

金融市場

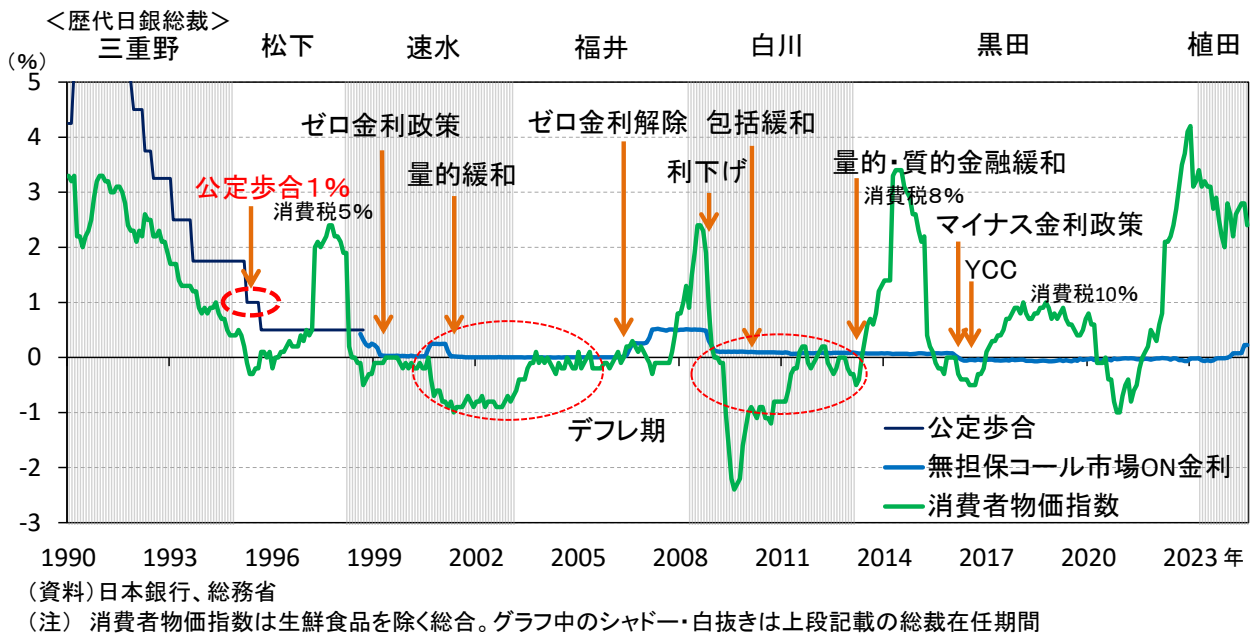
Point of View~エコノミストの見方~

日銀のデュアルマンドートから考える今後の利上げ~12月議事要旨にみた異変~  
主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 日銀は政策金利を 0.5%へ利上げ

- 日銀は、1月の金融政策決定会合において、事前の市場織り込みの通り 0.25%pt の利上げを決めた。これにより、政策金利は 0.5%となり、17年振りの水準に突入した。市場の注目点は、早くも次なる利上げ時期とターミナルレート(金利の到達点)であるが、現時点では為替動向や米トランプ政権の政策次第の面もあり予測するのは容易ではないものの、おおよそ半年に一度のペースで利上げを行っていくというのがメインシナリオとなろう。実際、OIS からみた市場の利上げ織り込み(資料:東短 ICAP<2/3日 15:15時点>)も、本年7月会合までに74%、同9月会合までに88%となっており、ここから先、半年間に追加の利上げがあることをほぼ織り込んでいる。
- 今後、0.75%へ利上げが行われれば、1998年に施行された新日銀法の下では初の水準となるほか、政策金利が公定歩合だった95/9月(1%)以来の水準となる(図表1)。0.5%の政策金利は、この30年間で事実上の上限となっており、巷間では“0.5%の壁”とも言われている。しかしながら、植田総裁はこの点について1月会合後の記者会見では「ある数字を壁として意識していることはございません」として、引き続き追加利上げへの意欲を示した格好である。一方で、同じ質疑の中で「中立金利にもものすごく近づいてくる、あるいは若干上回るというようなことになれば、何らかの反応が経済の方で起こってくる」と指摘している。植田総裁を含む日銀執行部は、ポジショントークではなく本音として 0.5%の壁を否定しているとみられるが、(外部環境が安定している下では)今後の利上げパスはこれまでの利上げに比べ一段と慎重な対応になることは間違いないだろう。

