

当面の国債市場に関する課題と期待
～長期国債先物上場40周年に寄せて（下）～

野村資本市場研究所 斎藤通雄¹

1. はじめに

前号「1985年からの日本国債市場」では、国債先物取引市場が創設された1985年以降の我が国国債市場の発展を概観した。この40年のうち30年間は、「失われた30年」とも呼ばれる期間と重なっており、物価と賃金が上がらない中、金融緩和・超低金利政策が継続され、金利低下と国債売買高の減少が進む一方、国債市場における海外投資家のシェアが高まった期間でもあった。

しかし近年、トレンドに変化が生じている。2022年には、世界的な物価上昇を受け、欧米の中央銀行が利上げを進め、我が国の長期金利にも上昇圧力がかかるようになった。このような中、日銀は2024年3月に量的質的金融緩和（QQE）に終止符を打ち、同年7月には長期国債の買入減額計画も決定・公表された。金融政策の転換に伴い、イールドカーブ全体で金利が上昇基調に転ずるとともに、国債売買高も回復しつつある。

本稿では、金融環境が変化する中、日銀に替わる国債の買い手や、金利がある世界＝金利が動く世界における国債先物市場への期待などについて、筆者の所見を披露したい。

2. 金融政策の転換と国債市場の課題

（1）日銀による国債買入の減額と民間消化の増加

日銀は、長期国債の買入れについて、2024年7月に2025年度までの買入減額計画を決定・公表し、更に2025年6月には2026年度末までの減額計画を決定・公表した。

減額計画によれば、毎月の買入額を、2024年度・2025年度においては四半期毎に4000億円程度ずつ、また、2026年度においては四半期毎に2000億円程度ずつ減額していくこととされている。

この計画どおり進めば、減額開始前（2024年7月）に月5.7兆円程度だった長期国債買入額は、2027年1～3月期には毎月2.1兆円程度にまで減少することとなる。

国債発行額を所与とすれば、日銀が買わなくなった分は、国内外は別として、民間投資家が購入する必要がある。また、日銀・民間それぞれ、保有している国債の中に順次満期を迎える償還される分もあるので、買入額から償還到来額を差し引くことにより、保有額の増減が計算できる。

2026年度の国債発行額は未定であるため2025年度と同額と仮定し、日銀の買入減額計画と日銀・民間それぞれが保有する国債の償還到来見込額に基づいて、2026年度までの日銀及び民間の国債買入額及び保有増減の推移を筆者が推計したものが、図表1である。

¹ 1987年東京大学法学部卒、大蔵省（現財務省）入省。国債発行担当の課長補佐・課長を計6年務めた後、金融庁、官民ファンド等を経て、2022年財務省理財局長。2023年7月に退官し、同年11月から野村資本市場研究所研究理事。文中意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、過去及び現在の所属組織とは無関係である。

(図表1) 国債消化額推計(日銀・民間別、2023~2026年度) (単位:兆円)

年度	利付国債 発行総額	日銀			民間		
		買入額	償還到来額	保有額増減	要買入額 (発行総 額一日銀買 入額)	償還到来額	保有額増減
2023	140.5	87.1	76.3	10.9	53.4	36.1	17.3
2024	132.5	60.5	69.6	▲9.0	72.0	39.8	32.2
2025	128.9	42.0	80.9	▲38.9	86.9	35.4	51.5
2026	128.9	28.8	74.7	▲45.9	100.1	39.6	60.5

(注) 四捨五入の影響で合計が合致しない場合がある。利付国債発行総額は、カレンダーベース市中発行額から短期国債分を控除して算出。日銀買入額は、2023年度及び2024年度は、日銀銘柄別保有額から額面ベースでの買入額を逆算しており、2025年度及び2026年度は減額計画による。償還到来額は、日銀銘柄別保有額及び振決国債銘柄別残高に基づき、非日銀保有分を民間保有分と仮定して算出。

図表1の数字を見ると、日銀による買入減額の影響は、2024年度はそれほど大きくなかったが、2025年度・2026年度にはかなりの規模となることがわかる。日銀は、残存期間が短い国債も買入れの対象としているため、図表1の2025年度・2026年度における日銀保有国債の償還到来額は今後更に増加することが見込まれる。日銀の保有額の減少と民間による要吸收額の増加は、その分更に大きくなることとなる。

