

第1章 我が国地方債市場を取り巻く環境

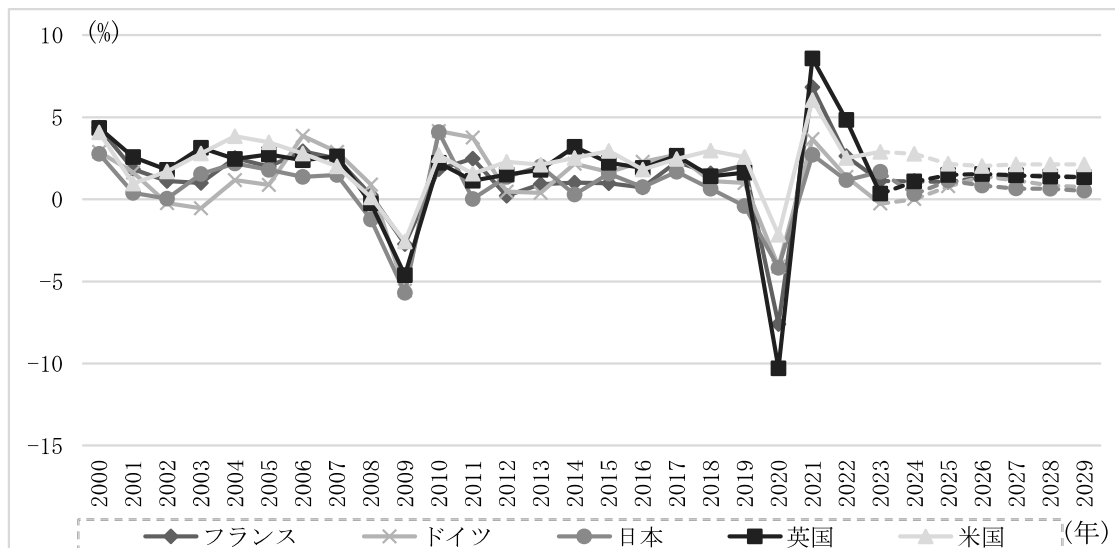
第1節 世界と日本の経済・金融市場等の状況¹

1 世界の経済・金融市場等の状況

世界経済は、一部の地域において足踏みがみられるものの、総じてみれば緩やかに成長している。ただし、欧米における高い金利水準の継続や中国における不動産市場の停滞の継続に伴う影響などによる下振れリスク、中東地域をめぐる情勢、さらには米国の第2次トランプ政権の政策運営による影響や金融資本市場の変動の影響にも注視する必要がある。

新型コロナウイルス感染症の影響により、2020(令和2)年の年央にかけて大きく落ち込んだ主要国の実質GDPは、主要国の大規模な財政・金融政策の効果やサービス需要の回復などを背景に持ち直し、その後は、各国の中央銀行の金融政策や人手不足を背景とした賃金上昇を受けた消費の増加等を下支えに、概ね底堅く推移している(図表1)。世界経済の先行きについては、持ち直しが続くことが期待されるが、中国の不動産市場の停滞や物価下落の継続等の内需不振、米国での今後の通商政策などの政策動向、欧米での財政悪化の深刻化、中東情勢を中心とする地政学的リスクなどが顕在化すれば、世界経済の成長率を下振れさせるリスク要因となる点に留意する必要がある。

図表1 主要国の実質GDP成長率見通し



(出所) IMF World Economic Outlook Database(October 2024)より地方債協会作成

¹ 特に断りのない限り、内閣府「月例経済報告」(2025(令和7)年2月19日公表)、日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2025(令和7)年1月27日公表)等より。

（１）米国経済

米国では、個人消費や設備投資が増加する等、内需の堅調さが示され、景気は拡大している。2024(令和6)年10-12月期のGDP成長率(第1次推計値)は、個人消費や設備投資が増加し、前期比年率2.3%増となった。先行きについては、基調としてソフトランディング²に向かうと見込まれるが、第2次トランプ政権の政策次第で成長率が変動する不確実性の高い展開が見込まれる。2024(令和6)年9月に利下げに転じたFRBは、雇用環境やインフレ再燃に注目しつつ、今後も利下げを継続するとみられるが、今後の政策動向次第で金融政策は大きく変動することが見込まれる。トランプ大統領が掲げる大幅減税や追加関税、移民抑制策は、いずれもインフレ圧力を高める作用が予想されるため、金融政策の不確実性が高まり、金融市場に混乱が生じやすい環境が続く可能性が見込まれる。

