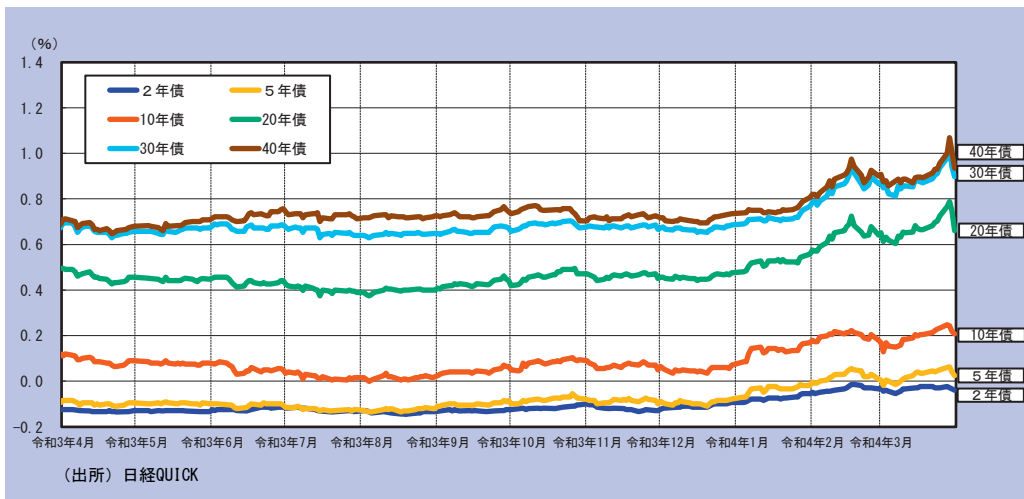



## 1 令和3年度の国債市場の動向

## (1) 概況

令和3年度の我が国の国債市場は、令和3年3月に日本銀行による金融政策の点検作業が完了し、相場の変動が落ち着くなかで新年度を迎えました。4月から7月にかけて長期金利は徐々に低下し、金利のボラティリティも低下しました。9月には、海外の長期金利が上昇したこともあり我が国の長期金利も小幅に上昇しました。令和4年に入ると海外金利の上昇に拍車がかかり、国内金利も比較的大きく上昇しました。ロシアのウクライナ侵攻を受けて金利低下する場面もあったものの、2月から3月にかけて長期国債利回りは日本銀行が変動範囲の上限としている0.25%に接近し、日本銀行は指値オペの実施等によって金利上昇を抑制しました。金利上昇と共に国債市場の変動が大きくなる傾向がみられ、3月末にはボラティリティは記録的高水準に達しました。

(図1-1) 年限別流通利回りの推移




令和3年度の利付国債の流通市場における取引額（)は月当たり88.7兆円と令和2年度の80.6兆円から増加し、令和元年度の86.7兆円も上回りました。また、令和3年度の長期国債先物の日中及び夜間の取引高は、平均すると1日当たり3万3320枚と、令和2年度の同2万9090枚からは増加したものの、令和元年度の3万9640枚には届きませんでした。

円金利デリバティブ市場では、令和3年12月末の円LIBORの公表停止を前に、7月以降、LIBORを参照する取引から無担保コール翌日物金利を参照する取引への移行が進められました。移行完了後の令和4年1～3月の円スワップ取引金額は、上述した金利のボラティリティ増大の影響もみられ、移行期間の取引額と比較しても高水準となっています。

令和3年3月に、日本銀行は金融政策の点検を実施し、長期金利の変動幅は±0.25%程度であることを明確化しました。利回り曲線全体を低位で安定させるとの方針を確認しつつも、金利の変動は、一定の範囲内であれば、金融緩和の効果を損なわずに、市場機能にはプラスに作用するとの見解を示しました。このようなか、新年度の4月1日の長期国債利回りは0.107%となりました。

その後、米国の長期金利が徐々に低下傾向となるなかで、我が国の国債利回り

日本証券業協会『公社債店頭売買高』の利付国債の一般売買高。合計額から債券ディーラー間の売買高の二分之一を差し引いた計数。

も8月初めにかけて緩やかに低下しました。8月4日には長期国債利回りは0%ちょうどまで下がりました。また、5月から6月にかけてはボラティリティも低下し、長国先物オプションやスワップションから計算されるインプライド・ボラティリティは平成30年以来の低水準を記録しました。