償還到来分を控除した民間の保有残高ベースでの要増加額は、2025年度は50兆円超、2026年度には60兆円超に達し、民間セクターとして見た国債供給額の増加としては、歴史的水準となる。証券会社で長く国債市場の分析に携わった経験を持つ高田日銀審議委員は、「2025年7月に開催された三重県金融経済懇談会の際、「昨年から始まった買入れの減額に伴い、市中への国債供給は増加し、2025年度末で2000年代以降における国債市中残高の前年差のピークに匹敵する状況となる」と述べた²。

(2) 日銀に替わる国債の買い手

日銀による国債買入減額に伴い、民間全体として保有を増加させる場合に、国債購入を期待される投資家は誰であろうか。

日銀に替わる国債の買い手としてまず考えられるのは、QQE下で保有を大きく減らした銀行セクターである。

図表2は、日銀の資金循環統計により、QQEの11年間と直近(2025年6月末)について、国債の保有者別内訳の変化を見たものである。資金循環統計では時価評価が行われているため、最近の金利上昇による時価の変動分を調整した計数も示している。

² 日銀ホームページ 【挨拶】高田審議委員「わが国の経済・物価情勢と金融政策」(三重) https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2025/ko250703a.htm

(図表2) QQE期間と足下における国債保有の変化

(単位:兆円)

	預金取扱金融機関	保険	年金	投資信託・証券会社	家計	海外	日銀	国債残高
2013年3月	318	192	105	14	23	36	94	813
2024年3月	104	197	93	23	14	62	576	1082
(増減)	△214	+5	△11	+9	△9	+26	+482	+269
直近(2025.6)	116	175	96	27	17	69	538	1056
時価調整後	123	197	102	28	17	73	559	1120
(2024年3月からの増減)	+19	+0	+9	+5	+3	+12	△17	+38

(注) 日本銀行資金循環統計により筆者作成。計数は短期国債を除いたベース。単位未満四捨五入。上記以外の投資家(「その他」)は省略している。

QQEの期間を総じて見れば、銀行セクター(預金取扱金融機関)の保有減少分と国債残高の増加分を日銀が吸収していた形であり、銀行セクターの保有減少額は200兆円を超える。

足下では、運用対象として考慮し得る水準に利回りが戻りつつあることから、銀行は国債保有を増加させている。しかし、QQE下での200兆円超の減少分が元に戻るかといえば、それは難しいのではないかと筆者は考えている。理由は大きく二つある。

一つは、銀行が抱える金利リスクに対する規制強化や、それに対応する各行でのリスク管理強化である。従前のように金利リスクをとることは難しくなっている。

二つ目の理由は、QQE期間における銀行セクターの国債保有減少の約半分がゆうちょ銀行による、という点である(ゆうちょ銀行決算資料によれば、国債保有額は2013年3月末138兆円→2024年3月末44兆円)。ゆうちょ銀行の運用資産は、かつては国債が大宗を占めていたが、リスク分散と高リターン追求の観点から、ポートフォリオの多様化が進められてきた。利回りが回復したからといって、総資産に占める国債の比率が元に戻るとは考えにくい。

銀行セクター全体で見た場合に、国債保有額は、QQE下で減少した200兆円のおよそ半分程度しか回復しないのではないかと筆者は考えている。

民間で、国債保有を大きく(百兆円規模で)増加させる資金力があるセクターとしてもう一つ考えられるのは、海外投資家である。

前号「1985年からの日本国債市場」では、国債市場の売買高で見た場合に、現物でも先物でも海外投資家のシェアが高まっていることを確認した。

しかし、保有という観点から海外投資家の動向を見ると、短期国債(国庫短期証券)の保有は大きく増えているものの、利付国債の保有はそれほど増加していない。もともと負債サイドに顧客との円建ての契約がある国内機関投資家と異なり、海外投資家の場合、円ベースでの金利リスクを積極的にとる必然性に乏しいことから、海外投資家が日銀に替わって多額の長期国債の安定的保有者となることは期待しにくいのではないだろうか。

筆者は、日銀が保有を減少させる分の買い手としては、家計部門による保有の増加を図る以外に選択肢は無いのではないかと考えている。

現在、日本の家計部門は、約2200兆円の金融資産を有しているが、国債が占める比率はわずか0.7%に過ぎず、債券全体で見ても1.4%に留まる。しかし、主要先進国の状況を見ると、家計金融資産に占める債券の割合は、アメリカでは5%近くであり、イタリアでは8%を超える。家計部門の金融資産規模を考えると、仮に5%変化すれば100兆円である。家計の側から見ても、金融資産全体のポートフォリオの構成として、預貯金か、新NISAの活用で投資が増えている外国株か、では両極端であり、リスク・リターンがその間にある資産を増やすことは合理的と思われる。金融資産を多く保有する高齢者にとっても、低リスクの債券は比較的抵抗が少ないと思われ、元本割れの心配の無い個人向け国債や、債券ファンドは十分に購入が期待できるのではないか。

