日本銀行による国債買入れの減額と国債管理政策上の対応課題

野村資本市場研究所 研究理事
齋藤　通雄

▌要　約▐

1. 日本銀行（以下、日銀）は、2024 年 7 月 31 日に開催された金融政策決定会合で、同年 8 月以降、月間の長期国債買入額を毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月には 3 兆円程度とする旨を決定・公表した。
2. この減額規模については、市場参加者の事前予想の範囲内であったことから冷静に受け止められており、国債の需給悪化懸念も足下では表面化していない。
3. しかしながら、減額の影響は、日銀自身による説明ほど小さいものではなく、今後徐々に表れてくると考えられ、2025 年度には、国債の消化に荷もたれ感が生じ、金利に上昇圧力がかかるなど、国債市場に変化が生じる可能性がある。
4. 国債発行当局は、（1）減額される総額をどのように民間で吸収するのか（日銀に替わる買い手をどう確保するのか）、（2）年限別の需給の変化にどのように対応するのか（国債発行における年限構成をどうするのか）、という 2 つの側面で課題に対応する必要がある。

本稿では、2024 年 7 月 31 日に日本銀行（以下、日銀）が決定した国債買入れの減額について、その規模感を評価するとともに、買入減額の市場への影響と国債管理政策上の対応課題について整理することとしたい。

本題に入る前に、まず、日銀が買入減額を決める前の段階での 2024 年度の国債市場の需給バランスを見ておく。

Ⅰ　2024 年度の国債市場の需給バランス～買入減額なかりせば

１．2024 年度国債発行計画

2024 年 1 月 16 日に財務省から公表された国債発行計画（同年 1 月 1 日に発生した能登半島地震を受けた予備費の増額とそれに対応した国債発行額増額後のベース）によれば、2024 年度の国債発行の総額は約 182 兆円が予定されており、このうち市中での発行分は、短期国債を除き約 138 兆円[1]と見込まれている。

日銀は 2024 年 7 月時点で毎月約 5.7 兆円の利付国債の買入れを実施しており、このペースが変わらなければ、年間では約 68 兆円が日銀によって吸収されるので、最終的に民間で吸収すべき金額は約 70 兆円と想定されていた。

２．満期到来額から想定された民間のニューマネー所要額

国債は、新たに発行される一方で、かつて発行された国債で満期が到来し償還されるものもある。2024 年度の予算書等の情報に基づけば、2024 年度に満期が到来する国債は、短期国債を除いて約 116 兆円と推計される。

この約 116 兆円を民間保有分と日銀保有分に分けると、日銀は、減額前の買入れペースが維持されれば国債の保有残高はほぼ変わらないとされていたことから、年間買入額とほぼ同額（すなわち約 68 兆円）の償還を受ける予定であったと考えられ[2]、民間が受ける償還額は、約 116 兆円から約 68 兆円を差し引いた約 48 兆円ということになる。

機関投資家の投資行動を考えると、満期到来に伴い償還金を受領した投資家は、当該資金を国債に再投資することが少なくない。このような投資行動を考えると、民間で消化すべき国債発行額約 70 兆円のうち、約 48 兆円は償還を受けて国債への再投資が期待できる部分であり、それを控除すると、ニューマネーが必要なのは年間約 22 兆円（一月当たり約 1.8 兆円）となる筈であった。

---

[1] 国債発行計画における市中発行分 176.8 兆円（第Ⅱ非価格競争入札等を含むベース）から、割引短期国債での発行を予定している 38.4 兆円を控除した額。

[2] 日銀は、金額的には大きくないものの、残存期間 1 年以下の国債も買い入れていることから、年度進行中にも償還到来額は変動（増加）し得る。日銀が 2024 年 9 月 3 日に公表した同年 8 月末時点での保有国債の銘柄別残高の計数に基づけば、2024 年度中の満期到来額は約 70 兆円となっている。