米国や欧州諸国では令和3年の春からインフレ率が上昇し、夏場には上昇が加速しました。インフレの上振れに対処するため、9月には英イングランド銀行が、10月には米連邦準備制度理事会が、それぞれ、市場で従来想定されてきたよりも早く利上げを開始する可能性が高いとの見方を示しました。これを受けて、欧米の長期金利が上昇に転じ、我が国の国債利回りも上昇しました。欧米では、利上げ見込みの高まりから、利回り曲線上で短期・中期の金利が長期・超長期の金利よりも大きく上昇しました。これに対し、我が国では消費者物価上昇率が目立って高まることはなく、日本銀行の金融政策が変化するとの見込みも高まりませんでした。短中期の金利より長期、超長期の金利がより大きく上昇し、利回り曲線の傾斜は大きくなりました。10月25日には長期国債利回りは0.101%となりました。その後、欧米金利が低下に転じたことから、12月にかけては我が国の国債利回りも低下しました。

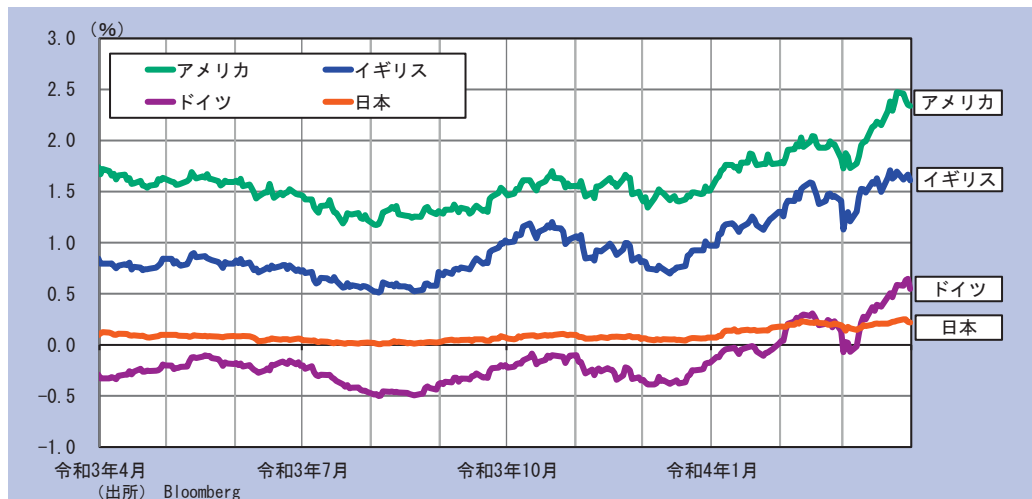
年が明けると欧米の長期金利が急速に上昇し、本邦でも長期金利の上昇が加速しました。1月の初旬には長期国債先物の買い持ちのポジションが巻き戻されるなか、先物と連動する7年ゾーンを中心に金利が大きく上昇しました。2月には、欧米で利上げのペースが速まるとの見方が強まり、利回り曲線上で短中期の金利が大きく上昇しました。海外中銀の利上げ姿勢の強まりを受けて、日本銀行も利上げに向けて動く可能性があるとの見方が市場で生まれるなか、2月4日には平成28年1月以来初めて5年国債利回りがマイナスを脱しました。

2月10日には長期国債利回りが0.228%と日本銀行の変動幅の上限である0.25%に迫り、同行は利回り0.25%で10年国債を無制限に買い入れる指値オペを翌営業日に実施することをアナウンスしました。これを受けて長期国債利回りの上昇は止まったものの、それ以外の年限では金利上昇が続き、2月17日には5年国債利回りが0.055%、20年国債利回りが0.739%、30年国債利回りは0.987%に達しました。

利回り水準が過去数年間見られなかった水準まで上昇したことを受けて、長期金利はいったんピークをつけました。2月中旬から、ロシアがウクライナに侵攻するとの懸念が次第に強まり、2月24日に実際に侵攻すると、質への逃避の国債買いが生じたことや、中央銀行の利上げ等のタイミングが後ずれするといった見方などから、我が国を含め、各国で長期金利は乱高下しつつも総じてみると低下しました。

しかし、ウクライナ侵攻によって原油価格など商品市況が値上がりし各国におけるインフレ圧力が一段と強まったことから、米連邦準備制度理事会や欧州中央銀行は金融緩和の解除を進める方針を確認しました。こうしたことから3月上旬から海外の長期金利は再び上昇基調を強め、我が国の国債利回りも再度上昇に転じました。長期国債利回りが再び0.25%に接近したことから、日本銀行は3月28日から31日にかけて指値オペを実施するなどして金利上昇を抑制しました。3月29日には、長期国債利回り

