

国債投資家懇談会(第98回)
理財局説明資料

令和7年11月27日

1. 経済の現状認識・課題

- ◆ 我が国経済は、「デフレ・コストカット型経済」から、その先にある新たな「成長型経済」に移行する段階まで来た。まさに今、再びデフレに後戻りしない「成長型経済」に移行できるかどうかの分岐点。
- ◆ 課題は、潜在成長力の伸び悩み。世界経済の先行きには不透明感。物価高で個人消費等は力強さを欠き、地方や中小企業まで景気回復の実感広がっていない。

2. 目指すべき方向

- ◆ 日本には底力がある。そのスイッチを押し、日本列島を強く、豊かにすることを目指す。いま必要なのは将来世代への責任を果たす「責任ある積極財政」。大胆かつ戦略的な「危機管理投資」と「成長投資」を進め、「暮らしの安全・安心」を確保するとともに、雇用と所得を増やし、潜在成長率を引上げ、「強い経済」を実現。官民が力を合わせて社会課題の解決に向け投資を拡大し、様々なりiskを最小化し、先端技術を開花させる。
- ◆ これまでの発想を躊躇なく見直し、経済成長の果実を広く国民に届け、景気の体感温度を確実に高める。一部の大企業や特定の業界だけでなく、中小企業・小規模事業者、地方、そしてあらゆる世代の国民に恩恵が行き渡る経済の実現を目指す。

3. 経済対策の枠組み

第1の柱：生活の安全保障 ・物価高への対応

物価高から暮らしと職場を守る

- 地域の実情に応じて物価高の影響を緩和
(重点支援地方交付金の拡充)
- 家計・事業者のエネルギーコスト等負担軽減
(冬の間の電気・ガス代支援、暫定税率廃止の円滑な施行、物価高対応子育て応援手当(仮称)の支給(1人2万円))
- 地方の暮らしの安定と活力向上(地域の基幹産業の支援・活性化、地方発の世界をリードする技術・ビジネスの創出後押し、安心できる地域社会の基盤整備)
- 賃上げ環境の整備
(中小企業・小規模事業者への支援、価格転嫁対策、稼ぐ力強化、省力化投資支援)

第2の柱：危機管理投資 ・成長投資による強い経済の実現

先行的かつ集中的な 危機管理投資・成長投資 の取組強化

- 経済安全保障の強化(戦略分野の官民連携投資、重要物資のサプライチェーン強化)
- 食料安全保障の確立(農林水産業の構造転換、輸出拡大)
- エネルギー・資源安全保障の強化
(原子力、省エネ、資源開発、GX)
- 防災・減災・国土強靱化(復旧・復興、令和の国土強靱化)
- 未来に向けた投資の拡大
(先端科学技術、スタートアップ・コンテンツ・文化芸術・スポーツの振興、健康医療安全保障、人への投資の促進、資産運用立国、成長投資拡大に向けた環境整備)

第3の柱： 防衛力と外交力の強化

国民の安全と繁栄を支える 「強い日本」を実現

- 外交・安全保障環境への対応
(防衛力の抜本的強化と体制整備、多角的な経済外交の展開、安全保障環境の変化への対応)
- 米国関税措置への対応
(日米戦略的投資イニシアティブ、関税の影響を受ける企業への資金繰り支援等)

経済成長の果実を広く国民に行き渡らせ、誰もが豊かさを実感し、
未来への不安が希望に変わり、安心できる社会を実現

本対策の規模

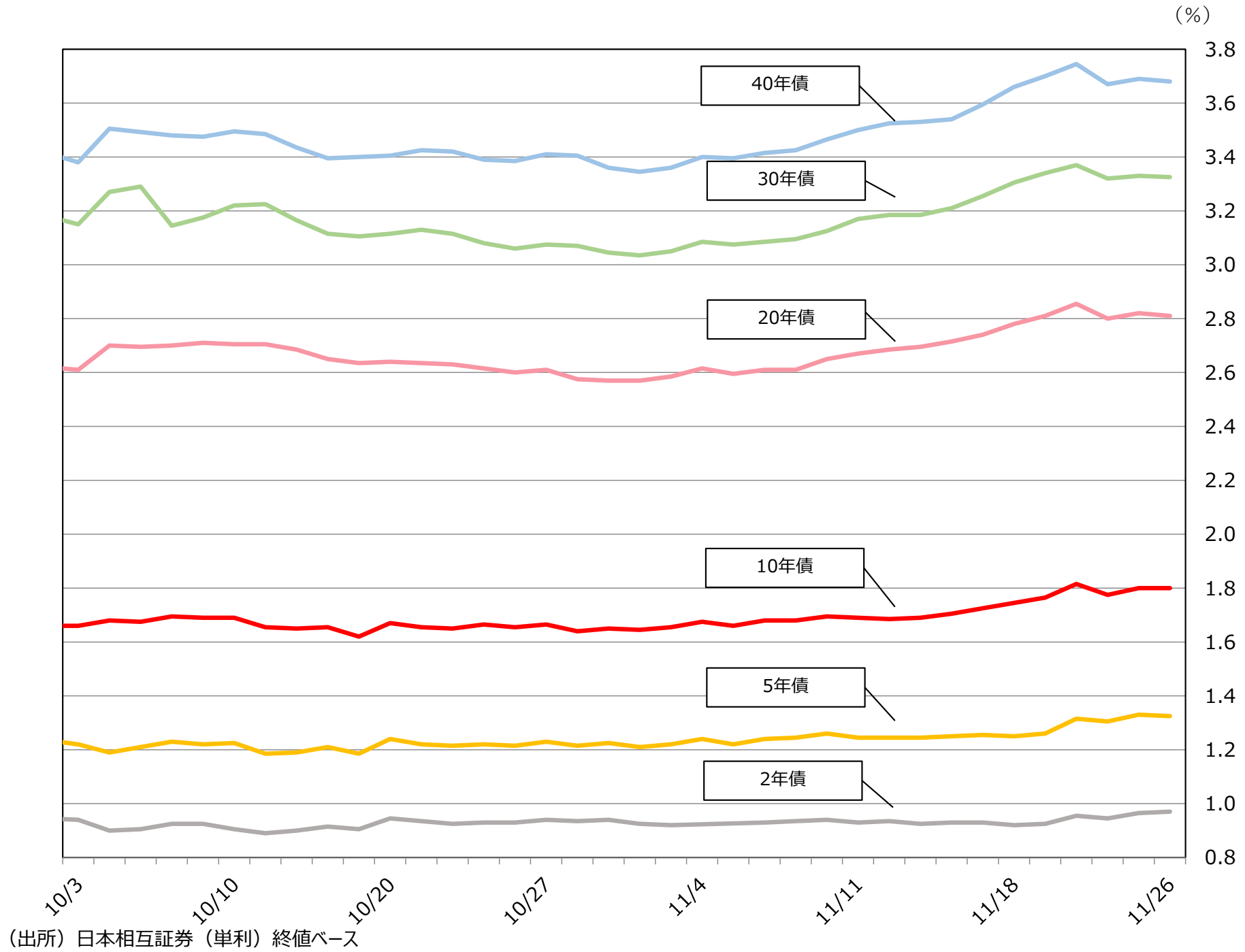
	国費等	〔うち 一般会計〕	〔うち 減 税〕	〔うち 特別会計〕	事業規模
I. 生活の安全保障・物価高への対応	11.7兆円 程度	8.9兆円 程度	2.7兆円 程度	0.1兆円 程度	16.2兆円 程度
II. 危機管理投資・成長投資による強い経済の実現	7.2兆円 程度	6.4兆円 程度		0.8兆円 程度	17.5兆円 程度
III. 防衛力と外交力の強化	1.7兆円 程度	1.7兆円 程度			8.4兆円 程度
IV. 今後への備え (予備費の確保)	0.7兆円 程度	0.7兆円 程度			0.7兆円 程度
合 計	21.3兆円 程度	17.7兆円 程度	2.7兆円 程度	0.9兆円 程度	42.8兆円 程度
(令和6年度)	14.8兆円	13.9兆円	—	0.9兆円	

