 コールレート (0/N物)	「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)		
2000/8月						
2001/3月	量的緩和政策	日銀当座預金	ゼロ%程度 で推移	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)		
2006/3月						
2010/10月	包括的な 金融緩和政策	無担保 コールレート (0/N物)	0~0.1% (実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利オペ 時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)	リスク性資産 買入れ (CP、社債、ETF、 J-REIT)	
2013/4月						「物価安定の目標」 (2013/1月導入)
2013/4月	量的・質的 金融緩和	マネタリーベース	ゼロ%程度で推移 ↓ マイナス圏で推移 (2016/1月~)	大規模な 長期国債買入れ	リスク性資産 買入れ	マイナス金利 (2016/1月導入)
2016/9月	長短金利操作付き 量的・質的 金融緩和	長短金利 短期政策金利 10年物国債金利 (2018/7月フォワード・ ガイダンス導入)	マイナス圏 で推移	イールドカーブ・ コントロール (10年物国債金利操作)	リスク性資産 買入れ	マイナス金利
2024/3月						オーバーシュート型 コミットメント を追加

(資料) 日本銀行「1990年代後半以降の非伝統的金融政策の概要」から抜粋

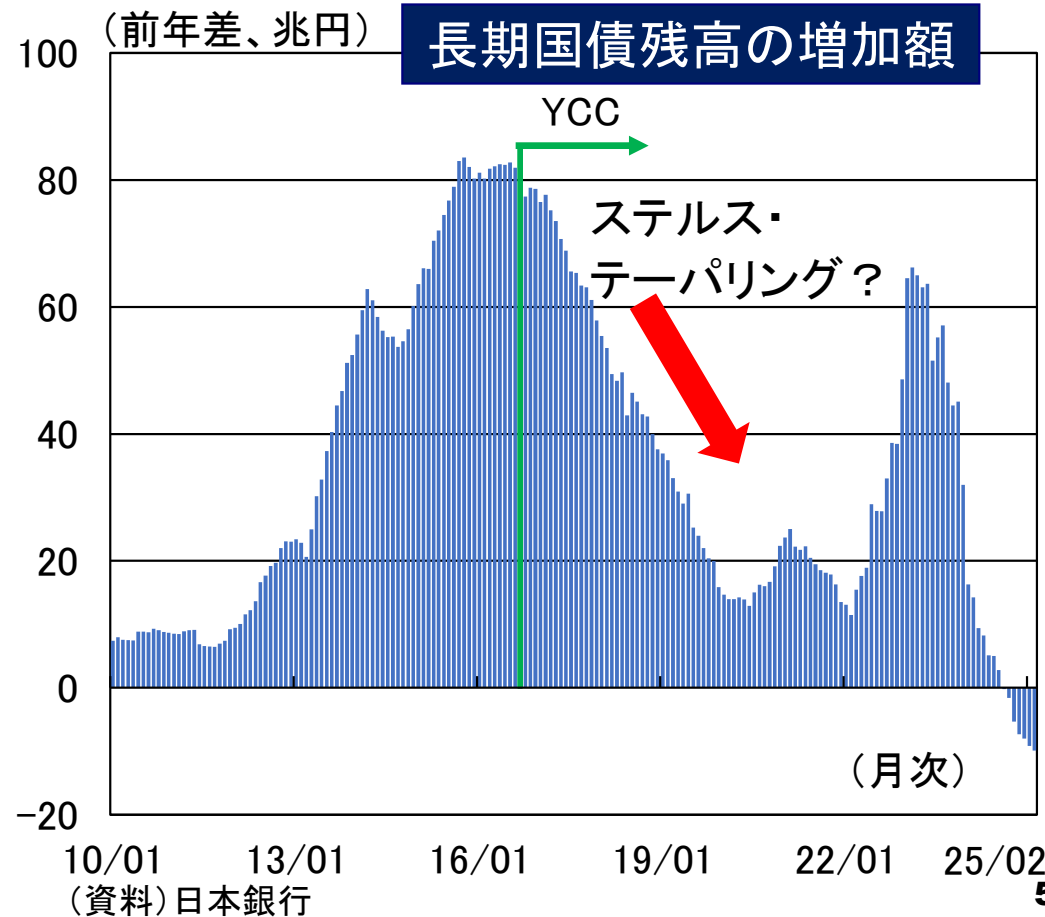
イールドカーブ コントロール

NIRP決定から8カ月後にYCCを導入

- 「日銀は持久戦に備えるためだけでなく、出口での損失を抑制するためにも、現行スキームの見直しの必要がある」——早川英男氏『金融政策の「誤解」』2016年
- 「大事なことは、金融機関の収益、あるいはもっと広い意味で健全な金融活動を取り戻すためにも、自然な形でイールドカーブを立てるということに尽きます」——雨宮正佳 日銀理事(当時)。日本経済研究センター編『激論マイナス金利政策』2016年



(資料) 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」から抜粋



イールドカーブ コントロール

市場機能と金融機関収益を下押し

- 欧米の主要中銀が利上げに転じたことで、日本の長期金利に上昇圧力⇒日銀は2021年3月、複数日にわたり国債を決まった利回りで無制限に買い入れる「連続指し値オペ」を導入。2022年6月には指し値オペの対象を7年物(チーペスト銘柄)にも拡大
- 2022年度の国債買い入れは136兆円に⇒日銀は再び国債買い入れの限界に直面
- 2022年秋には、10年物新発長期国債の売買が成立しない日が散見されるように(日銀が発行額の9割を1年以内に買い入れたから)
- 日銀は補完供給オペで金融機関に国債を貸し出し、その後の買いオペで同じ銘柄を購入⇒10年物国債の一部で、日銀保有比率が100%を超えた
- 2024年12月には、金融機関に貸していた366回債をそのまま売却(減額措置)

