

## 1985 年からの日本国債市場 ～長期国債先物上場 40 周年に寄せて（上）～

野村資本市場研究所 齋藤通雄<sup>1</sup>

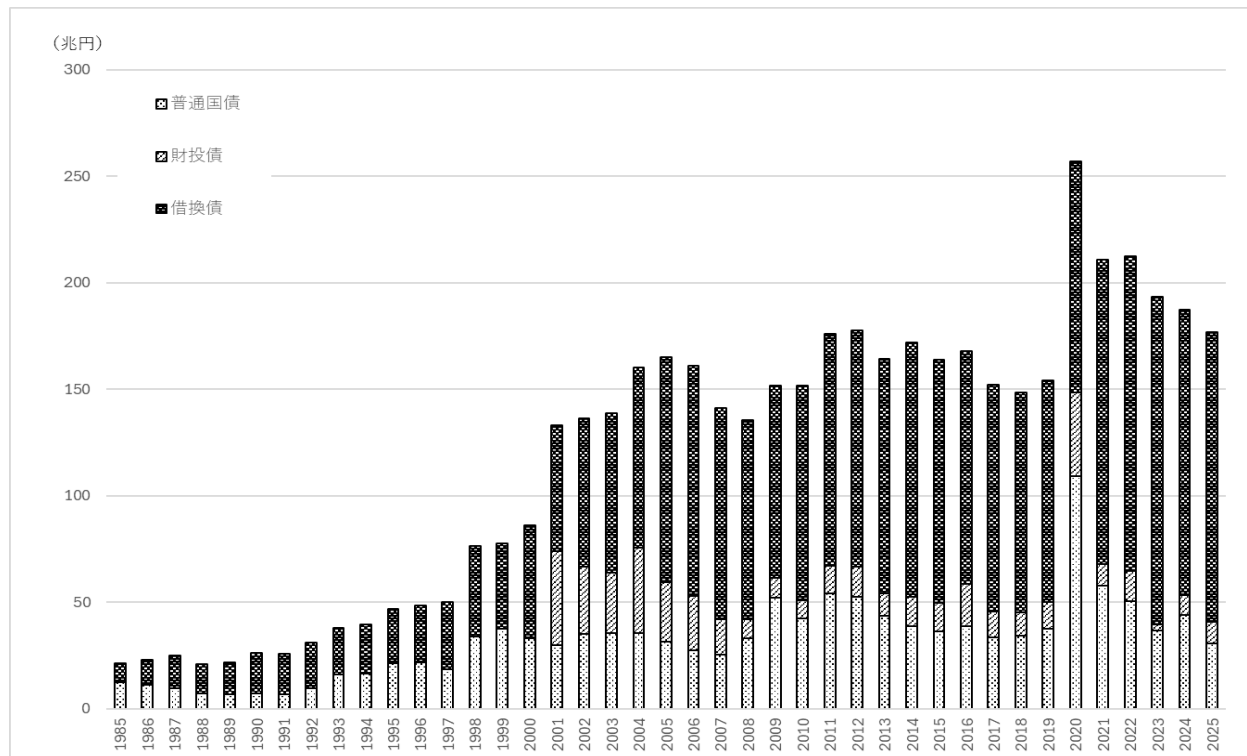
### 1. はじめに

1985 年 10 月 19 日に東京証券取引所で国債先物取引市場が生まれてから、今年で 40 周年となる。国債先物市場は、2014 年 3 月には日本取引所グループにおけるデリバティブ市場の整理統合の中で大阪取引所に移管されたが、創設以来 40 年にわたり、国債市場の発展に寄与してきた。本稿では、この 40 年間の国債市場の発展を振り返り、エポック・メイキングな出来事と大きな潮流を整理・確認することとしたい。

