

調査と情報—ISSUE BRIEF—

No. 1333 (2025.10. 7)

国債金利の上昇と財政運営

はじめに

I 日本国債の現況

- 1 日本国債の概要
- 2 コロナ禍における国債発行額の急増
- 3 日本銀行による「量的引締め」
- 4 海外保有の増加

II 国債金利が急上昇した事例

- 1 我が国の事例
- 2 英国の事例
- 3 米国の事例

III 国債金利と財政運営をめぐる論点 おわりに

キーワード：日本国債、建設国債、特例国債、国債管理政策、量的引締め（QT）、
トラスショック、財政健全化、財政リスク

- 我が国では、人口の高齢化に伴う社会保障関係費の増加等を背景に国債の大量発行が続いてきた。国債は、政府の資金調達手段であると同時に、金融市場における重要な投資商品となっている。
- 国内外の金融市場において、国債金利が急上昇（価格が暴落）した事例が知られている。2022 年 9 月、英国のトラス政権が財源の裏付けが明らかでない経済対策を公表すると、金融市場が動揺し、同政権は退陣に追い込まれた。
- 令和 7（2025）年に入ると、我が国でも超長期の年限を中心に国債金利の上昇が見られた。財政危機を避け、安定的な財政運営を続けるためには、財政健全化に向けた取組を進めることが重要である。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 おおもり けんご 大森 健吾

第 1 3 3 3 号

はじめに

我が国では、人口の高齢化の進行に伴う社会保障関係費の増加等を背景として、国の債務の増大が続いてきた¹。財政の健全性を測る指標とされる「債務残高対 GDP 比²」は、直近時点で 200%を上回っており、国際的にも突出して高い水準に達している³。

国の債務の大部分を占める「国債⁴」は、我が国の債券流通市場の売買高の 99%超を占める⁵。政府の主要な資金調達手段であるのみならず、投資家の資金運用先としても重視され、その金利は金融市場の基礎的指標となっている。国債市場には一国の政治の在り方が反映され、不確実な将来に対する人々の変わりゆく期待が、国債価格（金利、利回り）に凝縮されるとも評される⁶。

近年の国債金利は、日本銀行による大規模な金融緩和政策の影響を受けて、長きにわたって低位に抑制されてきた⁷。他方、直近の動きとして、日本銀行は令和 6（2024）年 3 月に金融政策枠組みの見直しを決定した。具体的には、マイナス金利が解除され、政策金利引上げと資産買入れプログラムの縮小から成る「正常化」プロセスが開始された⁸。同年 7 月には、政策金利の 0.25%程度への引上げと令和 8（2026）年 1～3 月期までの長期国債買入れの減額計画が決定された⁹。令和 7（2025）年 1 月には、政策金利が 0.5%程度まで引き上げられた¹⁰。

令和 7（2025）年に入ると、日本銀行の利上げ等を金融市場が織り込んで長期国債利回りが上

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和 7（2025）年 8 月 1 日である。

¹ 歳出面では、金融危機や自然災害、コロナ禍等を受けて、累次の補正予算により経済対策等を実施してきたことの影響も大きい。また、歳入面では、1990 年代以降の長期にわたる景気低迷やその対策として実施された制度的な減税に伴う税收減が、債務残高の増大に寄与した（財務省『日本の財政関係資料 令和 7 年 4 月』2025.4, p.7.）。

² 国内総生産（GDP）対比で見ること、国の経済規模を捨象して債務残高の大きさを国際比較できる。また、直観的には、国民所得（≒GDP）に対する課税によって償還を賄う前提で債務の規模を見た指標としても理解できる。

³ 政府の「経済・財政新生計画」（「経済財政運営と改革の基本方針 2024—賃上げと投資がけん引する成長型経済の実現—」（令和 6 年 6 月 21 日閣議決定）内閣府ウェブサイト <https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2024/2024_basicpolicies_ja.pdf> 第 3 章）が財政健全化目標に掲げる「国・地方の公債等残高（対名目 GDP 比）」は、令和 7（2025）年 1 月の試算値で令和 7（2025）年度末に 203.6%となることが見込まれている（内閣府「中長期の経済財政に関する試算」2025.1.17, p.9. <<https://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/shisan/r7chuuchouki2.pdf>>）。一方で、国際比較に資するため、国民経済計算体系（System of National Accounts: SNA）に準拠して算出される「一般政府（中央政府、地方政府及び社会保障基金）の債務残高対 GDP 比」は、2025 年 1 月の試算値で 2025 年末に 234.9%となることが見込まれている（International Monetary Fund, *World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts*, April 2025, p.141. <<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2025/April/English/text.ashx>>）。国別順位では、データが入手可能な 196 か国・地域のうちスーダン（252.0%）に次ぐ第 2 位となる。

⁴ 国債とは、広義には国の債務全般を意味するが、法令上は、国の金銭債務のうち、歳入財源調達のために証券形態で発行されるものを指す。財政法（昭和 22 年法律第 34 号）等では、「公債」の語が使用されている。

⁵ 日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2024 年版』2024, p.91.

⁶ 富田俊基『国債の歴史—金利に凝縮された過去と未来—』東洋経済新報社, 2006, pp.516-519.

⁷ バブル経済が崩壊した 1990 年代以降、政策金利（中央銀行が誘導目標とする金利水準で、通常は短期市場金利が採用される。）は 0%近傍に据え置かれてきた。平成 25（2013）年 4 月に開始された量的・質的金融緩和の下では、長期国債等の資産の大規模な買入れにより長めの金利に働きかけることが目指され、長年限の国債利回りまで大きく低下した。特に平成 28（2016）年 9 月に導入された「長短金利操作（Yield Curve Control: YCC）」では、短期の政策金利に同年 1 月に導入されたマイナス金利を適用するとともに、新たに長期金利に操作目標を設け、10 年物国債金利がおおむね 0%程度で推移するよう運営された。金融政策の経緯については、大森健吾「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1150 号, 2021.6.15. <<https://doi.org/10.11501/11684499>> を参照。

⁸ 大規模な金融緩和からの正常化プロセスについては、梶朋美・佐藤良「正常化に向かう日本銀行の金融政策—その概要と論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1293 号, 2024.9.26. <<https://doi.org/10.11501/13741831>> を参照。

⁹ 長期国債の買入れ減額方針は、既に令和 6（2024）年 6 月の金融政策決定会合で決定されており、市場参加者の意見も確認した上で、具体的な減額計画を決定することとされていた（同上, p.3.）。

¹⁰ 日本銀行「金融市場調節方針の変更について」2025.1.24. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2025/k250124a.pdf>

昇する中で、国際的に通商政策をめぐる多様な思惑が生じ、金利が乱高下する局面も見られた¹¹。この背景には様々な要因が想定されるが、仮に債券市場において我が国の財政リスクが意識されているとするならば、今後、政府が大幅な政策修正を余儀なくされる事態につながりかねない¹²。

