

2025 年 2 月 28 日 全 12 頁

国債保有のスムーズな移行に向けた課題¹

銀行勘定の金利リスク規制により銀行の保有余地は限定的

政策調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 日本銀行（日銀）は 2024 年 7 月の金融政策決定会合で国債買入れの減額を決定した。日銀が国債の保有残高を減らすということは、国債の発行残高が同様に減らない限り、他の主体が代わりに買い入れなければ、国が財政資金をスムーズには調達できないことを意味している。国債管理政策の観点から、国債保有のスムーズな移行に向けた課題について整理する。
- 銀行は、2013 年から始まった日銀の量的緩和前までは、国債の主な保有主体だった。しかし、2016 年に、バーゼルⅢで銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制が加わったことにより、国債を保有しづらくなった。バーゼル規制を見直す議論の趨勢によっては、銀行は国債を追加的に買い入れるどころか、将来的に、売却を迫られる可能性もある。また、日本の場合、どのくらいの残高のコア預金が滞留するかを推計することは容易ではない。想定よりも多くコア預金が流出した場合、金利リスクが上振れする可能性もある。
- 生命保険部門は、長期・超長期債を中心に国債を保有している。国内が低金利環境となる中、外債投資のウェイトを増してきたが、日本国債の利回りが上昇する中で外債を減らし、日本国債に回帰する動きがあるようだ。
- 海外部門については、欧米の中央銀行が利下げに転じる中、日本国債への投資が増加する可能性がある。ただし、国債消化を海外投資家に過度に依存することは、長期金利の急変動や上昇を招く可能性がある。国内投資家に比べ、海外投資家は日本の財政バランスの悪さを厳しく評価し、低い信用を補うためのリスクプレミアムを要求する傾向があるからだ。財政バランスを改善し、日本国債の信用力を高めていく施策が必要だ。特に、国債格付けの維持・向上がこれまで以上に重要になってくるだろう。
- 家計部門は、「貯蓄から投資へ」の機運が高まる中、国債の新たな保有主体となることが期待される。家計の国債保有を促す第一歩として、預貯金の代替となるような、安全性と利便性の高い商品開発が肝要だ。

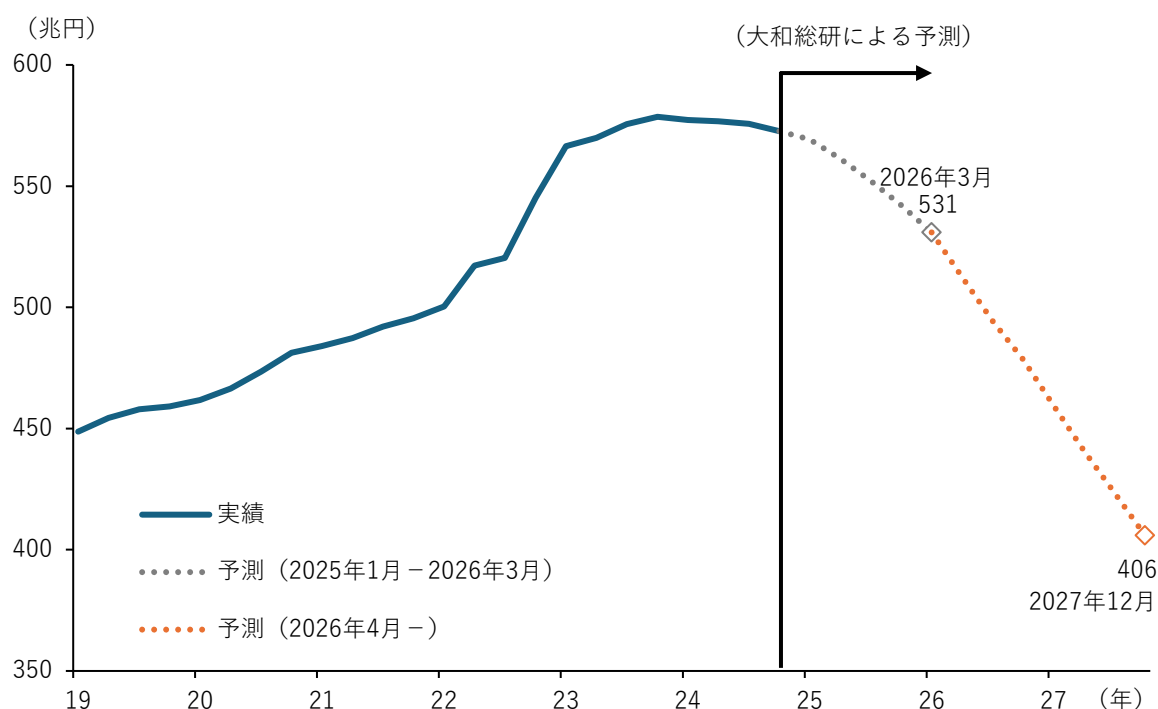
¹ 分析について、大和総研経済調査部 久後翔太郎シニアエコノミストと、中村華奈子エコノミストの協力を得た。