図表1 金融政策の変遷



2. 日銀のデュアルマンドートとは

- 中央銀行には、金融政策を実行する使命(マンドート)があり、米FRBの①雇用の最大化と②物価の安定という二つの使命(デュアルマンドート)は広く知られている。日銀にもデュアルマンドートがあり、物価の番

人としての「物価の安定」は有名であるが、実は「金融システムの安定<sup>1</sup>」という使命もある。そして、その「金融システムの安定」を司るのは、主に日銀内でも最大規模の陣容を抱える金融機構局であるが、1/29 日に公表された 24/12 月決定会合の議事要旨をみると、それに絡む異変が窺われた。

- 従来、金融機構局の担当理事・局長は、年8回の金融政策決定会合のうち、展望レポートが公表される4回のみに出席していたが、今後は図表2にもある通り、全ての会合に出席するという記載があった。これは端的に言えば、日銀のもう一つマנדートである「金融システムの安定」において警戒モードを一段上げることを意味しているほか、展望レポートを公表する会合以外でも最新の金融システムの状況をモニタリングしながら政策決定を判断する、いわば“臨戦態勢”が整えられつつあることを示唆している。

図表2 24/12 月金融政策決定会合議事要旨(下線は筆者によるもの)

一人の委員は、金融仲介活動などの面で、大規模な金融緩和の副作用が遅れて顕在化する可能性には留意が必要とのレビューの結論も踏まえると、今後、金融機構局の担当理事および局長が、展望レポートを決定する年4回の会合以外の決定会合にも出席することが望ましいとの見解を示した。そのうえで、この委員は、政策委員会の問題意識を共有することは、金融機関モニタリングにも資すると述べた。別の一人の委員は、金融機構局の出席は、金利の上昇が金融システムに及ぼす影響をみていくうえでも有益と指摘した。これらの議論を踏まえ、委員は、金融システムの動向に一層目配りする観点から、今後、毎回の金融政策決定会合に金融機構局の出席を求めることが適当との認識で一致した。

(資料)日本銀行「金融政策決定会合議事要旨(2024年12月18、19日開催分)」

### 3. 利上げによる金融機関決算への影響～米銀の事例～

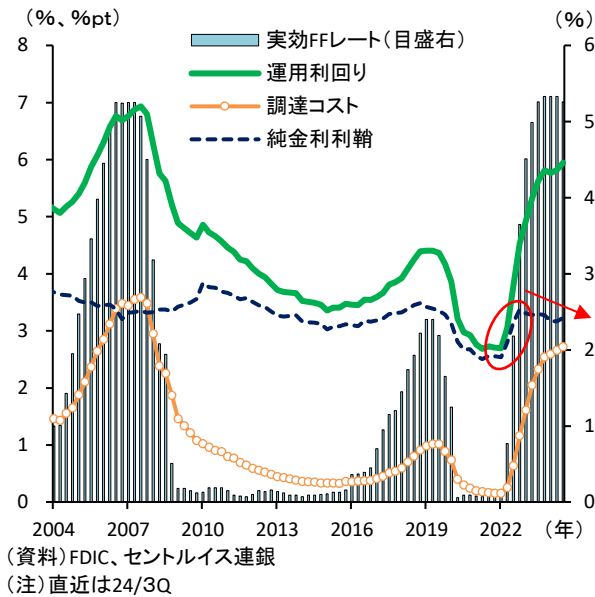
- 一般に利上げは、金融機関経営の観点では、利回りの改善を通じて収益の増加が期待されるため、低金利政策よりも歓迎される傾向にある。もっとも、利上げの恩恵は遍く先に行き渡るものではなく、様々な潜在的なリスクを孕むことも看過できない。以下では、日本よりも先んじて利上げを行った米銀の事例を簡単に考察していく(なお、日米両国の金融規制の違いや米国特有の問題<商業用不動産問題、シリコンバレーバンクの破綻等>があるため、日本とは単純比較できない点は留意を要する)。
- そもそも、金融機関ビジネスは、(役務取引などを除けば)主に「利回り×量」で分解できる。このため、足元のような金利上昇局面では、利回りの上昇(≒利鞘の拡大)が見込まれる中、運用資産の量を増やすことができれば収益力の改善が期待できる。運用資産の原資は主に預金調達であるため、金融機関は預金を増やすインセンティブが働くことから、最近、邦銀でも預金の囲い込みに動く先が増えているのもそうした事情が背景にある。