2024(令和6)年の米国10年国債利回りは、インフレ圧力の高まりから早期利下げ観測が後退したことで、年始の4%割れの水準から4月には4.5%を超える水準まで上昇した。その後、バイデン前大統領の選挙戦撤退や中国への新たな半導体規制、中東情勢の緊迫などを背景に景気後退懸念の高まりから金利が低下するなか、9月会合において、2020(令和2)年3月会合以来、50bpの利下げを決定した。その後、11月、12月のFOMCにおいてもインフレや労働市場の動向を理由に各25bpの追加利下げを実施し、政策金利の誘導目標レンジを4.25-4.50%とした。なお、パウエル議長は、FRBの政策は金融緩和への転換を迅速に進める初期の段階から、慎重に利下げを検討する「新たな段階に入った」と明言した。その後、10年国債利回りは、概ね4.0~5.0%のレンジで推移している。

（２）ヨーロッパ経済

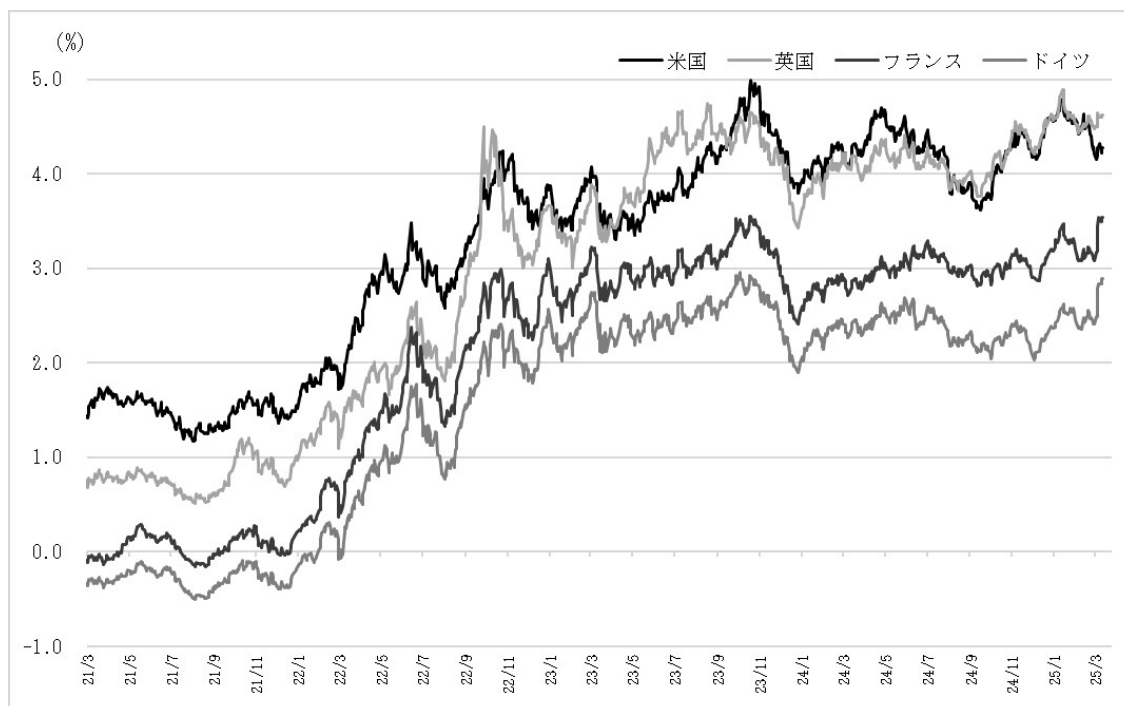
ヨーロッパ地域では、ユーロ圏では、景気は一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動きが見られる。ドイツにおいては、景気は足踏み状態にある。先行きについては次第に持ち直しに向かうことが期待されるが、高い金利水準の継続やエネルギー情勢に伴う影響による下振れリスクに留意する必要がある。また、英国においては、景気は持ち直しに足踏みがみられる。先行きについては、持ち直しが続くことが期待されるが、ドイツ同様に高い金利水準の継続に伴う影響による下振れリスクに留意する必要がある。