### 2. 国債発行における変化

#### （1）国債発行額及び残高の増加

（図表 1 国債発行額の推移）



（注）財務省データより筆者作成。2023 年度まで実績、2024 年度は補正後、2025 年度は当初予算ベース

図表 1 は、1985 年度からの国債発行額の推移を示したグラフである。

40 年前の 1985 年度における国債発行額は、一般会計の財源不足分を賄ういわゆる「新規財源債」（以下、「新規債」）12.3 兆円、借換債 9.0 兆円の総額 21.3 兆円であった。当時は財政投融资改革の前であり、財投債は未だ発行されていなかった。

<sup>1</sup> 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。

1980 年代後半には、バブル景気もあって新規債発行額は減少したが、バブル崩壊後は税収の減少とともに新規債発行額が増加した。その後は、財政健全化（国債発行額圧縮）に取り組まれる時期もあったが、1990 年代終わりの我が国金融危機と景気悪化への対応、2000 年代終わりのリーマン・ショックと世界金融危機への対応、2020 年代初めの新型コロナウイルス感染症拡大による経済停滞への対応と、ほぼ 10 年周期で歳出の大幅な拡大が行われ、新規債発行額は、増減の波を繰り返しながらも大きな傾向としては増加してきた。

一方、借換債の発行額は、国債残高の増加に伴い、この 40 年間ほぼ一貫して増加傾向にある。

今年度 2025 年度の国債発行額は、当初予算ベースで、新規債だけで 28.6 兆円であり、財投債等<sup>2</sup>が 12.0 兆円、借換債は 136.2 兆円に上り、総額 176.9 兆円に達する。国債発行額は、40 年間で 8 倍以上に増加した。

また、国債の残高も、1985 年度末の 134.4 兆円（普通国債<sup>3</sup>）から増加を続け、2025 年度末には 1,219.4 兆円（普通国債＋財投債）と 9 倍に増加する見込みである。

## （２）国債安定消化の工夫と国債管理政策の発展

このように国債発行額が大幅に増加する中、その確実かつ円滑な発行・消化を図るため、国債発行当局は様々な方策を講じてきた<sup>4</sup>。

方策は、大きく 3 つの類型に整理できる。①商品性の多様化、②発行に当たっての市場メカニズムの拡充、③流動性の向上、である。

### ① 商品性の多様化

発行額が増加する国債をより多くの投資家に購入してもらうには、様々な投資家のニーズに合わせて多様な商品を発行し、品揃えを拡充する必要がある。

我が国の戦後の国債発行は、単一の年限（当初は 7 年債、1972 年からは 10 年債）だけであった。しかし、1975 年度の特例公債（いわゆる赤字国債）発行以降、発行額が増加すると、新たな年限の国債が発行されるようになり、1970 年代後半には 2 年～5 年の中期債の発行が始まり、1980 年代になると 15 年や 20 年といった超長期債や 1 年未満の短期債の発行も開始された。

中期ゾーンが 2 年及び 5 年の利付債を軸として整理されるとともに、1 年債、30 年債の発行が始まったのは、2000 年前後の国債増発期であり、その後、2004 年に物価連動債、2007 年には 40 年債が導入され、今日に至るラインナップが揃うことになった。

この 40 年の間に、投資家サイドにおいては ALM の考え方が浸透し、負債サイドの年限に合わせた国債購入が主流となってきたが、多様な年限の国債発行により、業態によって異なる投資家需要への対応が図られた。

<sup>2</sup> 財投債のほか、子ども特例債、GX 経済移行債、復興債を合わせた金額。

<sup>3</sup> 一般会計の新規債に加え、復興債、GX 経済移行債、子ども特例債等の租税財源で償還を予定している国債と、それらの借換債の総称。

<sup>4</sup> 戦後国債管理政策の発展については、詳しくは、筆者論文「日本国債を巡る制度の変遷とそのインプリケーション」（野村資本市場クォーターリー2025 年冬号）を参照されたい。

## ② 市場メカニズムの拡充

戦後の国債発行は、シンジケート団による引受け（いわゆるシ団引受け）によって始まった。

当初のシ団引受けは、業態別・個別金融機関別に決められたシェアに基づいて行われていたが、1980 年代には、引受額の決定に入札メカニズムが導入された。

また、商品性の多様化と並行して、1970 年代後半以降、新たに導入される年限の国債については、シ団による引受けではなく公募入札によって買い手を決める方式が主流となっていった。