こうした中、まず、米銀の金利利鞘(運用利回りから預金などの調達コストを控除)の状況を図表3でみると、FED が利上げした当初は運用利回りの改善を背景に利鞘が拡大したものの、その後は預金金利の引き上げなどによる調達コストの上昇から利鞘は悪化している。この間、純金利利鞘の改善幅を規模別<sup>2</sup>に比較すると(図表4)、規模が大きい大手行ほど拡大している姿が窺われ、資産規模の格差が収益に影響していることが分かる。裏を返せば、利上げ局面のように金利上昇が見込まれる時期には、相対的に規模の小さい金融機関の動向が、金融システムの安定を維持する上で潜在的なリスクとなり得ることを示唆している。

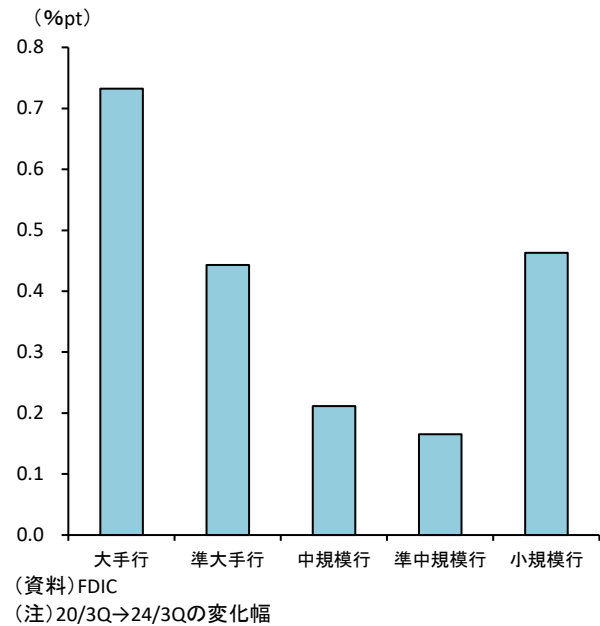
<sup>1</sup> 「決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定(信用秩序の維持)に貢献することも、日本銀行の重要な目的です(日本銀行法第1条第2項)。日本銀行は、金融機関に対する決済サービスの提供や「最後の貸し手」機能の適切な発揮等を通じて、この目的の達成に努めています。」(日銀HP『教えて!にちぎん』より抜粋)

<sup>2</sup> FDIC の定義に則り、大手行(資産\$250 Billion 超)、準大手行(同\$10 Billion～\$250 Billion)、中規模行(同\$1 Billion - \$10 Billion)、準中規模行(同\$100 Million - \$1 Billion)、小規模行(同\$100 Million 未満)の5つに分類。

