

Weekly Macro Economic Insights

2024年6月24日(月)～6月28日(金):
日本銀行の長期国債残高見通し

PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士
シニアエコノミスト 伊藤 篤



日本銀行の長期国債残高見通し

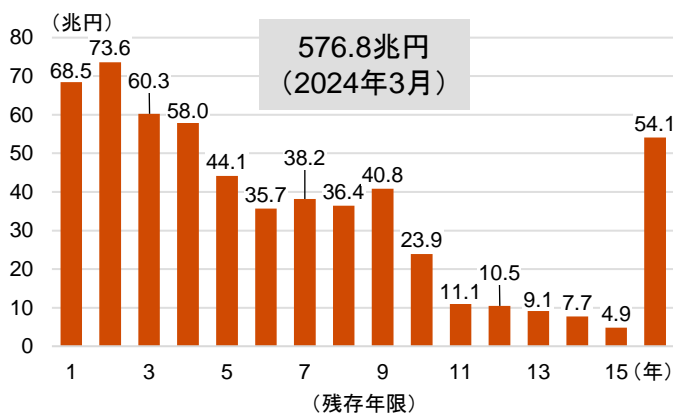
日本銀行は6月13～14日の金融政策決定会合において、長期国債の買入れ額につき、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、減額していく方針を決定した。次回7月30～31日の金融政策決定会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定をするとされる。そこで日本銀行の長期国債の現状と、先行きの見通しを確認しておこう。

2023年度末時点の日本銀行の長期国債保有額は576.8兆円となっており、満期を迎える年限別にみたのが図表1である。今後1年以内で満期を迎える長期国債の残高は68.5兆円である。現在の月額国債買入れペースは月額で6兆円、年間で72兆円となる。2013年4月に大規模な金融緩和が実施される以前の買入れペースは月2兆円以下であった。これらを参考に、2024年4月以降、月額国債買入れペースを2兆円から現状の6兆円と仮定した場合の、日銀の長期国債残高見通しを示したのが図表2である。なお、新たに買入れる国債の年限は現状と同じと仮定した。現状の国債買入れペースである6兆円が継続した場合、今後3年程度、2024年度末～2026年度末までは570兆円以上となり、現状程度の規模が維持される。2024年度以降は緩やかな減少となり、2023年度末の576.8兆円から10年後の2033年度末には506兆円となる。70兆円の減少となり、見通し期間で均してみると年平均7兆円の国債残高の減少となる。この減少ペースは、図表2の角括弧・斜体で示している。今後数年程度、現状程度が維持されるのであれば、それほど急激な変化にはみえないかもしれない。しかし、過去の長期国債残高の推移を振り返ると、大規模緩和の始まった2012年度末から2023年度末の国債の増加ペースは50兆円程度の増加であった。このため、増加ペースとしては50兆円の減額となるため、日銀のバランスシート拡大は急激なブレーキがかかると言ってもよいだろう。このような減額はマネーの縮小、経済・物価の下押し圧力となる。しかし、植田総裁は6月の記者会で対応の規模の減額を表明している。このため、7月に示される国債の買入れ額は6兆円よりも小さくなり、バランスシートの規模縮小のペースはより速くなる公算が大きい。仮に月額の国債の買入れ額が5兆円となった場合には、2024年度末で568.4兆円となり、2023年度末の576.8兆円から8.4兆円の減額、2033年度までに年平均14兆円の減額となる。

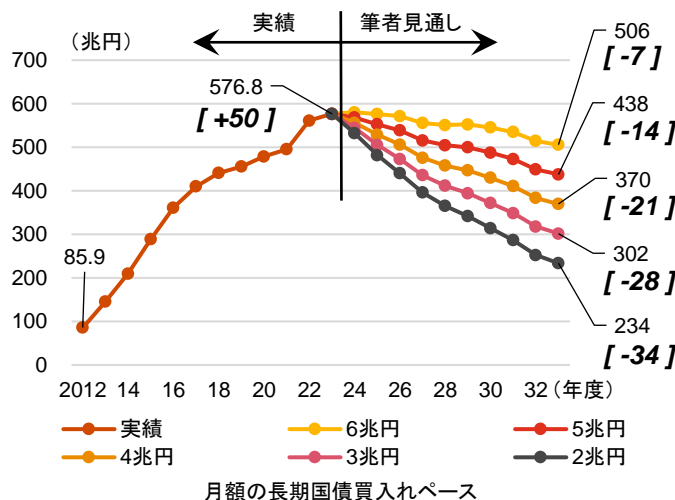
このように、現状の月額6兆円の国債買入れペースを維持した場合でも、3年程度バランスシートの規模が維持されるにとどまり、昨年度までの緩和ペースからは急激な引き締めとなる。更に月額5兆円以下とした場合には、2024年度からバランスシート規模縮小が開始される。足元の日本経済の状況は、春闘賃上げ率は高いものの、物価の上昇等もあって実質可処分所得の増加に結び付いておらず、消費は脆弱なままである。このような状況で国債残高の縮小を急げば、ようやくつかんだデフレからの完全脱却の機会を逃しかねない。かつ、日本経済にとって金融引き締めは、2006年以来ほぼ20年ぶりの出来事である。引き締めによる経済・物価への影響が不透明な中、7月に一気に先1～2年の減額ペースを示すことは、本来機動的に運営できる金融政策のメリットを自ら放棄することになるのではないかと懸念される。減額や市場の予見性を高めることにこだわらず、経済・物価状況を踏まえた慎重な国債買入れの実施、金融政策運営が強く望まれる。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト、伊藤 篤)

