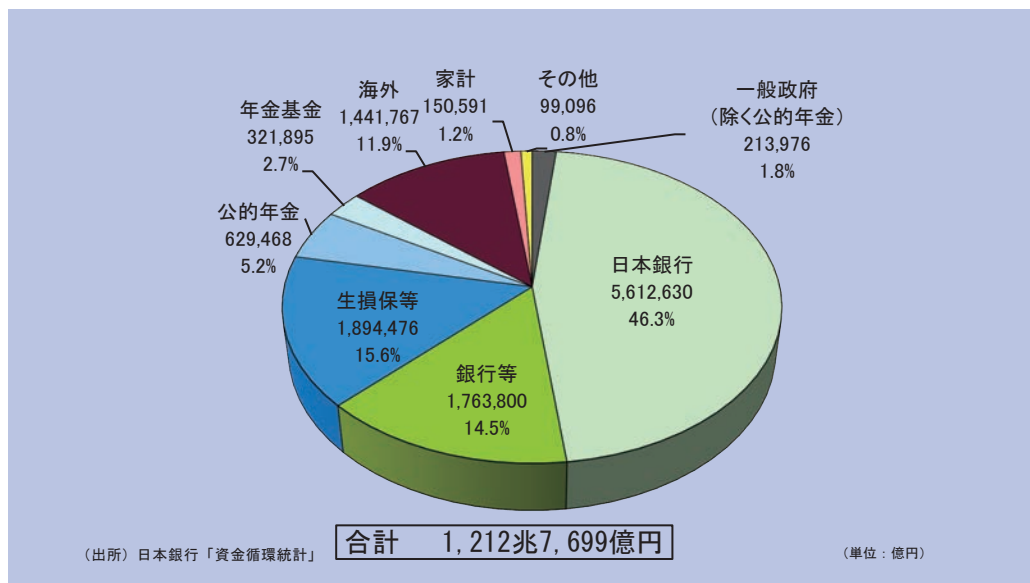


3 保有者層の多様化

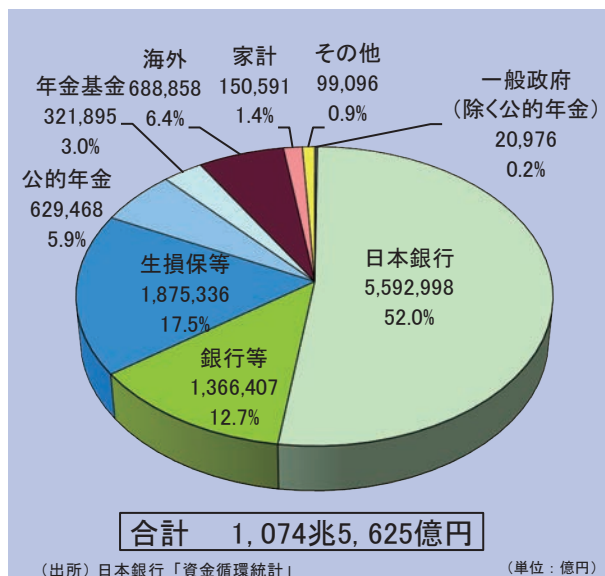
現在、我が国は多額の国債残高を抱えており、国債の安定消化・安定保有の観点から、幅広い投資家層による国債保有を促進することが重要な課題となっています。また、多様な投資家が様々な投資ニーズに基づき国債を保有することは、市場の状況が変化した場合に取引が一方に流れることを防ぎ、市場を安定させる効果もあると考えられます。こうしたことから、財務省では、銀行や生命保険会社等の国内機関投資家のみならず、国内外の幅広い投資家層による国債の保有促進に向けた取組を進めてきました。

ここでは、国内外の投資家による国債保有の状況、個人投資家の保有促進策及び国内外の機関投資家向け IR 活動について説明します。

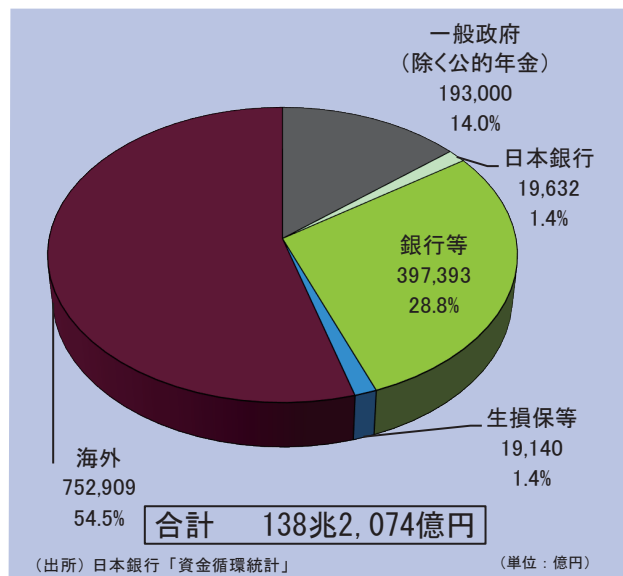
(図 1－19) 国債及び国庫短期証券 (T-Bill) の保有者別内訳
(令和 6 年 12 月末速報値)



(図 1－20) 国債の保有者別内訳
(令和 6 年 12 月末速報値)



(図 1－21) 国庫短期証券 (T-Bill) の保有者別内訳
(令和 6 年 12 月末速報値)



(注 1) 「国庫短期証券」は、満期 1 年以下の「割引短期国債 (TB)」と「政府短期証券 (FB)」を合計したものであり、平成 21 年 2 月より統合して発行されています。
 (注 2) このグラフにおける「国債」は、国債のうち満期 1 年以下の「割引短期国債 (TB)」を除いた国債発行残高 (財投債を含む) です。
 (注 3) 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含みます。
 (注 4) 「生損保等」は「かんぽ生命」を含みます。

(1) 個人投資家の国債保有

参照：第Ⅱ編第1章
2(2)「発行方式」(P52)

