

1 令和 2 年度の国債市場の動向

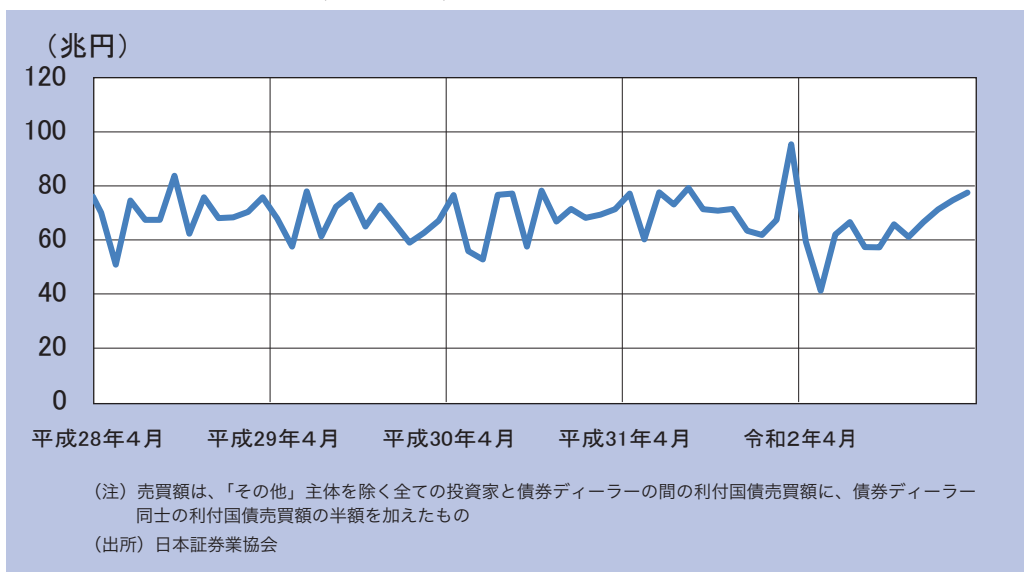
(1) 概況

令和 2 年度の我が国の国債市場は、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大により令和 2 年 3 月に始まった動揺が継続するなかで新年度を迎えました。4 月から 6 月には、感染症拡大による市場の混乱が収束するとともに、2 度にわたる補正予算編成に伴い国債増発が決定するなか、超長期債を中心に金利がやや上昇しました。7 月から 12 月にかけては、金利は狭い範囲で膠着する展開となりました。国債市場の取引高は、4・5 月に大きく落ち込み、6 月から 12 月にかけても十分には回復しませんでした。令和 3 年に入ると、米長期金利の上昇に拍車がかかり、日本銀行の金融政策運営に対して様々な見方が交錯するなか、長期金利が上昇し、国債の取引も活発化しました。

まず、令和 2 年 3 月には、新型コロナウイルス感染症がパンデミックとなるなかで、世界の金融市場が大きく動揺しました。米国債券市場ではアスク・ビッド・スプレッドが大幅に拡大するなど市場機能が低下し、国債価格は乱高下しました。我が国の国債市場でも流動性が低下し、ボラティリティが急拡大しました。感染症に伴う不確実性の拡大から投資家や証券会社のリスク許容度が低下したことが原因だったとみられています。市場参加者の在宅勤務も流動性の低下に拍車をかけた面があったようです。このようななか、利付国債の取引高は 3 月に急増しました（図 1-1）。

令和 2 年度に入ると、日本銀行を含む各国中央銀行の対策が奏功したこと等により、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しました。我が国の国債市場でも流動性の改善がみられました。利付国債の取引高は 4・5 月に大きく落ち込んだのち、6 月からは徐々に回復に向かいました（図 1-1）。

(図 1-1) 利付国債の月間売買額



4 月 1 日に 0% だった長期金利は、6 月 30 日には 0.03% とほとんど変化しませんでした。一方、20 年国債利回りは 4 月 1 日の 0.29% に対して 6 月 30 日には 0.415% へ、30 年国債利回りは同じく 0.41% から 0.595% へ、それぞれやや