本稿においては、日本国債 (Japanese Government Bonds: JGB) の現況を概観するとともに、過去の我が国債券市場におけるマーケットショック¹³の事例及び直近の英国・米国における金利上昇の事例を振り返り、国債の安定消化と財政の持続可能性の確保に向けた論点を整理する。

I 日本国債の現況

1 日本国債の概要

(1) 健全財政主義の原則と国債発行

国の財政の基本法である財政法 (昭和 22 年法律第 34 号) の第 4 条は、原則として、国の歳出をその年度の租税等収入をもって賄うことを定めている (非募債主義)。ただし、国の資産を形成する公共事業費等については、長期にわたりその便益が及ぶことから、後世代にも相応の負担を求めることが妥当とされ、例外的に国債発行による資金調達を認めている。これに基づき発行される国債を「建設国債」と称する¹⁴。

我が国では、高度経済成長が終了した 1970 年代から恒常的な歳入の不足が生じており、これを補うために、時限的な立法による特例的な国債発行を行ってきた¹⁵。上述の建設国債に対して、これを「特例国債 (赤字国債)」と称している。なお、日本国憲法第 85 条は、国が債務を負担する際には国会の議決に基づくことを要するとしており、これらの国債の発行限度額は、予算の一環として国会の審議・議決を経ることとなっている¹⁶。

(2) 国債の種類

令和 6 (2024) 年度末現在、国の債務残高 (国債及び借入金現在高) は 1323 兆 7155 億円に上る。国債 (内国債) の発行残高は、このうち 1182 兆 8849 億円と大部分を占めている¹⁷。

¹¹ 「米関税、市場揺れた 1 週間 米金利 23 年ぶり上昇幅」『日本経済新聞』2025.4.13; 日本銀行「金融システムレポート (2025 年 4 月)」2025.4.23, pp.10-12. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr250423a.pdf>>

¹² 森信茂樹「石破首相の警告とイソップ童話 (連載コラム「税の交差点」第 131 回)」2025.6.6. 東京財団ウェブサイト <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4757>>; 「超長期債、財政膨張に警鐘 30・40 年債の利回り最高安定消化に黄信号」『日本経済新聞』2025.5.21.

¹³ 本稿では、予期せぬ事象の発生が金融市場で価格暴落等の動揺をもたらす場合を「マーケットショック」という。

¹⁴ 小村武『予算と財政法 5 訂版』新日本法規出版, 2016, pp.97-99.

¹⁵ 昭和 40 (1965) 年の不況による税収減に対処し、景気対策を推進するため、同年度補正予算において単年度限りの特例立法に基づき歳入補填国債が発行された。昭和 48 (1973) 年の第 1 次石油危機による景気後退を受けて、単年度立法で「昭和五十年の公債の発行の特例に関する法律」 (昭和 50 年法律第 89 号) が制定され、以後 15 年間にわたり特例国債への依存が続いた。歳出抑制の努力に加え、好景気による税収増にも助けられ、平成 2 (1990) 年度に一旦特例国債依存からの脱却に成功したが、バブル崩壊による税収減や大型経済対策の実施に伴い、平成 6 (1994) 年度には、特例国債の発行再開を余儀なくされ、現在に至るまで特例国債への依存が続いている。現行の「財政運営に必要な財源の確保を図るための公債の発行の特例に関する法律」 (平成 24 年法律第 101 号。いわゆる「特例公債法」) では、安定的な財政運営を確保する観点から、発行期間が複数年度化されている (同上, pp.106-115.)。

¹⁶ 財政法第 4 条は、発行限度額 (第 1 項) 及び公共事業費の範囲 (第 3 項) について国会の議決を経ることを定める。特例公債法も、限度額について同様の定めを置く。いずれも、具体的には各年度の予算総則に規定される。なお、後述の借換債は、債務残高の増加をもたらさないことから、限度額について国会の議決を経る必要がない (財務省理財局『債務管理レポート—国の債務管理と公的債務の現状— 2025』2025, pp.39-41, 45.)。

¹⁷ 「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高 (令和 7 年 3 月末現在)」2025.5.9. 財務省ウェブサイト <<https://www>>

国債を発行根拠法別に見ると、利払い・償還財源が主として税財源等により賄われる「普通国債」と財政融資資金の貸付回収金等により賄われる「財政投融资特別会計国債（財投債）」に大別される。普通国債には、上述の建設国債と特例国債のほか、普通国債の償還額の一部を借り換える資金を調達するための「借換債」等がある¹⁸。

国債を金融商品として見ると、金融市場が期間1年超の取引が行われる長期市場と1年以下の短期市場に区分されることに対応して、（広義の）長期国債と短期国債に大別される。長期国債には、償還期間により「中期国債」（2～5年）、「（狭義の）長期国債」（10年）、「超長期国債」（10年超）等があり¹⁹、いずれも半年に1回利払いが行われ、満期時に元本が償還される「利付債」である。「短期国債」（1年又は6か月）は、発行時に額面金額から利子相当額が割り引かれる「割引債」であり、平成21（2009）年からは、同様の発行方式である政府短期証券と共に「国庫短期証券（Treasury Discount Bills: T-Bill）」として統合発行されている²⁰。

（3）金融市場における国債

証券市場には、国や企業等の発行体が新たに債券や株式を発行し、これと引換えに投資家から資金を得る「発行市場（primary market）」と、既発の証券を投資家間で売買する「流通市場（secondary market）」がある。理論的には、両市場間で「裁定（arbitrage）²¹」が働くため、発行条件の決定に際しては、流通市場における利回り（あるいは、これと同時に定まる証券価格）が参照されることとなる²²。国債の発行は、個人向け販売と国会の議決を経た範囲内で行う日本銀行による借換債の引受け（日銀乗換）を除き、公募入札方式により実施されている。債券を満期まで持ち切った場合のリターンである「利回り（yield）」は、次の（A）式で計算される²³。

w.mof.go.jp/jgbs/reference/gbb/202503.html> 国の債務としては、国債のほか、民間金融機関等からの「借入金」と国庫金の短期の資金繰りのために発行される「政府短期証券」がある。国の偶発債務である「政府保証債務」や地方公共団体が発行する「地方債」等も、公的性格を持つ債務として、国の債務の在り方に潜在的な影響を及ぼし得る。

¹⁸ 現在発行されている普通国債としては、他に、「東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法」（平成23年法律第117号）に基づく「復興債」、「脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律」（令和5年法律第32号）に基づく「脱炭素成長型経済構造移行債（GX経済移行債）」、「子ども・子育て支援法」（平成24年法律第65号）に基づく「子ども・子育て支援特例公債（子ども特例債）」、「情報処理の促進に関する法律」（昭和45年法律第90号）に基づく「先端半導体・人工知能関連技術債（半導体・AI債）」がある。なお、普通国債と財投債以外にやや性格の異なる国債として、交付国債がある。これは、国が金銭の給付に代えて（支払手段として）交付するもので、発行による国の収入金は発生しない。具体的には、戦没者遺族等に給付金に代えて交付されるほか、国際機関への出資・拠出等に用いられている（財務省理財局 前掲注(16), pp.42-44, 85-86.）。

¹⁹ 現在発行されている長期国債としては、他に、物価指標に連動して元本・利子が増減する「物価連動国債」、GX経済移行債及びその借換債の一部を国際標準準拠の認証を得て発行する「クライメート・トランジション利付国債」、金融機関や郵便局での募集により発行される「個人向け国債」がある。

²⁰ 財務省理財局 前掲注(16), pp.49-55, 78-79.