（参考）上記のとおり、短期国債を除いたベースで考えると、日銀・民間合計で、発行額約 138 兆円に対し満期到来額は約 116 兆円で、ニューマネー所要額は約 22 兆円である。この額は、一般会計の新規財源債（建設国債＋赤字国債）発行額（2024 年度：35 兆円）よりも小さい。これは、新規財源債発行額に、実質的には借換債である国債償還財源見合い分（約 16 兆円）が含まれていることなどによる。

Ⅱ 日本銀行による国債買入れ減額の決定内容とそのインパクト

１．国債買入減額の有する意味

日銀による国債の買入れが減るということは、その分だけ国債の最終的な買い手を民間投資家内で確保する必要が生じるということ、すなわち、国債消化のための民間のニューマネー所要額が増加するということであり、国債市場の需給という意味では、国債の増発と同様の影響が生じると考えられる。

２．日銀が決定した減額規模の評価

日銀は、2024 年 7 月 31 日の金融政策決定会合で、月間の買入額を四半期ごとに 4,000 億円程度ずつ減らしていくという減額計画を決定・公表した。その減額のペースは、必ずしも速くないようにも見える。

決定前に日銀が実施した債券市場参加者からのヒアリングでは、買入額をどの程度まで減額するかについて、意見に幅があったものの[3]、決定・公表された 2025 年度第 4 四半期に月 3 兆円程度まで減額するという計画は、概ね市場関係者の想定の範囲内であったと言えよう。

（参考）例えば野村総合研究所の木内登英氏は 2024 年 7 月 31 日、「2026 年 1 ～3 月に 3 兆円程度となるまでの段階的な国債買い入れ減額計画は、概ね事前予想通りと言えるだろう[4]」との見解を示している。

このため、買入減額の決定が市場に需給悪化懸念をもたらし金利を上昇させるようなことはなく、むしろ、金融政策決定会合後、2024 年 8 月初めの米国雇用統計発表を受けた円高・株安の進行にともない、長期金利は低下した。同年 7 月下旬に概ね 1.0%台で推移していた 10 年国債の利回り（単利、日本相互証券による BB 国債価格〔引値〕）は、同年 8 月上旬には 0.8%台で推移するようになり、同年 9 月に入っても 0.9%前後の水準で、買入減額計画決定前を下回っている。

[3] 日本銀行金融市場局「『債券市場参加者会合』第 20 回議事要旨」2024 年 7 月 19 日、を参照。
[4] 木内登英「日銀が追加利上げと国債買い入れ減額計画を同時決定：円安けん制を意識した決定に」『木内登英の Global Economy & Policy Insight』野村総合研究所、2024 年 7 月 31 日。

図表 1　日銀による国債買入の減額

（兆円程度）

	月間の長期国債買入れ予定額	一月当たり減額幅	四半期計の減額	年度計の減額
2024 年 7 月（実績）	5.7	―	―	―
2024 年 8～9 月	5.3	0.4	0.8	（2024 年度）
2024 年 10～12 月	4.9	0.8	2.4	6.8
2025 年 1～3 月	4.5	1.2	3.6	
2025 年 4～6 月	4.1	1.6	4.8	
2025 年 7～9 月	3.7	2.0	6.0	（2025 年度）
2025 年 10～12 月	3.3	2.4	7.2	26.4
2026 年 1～3 月	2.9	2.8	8.4	

（出所）日本銀行「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」2024 年 7 月 31 日、より野村資本市場研究所作成

しかし、前述のように発行額と償還額を差し引きし、民間のニューマネーが必要な金額という観点で見ると、買入減額前は月 1.8 兆円であったものが、1 年後には倍増する（2025 年 7～9 月には減額前と比べ買入額が月 2.0 兆円減少する）こととなり、買入減額が需給に与える影響は決して小さくないと考えられる。