(注1) 「国費等」に財政投融资(4.2兆円程度)を加えた「国の財政措置等」は、25.5兆円程度

(注2) 「減税」は、当分の間税率廃止1.5兆円程度、所得減税(令和7年度税制改正法)1.2兆円程度

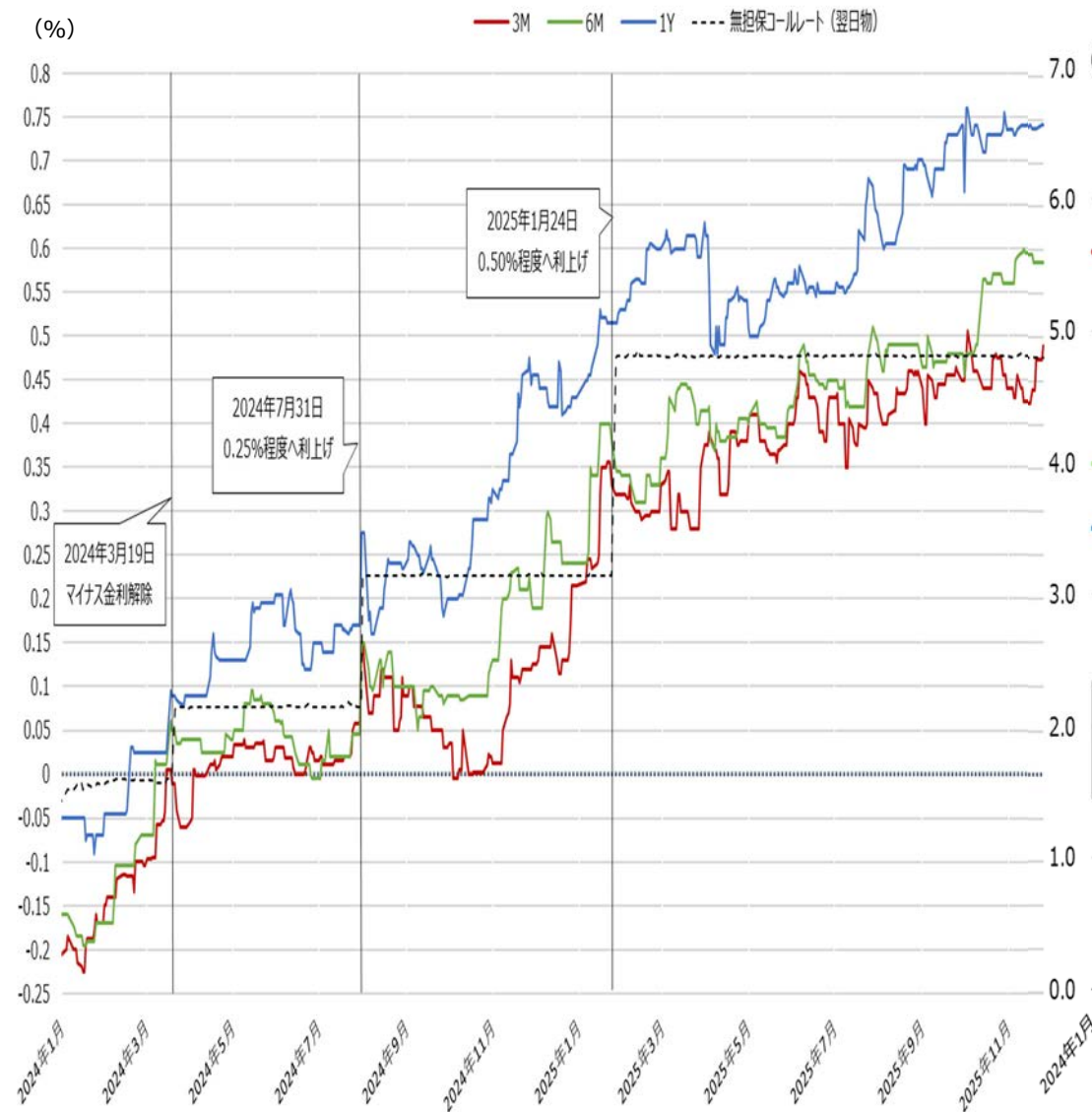
(注3) 「事業規模」は、国の財政措置等・地方歳出・民間支出などの総額

最近の金利の推移

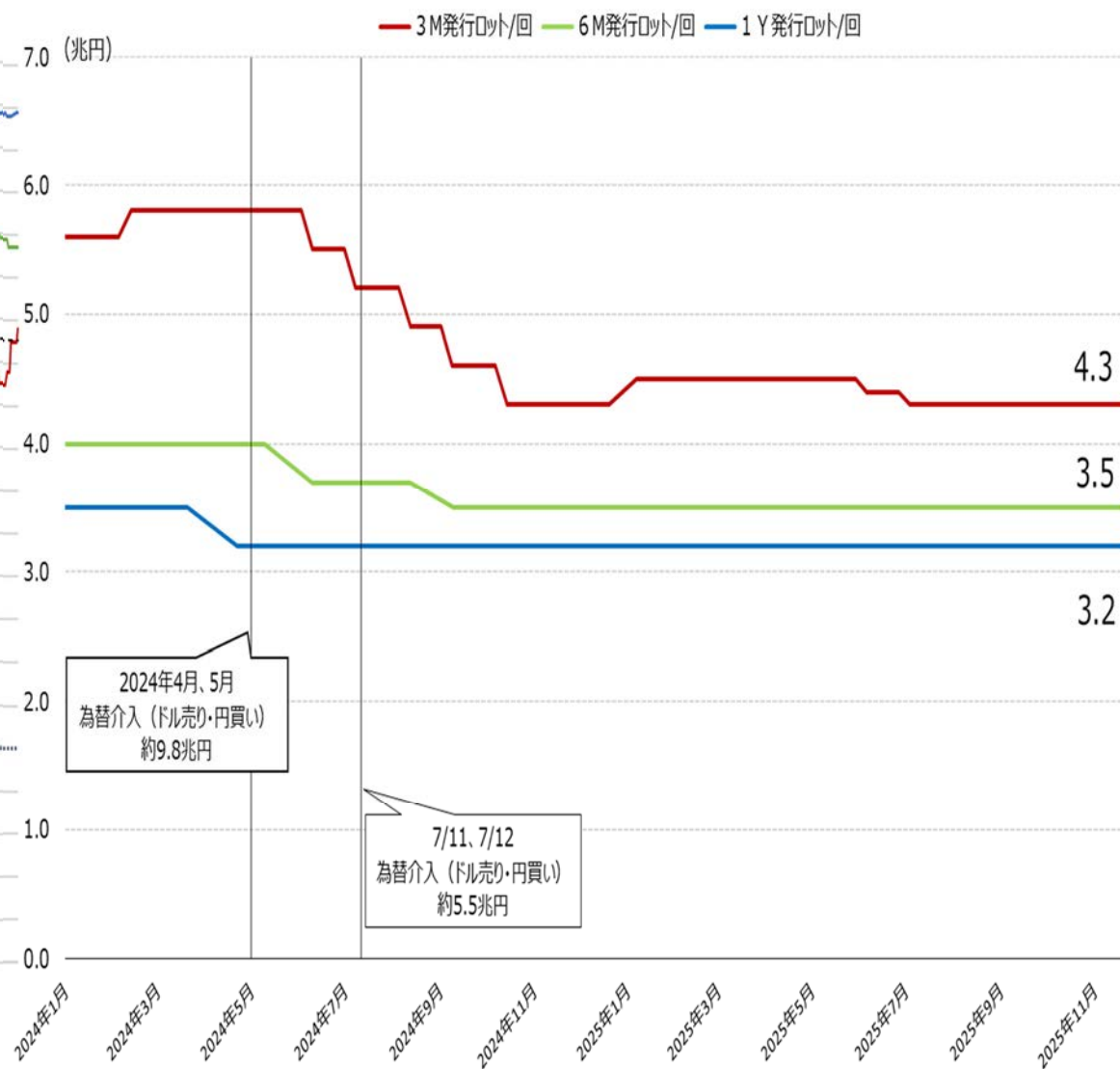


T-bill金利及び発行ロットの推移

【T-bill金利】



【入札 1 回あたりの発行ロット】



国債発行計画を巡る追加対応のポイント

- 課題は、国債保有者の日本銀行から別主体へのスムーズな移行
- 国内機関投資家に加え海外や家計も含めた投資家層の拡大に向け、国債発行を巡る丁寧な説明と、計画の柔軟性が重要
- 定期的な市場参加者との対話を通じて需給動向を調査・評価、必要に応じて計画を修正することが選択肢の1つ
- 予見可能性と柔軟性はトレードオフの関係も、予め評価の時期を決めておけば、予見可能性の低下を抑制可能

【国債発行計画の発表頻度を巡るトレードオフ】

計画発表頻度	予見可能性	柔軟性
年1回計画発表(現行方式)	高い	低い
半期/四半期に 一度計画発表?		
年複数回計画発表	低い	高い

出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

参考資料

令和7年度国債発行計画（6月変更後）（1/2）

令和7年度国債発行予定額

<発行根拠法別発行額>

（単位：億円）

区 分	令和7年度当初	令和7年度6月変更後	
	(a)	(b)	(b)-(a)
新規国債	286,471	286,471	—
建設国債	67,910	67,910	—
特例国債	218,561	218,561	—
復興債	1,211	1,211	—
GX経済移行債	7,258	7,258	—
子ども特例債	11,397	11,397	—
財投債	100,000	100,000	—
借換債	1,362,231	1,362,231	—
国債発行総額	1,768,568	1,768,568	—

<消化方式別発行額>

（単位：億円）

区 分	令和7年度当初	令和7年度6月変更後	
	(a)	(b)	(b)-(a)
カレンダーベース 市中発行額	1,723,000	1,718,000	▲ 5,000
第Ⅱ非価格 競争入札	69,480	67,992	▲ 1,488
年度間調整分	▲ 69,912	▲ 68,729	1,184
市中発行分 計	1,722,568	1,717,264	▲ 5,304
個人向け販売分	46,000	51,304	5,304
公的部門（日銀乗換）	—	—	—
合 計	1,768,568	1,768,568	—

※1 令和7年度の市中からの買入消却については、市場の状況や市場参加者との意見交換も踏まえ、必要に応じて実施する。

※2 令和7年度における前倒債の発行限度額は55兆円。

(注1) 各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。

