

国の債務管理に関する研究会（第8回）

参考資料

令和7年5月8日

国債管理政策の基本的目標

国債管理政策は、

- ① 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
 - ② 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること
- という基本的な考え方に基づき運営。

※ 国債を将来にわたって低コストで安定的に発行・管理するためには、財政健全化を推進し、新規財源債の発行額を抑制することが基本。

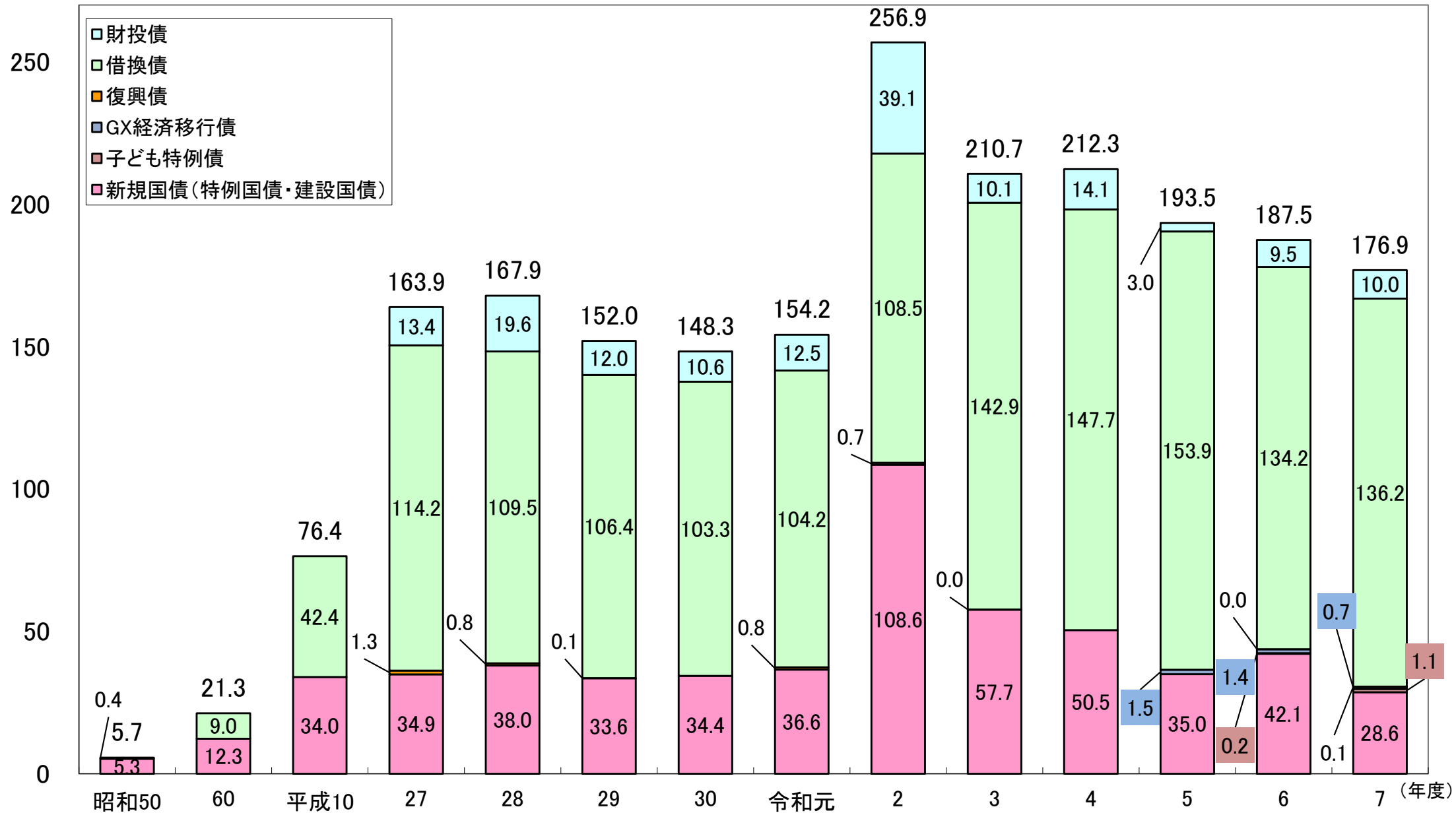
- 上記目標を達成するため、国債発行計画の策定・運営に当たり、「市場との対話」を丁寧に実施し、市場のニーズを十分に踏まえた国債発行に努めてきたところ
- 一方で、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある

⇒ 今後とも大量の国債発行が見込まれる日本においては、**中長期的な需要動向を見極め、より安定的で透明性の高い国債発行を行っていくことが重要**

(注) 海外においても、例えば、米国が「定期的かつ予見可能な発行」(regular and predictable issuance)を債務管理の方針として掲げるなど、一部の国では、機会主義的な債務管理運営に陥るリスクを意識した対応がとられている。

国債発行総額の推移

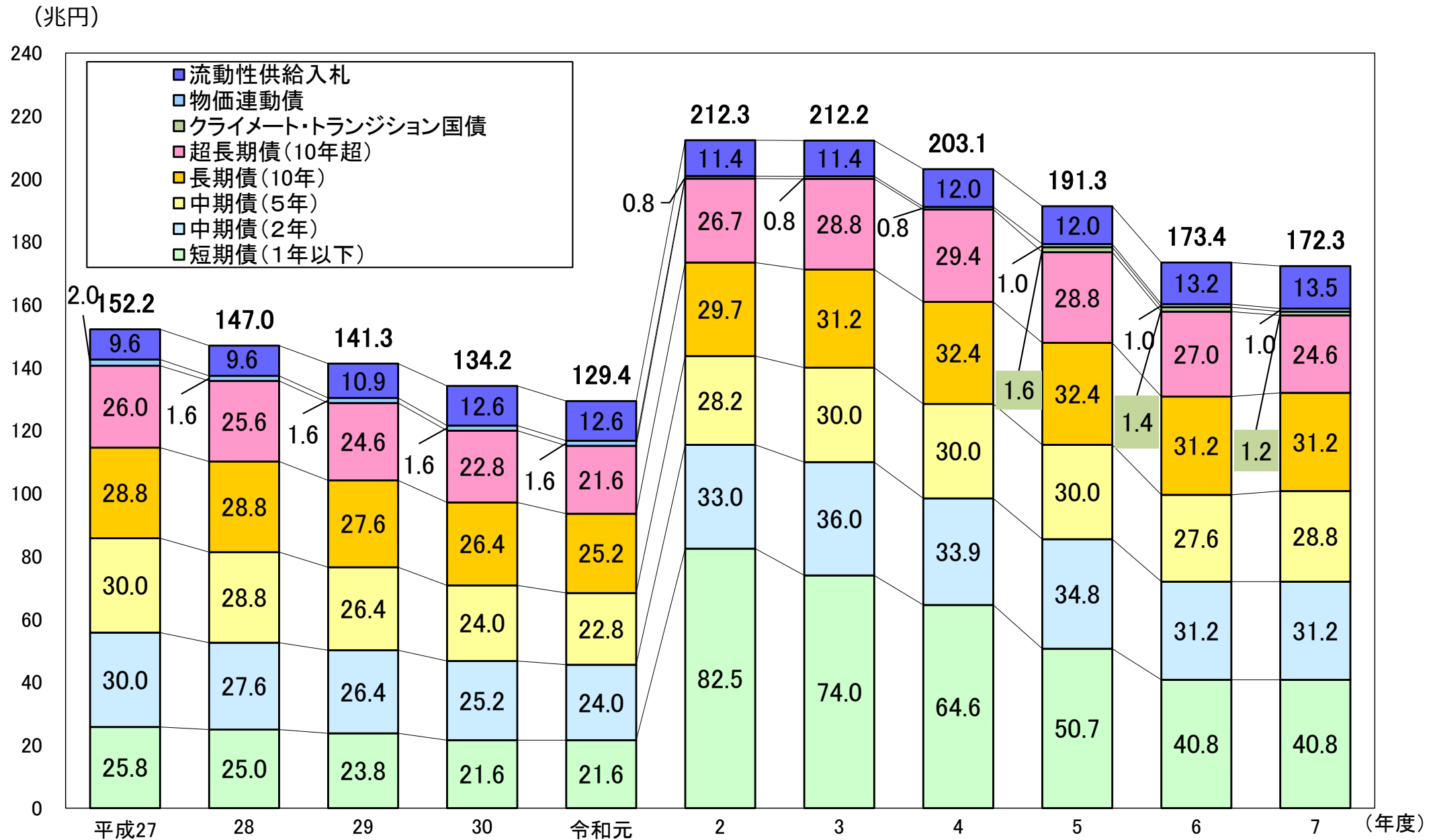
(兆円)



(注1) 令和5年度までは実績。令和6年度は補正ベース。令和7年度は当初ベース。

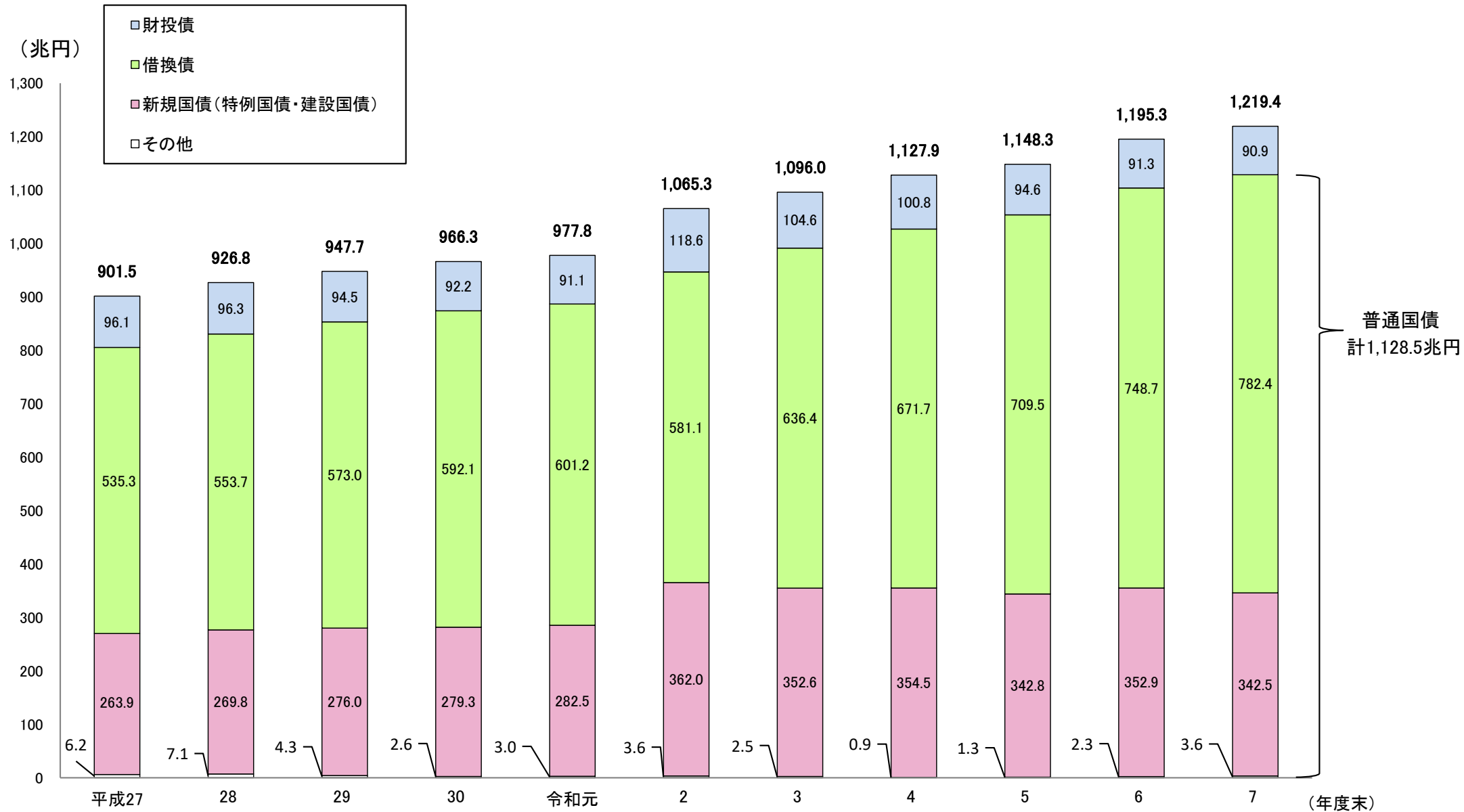
(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