²¹ 市場間の一時的な価格差を利用して利益を得る取引（鞘（さや）取り）を言い、これにより価格差は解消に向かう。

²² 日本証券経済研究所編 前掲注(5), p.104. なお、現実には、流通実勢を十分に反映した発行条件の設定が行われるためには、流通市場における売買高が十分にあること等（流動性が高いこと）が必要である。国債については、先物市場が整備され、活発な取引が行われていることも、流動性を高める観点から重要である（服部孝洋『日本国債入門』金融財政事情研究会, 2023, p.6.）。「流動性（liquidity）」の定義は様々だが、その時々々の市場価格に近い価格で、市場参加者が希望する量を速やかに売買できる状況を、流動性が高いということが多い（黒崎哲夫ほか「国債市場の流動性—取引データによる検証—」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.15-J-2, 2015.3, p.1. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2015/data/wp15j02.pdf>）。

²³ 服部 同上, pp.16-18; 藤木裕『入門テキスト 金融の基礎 第2版』東洋経済新報社, 2022, pp.273-284. なお、（A）式は、我が国の債券市場で一般的に用いられる単利ベースの利付債の利回りを示している。より厳密には、受取利息の再投資を考慮した複利最終利回りが用いられるが、次の（B）式からの利回りの算出は煩雑である。

$$\text{利回り (\%)} = \frac{1 \text{ 年分の利息収入 (円)} + \frac{\text{額面 (円)} - \text{購入価格 (円)}}{\text{償還期間 (年)}}}{\text{購入価格 (円)}} \times 100 \quad \dots (A)$$

債券の利回りと市場価格は、(A) 式からも明らかなように逆相関（一方が上がると、他方が下がる）の関係にある。年限と金利の関係（金利の期間構造）については、長期債の利回りが、同期間における短期債の予想利回りの平均と同水準に定まるという「期待理論」で説明されることが多い²⁴。さらに、運用期間が長くなることに伴って不確実性が増すことに対して、上乗せ金利（premium）が要求されるという「流動性プレミアム仮説」も有力とされる。期待理論と流動性プレミアム仮説を組み合わせることによって、利回りが説明される場合も少なくない。縦軸に利回り・横軸に年限をとって各年限の市場金利をプロットし、補間して描いたグラフを「イールドカーブ（利回り曲線）」といい、先行きの金利動向に対する市場の期待を示すツールとして広く用いられている²⁵。国債金利は、いわゆる「安全金利（risk-free rate: RFR）」として、地方債や社債等の他の債券、株式等の金融商品の価格（利回り）決定のベースとなっている²⁶。

(4) 国債管理政策

我が国の財政運営は厳しい状況が続いており、今後も国債の大量発行が続くことが見込まれる。財政負担を軽減する観点からは、利払費等の調達コストを中長期的に抑制しつつ、国債の確実かつ円滑な発行を図っていくこと（国債管理政策）が重要である。そのためには、財政健全化に向けた取組を着実に進め、国債に対する信認を維持するとともに、市場のニーズ・動向等を十分に踏まえた国債発行や市場流動性の維持・向上に努めていく必要がある²⁷。

国債の償還は、全て国債整理基金特別会計に設置された「国債整理基金」を通じて行われている。建設国債及び特例国債並びにその借換債には、いわゆる「60 年償還ルール」が適用される。これは、各国債が償還を迎えた際に、一般会計からの定率繰入れ等²⁸と借換債の発行収入金とを、当初の発行から 60 年後に全額償還されるような配分で償還財源に充てていくというものである²⁹。これら以外の国債についても、償還方法及び財源が各根拠法により定められている。

財務省は、各年度の予算政府案の決定に合わせて、「国債発行計画」を策定・公表している。策定に当たっては、国債市場特別参加者会合³⁰等を通じて市場との対話を行い、投資家の需要

$$\text{市場価格 (円)} = \frac{\text{受取利息 (円)}}{(1 + \text{利回り (\%)})^1} + \frac{\text{受取利息}}{(1 + \text{利回り})^2} + \dots + \frac{\text{受取利息}}{(1 + \text{利回り})^N \text{ (年)}} + \frac{\text{額面}}{(1 + \text{利回り})^N} \quad \dots (B)$$

²⁴ これは、短期債と長期債の間で裁定が働くことによる。しかし、例えば生命保険会社が長期債での運用を好むように、特定の年限を選好する投資家が存在する場合は、期待理論が成り立たない可能性もある（市場分断仮説）。

²⁵ 中島真志・島村高嘉『金融読本 第 32 版』東洋経済新報社、2023、pp.146-149。例えば、先行きの景気に対する期待が弱体化すると、金融緩和への転換を見越して長年限の金利が低下するなど、イールドカーブの形状（緩急等）から金融市場が織り込む経済の見通しを把握することができる。

²⁶ 服部 前掲注(22)、p.267；藤木 前掲注(23)、pp.305-309。債務の返済可能性（信用リスク）に関する評価である「格付け（rating）」においても、一般に国債（sovereign）に対する格付けが、その国の企業等が発行する外貨建て債券の格付けの上限（ceiling）を成す（山澤光太郎『よくわかる格付けの実際知識』東洋経済新報社、2003、p.134.）。

²⁷ 渡邊和紀編著『図説日本の財政 令和 6 年度版』財経詳報社、2024、p.231。

²⁸ 定率繰入れ以外の財源には、決算剰余金の繰入れや予算で定める額の繰入れ、政府保有株式の売却収入等がある。

²⁹ 例えば、ある年度に 600 億円の国債を全て 10 年債で発行した場合、10 年後の満期時に 100 億円（＝「600 億円の 1/60」×10 年分）を償還し、残り 500 億円を借換債で賄う。その後も、10 年ごとの満期時に 100 億円を償還し、残額を借り換えていくことで 60 年後に全て償還される。「特別会計に関する法律」（平成 19 年法律第 23 号）第 42 条第 2 項は、「前年度期首における国債の総額の 100 分の 1.6〔筆者注：おおよそ 1/60〕に相当する金額」を、毎会計年度、一般会計から国債整理基金に繰り入れることを定めている（財務省理財局 前掲注(16)、pp.40-41.）。

³⁰ 国債発行市場の入札参加資格者のうち、応札・落札等に関する一定の責任を果たす者を「国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）」として指定し、財務省との意見交換等の場を設けている。

や市場動向の把握に努めている。また、国債市場における需給の不均衡等に対応するため、既発銘柄を追加発行する「流動性供給入札」や満期前に保有者と合意の上で国が国債を買い取る「買入消却」などの手段が採られている³¹。

