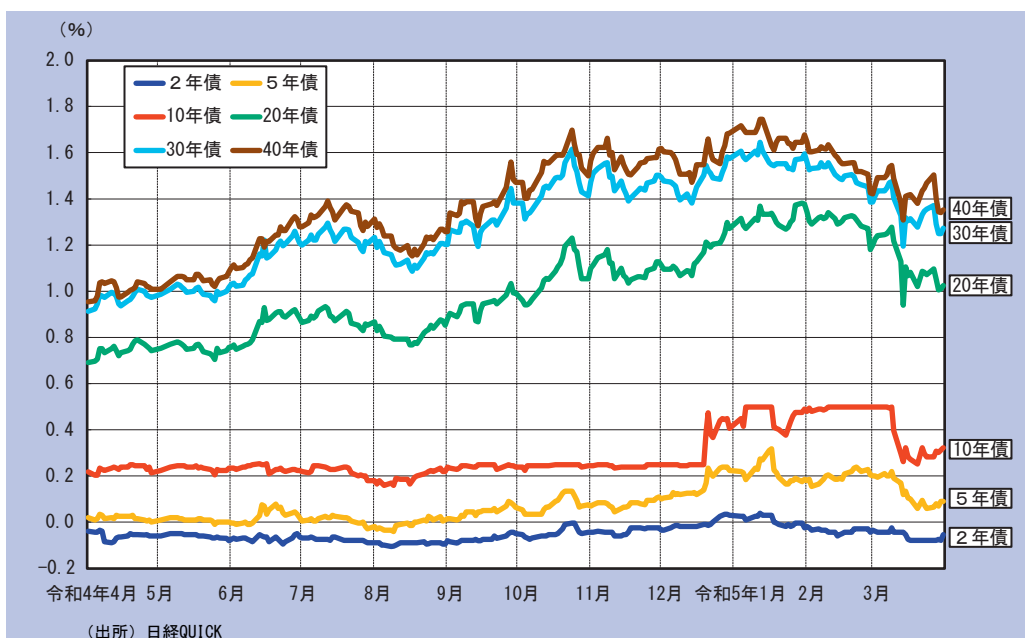


# 1 令和4年度の国債市場の動向

## (1) 概況

令和4年度の我が国の国債市場は、海外金利の上昇や日本銀行の金融政策の修正等の影響を受けて変動しました。令和4年2月のロシアによるウクライナ侵攻を受け、グローバルな物価上昇と各国中央銀行による利上げの動きが広がる中で、日本でも4月以降、物価上昇率が前年同月比で+2%を超える中、金利上昇圧力が強まりました。12月には、日本銀行がイールドカーブ・コントロールにおける長期金利の変動幅を±0.5%程度に拡大したことを受け、令和5年1月にかけて国内金利は大幅に上昇しましたが、3月には、米国の地方銀行の破綻に端を発した金融システム不安による米金利の低下を受けて、日本銀行の政策修正期待が後退し、国内金利は低下しました。

(図1-1) 年限別流通利回りの推移



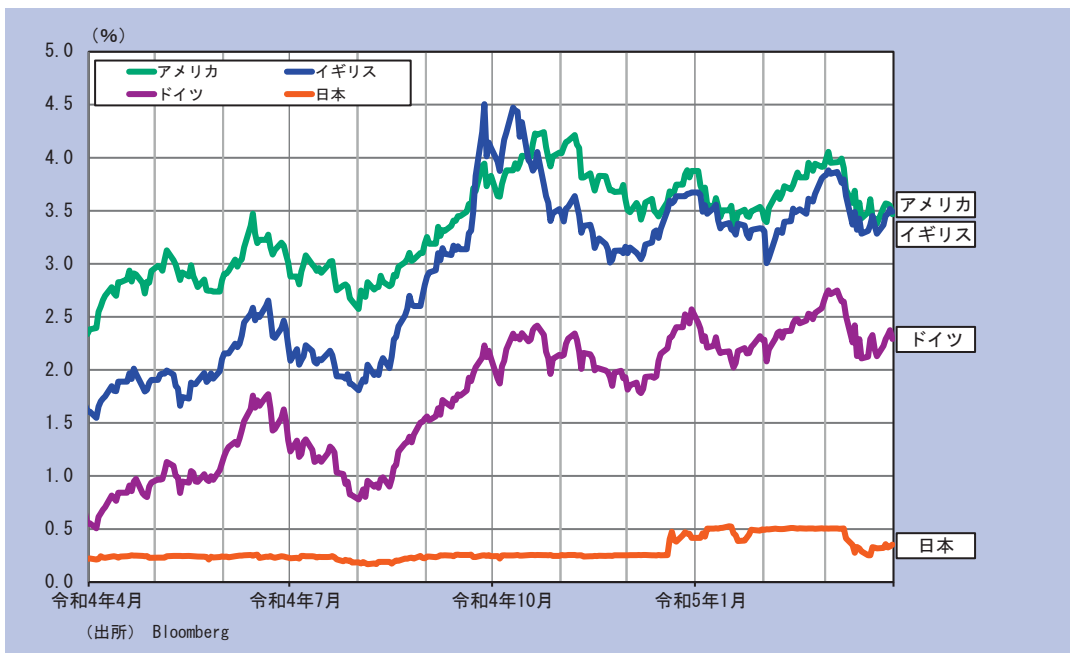
令和4年度の利付国債の流通市場における取引額(④)は月当たり108.8兆円と、令和3年度の88.7兆円から大幅に増加しました。また、令和4年度の長期国債先物の日中及び夜間の取引高は、平均すると一日当たり3万2191枚と、令和3年度の3万3320枚からはやや減少しました。