(注2) カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ額を定めた入札により定期的に発行する国債の4月から翌年3月までの発行予定額（額面）の総額をいう。

(注3) 第Ⅱ非価格競争入札とは、価格競争入札における加重平均価格等を発行価格とする、価格競争入札等の結果公表後に実施される国債市場特別参加者向けの入札をいう（価格競争入札等における各国債市場特別参加者の落札額の10%を上限）。令和7年度の第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額については、当該入札を実施する国債（40年債、30年債、20年債、10年債、5年債及び2年債）のカレンダーベース市中発行額の6%を計上している。

(注4) 年度間調整分とは、前倒債の発行や出納整理期間発行を通じた、前年度及び後年度との調整分をいう。

令和7年度国債発行計画（6月変更後）（2/2）

<カレンダーベース市中発行額>

（単位：兆円）

区 分	令和7年度当初				(年間発行額：a)	令和7年度6月変更後				(年間発行額：b)	(b)−(a)
	(1回あたり)					(1回あたり)					
40年債	0.5	×	6	回	3.0	0.5 0.4	×	1 5	回	2.5	▲0.5
30年債	0.8	×	12	回	9.6	0.8 0.7	×	3 9	回	8.7	▲0.9
20年債	1.0	×	12	回	12.0	1.0 0.8	×	3 9	回	10.2	▲1.8
10年債	2.6	×	12	回	31.2	2.6	×	12	回	31.2	−
5年債	2.4	×	12	回	28.8	2.4	×	12	回	28.8	−
2年債	2.6	×	12	回	31.2	2.6 2.7	×	6 6	回	31.8	0.6
割引短期国債					40.8					42.9	2.1
10年物価連動債	0.25	×	4	回	1.0	0.25	×	4	回	1.0	−
クライメート・ トランジション国債					1.2					1.2	−
流動性供給入札					13.5					13.5	−
計	172.3					171.8					▲0.5

（表1）割引短期国債の年別発行予定額

年 限	令和7年度当初				令和7年度6月変更後			
	（a）				（b）			
1年	3.2	×	12	回	38.4	3.2 3.3	×	9 3
6か月	0.4	×	6	回	2.4	0.7	×	6

（表2）クライメート・トランジション国債の年別発行予定額

年 限	令和7年度当初				令和7年度6月変更後			
	（a）				（b）			
10年	0.3	×	2	回	0.6	0.3	×	2
5年	0.3	×	2	回	0.6	0.3	×	2

（表3）流動性供給入札のゾーン別発行予定額

区 分	令和7年度当初		令和7年度6月変更後	
	（a）		（b）	
15.5年超 39年未満	2.7		2.3	▲0.4
5年超 15.5年以下	7.8		7.8	-
1年超 5年以下	3.0		3.4	0.4

（注1）市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や発行状況に応じて、発行額を変更する可能性がある。