図表1: 日銀が保有する長期国債の年限別残高



図表2: 日銀の国債買入れ額ごとの長期国債残高見通し (2024～2033年度は筆者見通し)



(注) 図表2の角括弧・斜体は、国債残高の年平均変化額。実績期間は2012年度末から2023年度末の平均値、見通し期間は2023年度末から2033年度末の平均値。

(出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」より筆者作成。

先週(6月17日(月)~6月21日(金))の振り返り：機械受注統計(4月)、貿易収支(5月)、全国消費者物価指数(5月)

先週の動向を振り返っておこう。機械受注統計(4月)、貿易収支(5月)、全国消費者物価指数(5月)については[Daily Macro Economic Insights](#)でまとめている。

概要を述べると、4月の機械受注では、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-3.6%と3か月ぶりに減少した。民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、4月に前月比-2.9%(3月:同+2.9%)となった。業種別にみると、製造業が同-11.3%の4,194億円、非製造業(船舶・電力を除く)が同+5.9%の4,753億円となった。内閣府は、「持ち直しの動きがみられる」との基調判断を維持した。「外需」は、4月に+21.6%(3月:同-9.4%)と2か月ぶりに増加した。電子・通信機械、産業機械等で増加したものの、航空機、鉄道車両等で減少した。

5月の貿易統計では、輸出金額(名目、原数値)は8兆2,766億円、前年比+13.5%と6か月連続で増加した。業種別では、輸送用機器が前年比+16.9%(寄与度+3.6%ポイント(以下、ppt))となった。輸出の増加は、輸送用機器だけでなく、電気機器・一般機械にも広がる構図が続いている。輸入金額(同)は9兆4,979億円となり、前年比+9.5%と2か月連続で増加した。寄与度がもっとも大きかったのは一般機械で、前年比+17.2%(寄与度+1.6ppt)となった。また、食料品、化学製品、原料別製品も増加した。貿易収支(原数値)は-1兆2,213億円となり、2か月連続のマイナスとなった。

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024年5月)は総合で前年比+2.8%、生鮮除く総合で同+2.5%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.1%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)で同+1.7%と2%を下回る結果となった。4月と比べ総合指数と生鮮除く総合指数の伸びは高まったが、生鮮・エネルギーを除く総合、食料・エネルギー除く総合の伸びは弱まっている。これは5月からの再エネ賦課金引き上げによる電気代上昇と天然ガス価格上昇に伴うガス料金値上げの影響によるものである。5月の結果は、欧米型コア指数が前年比+1.7%と明確に2%を下回った。2024年1月以降、欧米型コア指数の伸びは低下を続けており、どこで踏みとどまるのかは不明である。2%物価安定目標の持続的・安定的達成には黄色信号が灯っていると言える。

米国：小売売上高(5月)、住宅建築許可件数(5月)・住宅着工件数(5月)・中古住宅販売件数(5月)、NY連銀製造業景気指数(6月)、フィラデルフィア連銀景況指数(6月)

続いて米国についてみよう。5月の小売売上高は、前月比+0.1%となった。前月(4月)分は横ばいから-0.2%へ、前々月(3月)分も、若干の下方修正となった。前年比で見ると、ここ2か月では伸びが鈍化した(図表3)。GDP統計における消費と関係の深い自動車・ガソリン・建築資材・外食を除くコア売上高は前月比+0.4%となった。4月分は-0.3%から-0.5%へと下方修正された。原油価格が下落し、ガソリンスタンドは同-2.2%となった。建築資材・園芸用品、家具、飲食店は減少した。

次に5月の住宅着工件数は、前月比-5.5%、127.7万件となった(図表4)。ここ3か月は低迷が続いている。2020年6月の125.4万件以来、4年ぶりの低水準となった。先行きの先行指標とされる住宅許可件数についても、前月比-3.8%、138.6万件となった。3か月連続での減少となり、2020年6月の133.8万件以来の低水準となった。また、5月の中古住宅販売件数は、前月比-0.7%となり、411万戸となった。住宅の販売価格は、前年比+5.8%となり、41.93万ドルとなった。金利上昇や価格上昇を受けた住宅取得余力の減少が市場の下押し要因となっている可能性がある。