図表3 実効FFレートと純金利利鞘

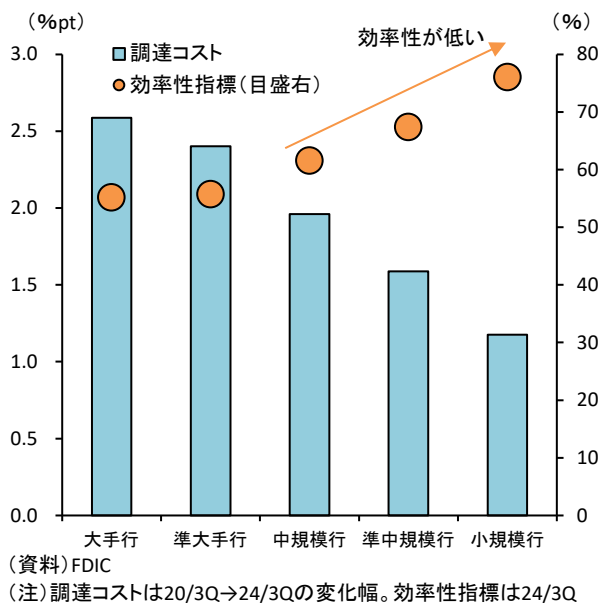


図表4 資産規模別にみた純金利利鞘の変化

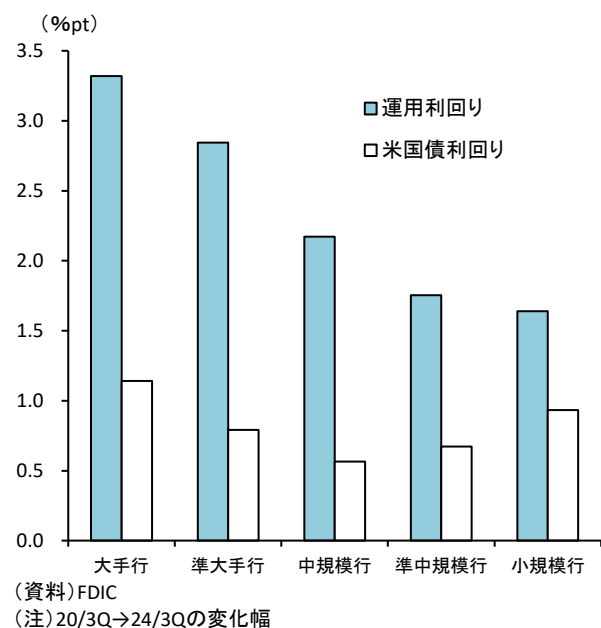


■ 実際、図表5で調達コストと効率性指標の関係をみると、規模が大きい金融機関ほど経費面での効率性が高い傾向にあり、そこで生み出されたコスト競争力を背景に、預金金利など資金調達段階において金利を引き上げる余地を有していると考えられる。調達した資金は、図表6の通り、大手行ほど高い利回りで運用することができるため、結局のところ大手行ほど金利上昇の恩恵を受けている様子が窺われる。なお、小規模行では、調達コストの傾向とは異なり、準中規模行並みの運用利回りを確保しており、(詳細は不明ながら)収益確保を企図して債券運用などで踏み込んだリスクテイクを行っている可能性がある。この点は、日本においても意識しておくべきポイント<sup>3</sup>となろう。