（注2）40年債については、5月・7月・9月・11月・1月・3月の発行を予定している。

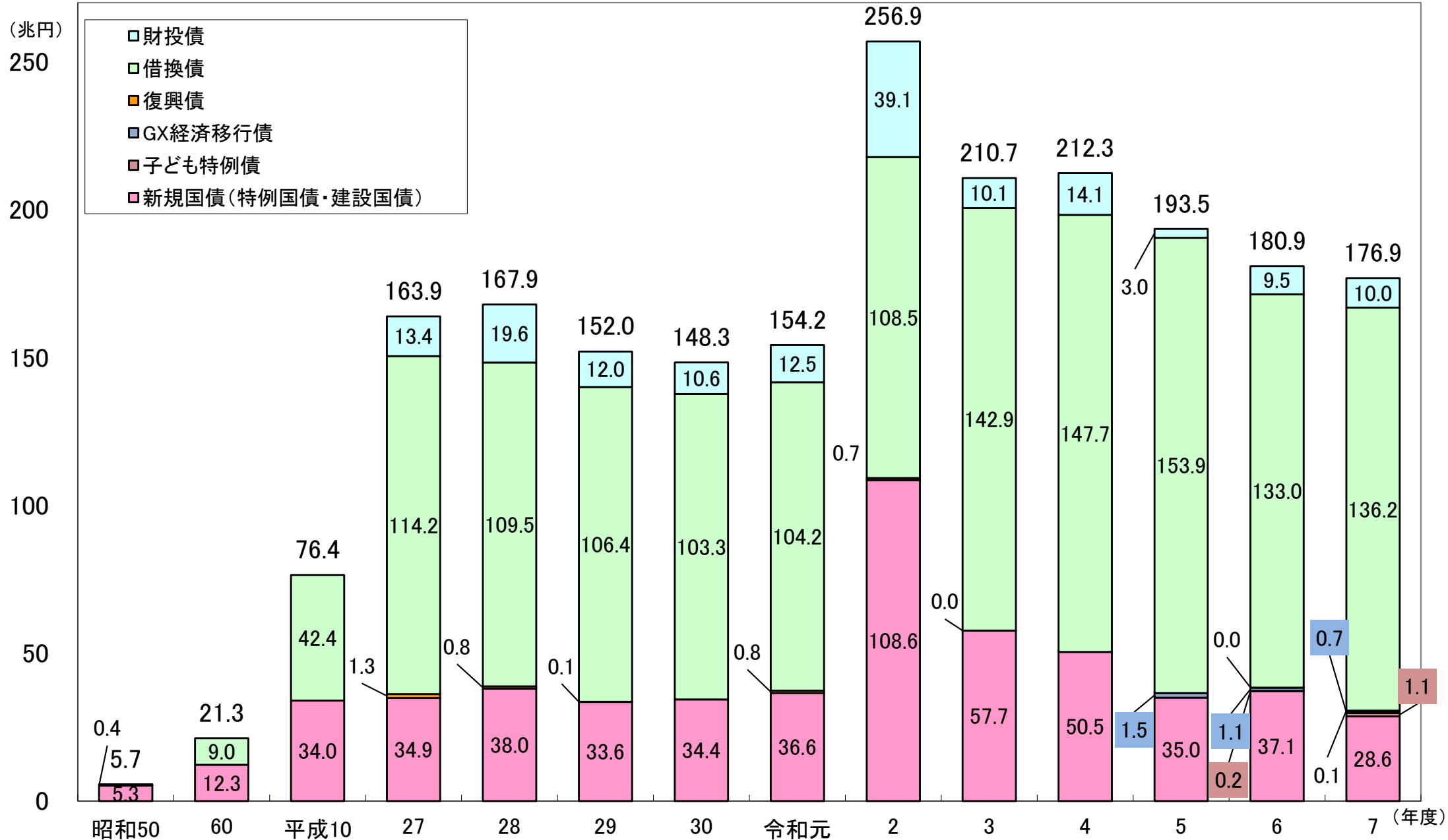
（注3）割引短期国債は、政府短期証券と合わせて国庫短期証券として発行しており、表1の年限区分・発行額で発行することを想定しつつ、市場環境や投資ニーズに応じて、柔軟に年限区分・発行回数・発行額を調整。

（注4）10年物価連動債については、5月・8月・11月・2月の発行を予定し、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて、柔軟に発行額を調整。

（注5）GX経済移行債及びその借換債のうち、資金使途等を定めたフレームワークに基づいて個別銘柄として発行するものが「クライメート・トランジション国債」となる。
10年クライメート・トランジション国債は10月・3月、5年クライメート・トランジション国債は7月・1月の発行を予定し、表2のとおり発行することを想定しつつ、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整。

（注6）流動性供給入札については、表3のゾーン区分・発行額で行うことを想定しつつ、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整。

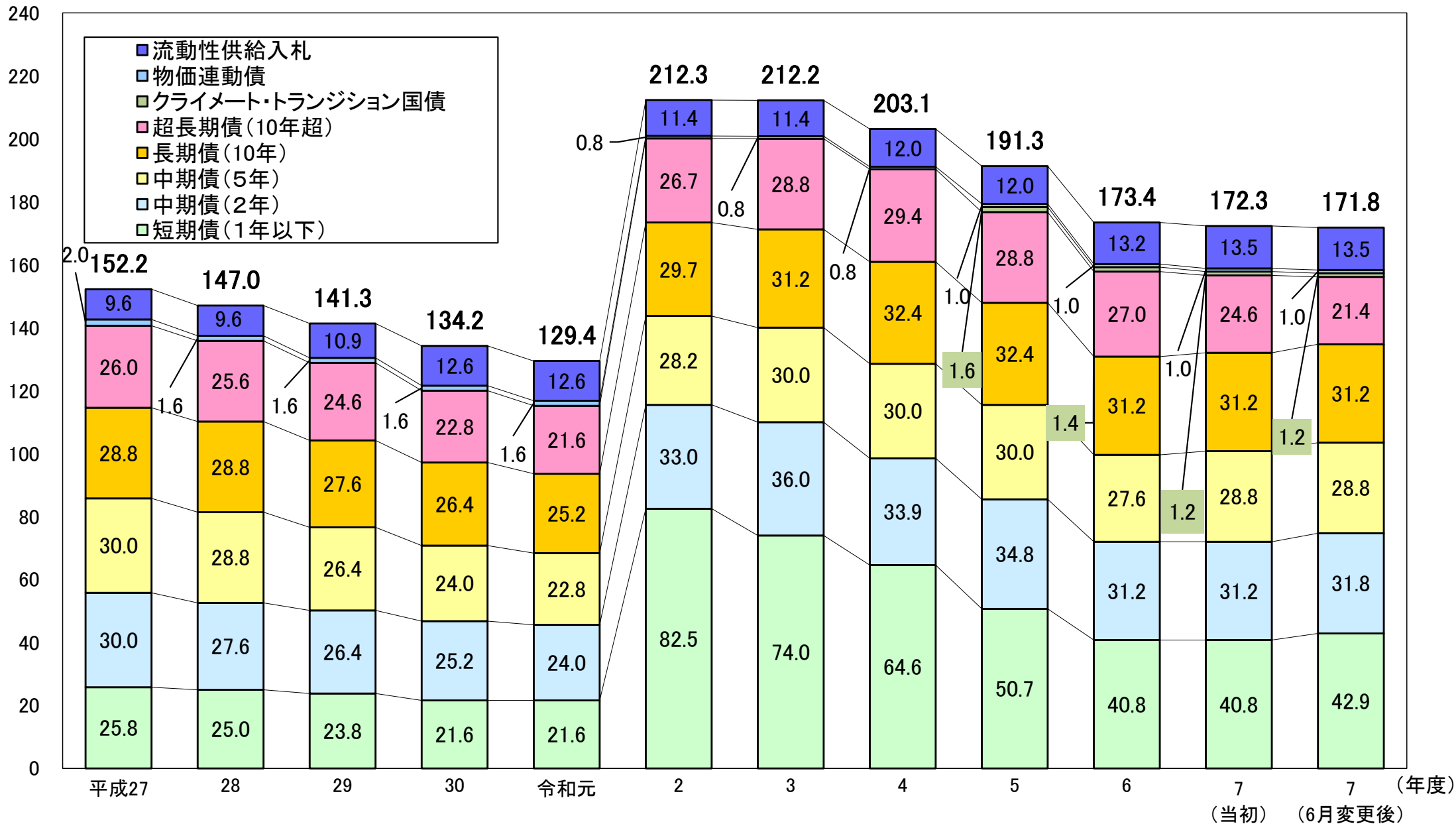
国債発行総額の推移



(注1) 令和6年度までは実績。令和7年度は当初ベース。
 (注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