カレンダーベース市中発行額の推移



(注) 令和6年度までは最終変更ベース。令和7年度は当初ベース。

国債発行残高の推移



(注1) 令和5年度末までは実績。令和6年度末は補正ベース(前倒債44.5兆円を含む)、令和7年度末は当初ベース(前倒債55兆円を含む)。

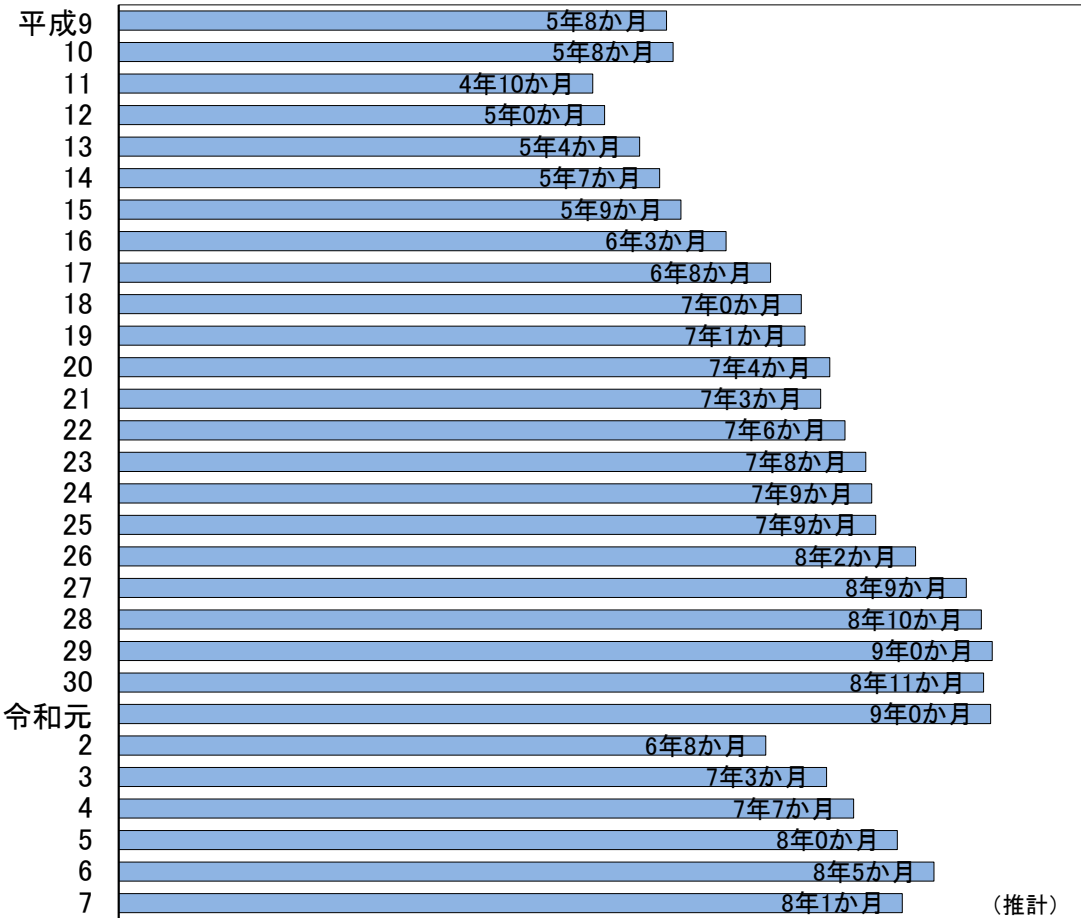
(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