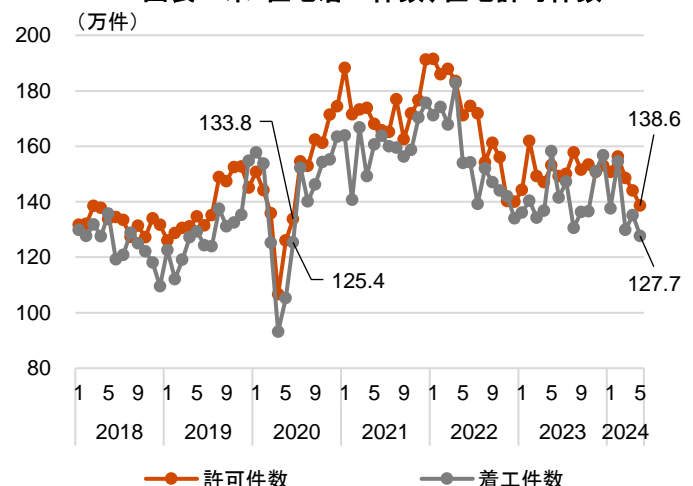
6月のNY連銀製造業景気指数は、-6.0となった。前月の-15.6から9.6の改善となった。過去3か月の低迷からやや回復した。新規受注、出荷、配達時間が改善した一方、労働時間、受取価格、支払価格が悪化した。6月のフィラデルフィア連銀指数は、1.3となった。前月の4.5から3.2ポイントの悪化となった。4月は15.5と一時的な回復がみられたものの、それ以降は低迷している。雇用関係が悪化した。受取価格、支払価格は上昇した。

図表3：米・小売売上高(前年比)



(出所) 米国勢調査局「小売売上高」より筆者作成。

図表4：米・住宅着工件数、住宅許可件数



(出所) FREDより筆者作成。

ユーロ圏：ユーロ圏ZEW(6月)、ユーロ圏製造業PMI(6月)、ユーロ圏非製造業PMI(6月)

続いてユーロ圏についてみよう。6月のユーロ圏ZEWは51.3となった。前月(5月)の47.0から改善した。昨年9月からの改善傾向が継続しており、景気の節目となる50を超えた。

6月の製造業PMIは、45.6となった。前月(5月)の47.3から減速した。非製造業PMIは、52.6となった。こちらも前月(5月)の53.2から減速した。6月6~9日に実施された欧州議会選挙で、フランスの極右政党とされる国民連合が議席を伸ばした。これを受けて仏・マクロン大統領が下院である国民議会議を解散し、総選挙を実施する意向を示した。フランスの政権枠組みの変化にともなう不透明感が懸念され、センチメントの悪化要因となったとみられる。

中国：鉱工業生産(5月)、小売売上高(5月)

最後に中国経済についてみよう。5月の鉱工業生産は、前年比+5.6%となった。前月(4月)の同+6.7%から減速した。一方、5月の小売売上高は+3.7%となった。前月(4月)の同+2.3%から加速した。これまで鉱工業生産が拡大するものの、国内消費に弱さがみられた。このため、国内であまった分が欧米向け輸出に向かっていた。これを受けて、EV製品や電池などの製品に対して、欧米で中国からの輸入品に対する関税の引き上げが決定された。こうした状況下で、中国の生産・消費動向が注目されている。5月の結果はやや国内消費の回復を示すものであったものの、その内容は脆弱であり、引き続き警戒が必要であろう。

今週(6月24日(月)~6月28日(金))のポイント

図表5に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では27日に商業動態統計(5月)、28日に完全失業率・有効求人倍率(5月)、鉱工業生産(5月)が公表される。それぞれDaily Macro Economic Insightsで取り上げる予定である。更に東京都消費者物価指数(6月上旬)、住宅着工件数(5月)が公表される。

米国では、6月の経済指標として、25日にコンファレンスボード消費者信頼感指数、リッチモンド連銀製造業指数、28日にシカゴPMI、ミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。5月の経済指標として、26日に新築住宅販売件数、27日に耐久財受注、中古住宅販売成約指数、28日にPCE所得・支出・デフレーターが公表される。米国経済は、雇用や住宅で弱めの動きがみられている。もっとも、物価上昇圧力は依然として残っており、経済・物価動向が注目される。

ユーロ圏は6月の消費者信頼感指数が公表される。中国では6月の製造業PMIが公表される。両国・地域の経済動向をしっかり確認しておきたい。

図表5: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
6/24 (月)			
6/25 (火)		<ul style="list-style-type: none">コンファレンスボード消費者信頼感指数(6月)リッチモンド連銀製造業指数(6月)	
6/26 (水)		<ul style="list-style-type: none">新築住宅販売件数(5月)	
6/27 (木)	<ul style="list-style-type: none">商業動態統計調査(5月)	<ul style="list-style-type: none">実質GDP(1-3月期、3次速報値)耐久財受注(5月)中古住宅販売成約指数(5月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏消費者信頼感指数(6月、確報)
6/28 (金)	<ul style="list-style-type: none">完全失業率・有効求人倍率(5月)東京都消費者物価指数(6月上旬)鉱工業生産(5月)住宅着工件数(5月)	<ul style="list-style-type: none">PCE所得・支出・デフレーター(5月)シカゴPMI(6月)ミシガン大学消費者信頼感指数(6月、確報)	<ul style="list-style-type: none">中国製造業PMI(6月)

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.