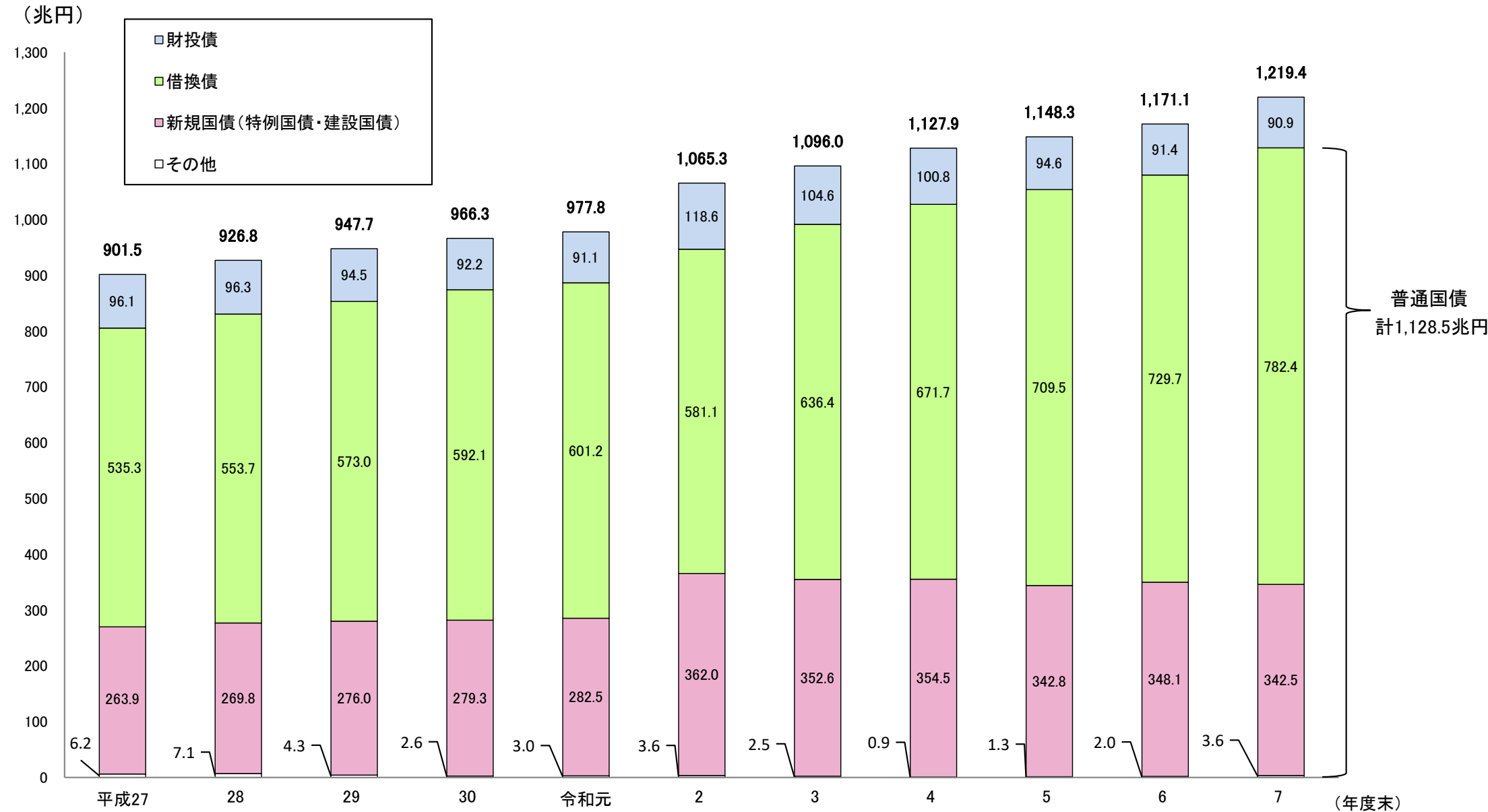
カレンダーベース市中発行額の推移

(兆円)



(注) 令和6年度までは最終変更後ベース。令和7年度は当初ベース・6月変更後ベース。

国債発行残高の推移



(注1) 令和6年度末までは実績。令和7年度末は当初ベース(前倒債55兆円を含む)。

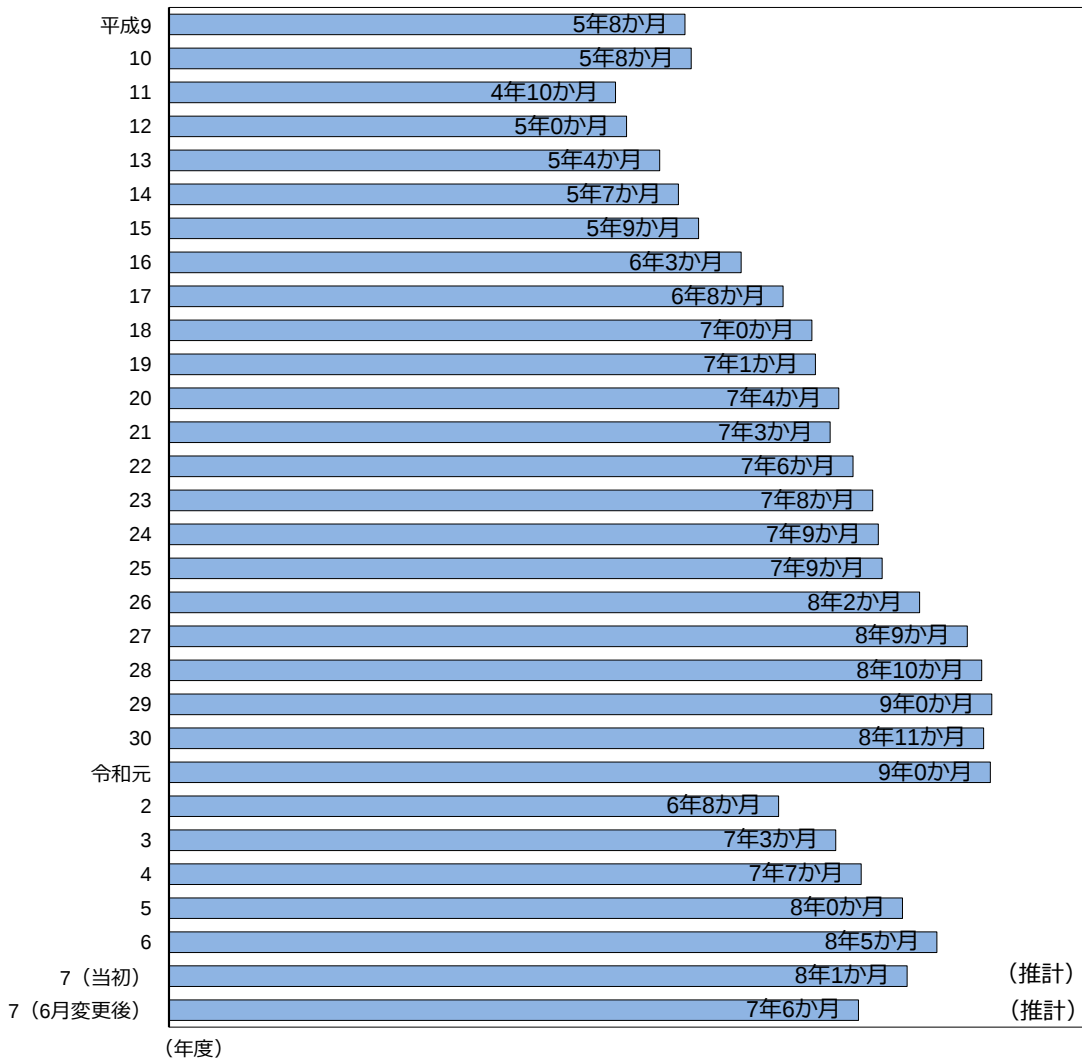
(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