(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

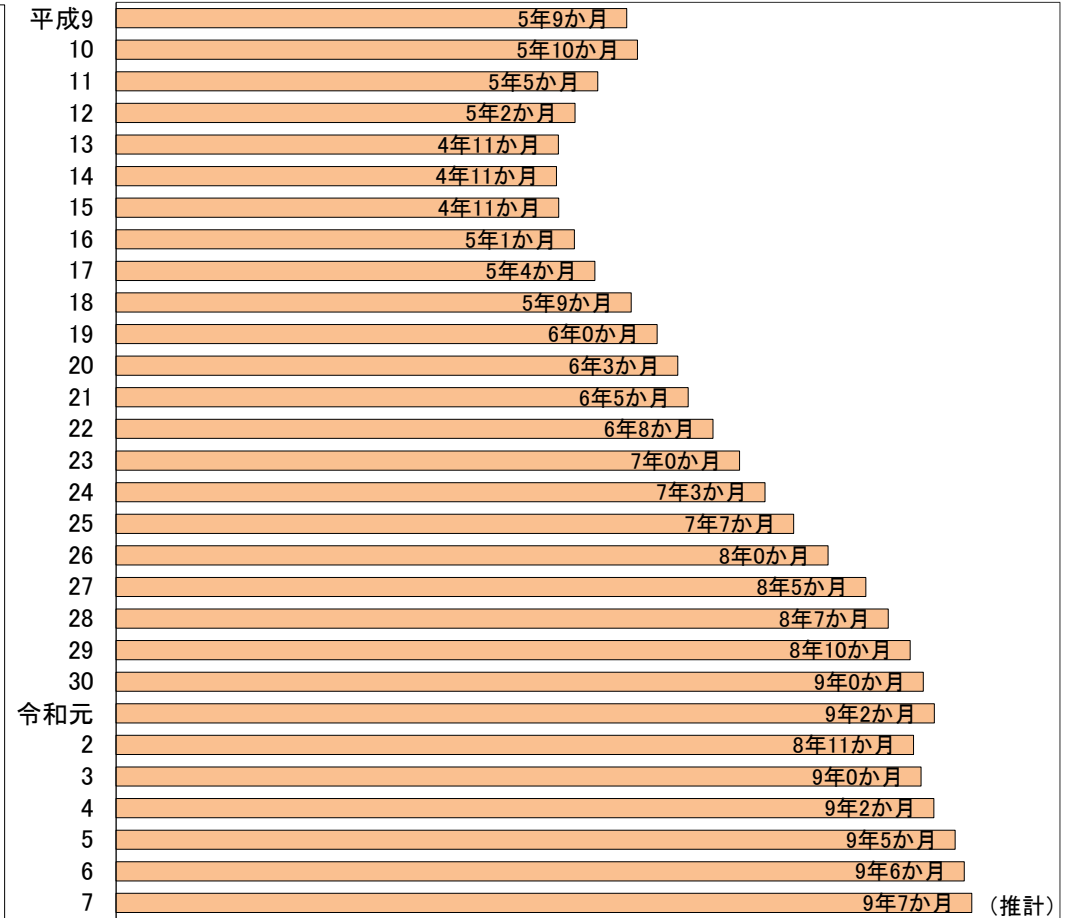
カレンダーベース（フロー）



（年度）

（注）令和6年度までは実績。令和7年度は当初ベース。

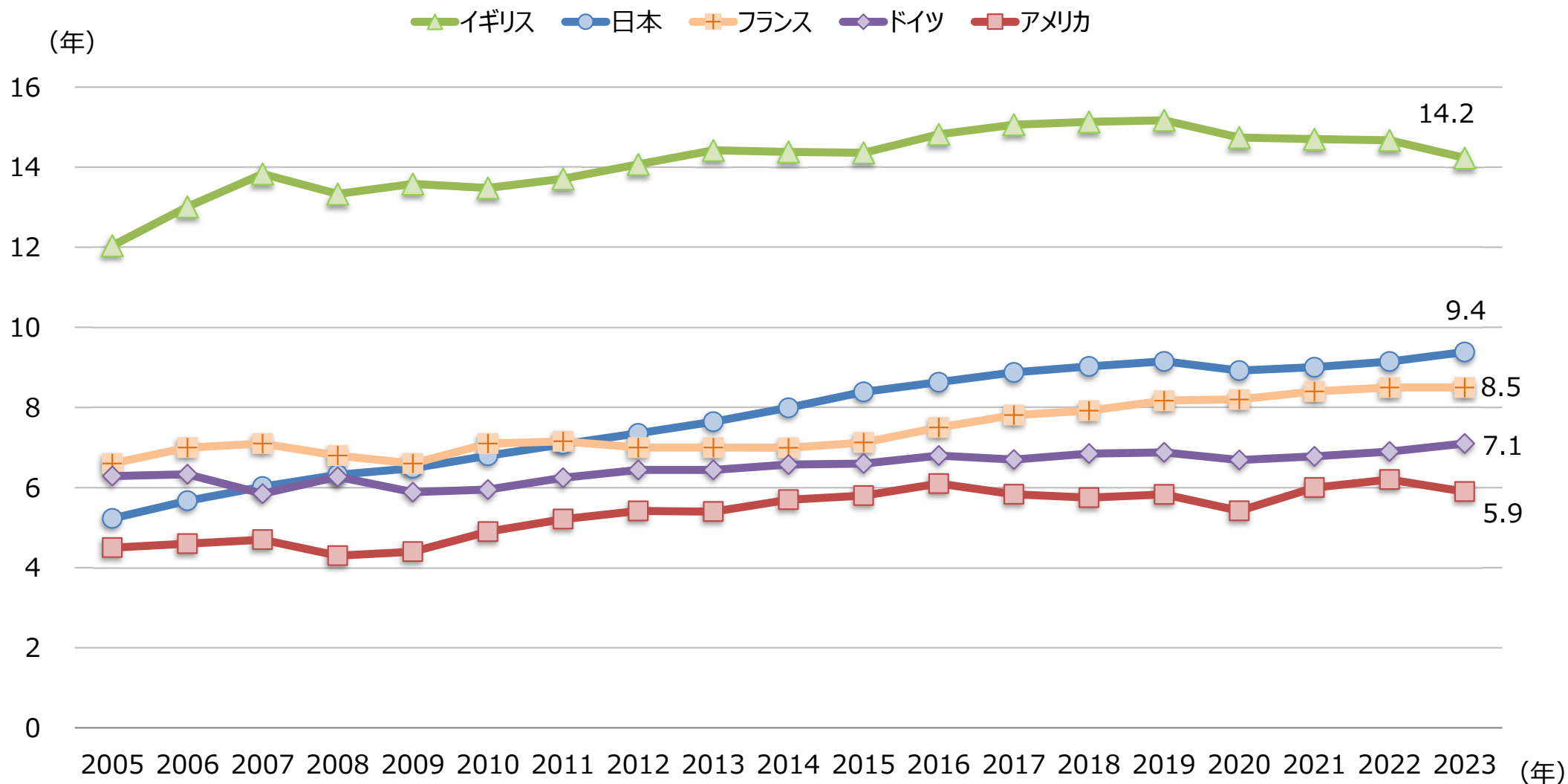
発行残高ベース（ストック）



（年度末）

（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。

諸外国における国債の平均償還年限の推移（ストック）



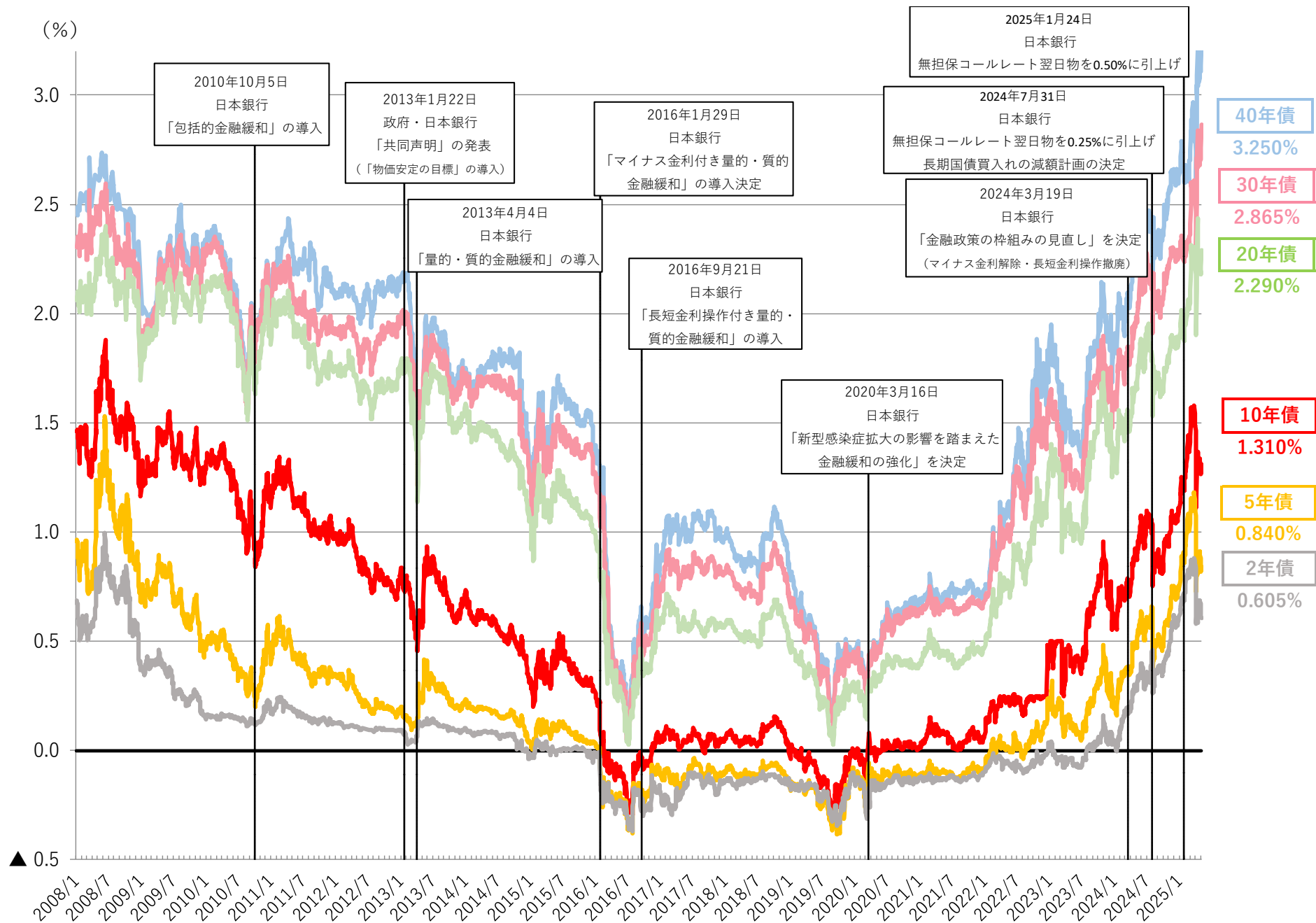
(出所) OECD、各国債務管理当局HP

(注1) 日本は普通国債の発行残高の平均償還年限であり、割引短期国債（TB）を含み、政府短期証券（FB）は含まない。
諸外国は短期債（1年以下）を含む。

(注2) ストックベース。非市場性国債は含まない。