図表5 調達コストと効率性指標



図表6 運用利回りの変化幅

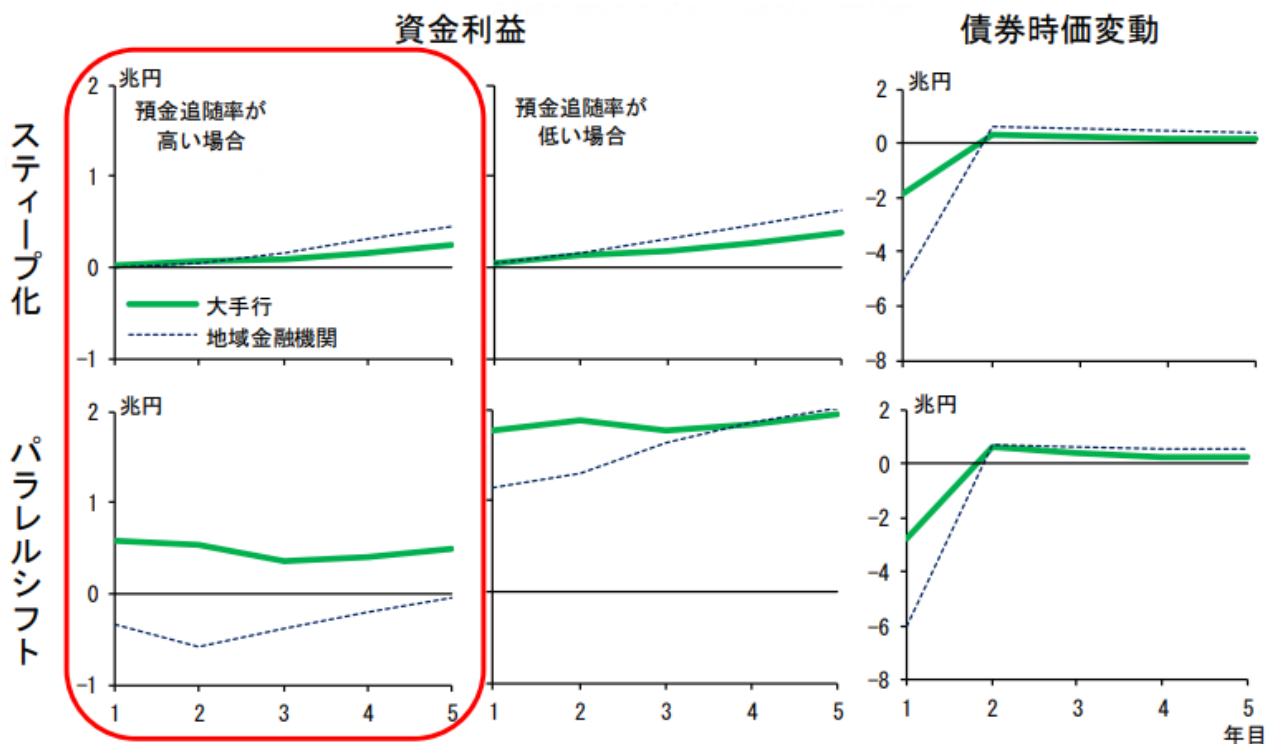


<sup>3</sup> 24/10 月会合では、「相対的にリスク許容度の大きくない金融機関が、金利の水準が投資目線に届かない期間が続く中で、収益確保のために長期国債への投資を進め、リスクが増加する可能性」(24/10 月会合議事要旨)との指摘。

#### 4. 邦銀への示唆

■ 翻って邦銀への示唆を考えるに当たり、金融機構局が公表する金融システムレポートが参考になる。マイナス金利が解除される直前に公表された 2023 年 10 月号の金融システムレポートでは、金利上昇による影響をシミュレーションしたものが掲載されている。詳細な内容や前提についてはレポートをご確認いただきたいが、分析内容としてはイールドカーブが 100bps 上昇した場合、金融機関の資金利益や保有する債券の時価がどのように変化するかを示している。シミュレーションの結果、預金追随率が高い場合（市場金利の上昇に合わせて預金金利の引き上げ幅が高いケース〈図表7赤枠〉）には、国内金利が上方に平行シフトすると債券の時価も金利上昇により損超幅が拡大するだけでなく、短期的には地域金融機関の資金利益が減益に陥るといったものである。このため、日銀の利上げペースが早い場合には、中小の地域金融機関への影響が懸念され、物価の安定と金融システムの安定という日銀のデュアルマンドेटが揺らぐ恐れがあることを認識しておく必要がある。

