

リサーチ TODAY

2013年 4月 24日

# 金利上昇はリスクか、金融システムレポートから

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

本日は今月17日に日本銀行から発表された『金融システムレポート』に関するものである。これまで同レポートは毎年マスコミ等で「金利1%上昇で銀行損失〇〇兆円」との点が大きく取り上げられてきた。今年も下記の図表にあるように、金利上昇に伴う債券時価の変動が示されている。

■図表：日銀金融システムレポートによる金利上昇に伴う債券時価の変動の試算  
(兆円)

		金利上昇幅		
		1%pt	2%pt	3%pt
国際統一基準行	スティープ化	▲1.7	▲2.1	▲3.6
	パラレルシフト	▲3.2	▲6.2	▲8.0
国内基準行	スティープ化	▲1.9	▲2.8	▲4.2
	パラレルシフト	▲3.4	▲6.3	▲8.6

(資料) 日本銀行

ただし、今年の場合、金利上昇の影響は様々なリスクの一つとして描かれており、マスコミでの扱いも従来ほど国債の価格下落リスクにフォーカスする状況にない。金融システムレポートで示された銀行の資金利益の試算では、パラレルシフト、スティープ化のいずれの場合においても資金利益はベースライン比で改善することが示されている。ただし、満期の長い債券や貸出の多い地域銀行が多く含まれる国内基準行では、金利上昇後の運用利回りの上昇テンポが遅いため、資金利益の増加幅が国際統一基準行に比べて小さいとの結果になる。

同じく、金利上昇が銀行の自己資本比率、Tier I 比率へ及ぼす影響を見ると、スティープ化の場合にはTier I 比率への影響は軽微との試算結果が示される。一方、パラレルシフトの場合、期間収益や有価証券含み益を超える債券時価損失が発生するが、Tier I 比率は全体として規制水準を上回るとの試算結果となる。そのため、日銀は、スティープ化(+2%pt)による実体経済や銀行経営への影響は限定的としており、パラレルシフト(+2%pt)の場合、国際統一基準行では自己資本比率が相応に低下し、実体経済(名目GDP)はベースライン対比最大1.7%程度下振れとするが、金利上昇が景気の上振れとともに生じる場合、影響は限定的としている。

金融システムレポートの試算に示されるように、金利上昇でもスティープ化の影響は限定され、影響が及ぶのはパラレルシフトの場合であるとされる。日銀が、当面、政策金利を安定的に維持することが展望される状況下、想定される多くのリスクは長期金利の上昇に伴うスティープ化が中心になるだけに、金利上昇の直後には債券時価損失が生じるが、その影響は限定的になる。

以上に示された試算結果を振り返れば、銀行にとって経営上のリスクは金利上昇リスクよりも、むしろ、金

利低下で長短金利差が縮小し、しかもそのような環境下で貸出も伸びず信用コストの上昇が生じるようなケースである。金利上昇のリスクはあくまでも「悪い金利上昇」とされるような、たとえば財政リスク等の拡大に伴う国債の信認低下による金利上昇が中心と考えられる。

以上を勘案すれば、日銀として今回「異次元の金融緩和」と長期金利の低下を促す金融緩和を行なったのは、あくまでも一時的に長期金利の「底値感」を醸成させ、企業に資金調達の意欲を促すこと、投資家には多様なリスクテイクを促すためである。同時に「レジーム転換」を印象付けて為替市場の円安期待を誘導させることにある。それはあくまでも一時的に長期金利の一段の低下を促すものであるが、その緩和効果が生じれば生じるほど金利上昇圧力が強まるだけに、持続的な金利低下を意図したものとも言いにくい。むしろ日銀の長期国債の購入拡大の本当の意図は、いずれ生じうる金利上昇圧力を抑制することにあるのではないか。もちろん足元に生じたような長期金利の急上昇で市場が混乱することは、断固として回避するとの強い姿勢があると考えられる。

一方、先の金融システムレポートでは今後の長期金利の展望として注目すべき論点が示されている。それは、非伝統的な金融政策の巻き戻しを巡る思惑を契機に海外長期金利が上昇する場合には、日本の長期金利も上昇する可能性があるとの記述である。金融システムレポートの試算では、日本の長期金利の趨勢的な低下については、グローバルに共通な要因が大きく影響している可能性が指摘されている。すなわち、金融規制の強化や有担保調達ニーズの強まりなどを背景とする安全資産の買入れなどが、国債需給のタイト化を通じて、長期金利の水準を押し下げている可能性である。従って、海外環境の転換に大きく左右されることが示唆されている。

ここで、海外環境の変動として想定されるのは、米国のQE3の姿勢の転換が今年終盤から来年にかけて展望されることにある<sup>2</sup>。仮に、米国の政策転換が生じる場合には、日本の長期金利にも大きな上昇圧力がかかる可能性が高いだけに、そうした金利変動にいかに対処するかが金融機関に問われることになる。

今回の日銀の金融システムレポートからのインプリケーションは、世の中で騒がれる金利上昇リスクは一時的な保有債券の含み損リスクとして生じうるものの、金利上昇は金融機関経営にとってはプラスに働き、むしろ金利低下のほうがリスクに近いということである。ただし、財政不安等による経済実体を伴わない「悪い金利上昇」は回避すべきということである。日銀の金融緩和の意図は、一段の金利低下を促すよりは、今後生じうる急な金利上昇の圧力を抑制することではないか。

今次の日銀の金融システムレポートでは記述はないが、今回の一段の国債購入に伴う金利上昇抑制の本当の意義は財政の安定にあるといえる。すなわち、急な金利上昇での変動は財政の持続性への不安と、国債の安定調達への不安リスクを醸成させる。そこでは金融政策が一体として支援することが不可欠になる。ただし同時にそこでは政府による財政規律、経済の回復に伴う財政再建への道筋を示すことが必要になる。それも先に示された「悪い金利上昇」を回避する手段となる。

1 「金融システムレポート」(日本銀行 2013年4月号 2013年4月17日)

2 「QE3 政策転換は早く9月FOMCと考える訳」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2013年4月22日)