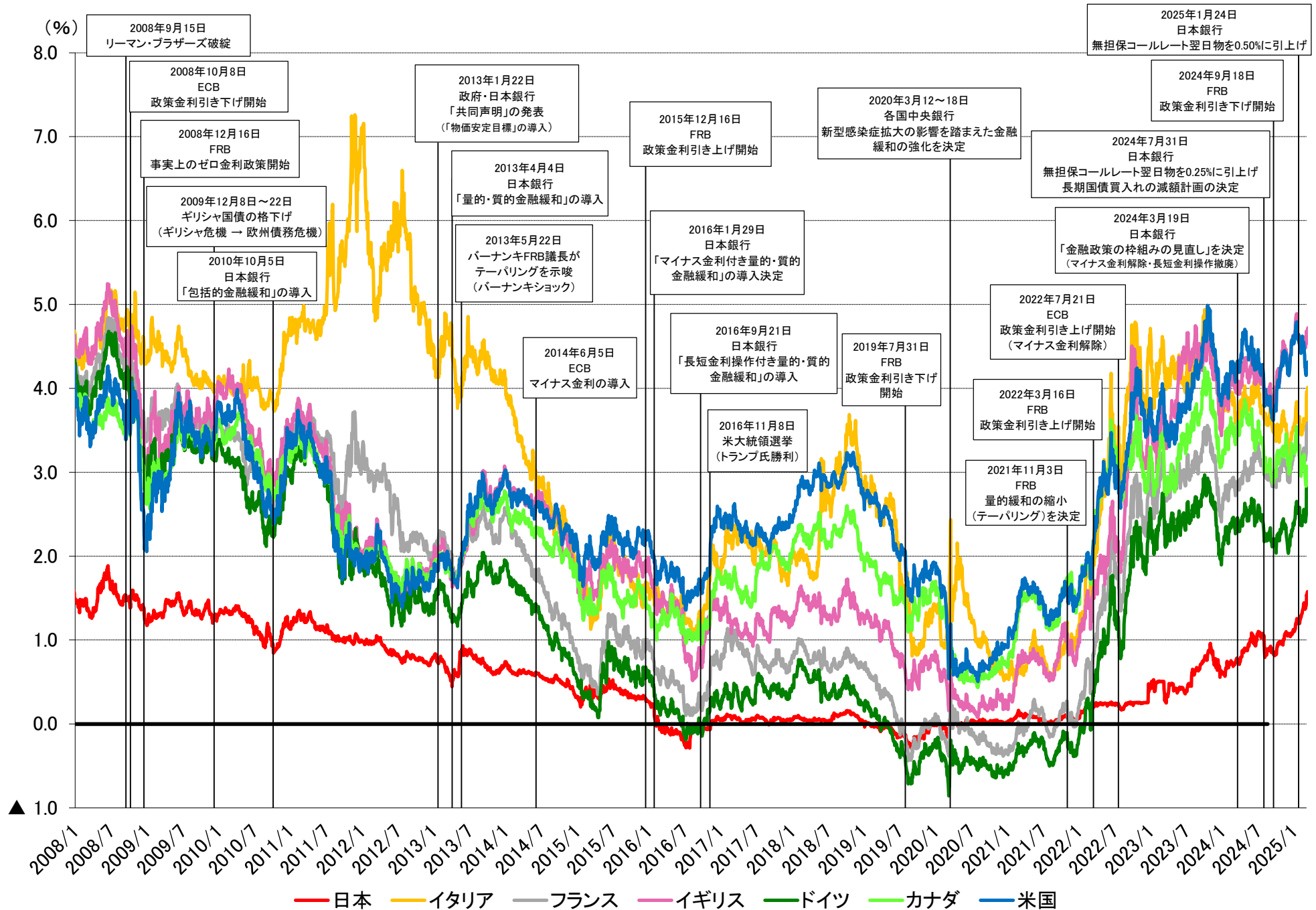
(注3) 日本のみ翌年3月末時点、その他の国は12月末時点。

近年の年限別国債金利の推移

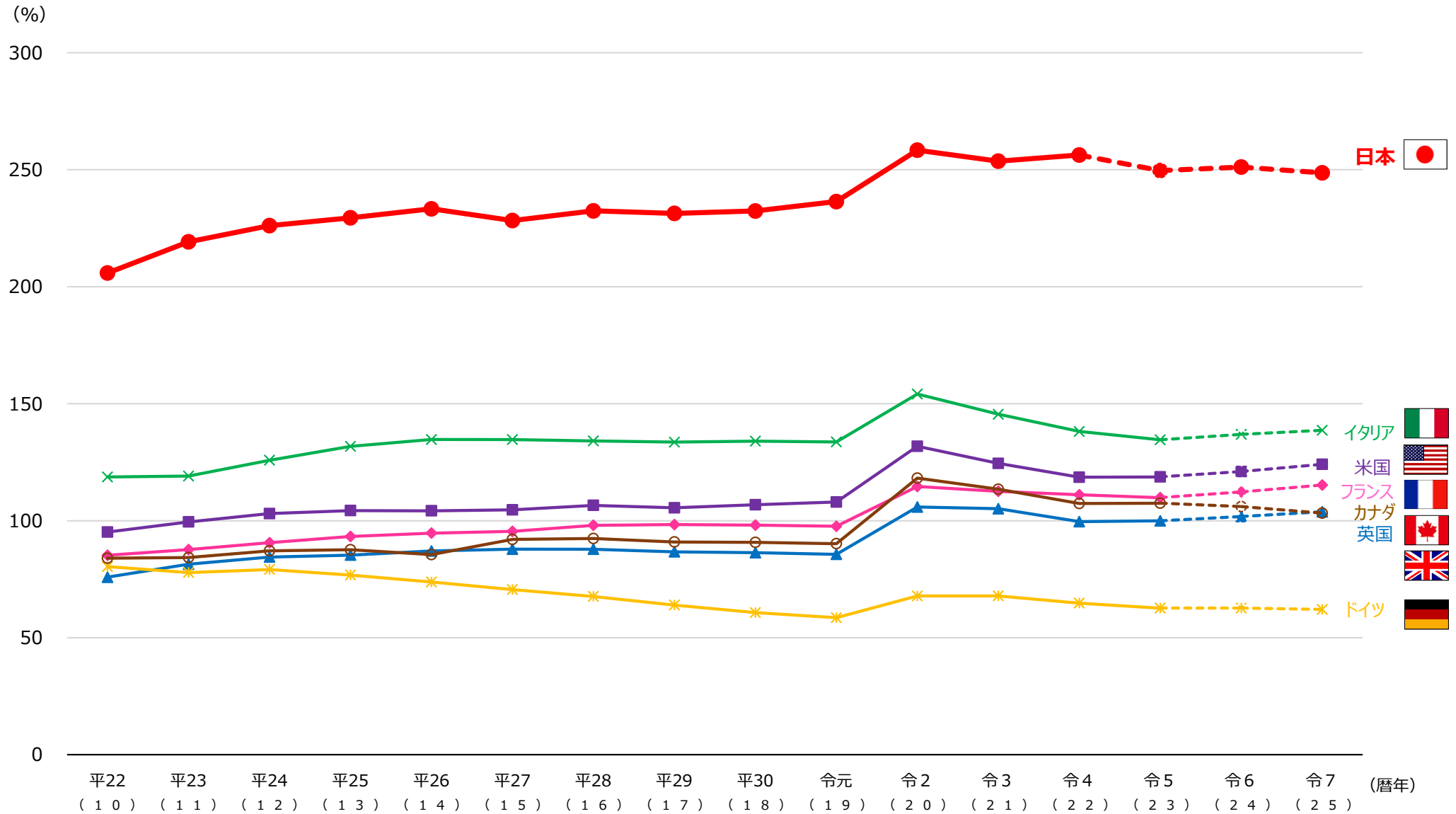


（出所）日本相互証券（単利）終値ベース（5月7日時点）

諸外国の長期金利の推移



債務残高対GDP比の国際比較

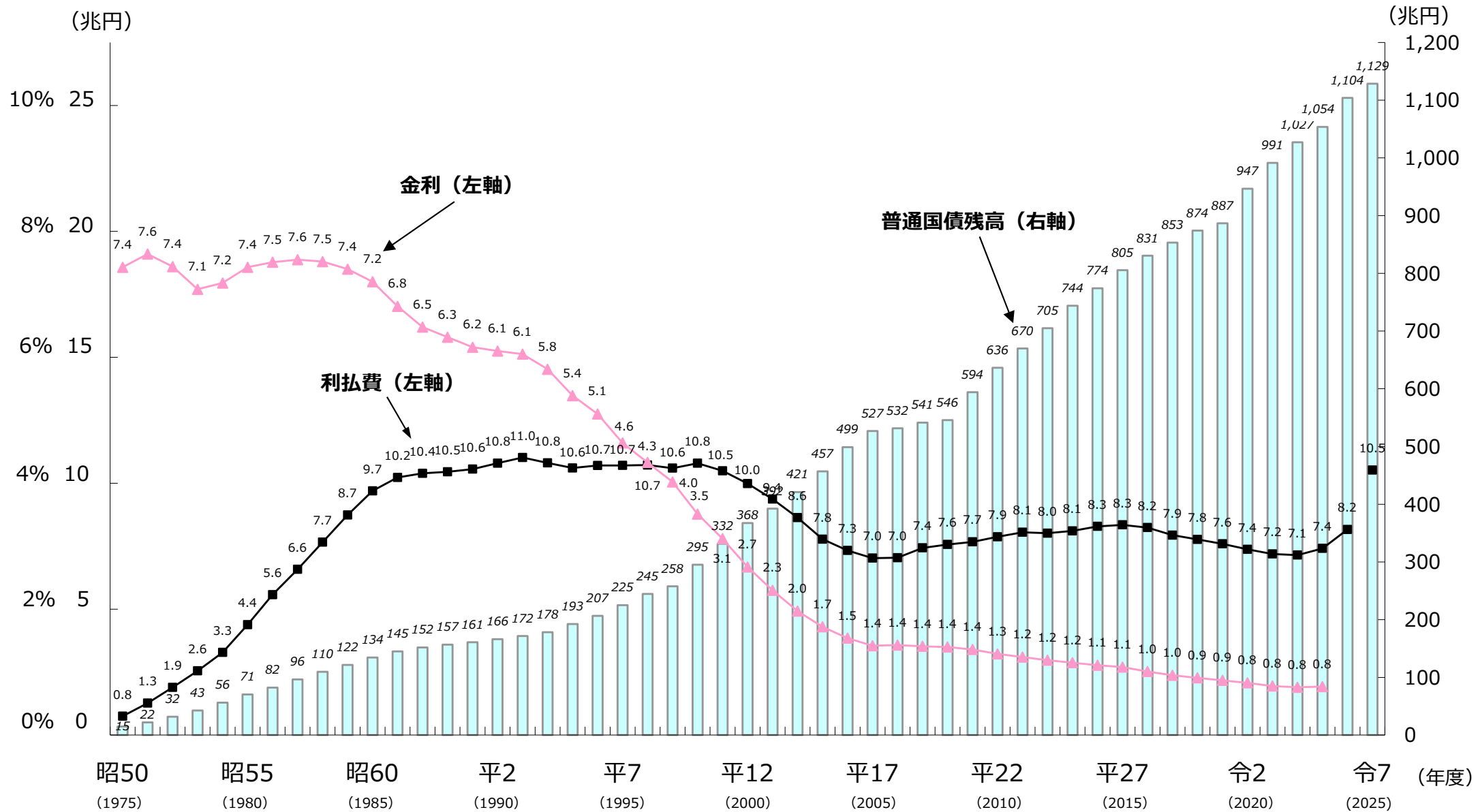


(出所) IMF “World Economic Outlook” (2024年10月)

(注1) 数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。

(注2) 日本は、2023年から2025年が推計値。それ以外の国は、2024年及び2025年が推計値。

利払費と金利の推移



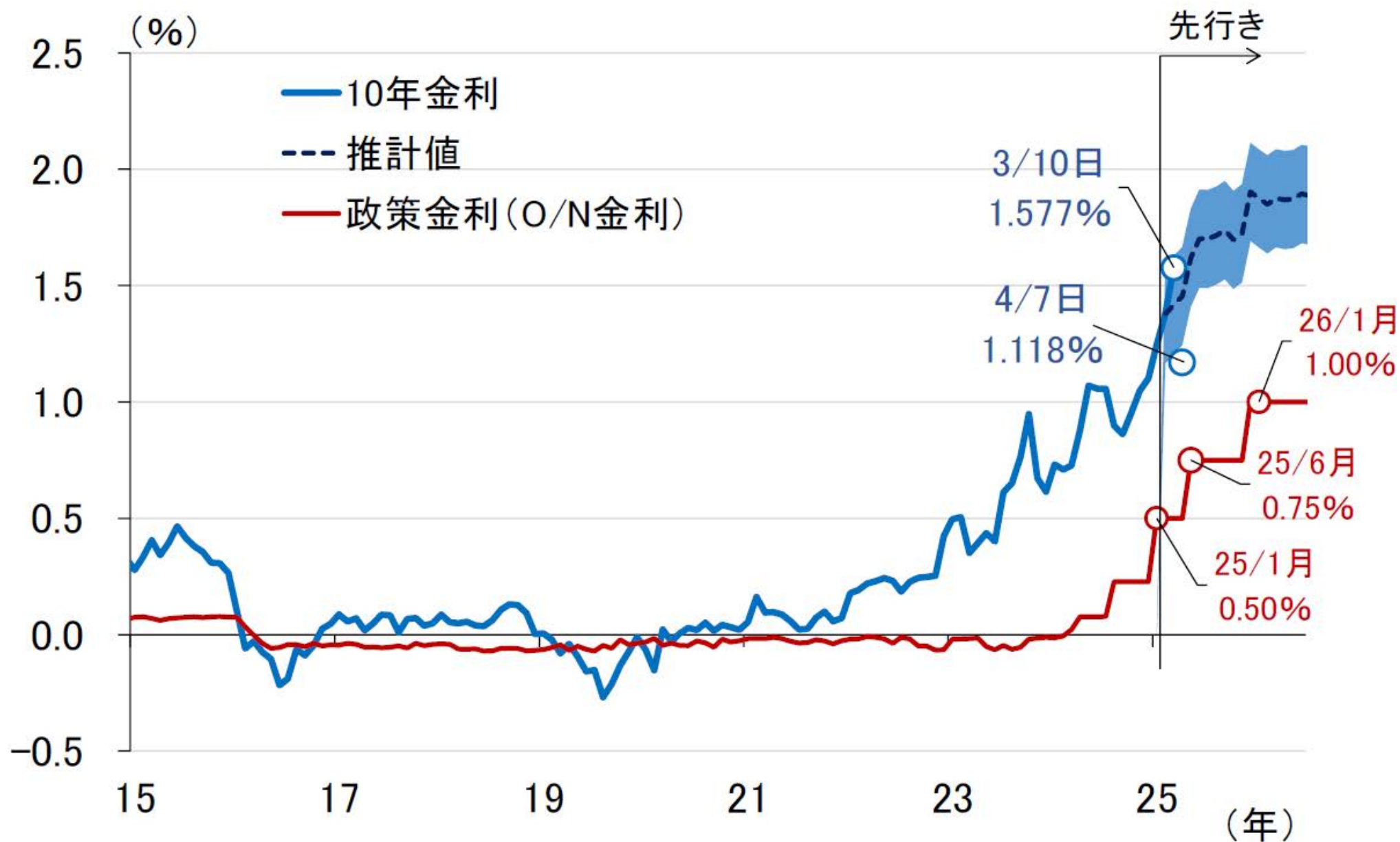
(注1) 利払費は、令和5年度までは決算、令和6年度は補正後予算、令和7年度は予算による。