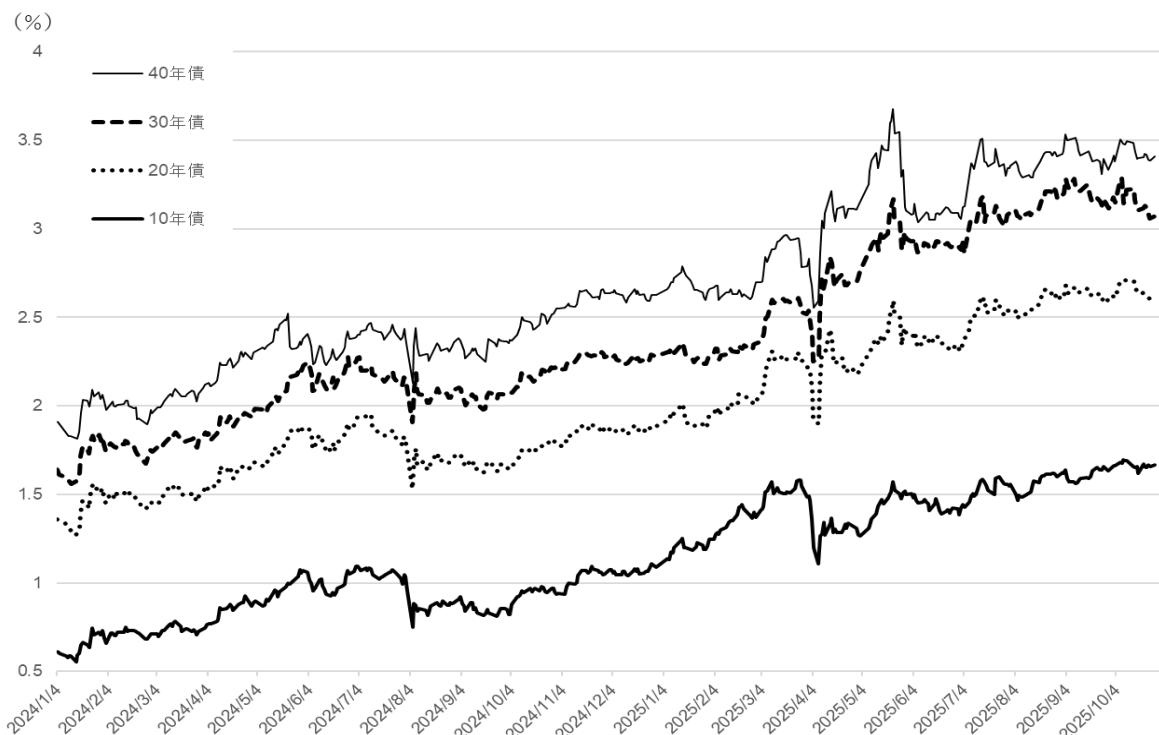
国債の安定消化のため、また、バランスのとれた家計のポートフォリオ構築のため、使い勝手が良く、預金をある程度上回る水準の利回りが提供される新商品を開発し、家計部門の需要を喚起するような取組みが、政府・民間双方に求められる。

(3) 長期金利・超長期金利の動向

民間の中で誰が最終的な買い手になるにせよ、日銀による国債買入の減額は、需給バランスの変化から金利に上昇圧力を生じると考えるのが自然であろう。

図表3は、2024年初からの長期金利及び超長期金利の推移を示したものである。

(図表3) 国債利回りの推移（10年債、超長期債）



(注) QUICK のデータより筆者作成

2024年8月の米国雇用統計に端を発した景気悪化懸念と、2025年4月の米国の関税政策発表による景気悪化懸念という、2回の大きな金利下落局面を伴いつつも、金利がトレンドとして上昇傾向にあることがわかる。金利上昇は、生命保険会社の新規制対応に伴う超過需要がなくなった超長期ゾーンにおいて特に顕著であるが、10年債の利回りを見てても、現在（本稿執筆の10月下旬）の水準は1.6%台半ばと、日銀がコールレートの誘導目標を今と同じ0.5%としていた2007～08年の水準（平均1.59%）をやや上回るところまでできている。