図表7 金利上昇による金融機関決算への影響シミュレーション



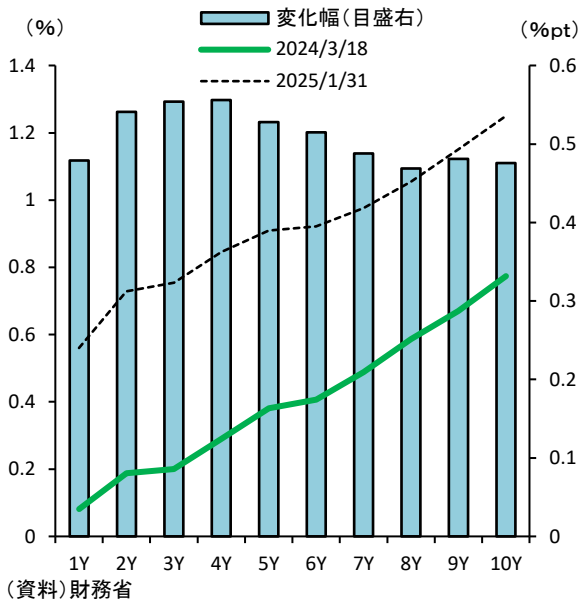
(資料) 日本銀行「金融システムレポート(2023年10月号)ー概要」より抜粋

■ なお、マイナス金利政策の解除直前であった 24/3/18 日から 25/1 月末時点の国債金利の年限別の変化幅を図表8でみると、利上げ期待の残存から短期ゾーンを中心に上昇するベアフラットニングの傾向がみられ、図表7のシミュレーションとの関係性でいえば +50bps の平行シフトに近い状態にあると言える。国内債への運用比率が高い金融機関ほど、保有有価証券の評価損が拡大している可能性があり、先んじて FED が利上げした米銀でも、図表9の通り、有価証券の評価損は大幅に拡大していることは邦銀においても参考になる(なお、シリコンバレーバンクの破綻も、引き金となったのは米国債の金利上昇による損失拡大とされている)。

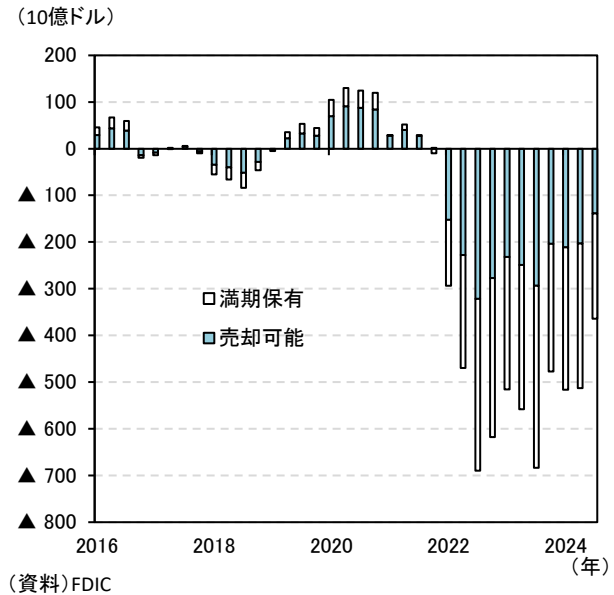
こうした国内金利の上昇は、既に影響が顕現化している米国債などの外債・投信の含み損と併せて留意が

必要になろう。また、期間収益が乏しい先では、含み損の処理が思うように進まないため、ポートフォリオの入れ替えが進まず、なかなか金利上昇の恩恵を得られない恐れもある。