上昇しました（図 1-2）。

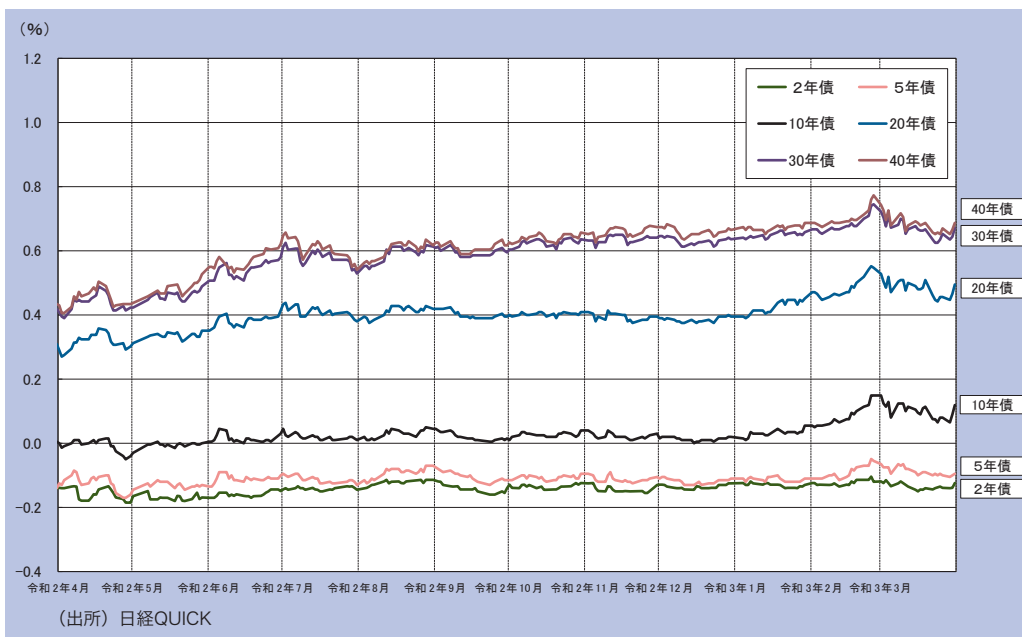
新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、2度にわたって編成された令和 2 年度補正予算に伴い、年間の国債発行予定額が計約 100 兆円増額されました。この際、幅広い年限の国債を増額し、特に国庫短期証券の発行額が大きく増加しましたが、投資家のニーズが相応にみられたこと等によって増発分も含め国債の発行は順調に進みました。

夏場以降は、国債利回りの変動が小さい状況が続きました。10 年国債利回りは 0%～0.05%の狭いレンジで推移し、20 年国債利回りも 0.4%前後でほぼ横ばいの推移となりました（図 1-2）。利付国債の取引高は 4・5 月に落ち込んだ水準からは回復したものの、令和元年度の平均的な水準を下回る状況が 12 月まで続きました（図 1-1）。11 月には、米大統領選挙や新型コロナウイルス感染症のワクチン開発に目途がついたことなど、世界の金融市場に大きな影響を与える出来事があったものの、日本国債市場は変動の小さい状況が続きました。