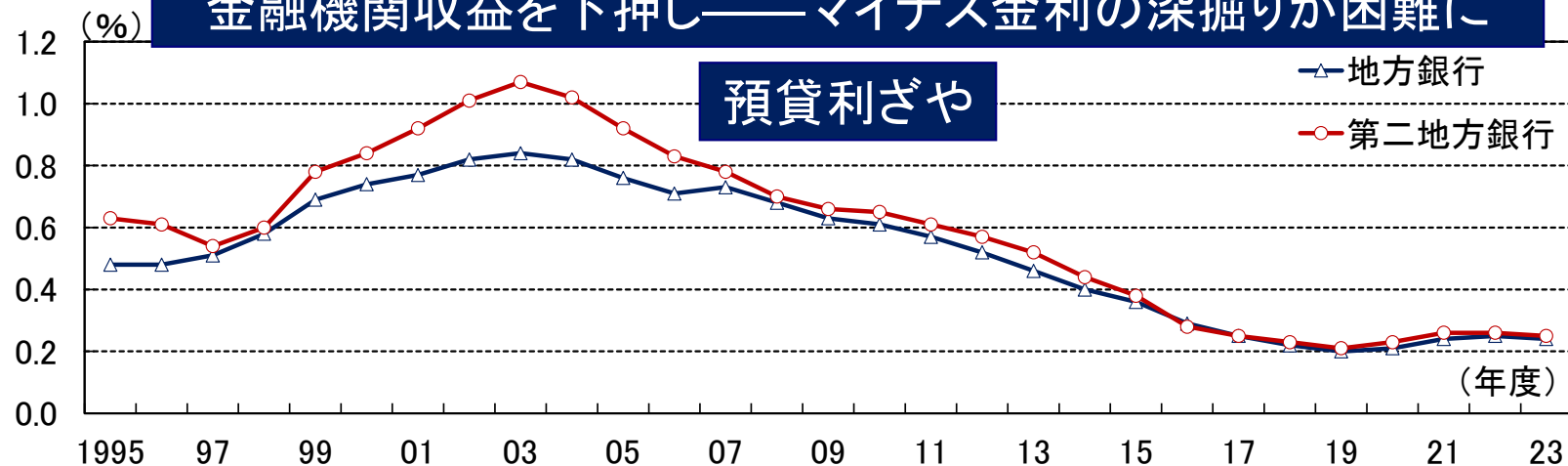


(資料) 日本銀行

イールドカーブ コントロール

欧米中銀の利上げで円安に振れた

金融機関収益を下押し——マイナス金利の深掘りが困難に



(注) 預貸利ざや(経費控除後) = 貸出金利回り - 預金債券等利回り - 経費率

(資料) 全国銀行協会「財務諸表分析」