(注2) 金利は、普通国債の利率加重平均の値を使用。

(注3) 普通国債残高は各年度3月末現在高。ただし、令和6年度は補正後予算、令和7年度は予算に基づく見込み。

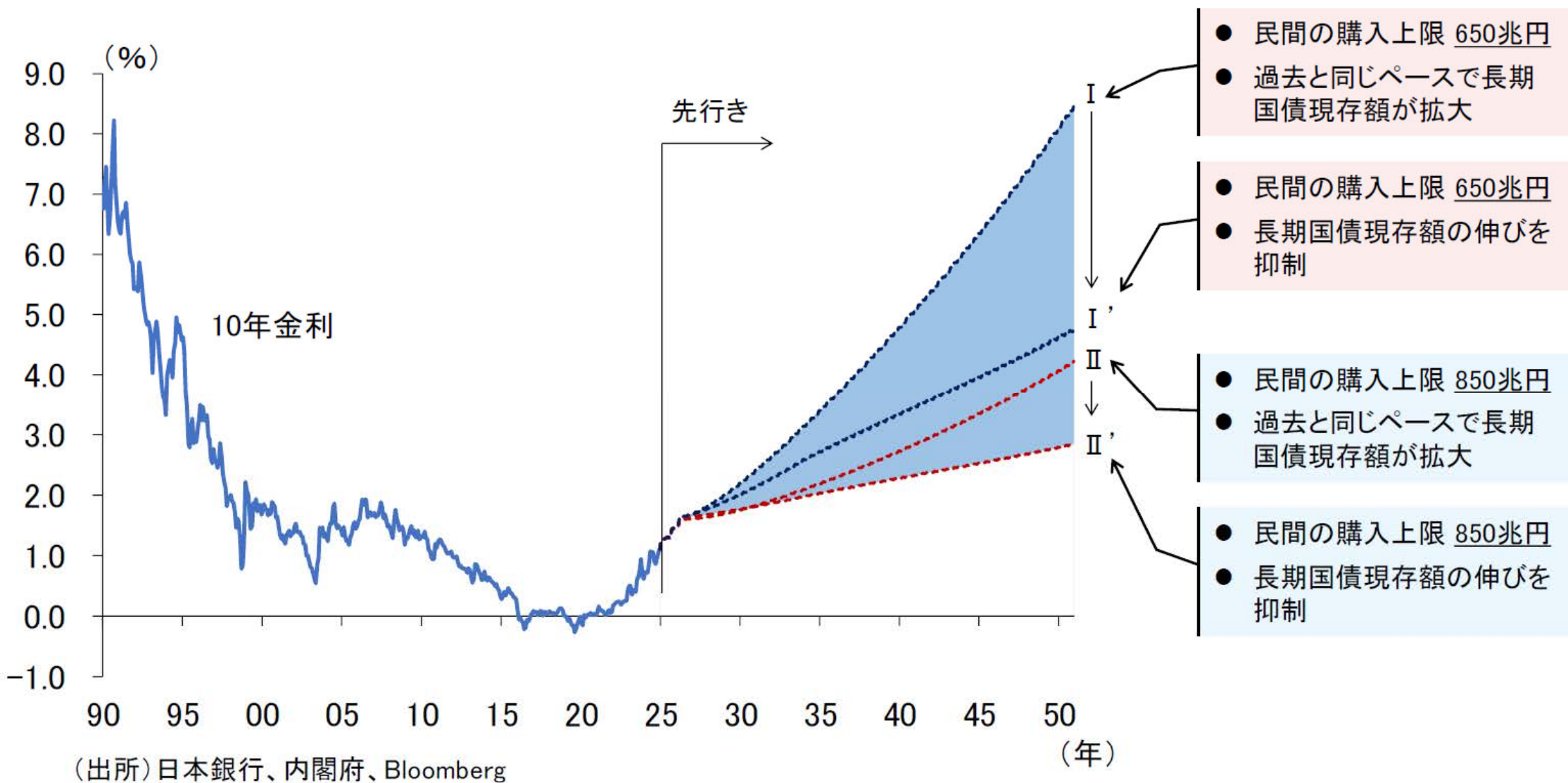
日本の10年金利の先行き

東京財団資料（2025年4月）
より抜粋



民間の吸収余力が限界に達した場合の長期金利

東京財団資料（2025年4月）
より抜粋

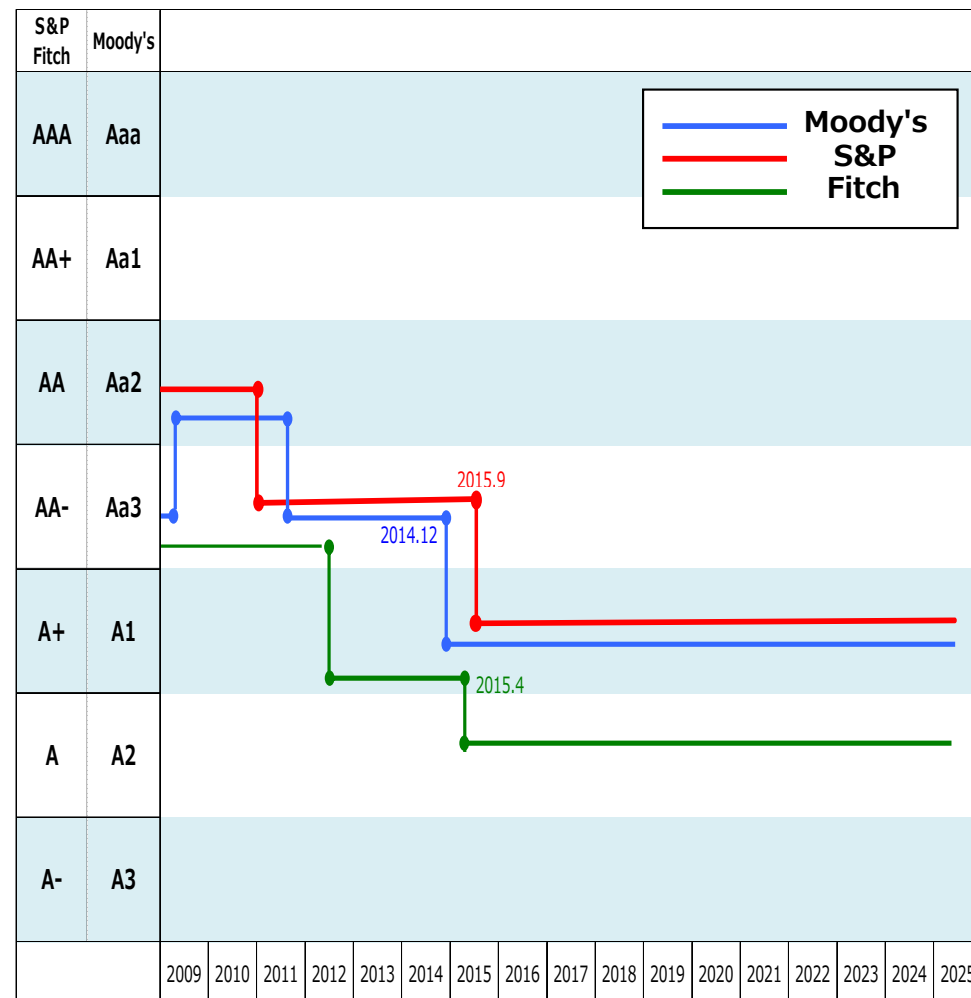


主要格付け会社によるサブリン格付一覧

(自国通貨建長期債務 2025/5/1 現在)

	Moody's	S&P	Fitch
Aaa/AAA	アメリカ(↓) ドイツ カナダ	ドイツ カナダ	ドイツ
Aa1/AA+		アメリカ カナダ	アメリカ カナダ
Aa2/AA	韓国	イギリス 韓国 アイルランド(↑)	アイルランド
Aa3/AA-	イギリス アイルランド フランス	フランス(↓)	韓国 イギリス フランス(↓)
A1/A+	日本 中国(↓)	日本 中国	
A2/A		スペイン ポルトガル(↑)	日本 中国
A3/A-	ポルトガル		スペイン(↑) ポルトガル(↑)
Baa1/BBB+	スペイン(↑)	イタリア	
Baa2/BBB		ギリシャ	イタリア(↑)
Baa3/BBB-	イタリア ギリシャ		ギリシャ
Ba1/BB+			
Ba2/BB			
Ba3/BB-			

主要格付け会社による日本国債格付けの推移



(↑) は、アウトルックがpositiveとなっていることを示す。
(↓) は、アウトルックがnegativeとなっていることを示す。

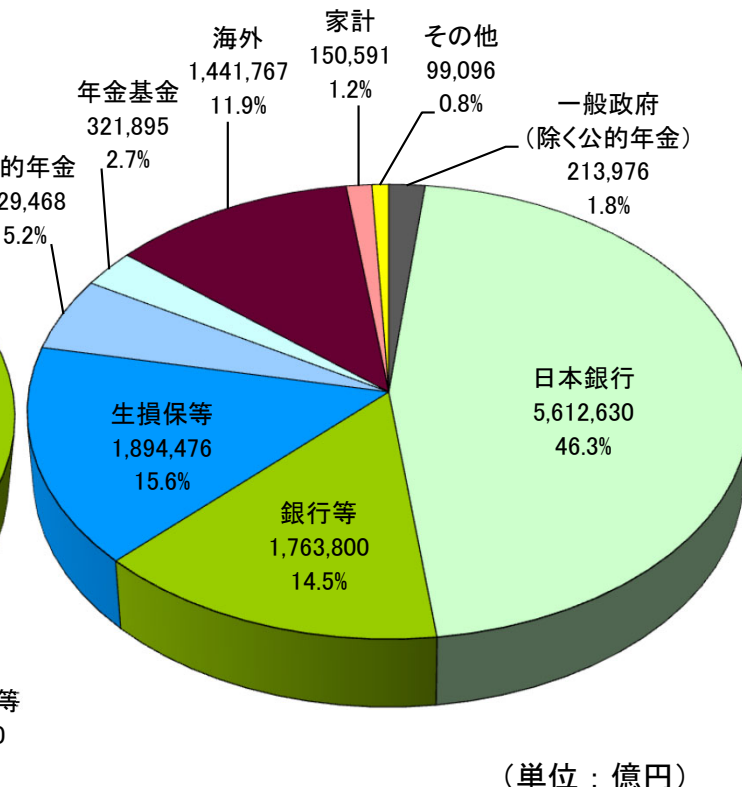
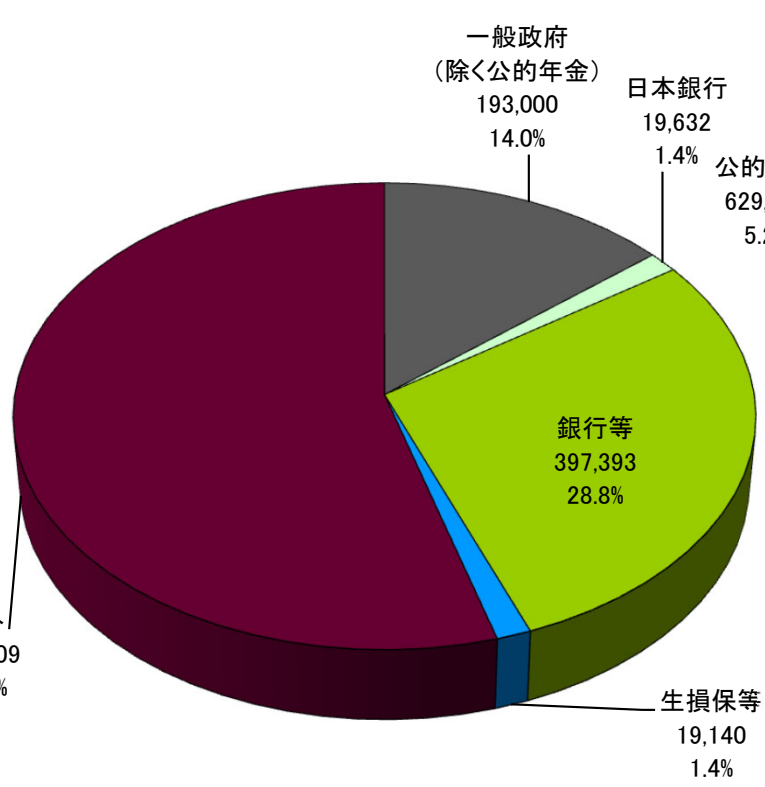
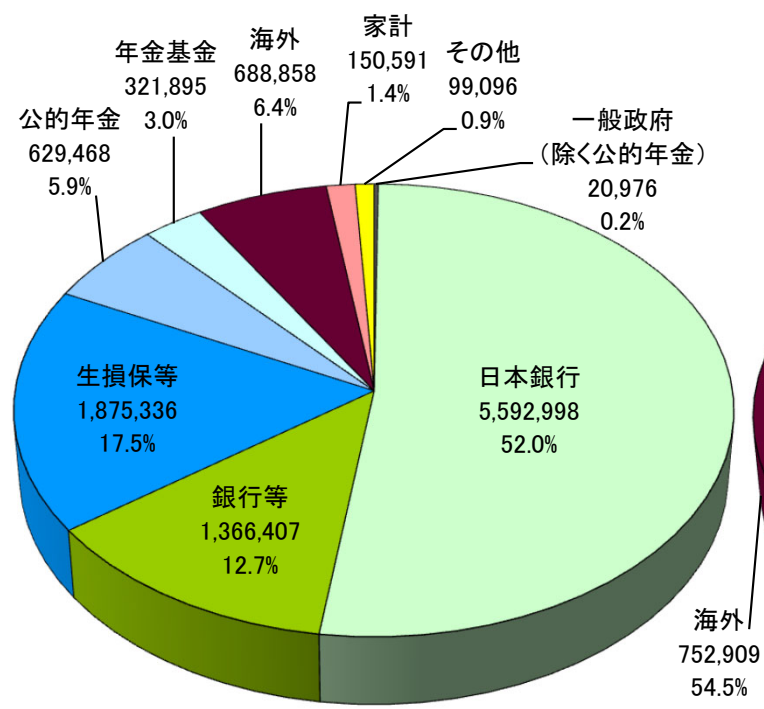
(出所) 各格付会社HP