ただ、インフレ率が2007～08年当時より高いことを考えれば、名目長期金利も当時より高くなってしまっておかしくない。日銀による国債買入額が、2007～08年当時は月1.2兆円であったのが、現在は、減額の途中とはいえたなお3.3兆円あることが、金利上昇を抑制する要因となっていると思われる。日銀が更なる利上げを実施すれば、イールドカーブ全体が上方にシフトする可能性が高いが、買入れの減額が更に進むことによっても、10年ゾーンを含めた長めの金利がもう一段上昇する可能性は高いと考えられる。

巨額の政府債務を抱える我が国において、金利上昇は利払費の増加を通じて財政の圧迫要因となることから、財政規律確保の重要性も更に高まることになる。

3. 国債先物市場の当面の課題と今後の期待

（1）金利が動く時代における先物市場への期待と現状

日本経済は、長期にわたって続いた、物価も賃金も上昇率がゼロ近傍という状況をようやく脱し、これに応じて金融政策も調整が進められている。

植田日銀総裁は、国債買入れの減額の趣旨について、「金融市場において長期金利がより自由なかたちで形成されていくようにするために」と述べている³。

金利がある世界は金利が動く世界である。

多様な市場参加者が各々の相場観を持って活発に取引を行う債券市場では、現物のヘッジのみならず、現物と先物の裁定や価格変動を予想した投資（投機）など、様々な目的で先物取引が活発に利用されることが期待されるし、そのためには先物市場における高い流動性と厚みが確保されていることが重要である。

図表4は国債先物取引の売買高（月次で見ると限月交替に伴うブレが大きいので四半期ごとの合計額）を示したものである⁴。

また、図表5は、図表4では変動を確認しにくい、売買高の少ない中期先物及び超長期先物だけを取り出し、スケールを変更して見たものである⁵。

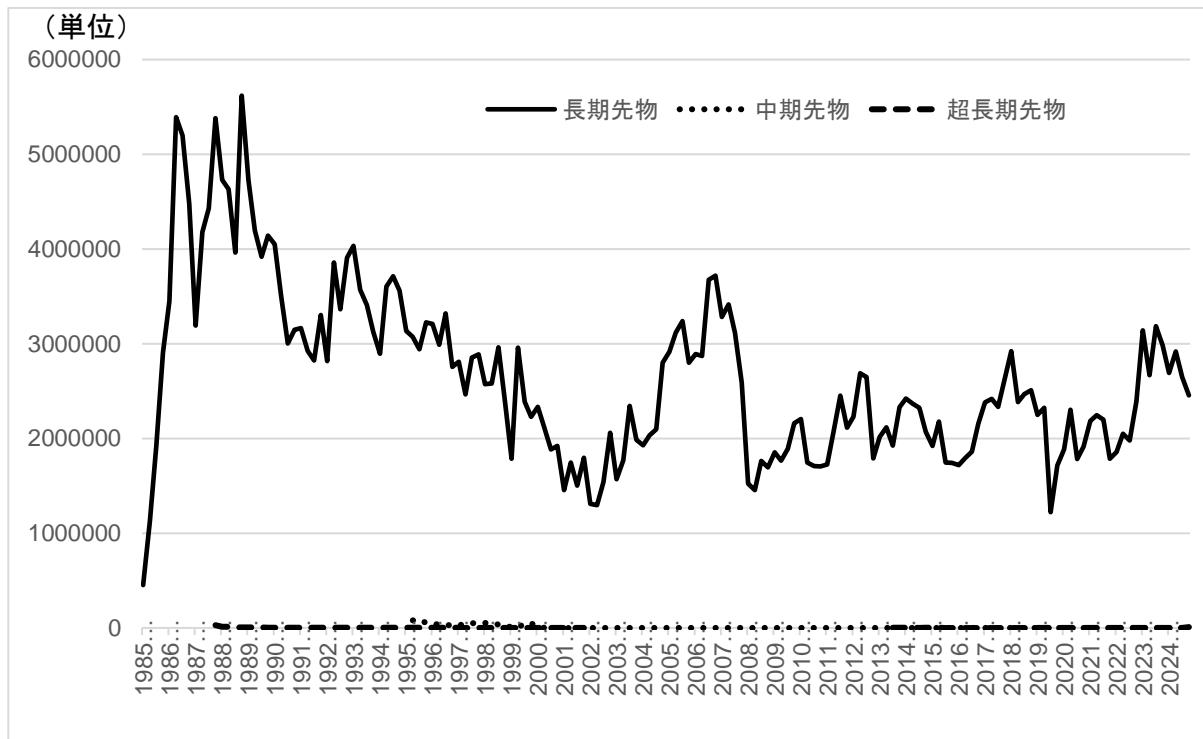
相応の売買高と流動性を確保できている長期先物市場と比べ、中期及び超長期の国債先物市場の活性化が求められていることがわかる。

