

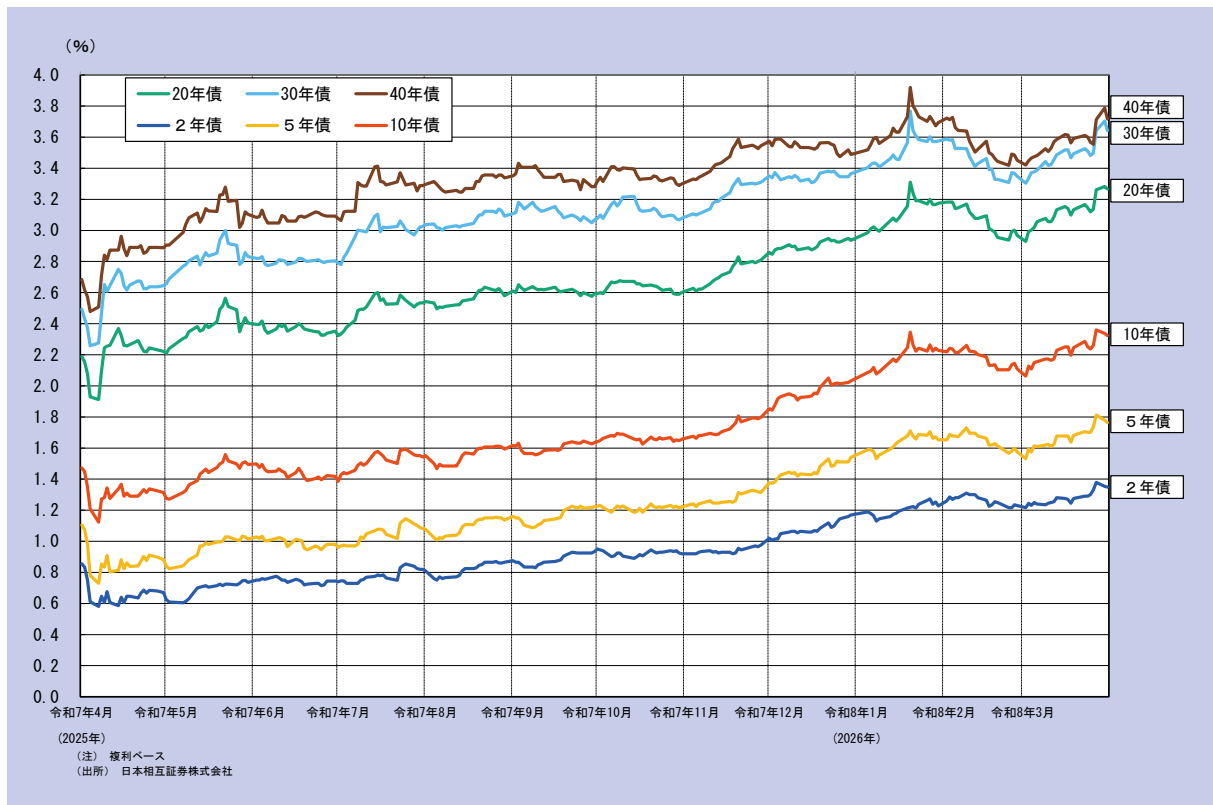
1 令和7年度の国債市場の動向

(1) 概況

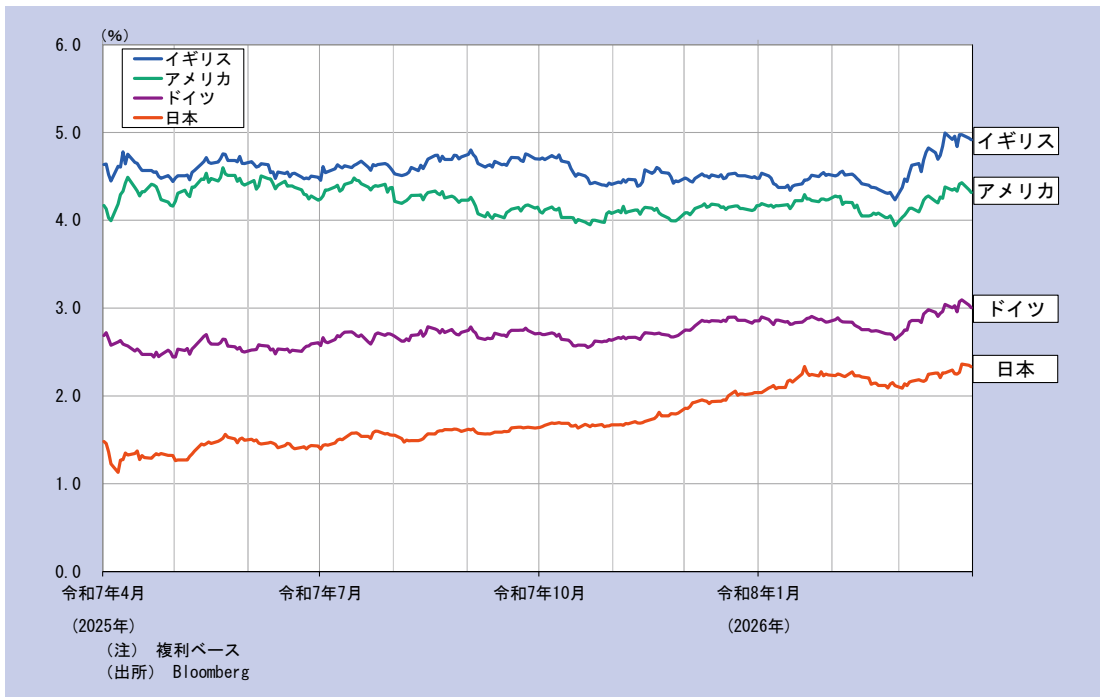
我が国の国債市場は、前年度から開始された日本銀行による国債買入れの減額が進む中、国内経済や物価情勢、国債の需給、地政学リスクの高まり、財政への見方など様々な要因により日々変動しておりますが、令和7年度に関しては下記のような出来事もある中、金利は概ね上昇基調で推移しました。