個人投資家の保有促進策として、平成15年3月に個人向け国債（変動10年）を導入して以来、平成18年1月に個人向け国債（固定5年）、平成22年7月に個人向け国債（固定3年）の導入を行い、また、平成19年10月には、新型窓口販売方式の導入を実施してきました。

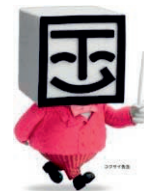
令和6年度は、市場実勢金利の上昇に伴い、個人向け国債の金利も上昇したことから、販売額は約4.5兆円と大幅に増加し、家計による国債保有残高も増加しました。

しかし、長期的な推移をみると、家計の国債保有割合は低位で推移しております。このような状況を踏まえ、個人向け国債の中長期的な購入者層の拡大を図るための広告展開を実施しています。令和6年度はメインターゲットを既存の主な購入者層である50歳以上とし、購入判断を促すような広告を実施するとともに、サブターゲットである勤労世代や若年者層についても認知・商品理解を促すような広告展開を実施しました。

具体的には、「個人向け国債の個子ちゃん」及び「コクサイ先生」に加え、タレントを起用し、インターネット広告（バナー広告等）、SNS・動画広告、新聞広告、雑誌広告、交通広告、TVCMを展開したほか、ポスター・パンフレットの作成・頒布、イベントでのブース出展を実施しました。また、愛知県・岡山県などで地域限定広告、セミナーや出張授業などを実施しました。