その意味では、日銀が、民間のニューマネー所要額が倍増する前の 2025 年 6 月のタイミングで中間評価を行うこととしたのは、必要かつ適当であると評価できる。

また、減額が累積でどの程度の規模となるかという観点で見ると、2024 年度中は 6.8 兆円であるが、2025 年度には 26.4 兆円に上る（図表 1 参照）。それだけの規模で、国債に新規或いは追加の民間投資家を呼び込む必要があるということである。

加えて、2025 年度においては、日銀が保有する国債の満期到来額が、2024 年度に比べ 7～8 兆円増加することが見込まれている（脚注 2 に記載のとおり、今後のオペで購入される銘柄によっては、その金額は更に増加することとなる）。その分、民間で消化・吸収すべき国債の額も増加するので、2025 年度は、日銀の国債買入減額の影響だけを見れば、30 兆円台半ばの規模の国債増発と同程度の影響が生じると考える必要がある[5]。

３．日銀が決定した減額規模の評価

2024 年 7 月末に決定・公表された 2026 年 3 月までの買入減額計画について、日銀自身による説明では、市場へのインパクトはそれほど大きなものではないように受け取れる。

例えば 2024 年 7 月 31 日の決定会合後の記者会見で、植田和男総裁は、「私どもが保有する国債の残高が大きいということからくる長期金利を下げるという方向での残高効果ないしストック効果が少し減ることになりますけれども、先ほど申し上げたように残高の減少は 2 年先でも 7～8%程度であるということから、そこからくる金利上昇圧力は大したものではないというふうに考えております[6]」と述べている。

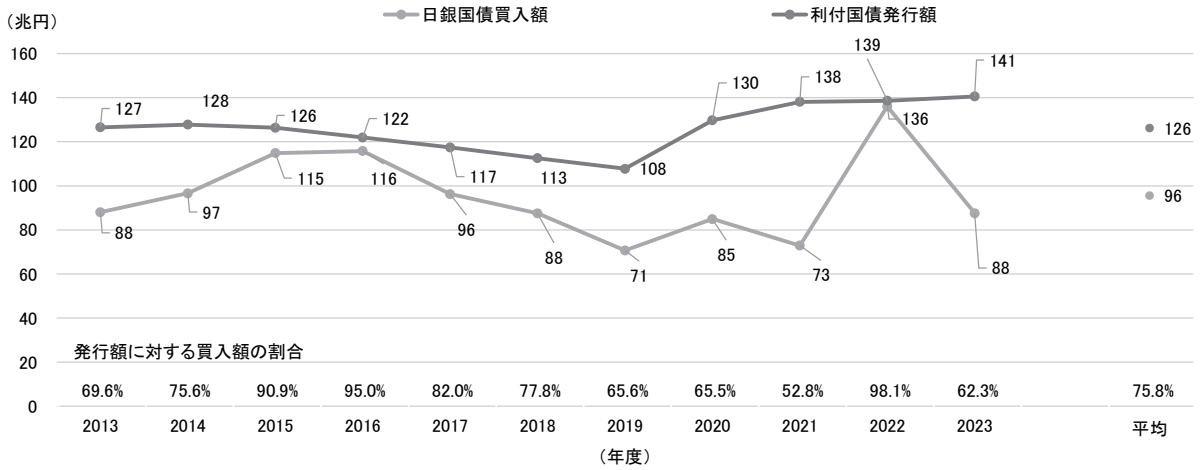
[5] 国債の需給環境全体を見据える上では、2025 年度予算の政府案が公表される 2024 年末を待つ必要がある。
[6] 日本銀行「総裁記者会見」2024 年 8 月 1 日。

日銀が 2024 年 4 月に公表した『経済・物価情勢の展望』（いわゆる展望レポート）の BOX6 では、日銀の国債買入れによる長期金利の押し下げ効果は、ストック効果を中心に、概ね 1%程度との推計結果が示されている。また、決定された買入れの減額により、日銀保有国債の残高はおおよそ 7～8%減少する[7]ことから、1%という押し下げ効果が日銀保有残高に比例するのであれば、金利押し下げ効果の剥落分は、0.1%未満ということになる。上記の植田総裁発言も、そのような趣旨であると考えられる。