- ・ 令和7年4月 米国による関税政策公表
- ・ 同6月 国債発行計画の変更
- ・ 同7月 参議院選挙
- ・ 同10月 自民党総裁選
- ・ 同12月 日本銀行による政策金利の引き上げ
(0.50%程度→0.75%程度)
- ・ 令和8年1～2月 衆議院解散、総選挙
- ・ 同2月末～ 米国・イスラエルによるイランへの攻撃

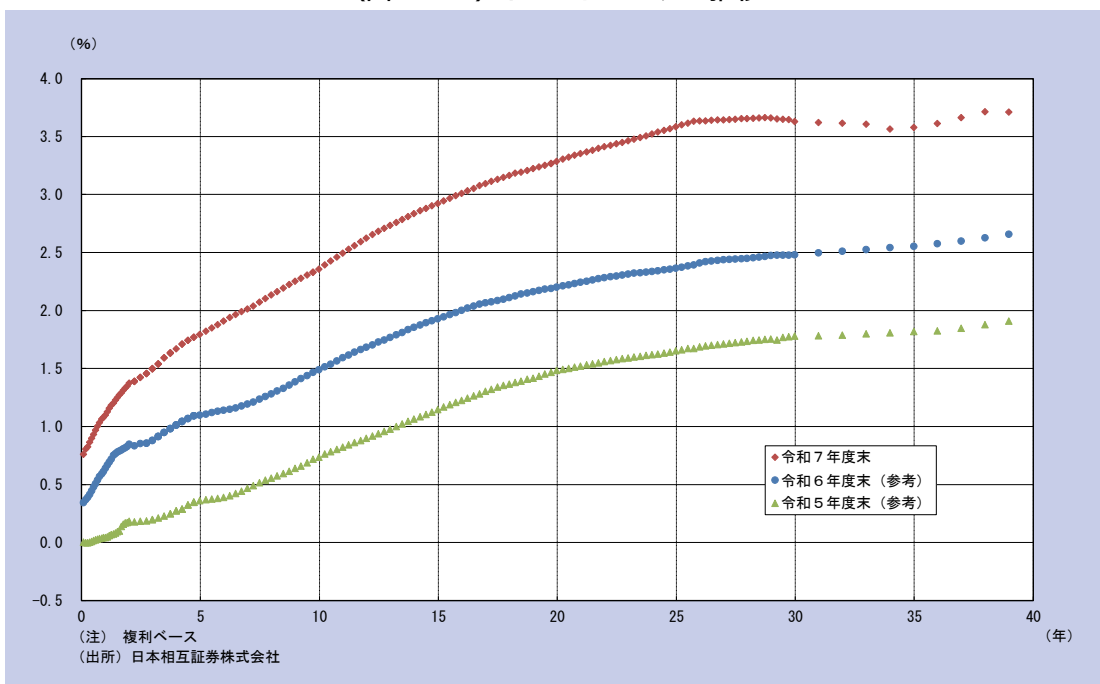
(図2-1) 年限別流通利回りの推移



(図 2 - 2) 各国長期金利の推移 (10 年債)