シ団引受けについても、入札割合の拡大（固定シェア部分の縮小）が 1989 年度以降段階的に進められ、2005 年度末をもってシ団引受けそのものが終了し、2006 年度からはすべての国債が公募入札方式による発行となった。

金融機関に「引き受けてもらう」ところからスタートした国債発行は、「買いたい人が買いたい価格で買う」ものへと完全に变化したのである。

## ③ 流動性向上

国債に対する投資意欲を高める方策の一つが、国債市場の流動性向上である。やや逆説的であるが、「売りやすいこと」（売りたいときに希望価格で売れること）が買いやすさにつながる。

ところが、戦後の国債発行は、引き受けた国債について、売却自粛が要請されるところからスタートした。その当時は、売られることによる金利上昇への懸念が大きかったものと思われる。

しかし発行額が増加した 1970 年代後半以降、運用資産の自由度を高めたい引受金融機関側からの要望が強まり、売却が認められるようになる。また、1980 年代半ばになると、金融自由化の流れの中で、銀行等の金融機関にディーリングが認められるようになり、流通市場における取引は一気に活発化する。

そのようなタイミングで、国債売買における価格変動リスクに対するヘッジ手段の提供を主たる狙いとして導入されたものが、長期国債先物市場であった。

現物の国債では、償還期日や表面利率が異なる様々な銘柄が存在し、取引も銘柄ごとに分散せざる得ないが、先物取引では一つの標準物に取引が集中する。その結果、先物市場そのものの流動性が高まるとともに、流動性の高いヘッジ手段が提供されることにより、現物市場の流動性向上にも寄与したと評価できる。

なお、取引の集中度を高めるため、銘柄数を徒に増やさず一銘柄の発行額を増やすという方向性は、国債発行の場面でも実施に移されていく。既発の銘柄の追加発行である銘柄統合について、2001 年、即時銘柄統合方式導入により、初期利払日を待たず追加発行当初から完全に同一銘柄として取引することが可能とされた。さらに、銘柄統合は、金利水準が変わらない場合だけにアドホックに行われていたものが、長めの年限の国債については一定期間同一銘柄での発行を繰り返すことが原則とされるように改められた。

2006 年には流動性供給入札も始まり、市場で流通量が不足している既発銘柄を追加供給する仕組みも整えられた。

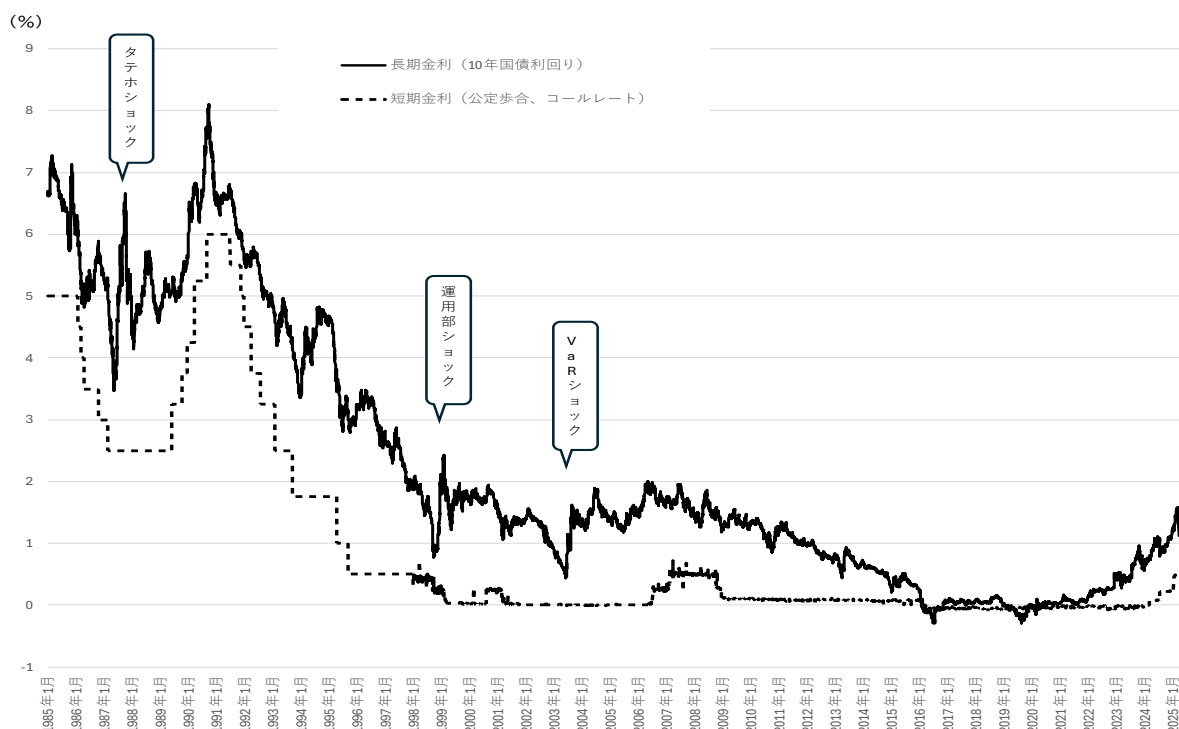
国債発行市場における流動性を確保・向上する仕組みは、2000 年代までに整備された。