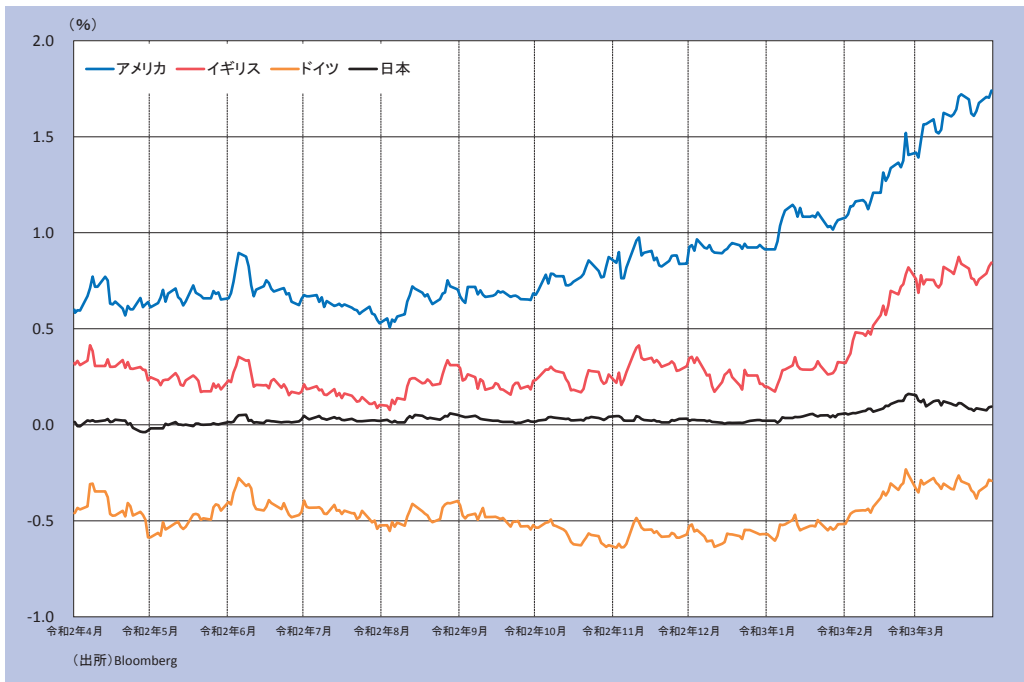
12 月に、日本銀行が現在の金融政策の効果や副作用について点検作業を行うことを決定・公表し、令和 3 年 1 月に米連邦議会上院で米民主党が実質過半数議席を制したことを契機に米長期金利の上昇に拍車がかかるなか（図 1-3）、我が国でも長期金利が上昇に転じました。日本銀行の政策点検作業で、長期金利の許容変動幅の拡大が検討されるとの思惑も、長期金利の上昇に寄与したと言われていいます。2 月には、長期金利は一時 0.175%まで上昇しました（図 1-2）。金利水準の上昇に伴い、1～3 月平均の利付国債取引高は令和元年度の平均水準を上回りました（図 1-1）。

3 月には、日本銀行が点検作業を終え、長期金利の許容変動幅を $\pm 0.25\%$ と明確化し、この範囲内で長期金利がある程度変動することが望ましいとの考えを示しました。また、同時に、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとでは、長期金利や超長期金利を全般的には低位で安定させる方針に変わりがないことも強調しました。このようななか、我が国の長期金利・超長期金利の水準は低下に向かい、3 月末時点で 10 年国債金利は 0.12%、20 年国債金利は 0.495%、30 年国債金利は 0.67%となりました（図 1-2）。