国債等の保有者別内訳（令和6年12月末（速報））

国債
合計 1,074兆5,625億円

国庫短期証券(T-Bill)
合計 138兆2,074億円

国債及び国庫短期証券(T-Bill)
合計 1,212兆7,699億円



(単位：億円)

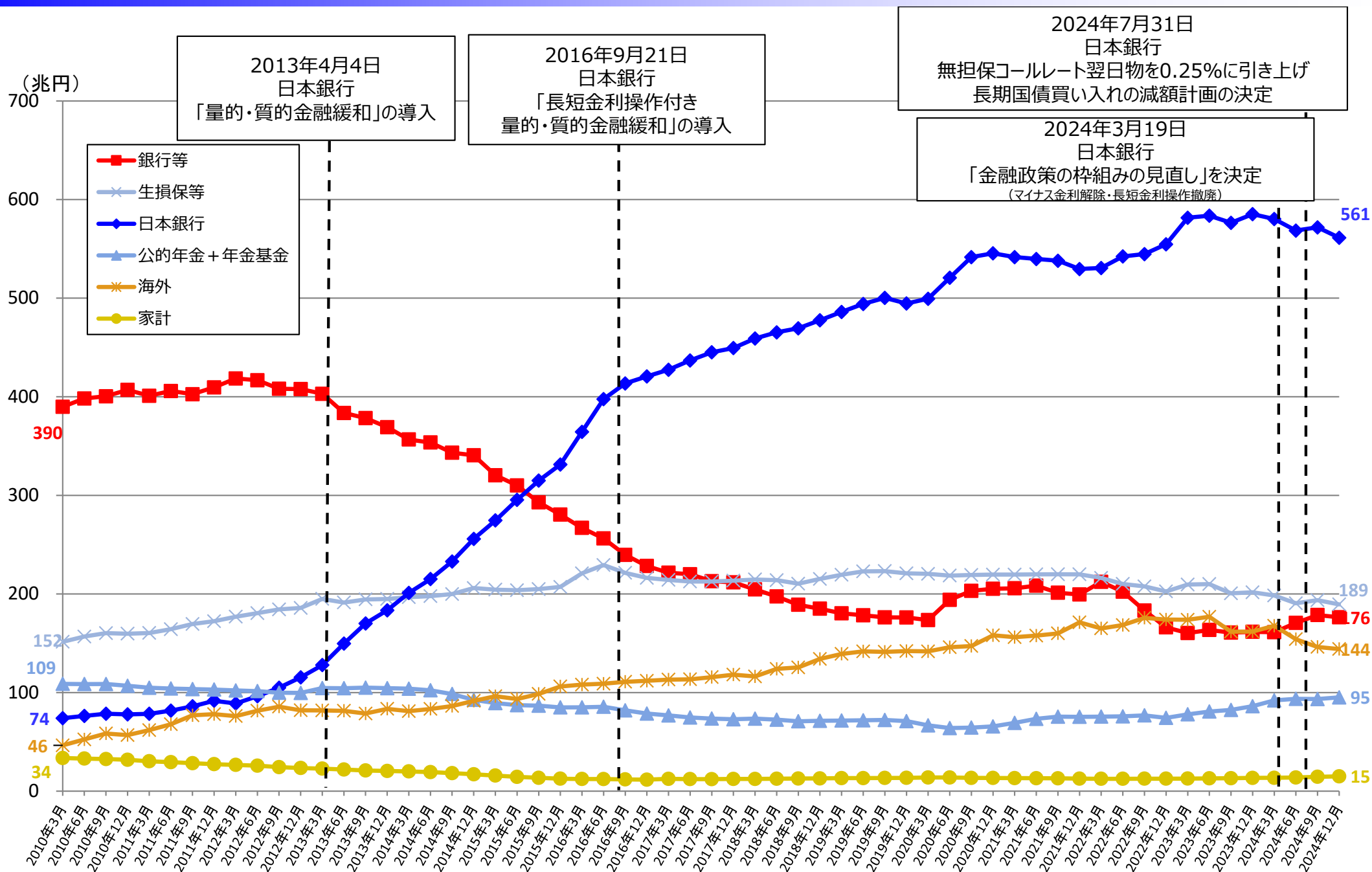
出所：日本銀行「資金循環統計」（令和7年3月21日公表）

（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。

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」（令和7年3月21日公表）

（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。

○財政健全化に向けた取組を着実に進めることを前提として、国債発行当局においては、今般の議論を踏まえた上で、市場のニーズ等に基づき必要な取組の検討を進めていくことを期待する。

1. 各投資主体の国債保有の促進

投資家	今後の取組の方向性
銀行	● 今後銀行が国債保有を増やしていく余地は一定程度存在し、銀行が今後の国債の安定消化に果たす役割は大きいと考えられる。ただし、2013年以降、バーゼルⅢが段階的に実施されるなど、資本等に関する規制やリスク管理の枠組みによる制約がある。 ● 銀行の国債保有を促進する観点からは、今後は、市場の状況やニーズを踏まえつつ、発行年限の短期化や変動利付国債の発行等、市中に供給する金利リスク量の縮減を図る対応も必要となっていくことが考えられる。 ● ただし、発行年限の短期化や変動利付国債の導入は、国が借換リスク・金利リスクを負うことを意味することから、極力新たな国債保有主体の開拓を図ることが重要ではないかとの意見もあったところ。
生保会社 年金	● 規制対応の進捗や日本の人口動態等の構造的な制約を踏まえれば、中長期的に生命保険会社の国債保有額が大幅に増加していくという展望は見込み難いとも考えられる。これまで国債発行当局は生命保険会社のニーズも踏まえ超長期債の発行額を増額してきたが、実際の投資動向を注視しつつ、超長期債の発行額を調整していく必要がある。
個人 投資家等	● 今後は、「貯蓄から投資へ」の流れの中で、個人の預貯金の減少を通じ金融機関等による国債投資に影響が生じ得る。今後の債務管理政策上、国債の安定的な保有主体として期待される個人等が国債の保有を増やしていくことは重要。 ● 他国では、商品性が工夫された個人向け国債や税制優遇措置の適用など、様々な購入促進策が講じられており、そのような他国の事例も踏まえ今後の取組を考えていく必要がある。 ● 運用余地のある余剰資金を抱え、国債を安定的に保有することが期待される主体として、非営利法人や個人経営的な未上場法人等も考えられる。このような層の中には元本保証のない金融商品への投資を避ける傾向がある主体も存在し、こうした投資ニーズに合った商品性の国債があれば、国債保有の促進につながると考えられる。
海外 投資家	● 今後、仮により多くの国債の消化を海外投資家に依存することとなれば、日本の経済・財政運営が海外投資家を含め市場からどのように見られているかを一層意識する必要がある、国債の格付けの維持・向上を含め、国債に対する市場の信認を維持することの重要性も高まる。 ● GX経済移行債を含め、今後の海外IRについては、従来の取組の中心となっている海外投資家の個別訪問に限らずオンラインセミナーも活用することや、官民連携して実施することなど、効果的・効率的にIRを行っていくことが求められる。

2. 市場の流動性・機能度の維持・向上（今後の取組の方向性）

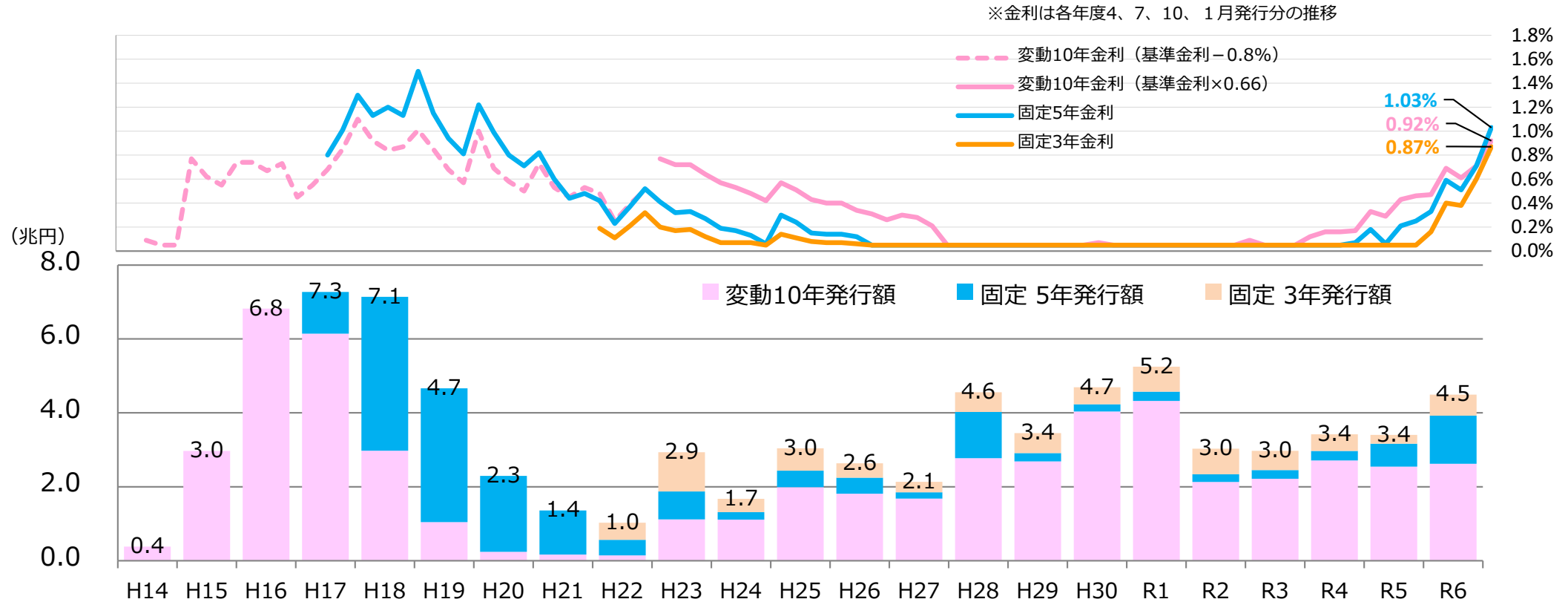
- 中長期的な視点として、市場に大きなショック等が発生した場合に国債発行当局としてどういった対応が可能なのか、他の当局とどのように対応していくのか、あらかじめ十分に備えておくことも重要。また、金融環境が変化していくことも考えられる中、当局間で必要な情報を共有していくことが重要である。