### 3. 国債市場の変化と発展

#### (1) 長期金利の動向

この 40 年間、国債の発行額及び残高が大きく増加した一方、長期金利の水準は、トレンドとしては低下傾向が続いた。図表 2 は、この 40 年間の長期金利（10 年国債利回り）及び短期金利（1997 年までは公定歩合、1998 年以降は無担保コールレート）の推移を示したものである。

(図表 2 長短金利の推移)



(注) 長期金利は財務省、短期金利は日銀のデータより筆者作成。短期金利は 1997 年まで公定歩合、1998 年以降無担コール (O/N)。

1980 年代後半には、円高不況に対応するための利下げ、その後のバブル景気に対応するための金融引き締めと、短期の政策金利が大きく変更されたことを反映し、長期金利にもかなりの変動が見られた。

しかし、バブル崩壊後の 30 数年においては、若干の上下動を伴いながらも、長期金利は 8% 超の水準から 1% 台にまで大きく低下し、2013 年の日銀による量的質的金融緩和 (QQE) 開始後は 0% 台が常態化した。

トレンドが変化したのは 2022 年で、世界的な物価上昇の下で欧米の主要中央銀行が政策金利を引き上げるようになると、我が国の長期金利にも上昇圧力がかかり、2024 年に日銀が QQE を終了してからは 1% 台（本稿執筆時で 1.6% 程度）まで上昇している。

この 40 年の間に、国債市場では、「〇〇ショック」と呼ばれるような金利の急上昇（国債価格急落）局面が 3 度見られた。1987 年 9 月のタテホ・ショック、1998 年 12 月の資金運用部ショック、2003 年 6 月の VaR (Value at Risk) ショックである。

タテホ・ショックは、タテホ化学工業株式会社が国債先物取引で相場の見通しを誤ったことにより巨額の損失（債務超過）を計上したことをきっかけに、債券相場の急落を招いたものである。日本では、1987 年春以降上昇していた金利が追加的に約一月で 1% 程度上昇することとなり、海外市場にも影響を与えた。