日本銀行が国債保有残高減額を決定

日本銀行（日銀）は2024年7月の金融政策決定会合で国債買入れの減額を決定した。月間の長期国債の買入れ予定額を、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とする計画だ。国債発行残高に占める日銀の保有割合²は、2024年9月末時点で53%となっており、日本国債の最大の保有主体である。日銀が保有する国債残高の変化についてのシミュレーションは図表1の通りである。シミュレーションでは、2026年3月までは、2024年7月の金融政策決定会合での決定内容に準じて保有残高が減ると想定し、2026年4月以降は新規買入れを行わず、償還が到来した残高が減ると仮定している。ピーク時（2023年12月末）には、日銀の国債保有残高は581兆円（発行残高の54%）だったが、2027年末には額面ベースで406兆円（同38%³）まで減ると思われる。

日銀が国債の保有残高を減らすということは、国債の発行残高が同様に減らない限り、他の主体が代わりに買入れなければ、国が財政資金をスムーズには調達できないことを意味している。本稿では、国債管理政策の観点から、国債保有のスムーズな移行に向けた課題について整理する。

図表1 日銀が保有する国債残高の予測



(注1) 2026年3月までは2024年7月金融政策決定会合での決定に基づき、以降は新規買入れを行わないと想定している。

(注2) 額面ベース。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

² 資金循環統計の「国債・財投債」を利用。

³ 国債発行残高が2024年9月末時点のまま維持されると仮定している。

国債管理政策とは

財務省によれば、国債管理政策は、①確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達することと、②中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること、という基本的な考え方にに基づき運営されている。

国債発行の際、投資家から重視される要素として、発行利回り、発行年限、発行額などが挙げられる。そのうち発行利回りは、マクロ経済の状況、金融政策、市場の需給等を背景に、発行時の市場流通利回りに応じて決定されるため、財務省はコントロールすることが難しい。一方、年限と発行額は財務省によるコントロールが可能であり、市場に与える影響も大きい。

一般に、年限が短い国債は、現在の利払い負担を抑えることが可能であるほか、様々な投資家が買いやすいことが長所であり、将来の金利変動の影響を大きく受ける点が短所だ。一方、年限が長い国債は、現在の利払い負担が大きく、買い手も限られるが、将来金利が上昇した場合には、全体として利払い負担を低く抑えることができる点が魅力だ。財務省は、投資家とのコミュニケーションを密にとり、国債の安定的な消化（財政資金の安定的な調達）と、中長期的な調達コストの抑制が可能な、最適な年限と発行額のバランスで発行する必要がある。

主体別にみた国債投資の特徴と追加保有の見通し

銀行

以下では、主体別に国債投資の特徴を確認していく。まず、国内の銀行である。国債の主体別保有割合（図表2）に示される通り、銀行は、2013年から始まった日銀の量的緩和前までは、国債の主な保有主体だった。しかし、2016年に、バーゼルⅢで銀行勘定の金利リスク（Interest Rate Risk in the Banking Book、IRRBB）規制（以下、IRRBB規制）が加わったことにより、国債を保有しづらくなった。