令和7年度も令和6年度と同様のアプローチで、個人向け国債等の商品性の魅力を訴求し、購入につながる広告展開を予定しています。

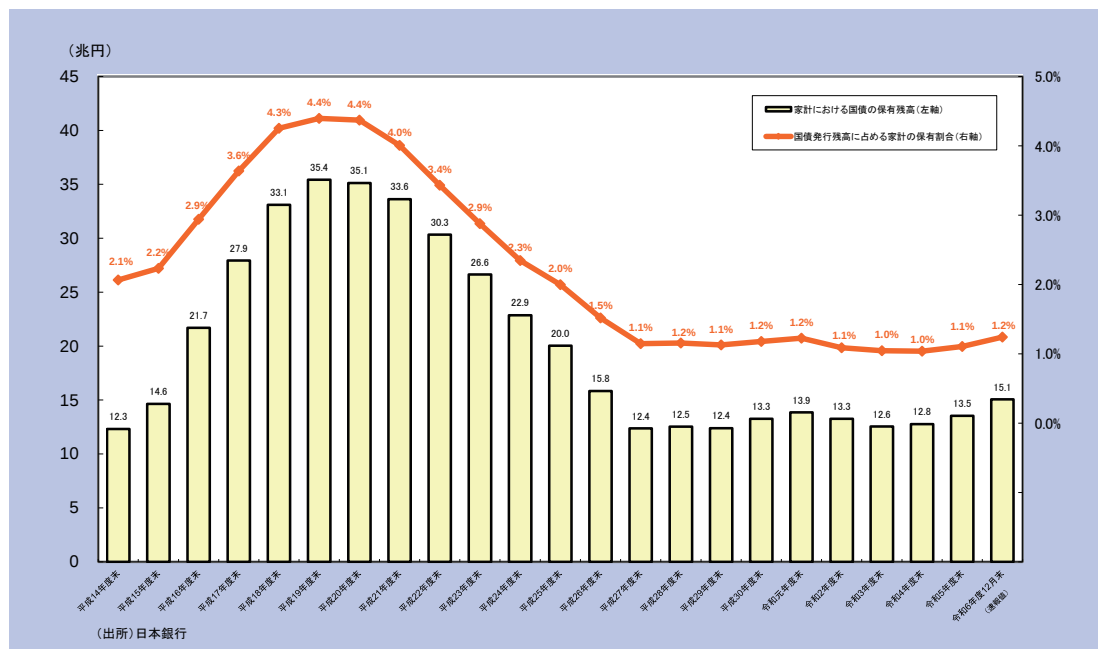
<コクサイ先生>



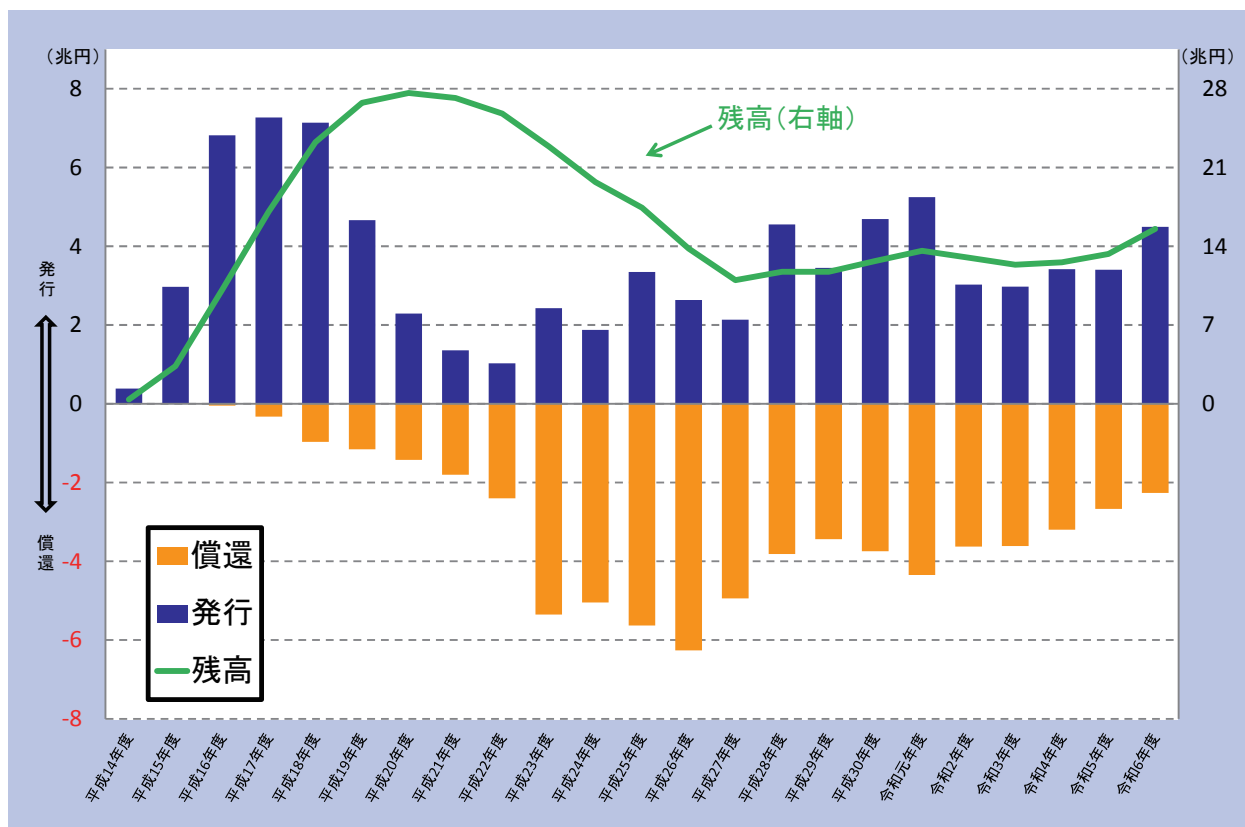
<個人向け国債の個子ちゃん>



(図1-22) 家計の国債保有額の推移

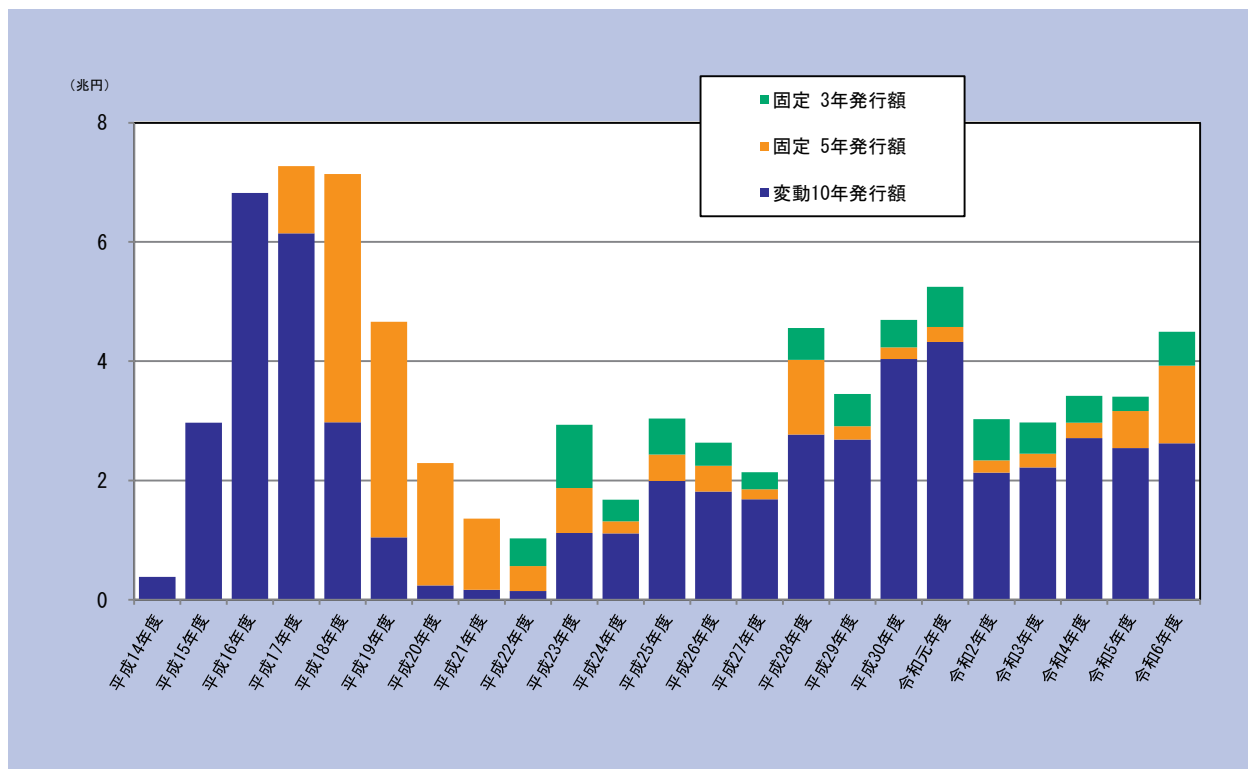


(図1-23) 個人向け国債の発行額・償還額・残高の推移



3 保有者層の多様化

(図1-24) 個人向け国債の発行額の推移



(2) 海外投資家の国債保有

A 海外投資家のプレゼンス

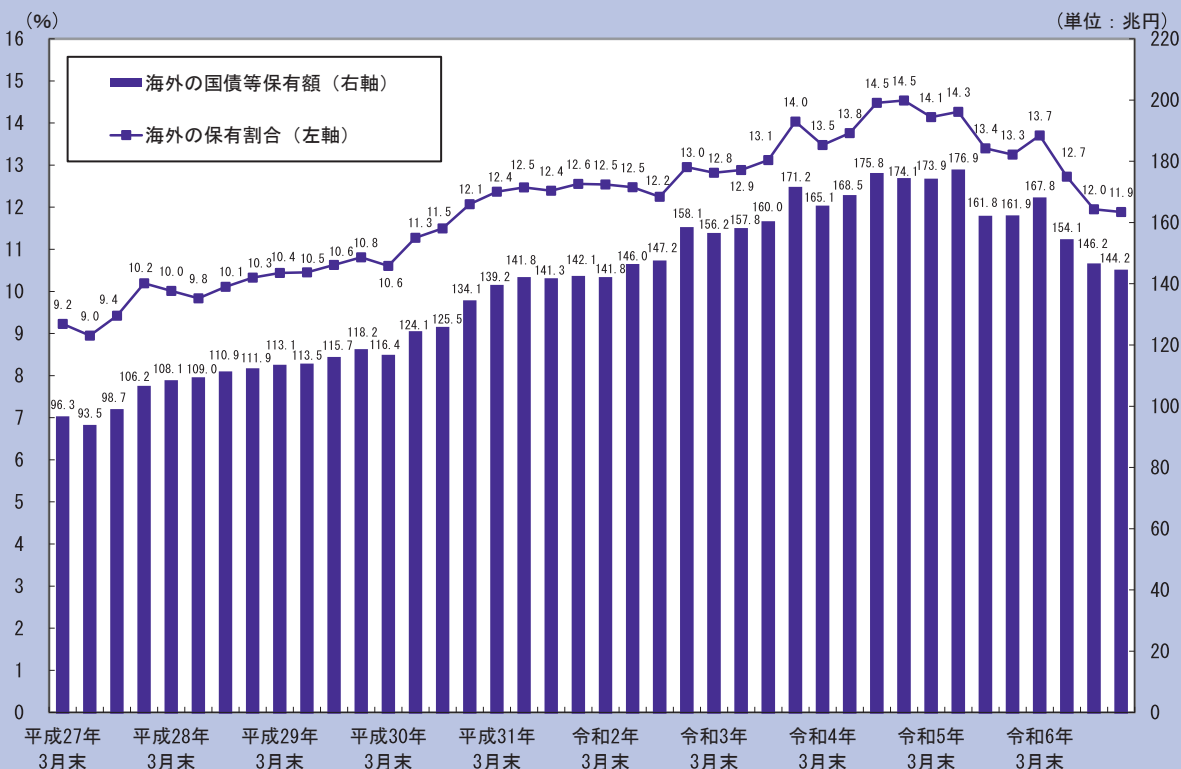
海外投資家の国債保有状況については、日本銀行が四半期毎に公表している資金循環統計で見ることができます（図1－25）。

平成25年4月、日本銀行の金融政策決定会合において量的・質的金融緩和が導入された直後は、金利の変動幅増大等を受けて日本国債の保有を減らす動きも見られましたが、その後は、新興国をはじめとする各国の不安定要因等を背景に金利が低位安定する中、海外投資家による日本国債の保有は増加に転じました。

令和6年単年の海外投資家の投資動向としては、令和6年3月の日本銀行の金融政策の枠組みの見直しを受けた金利上昇などを背景の一つとして、国債を売り越した時期もあったものの、大半の時期においては買い越しが継続しました。