しかしながら、長年にわたり国債発行に携わった筆者の経験と感覚では、2025 年度において年間 30 兆円台半ばの規模に達する実質的な国債増発がもたらす影響が、0.1%程度の金利上昇で済むとは考えにくい。

国債の流通市場で流動性が高いのは、直近に発行されたカレント（オン・ザ・ラン）銘柄であるが、日銀は大規模金融緩和の下で、利付国債の発行額の約 4 分の 3 に相当する規模を吸収してきた（図表 2 参照）。そのような需給構造の下で、国債発行の入札で落札してすぐに日銀オペで売却して利鞘を稼ぐ「日銀トレード」が常態化するとともに、オペがディーラーの在庫処分機能も果たしてきたことを考えると、国債買入れによる金利押し下げ効果は、ストック（日銀保有残高）による効果というよりも、フロー（需給バランスのタイト化）の影響がより大きかったのではないかと筆者は考えている[8]。

図表 2　利付国債発行額と日銀買入額の推移



（注）　国債買入額は日銀金融調節資料、国債発行額は財務省カレンダーベース発行実績による。
（出所）日本銀行「時系列統計データ 検索サイト」、財務省「債務管理リポート 2024－国の債務管理と公的債務の現状－」2024 年 7 月、より野村資本市場研究所作成

[7] 日本銀行が 2024 年 7 月 31 日に公表した「（参考）2024 年 7 月金融政策決定会合での決定内容」の 2 頁目に記載されている。なお、前述の国債買入減額の累計額（2024 年度・2025 年度計約 33 兆円）と銘柄別保有残高から計算される償還額の増分（2024 年度と 2025 年度の計約 10 兆円）を合わせると、2024 年 7 月末時点での日銀の国債保有残高（約 582 兆円）の 7～8%という数字に概ね合致する。

[8] 2024 年 4 月に公表された展望レポートの BOX6 の記述のベースとなっていると思われる分析が、2024 年 6 月 24 日に「大規模国債買入れのもとでのわが国の長期金利形成」と題するワーキングペーパーとして日銀から公表されている。そこでは、ストック効果を分析するため、「国債保有割合の将来予想」という変数が用いられているが、当該変数は日銀の月間買入れペースというフローの数字に基づいて計算されていることも、実際にはフローの効果が相応にあったことを示唆しているように思われる。

在庫吸収機能を果たしてきた日銀の買入れが減少すれば、発行入札の後、ディーラーに在庫が溜まり、まとまった金額で市場に売りが出され、金利に上昇圧力がかかったり、ボラティリティが上昇したりする局面が見られるようになる可能性もある。

もちろん、海外では、欧米主要国において金融政策が利下げ方向にあることから、海外金利の低下によって日本においても金利上昇圧力が緩和される可能性もあり、現時点でシナリオが一つに絞られているわけではない。

Ⅲ　国債管理政策上の対応課題

2025 年度にかけて買入減額幅が拡大し影響が大きくなるであろう日銀の政策調整に対し、国債発行当局は二つの角度から対応を考える必要がある。すなわち、日銀が買わなくなった分を民間投資家にどのように吸収してもらうかという総額の消化方策についての課題と、金融環境・金利水準の変化に応じて投資家の行動が変容し、それが年限別の需給バランスに与える影響にどのように対応するかという年限別発行額の調整の課題である。