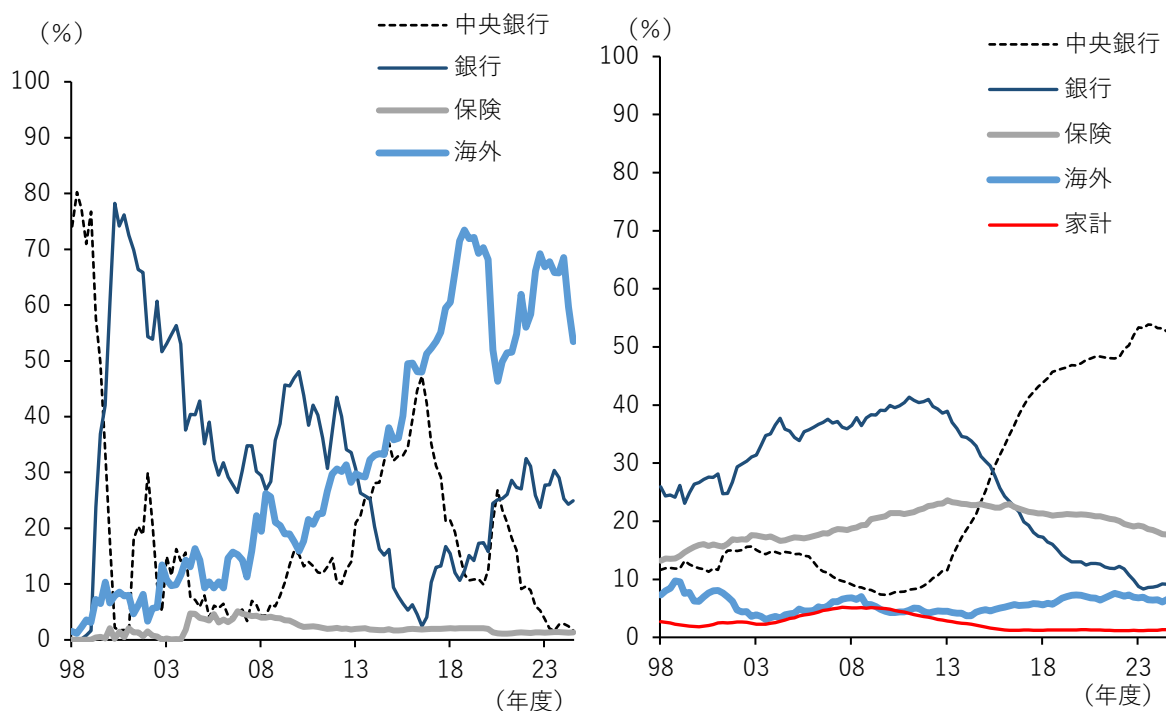
・バーゼル規制とは

そもそもバーゼル規制とは、「業務を国際的に展開している銀行が維持しなければならない『自己資本比率』や『流動性比率』などを定めた、国際的に共通の規制のこと」⁴である。2度の改編を経た規制「バーゼルⅢ」は、①最低所要自己資本比率規制、②金融機関の自己管理と監督上の検証、③市場規律の活用、の3つの柱から構成されている。そのうちの第2の柱のコンセプトは、第1の柱でカバーされないリスクを含め、「各銀行自身が、自行が抱えるリスク全般を包括的に把握し、自行の業務内容に沿ったリスク管理を自ら行うこと」⁵である。IRRBB規制はこの第2の柱に含まれる。

⁴ 吉井一洋・金本悠希・小林章子・藤野大輝、2019、『詳説 バーゼル規制の実務 ―バーゼルⅢ最終化で変わる金融規制』一般社団法人 金融財政事情研究会、p. 2

⁵ 前掲 吉井ほか（2019）、p. 220

図表2 主体別にみた国債保有割合（左：国庫短期証券、右：国債・財投債）



(注1) 直近値は2024年9月末。

(注2) 銀行は、国内銀行、農林水産金融機関、中小企業金融機関等、郵便貯金（2007年7-9月期まで）の合計。海外は、海外と在日外銀の合計。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

・ IRRBB 規制とは

IRRBB 規制とは、金利水準の変動により、銀行勘定の下で保有される資産・負債の経済的価値が変動するリスクを把握し、一定の基準内に収めることを求める規制である。銀行の業務のうち、顧客から預金を集め、貸出や有価証券投資を行うことを「銀行勘定」と呼び、短期的な売買で差益を得る「トレーディング勘定」と対比される。

銀行が収益を上げる仕組みの一つは、満期の短い資金を調達し、期間リスクをとって、満期の長い貸出や有価証券に変換することである。必然的に、銀行のバランスシートの負債側の平均年限（デュレーション）は短く、資産側は長くなる。一般に、金利変動があった場合、よりデュレーションの長い資産がより大きな影響を受ける。

イメージを明確にするため、簡単な設例で考えてみよう。クーポンが1%の1年物国債と10年物国債を100万円ずつ買い、直後に金利が1%上昇したケースを考える。1%の1年物国債の場合、満期までに得られる利子は1万円である。金利が上昇し、市場にクーポンが2%の1年物国債（満期までに得られる利子は2万円）が流通していると仮定すると、1%の1年物国債を市場で売却した場合、得られる利子収入の差を調整した結果、価格は99万円程度になる。

10年物国債について同様に考えると、金利が上昇し、市場にクーポンが2%の10年物国債（満

期までに得られる利子は 20 万円) が流通している状態で、最初買ったクーポン 1% の 10 年物国債 (満期までに得られる利子は 10 万円) を売却しようとする、価格は 90 万円程度になる。

つまり、金利が 1% 上昇すると、デュレーションの短い 1 年物国債を保有していた場合の経済価値の下落は 1 万円であるのに対し、デュレーションの長い 10 年物国債を保有していた場合の経済価値の下落は 10 万円と、より大きな損失になることがわかる。

一般に資産側のデュレーションが長く、負債側のデュレーションが短い銀行のバランスシートにおいて、金利が上昇すると、資産の経済価値が、負債の経済価値に比べて大きく下落することになる。すなわち、(資産の経済価値の減少額) - (負債の経済価値の減少額) の差分、自己資本が毀損することになる。この差分 = 自己資本の毀損額を金利リスク量、 ΔEVE (Economic Value of Equity) と呼ぶ⁶。IRRBB 規制では、6 つの金利ショックシナリオに従って ΔEVE を算出し、その最大値を自己資本等で割った値が以下の基準に収まることを求める。

国際的に活動する国際統一基準行：「金利リスク量/Tier1 資本⁷ $\leq 15\%$ 」

国内だけで業務を行う国内基準行：「金利リスク量/自己資本 $\leq 20\%$ 」

先述の通り、金利リスク量とは、金利が変動した際の自己資本の毀損額と言い換えられる。上記の式は、金利が変動した時に、自己資本に最も大きな損害が出ると想定しても、それが 15% もしくは 20% 以内に収まるようにリスク管理をするように求めている。つまり、金利リスク量/自己資本の値が小さければ小さいほど健全性が高く、追加でリスクをとる余地があるといえる。