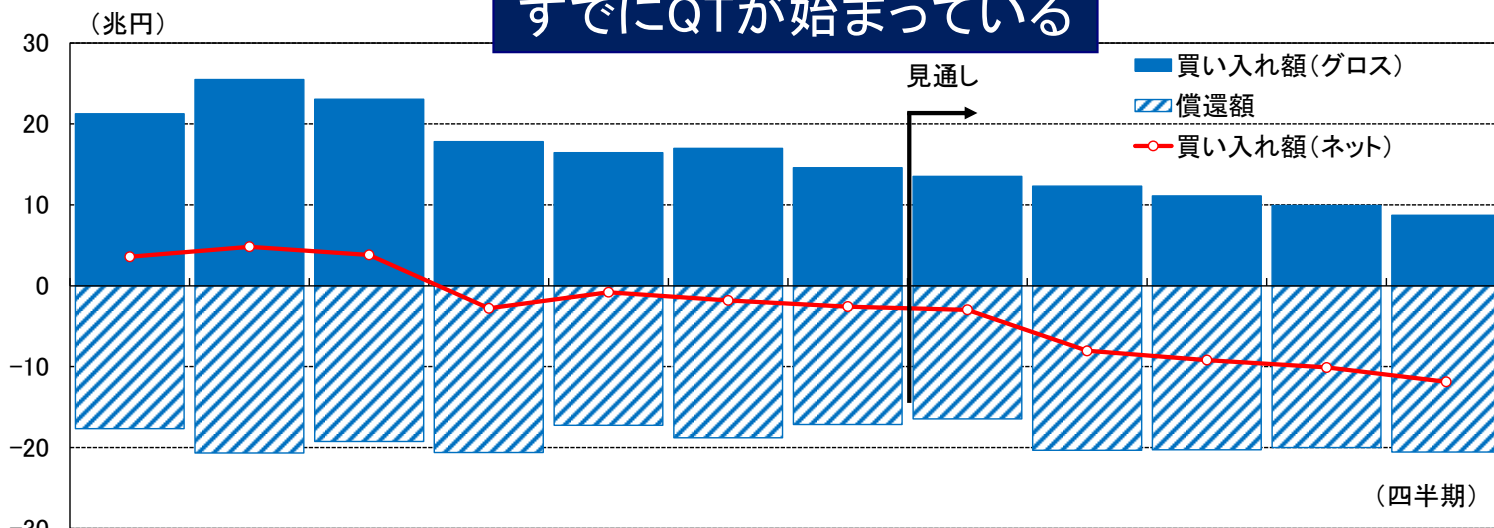
2022年9月以降の円買い介入は総額24兆円超に



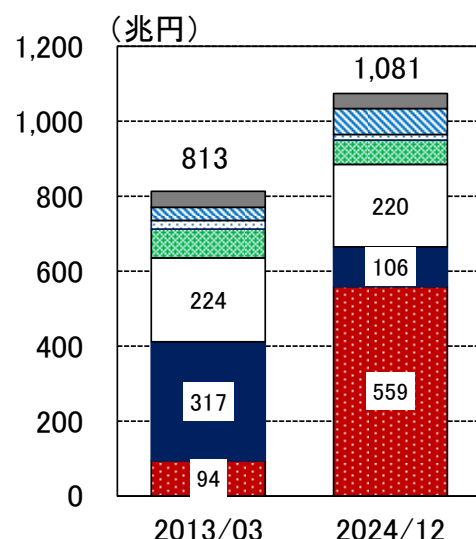
(資料) 財務省

金融正常化の論点 日銀に代わり誰が国債を買うのか？

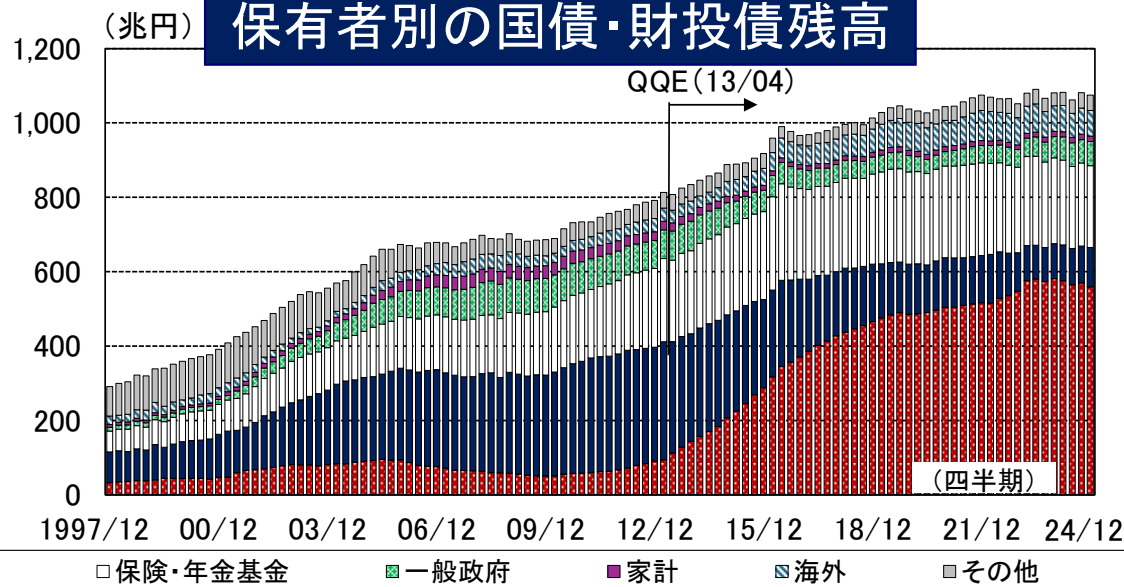