(図 2 - 3) イールドカーブの推移



(2) 投資家動向

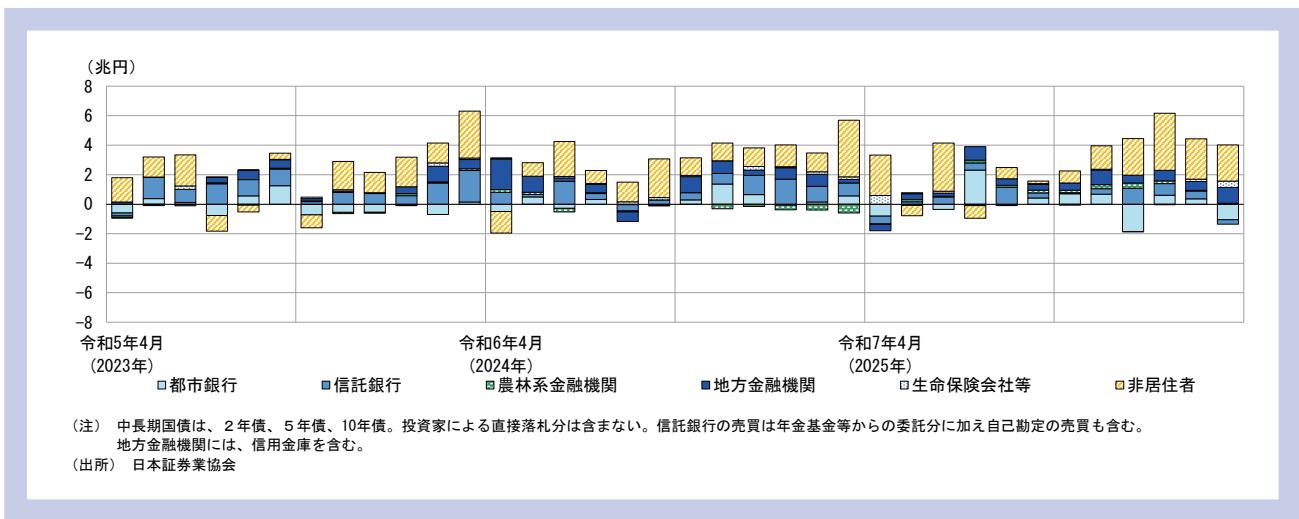
令和7年度の我が国の国債への投資動向を投資家別にみると、まず、中長期国債(2年債、5年債、10年債(☞))は、海外投資家、年金積立金の運用機関(以下、年金基金という)、都市銀行、地方金融機関等の幅広い投資主体が買い越しました。日本銀行による利上げ期待の拡大や期待利上げ最終到達点の上昇を受けて、都市銀行は第1四半期中や第3、第4四半期末に売り越しましたが、それ以外の国内投資家は4月以外ではほとんど買い越しました。4月の米国相互関税導入により中短期金利が低下したことで都市銀行や年金基金、地方金融機関は売り越した一方で、海

☞ 5年債はクライメート・トランジション利付国債、10年債はクライメート・トランジション利付国債及び物価連動国債を含みます。

外投資家は大幅に買い越しました。しかし相互関税の90日延期で金利上昇に転じると5月以降は都市銀行以外の国内投資家は概ね買い越しを継続しました。一方で都市銀行の売越しは6月まで継続しました。

7月に相互関税が日米合意に達し、関税の影響が次第に見通せるようになると市場の利上げ期待が徐々に拡大し金利上昇が続きました。7月以降も国内投資家の大半は金利水準の改善を好感して買い越しを続けました。8月以降は米国で利下げ期待の高まりや10月以降の実際の連続利下げを受けて相対的な円金利の高まりを背景に海外投資家の買い越しも継続しました。自民党総裁選や新首相誕生後も金利上昇を続け、12月には日本銀行が政策金利を0.75%程度に引き上げました。日銀利上げ期待の高まりにより都市銀行は売り越したものの、その他の投資主体は買い越しを継続し、特に12月までの米国連続利下げを受けて海外投資家の買い越しは年明け以降も加速しました。3月は中東情勢緊迫化による原油高を背景にしたインフレ懸念で金利上昇すると都市銀行や年金基金は売り越した一方で、他の投資家は大幅に買い越しました。