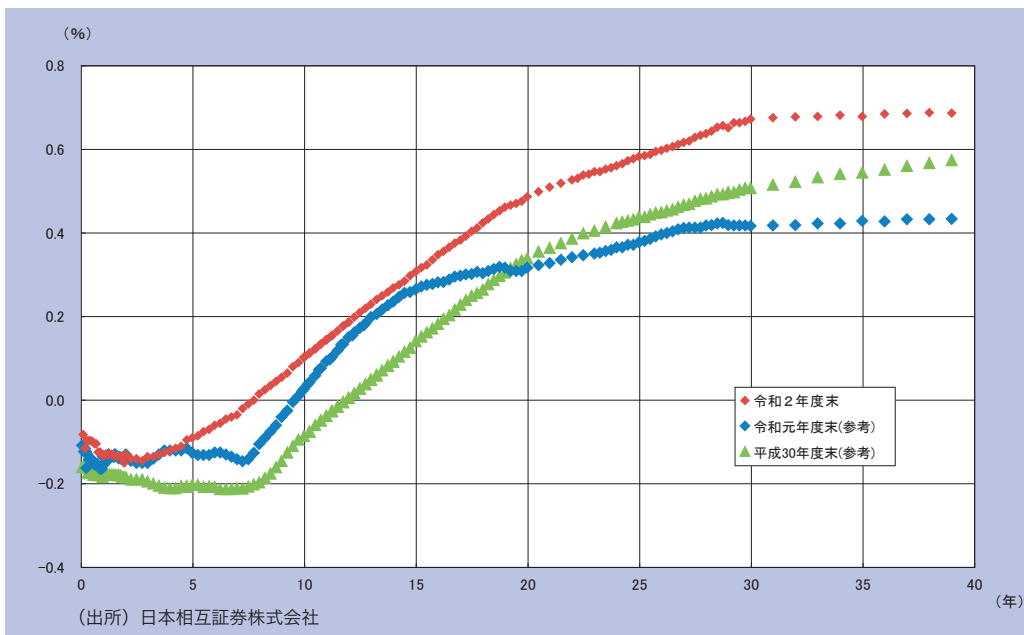
（図 1-2） 年限別流通利回りの推移



(図 1-3) 10 年国債金利 (米・英・独・日) の推移



(図 1-4) イールドカーブの推移



(2) 投資家動向

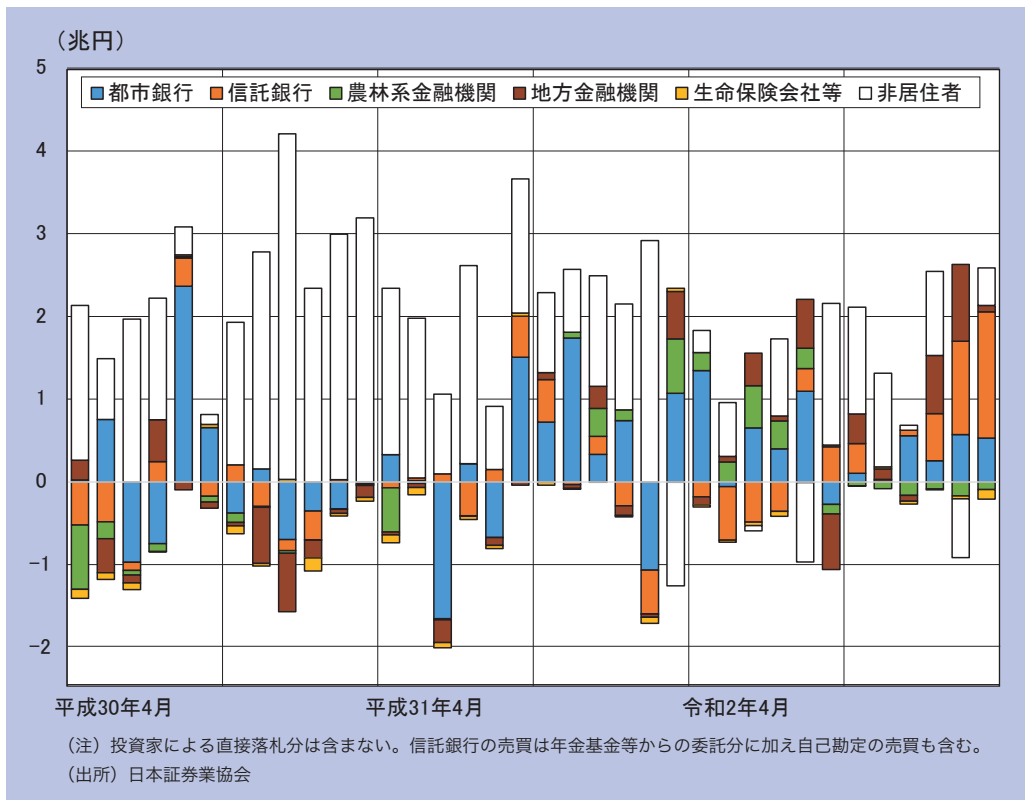
令和 2 年度には、新型コロナウイルス感染症の拡大防止、医療体制整備、家計・雇用や事業のサポート、感染終息後の経済構造転換支援等のために、3 度にわたって補正予算が編成され、国債発行額は大きく増加しました。利付国債の投資家動向をみると、2 年債、5 年債、10 年債の中長期国債は都市銀行、海外投資家などが買い越しました (図 1-5)。20 年債、30 年債、40 年債の超長期国債については、生命保険会社、年金基金、地方金融機関等の買い越しが前年度から増加しました (図 1-6)。