この要因としては、通貨ベース・スワップを活用した短中期債への投資や長期債のショートカバーニーズが継続したことなどが指摘されています。なお、令和6年7月の日本銀行の追加利上げなどもあり、マイナス金利下で投資を控えていた国内投資家が国庫短期証券（T-Bill）による運用を再開したことや、T-Billの発行額が段階的に減額されたことなどによる需給の逼迫が影響し、令和6年単年の海外投資家の保有比率はT-Billを中心に減少しました。一方で、中長期的なトレンドで見ると、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状況が継続しており、海外投資家による日本国債の保有は安定的に推移しています。また、日本国債の、諸外国対比で安定した利回りを好んで保有する海外投資家もいます。令和6年12月末には、海外投資家による日本国債の保有割合は11.9%、保有額は144.2兆円となっています。

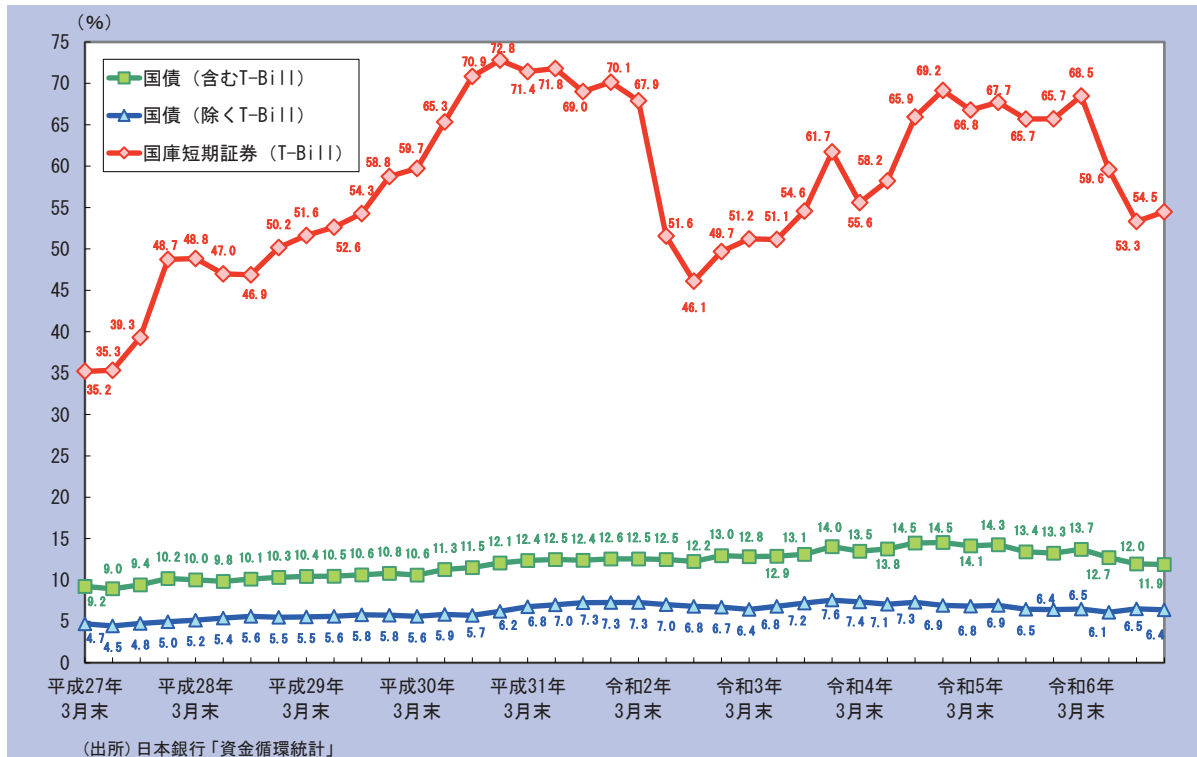
海外投資家による日本国債への投資については、T-Billの保有割合の高さが特徴の一つとなっており、令和6年12月末において、国債（除くT-Bill）の保有割合が6.4%であるのに対し、T-Billの保有割合は54.5%となっています（図1－26）。また、海外投資家は、流通市場で取引を活発に行う傾向があることも特徴の一つであり、売買シェアは令和6年12月末において、現物では48.2%、先物では76.3%となっています（図1－27）。海外投資家の流通市場におけるプレゼンスは、保有割合に比べて大きく、その動向を引き続き注視していく必要があります。