ユーロ圏の2024(令和6)年10-12月期のGDP成長率は、前期比で0.1%増(年率0.2%増)となり、7-9月期(前期比0.4%増、年率1.6%増)から減速した。またドイツでは、2024(令和6)年10-12月期のGDP成長率は、前期比0.2%減(年率0.8%減)となった。

² 飛行機が緩やかに降下し着陸する様子から、主に景気が過熱しているときに、急激な景気後退や混乱を招くことなく、緩やかに減速させて安定成長へと移行させることを指す。

金融政策については、欧州中央銀行(E C B)は、2025(令和7)年3月の理事会で、政策金利を2.50%に引き下げることとを決定した。また、イングランド銀行(B O E)は、2月の金融政策委員会で、政策金利を4.5%に引き下げることとを決定した。

図表2 米国・英国・フランス・ドイツの10年国債利回り



(出所) QUICKデータより地方債協会作成

(3) 中国経済

中国では、政策効果により供給の増加がみられるものの、景気は足踏み状態となっている。先行きについては、各種政策効果が次第に発現し、徐々に足踏み状態を脱することが期待されるが、不動産市場の停滞や物価下落の継続、今後の通商関係の動向による影響等に留意する必要がある。

2024(令和6)年10-12月期のGDP成長率については、前年同期比5.4%増となった。消費や固定資産投資の伸びはおおむね横ばいとなり、財輸出は緩やかに増加し、生産は持ち直し、消費者物価はおおむね横ばいとなっている。

2 日本の経済・金融市場等の状況

日本経済は、物価上昇の影響から個人消費の一部に足踏みが残るものの、総じて内需を中心として緩やかに回復している。企業収益は改善しており、設備投資は緩やかな増加傾向となっている。先行きについては、緩和的な金融環境などを背景に、雇用・所得環境が改善することで、緩やかな成長が続くことが期待される。ただし、欧米における高い金利水準の継続や中国における不動産市場の停滞の継続に伴う影響など、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスク要因となっている。また物価上昇、米国の今後の政策動向、中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。

金融政策については、日本銀行は、2024(令和6)年3月18～19日の金融政策決定会合において、マイナス金利政策を解除し、超過準備に0.1%の付利を決定したことで、無担保コール0/Nは、0.00～0.10%程度で推移するようになり、イールドカーブ・コントロール(YCC)は廃止された。これらの決定を受けて、10年日本国債利回りは徐々に上昇し、5月22日に1.00%台へ乗せ、同月30日には1.10%をつけた。さらに日銀は7月31日の金融政策決定会合で政策金利水準を0.25%程度へ引き上げる追加利上げを実施し、長期国債買入れ減額の具体策も決定した。その後、10年日本国債利回りは、米国金利の低下基調や国内株価が急落したこともあって、一気に0.75%まで急低下する局面がみられたものの、11月に入り、米大統領選でドナルド・トランプ氏が再選したことを受けて日米金利は上昇に転じた。2025(令和7)年1月23日～24日の金融政策決定会合では賃上げ動向と米国経済の不確実性について一定の進展があったとして追加利上げを決定し、政策金利を0.25%引き上げ0.5%としたこと、また、更なる追加利上げの思惑から10年日本国債利回りは、1.40%～1.50%を中心に大きく変動している。