現在のところ、上記の基準を満たすことができなかった場合には、当局がヒアリングや必要に応じた報告徴求命令・業務改善命令を実施し、早めの経営改善を促す⁸こととなっているが、追加の資本賦課などを求められることはない。しかし、バーゼル規制を見直す議論の中で、IRRBB 規制を第 1 の柱で資本賦課の対象とすべきとする意見もあり、今後変更が行われる可能性もある。仮に IRRBB 規制が資本賦課の対象となった場合、銀行は国債を追加的に買い入れるどころか、売却を迫られる可能性もある。変更の可能性がある以上、銀行としてはリスクを取りづらだろう。

⁶ IRRBB 規制では、金利リスク量として、金利収益の減少額 (Net Interest Income、 ΔNII) についても開示が求められるが、本稿では割愛する。また、IRRBB 規制では資産・負債だけでなく、オフバランスシート項目についても、経済的価値の減少額を計測することを求めている。

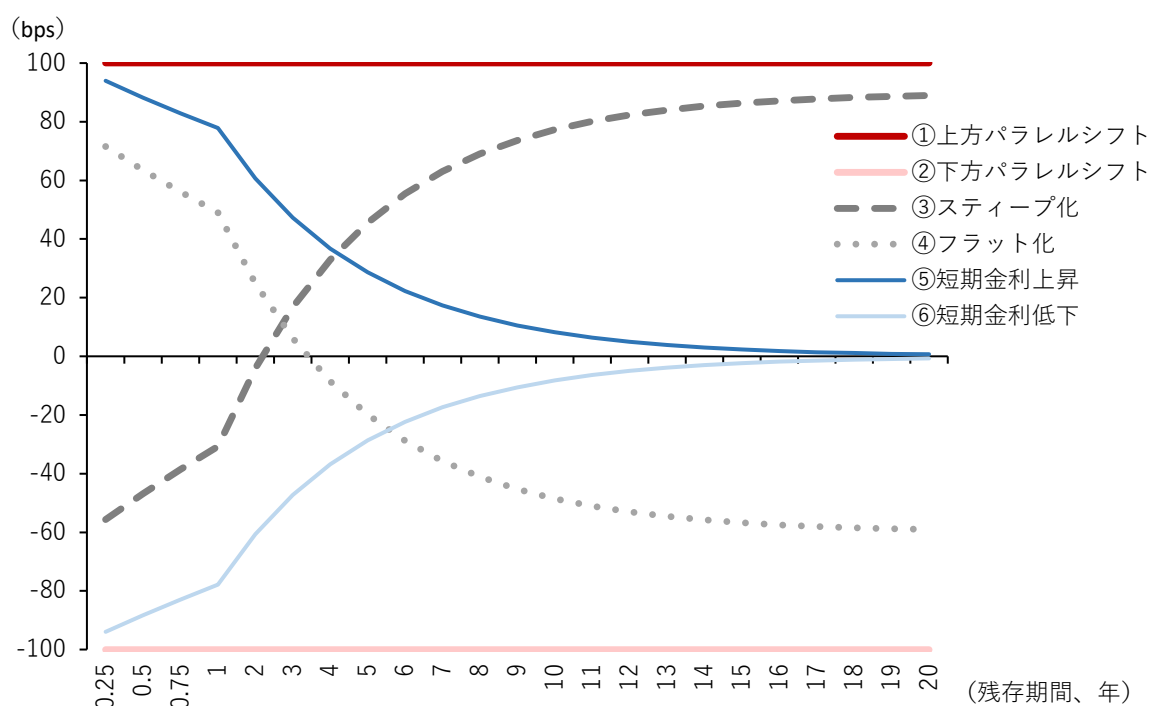
⁷ Tier1 資本とは、普通株式、内部留保、優先株式、一部の優先出資証券など、事業を継続している状態で損失吸収力の高い資本のことを指す。

⁸ 前掲 吉井ほか (2019)、p. 226

・日本の銀行が抱える金利リスクの現状

6つの金利ショックシナリオは図表3の通りである。金利リスクは、図表3に示す値を、基準となる時点のイールドカーブに上乘せして得られるカーブに基づいて算出する。例えば、①上方平行シフトは、イールドカーブが基準時より全体的に1%上昇する状態を想定しており、③スティープ化は短期ゾーンは基準時より下がるが、長期ゾーンは上がる状態を想定している。