³ 2025年6月17日の定例記者会見における植田日銀総裁発言。日銀ホームページ
https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2025/kk250618a.pdf

⁴ ミニ長期国債先物及び2022年4月以降の超長期国債先物については、取引単位に合わせて10分の1換算している。

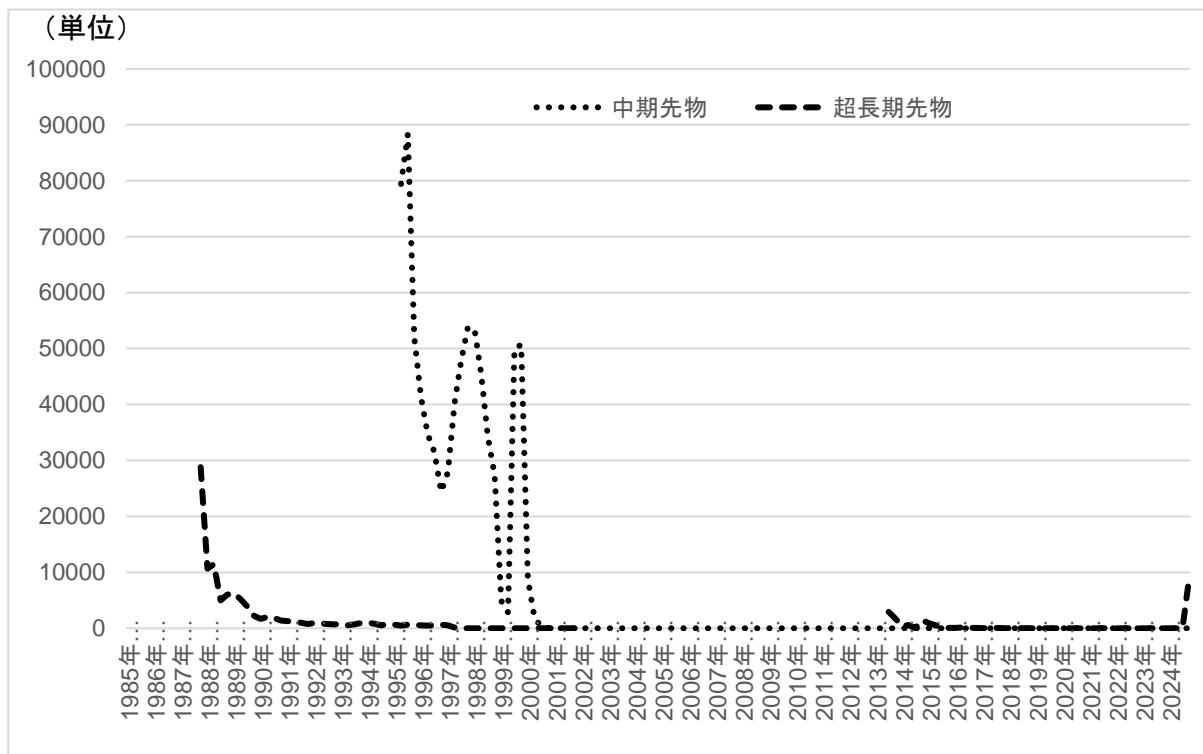
⁵ 脚注4と同様、2022年4月以降の超長期国債先物については、取引単位に合わせて10分の1換算している。