図表3 日本2年・5年・10年・20年国債利回り



(出所) 財務省「国債金利情報」より地方債協作成

第2節 地方債市場の動向

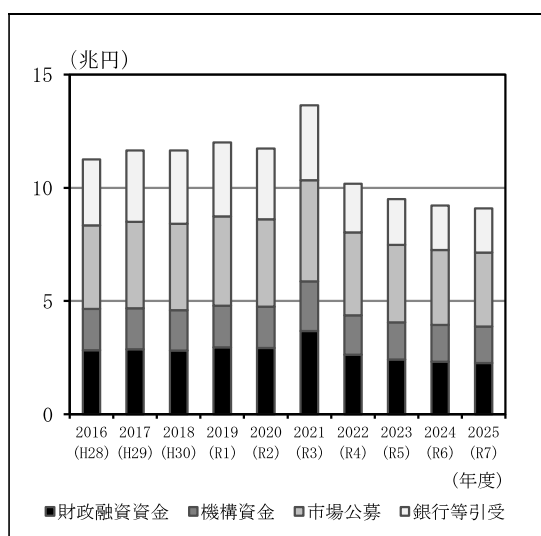
1 地方債計画の推移

令和7年度地方債計画は、引き続き厳しい地方財政の状況の下で、地方財源の不足に対処するための措置を講じ、また、地方団体が緊急的に実施する防災・減災対策、公共施設等の適正管理及び脱炭素化並びに地域の活性化への取り組み等を着実に推進できるよう、所要の地方債資金の確保を図ることとするとともに、東日本大震災に関連する事業を円滑に推進できるよう、所要額についてその全額を公的資金で確保を図ることとして策定された。

通常収支分と東日本大震災分を合計した規模は9兆900億円(前年度比▲1,291億円)となっている(図表4)。通常収支分のうち、臨時財政対策債の発行については、地方財政の健全化に取り組み、2001(平成13)年度の制度創設以来、初めて新規発行がゼロとなった。

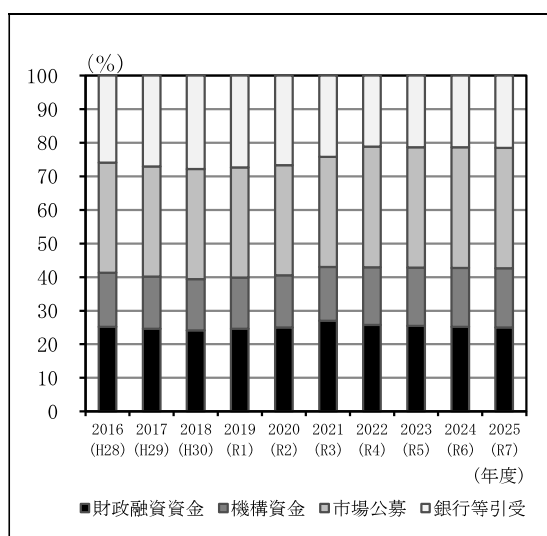
また、資金別構成比を見ると、公的資金が42.7%(財政融資資金25.0%、地方公共団体金融機構資金17.7%)、民間等資金が57.3%(市場公募資金35.9%、銀行等引受資金21.4%)となっている。なお、2011(平成23)年度以降、市場公募資金が最も高い比率を占めており、2025(令和7)年度は前年度同様に過去最高の比率となった(図表5)。

図表4 地方債計画額(当初計画)の推移(資金別)



(出所) 総務省「地方債計画」より地方債協会作成

図表5 地方債計画額(当初計画)における資金別構成比の推移



(出所) 総務省「地方債計画」より地方債協会作成

2 国債・地方債の発行残高の推移

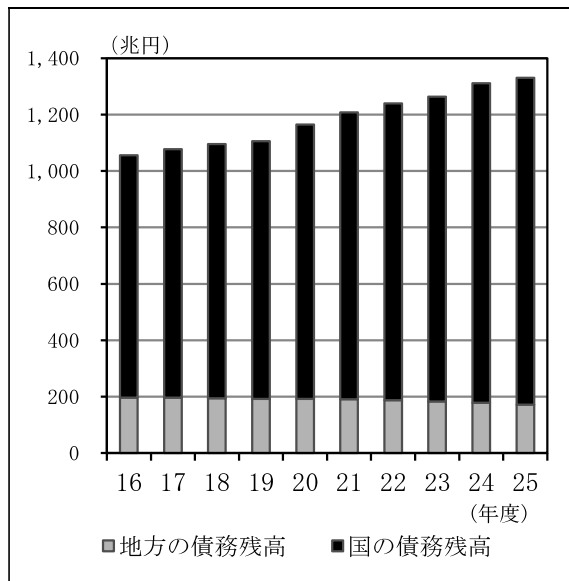
国の予算は、歴史的な転換点の中、時代の変化に応じた先送りできない課題に挑戦し、変化の流れを掴み取るものとされた。あわせて、「経済財政運営と改革の基本方針2024」（令和6年6月21日閣議決定）における令和7年度予算編成に向けた考え方に基づいて、持続可能な成長の実現に向けた経済構造の強化を進め、日本経済を新たなステージへ移行させるべく、「持続的・構造的賃上げの実現」「官民連携による投資の拡大」「少子化対策・こども政策の抜本的強化」「防衛力の抜本的強化」といった重要政策課題に必要な予算措置を講ずる観点から編成された。こうした結果、2025(令和7)年度予算案の一般会計総額は、当初案としては115兆円台となっている。2025(令和7)年度における国債の新規発行額は、税収増に伴い、2024(令和6)年度当初予算比で6.8兆円ほど圧縮され、28.6兆円となった。また、普通国債残高は、2025(令和7)年度末には1,129兆円に上る見込みである。