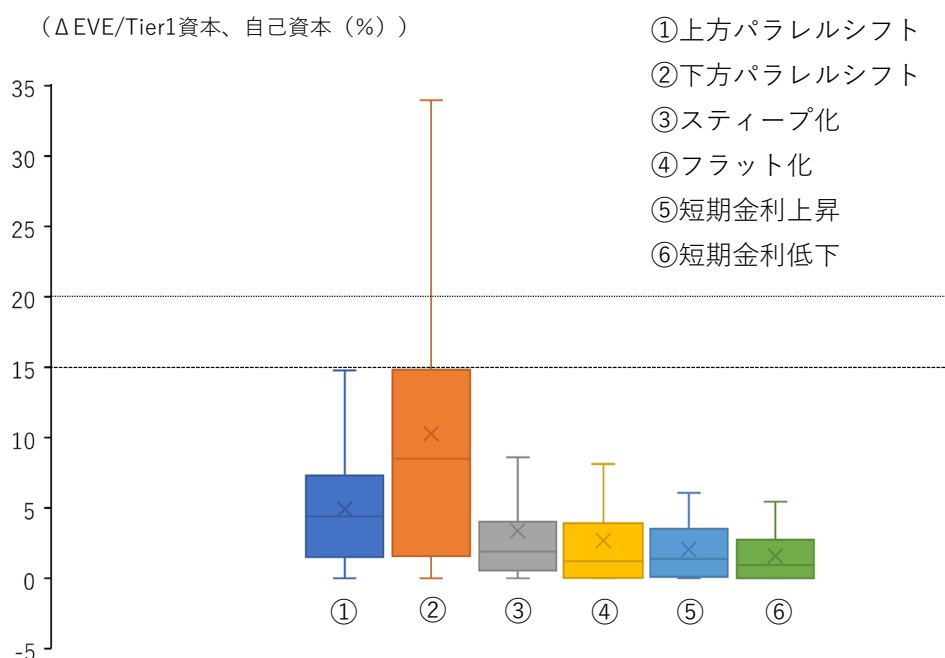
図表3 IRRBB規制における6つの金利ショックシナリオ



（出所）Bank for International Settlements より大和総研作成

図表4に示すのは、2023年度末の銀行の金利リスク量/自己資本（国際統一基準行については、金利リスク量/Tier1資本）の分布である。6つのシナリオのうち、上方平行シフトシナリオの値は15%以下に収まっている一方、下方平行シフトシナリオの値は際立って高いことが見て取れる。これは、簡単に言えば、金利上昇のショックには総じて強いが、金利が低下した際、大きな損失を受ける銀行が多いことを意味している。

先ほど述べたように、一般に、金利上昇時にはバランスシートの経済価値は下落する。反対に、金利低下時にはバランスシートの経済価値は増加し、デュレーションの長い側の経済価値がより大きくなる。金利低下で自己資本が毀損するということは、負債側の経済価値が、資産側に比べてより大きくなることを示唆している。つまり、負債のデュレーションが、資産のデュレーションより長くなっていることが考えられる。

図表 4 銀行の金利リスク量（ Δ EVE）/Tier1 資本・自己資本のシナリオ別分布

(注1) 国際統一基準行はTier1 資本、国内基準行は自己資本で金利リスク量（ Δ EVE）を除いている。

(注2) 国際統一基準行は Δ EVE /Tier1 資本が15%以下、国内基準行は Δ EVE /自己資本が20%以下に収まっていることが求められる。

(注3) 箱ひげ図の上下のひげは最大値と最小値。箱の上側は第3四分位数、真ん中は中央値、下側は第1四分位数。×印は平均値。四分位範囲の1.5倍を超えた値は外れ値として除いている。

(出所) 各社ディスクロージャー資料（2024年3月末）、日本銀行より大和総研作成

こうした事態が起きている背景には、一部の銀行が、2022年末以降、資産サイドのデュレーションを短期化させてきたことが要因として挙げられる⁹。金利上昇を見据えて、金利リスクの大きい長期・超長期債投資を減少させた。結果として、負債のデュレーションが相対的に長くなったのではないかとみられる。負債に含まれる預金のうち、普通預金等は満期の定めがなく、随時引き出し可能だが、たとえ金利が変動しても、預金のすべてが一度に引き出されることはほとんどなく、預金のうち一定割合は長期間滞留しているとみなせる。この長期滞留する預金をコア預金と呼ぶ。コア預金のデュレーションが長くなるほど、金利上昇時の金利リスクを低く抑える効果がある。

日銀が利上げを続けることが見込まれている現状では、銀行全体で見た金利リスクは低く抑えられており、短期・中期国債のようなデュレーションの短いものであれば、わずかではあるが追加的な買入れ余地もあるといえよう。大和総研の推計では、1%の上方パラレルシフトシナリオの場合、追加的な買入れ余地は約100兆円とみられる（推計方法については巻末のBOX参照）。

ただしリスクもある。日本の場合、過去十数年間は金利上昇局面がなかったため、どのくらいの残高のコア預金が滞留するかを推計することは容易ではない。想定よりも多くコア預金が流

⁹ 日本銀行、「金融システムレポート（2024年4月号）」、p.54-55。

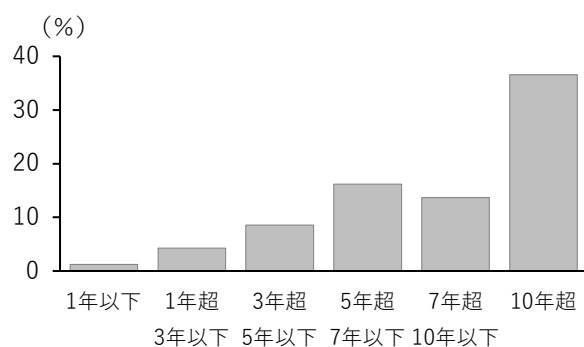
出した場合、金利リスクが上振れする可能性もある。いずれにせよ、銀行が追加的に国債を保有するためには、IRRBB 規制に対応しやすい、短めのデュレーションの国債保有が中心となるだろう。