(図表4) 年限別に見た国債先物売買高（全年限）



(注) 日本取引所グループ（東証及び大阪取引所）データより筆者作成。

(図表5) 年限別に見た国債先物売買高（中期及び超長期）



(注) 日本取引所グループ（東証及び大阪取引所）データより筆者作成。

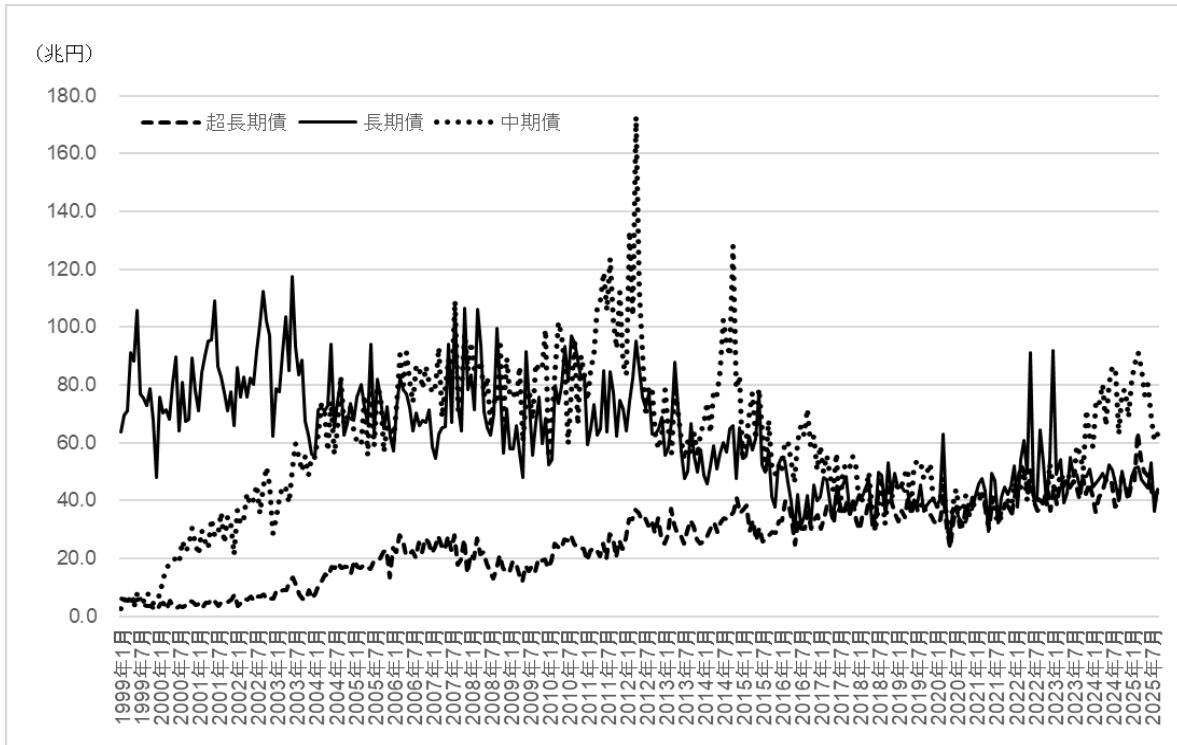
(2) 現物債市場の状況の先物市場への影響

① ゾーン別売買高

中期及び超長期の先物活性化を考えるに当たり、一度、現物債市場の状況に目を轉じてみよう。

図表6は、現物債市場での売買高を中期、長期、超長期の別に見たものである⁶。

(図表6) 年限別にみた国債(現物)売買高



(注) 日本証券業協会データより筆者作成。現先取引を除いた月次データを用いている。

古くから国債発行の中心となってきた長期国債の市場と異なり、中期債の市場規模が拡大したのは2000年代前半、超長期債の場合は2010年代半ばであった。

今夏以降、超長期国債先物市場で取引が成立するようになっていることの背景の一つには、超長期債の市場規模が拡大したことに加え、日銀によるQQEと国債大量購入の終了により、市場の動きが活発化したことが考えられる。