１．日銀に替わる買い手の確保～減額分総額の民間での吸収

日銀に替わる民間投資家を考察するに当たり、購入主体としては、大きく機関投資家と個人（家計）に分けて考えることができる。

１）機関投資家

国債の買い手として、機関投資家で期待できるのは、まずは銀行セクター（預金取扱金融機関）であろう。この 11 年間、日銀が国債保有を増やす中で、最も国債保有を減らしてきており、大規模金融緩和前の 2013 年 3 月末には約 317.4 兆円の国債を保有していたが、2024 年 3 月末には約 95.7 兆円まで減少している[9]。機関投資家の中で、最も購入余力があると考えられるセクターである。

ただし、銀行セクターには、自己資本規制やリスク管理に伴う制約が存在し、それらはどちらかと言えば強化される方向にあるので、従前と同様の水準まで国債の保有を増やすことができるかどうかは疑問がある。特に、市場での資金運用手段が乏しい地方金融機関においては、円金利の絶対水準が低下した中で、従来よりも長い年限の国債を購入することで収益の減少を補おうとした機関も少なくなく（それまで投資対象が 10 年債中心だったものを 20 年債にするなど）、国債保有額は減少していても、リスク量は必ずしも減少していないケースもあることに注意が必要である。

機関投資家の中で、国債保有を大きく増加させる潜在的可能性があるもう一つの主体は、海外投資家である。海外投資家による国債保有は、2013 年 3 月末の約 35.5 兆

[9] 国債保有額は、短期国債（国庫短期証券）を除いたベースで、日本銀行の資金循環統計による。以下同様。

円から 2024 年 3 月末には約 70.4 兆円と、大規模金融緩和の間にも倍増しているが、その有する資金量を考えれば、更に増加してもおかしくはない。

ただ、筆者は、海外投資家が日銀に替わる巨額の日本国債保有主体となる可能性については懐疑的である。

海外投資家が日本国債を購入する動機は、大きく分けて二つある。一つは、投資対象として儲かるから購入するというもので、ヘッジファンドに代表される投資家である。ただ、このような投資家は、多様な投資対象の中から投資妙味があるものを選択するので、日本国債を大量に長期にわたって保有するということは期待しにくい。もう一つの購入動機は、日本国債は安全で流動性が高いから買うというもので、例えば海外の外貨準備当局である。このような投資家は、もともと資産として円建てのものを保有しており（或いは、円資産に一定比率をアロケーションしており）、円建て資産の中で最も安全で流動性が高いものとして、日本国債を選択している。このような投資家は、ヘッジファンド等と異なり長期的な保有を期待できるが、そもそも、どの程度円建ての資産を保有するのかについて、世界の中での日本経済や円という通貨のプレゼンスに左右されることになり、それを短い期間で有意に伸ばすことは容易ではない。

このように海外投資家の保有動機を考えた場合、日銀に替わる保有主体としては期待しにくく、また、国債の消化が海外投資家頼みになっていると受け取られると、格下げのリスクも生じ得る。

２）個人（家計）

個人投資家による国債保有は、この 11 年間を見ても、2013 年 3 月末の約 22.9 兆円から 2024 年 3 月末には約 13.5 兆円に減少しており、国債全体に占める保有比率は直近でわずか 1.3%に過ぎない。

しかしながら、総額約 2,212 兆円の金融資産を有し、そのうち現預金が約 1,127 兆円に上るという家計部門の金融資産の姿を考えれば、「貯蓄から投資へ」という流れの中で、国債に 100 兆円規模での資金流入が起こっても不思議ではない。

2024 年 1 月から新しい NISA（少額投資非課税制度）制度がスタートし、投資枠が拡充されたが、聞こえてくるのはオルカン（オール・カントリー＝全世界株式）や S&P500 といった海外株式への投資の増加である。しかし、家計のポートフォリオ構成を考えた場合に、預貯金か外国株式かというのでは両極端過ぎやしないか。その間に、ミドル・リスク、ミドル・リターンの国内アセットがあって然るべきであろう。