（図1－25）海外の国債等保有額、保有割合の推移



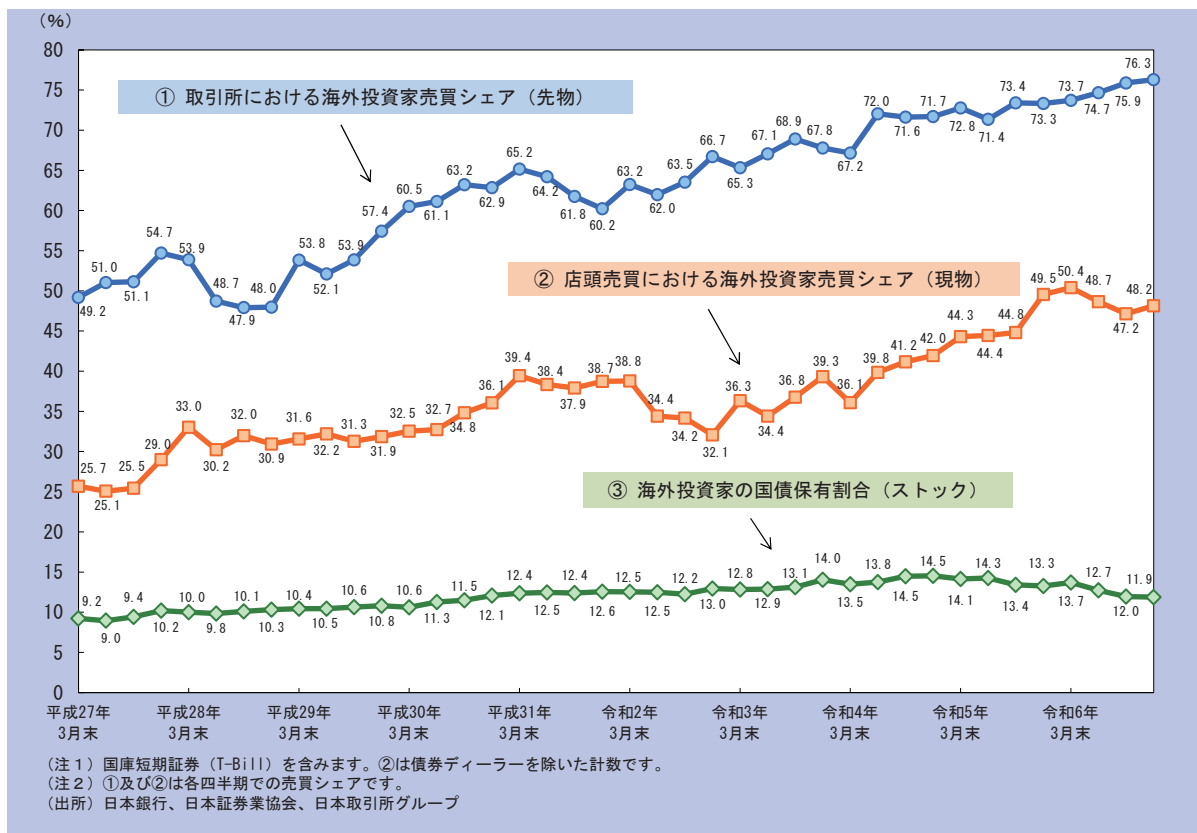
（注）「国債等」は「財投資」及び「国庫短期証券（T-Bill）」を含みます。
（出所）日本銀行「資金循環統計」

(図 1 - 26) 海外の国債 (含む T-Bill) 保有割合の推移



3 保有者層の多様化

(図 1 - 27) 海外の国債等保有割合、売買シェアの推移



B 海外投資家の分類

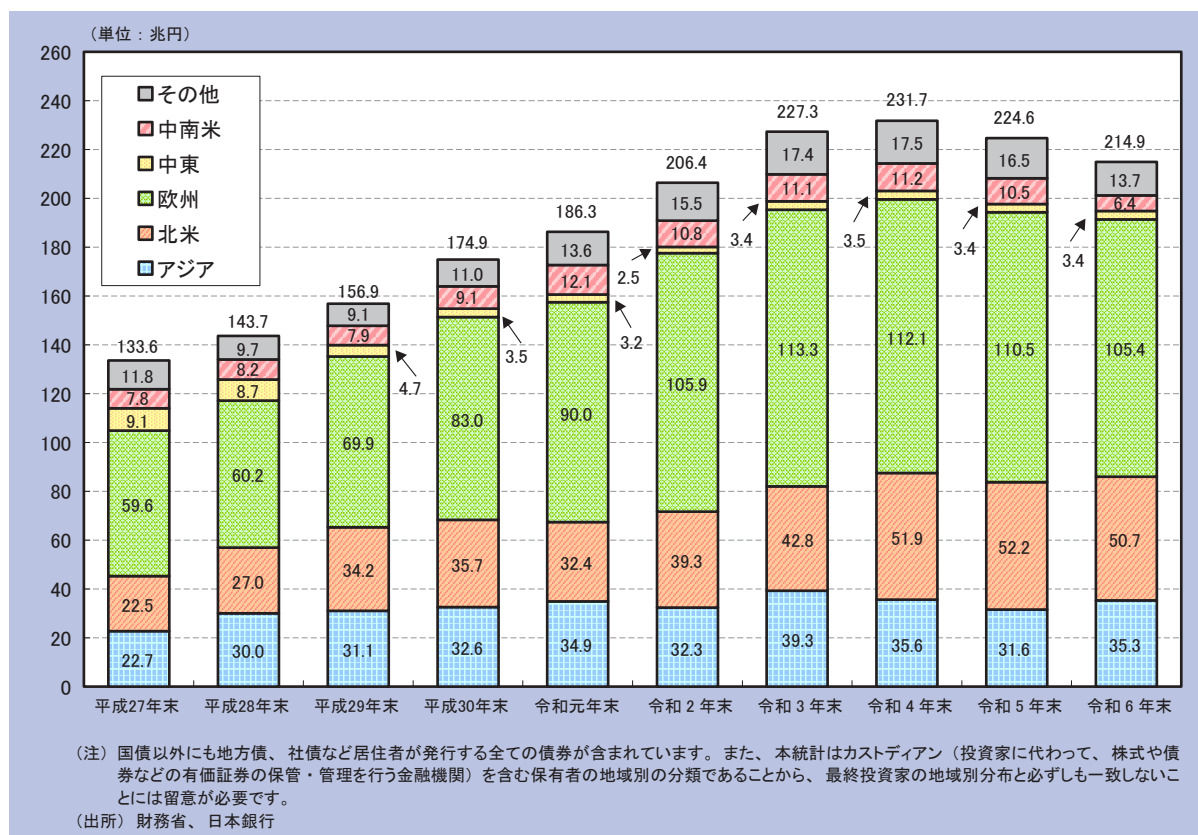
ひとくちに海外投資家といっても、リアルマネーといわれる機関投資家（例えば、外貨準備を運用する中央銀行、国際金融機関、年金基金、生命保険、資産運用会社等）や、ヘッジファンド等、様々な投資家が存在します。