2 コロナ禍における国債発行額の急増

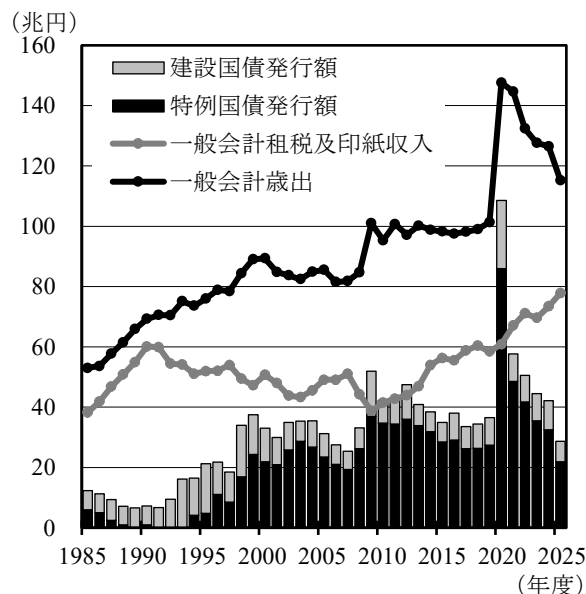
1990年代半ばに特例国債の発行を再開して以降、我が国財政は、各年度の経常的な歳出を税収で賄えない状況が継続してきた(図1)。1990年代後半の銀行危機や2000年代後半の世界金融危機に際しては、税収の落ち込みや景気対策による歳出増を受けて、国債発行額が増大し、発行額の水準はなかなか元に戻らなかった。令和2(2020)年度以降のコロナ禍では、危機対応のため国債発行額が急増した。

巨額の国債残高を抱え、年々の発行額も高止まりする中で、市場動向等を踏まえて国債管理政策を適切に遂行し、国債の安定消化を図っていくことの重要性が高まっている³²。

3 日本銀行による「量的引締め」

日本銀行は、平成25(2013)年4月に開始した「量的・質的金融緩和」の下で、国債を大規模に買い入れてきた。直近では、日本銀行の保有分が国債発行残高全体の過半を占めている(図2)。一方で、令和6(2024)年7月に長期国債買入れの減額計画を公表して以降は、明示的に国債買入れの縮小を進めている³³。日本銀行の保有国債は、順次満期を迎えて償還されるため、買入れが一定ペースを下回ると保有残高は減少していく³⁴。中央銀行がバランスシートを縮小させる政策を、「量的引締め(quantitative tightening: QT)」という³⁵。日本銀行がQTを進める過程では、代わりに民間部門が国債保有を増やしていく必要があるため、財政当局は、民間が消化可能な金利リスク量等を考慮しつつ国債発行を行うことが重要となる³⁶。

図1 一般会計歳入・歳出の状況



(注) 2023年度までは決算ベース、2024年度は補正後予算ベース、2025年度は当初予算ベース。

(出典) 財務省「財政統計」；財務省理財局「債務管理レポート 2025」を基に筆者作成。

³¹ 財務省理財局 前掲注(16), pp.16-23, 60-63.

³² 同上, p.16.

³³ 日本銀行は、令和7(2025)年6月、令和8(2026)年4~6月期以降の減額ペースを緩めることを決定した(日本銀行「当面の金融政策運営について」2025.6.17. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdec/mpr_2025/k250617a.pdf>)。

³⁴ 日本銀行の保有国債の銘柄別残高及び長期国債買入れ予定額を基に筆者が試算したところ、令和8(2026)年度末には、日本銀行の長期国債保有残高は500兆円程度まで減少する見込みである。

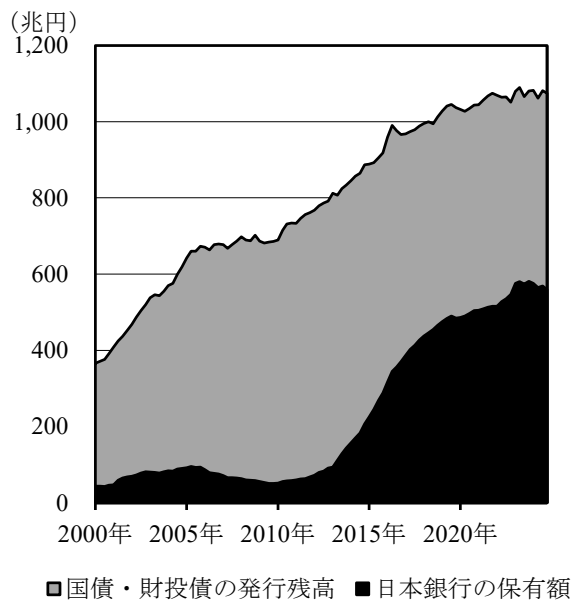
³⁵ 田中隆之『金融政策の大転換—中央銀行の模索と課題—』慶應義塾大学出版会, 2023, p.108; 内田眞一「業務からみた日本銀行—日本金融学会2025年度春季大会における講演—」2025.6.7, p.16. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2025/data/ko250607a1.pdf>

³⁶ 服部孝洋「日銀による国債購入の減額を踏まえた政府の債務管理の在り方」『金融財政事情』75巻33号, 2024.9.3, pp.34-37. 投資家は、通常、金利(価格)の変動(volatility)を国債のリスクと捉えている。金利が変化した場合に価格がどの程度動くかという感応度は、期間を示す概念である「デュレーション(duration)」が長くなるほど大きくなる。なお、国債については、金利リスクのほか、発行体である日本政府が債務不履行(default)となる信用リスクも考慮されている可能性がある。

4 海外保有の増加

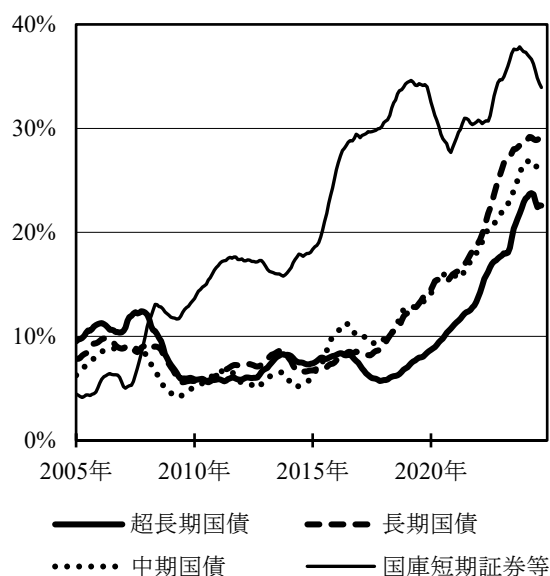
従来、日本国債の保有者が国内の経済主体に偏っていたことから、国債暴落（金利急騰）の可能性は低いとする見方が多かった³⁷。直近時点でも、国債・財投債の海外保有比率は1割強にとどまっております³⁸、依然として国内中心の保有構造となっている。一方で、近年、市場取引における外国人投資家のプレゼンスが急速に高まっていることから³⁹（図3）、国際金融市場の動向も意識しつつ、財政への信認を確保していくことの重要性は増している⁴⁰。

