



日銀の国債購入減額について

調査研究部 専門研究員
古金 義洋

○「相応の規模」での国債購入減額の影響は予想以上に大きくなる可能性

日銀は6月13～14日の金融政策決定会合で、国債の買い入れを減額していく方針を決定した。目的は「金融市場における（長期金利の）自由な価格形成を促進していく」ためとされる。

減額の規模やペースについては、7月会合で決定することになる。それまでに、債券市場参加者会合を開き、銀行や証券会社などの実務担当者の意見を聞いたうえで、次回会合で、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定し、すみやかに減額を行うという予定だ。

減額規模について、植田総裁は決定会合後の記者会見で「減額する以上、ほんのわずかしかな減額しないことではない」、「相応の規模」の減額になるとし、「（日銀が）フローで買う量を減らしていく、どこまで減らしていけるかというコミュニケーションをしていきたい」と述べた。

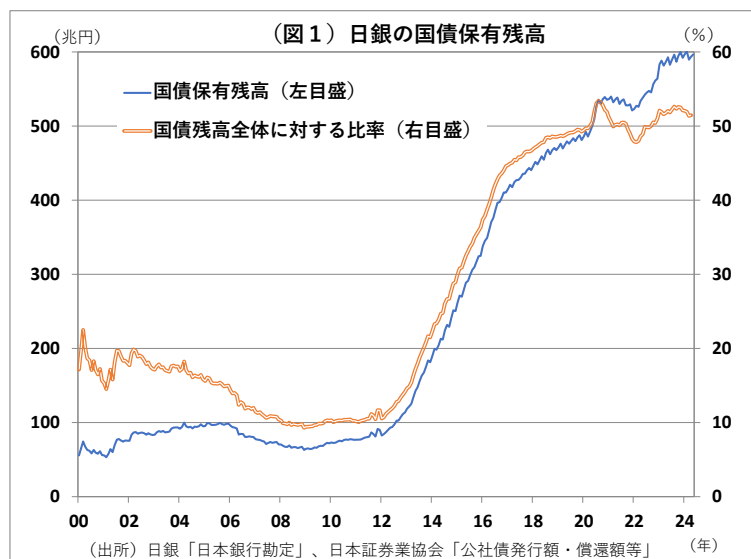
6月24日に発表された「金融政策決定会合における主な意見」によれば、「国債買い入れの減額を行うことで、市場における日本銀行のプレゼンスを小さくしていくことが必要である」「①国債市場で日本銀行が圧倒的に大きなプレーヤーである、②市中での代替が簡単ではないほど、日本銀行が大量の国債を保有している、といった大規模緩和の副作用が課題として残っている」ことから「バランスシートの正常化を進めていく必要がある」との意見が出され、国債市場における日銀のプレゼ

ンスが大きすぎることについて問題提起されている。

日銀の国債購入金額は現在6兆円程度だ。日銀保有国債の償還金額も月6兆円程度であるため、現在の6兆円購入はストックとしての日銀の国債保有金額（現在600兆円弱）をほぼ一定に保つ金額と言っている（図1参照）。

ストックとしてみれば、日銀が国債を大量に保有していることは国債利回りを低い水準に保つ効果があると考えられるが、国債購入が月6兆円であれば、その限界的な利回り低下効果はほとんどないとみられる。

一方、フローの国債発行市場をみた場合、月間の国債発行額（財務省計画によれば6年度の新規国債発行額は35兆円、借換債発行額は136兆円で、計171兆円）は14兆円程度だ。国債発行市場では、14兆円のうち6兆円を日銀が購入していることになり、国債発行市場での日銀の影響力は極めて大きい。この影響





力の大きさが自由な価格形成力を阻害しているという問題意識があるのではないかと思われる。

ただ、日銀が国債購入を減額すれば、日銀の保有国債は減額分だけ減る。仮に、6兆円の購入額を5兆円にした場合、日銀の保有国債は月1兆円減少、年間で12兆円減少する計算になる。