地方財政においては、2025(令和7)年度の財源不足額は、約1.1兆円となる見込みである。社会保障関係費、人件費の増加や物価高が見込まれる中、地方団体が、様々な行政課題に対応し、行政サービスを安定的に提供できるよう、地方交付税総額について前年度を約0.3兆円上回る19.0兆円を確保した。地方の借入金残高は依然高水準で推移するものの、2025(令和7)年度末は約171兆円と前年度比7兆円程度減少する見込みである。

また、国及び地方の長期債務残高は2025(令和7)年度末には約1,330兆円に達するものと見込まれており、対GDP比で211%程度となる見込みである(図表6)。

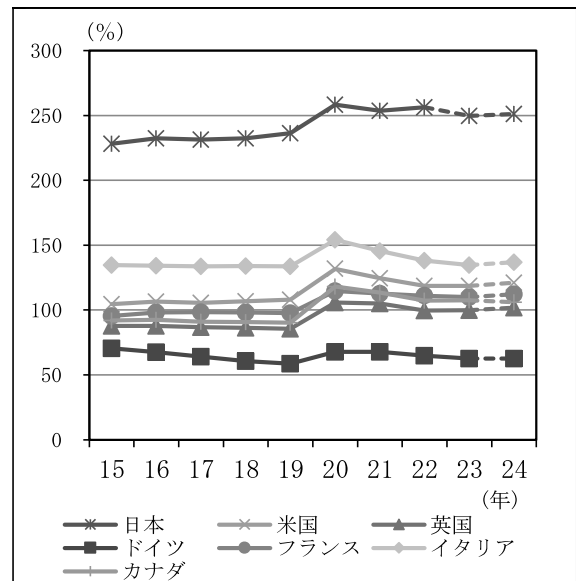
なお、国際通貨基金(IMF)による2024(令和6)年末における一般政府ベースの債務残高対GDP比の国際比較では、251.2%となる見込みである。当該IMFの基準はSNA(System of National Accounts: 国際比較に資するため、世界共通の基準に基づいて行われた集計値)ベースで作られており、「国・地方の長期債務残高」に加え、国庫短期証券や社会保障基金債務等を合計した数値となっている(図表7)。

図表6 国及び地方の長期債務残高の推移



(出所) 財務省「我が国の財政事情」より地方債協会作成
 (注) 2024(令和6)年度以降は実績見込み

図表7 債務残高の国際比較(対GDP)



(出所) 財務省「我が国の財政事情」より地方債協会作成
 (注) IMF World Economic Outlook Database(2024年10月)によるもので、数値は一般政府ベース。日本は2023年及び2024年、それ以外の国々は2024年が推計値。

また、2025(令和7)年度における主な公共債の発行予定と需給環境については、国債（借換債も含む）では176兆8,587億円(前年当初計画比5兆1,369億円の減少)、市場公募地方債（借換債を含む）は、6兆4,100億円（同3,700億円増加）、また、政府保証債（外債・短期債は除く）は、2兆3,227億円（同2,804億円減少）、財投機関債（S B + M B S）は、2兆6,304億円（同6,332億円減少）となり、市場公募地方債を除く各債券は発行額が前年度比で減少する見込みであることから、需給環境は総じて底堅く推移することが見込まれる。