すでにQTが始まっている



（資料）日本銀行



保有者別の国債・財投債残高



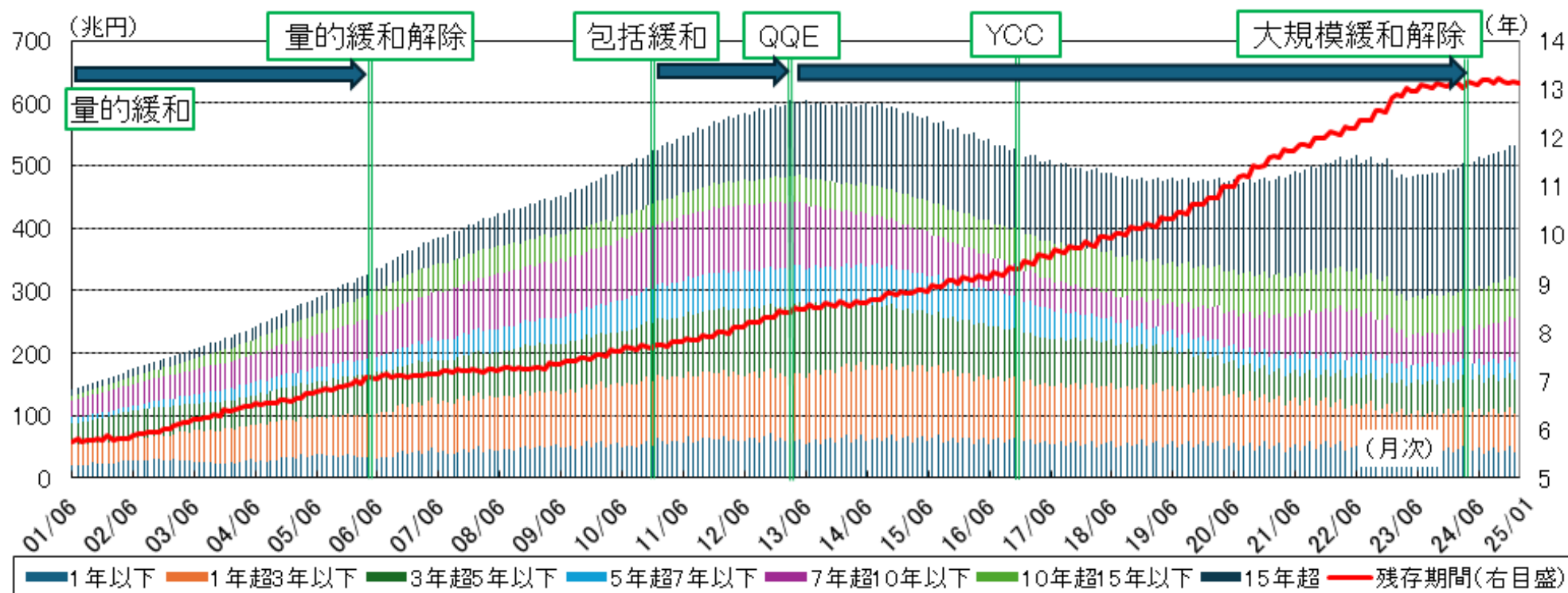
（注）国債と財投債の合計。短期国債は含まない。預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行を含む