したがって、今回の日銀の国債購入減額は、国債発行市場での日銀の大きすぎる存在感を少なくするためのものと言えるが、ストックとしての日銀の国債保有額が減っていくという意味では、事実上のQT（Quantitative Tightening、量的引き締め）になる。

そして、事実上のQTの影響は予想以上に大きく、かつ広範囲に及ぶおそれがある。月14兆円の国債発行市場で、日銀の影響力を限定的なものにするためには、少なくとも現在の6兆円の購入額を3～4兆円程度に減らす必要があるだろう。

3兆円に減額するなら14兆円の21%、4兆円に減額するなら29%になるが、5兆円程度への小幅減額では36%となる。発行額の3分の1以上をなお日銀が購入するというのでは、日銀の影響力は十分に低下したとはいえない。

減額の規模によって、金融正常化にかかる時間も変わってくる。3兆円に減額するなら日銀の国債保有額は年36兆円減少する。そのペースで5月末現在597兆円の日銀の国債保有を異次元緩和前（2013年3月末時点）の125兆円水準に戻すには13年かかる。

また、4兆円に減額するなら日銀の国債保有額は年24兆円減少し、そのペースで日銀の国債保有を同異次元緩和前の125兆円水準に戻すには20年かかる。5兆円程度の小幅減額なら日銀の国債保有額は年12兆円しか減少せ

ず、そのペースで日銀の国債保有を125兆円水準に戻すには40年かかる。

米国のQTの経験を言えば、FRBがQT実施方針を通告したのが22年3月のFOMC会合で、同年5月FOMCで具体的な計画が発表され、同年6月1日から実施された。

ちなみに、政策金利のFF金利は22年2月まで0～0.25%とゼロ金利が維持されていたが、3月に0.25～0.5%、5月に0.75～1.0%、6月に1.5～1.75%と、QTの通告から実際の実施に至る間に、政策金利は急速に引き上げられていった。この時のFRBのインフレへの対応は明らかに後手に回っていたため、金利・量の両面で引き締めの措置が実施された。

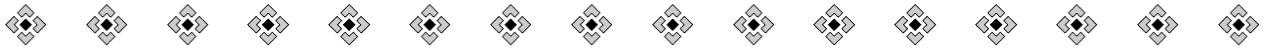
米国の場合、毎月の保有有価証券（財務省証券、政府機関債、MBSの合計）の減少額上限は当初475億ドル、3か月後の9月からは950億ドルと設定された。

これによってFRBの総資産は22年初めのピーク（約9兆ドル）から、3年後の25年半ばまでに2.5兆ドル減少し、6.5兆ドルに減少する（対ピーク時比率は約7割強）と見込まれた。

実際の減少額は、計画より少ない、22年6～8月が月平均240億ドル、その後の10か月（22年9月～23年6月）が平均760億ドルだった。

FRBの総資産をピーク時（約9兆ドル）から3年間で約4分の1削減させるというペースを今回の日銀に当てはめると、現在597兆円の保有国債を3年（36か月）後に448兆円に減少させる計算になる。これは月4兆円（6兆円→2兆円）という大幅な購入削減になる。

国債減額幅については、やや過小（例えば月6兆円→5兆円）に見積もり、長期金利への影響は限定的として楽観視する向きもある



が、QTの影響は、予想外に大きくなる可能性がある。

QTの影響は長期金利だけではなく、銀行のバランスシートにも及ぶ。日銀のバランスシートで、資産サイドの国債保有額減少は、負債サイドでは民間銀行が日銀に預けている準備預金の減少に相当する。

民間銀行にとって、日銀に預けてある準備預金は重要な流動性として位置づけられており、それが思いがけなく減少していけば、流動性不足が経営面での問題になるおそれがある。