しかし、中期債の市場は超長期債よりも早く発達し、ときには長期債をも上回る売買規模となっているにもかかわらず、中期先物では取引が成立しない状況が続いている。

② 年限間スプレッド

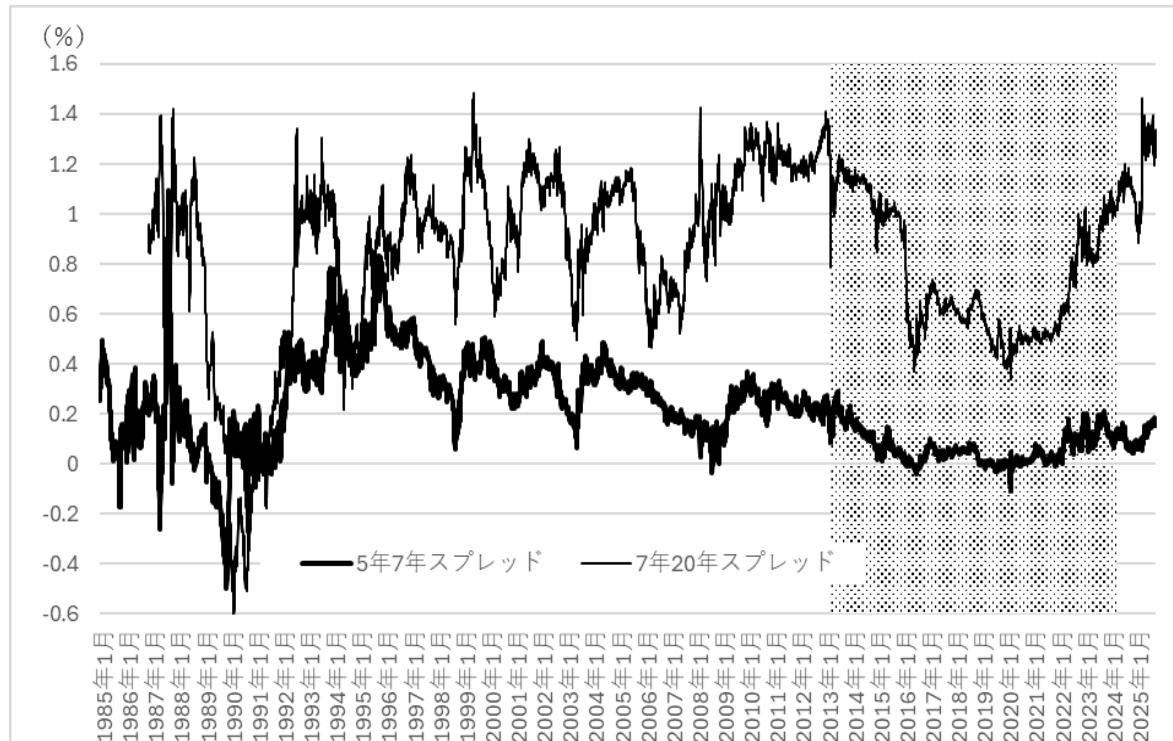
現物債では中期債の取引が活発であるにもかかわらず、中期国債先物市場で取引が成立しない原因について、筆者は、日本の長期国債先物市場が実質的には7年債の先物となっていることが大きいと考えている⁷。

⁶ 日本証券業協会の統計は、残存期間ではなく発行時の年限区分に基づいている（例えば、残存5年になった10年国債も長期債に区分されている）ことに留意が必要である。

⁷ 本稿では詳しい説明は省略するが、長期国債先物取引の標準物のクーポンが6%と市場実勢に比べ高いことから、現物で受渡決済する際に計算上最も割安（いわゆるチーペスト）

図表7は、5年、7年及び20年の年限間のスプレッド（金利差）を見たものである（網掛け部分はQQE実施期間を示している）。

(図表7) 5年・7年・20年スプレッド



(注) 財務省データより筆者作成。

7年20年のスプレッドを見ると、QQE下でイールドカーブがフラットになっていた状態から、近時ステイプニングが進み、金融政策の変更とともに歴史的に見ても金利差が大きい状況になっている。超長期先物取引が利用されるようになった一因でもあると考えられる。

一方、5年7年のスプレッドは、中期現物債市場が成熟した2000年代以降で見れば、金利差も小さく比較的安定して推移していることがわかる。市場参加者から見れば、7年先物が存在する中であえて5年先物を利用する必然性には乏しい。

(3) 中期先物市場活性化方策と長期先物市場のあり方

上述のような見方が正しいとすれば、中期の先物取引を活性化させるためには、中期先物取引の商品性というよりも長期先物取引の商品性を見直す必要があると考えられる。

すなわち、長期先物の受渡適格銘柄の最短年限を延ばし、より10年に近づけるのである。中期先物（5年）の受渡適格は残存4年以上、超長期先物（20年）の受渡適格は残存19年3か月以上とされており、長期先物（10年）だけが発行後3年近くを経過した銘柄で受け渡す必要性は認められない。長期国債先物の受渡適格銘柄の年限を変更することに

となるのはデュレーションが短い銘柄となる。一般には、受渡適格の中で最短の残存7年の銘柄がチーペストになることから、長期国債先物取引は現物債の残存7年とリンクしているとされる。

より、5年債、10年債及び20年債の現物市場において流動性の高いカレント銘柄に近いところで先物市場を形成し、現物・先物両者の連動性を高め、市場の活性化を図ることが考えられるのではないか。

このような制度変更を実施すればチーペストとなる銘柄も変わることになるが、制度変更前に十分な予告期間を確保し、どの銘柄がチーペストになるか市場参加者が共通の予想を抱ける状態を確保しながら新制度に移行すれば、混乱も少ないと考えられる⁸。