一般的に、リアルマネーの機関投資家は、ヘッジファンドと比べて安全性や流動性を重視し、かつ長期

的・安定的に保有する傾向が強い一方、ヘッジファンドは、デリバティブ等を駆使して比較的短期での投資を中心に行うといわれています。ただし、リアルマネーの機関投資家の中にも比較的短期の投資を行う投資家もいる一方、ヘッジファンドの中にも比較的長期で投資を行う投資家もいるなど、投資スタイルは様々となっています。近年は、幅広い海外投資家層において、ベシス・スワップ等を利用した短中期債への投資が活発化しています。

海外投資家の地域別分類については、日本国債を含めた、居住者の発行する債券全体における保有者について、「証券投資等残高地域別統計（負債）」（財務省、日本銀行）で公表されています。同統計によれば、海外投資家の地域別の保有額は、①欧州 105.4 兆円、②北米 50.7 兆円、③アジア 35.3 兆円、④中南米 6.4 兆円、⑤中東 3.4 兆円となっています（図1－28）。国別の保有額を見ると、上位5か国は①アメリカ 48.8 兆円、②ベルギー 43.9 兆円、③ルクセンブルク 27.9 兆円、④中国 16.6 兆円、⑤英国 9.3 兆円となっています。

（図1－28）海外保有債券の地域別推移（カストディアンベース）



(3) 国債 IR

財務省では、保有者層の多様化を通じて国債市場の安定を図ることに加え、投資家のニーズに即した情報を正確かつタイムリーに提供し、長期安定的な国債保有を促すこと、国内外の投資家の動向及びニーズの的確な把握を図り国債管理政策へのフィードバックを行うことを目的に、日本国債に係る国内外投資家との関係強化の取組(IR:Investor Relations)を実施しています。その取組の一環として、平成26年7月、理財局国債企画課内に国債政策情報室を設置し、調査・分析部門と連携しながら、より一層効果的かつ効率的なIR活動を行うことで、情報発信体制を強化してきました。IRでは、国内外の様々なタイプの投資家に対して、それぞれのニーズに応じ、きめ細かな情報提供を行っています。

足もとでは、令和6年3月以降の日本銀行の金融政策の枠組み見直しや、国債買入れ減額の決定等を受け、国内外の幅広い投資家に長期安定的な日本国債の保有を促していくことが求められています。また、令和6年に発行を開始したクライメート・トランジション利付国債については、世界初の国によるトランジション・ボンドであり、国内外の投資家の需要を喚起していくことが重要です。

そのため、令和6年7月に、IRの官民連携の取組として、クライメート・トランジション利付国債を含めた日本国債の国内外IRを一層強化するため、国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）である証券会社の中から、「JGB・GXプロモーター」を決定しました。

A 海外IRの取組

a 海外IRの導入と変遷

海外IRの取組については、平成17年より開始し、海外投資家の動向や市場環境の変化、国の債務管理に係る会合等の意見を踏まえて、投資家のニーズに応じた手法を取り入れています。当初は、日本国債の認知度向上のため、セミナー形式を中心に実施してきましたが、近年では、投資家への個別訪問も強化しています。投資家ごとに直接対話することを通じて、投資家のニーズのよりきめ細かい把握と対応が可能となるため、日本国債や日本経済への理解をより一層促し、投資家と緊密な関係を築くことができると考えています。

また、財務省においては、20年を超えるこれまでの海外IR活動の蓄積を活用しながら、より効果的かつ効率的な海外IRの実施に努めています。例えば、過去に質問があった事項や海外投資家の関心事項を中心に説明資料を作成→面談→投資家の関心事項や投資動向の情報の整理・蓄積、という流れを辿り、より良い関係構築に向けたPDCAサイクルに基づく検討を行っています。

これらの海外IRにおいては、海外投資家から様々な質問や意見が寄せられています。そうした海外投資家の声を、国債管理政策などにも反映して活用しているほか、「日本国債ニュースレター」（英語版）を月次発行するなど、情報発信の工夫にも努めています。

b 令和6年度における海外IR

令和6年度は、令和5年度に引き続き従来の海外IRに加えて、国内外の投資家によるクライメート・トランジション利付国債の理解促進に向けた海外IRも実施しました。前述の「JGB・GXプロモーター」の決定以降は、各社から、