（資料）日本銀行「資金循環統計」

金融正常化の論点 民間セクターの金利リスク量も増大？

- 日銀以外のセクターが保有する国債は異次元緩和下で長期化（13年程度）
- 金利リスク量を増やさずに国債保有を増やすには、期間の短い国債が必要に

民間（非日銀）が保有する国債の内訳



(注) 額面ベース。国庫短期証券(T-Bill)を除く。銘柄別の国債発行額から日銀の保有額を除いた額。流動性供給と買入消却入札の結果を調整している。変動利付国債、物価連動国債、クライマート・トランジション利付国債(GX債)を含む。

(資料) 財務省「国債の入札結果」、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」

金融正常化の論点 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>

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

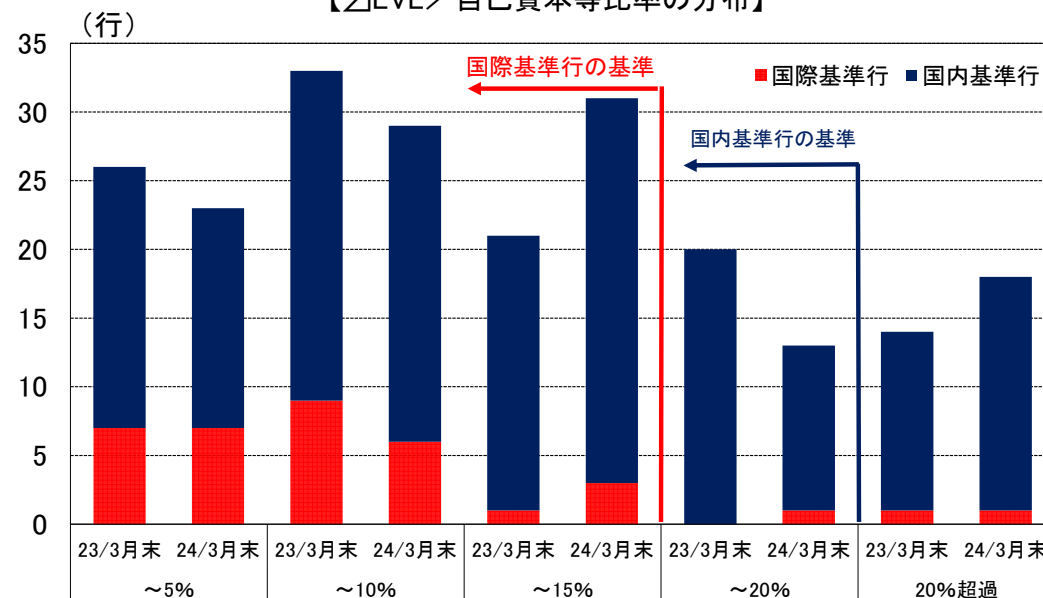
- ✓ 金利上昇局面での国債増加、デュレーション長期化は、分子(金利リスク量)を増加させる。
- ✓ 6つ(国内基準行は3つ)の金利シナリオを用いて算出した最大値が分子に採用される。