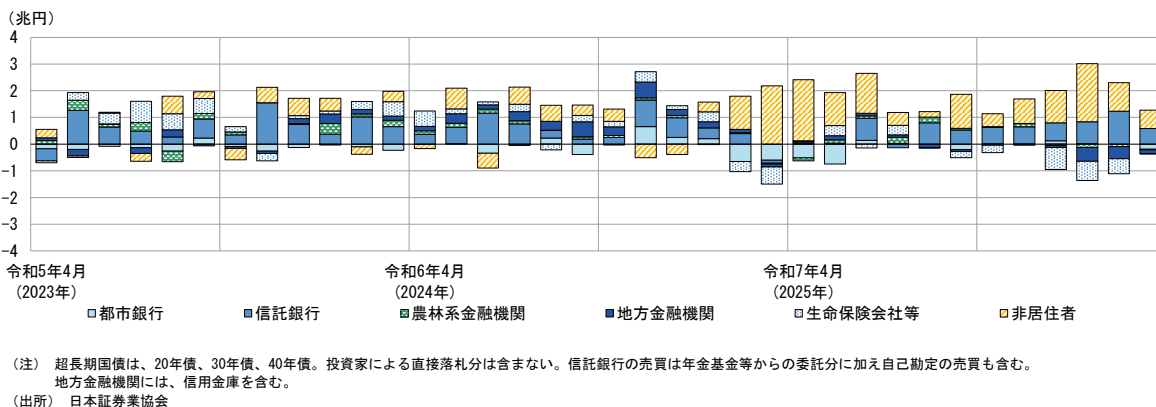
(図2-4) 中長期国債の投資家別売買額



次に、超長期国債（20年債、30年債、40年債）は、年金基金と海外投資家が買い越しました。年金基金は、ポートフォリオの資産配分を一定割合に維持するため、株高を受けて相対的にパフォーマンスの高かった国内外株式を売却する一方で、中長期国債と同様に相対的にパフォーマンスの低かった超長期国債も大きく買い越したと推測されます。海外投資家は、金利上昇により本邦の超長期国債の投資妙味が相対的に高まったことから、大きく買い越しました。特に、超長期国債の金利上昇が進んだ年度後半にかけては、海外投資家による買い越しは更に加速しました。

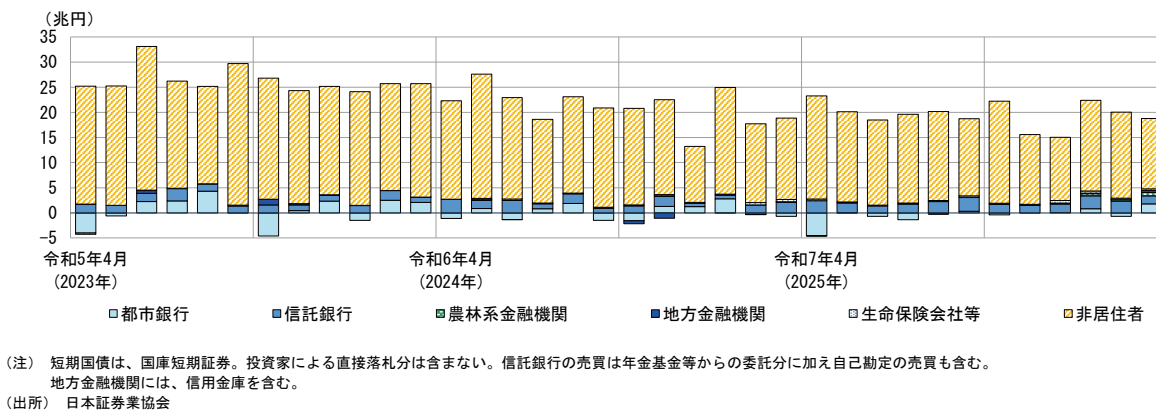
一方、生命保険会社は、令和8年3月末に導入される新たな資本規制に対応する目的での超長期国債購入は既に一巡しており、金利上昇を受けて過去に購入した単価の低い低クーポン債を売却し、単価の高い高クーポン債に入れ替えつつも8月以降は額面ベースでは売り越しが継続しました。地方金融機関等も同様の入れ替え売りにより8月以降は売り越し基調となりました。