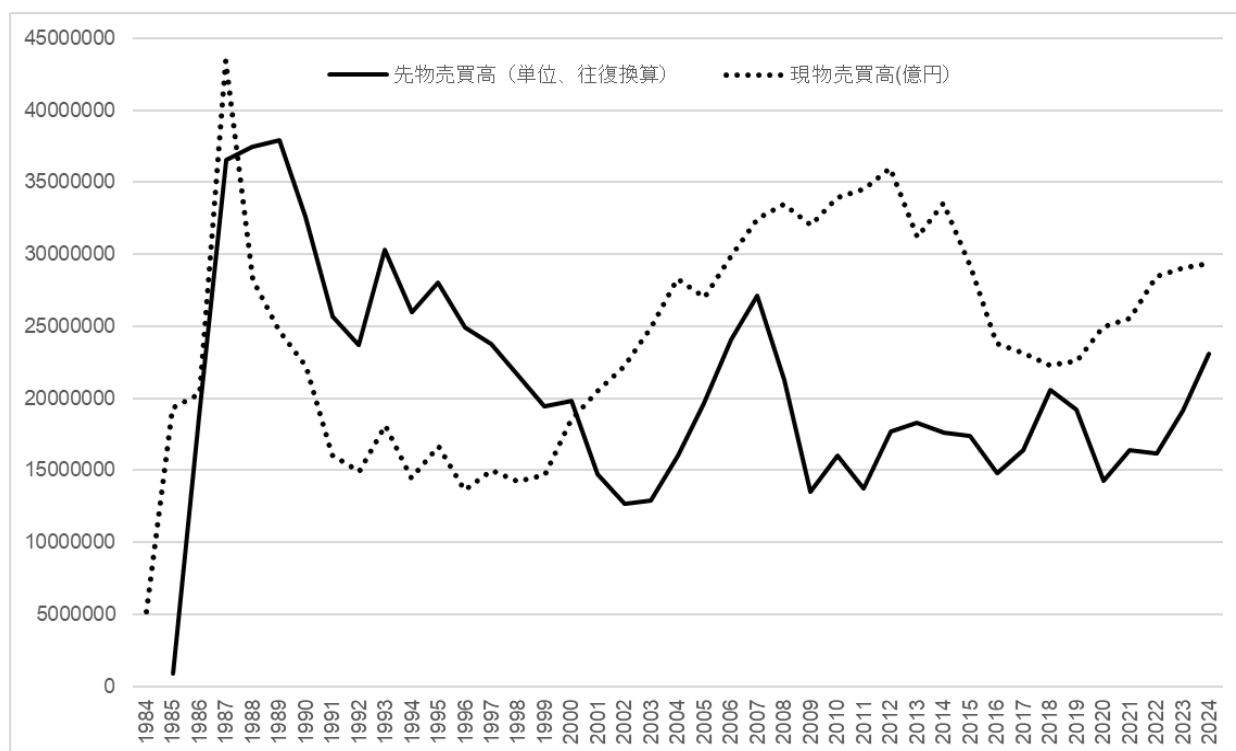
資金運用部ショックは、1998 年末における 1999 年度予算取りまとめの過程で、それまで国債市場で買いオペを行っていた大蔵省（当時）の財政投融资担当部署である資金運用部が国債買入を停止することが明らかになると、そのような事態を想定していなかった市場参加者にサプライズとなり、金利急騰となったものである。長期金利は、1% 台半ばから年明けには 2% 台半ばまで上昇することとなった。

VaR ショックは、金利とボラティリティが低下する中で国債保有のポジションを拡大していた金融機関が、一定の相場変動をきっかけに VaR によるリスク管理上ポジションの縮小（売却）の必要に迫られると、ボラティリティの上昇を伴いつつ売りが売りを呼ぶ展開となったものである。0.5% を切っていた長期金利は、約 2 か月の間に 1% 台半ばまで上昇することとなった。

もっとも、資金運用部ショックや VaR ショックのような短期的な変動を除けば、1990 年代半ば以降近年まで、長期金利が長きにわたり低下トレンドを描いてきたことは前述のとおりである。

## （２）市場規模（売買高）と主要プレイヤーの変化

（図表 3 国債売買高の推移）



（注）先物売買高は日本取引所グループ（東証及び大阪取引所）、現物売買高は日本証券業協会のデータより筆者作成。現物売買高は、全年限について現先取引を除いたベースで、1999 年までは取引所取引を含み、2000 年以降は店頭売買高のみ。

1985 年度は、前述のように金融機関のフルディーリングが開始されたこともあり、債券市場の売買高は急拡大した。国債の大量償還・借換えに対応するため、同年度に短期国債が導入されたことも、市場の拡大に拍車をかけた。