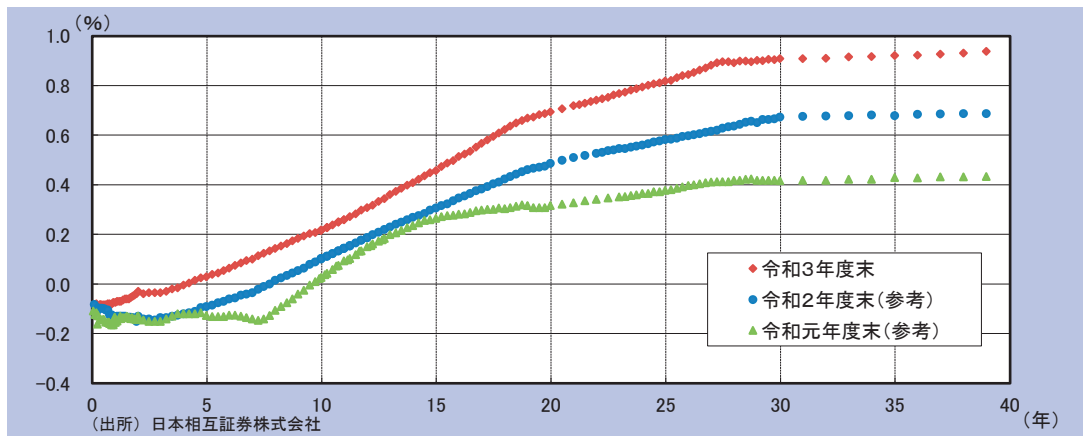
(図1-2) 10年国債金利(米・英・独・日)の推移



は 0.248%、5 年国債利回りは 0.056%、20 年国債利回りは 0.816%、30 年国債利回りは 1.078%と、いずれも平成 27 年以來の高水準に達しました。

各国中銀の利上げ実施や利上げの見込み、さらにはロシアによるウクライナ侵攻により、2 月以降、世界の債券市場でボラティリティは顕著に上昇しました。我が国でも超長期のスワップションのインプライド・ボラティリティは令和 2 年 3 月以來の高水準を記録しました。

(図 1-3) イールドカーブの推移

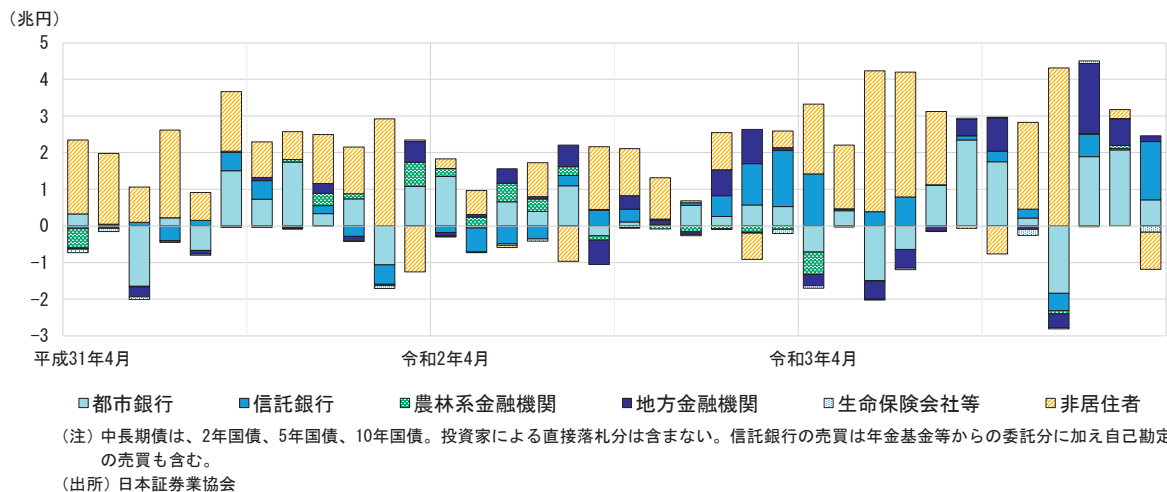


## (2) 投資家動向

令和 3 年度の我が国の国債への投資動向を投資家別にみると、まず、中長期債（2 年債、5 年債、10 年債）は、海外居住者の買い越し額の大きさが目立ちました。世界的に長期金利が落ち着いていた、4 月から 8 月および 11 月から 12 月の時期には、海外投資家は中長期債を少ない月でも 1.7 兆円、多い月は 4.3 兆円買い越しました。世界的に金利が上昇した 9・10 月と年明け後は買い越しが縮小したものの、なお、年度を通じてみると 17.9 兆円の大幅な買い越しとなりました。通貨ベース・スワップ市場で米ドルの出し手がプレミアムを得られる状況が続いているため、海外の投資家は国内投資家よりも低い利回り水準で日本国債に投資できることが、高水準の買い越しが続いた背景と考えられています。