(図 2 - 5) 超長期国債の投資家別売買額

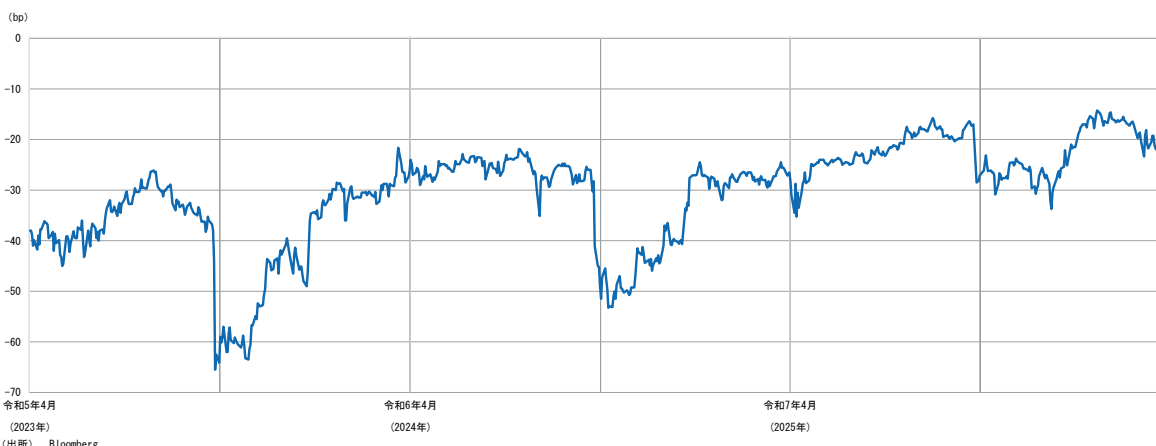


短期国債（国庫短期証券）は、引き続き海外投資家が最大の買い手となりましたが、日本銀行の利上げや米国連続利下げを受けて、通貨ベース・スワップ市場においてドルの出し手が得られるプレミアムが縮小したため、前年度比で買い越し規模が縮小しました。一方、短期資金の運用先として MRF（Money Reserve Fund）等の投資信託からの買いが継続的にみられ、12月に日本銀行が政策金利を 0.75%程度まで引き上げて以降は年金基金や地方金融機関による買い越し額も増加しました。