令和4年2月にロシアがウクライナに侵攻し、両国の戦闘が長引くなかで、原油価格等の商品価格が上昇しました。各国でインフレ圧力が強まったことで、海外金利は軒並み上昇し、国内長期金利も、日本銀行が変動幅の上限としている0.25%に接近しました。日本銀行は、長期金利の上昇を抑えるため、4月末に指値オペの原則毎営業日実施を決定しましたが、他の年限の金利は上昇を続けました。

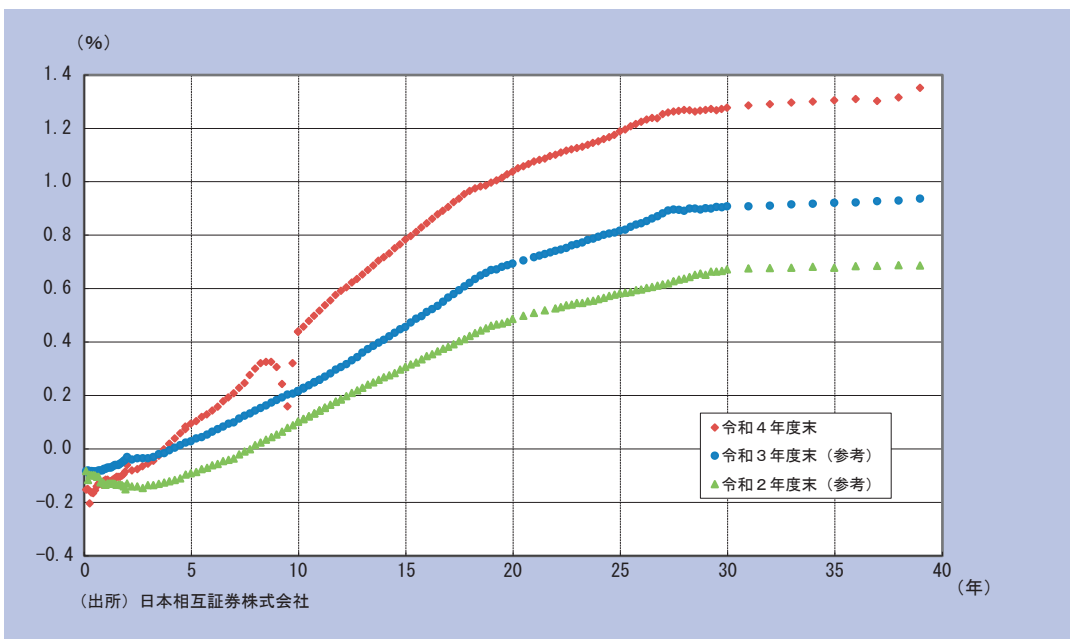
6月には、各国の中央銀行の利上げ姿勢が強まり、国内市場においても、金利上昇圧力が強まりました。特に、先物市場に強い売り圧力がみられる中、日本銀行は、先物価格を間接的にコントロールする効果が見込めるチーペスト銘柄の連続指値オペ等を実施しました。