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

金融正常化の論点 規制水準まで金利リスクを取るなら…

試算の前提

国債の満期別の追加消化金額	どの国債を追加で購入するかは24年3月末時点の各行の国債の残存期間別割合に基づく。公表されている残存期間には幅があるため、以下のように各満期のウェイトを算出 ◆1年超3年以下の国債保有残高 → 2年満期と3年満期に均等割 ◆3年超5年以下の国債保有残高 → 4年満期と5年満期に均等割 ◆5年超7年以下の国債保有残高 → 6年満期と7年満期に均等割 ◆7年超10年以下の国債保有残高 → 8年満期と9年満期、10年満期に均等割 ◆10年超の国債保有残高 → 20年債に
国債の運用利回り	財務省「国債金利情報」(24年4月～6月の平均値)
将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際の割引率	日本相互証券が公表するスポットレート(5月17日時点)

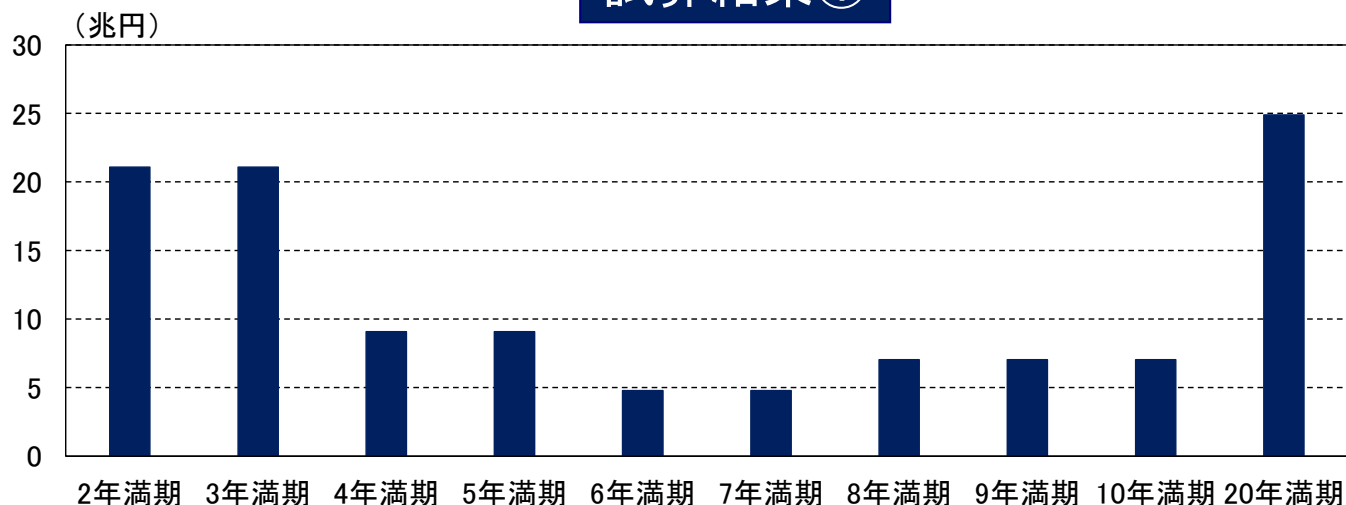
試算の対象

預金取り扱い機関	111行
国際基準行	16行
メガバンク	3
地方銀行	9
第二地方銀行	1
信託銀行	3
国内基準行	95行
都市銀行	2
地方銀行	52
第二地方銀行	37
信託銀行	1
その他銀行	2
ゆうちょ銀行	1