ただ、国債の直接の保有主体として個人による保有を増加させるのは、筆者の経験上も容易ではない。発行当局も、商品性を工夫し、比較的低額（1 万円）から購入可能で、市場金利が変動しても元本割れリスクのない個人向け国債を発行するなど努力しているが、国自らが行う商品設計には限界がある。例えばかつての中期国債（中国）ファンドのように、1 円単位で即日買付・売却可能で、実質的に元本保証があり、預

貯金を上回る利回りの投資信託が組成・販売されれば、家計資産をまとまった規模で国債に流すパイプになることが期待できると考えられる。

日銀は、大規模金融緩和の 11 年間に、国債保有を約 93.9 兆円（2013 年 3 月末）から約 576.2 兆円（2024 年 3 月末）にまで増加させた。完全に元に戻るわけではないとしても、今後数百兆円規模で保有を減少させることが考えられる以上、その受け皿としては、銀行セクターだけに頼るのではなく、家計の資金を国債に流す新しい仕組みを考える必要があろう。

２．年限別発行額の調整～各年限の需給の変化への対応

国債買入れの減額に留まらず、日本銀行による金融緩和政策の調整は、金利環境を変化させ投資家行動の変容を招き、国債市場の需給に変化を生じさせる。

金利を一定水準に抑え込んでいたイールド・カーブ・コントロールが撤廃され 10 年物の金利が上昇したことに伴い、前述のように超長期債にシフトしていた地方金融機関は中長期債に戻ってきている。

マイナス金利政策の解除により、短期金利がプラスになったことで、短期国債市場では需給のミスマッチが発生している。これは、短期国債の利回りがマイナスとなっていたときには、それを購入するのは、手元のドル資金を円転する際に稼げる海外勢と、担保玉としてのニーズを有する銀行にほぼ限られていたのが、プラス金利の世界に戻ったことにより、短期の運用ニーズを有するアセットマネジメント会社等の国内投資家が回帰してきた（マイナス金利時にはプラスで運用できるコマーシャルペーパー〔CP〕等を購入していた）一方、発行当局は、コロナ禍対応での国債増発で短期化した国債の発行年限を長期化するため、短期債の発行減額を進めているという、需要の増加と供給の減少が同時進行しているためである。

2024 年 7 月の金融政策決定会合で、日銀は、オーバーナイトの無担保コールレートの誘導水準を 0～0.1％から 0.25％程度に引き上げたが、それ以降に実施された短期国債（国庫短期証券）の入札において、落札利回りは、3 か月物・6 か月物は 0.1％程度と、翌日物と比べ逆転しており（逆イールド）、また、1 年物も 0.25％程度と、追加利上げを全く織り込んでいない水準となっている。需給が極めてタイトになっていることが、このような短期国債の低利回りを生じさせている。

こうした状況を受けて、短期資金の運用者からは短期国債の増発を求める声が出ているが、国債発行当局は年限を再び短期化することは望まないであろうから、短期金利連動型の変動利付国債を導入し、銀行の担保ニーズをそちらにシフトさせることで対応するのではないかと考えられる。

長年継続されてきた金融政策の転換は、金利環境を変化させ、この 10 年間当たり前と考えられてきた市場の需給構造にも変化をもたらすであろう。国債発行当局は、これまで

以上に市場動向・投資家動向を注意深く観察し、各年限の需給バランスを見極め、年限別の発行額を的確に配分し、必要があれば弾力的に変更して対応する必要がある。

一部の市場参加者には誤解があるようだが、年限別の国債発行額、言い換えれば各年限の毎月の発行ロットは、補正予算のタイミングでなくとも年度途中いつでも変更可能であり、そこに制度的な制約はない。

各年限の国債の需給バランスに対しては、投資家の動向のみならず、日銀が今後進める国債買入れの減額が、どの年限にどの規模で割り振られるかの影響も大きい。日銀の金融市場局と財務省理財局の連携の要も、従来以上に高まっている。

日銀、財務省両者の努力で、日銀による国債買入れの減額が、国債市場に大きな混乱をもたらすことなく進められることを期待したい。