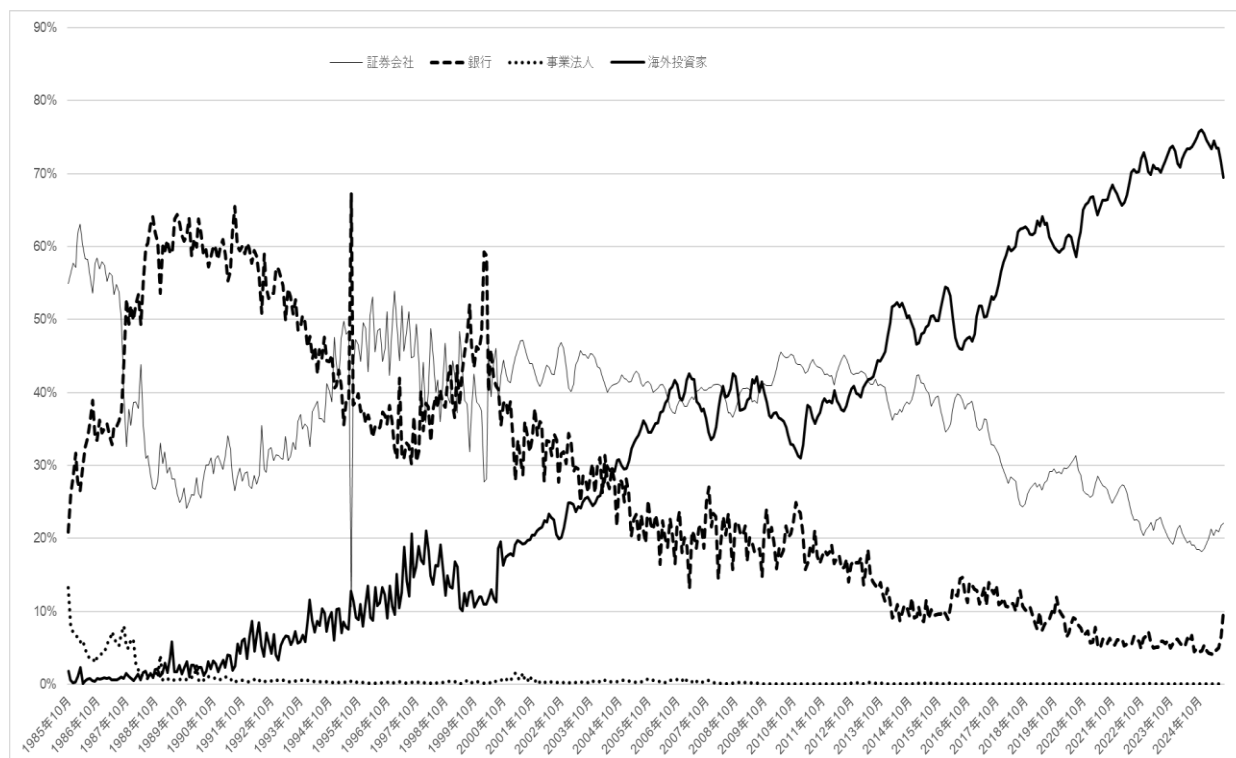
図表 3 は 1984 年からの国債の先物市場及び現物債市場の売買高（暦年）の推移を示したものである。長期国債先物取引は、額面 1 億円の標準物が 1 単位なので、長期国債先物市場と、短期を含めた全年限の現物債の市場が似たような規模感にあることがわかる。

現物債市場では、ディーリング相場が活気を呈する中で売買高が増加し、1987 年に記録された国債売買高は、今日まで、過去最高額となっている。

また、先物市場でも、1985 年の取引開始以降売買高は一気に増加し（初年の 1985 年には 2 か月強の取引期間しかなかったことに留意）、1989 年に売買高のピークを付け、その額は現在まで更新されていない。