(注3) 「その他」には以下の国債が含まれる。

- ・復興債(平成27年度末～令和7年度末)
- ・年金特例債(平成27年度末～令和4年度末)
- ・GX経済移行債(令和5年度末～令和7年度末)
- ・子ども特例債(令和6年度末～令和7年度末)

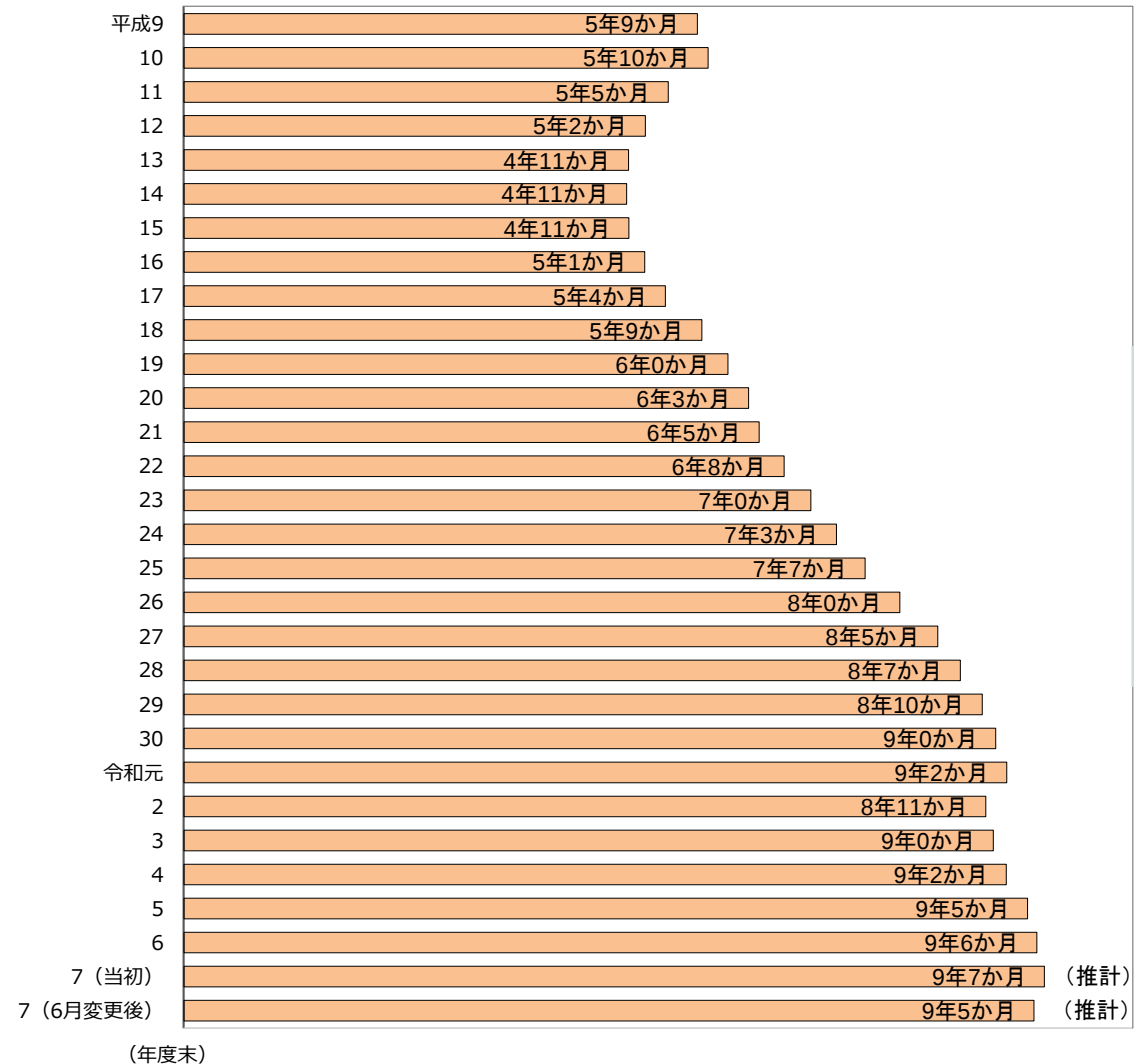
日本国債の平均償還年限

カレンダーベース（フロー）



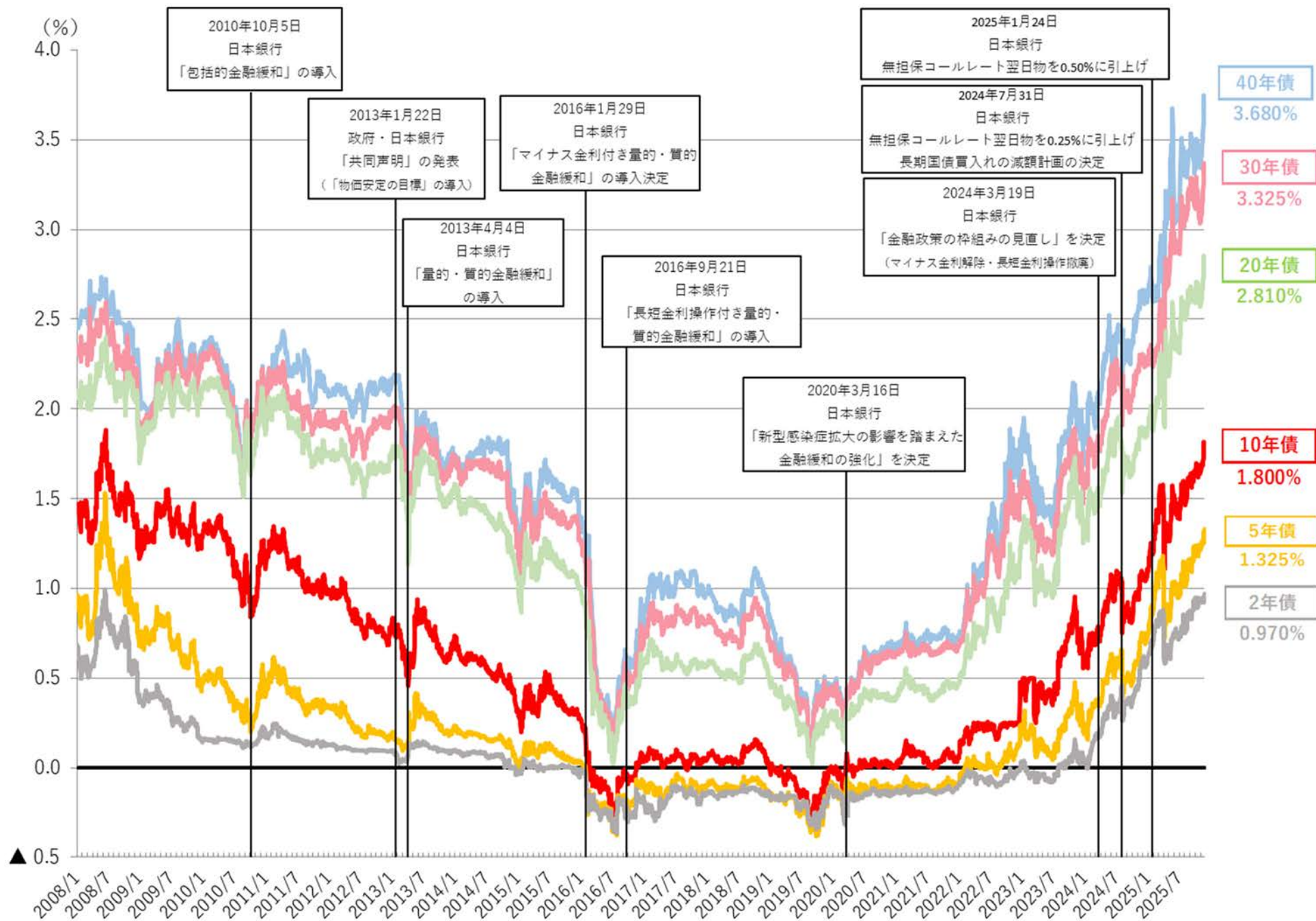
（注） 令和6年度までは実績。令和7年度は当初ベース・6月変更後ベース。

発行残高ベース（ストック）



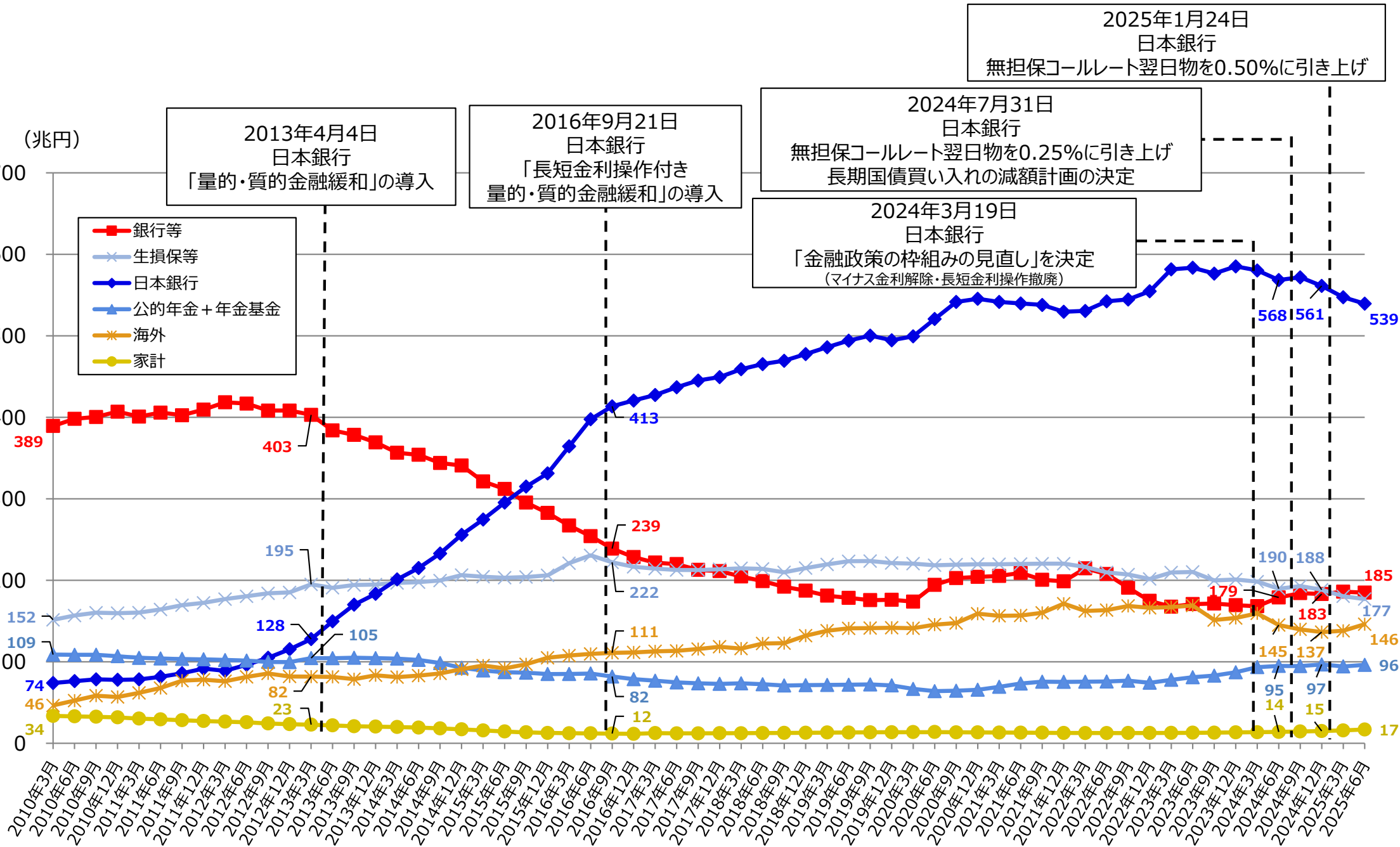
（注） 普通国債残高。令和6年度末までは実績。令和7年度末は当初ベース・6月変更後ベース。

近年の年限別国債金利の推移



(出所) 日本相互証券（単利）終値ベース

国債及び国庫短期証券（T-Bill）の保有者別残高の推移



出所：日本銀行「資金循環統計」

(注1)「国債」は「財投債」を含む。

(注2)「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。

(注3)「生損保等」は「かんぽ生命」を含む。

まとめ

タームプレミアム上昇の背景

1. 主要国の超長期金利が連動して上昇

日本と欧米では金融政策の方向が逆であるにもかかわらず・・・
背景にはタームプレミアムの上昇⇒各国の財政事情を反映か
グローバルQTの影響は
長期金利の連動性が高まると、ショックが伝播しやすい