(図 2 - 6) 短期国債の投資家別売買額



(図 2 - 7) 3Mドル円ベースの推移



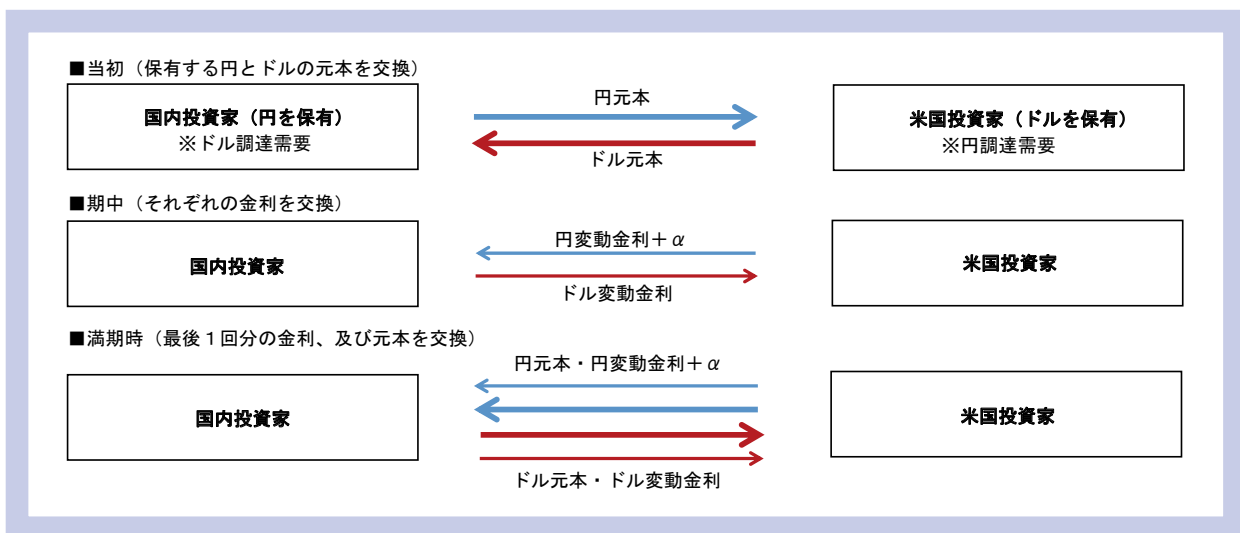
(参考) 通貨ベース・スワップを利用した投資の仕組み

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 2-8 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 2-8 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。

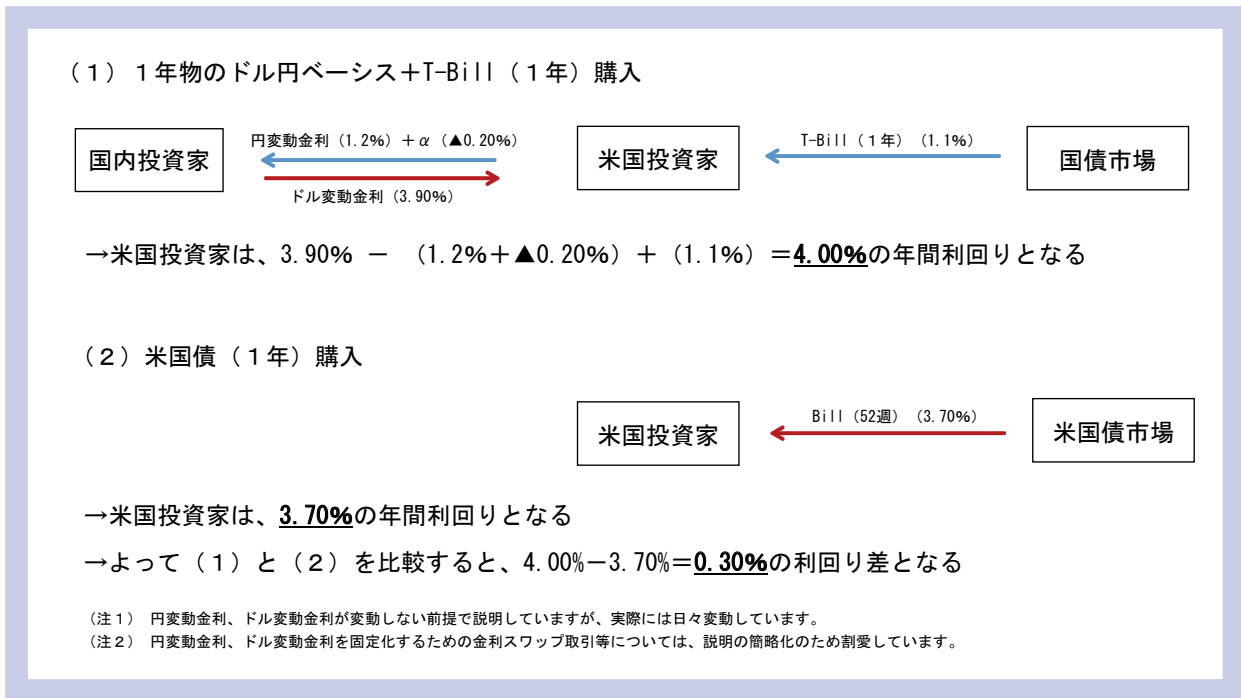
近年のドル円ベースにおいては、ドルの調達需要が強いため、ほとんどの年限で α は概ねマイナスで推移しています。このように α がマイナスの状態であることを、「ドル資金の調達にプレミアムが発生している」と表現します。

(図 2-8) 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 0.20%（マイナス 20bps）、と仮定した場合、図 2-8 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 （▲ 20bps）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▲ 20bps 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 20bps 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 2 - 9) 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、米国債に投資する場合の比較
(1 年物のドル円ベースを活用) (図 2 - 8 の期中の部分における取引)