民間銀行の日銀への準備預金を含む「現金及び預け金」は、今年4月末時点で372兆円、資産全体に占める比率は26%と巨額だ。

当初はそれはカネ余りとして意識されていただろうが、今やそれらは何らかの形で利用されているはずだ。そのため、その流動性が不用意に減額されていく場合、その過程で問題が起きるリスクがある。

○なぜこのタイミングで国債購入減額が決まったのか？

今回の国債購入減額の決定には不可解な部分もある。

日銀は3月会合で、金融調節の主な手段を（量的調整ではなく）短期金利にすることを決めた。植田総裁自身、量的な調節を金融政策の手段として用いたくない旨を繰り返し述べている。

確かに、買い入れ減額決定の目的は長期金利の自由な価格形成促進のためであり、金融引き締めのためではないかもしれないが、買い入れ額減少幅によっては利上げを大幅に上回る引き締め効果がある。

実際、7月に「相応の規模」の減額が決まれば、その引き締め効果を見極める必要がある

ため、同じ7月に利上げなどの決定がなされる可能性は小さくなる。

金融市場では最近の円安を牽制するために、日銀が国債購入減額に踏み切るのではないかと期待していた。実際に減額の方針が決定されたものの、具体的な計画が先送りされ、また、7月も利上げはないという見方から、この決定は逆に円安を助長してしまった。

債券市場参加者会合を開き、銀行や証券会社などの実務担当者の意見を聞いたうえで政策を決定するという「異例の」「丁寧過ぎる」対応に、金融市場関係者はフラストレーションを感じたようだ。植田総裁自身が否定していた政策にあえて踏み切り、市場を失望させる必要があったのだろうかという疑問がある。

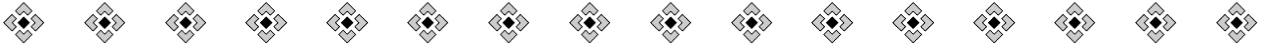
前述した通り、「相当な規模」での国債購入減額は、大きくかつ広範囲な影響を及ぼすと見込まれるが、そうしたチャレンジングな政策を、なぜ今行う必要があったのかという点が疑問だ。

政策金利を引き上げる形での金利面での金融引き締めと、国債購入を減額するという形での量的な面での金融引き締めとを比べると、政治からの反発を受けやすいのは後者の方だろう。

というのは、後者の場合、直接的に国債利回りを押し上げ、国債利払い費の増加という点で財政を悪化させるためだ。

日銀が、政治的にみて、より困難なQTに踏み切ることができたのは、政府の了承を受けた上でのことだと言っていいだろう。

2013年以降の異次元緩和局面で、大幅な財政赤字を背景に増発された国債の多くを日銀が購入する量的金融緩和政策が実施された。事実上の日銀による財政ファイナンスによって、財政資金の調達面での政府の日銀に対す



る依存度が高まり、財政規律が損なわれた。

結果として、金融を引き締めれば、金利上昇で国債利払い費が増加し、財政が悪化するのではないかとの懸念が、金融政策の正常化を妨げ、ひいては円の信認を低下させる要因の一つになっている。

政府が6月に公表した2024年度の「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」によれば、25年度の基礎的財政収支（プライマリーバランス、利払い費を除く財政赤字）の黒字化目標が明記された。

自民党からは財政面からの景気刺激を継続させるべきとの考えから、財政健全化を優先することに対しては反発も強く、過去2年間では「これまでの財政健全化目標に取り組む」としつつも基礎的財政収支黒字化の目標年度は明記されていなかった。「基礎的財政収支の黒字化を目指す」との目標が示されたのは、3年ぶりになる。

岸田政権の政治基盤は脆弱であり、政府の財政再建への本気度合いについては確信が持てないが、仮に、政府が財政赤字削減に取り組み、財政面での日銀依存を脱却しようという姿勢をみせる一方で、日銀も財政ファイナンスを否定する、という構図ができあがれば、円の信認低下にも歯止めがかかるとの期待もできないわけではない。