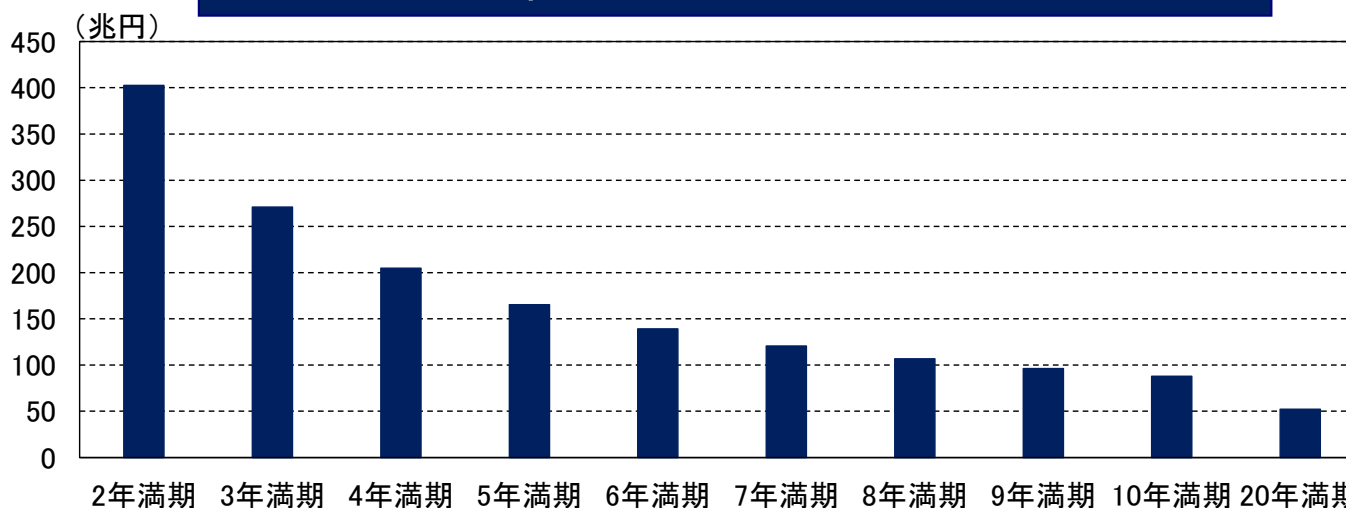
金融正常化の論点

追加で増やせるのは116兆円程度

試算結果①

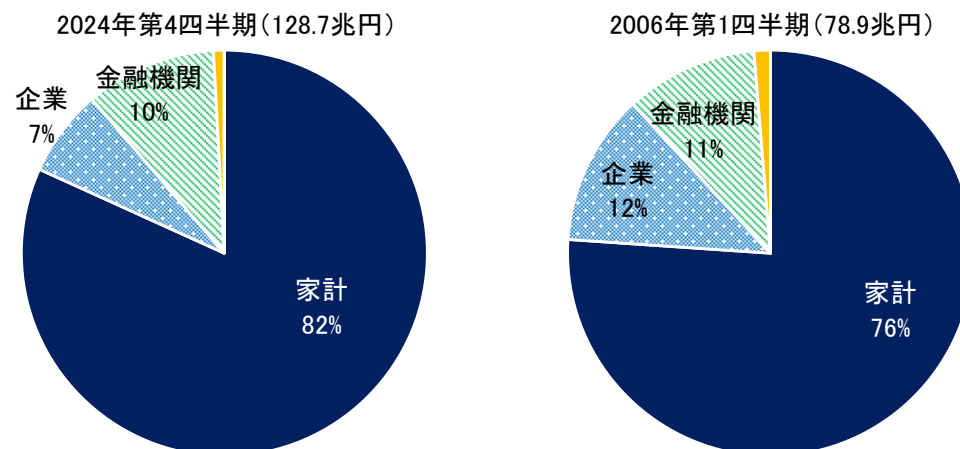


試算結果② 特定の満期のみ購入するケース 2年債なら400兆円だが...