ボックス1 国債の利回り

国債は、一定の金額を一定期間後に支払うことを国が約束して発行した債券で、発行当局（財務省）が、表面利率と償還期間をあらかじめ定めて発行されます。国債の額面（償還時に受け取る金額のこと）は一定ですが、市場参加者が実際に購入する価格は需給等によって変動するため、例えば、額面 100 円の国債が額面を下回る 95 円や上回る 105 円となることもあります。こうした購入価格に対する 1 年当たりの運用益の割合をパーセントで表示したものが国債の利回りです。

例えば、額面 100 円の国債を購入した場合を考えると、運用益の中には、

- ① 1 年分の利子収入（「インカムゲイン」＝表面利率（クーポン）で表されるもの）と、
- ② 額面と購入価格の差額（「キャピタルゲイン（キャピタルロス）」）を 1 年当たりで換算したものが含まれるため、国債の利回りは以下の式で表すことができます。

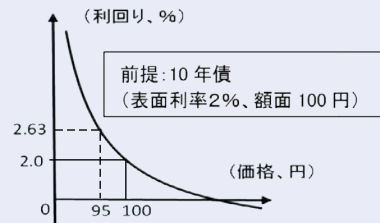
（図 B 1-1）単利利回りの計算式

$$\text{利回り} = \frac{\text{① 1年分の利子収入 (円)} + \frac{\text{② 額面(100円)} - \text{購入価格(円)}}{\text{償還期間(年)}}}{\text{購入価格(円)}} \times 100$$

（最終利回り、単利、税引き前、%）

①の利子収入は、発行時に定められた表面利率により金額が確定し、償還まで変わりません。一方、②の購入価格は、購入するタイミングによって変動します。したがって、国債の利回りは変化します。上式（図 B 1-1）の国債の価格と利回りの関係を、表面利率 2% の 10 年債（額面 100 円）で見たものが図 B 1-2 ですが、価格が下落（100 円→95 円）すれば、利回りは上昇（2.0%→2.63%）することになります。逆に、価格が上昇（95 円→100 円）すれば、利回りは低下（2.63%→2.0%）することになります。

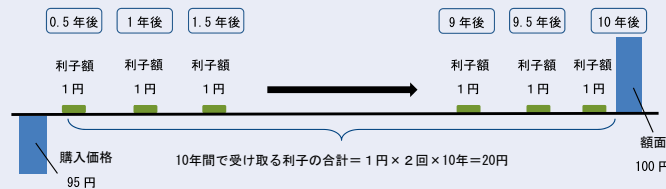
（図 B 1-2）利回りと価格の関係



（注）図は利回りと価格の関係のイメージ

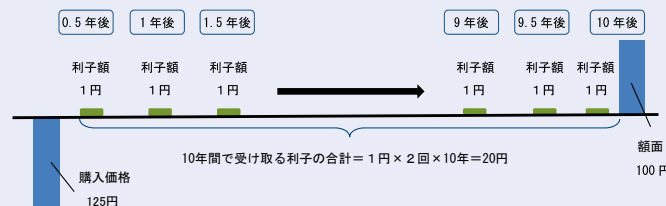
下図（図 B 1-3）は、10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を購入した場合の購入から償還までの資金の受払いを表すキャッシュフロー図です。例えば、当該国債を 95 円で購入し、償還まで保有した場合は、利子収入（20 円）と額面と購入価格の差額（5 円）の合計（25 円）が運用益になります。これを 1 年当たりで見ると、利子収入（2 円）とキャピタルゲイン（0.5 円）から、利回り（単利）は約 2.63% となります。

（図 B 1-3）10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 95 円で購入した場合のキャッシュフロー図



一方で、例えば、10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 125 円で購入し、償還まで保有した場合は、利子収入（20 円）と額面と購入価格の差額（▲ 25 円）の合計（▲ 5 円）が運用損となります（図 B 1-4）。これを 1 年当たりで見ると、利子収入（2 円）と 1 年当たりのキャピタルロス（▲ 2.5 円）から、利回り（単利）は▲ 0.40% となります。

（図 B 1-4）10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 125 円で購入した場合のキャッシュフロー図



このようなマイナス利回りの国債を購入した場合、償還まで保有すると、利子収入と額面の合計が購入価格を下回り、損失が発生します。しかしながら、償還を迎える前に国債を売却する場合、売却価格と売却時まで受け取った利子収入の合計が購入価格を上回ると、結果として利益を得られます。