- ① 海外の投資家との面談や投資家向けセミナーのアレンジ、
- ② IRで使用する資料の更新・改定のサポート及び国内外の市場環境に係る情報提供、

などの協力を得ながら、官民連携の取組の一環として、クライメート・トランジション利付国債を含めた日本国債の海外IRを一層強化しています。

具体的には、多くの投資家が所在するニューヨーク、ロンドン、パリ、シンガポール、香港等を中心に、北米、欧州、アジア、中東の計18か国1地域、25都市を訪問し、年度を通して全14回の現地での海外IRを行いました。また、現地投資家や債務管理当局等との面談に加え、多数の投資家が参加した日本国債セミナーにおいても講演を行うなど、現地での情報発信を強化しました。

さらに、国内における活動として、海外投資家を招いたセミナーや国際機関主催のフォーラムでの講演に加え、訪日する海外投資家との個別面談についても積極的に実施しました。

こうした海外IR活動により、年度を通じ、全204件の面談を実施しました（図1-29）。海外投資家

からは、日本の債務管理政策やプライマリーバランスの黒字化目標、日本の賃金や物価状況などのマクロ経済の動向、GX 政策等について多くの関心や質問が寄せられました。

(図 1－29) 海外投資家との面談数

(件数)

	令和元年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度
面談数	120	82	76	130	185	204

(注) 国債企画課による面談数（現地訪問、オンライン形式、国内面談を含む）。
なお、令和 2 年度、令和 3 年度においては、新型コロナウイルス感染症の拡大により対面の活動が制限されたことを踏まえ、現地には訪問せず、主にオンライン形式での海外 IR を実施しました。

このように、海外 IR では、国債のみならず経済・財政に関する広範かつ深度のある情報に対する投資家のニーズに応えるため、我が国の国債管理政策や経済政策に関する正確な情報を、投資家に直接かつ分かりやすく伝える役割を担っています。

B 国内 IR の取組

a 国内 IR の取組の強化

従来、日本国債の国内投資家向け IR については当りポートによる情報発信や、一部の投資家を対象とした面談に限定されてきました。前述のとおり、投資家層の多様化に向け、国内投資家向け IR の重要性は一層高まっていることから、JGB・GX プロモーターの協力を得ながら、幅広い国内投資家を対象にした国内 IR の取組を強化し、セミナーや個別面談を通じて多様な潜在的ニーズの把握に努めています。

b 令和 6 年度における国内 IR

令和 6 年度においては、
① 各財務局との共催による、各財務局管内の投資家を主な対象としたセミナーへの登壇
② 業界団体や JGB・GX プロモーターが主催する全国の投資家を対象とした各種セミナーへの登壇
③ 地域金融機関を対象とした個別面談
を行いました。セミナーにおいては、最近の日本国債市場を取り巻く状況やクライメート・トランジション利付国債を含む国債管理政策等について講演するとともに、個別面談においては、投資家の関心事項の的確な把握や対応に努めました。また、少数の投資家とディスカッションを行うスモールミーティングや、学校法人や公益法人のような非営利法人等向けセミナーにも登壇する等、投資家層の多様化に向けた新たな取組も積極的に行っています。
こうした国内 IR において、国内投資家からは、今後の債務管理政策の方向性や GX 政策の進展状況、前述の海外 IR における海外投資家の動向等についての質問が多く寄せられました。

(図 1－30) 国内投資家向け IR セミナー件数及び個別訪問件数

(件数)

	令和 5 年度	令和 6 年度
セミナー件数	16	17

	令和 5 年度	令和 6 年度
個別訪問件数	52	70

(注) 国債企画課による国内投資家向け IR を目的とした件数。

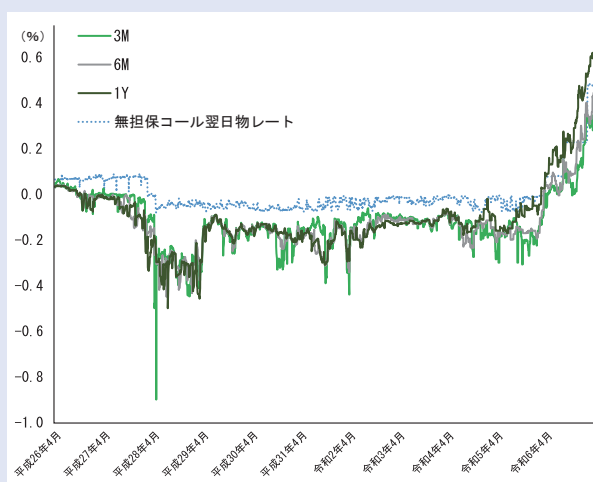
ボックス5 T-Billに対する需要について

満期が1年以下で発行される国庫短期証券（以下、T-Bill）は、償還までの期間が短いため、長期国債などと比べて価格変動リスクが小さく、安全性が高いという特徴があります。そのため、国内外の投資家による安定的な運用対象となっているほか、金融取引における担保資産としても活用されています。

T-Billの金利は、マイナス金利政策下では、国内外の投資家からの強い需要を反映し、日本銀行の政策金利を下回る水準で推移していました。その後、令和6年3月にマイナス金利政策が解除され、全ての年限で金利はプラスに転じましたが、プラス金利になったことにより需要が一段と高まった3ヶ月物および6ヶ月物については、引き続き政策金利を下回る水準で推移しています。

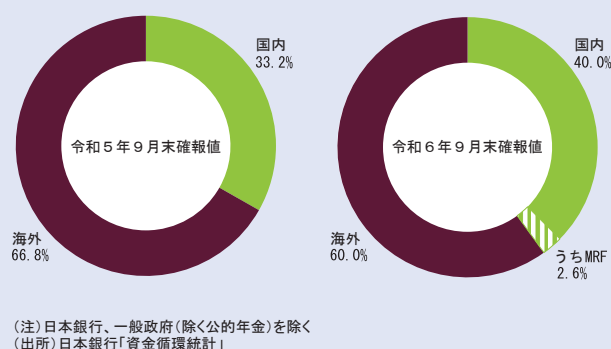
保有者別の内訳を見ると、金利がマイナスであった期間は、通貨ベース・スワップ取引を通じた収益確保が可能である海外投資家が高いシェアを占めていましたが、金利がプラスに転じた後は、国内投資家の保有割合が増加しています。