ただ、現在の日本の国債市場を考えた場合に、実質7年の長期先物が存在し、それが5年から10年のゾーンをいわば一体化する形で、より流動性の高い長期先物市場を形成している可能性もある。換言すれば、今の7年先物を5年先物と10年先物に分断した場合に、かえって流動性が低下するおそれもある。もしそのような事態が懸念されるのであれば、あえて7年先物のままとしておく選択肢も十分に考えられるが、その場合には、中期先物は今後とも利用される見込みが極めて低いと考えられることから、かつて超長期先物が一時期（2002年9月～2014年4月）そうであったように、取引を休止することを考えても良いのではないだろうか。

5年・10年それぞれの年限において現物と先物の連動を高める形で流動性ある市場を作るのか、それとも、5年から10年までを7年先物でブリッジする形で流動性ある市場を作るのか、どちらを選択するかは市場参加者の判断であり、今後の議論を期待したい。

（4）先物市場の流動性に関するもう一つの懸念

売買高という観点で見れば、長期先物には中期や超長期のような課題はないものの、長年取引に携わっている者からは、先物の板が薄くなっている、大口の取引がしにくくなっているとの声も聞く。

筆者は、先物市場において板の薄さを招いている要因の一つとして、国債先物取引における相場操縦事案の摘発が影響しているのではないかと考えている。

金融商品取引法（以下、金商法）では、取引を誘引する目的をもつて「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品（…一部略…）の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をすること」が禁じられている（金商法第159条第2項）。

国債先物市場において債券ディーラーが行うマーケットメイクは、取引の板を厚くすることにより他の市場参加者の取引参加を促すものであり、金商法の文言を形式的に当てはめれば、売買が活発であるように見せて取引を誘引するものとして金商法違反になりかねない。

国債先物取引に関して相場操縦が認定された事案について、監督当局による公表文を見ると、注文の占有率や取消率が高かったという形式的事実が相場操縦（「見せ玉」との認定）の根拠とされているようにも読める。しかし、そのような着眼点での摘発は、板が薄い状況で板に厚みを持たせるような注文を入れる行為を躊躇させ（板が薄ければ注文を入

⁸ チーペストになると期待して保有していた銘柄がチーペストにならなかったり、想定外の銘柄がチーペストになったりすることは、できるだけ回避する必要がある。なお、標準物のクーポン見直しについては、筆者の国債課課長補佐時代にも議論がなされたが、価格の連續性が失われるとして反対が大きかったこともあり、本稿では言及を差し控える。

れたときの占有率が高くなり、取引が成立しないまま市場実勢が変動すれば結果的に取消率も高くなる）、先物市場の板が薄い（＝流動性が低い）ときに、それを改善しようとする行為を妨げる恐れがある。

筆者が若い頃には、価格が下がったら買っても良い、或いは価格が上がったら売っても良いというような札をとりあえず差しておく、という先物の発注の仕方をしばしば耳にしたし、そのような札の存在が先物の板を厚くし、大口の注文が入った際に価格が大きく変動することを防ぐ効果をもたらしていた。しかし最近では、国債先物市場で取引を行っているディーラーの間で、取り消す可能性がある注文を入れ辛くなっていると聞く。

金利が動く世界に戻り、国債発行額・民間での要消化額も増加する状況においては、国債先物市場の板に相応の厚みがあり、大口の注文でも値が飛ばないような流動性が確保されていることが不可欠である。

注文の占有率や取消率以外にどのような要素があると相場操縦と認定されるのか、また、板が薄い状況において取り消す可能性がある注文を安心して入れられるような仕組み作りができないか、市場参加者と関係当局の間で十分な意見交換と認識の共有が行われ、適切なマーケットメイクが促されるような環境整備がなされることを期待したい。

上場から40年の長きにわたり、取引制度のみならず決済制度やシステムのアップデートを随時図りながら、国債市場全体の流動性を支えるインフラとして国債先物取引市場の整備に努めてこられたJPX関係者のこれまでのご尽力に感謝するとともに、更に使い勝手がよく流動性の高い市場として市場参加者とともに国債先物が一層発展することを心から祈念して、40周年記念のレポートを締め括らせていただく。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社日本取引所グループおよびグループ各社（株式会社東京証券取引所、株式会社大阪取引所、株式会社東京商品取引所、株式会社JPX総研、日本取引所自主規制法人および日本証券クリアリング機構）の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。

筆者、株式会社日本取引所グループおよび上記グループ各社は、本資料に基づく投資あるいは類似の行為により発生した如何なる損失や損害に対して、一切の責任を負うものではありません。