生命保険会社

生命保険部門の国債保有比率は、国庫短期証券で 1%、国債・財投債で 14%である（2024 年 9 月末時点）。保険部門の中でも、特に生命保険は、終身保険をはじめとして、保険金の支払いまでの期間が長い商品を販売するため、バランスシートの負債（保険契約準備金）のデュレーションが他の業態に比べて非常に長い。それに応じて、超長期国債などのデュレーションが長い資産を保有する傾向がある。図表 5 に示すように、残存期間 10 年超の国債発行残高に占める、生命保険会社の保有割合は約 4 割と高い（2024 年 3 月末時点）。

生命保険部門は、国内が低金利環境となる中、外債投資のウェイトを増してきたが、日本国債の利回りが上昇する中で外債を減らし、日本国債に回帰する動きがあるようだ（図表 6）。ただし、足下の超長期債の買入れは、2025 年度に導入が見込まれる経済価値ベースのソルベンシー規制等¹⁰への対応が一時的に寄与している面もあるとみられる。日本の人口動態から、将来の保険契約数は徐々に減少していくであろうことを考えると、生命保険による超長期債の大幅な積み増しは難しいのではないかとと思われる。

図表 5 残存期間別にみた国債発行残高に占める生命保険会社の保有割合

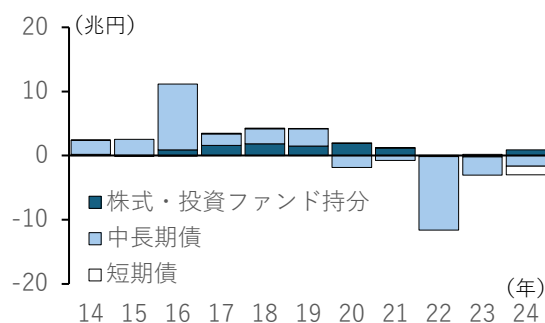


(注 1) 集計対象は、2024 年 11 月 25 日時点で生命保険協会に加盟している 41 社。

(注 2) 2024 年 3 月末時点。

(出所) 生命保険会社ディスクロージャー資料、財務省より大和総研作成

図表 6 生命保険会社の対外証券投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行より大和総研作成

¹⁰ 詳しくは以下を参照。

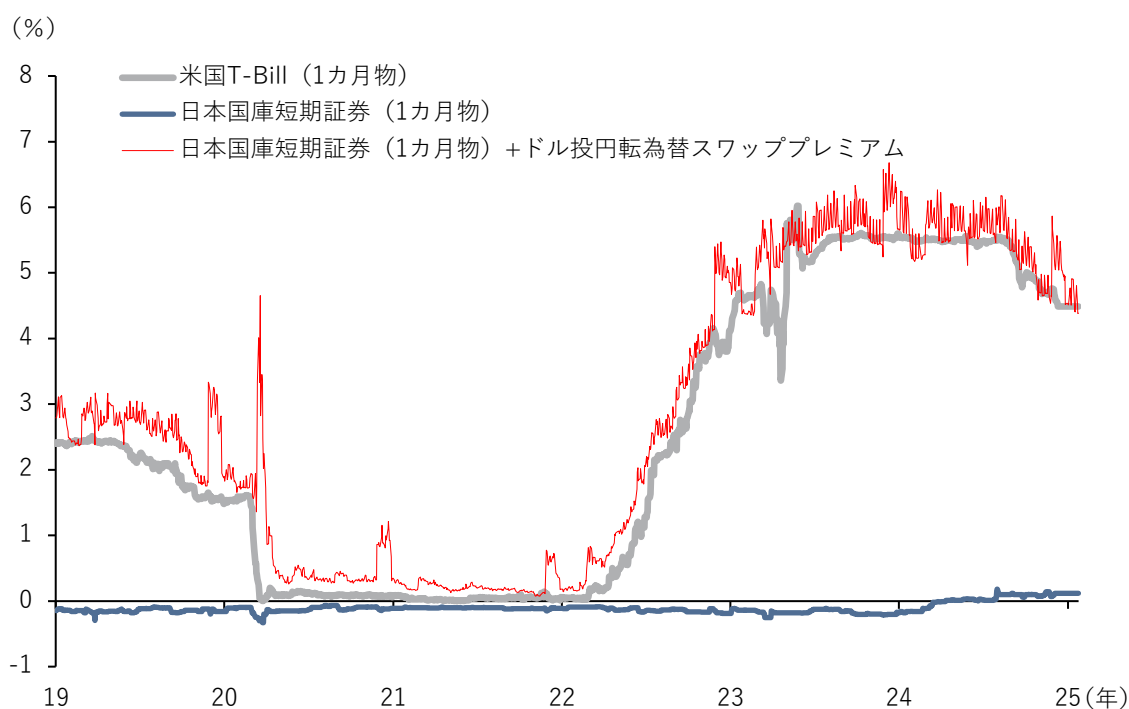
金融庁「経済価値ベースのソルベンシー規制の概要」（2024 年 10 月 31 日）