図2 国債発行残高及び日本銀行の保有額



（出典）日本銀行「資金循環」を基に筆者作成。

図3 国債流通市場における外国人の取引シェア



（注）売付額・買付額を合算した売買高ベース。12か月中心化移動平均法による季節調整値。

（出典）日本証券業協会「国債投資家別売買高（～2018年4月）」；「公社債店頭売買高（2018年5月～）」を基に筆者作成。

II 国債金利が急上昇した事例

本章では、我が国及び英国・米国の国債市場において、様々な要因による金利の急上昇がマーケットショックをもたらした事例を紹介する。

1 我が国の事例

ここでは、我が国債券市場の主なショック事例を3つ取り上げる（図4）が、他にも、国債発行増を背景に6.1%利付き長期国債の流通利回りが11%台まで急上昇した「ロクイチ国債暴落⁴¹」（昭和54（1979）年）やリーマンショック時の市場混乱（平成20（2008）年）が知られている。

³⁷ 榊原英資『日本国債が暴落する日は来るのか？—低成長時代の国家戦略—』ビジネス社、2016、pp.110-111.

³⁸ 国庫短期証券については、近年、海外保有比率が6～8割程度まで高まっている。世界金融危機後の金融規制強化を経て為替スワップを利用した円債投資が有利となり、年金基金等の海外機関投資家にとって低リスクで安定的な運用先となっているとの見方がある（財務省理財局 前掲注(16), pp.35-36; 服部 前掲注(22), pp.295-299.）。

³⁹ 国債先物取引における海外投資家のシェアは更に高く、直近では7割前後で推移している。

⁴⁰ 佐藤主光『日本の財政—破綻回避への5つの提言—』中央公論新社、2024、pp.67-70.

⁴¹ 財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和49～63年度—第6巻 金融』東洋経済新報社、2003、p.555.

(1) タテホショック

昭和 50 年代半ば以降、金融機関の国債売却制限⁴²の緩和が進み、銀行が国債ディーリングに参入したこと等を受け、国債相場は過熱気味に推移してきた。しかし、昭和 62 (1987) 年 5 月頃から相場は軟調となり、長期金利は 8 月にかけて 3% 台から 5% 台まで上昇した。9 月、この相場下落局面において、国債先物取引を利用した「財テク」(積極的な余剰資金運用)に熱心な中堅化学メーカー・タテホ化学工業(本社：兵庫県赤穂市)が巨額損失を出したことが発覚すると、債券市場では投売りが広がり、金利は一気に 6% 台まで急上昇した⁴³。問題の背景として、事業会社のリスク管理態勢の甘さ、証券会社の顧客管理の不十分さ等が指摘された⁴⁴。

図 4 長期国債(10 年物)金利の推移と金利上昇ショック



(注) 図中のピークである平成 2 (1990) 年 9 月にかけての金利上昇局面は、バブル経済への対応のため、日本銀行が公定歩合を大幅に引き上げたことに伴うものである。

(出典) 財務省「国債金利情報」を基に筆者作成。

(2) 資金運用部ショック

平成 10 (1998) 年 12 月、当時、郵便貯金や公的年金積立金等の集中預託を受け、政府関係機関への投融资や余裕資金による国債引受けを行っていた「資金運用部」(特別会計)が、翌年 1 月からの国債買入れ停止を決定した。その背景としては、大規模な経済対策の実施に伴う財政投融资の追加等により運用部資金への需要が増していたこと、金融ビッグバンや円の国際化を目指す改革の中で市場重視の流れが強まっていたこと等が挙げられる。しかし、国債発行増により需給悪化が懸念される中で、予想外の買入れ停止のアナウンスは、国債市場に対する大きなサプライズとなり、長期金利は短期間のうちに約 1.1% の幅で急上昇した⁴⁵。

⁴² 当時、国と国債募集引受団(シンジケート団、シ団)との間で発行条件を取り決め、応募未達分はシ団が引き受ける「シ団引受け」方式で国債が発行されていた。シ団を構成する金融機関は、保有国債の売却を制限されていた。

⁴³ 「経済史を歩く(32) 債券バブル崩壊 タテホの教訓 小さな暴走 市場震わす」『日本経済新聞』2012.12.23; 財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和 49~63 年度—第 5 巻 国債・財政投融资』東洋経済新報社、2004、pp.56、85-87、217-227。

⁴⁴ 「企業財テクに警鐘鳴らすタテホショック」『経経詳報』1663 号、1987.9.28、pp.16-17; 「それでも財テクはやめられない 「タテホは特殊ケース」で済むのか」『エコノミスト』65 巻 45 号、1987.10.27、pp.44-51。

⁴⁵ 齋藤通雄・服部孝洋「齋藤通雄氏に聞く、日本国債市場の制度改正と歴史(前編)」『ファイナンス』695 号、2023.10、pp.37-43; 財務省財務総合政策研究所財政史室編『平成財政史—平成元~12 年度—第 5 巻 国債・財政投融资』2015、pp.106-111、445-447。

(3) VaR ショック

バブル経済の崩壊以降、企業の資金需要の低迷等を受けて、銀行は国債投資を主体とする有価証券運用への傾斜を強めた。銀行の財務が大きな市場リスクにさらされるようになったことから、金融商品会計における時価評価の重要性が高まった。平成 12（2000）年度から銀行勘定に時価会計が導入されることとなり、債券評価損による資本毀損リスクを管理する観点から、過去の市場データから統計的にリスクを算出する「VaR（value at risk）」と呼ばれる手法が多くの銀行で採用されるようになった。平成 15（2003）年 6～9 月にかけて長期金利が約 1.1%幅で急騰したが⁴⁶、その原因を VaR の採用に求める見方がある⁴⁷。VaR は市場データからリスクを算出するため、例えば大きな売りが出て市場価格が変動すると、自らのポジション（持ち高）が一定であっても、保有リスク量が大きく上昇する可能性がある。トレーダーが保有可能なリスク量を制限されている場合、リスク量を落とす必要から更に売りが出て、悪循環的な金利上昇（債券価格の下落）につながり得る。VaR ショックを経て、銀行の債券運用は、金利リスクの影響を受けにくい中短期ゾーン主体のポートフォリオを基本とするようになったとされる⁴⁸。

2 英国の事例

2022 年 7 月、英国のボリス・ジョンソン（Boris Johnson）首相が辞任表明し、9 月、保守党党首選挙を経て、物価高対策のための減税等を訴えたリズ・トラス（Liz Truss）外相が後任首相に選出された。当時、コロナ禍からの経済回復とロシアによるウクライナ侵攻の影響を受けて、英国は高インフレに見舞われており、中央銀行であるイングランド銀行（Bank of England: BoE）は前年 12 月から政策金利の引上げに転じていた。9 月 23 日、クワシ・クワーテン（Kwasi Kwarteng）財務相が法人増税の中止や所得減税、エネルギー料金の凍結等を内容とする経済対策（The Growth Plan 2022 / “mini-budget”）を公表すると⁴⁹、長期金利は同日中に約 0.4%、その後の数日間で 1%以上の幅で急上昇した（図 5）。また、英ポンドの為替レート、株価も暴落した。