生命保険会社は、為替ヘッジ後の海外債券の利回りに魅力が乏しい状況が続いたことに加え、新たな国際資本規制への対応の必要から超長期国債の買入れを強

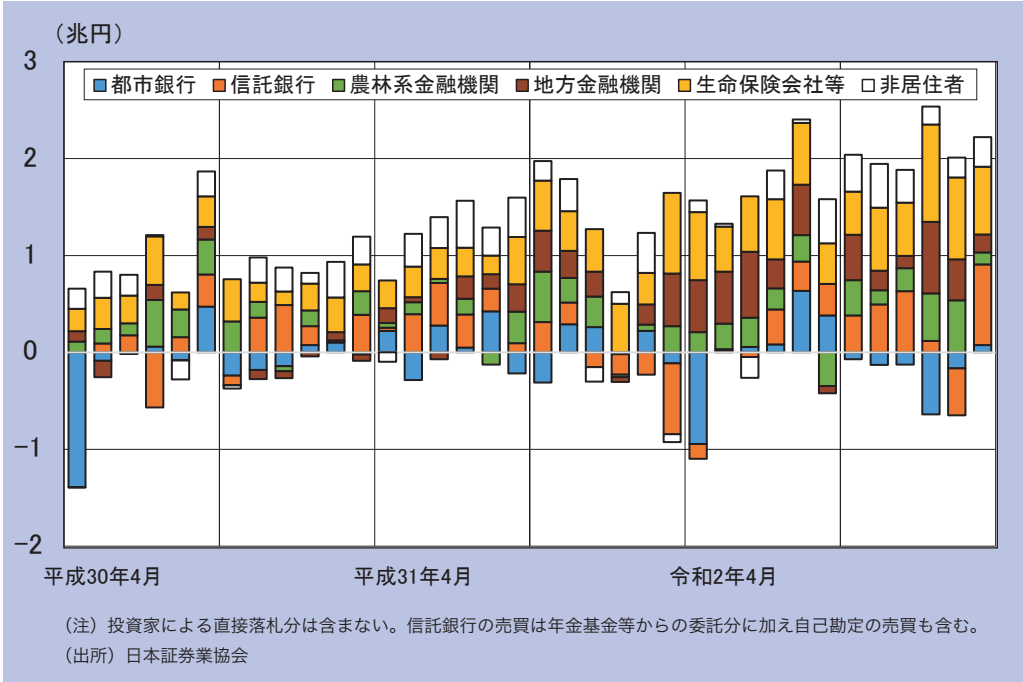
化したとみられています。年金基金は、年度を通して株価が大きく上昇したことから、資産種別ごとの配分比率を調整するために株式を売却し債券を買い入れるオペレーションを実施したとみられています。地方金融機関は、プラスの金利が付く10年超の国債への投資を増やしたとみられています。海外投資家による中長期債・超長期債の売買は、年度上期は低迷しましたが、下期には回復しました(図1-5、1-6)。

短期国債(国庫短期証券)市場は、従前から主な買い手だった海外投資家に加え、令和2年度には都銀および年金基金が比較的大きな買い越し主体となりました(図1-7)。短い満期のドル円ベース・スワップはドル・プレミアムが低迷したものの(図1-8)、米ドル短期金利の低下傾向もあって、為替ヘッジ後の日本国債の相対的な魅力は維持され、年度を通じて、海外投資家からの短期債需要は高水準で安定しました。都銀も年度を通じて高水準での短期債投資を続けました。増加した預金を短期債に振り向けたり、日本銀行の資金貸出に供出するためなどの担保ニーズから短期債を購入したものとみられています。また、年金基金の短期債投資も活発化しました。