(<https://www.fsa.go.jp/news/r6/hoken/20241031/00.pdf>)

海外投資家

海外部門の国債保有比率は、国庫短期証券で 53%、国債・財投債で 7%である（2024 年 9 月末時点）。国庫短期証券については、最高で 73%保有していたこともあるが、2024 年春以降は、日銀の金融政策正常化を眺めて、投資が手控えられているようだ。米ドルを保有する海外投資家の場合、為替スワップを行ったうえで国庫短期証券に投資すると、米国債（T-Bill）と同等以上のリターンを得ることができるため、投資が積極的に行われていた（図表 7）。ドル投円転為替スワッププレミアムは依然として大幅なプラスである。さらに、欧米の中央銀行が利下げに転じ、金融引き締め度合いを緩和する中、日本国債への投資が再び魅力的になる可能性がある。

図表 7 為替スワッププレミアムを加味した国庫短期証券利回り



（出所）Bloomberg より大和総研作成

ただし、国債消化を海外投資家に過度に依存することは、長期金利の急な変動や上昇を招く可能性がある。日本の財政バランスの不均衡は、先進国の中でも突出している。国内投資家に比べ、海外投資家は日本の財政バランスの不均衡を厳しく評価し、低い信用を補うためのリスクプレミアムを要求するので、長期金利はその分高くなると思われる¹¹。さらに、財政不安などが

¹¹ 詳しくは以下を参照。

大和総研レポート、久後翔太郎、吉田亮平、山口茜、中村華奈子、石川清香、「国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響 —リスクプレミアム上昇により長期金利は 2040 年で 7%程度まで高騰も」
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20240828_024584.html

起こった際、日本国債から資金を引き揚げるのも早いと予想されるため、ボラティリティが大きくなる可能性がある。

金利を安定させるという観点からは、海外投資家の中でも、外貨準備の運用などを行うソブリン・ウェルス・ファンドや年金基金などの長期安定保有を前提とした主体に国債を保有してもらうことが望ましい。そのためには、積極的な IR (Investor Relations) 活動を行うだけでなく、財政バランスを改善し、日本国債の信用力を高めていく施策が必要だ。特に、国債格付けの維持・向上がこれまで以上に重要になってくるだろう。

家計

家計部門の国債保有比率は 1.3% である（国債・財投債のみ、2024 年 9 月末時点）。過去には、直接保有と中期国債ファンドを通じた保有を合わせて国債の約 15% を個人が保有していたこともあった¹²。低金利環境下で、家計の資金は預貯金にシフトしたが、政策金利がプラスとなったことで、国債の相対的な魅力が増したといえるだろう。「貯蓄から投資へ」の機運が高まる中、相応の利回りが付けば、家計部門が国債保有を増やす余地はあるのではないかと。

一般に、機関投資家と比較すると、家計（個人）一人ひとりの投資は額・頻度ともに少ないと考えられる。家計が一定割合を保有することによって、金融市場が動揺した際などに、金利が急騰することを抑制し、国債市場を安定させる効果が期待できる。

家計の国債保有を促すためには、商品性を検討することが重要だ。例えば、投資信託に国債を組み入れることにより、利便性を高めることができる。さらに安全性の高い社債等を組み合わせることでリターンを高めることも考えられるだろう。

日本では、海外諸国と比べると、家計のリスク資産への投資は低調である。家計の国債保有を促す第一歩として、預貯金の代替となるような、安全性と利便性の高い商品開発が肝要だ。

まとめ

金融規制の対象にならず、あらゆる年限の国債を買い入れることができ、満期保有を前提とする保有主体である日銀から、そのほかの主体に国債保有を移行するには、様々な課題がある。

国債管理政策の観点からは、「十分な財政資金を確実・円滑に確保しつつ、長期的に見た利払い負担を低く抑えること」が主眼になる。買い手がつかないことには財政資金の確保もままならないので、買い手のニーズを探り、適切な年限構成・発行額とすることが必要だ。また、セカンダリーマーケットの流動性を注視し、引き続き流動性確保に努める必要があるだろう。

大前提として、日本国債の信認維持が必要だ。特に、国債の格付けが下がってしまうと、あら

¹² 齋藤通雄「国債管理政策と財政リスク」、(日本証券経済研究所『証券レビュー』第 64 巻第 6 号 (2024 年 6 月)) p. 20

ゆる主体の保有が困難になり、投げ売りや金利の高騰につながる恐れがある。幸い、日銀の保有国債残高の縮小は緩やかに進む。猶予のあるうちに、果断に財政健全化を進めなくてはならない。