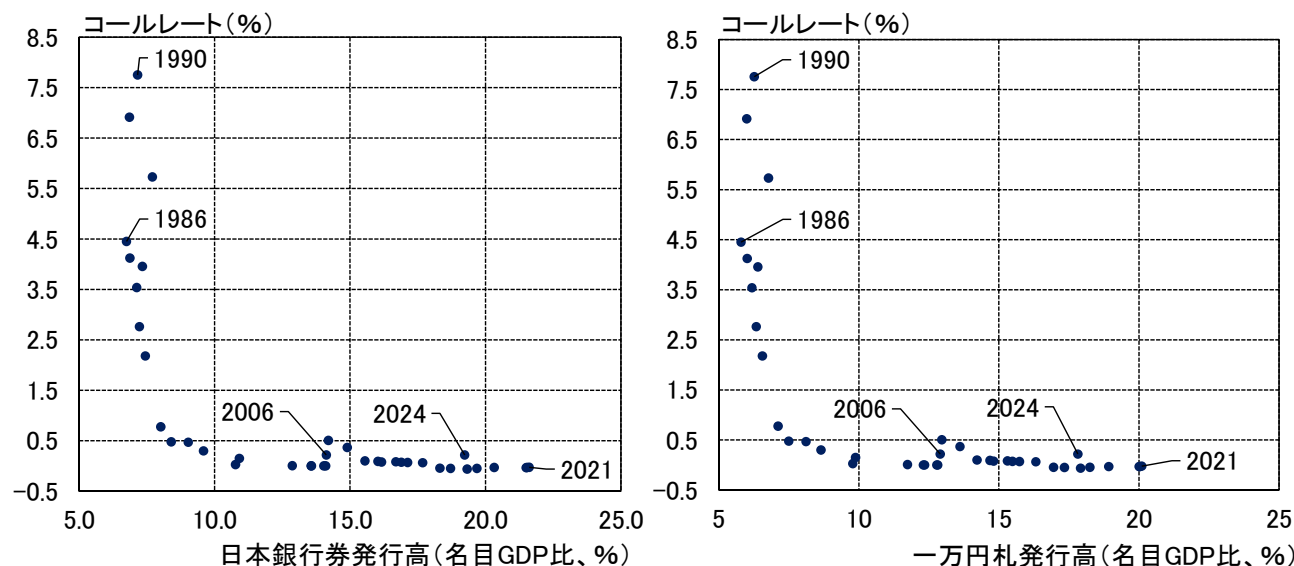
金融正常化の論点 銀行券が還流すると日銀の利払いは増大

現金(銀行券・硬貨)の8割超を家計が保有



(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

まとめ

マイナス金利政策とYCCの課題

1. マイナス金利政策とYCCの効果——短期決戦から長期の持久戦へのレジームシフト
2. 副作用——銀行収益のさらなる下押しと市場機能の低下
3. 金融正常化に向けた論点
 - 日銀に代わり、銀行など預金取扱金融機関でどれだけ国債を吸収できるか⇒新たに導入された国際金融規制(IRRBB)の下では国債の買い入れ余地に限界
 - QQEの下で日銀は長めの国債を大量に購入したが、同時に発行も増えていた(非日銀部門の保有国債も長期化)⇒銀行は追加的にどれだけ金利リスク量を取れるか。国債管理政策との連携強化が必要
 - 民間で国債の安定消化が難しくなると、日銀は国債買い入れ減額の手数を緩めることになるのか⇒タームプレミアムに注目
 - 超低金利の下で110兆円に膨れ上がった銀行券は、日銀にとっても統合政府にとっても無利子の負債⇒金利上昇でこれが日銀に還流すると有利子負債(日銀当座預金)に
 - 政府債務の大きさが意識され、国債の安定消化が難しくなると市場に判断されたとき、日銀は国債の買い入れ減額とインフレ抑制のための利上げを継続できるか？