- 2013年以降、バーゼルⅢが段階的に実施されている。
- 本研究会の第3回（2023年6月2日）において、三菱UFJ銀行の関氏が以下の指摘を行った。
 - ① 資本等に関する規制やリスク管理の枠組みによって、預金取扱金融機関による国債の購入余力は、現在日銀が保有する量の一部にとどまる可能性がある。
 - ② IRRBB規制に基づく試算では、預金取扱金融機関による国債の購入余力は日銀保有分（555兆円（※））の3割前後と試算される（※2022年12月時点）。
 - ③ 各種の規制等を考慮した保有余力を基に安定消化を考える必要があり、国債の安定消化に向けた方向性・手段として、国債の発行残高の縮減が重要（金利リスク量減のため、発行年限の短期化や変動利付国債の発行も一考）。

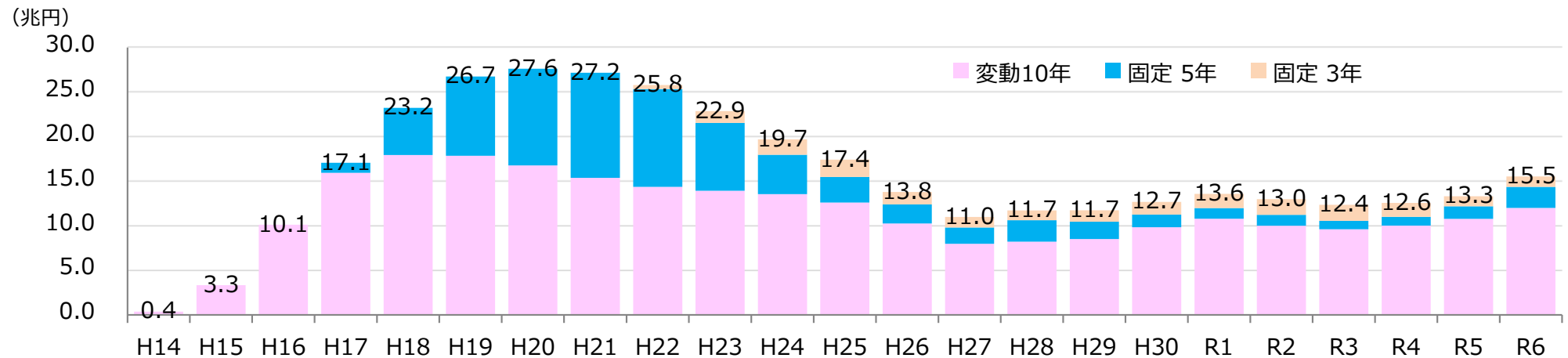
規制等の枠組み	概要
①レバレッジ比率規制	- 総資産等に占める自己資本の割合が一定水準以上となる必要がある。 - 国債購入は総資産等の増加要因となり、対象比率を低下させる。 ※ 特例措置により、日銀への預け金は総資産等から除外される。 ※ 本規制は国際統一基準が適用される金融機関のみが対象。
②IRRBB規制	- 自己資本に占める金利リスク量を一定水準に抑える必要がある。 - 国債購入は金利リスク量の増加要因となり、対象比率を上昇させる。
③VaR (内部リスク管理)	金融機関によるリスク管理上、一定期間に想定される最大損失額（VaR：Value at Risk）を一定の範囲内に抑える必要があり、国債購入はVaRを増加させる。
④有価証券の評価損益	- 資本毀損につながり得る評価損を一定の範囲内に抑える必要がある。 - 国債購入後に金利が上昇すれば、評価損益は悪化し資本毀損につながる。

個人向け国債の発行額の推移

<個人向け国債発行額推移>



<個人向け国債残高推移>



個人向け国債の発行意義・商品性

- 保有者層の多様化に向けて、個人投資家の国債保有促進を図る観点から、個人向け国債を発行。

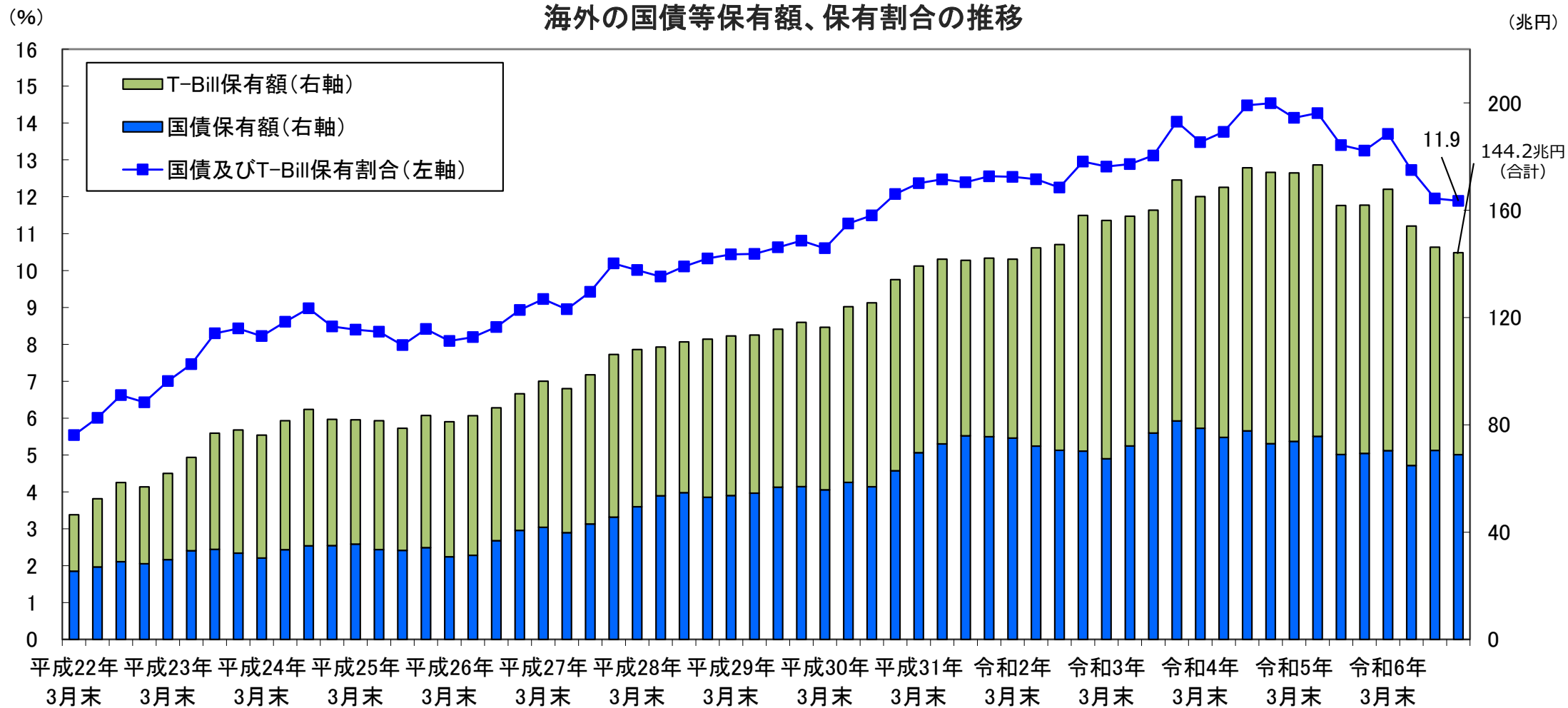
	変動10	固定5	固定3
償還期限	10年	5年	3年
購入単位／購入限度額	最低1万円から1万円単位 / 上限なし		
販売価格／償還金額	額面金額100円につき100円（中途換金時と同じ）		
発行頻度／購入対象者	毎月 / 個人に限定 ※ 法人やマンション管理組合などは購入不可。		
金利タイプ	変動金利 ^(注)	固定金利	
金利設定方法 （基準金利）	基準金利×0.66 （直近の10年債平均落札利回り）	基準金利－0.05% （期間5年の利付国債の想定利回り）	基準金利－0.03% （期間3年の利付国債の想定利回り）
金利の下限	0.05%		
中途換金	発行後1年経過すればいつでも国の買取による中途換金が可能（元本割れのリスクなし）。 ※ 中途換金時に、直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685が差し引かれる。 ※ 発行後1年間は、原則として中途換金ができません。		
導入時期 （初回発行年月）	平成15年3月	平成18年1月	平成22年7月

（注）半年毎に適用する利率が変わります。

※ 非営利法人（学校法人等）やマンション管理組合等は規制等により元本割れのリスクがある金融商品への投資を避ける傾向が強く、通常の国債への投資は限定的となっている。また、個人向け国債は元本割れしないものの購入対象者が個人に限定されているため、これらの法人等は個人向け国債を購入することができない。