BOX：銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制からみた銀行の国債追加保有余地の試算

銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制からみた銀行の国債追加保有余地の試算方法について解説する。なお、データは国際統一基準行と、国内基準行のうち都市銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱに属する銀行の、2024年3月末時点の値を利用している。

試算の基本的な発想は、「各銀行が、IRRBB 規制の基準値いっぱいまで国債を買うとしたら、いくら追加で国債を保有できるのか」ということである。例えば、Tier1 資本が 100 万円の A 銀行（国際統一基準行）と、自己資本が 100 万円の B 銀行（国内基準行）があり、それぞれの現在の $\Delta EVE / \text{Tier1 資本（自己資本）}$ が 5% と 8% だと仮定する。すると、それぞれの銀行が追加で金利リスクをとれる余地は、A 銀行： $(15\% - 5\%) \times 100 \text{ 万円} = 10 \text{ 万円}$ 、B 銀行： $(20\% - 8\%) \times 100 \text{ 万円} = 12 \text{ 万円}$ となる。これらの金額をすべて国債投資に回すとする、2 行合計で 22 万円分の金利リスクが生じる国債を追加で買い入れることができることになる。6 つの金利シナリオごとに、データが公表されているすべての銀行に対して、追加で金利リスクをとれる余地を計算する。これが第一段階である。

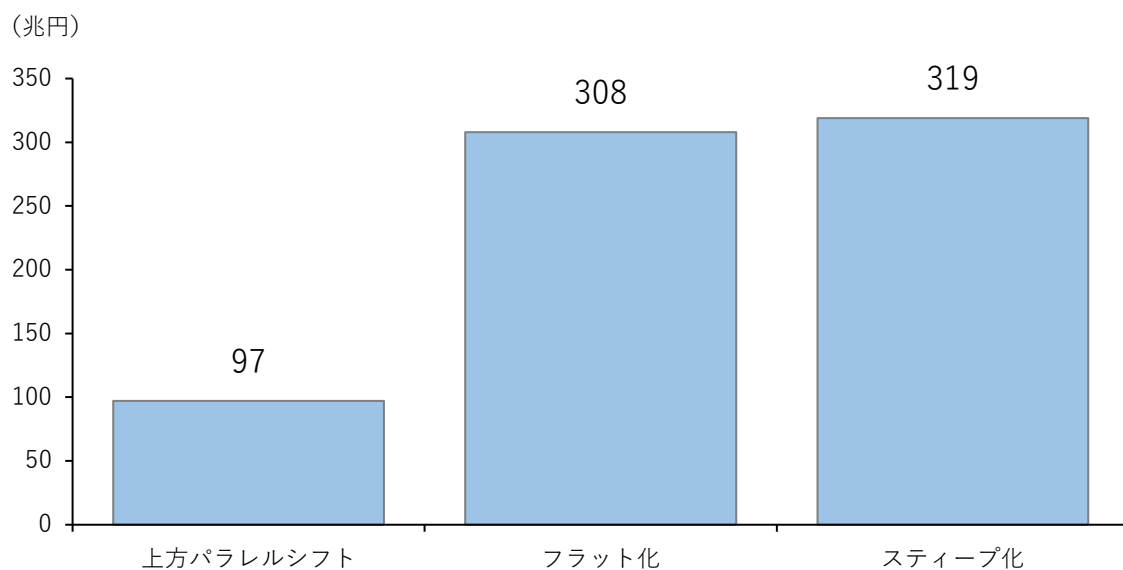
続いて、追加で買入れを行った後の国債残高を年限別に設定し、6 つの金利シナリオによって生じる金利リスク量を計算する。今回は、各銀行の年限別の国債保有残高（2024年3月末時点）を元に、年限別の保有割合を設定した。本文に記載した通り、一般に、資産のデュレーションが短いほど金利リスクは小さくなる。つまり、どの年限の国債を買うかによって追加的な買入残高は変化することになる。そこで、現在の年限別の国債保有割合に応じて追加買入れをすると仮定し、いくら買い増せるのかを計算するのが第二段階となる。この追加国債買入れによって生じる金利リスクの合計と、第一段階で計算した値が一致するような、年限別の追加国債買入高を探す。

上記のような計算を行った結果が以下の図表 8 である。日銀の政策動向を鑑みて、実現可能性のより高い、1%の上方パラレルシフト、フラット化、スティープ化の 3 つのシナリオを取り上げている。

上方パラレルシフトシナリオでは、最も追加買入れ余地が少なく、97 兆円という結果になった。一方、フラット化、スティープ化シナリオでは買入れ余地は大きくなり、約 300 兆円となる。

ただし、銀行が規制の限界までリスクを取り、なおかつそれをすべて国債に振り向けるということは現実的には考えづらい。本分析で示した値は上限値であり、実際の買入れ可能額はもっと小さいといえよう。今後の展望として、より短い年限の国債保有を中心とした場合の買入れ可能額のシミュレーションなどを行っていきたい。

図表 8 銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制上追加的に保有可能な国債の金額



(出所) 銀行ディスクロージャー資料 (2024 年 3 月末)、日本銀行より大和総研作成