図表8 国債金利の年限別変化幅



図表9 米銀の投資有価証券の未実現損益



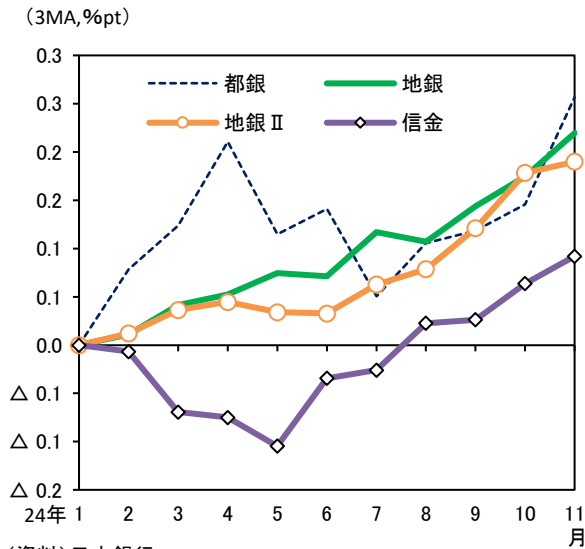
### 5. 今後の留意点と先行きの利上げパス

■ 最後に、今後の利上げに絡む本邦金融システムへのリスクを整理しておきたい。第一に、国内金利の上昇による有価証券運用面への影響である。保有有価証券の評価損の拡大は避けられない中、運用利回りを改善させるには、低利回りの債券を損切りする一方で、相対的に高利回りの債券を購入するなど、ポートフォリオの入れ替えが肝要になる。このため、期間収益力が高い先や、株式などで益出し余力がある金融機関ほど早期に収益力を高めることができる一方、それ以外の先では評価損の拡大と利回りの悪化という状況に陥る恐れがある。

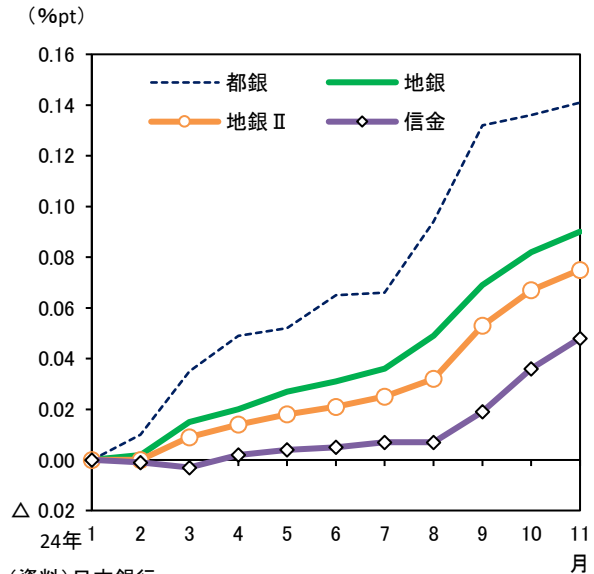
第二に、調達コストの上昇による利鞘への影響である。相対的に低コストなオンラインバンクといった新業態の金融機関の台頭により、預金の獲得競争が激化し、前回の利上げ局面に比べ調達コストが上昇する可能性がある。他方で、資産側では、固定金利貸出のウェイトが高い金融機関ほど、運用利回りの改善に時間を要するため、収益が思いのほか改善しない先も出てくるものとみられる。実際、図表 10 で、この間の業態別の貸出約定平均金利の変化幅をみると、都銀の改善幅が最も大きくなっている一方で、信金などの地域金融機関の上昇幅は限定的である。また、金融政策の正常化が進む中で、マネタリーベースやマネーストックの伸び幅は鈍化しており、1月の決定会合ではマネタリーベースの伸びを支えた貸出増加支援資金供給オペの新規貸付も本年6月を最後に終了が決まったところである。こうしたマネーの変化の影響についても、今後留意しておきたい重要な論点となろう。

■ 以上を踏まえると、総じて頑健さを維持する本邦金融機関であるが、個別金融機関のベースでみると思わぬリスクを内包している可能性も十分有り得る。24年度本決算では、国内債の売却損など債券5勘定戻における損超幅の拡大などが想定されるため、金融システムの安定の観点からみれば、決算が固まらない3月および4月会合での追加の利上げは困難ではないか。このため、どんなに早くとも、信金の総代会シーズンが終了する7月の決定会合が最短の追加利上げ時期となるだろう。「金融システムの安定」というマニフェストの観点では、上場金融機関の四半期決算のほか、次回公表の金融システムレポートに注目したい。

図表 10 業態別貸出約定平均金利の 24/1 月からの変化幅  
(新規) (ストック)



(資料) 日本銀行  
(注) 新規実行金利(3MA)の24/1月からの変化幅



(資料) 日本銀行

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。