④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。

(図1-2) 10年国債金利(米・英・独・日)の推移



(図1-3) イールドカーブの推移



その後、米金利が低下に転じると、国内金利の上昇も一服しましたが、秋に米金利が再上昇を始めると、国内市場においても、9月の日本銀行の金融政策決定会合を控えた時期に再び金利上昇圧力が強まりました。その後は、米国の利上げペースが減速するとの観測を背景に、国内金利の上昇圧力は緩みました。もっとも、企業においてコストの価格転嫁の動きの広がりが見られ、10月の消費者物価指数の上昇率が生鮮食品・エネルギーを除く指数でも前年同月比2%を超えるなど、物価上昇率は上昇傾向で推移しました。

12月、日本銀行は、市場機能の低下を理由として、長期金利の変動幅をこれまでのゼロ「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大しました。これを受け、金利は大きく上昇し、1月半ばには、各年限の国債価格が令和4年度の最安値（高利回り）を記録しました。これに対し、日本銀行は、通常の国債買入オペに加え、臨時の国債買入オペ、10年カレント銘柄及びチーペスト銘柄の指値オペ、2年・5年の共通担保資金供給オペ等を実施し、金利の上昇は小康状態となりました。

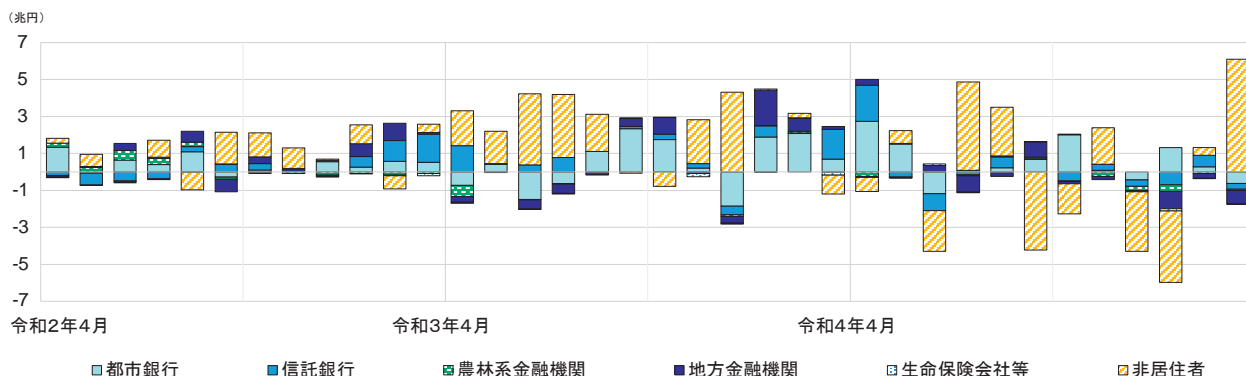
3月上旬の米国の地方銀行の破綻に端を発して金融システム不安が強まり、米国市場では、景気後退懸

念から、利下げを見込む動きが広がり、金利が低下しました。3月の金融政策決定会合における日本銀行の金融政策維持の決定と米金利の低下を受け、国内金利も低下しました。

## (2) 投資家動向

令和4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、海外投資家の売買が中心となりました。6月には日本銀行による金融政策、特にイールドカーブ・コントロールが修正されるとの期待を背景に、海外投資家、国内投資家が売り越しました。その後、7～8月には米金利の上昇が小康状態となり、買い越しに転じました。9月に入ると、米金利が再び上昇し始め、日本の消費者物価上昇率の伸びが加速するなかで、先々の政策修正に対する期待は根強く、長期金利が変動幅の上限に張り付き、売り越しとなる月が多くなりました。12月には日本銀行が長期金利の変動幅をゼロ「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大したことで、中長期金利が大きく上昇したため、海外投資家による12月、令和5年1月の売り越し額はさらに増加しました。その後、3月に日本銀行が金融政策を据え置いたほか、米地銀の破綻による金融システム不安が広がる中で、海外投資家が国債を買い戻す動きが広がり、買い越し額が大幅に増えました。