この「トラスショック」の原因としては、政府が財源確保の方策を示さず、また、独立財政機関である予算責任局（Office for Budget Responsibility: OBR）の予測を経ずに経済対策を公表したことで、財政に対する市場の信認が悪化したことが挙げられる⁵⁰。また、ショックを大きくした要因として、英国の企業年金の運用委託先がデリバティブ取引を活用した複雑な投資戦略を採用しており、金利上昇時に投売りが生じやすかったこと、英国債の海外保有比率が高かったこと、金融引締めを進める BoE が直前に国債売却を決定していたことなどが指摘される⁵¹。

⁴⁶ 資金運用部ショック時と同程度の変動幅であり、現在、政府が国債利払費を見積もる際にも、1.1%程度の金利上昇がバッファとして考慮されている（第 193 回国会衆議院財務金融委員会議録第 2 号 平成 29 年 2 月 15 日 p.19.）。10 年物国債のデュレーションが約 10 であることから概算すると、1.1%の金利上昇は、10 年債価格を約 11%下落させることとなる（ $\frac{\Delta P}{P} = -D \times \Delta r$ ただし、 P は国債価格、 D はデュレーション、 r は国債利回りを示す。）。

⁴⁷ 平成 15（2003）年のショックについては、VaR 以外の要因もあるとの指摘が見られる（服部孝洋「VaR ショックについて—2003 年における金利急騰時のケース・スタディー」『ファイナンス』697 号、2023.12、pp.19-20.）。

⁴⁸ 同上、pp.15-24；三菱 UFJ 銀行資金証券部『国債のすべて—その実像と最新 ALM によるリスクマネジメント—改訂版』金融財政事情研究会、2025、pp.342-346。

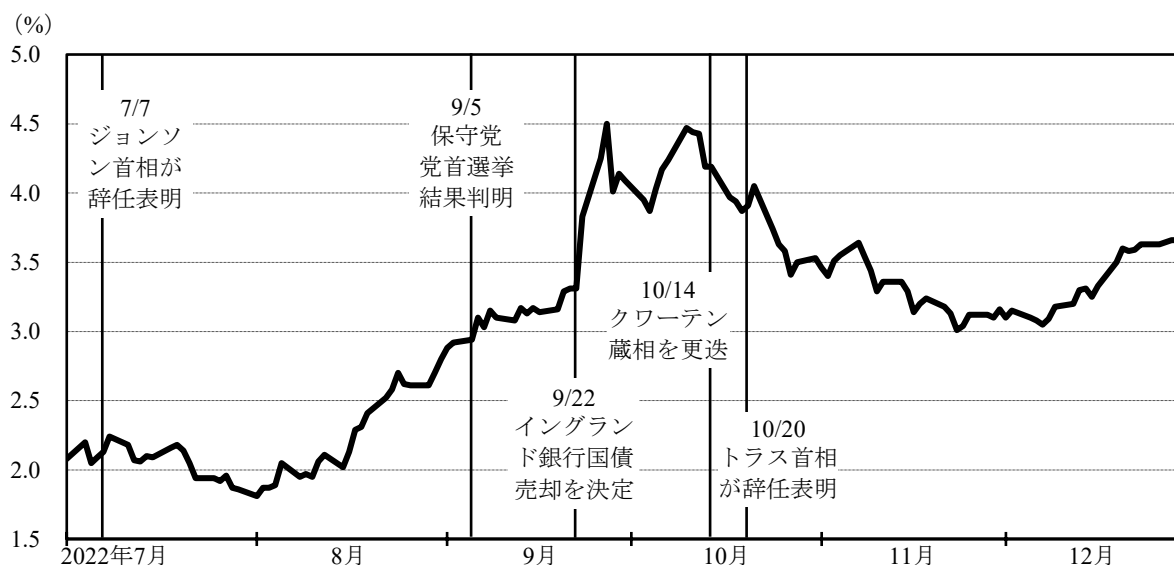
⁴⁹ “(Archived) The Growth Plan 2022.” GOV.UK website <<https://www.gov.uk/government/topical-events/the-growth-plan>>

⁵⁰ Michael Race and Faisal Islam, “New law aims to prevent repeat of Truss mini-budget,” 2024.7.18. British Broadcasting Corporation (BBC) website <<https://www.bbc.com/news/articles/cnd0918lz94o>> OBR については、樋口修「イギリス及びスウェーデンの独立財政機関」『レファレンス』891 号、2025.3、pp.1-28. <<https://doi.org/10.11501/14118368>> を参照。

⁵¹ 三菱 UFJ 銀行資金証券部 前掲注(48)、pp.222-227；長井滋人「数字は語る ▲30% 英国トラス首相在任期間における英 30 年国債価格の最大下落率」『週刊ダイヤモンド』110 巻 40 号、2022.11.12、p.21；細江塔陽・楠原雅人「トラス・ショックを踏まえた経常収支・国債の海外保有・安全資産の関係」『ファイナンス』691 号、2023.6、pp.50-51.

トラス首相は、市場の混乱を受けて、就任からわずか44日後に辞任表明に追い込まれた。

図5 2022年下半期における英国債（10年物）金利の推移

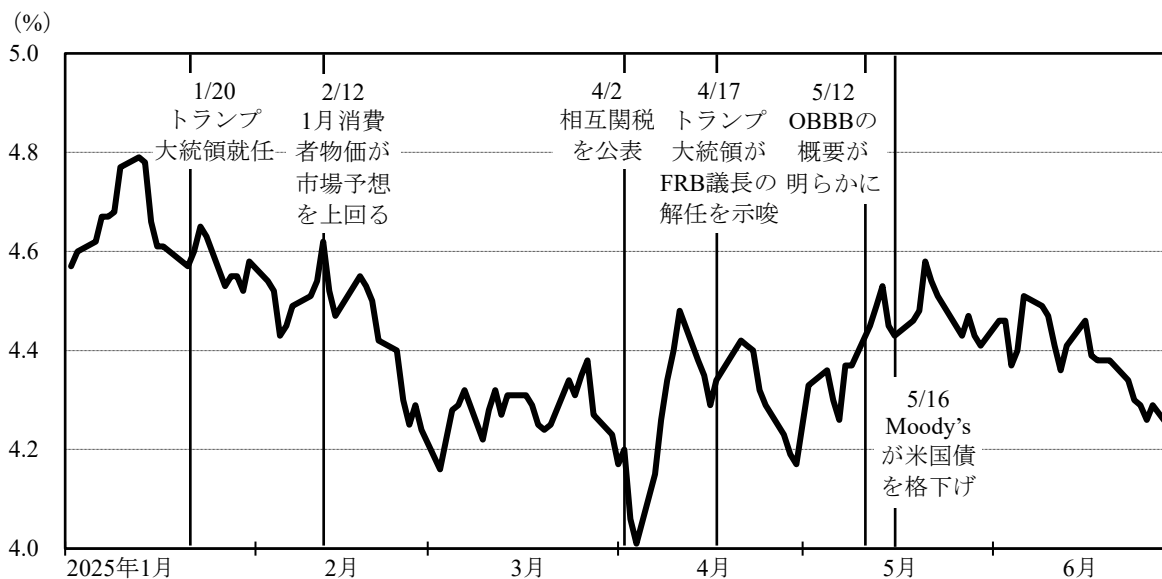


(出典) “UK 10 year Gilt.” FT.com <<https://markets.ft.com/data/bonds/tearsheet/charts?s=UK10YG>> を基に筆者作成。