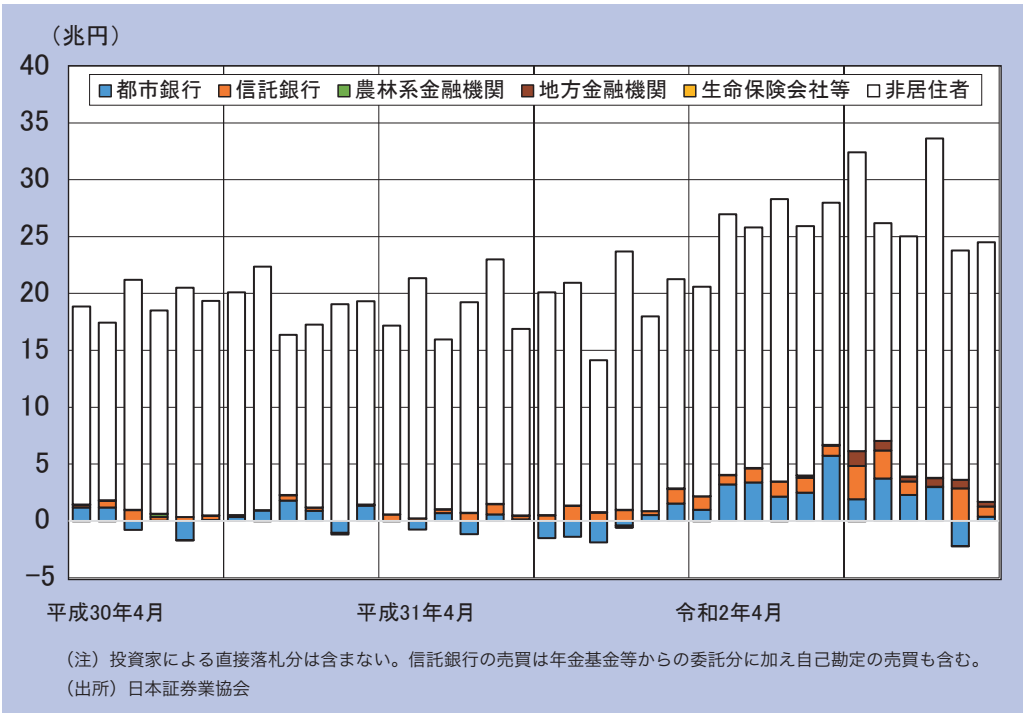
(図1-5) 中長期国債の投資家別売買額



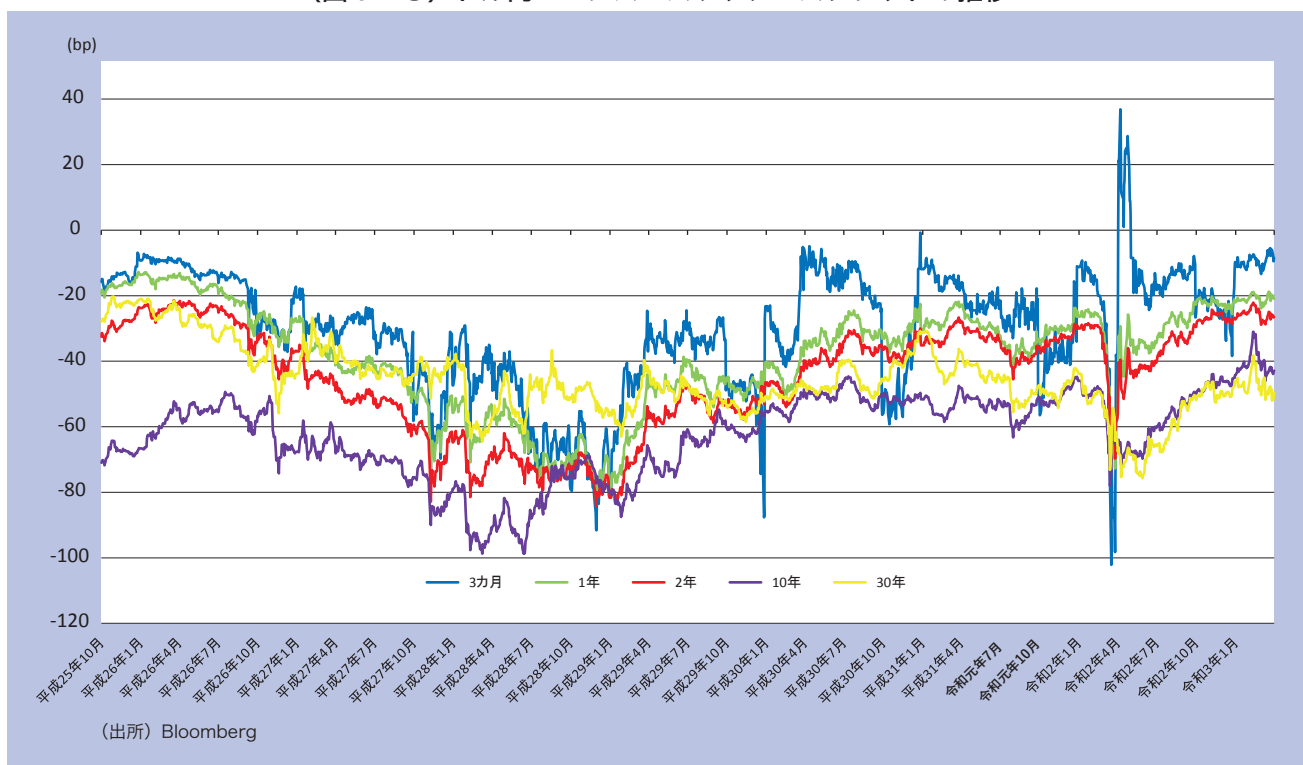
(図 1-6) 超長期国債の投資家別売買額



(図 1-7) 短期国債の投資家別売買額



(図 1-8) ドル円ベース・スワップ・スプレッドの推移



1 令和2年度の国債市場の動向