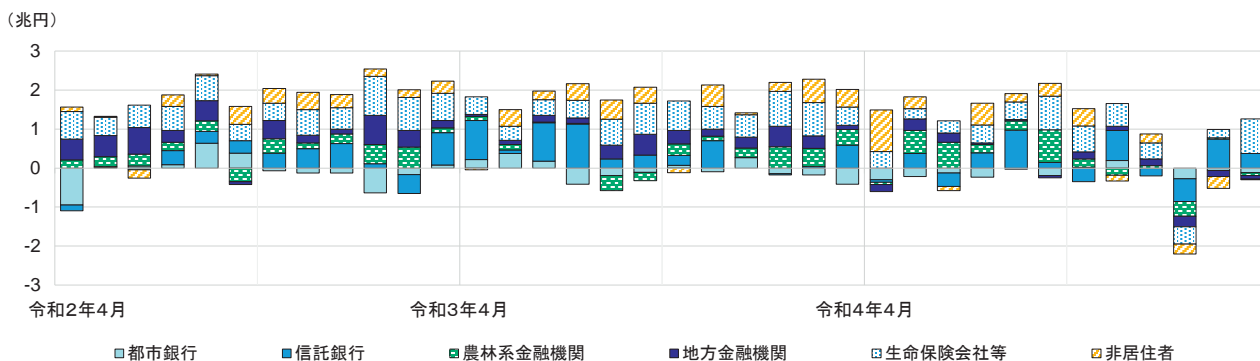
(図1-4) 中長期国債の投資家別売買額



(注) 中長期債は、2年国債、5年国債、10年国債。投資家による直接落札分は含まない。信託銀行の売買は年金基金等からの委託分に加え自己勘定の売買も含む。  
地方金融機関には、信用金庫を含む。  
(出所) 日本証券業協会

次に、超長期債（20年債、30年債、40年債）は、生命保険会社、年金基金、農林系金融機関、海外投資家と幅広い投資主体が大きく買い越しました。特に、生命保険会社は前年度に続き、新たな国際資本規制に対応する目的で超長期国債を買う必要性があったことに加え、超長期金利が大幅に上昇したことで、年末までの買い越しに繋がったと考えられます。1月は大幅な売り越しとなりましたが、海外金利の上昇により外国債券投資の損失を抱えた投資主体が、含み益がある超長期国債を売却して損失を相殺する一時的な動きによるものと推測されます。その後、2、3月には超長期金利が低下する中、買い越しに転じました。

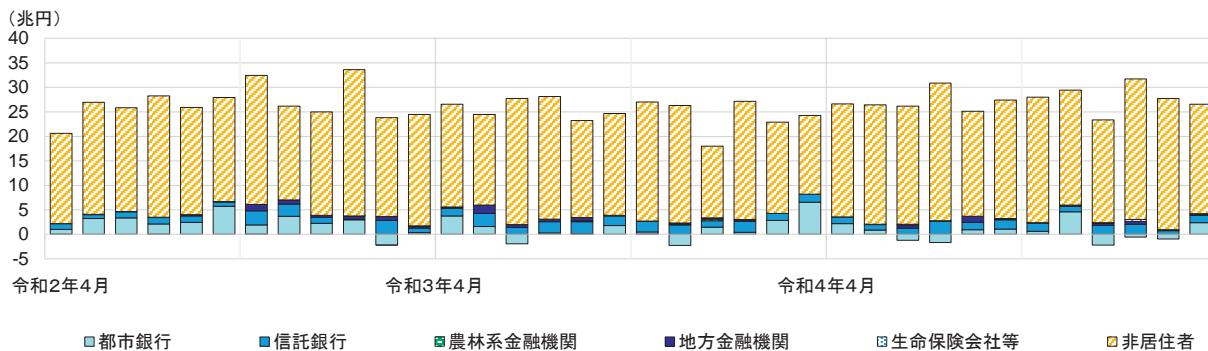
(図1-5) 超長期国債の投資家別売買額



(注) 超長期債は、20年国債、30年国債、40年国債。投資家による直接落札分は含まない。信託銀行の売買は年金基金等からの委託分に加え自己勘定の売買も含む。地方金融機関には、信用金庫を含む。  
 (出所) 日本証券業協会

短期国債（国庫短期証券）は、引き続き、海外投資家が最大の買い手となりました。通貨ベースス・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的主要原因と考えられています。

(図1-6) 短期国債の投資家別売買額



(注) 短期債は、国庫短期証券。投資家による直接落札分は含まない。信託銀行の売買は年金基金等からの委託分に加え自己勘定の売買も含む。地方金融機関には、信用金庫を含む。  
 (出所) 日本証券業協会