3 米国の事例

2024年11月、米国大統領選挙でドナルド・トランプ (Donald J. Trump) 氏の当選が決まると、財政赤字の拡大に対する懸念から米国債金利は上昇した⁵² (図6)。2025年1月の政権発足以降も、政策の不確実性が国債市場を揺らす状況が続いている。4月2日、全世界に対する一律10%の輸入関税と国ごとの上乗せ分から成る「相互関税 (reciprocal tariff)」の導入が公表されると、長期金利の動きが不安定化した。9日に上乗せ分の適用を開始すると金利は急上昇し、

図6 2025年上半期における米国債（10年物）金利の推移



(出典) U.S. Department of the Treasury, “Daily Treasury Par Yield Curve Rates.” を基に筆者作成。

⁵² 「米長期金利に上昇圧力 4.6%台 財政拡張・インフレ懸念」『日本経済新聞』2025.1.8.

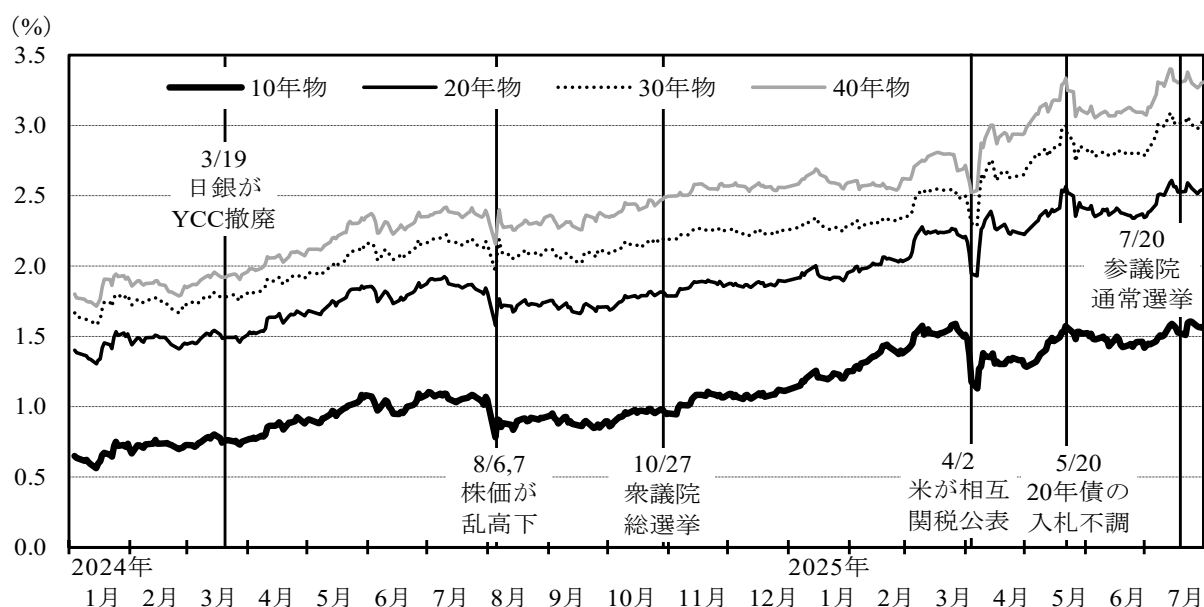
わずか13時間後に中国以外の国・地域への適用を90日間猶予することが公表された⁵³。また、5月に連邦議会において、10年間で約4兆ドルの減税策等を盛り込んだ「1つの大きく美しい法案（One Big Beautiful Bill Act: OBBB）」が審議入りすると、財政悪化⁵⁴や景気過熱への懸念から金利に上昇圧力がかかった⁵⁵。トランプ大統領は、金融緩和の求めに応じないジェローム・パウエル（Jerome H. Powell）連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）議長の解任を示唆するなど、市場の混乱を招きかねない情報発信を続けている⁵⁶。

Ⅲ 国債金利と財政運営をめぐる論点

コロナ禍における巨額の財政措置やロシアによるウクライナ侵攻等を背景として、2020年代に入ると世界的にインフレーションが進行した⁵⁷。我が国においても、消費者物価は日本銀行が目標とする前年比上昇率2%を超えて推移し、金融政策は引締め（利上げ）方向に転換されている。一般に金利が上昇すると、国債利払費の増加を通じて財政運営に負担が生じる。我が国のように債務残高が巨大である場合には、金利変動の影響は特に大きいと見られる⁵⁸。

令和7（2025）年に入ると、長期金利は上昇傾向を強めた（図7）。日本銀行の政策転換以降の上昇トレンドに加え、米国の関税政策や国会における予算審議の動向、国政選挙の情勢等への反応として短期的に不安定な動きが生じていると見られる。また、特に超長期年限の国債利

図7 2024年以降の長期・超長期国債金利の推移



（出典）財務省「国債金利情報」を基に筆者作成。

⁵³ 「金融リスク米に再考迫る 米国債急落引き金 相互関税一部90日停止」『日本経済新聞』2025.4.11.

⁵⁴ 5月16日には、格付け会社ムーディーズ（Moody's Ratings）が米国債の信用格付けを引き下げた。

⁵⁵ 「米国債市場「波乱の夏」警戒 減税法案／相互関税の猶予期限 長期金利5%も視野」『日本経済新聞』2025.6.3.

⁵⁶ 「「FRB議長解任せず」トランプ氏、前言撤回 円が急落一時143円台」『日本経済新聞』2025.4.23, 夕刊.

⁵⁷ 世界的なインフレーションの進行等については、廣瀬己「現下の物価高をめぐる論点—要因と対策—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1202号, 2022.8.30. <<https://doi.org/10.11501/12316991>> を参照。

⁵⁸ 財務省 前掲注(1), p.18; 佐藤 前掲注(40), pp.89-91.