海外投資家による国債の保有状況①

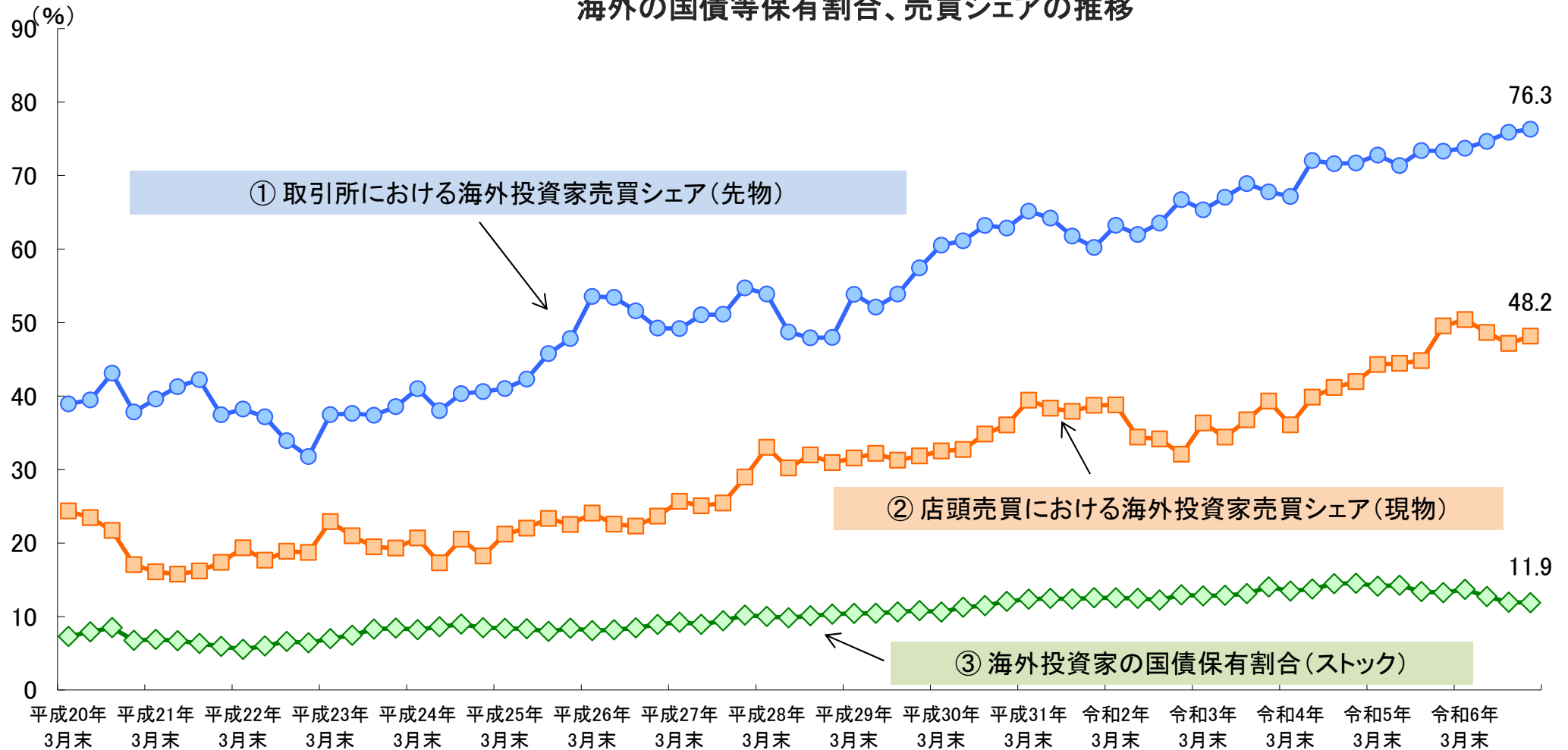
- リアルマネーと言われる機関投資家（外貨準備を運用する海外中央銀行、国際金融機関、年金基金等）や、ヘッジファンド等、様々な投資家が存在。
- ドル需給の逼迫を背景に海外投資家にとっては円の調達コストが低いこと等から、海外投資家による日本国債の保有は短期債（T-Bill）を中心に増加基調で推移していた（期間中最大：保有額はR5.6時点の176.9兆円、保有割合はR4.12時点の14.5%）。
- 足元では、マイナス金利解除に伴う国内勢の円債回帰によりT-Bill市場の需給がタイト化したことで、海外投資家による買入額が償還額に追いつかなかったこと等から、短期債の保有額は減少に転じている（直近R6.12時点：保有額は144.2兆円、保有割合は11.9%）。



海外投資家による国債の保有状況②

- 国債の流通市場における海外投資家の取引高は増加傾向。
- 短期間で活発に取引を行う投資家（ヘッジファンド）も多く、国債保有比率以上に売買シェアが高くなっている。

海外の国債等保有割合、売買シェアの推移



（出所）日本銀行、日本証券業協会、日本取引所グループ

（注1）四半期ベース。

（注2）国庫短期証券（T-Bill）を含む。②は債券ディーラー分を除いた計数。

海外投資家のT-Bill需要

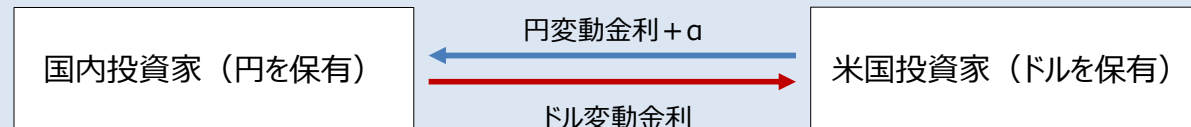
- 満期1年以下で発行される国庫短期証券（T-Bill）の保有割合は54.5%（令和6年12月末）となっており、T-Bill市場においては海外投資家のプレゼンスが高い。
- T-Bill投資を行う手法の一つとして、通貨ベースス・スワップを利用した投資が挙げられる。例えば、ドルの調達需要が強い場合、米国投資家は、通貨ベースス・スワップを利用することで、自国の米国債に投資するより、日本国債に投資する方が、より高い利回りを得ることができる。

（図表）通貨ベースス・スワップ（ドル円ベースス）のスキーム図

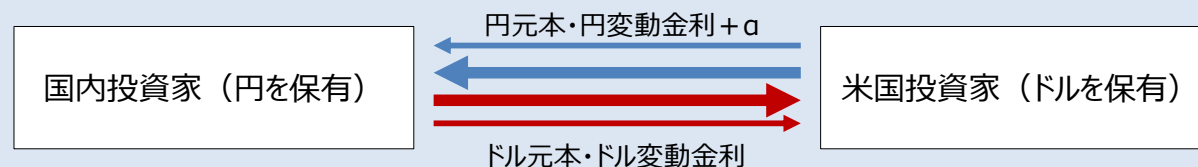
■当初（保有する円とドルの元本を交換）



■期中（それぞれの金利を交換）



■満期時（最後1回分の金利、及び元本を交換）



（注）図表中のαはベースス・スプレッド。円金利に対する「上乗せ金利（年率）」を意味し、通貨間の需給に応じて変動。

＜例＞

「円金利の支払いが増えても円を調達したい」といった円需要が強い ⇒ αに上昇圧力

「円金利受取りが減ってもドルを調達したい」といったドル調達需要が強い ⇒ αに低下圧力

○ 国内外投資家向けIRのアレンジ等にご協力いただくべく、下記の証券会社を「JGB・GXプロモーター」とすることを決定しました。

・SMBC日興証券株式会社

・野村證券株式会社

・クレディ・アグリコル証券会社 東京支店

・バークレイズ証券株式会社

・JPモルガン証券株式会社

・BNPパリバ証券株式会社

・シティグループ証券株式会社

・BofA証券株式会社

・大和証券株式会社

・みずほ証券株式会社

・東海東京証券株式会社

・三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

<計12社>

(注) 証券会社名は、五十音順に記載。(2024年7月31日に公表)

クライメート・トランジション利付国債の入札結果

	入札日	発行日	償還期限	発行予定額	応募額	募入決定額	応募者利回り	表面利率
10年債 (第1回)	2024年 2月14日	2024年 2月15日	2033年 12月20日	8,000億円程度	2兆3,212億円	7,995億円	0.740%	0.7%
5年債 (第1回)	2024年 2月27日	2024年 2月28日	2028年 12月20日	8,000億円程度	2兆7,145億円	7,998億円	0.339%	0.3%
10年債 (第2回)	2024年 5月28日	2024年 5月29日	2034年 3月20日	3,500億円程度	1兆1,007億円	3,496億円	1.040%	1.0%
5年債 (第2回)	2024年 7月18日	2024年 7月19日	2029年 6月20日	3,500億円程度	1兆4,117億円	3,496億円	0.595%	0.5%
10年債 (第2回) ※	2024年 10月22日	2024年 10月23日	2034年 3月20日	3,500億円程度	1兆1,600億円	3,500億円	0.943%	1.0%
5年債 (第2回) ※	2025年 1月29日	2025年 1月30日	2029年 6月20日	3,500億円程度	1兆1,164億円	3,498億円	0.888%	0.5%

(注1) ※はリオープン発行

(注2) 令和7年度は7月と1月に5年債をそれぞれ3,000億円程度、10月と3月に10年債をそれぞれ3,000億円程度、合計1.2兆円程度を発行予定。

資金充当レポート（令和 5 年度発行分）の概要

- 令和 6 年 2 月に世界初のトランジション・ボンドとして発行されたクライメート・トランジション利付国債（CT国債）について、**令和 6 年12月に「資金充当レポート」**を策定。
- 発行された約1.6兆円について、令和 6 年度中に全額充当見込みであることを報告。併せて、**代表的な 5 事業について、研究開発や補助金等の進捗状況及びインパクト（削減効果・削減貢献量）・計算方法について掲載。**
- 日本格付研究所（JCR）より評価を取得。



項目	概要
1 CT国債の位置づけ及び意義	● GX政策におけるCT国債の位置づけ、日本のトランジション・ファイナンスにおける取組み
2 CT国債の発行状況	● 令和 5 年度発行分のCT国債入札実績等
3 CT国債の適格事業の選定	● CT国債の適格事業の選定基準・考え方 ● 選定・評価プロセスと資金管理の方法
4 資金充当先事業と充当額	● 資金充当事業と充当額一覧
5 ケーススタディ	● 代表的な 5 事業についての進捗状況及びインパクト試算 【研究開発】 ・ 製鉄プロセスにおける水素活用 ・ 製造分野における熱プロセスの脱炭素化 【設備投資】 ・ 蓄電池の製造サプライチェーン強靱化 ・ 半導体サプライチェーンの強靱化 【導入支援】 ・ 住宅の断熱性向上のための先進的設備導入促進
6 外部レビュー	● 日本格付研究所からのレビュー取得について

1. GX2040ビジョンの全体像

- ロシアによるウクライナ侵略や中東情勢の緊迫化の影響、DXの進展や電化による電力需要の増加の影響など、**将来見通しに対する不確実性が高まる中、GXに向けた投資の予見可能性を高めるため、より長期的な方向性を示す。**

2. GX産業構造

- ①革新技術を活かした新たなGX事業が次々と生まれ、②フルセットのサプライチェーンが、脱炭素エネルギーの利用やDXによって高度化された産業構造の実現を目指す。
- 上記を実現すべく、イノベーションの社会実装、GX産業につながる市場創造、中堅・中小企業のGX等を推進する。

3. GX産業立地

- 今後は、脱炭素電源等のクリーンエネルギーを利用した製品・サービスが付加価値を生むGX産業が成長をけん引。
- クリーンエネルギーの地域偏在性を踏まえ、効率的、効果的に「新たな産業用地の整備」と「脱炭素電源の整備」を進め、地方創生と経済成長につなげていくことを目指す。

4. 現実的なトランジションの重要性と世界の脱炭素化への貢献

- 2050年CNに向けた取組を各国とも協調しながら進めつつ、現実的なトランジションを追求する必要。
- AZEC等の取組を通じ、世界各国の脱炭素化に貢献。

8. GXに関する政策の実行状況の進捗と見直しについて

- 今後もGX実行会議をはじめ適切な場で進捗状況の報告を行い、必要に応じた見直し等を効果的に行っていく。

5. GXを加速させるための個別分野の取組

- 個別分野（エネルギー、産業、くらし）について、分野別投資戦略、エネルギー基本計画等に基づきGXの取組を加速する。
- 再生材の供給・利活用により、排出削減に効果を発揮。**成長志向型の資源自律経済の確立**に向け、**2025年通常国会で資源有効利用促進法改正案提出を予定。**

6. 成長志向型カーボンプライシング構想

2025年通常国会でGX推進法改正案提出を予定。

- 排出量取引制度の本格稼働（2026年度～）
 - 一定の排出規模以上(直接排出10万トン)の企業は業種等問わず一律に参加義務
 - 業種特性等を考慮し対象事業者に排出枠を無償割当
 - 排出枠の上下限価格を設定し予見可能性を確保
- 化石燃料賦課金の導入（2028年度～）
 - 円滑かつ確実に導入・執行するための所要の措置を整備。

7. 公正な移行

- GXを推進する上で、**公正な移行の観点から、新たに生まれる産業への労働移動等、必要な取組を進める。**