海外投資家以外では、令和 3 年度に都市銀行が中長期債を前年度とほぼ同程度の 5.8 兆円買い越したほか、年金基金も 5.1 兆円の買い越しと前年度の 2.7 兆円からは買い越し額が大幅に拡大しました。

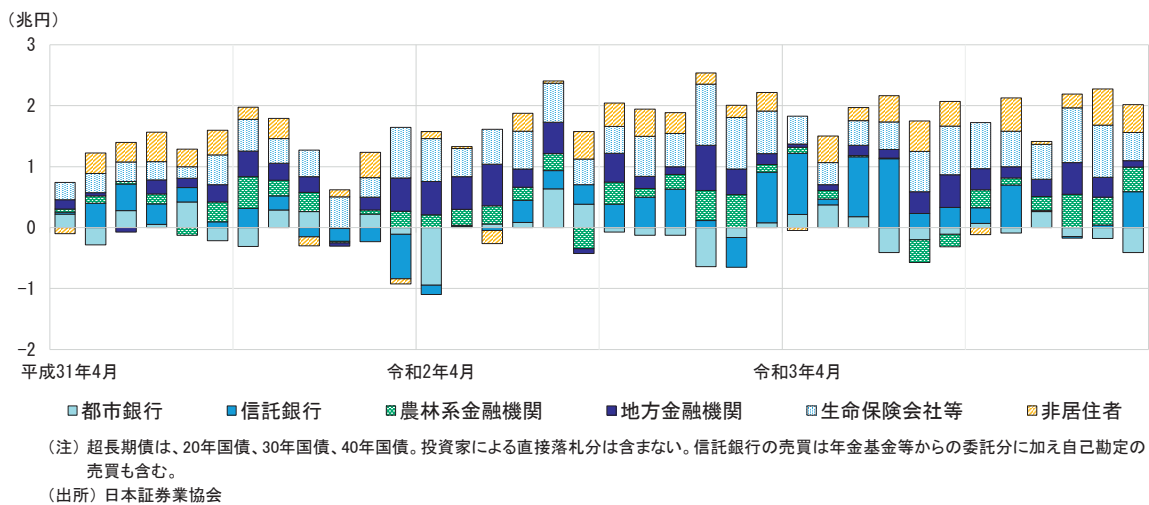
(図 1-4) 中長期国債の投資家別売買額



次に、超長期債（20年債、30年債、40年債）は、生命保険会社と年金基金が大きく買い越しました。生命保険会社の買い越し額は4～7月は前年度平均を下回ったものの、金利が上昇した年度後半には顕著に増加し、年度を通じてみると7.3兆円の買い越しとなりました。これは、高水準だった前年度の7.6兆円からはわずかに減少したものの、大きな買い越し額となっています。新たな国際資本規制へ対応の必要性が、積極的な超長期国債投資が続いている理由のひとつとみられています。

年金基金は、年度を通じてみると超長期国債を5.3兆円買い越しました。特に、4月から7月にかけて3.2兆円の大幅な買い越しを記録しました。この期間は、年金基金は中期債も2.6兆円買い越しています。

(図1-5) 超長期国債の投資家別売買額



短期国債（国庫短期証券）は、例年通り、海外投資家が最大の買い手となりました。通貨ベース・スワップ市場でドルの出し手がプレミアムを得られる状況が続いていることが海外投資家による短期債投資が高水準で続いていることの主な理由と考えられています。海外投資家以外では、前年度に続き、年金基金が短期国債を比較的大きく買い越しました。一方、前年度に短期国債を27兆円買い越した都銀は、令和3年度は15.2兆円の買い越しと買い越し額が縮小しました。前年度と比べ、都銀による日銀オペの新規利用が減少し、オペの担保としての短期国債需要が減じたためとみられています。

(図1-6) 短期国債の投資家別売買額