（図B5-1）T-Bill等の金利推移



（出所）短資協会、日本相互証券株式会社

（図B5-2）T-Billの国内・海外投資家の保有割合



（注）日本銀行、一般政府（除く公的年金）を除く
（出所）日本銀行「資金循環統計」

○ 海外投資家による T-Bill 投資

T-Billの保有者構成は、国債（T-Billを除く）と比べて、海外投資家の比率が相対的に高い点が特徴です。

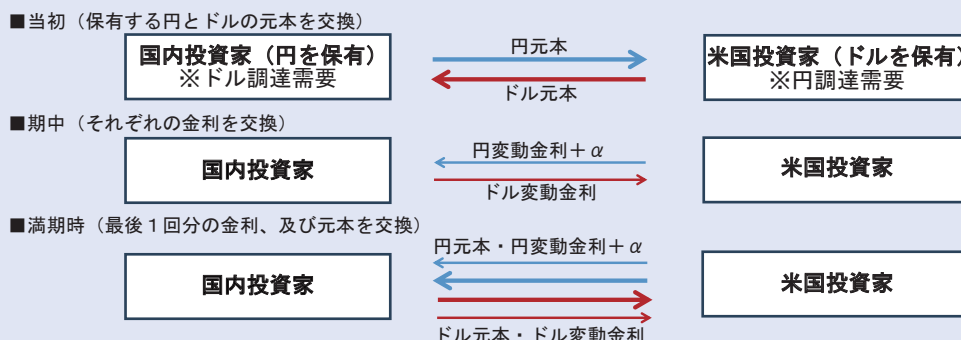
海外投資家には、リアルマネーと呼ばれる機関投資家やヘッジファンドをはじめとする多様な投資家が存在し、これらの投資家は個社の運用戦略や国内外の経済動向など、様々な観点から投資判断を行っています。その中で、海外投資家がT-Billへの投資において採用する手法の一つに、通貨ベース・スワップを利用した投資があります。以下では、通貨ベース・スワップを利用した投資の仕組みについて紹介します。

通貨ベース・スワップとは、異なる通貨の元本を一定の為替レートで交換し、その期間中にそれぞれの通貨に生じる変動金利を交換する取引のことです。下の図B5-3は、例としてドル円の通貨ベース・スワップ（以下、ドル円ベース）の取引概要を示しています。図B5-3中の α はベース・スプレッドと呼ばれ、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します。

例えば、「円金利の支払いが増加しても円を調達したい」といった円調達需要が強い場合、 α には上昇圧力がかかります。逆に、「円金利の受取りが減少してもドルを調達したい」といったドル調達需要が強い場合、 α には低下圧力がかかることになります。

近年のドル円ベースにおいては、ドルの調達需要が強いため、ほとんどの年限で α は概ねマイナスで推移しています。このように α がマイナスの状態であることを、「ドル資金の調達にプレミアムが発生している」と表現します。

(図B5-3) 通貨ベース・スワップ(ドル円ベース)のスキーム図(1年満期の場合)



例えば、1年物の α (満期が1年のドル円ベースにおけるベース・スプレッド)をマイナス0.35%(マイナス35bps)、と仮定した場合、図B5-3に示された米国投資家が1年物のドル円ベースを利用する際には、米国投資家には「ドル変動金利の受け取り」と「円変動金利 + α (▲35bps)の支払い」が、1年間にわたって発生します。ここで、米国投資家が▲35bps分の金利を支払うことは、同等の金利額を受け取ることを意味します。各種金利水準を考慮すると、米国投資家はこの35bps分の金利を受け取るために、ドルを円にスワップして日本国債に投資する方が、自国の米国債に投資するよりも高い利回りを得られることになります。

(図B5-4) 米国投資家がドルを円にスワップし、日本国債に投資する場合と、自国の米国債に投資する場合の比較(1年物のドル円ベースを利用)(図B5-3の期中の部分における取引)

(1) 1年物のドル円ベース + T-Bill (1年) 購入



→ 米国投資家は、 $5.30\% - (0.05\% + \triangle 0.35\%) + (0.10\%) = \underline{5.70\%}$ の年間利回りとなる

(2) 米国債 (1年) 購入



→ 米国投資家は、5.00%の年間利回りとなる

→ よって (1) と (2) を比較すると、 $5.70\% - 5.00\% = \underline{0.70\%}$ の利回り差となる

(注1) 円変動金利、ドル変動金利が変動しない前提で説明していますが、実際には日々変動しています。

(注2) 円変動金利、ドル変動金利を固定化するための金利スワップ取引等については、説明の簡略化のため割愛しています。

○ 国内投資家の動向

国内投資家については、担保目的での保有ニーズを有する国内銀行のほか、短期的な資金運用ニーズを持つ国内機関投資家が主な主体として挙げられます。とりわけ、国内機関投資家による短期運用ニーズに関しては、T-Billの金利がマイナス圏で推移していた期間中、T-Billを用いた資金運用は抑制されていました。しかし、令和6年3月のマイナス金利政策解除を契機に金利がプラス圏へ移行したことで、同年4月以降、T-Billを活用した運用が再開されています。T-Billでの運用を再開した投資主体の一例としては、MRF (Money Reserve Fund) が挙げられ、以下ではその概要について紹介します。

MRFは、証券総合口座の導入に伴う待機資金の受け皿ファンドとして、1997年に設定されました。2012年の「アベノミクス」開始以降、株価の上昇に伴って株式や投資信託の取引が増加したことから、証券口座における待機資金が拡大し、MRFの純資産残高は継続的に増加しています。MRFは証券口座の待機資金を運用するファンドであることから、運用にあたっては高い安全性が求められており、例えば「有価証券を50%以上組み入れること」や「組入債券の残存期間を1年以内とすること」など、運用手法に関する一定の規制が設けられています。このような規制のもと、有価証券であり償還期限の短いT-Billは、もともとMRFにとって親和性の高い運用対象となっていました。T-Billの金利がプラス圏で推移するようになったことを受けて、現在、その運用が再開されています。