なお、利回りの計算方法には、上記で説明した「単利」利回りのほか、利子収入の再投資による収益を考慮した「複利」利回りがあります。

ボックス2 「単利」と「複利」

「利回り」の計算には「単利」方式と「複利」方式という2種類の計算方法があり、どちらの計算方法が用いられているかは、国や商品により様々です。単利は預け入れた元本に対してのみ利息を計算する方法で、複利は発生した利息を元本に足し、新しい元本として利息を計算する方法のことを指します。通常、同じ利率の場合、複利運用をした方が受取利息の総額は大きくなります。

ボックス1「国債の利回り」では単利を前提に説明しました。我が国の国債市場では、一般的に利回りは「単利利回り」で表示される一方、欧米の国債市場では「複利利回り」で表示されるのが一般的です。

例えば、額面100円の国債を購入した場合を考えると、複利方式の場合には価格と利回りの関係は以下の式で表すことができます。

(図B2-1) 複利利回り(最終利回り、税引き前、%)と価格の関係式

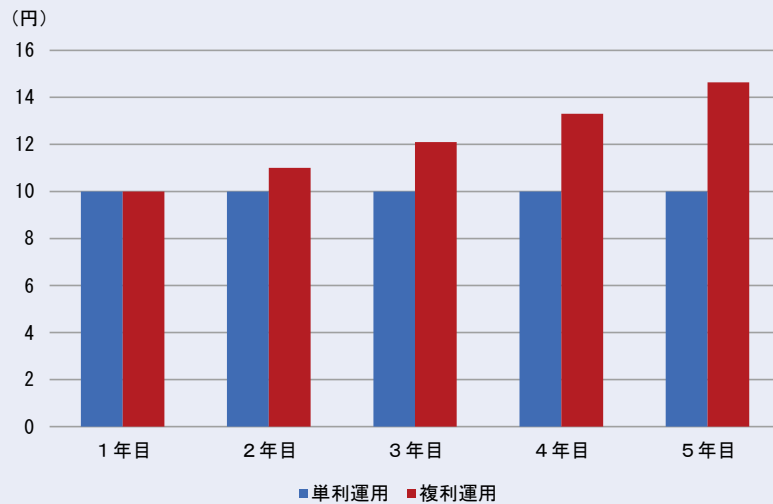
$$\text{購入価格} = \sum_{t=1}^{\text{償還期間(年)}} \frac{\text{第}t\text{時点の利子収入(円)}}{(1 + \text{複利利回り})^t} + \frac{\text{額面(100円)}}{(1 + \text{複利利回り})^{\text{償還期間(年)}}$$

(参考) 単利利回り(最終利回り、税引き前、%)と価格の関係式

$$\text{購入価格} = \frac{1\text{年分の利子収入(円)} \times \text{償還期間(年)} + \text{額面(100円)}}{\text{単利利回り} \times \text{償還期間(年)} + 100} \times 100$$

下図(図B2-2)は、表面利率10%(年1回利払いと仮定)の5年債(額面100円)の運用収益(受取利息額)のキャッシュフロー図です。

(図B2-2) 単利と複利の運用収益比較



単利運用した場合、額面(100円)×表面利率(10%)である10円の利息が毎年定額で発生しますが、複利運用した場合は、それぞれの年の利息額は、

(1年目) 額面(100円)×表面利率(10%) = 10円

(2年目) 額面(100円+10円)×表面利率(10%) = 11円

(3年目) 額面(100円+10円+11円)×表面利率(10%) = 12.1円

(4年目) 額面(100円+10円+11円+12.1円)×表面利率(10%) = 13.31円

(5年目) 額面(100円+10円+11円+12.1円+13.31円)×表面利率(10%) = 14.641円

となり、運用収益(受取利息額)は単利:50円、複利:61.051円と大きな差が出ることになります。投資資金を運用して得られた利益が更に運用されて増えていく「複利効果」は、利率が高いほど、運用期間が長いほど、大きくなる特徴があります。複利運用は将来に向けた資産形成のための手法の一つとして認知されています。

(注1) ストリップス債及び原則として固定利付国債におけるW1取引(発行日前取引)などについては、日本でも複利利回りが用いられます。

(注2) 「複利利回りと価格の関係式」については、利払い回数が年1回という前提で説明しています。年2回利払いの場合、半年を一期間として半年複利で計算する必要があるため、より複雑な式となります。