回りが大きく上昇していることも特徴的である⁵⁹。一般に国債市場には、市場金利を通じて財政運営に規律をもたらす機能があると考えられており、こうした金利変動が財政リスクを警戒して生じたものかどうかを注視していく必要がある⁶⁰。

財政の持続可能性に関しては、実質金利が実質経済成長率よりも低いと持続可能であるが、前者が後者よりも高い場合には、「基礎的財政収支（primary balance: PB）⁶¹」が十分に大きな黒字でない限り持続可能ではなくなるという「ドーマー条件」が知られている⁶²。これが満たされないとき、国の債務残高は際限なく上昇（発散）し、いずれ財政運営は持続可能でなくなると考えられる⁶³。

財政の先行きが懸念されると、国債市場の投資家は追加投資をためらってリスクに見合う金利の上乗せ（リスクプレミアム）を求めるようになり、国債金利は上昇する。金利上昇により政府支出（利払費）が増えると、国の債務が「雪だるま式」に累増する悪循環に陥り、いずれ国債の借換えや新規発行が困難となるおそれがある⁶⁴。仮に「財政破綻（デフォルト）⁶⁵」に至ったとしても、国が民間企業等のように清算されることはない。しかし、国債の借換えや新規発行が困難になると、現行水準の税負担や行政サービスは維持不可能となり、国民生活に多大な影響が及ぶ大幅な見直し（歳出カット、サービス水準の縮減、増税等）が不可避となる。また、国債金利は各種金利のベースとなっていることから（I1（3）参照）、金利上昇の影響は、金融機関、企業、家計等の民間部門にも広く及ぶこととなる⁶⁶。

コロナ禍の収束以降、我が国の財政指標は着実に改善を続けており⁶⁷、現状では、近い将来に財政危機が発生するとの見方は必ずしも多くない⁶⁸。一方で、依然として債務残高は先進国で

⁵⁹ 超長期国債は、リスク管理上、長年限での運用を愛好する生命保険会社等による保有が多い。令和 7（2025）年度から、保険会社に十分な支払余力の確保を義務付けるソルベンシー規制が強化されることとなり、資産サイドと負債サイドのデュレーションのギャップを縮小させるために、生命保険会社が超長期国債の買入れを積極化させていたが、新規制への対応が一巡した結果、需給が緩んだとの見方がある（「超長期債「生保頼み」幻想（ポジション）」『日本経済新聞』2025.6.27.）。財務省は、4 月以降の金利上昇を踏まえて、6 月 20 日に国債市場特別参加者会合を開催した上で、23 日、令和 7 年度国債発行計画を変更し、超長期債の発行予定額を減額した。

⁶⁰ 債券投資家が政府の財政政策に警告を発する構図は、しばしば「債券自警団（Bond Vigilantes）」などと称される（Ramana Ramaswamy, “Point of View: Return of the Bond Vigilante,” *Finance & Development*, December 2018. <<https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2018/12/will-markets-coerce-fiscal-policy-ramaswam>>）。

⁶¹ 税収・税外収入と国債費（国債の元利払いに充てられる費用）を除く歳出との収支であり、税収等で政策的経費をどの程度賄えているかを示す指標。

⁶² 畑農鋭矢ほか『財政学をつかむ 第 3 版』有斐閣、2024、pp.328-331。なお、価格変動の影響を除去するため用いるデフレータが共通であれば、（政府の財政健全化目標のように）名目金利と名目経済成長率で見ても同様である。

⁶³ 佐藤進・関口浩『財政学入門 新版』同文館出版、2019、p.244。

⁶⁴ 佐藤 前掲注(40)、p.92。

⁶⁵ 財政破綻の形態としては、債務の全部又は一部不履行（狭義のデフォルト）に加えて、金利や満期の変更（rescheduling）、通貨増発（＝インフレーション）による債務返済等が、政府によって選択されることもあり得る（Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009, pp.61-67.）。

⁶⁶ 佐藤 前掲注(40)、pp.92-97。

⁶⁷ 内閣府 前掲注(3) ただし、令和 7（2025）年度の骨太方針では、従来、2025 年度とされてきた「国・地方を合わせた PB 黒字化」目標の達成年度は、「2025 年度から 2026 年度を通じて、可能な限り早期」へとやや後退した（「経済財政運営と改革の基本方針 2025—「今日より明日はよくなる」と実感できる社会へ—」（令和 7 年 6 月 13 日閣議決定） p.37。内閣府ウェブサイト <https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2025/2025_basicpolicies_ja.pdf>）。

⁶⁸ 東京財団政策研究所が令和 7（2025）年 3 月に公表した政策提言は、我が国で短期的に見て財政危機が発生する可能性は低いとしつつ、そのような危機の発生に備えた対応プランを策定している（加藤創太ほか『財政危機時の緊急対応プラン 2025』2025.3.31, p.i。東京財団ウェブサイト <https://www.tkfd.or.jp/files/research/2024/加藤 PG/PolicyResearch_Kato.pdf>）。

突出した水準にあり、金利上昇下における財政運営は予断を許さない。トラスショック（Ⅱ2 参照）のような市場心理の自己実現的増幅（信認喪失）を通じた危機は、確率は低いものの、いつでも発生し得るとされ⁶⁹、財政の持続可能性に対する市場の信認を維持し続ける努力が求められる⁷⁰。

おわりに

令和 7（2025）年 7 月 20 日に行われた第 27 回参議院議員通常選挙では、与野党を問わず、各党が物価高対策等のための消費減税や現金給付を掲げたことに対して、財政規律を軽視しているとの批判も広く見られたところである⁷¹。

我が国では、バブル経済が崩壊した 1990 年代以降、「失われた 30 年（10・20 年）」とも言われる長期停滞を経験した。その間、金利・物価・経済成長の低迷が続き、低金利環境の下で国債残高は膨張した。しかし、コロナ禍を経て物価上昇率が高まり、日本銀行による金融政策は利上げ局面を迎えている。

「金利のある世界」では、巨額の政府債務残高が人々の将来不安を強め、持続的な経済成長の足かせとなりかねないとの見方もある⁷²。市場の動向に対して慎重に気を配り、また、国民生活が直面する課題への対応を進めつつ、中長期的には、財政健全化に向けた取組を着実に進めていくことが重要であろう。

⁶⁹ 同上, pp.6-8. 大規模災害や戦争等による財政悪化懸念も危機の引き金となり得る（佐藤 前掲注(40), p.94.）。

⁷⁰ 財政危機につながる金利上昇（国債価格の下落）は、国債発行市場で応募額が入札枠に満たない「未達（札割れ）」が発端となると考えられ、財政健全化に向けた取組や国債管理政策を通じたリスク抑制が重要である（須藤時仁『国債管理政策の新展開—日米英の制度比較—』日本経済評論社, 2007, pp.24-25.）。

⁷¹ 「国債金利の上昇 財政規律の回復が急務だ（社説）」『毎日新聞』2025.6.26; 「「負担減」一色の公約 財政と将来への責任を語れ（社説）」『朝日新聞』2025.7.4; 「物価高対策は的絞り効果高める知恵を（社説）」『日本経済新聞』2025.7.5; 「参院選と経済政策 大盤振る舞いを競うのか（主張）」『産経新聞』2025.7.5; 「財政の信認 市場の警告を重く受け止めよ（社説）」『読売新聞』2025.7.26.

⁷² 福田慎一「いま必要な経済対策（下）構造改革で成長力を高めよ（経済教室）」『日本経済新聞』2025.7.3. 福田慎一教授（東京大学）は、日本経済の長期停滞の真因は、国際競争力の低下や少子高齢化といった構造的問題にあり、一時しのぎの対策ではなく、労働・金融市場の改革、農業・医療・介護分野の規制緩和等を着実に実行していく必要があると指摘している。