先物市場の活用方法については、一般に、①ヘッジ、②スペキュレーション（投機）、③アービトラージ（裁定）の三つに整理される。国債先物市場創設時の主たる狙いは、前述のとおり、ヘッジ手段の提供であった。しかし、実際には、ディーリングを活発化させる金融機関及び証券会社にヘッジ手段を提供するだけでなく、事業会社の財テクの一手法として投機的な活用もされていた。図表 4 は国債先物取引における投資部門別のシェアの推移を示したものであるが、1985 年の市場創設以降 1987 年までは、事業法人のシェアが今日（ほぼゼロ）では考えられないほど高かったことがわかる。これは、国債先物市場創設まで、戦後の我が国における先物取引が商品先物しか存在せず、先物取引は投機に使うものとの見方が一部に強く存在していた可能性を示唆している。

（図表 4 国債先物市場投資部門別シェア）



（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。限月間スプレッド取引導入以降、シェアが3か月毎に大きく変動するため、2000年9月以降の証券会社及び海外投資家については3か月移動平均をとっている。

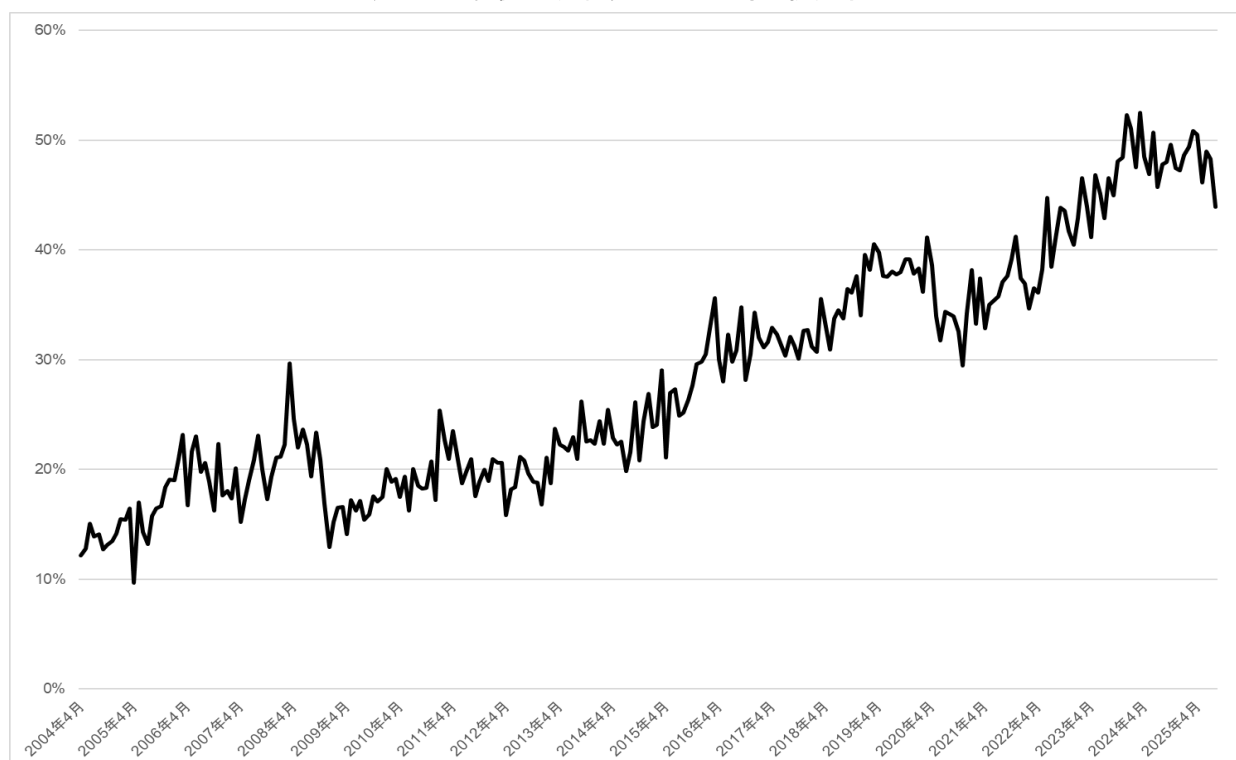
しかし、前述のタテホ・ショックが発生すると、事業会社による先物利用は減少し、1990 年代まで、先物市場の主たるプレーヤーは、証券会社と金融機関（銀行）であった。