2. 日本のタームプレミアム(超長期)は世界金融危機時に迫る

需給動向を反映か

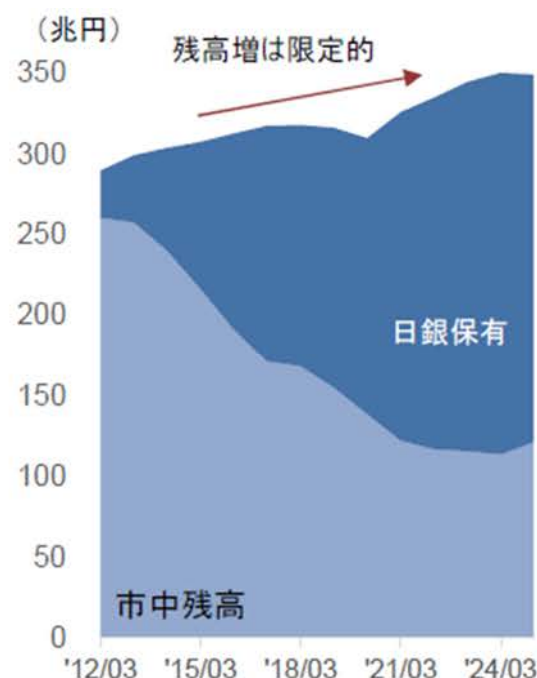
2025年3月期決算から、預金取扱金融機関の国債買い入れ余力を試算
IRRBB規制を満たしつつ国債を増やせる余地は120兆円ほど
ただし、中期債や変動利付債なら買い入れ余力が増す
金利ある世界で預金がシフト⇒コア預金モデルの見直し

国債需給分析：これまでの国債発行残高の推移

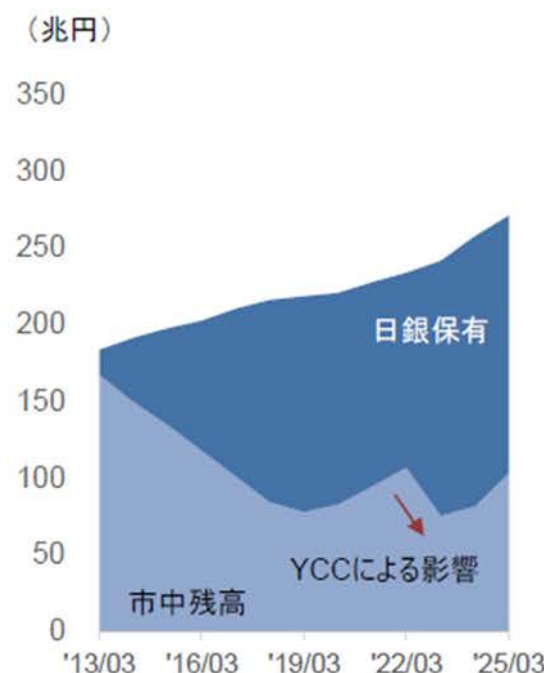
市中残高増加が10年超に集中

- 黒田・前日銀総裁の就任直前(2013年3月末)からの12年間を振り返ると、国債総残高は 1-5年(+50兆円)・6-10年(+87兆円)・10年超(+167兆円)と10年超を中心に増加してきた。一方、市中残高に関しては 量的緩和・YCC・マイナス金利の政策下で 1-5年・6-10年セクターで大きく減少する一方、10年超だけは増加が続いている。
- 「国債発行計画で長期化を目指す動き」+「日銀輪番で超長期債は積極的に購入しないという方針」が組み合わさった結果と見られる。

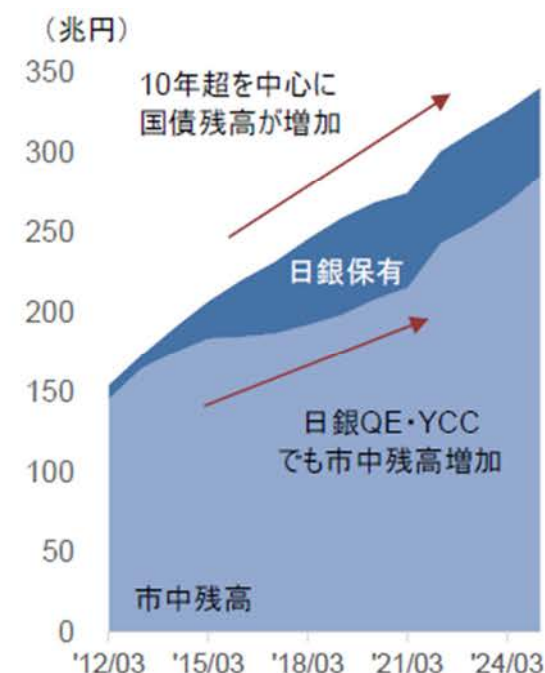
残存1-5年の国債残高



残存6-10年の国債残高



残存10年超の国債残高



Source: J.P. Morgan・MoF

生保の超長期債投資が減速している背景

- 2024年度に生保全42社の国債保有額は2.8兆円減少し、年限別では10年超で-3.1兆円となっていた。責任準備金の減少と整合的。
- (1) ESR対応がほぼ完了、(2) 高めの解約率前提で負債短期化、(3) 責任準備金の伸び鈍化、(4) 30・40年債での運用があまり必要ない一時払保険の販売に注力、(5) 再保険活用で資本効率化や運用高度化、などの要因が複合的に絡み合った結果と見られる。

生保全42社の国債保有額(25年3月末)

Source: J.P. Morgan・各社ディスクロージャー

(兆円)	当預 現預金	JGBs						合計
		-1yr	1-3yr	3-5yr	5-7yr	7-10yr	+10yr	
民間生保合計	8.6	2.9	5.8	7.1	9.9	10.8	91.0	127.4
かんぽ生命	2.0	1.1	3.8	4.7	4.5	3.7	17.7	35.3
農林系生保	0.6	1.2	1.9	1.9	3.6	4.4	25.0	38.1
生保合計	11.2	5.1	11.5	13.8	18.0	18.9	133.6	200.8

全生保の国債保有額 変化(年度別)

Source: J.P. Morgan・各社ディスクロージャー

(兆円)	当預 現預金	JGBs						合計
		-1yr	1-3yr	3-5yr	5-7yr	7-10yr	+10yr	
FY20 → FY21	-0.3	-1.5	+1.1	+1.2	+1.0	+2.1	+0.3	+4.1
FY21 → FY22	+0.3	+1.3	+0.2	+0.9	+0.8	-0.8	+0.9	+3.4
FY22 → FY23	-0.0	-0.0	+0.7	+1.1	+1.6	-2.8	-0.2	+0.3
FY23 → FY24	-0.7	+0.9	+1.5	+0.8	+2.0	-4.9	-3.1	-2.8

生保の超長期債投資が減速している背景

- 2024年度の10年超は-3.1兆円減少。
- 最も残高を増やした社は+7,100億円であったが、一方、最も残高を減らした社は-13,900億円だった。
- 超長期が100億円以上増加した生保が12社に対して、100億円以上減少した生保が17社。
- 個社別で運用戦略・経営環境・販売戦略に大きなバラつきがあり、業界全体のトレンドは薄れつつある。