一方、市場における売買高は、1990 年代になると、バブル崩壊の影響もあり下降線を辿っていく。当時を知る関係者であれば、1999 年には、翌 2000 年に切り替わる際のシステム面でのリスクに対する懸念から売買が手控えられたこと（いわゆる西暦 2000 年問題）も記憶にあるのではないだろうか。

2000 年代になると、IT バブルの発生と崩壊を経たのち、景気は緩やかな回復基調となったこともあり、債券市場の売買高も、現物・先物ともに再び増加傾向となった。

こうした中で日本国債市場での存在感を拡大させたのは、海外投資家であった。先物市場の投資部門別シェアで見ると、1990 年代後半には 10% 台であったものが、2000 年代後半には約 4 割を占めるに至った。このような海外投資家拡大の背景には、1999 年度に国債利子に関する非居住者向けの非課税制度が導入され、2001 年度にはグローバル・カストディアンを利用した保有にまで対象が拡大されたこと、また、2000 年 9 月には先物取引にイブニング・セッションが導入されたことなど、海外投資家の日本国債市場へのアクセスを容易にする制度整備が進んだことがあったと考えられる。図表 5 では、現物債市場の売買高に占める海外投資家のシェアの推移を示しているが、先物市場と同様に 2000 年代における増加が観察される。

（図表 5 現物債店頭市場における海外投資家シェア）



（注）日本証券業協会データより筆者作成。店頭市場の全年限合計額で、ディーラー間取引を除いたベース。

しかし、2008 年にリーマン・ショックが発生すると、状況は大きく変化する。海外投資家のシェアが一旦低下するとともに、市場全体の売買高としては先物市場が大きく落ち込んだ。ただ、現物債市場では、海外投資家のシェアの回復が遅れる中、売買高は高水準を

維持していた。株価が低迷する中、緩やかに金利低下を続ける債券市場は、キャリー（保有時の金利収入）とロール・ダウン（残存期間が短くなることに伴う価格上昇）で安定的に収益を得られる場として、国内投資家には魅力的な市場となっていたことがうかがえる。

その後さらに状況が変化したのは 2010 年代半ばで、日銀による QQE 導入の影響と考えるのが自然であろう。QQE が実施されていた 11 年間には、日銀は、利付国債発行額の約 4 分の 3 に相当する額の国債を買い入れた。短期金利のみならず長期金利もゼロ近傍で推移することとなり、現物債市場における売買高も大きく減少した。国内投資家の活動は停滞し、他方、手元のドル資金を円転するところで稼げる海外投資家（ドルベースで見れば、日本国債の利回りは米国債を上回っていた）が市場での存在感を高めシェアを一層拡大していくこととなった<sup>5</sup>。

なお、先物市場では、長期で見ると、海外投資家がトレンドとしてシェアを拡大させる半面で、まず国内の銀行勢が 1990 年代からシェアを低下させ、2010 年代後半以降は証券会社もシェアを縮小させたことが観察される。

### （３）足下の状況と今後の課題

2022 年、グローバルにインフレ圧力が強まる中で欧米の主要中央銀行が利上げを進めたが、やや遅れて 2024 年 3 月になり、日銀も QQE に終止符を打った。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。

このような金融環境の変化を受けて、足下では、我が国の金利は上昇局面に入り、債券市場の売買高も回復しつつある。

日銀が買入を減らす中、国債市場のプレーヤーがどのように変化していくのか、また、金利がある世界＝金利が動く世界において、国債先物市場に何が期待されるのかなど、最近の状況と今後の課題について、次号で整理したい。

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 J P X 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。

<sup>5</sup> 近年の海外投資家の行動については、詳しくは、筆者論文「日本国債市場における海外投資家の行動と動機」（野村資本市場クォーターリー2025 年夏号）を参照されたい。