3 全国型市場公募地方債の状況

市場公募地方債の発行額は、2024(令和6)年度は5兆3,515億円であった(外貨建て債を除く)。なお、地方債資金の市場公募化の推進に伴い、2023(令和5)年度に石川県が市場公募団体となり、2024(令和6)年度現在の市場公募団体は61団体である(図表8)。

図表8 全国型市場公募地方債発行団体の推移

年度	団体数	新規公募化団体
1952(昭和27)年度	8	東京都、大阪府、兵庫県、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市
1973(昭和48)年度	18	北海道、神奈川県、静岡県、愛知県、広島県、福岡県、札幌市、川崎市、北九州市、福岡市
1975(昭和50)年度	22	宮城県、埼玉県、千葉県、京都府
1982(昭和57)年度	23	広島市
1989(平成元)年度	27	茨城県、新潟県、長野県、仙台市
1994(平成6)年度	28	千葉市
2003(平成15)年度	29	さいたま市
2004(平成16)年度	33	福島県、群馬県、岐阜県、熊本県
2005(平成17)年度	35	鹿児島県、静岡市
2006(平成18)年度	38	島根県、大分県、堺市
2007(平成19)年度	42	山梨県、岡山県、新潟市、浜松市
2008(平成20)年度	44	栃木県、徳島県
2009(平成21)年度	47	福井県、奈良県、岡山市
2010(平成22)年度	49	三重県、相模原市
2011(平成23)年度	51	滋賀県、長崎県
2012(平成24)年度	52	熊本市
2013(平成25)年度	54	高知県、佐賀県
2015(平成27)年度	55	秋田県
2019(令和元)年度	56	宮崎県
2020(令和2)年度	58	和歌山県、鳥取県
2021(令和3)年度	59	富山県
2022(令和4)年度	60	岩手県
2023(令和5)年度	61	石川県

(出所) 地方債協会作成

2024(令和6)年度の償還年限別の市場公募地方債発行額の内訳は、10年債3兆3,667億円(62.9%)、3年債500億円(0.9%)、5年債1兆4,250億円(26.6%)、超長期債5,098億円(9.5%)となった(図表9-1、9-2)。2025(令和7)年度の市場公募地方債の発行予定額(借換分を含む)は、令和7年度地方債計画によると、6.4兆円程度(前年度当初計画比+0.4兆円程度)を見込む。内訳は、10年債3.2兆円程度(うち共同発行分1.2兆円程度、個別発行分2.0兆円程度)、中期債1.0兆円程度、超長期債0.2兆円程度、フレックス分1.9兆円程度である。また、臨時財政対策債は、平成13年度の制度創設以来、初めて新規発行額ゼロとなった。

なお、市場公募地方債の発行額の動向等については、第2章第1節にて概観する。

図表 9-1 年限別発行額(含借換債)の推移

(単位：億円)

年度	全国型市場公募地方債																	合計
	10年債			1年債	2年債	3年債	5年債	6年債	7年債	超 長 期 債								
	個別発行	共同発行	グリーン 共同発行	共同発行						11年債	12年債	15年債	18年債	20年債	25年債	30年債		
09	32,100	13,900			280	800	14,080							8,260		1,700	71,120	
10	31,250	16,200			200	700	14,920		500			400		6,590		1,620	72,380	
11	26,180	15,360			500	200	13,260		300			1,200		6,090		1,400	64,490	
12	26,160	15,150			700		12,300	300	600		280	1,270		6,060		920	63,740	
13	28,730	15,170			900	450	12,580	200	810		370	1,420		6,300		1,900	68,830	
14	26,930	14,740			900	260	12,120		700		200	2,240	150	7,690		1,800	67,730	
15	27,100	14,210			600		11,710		600		120	1,400		8,000		2,590	66,330	
16	25,790	12,040					10,100					500		8,870	150	4,770	62,220	
17	22,410	12,060					10,600					600		10,350	150	4,760	60,930	
18	23,480	12,070					10,740					800		10,370	200	5,350	63,010	
19	23,730	12,370					11,680					300		10,170	450	5,750	64,450	
20	27,380	12,060					13,560					650		10,750	300	5,150	69,850	
21	26,480	13,750		343			14,300					600		11,720	200	4,950	72,343	
22	20,365	12,000				200	13,775					90		6,919		1,839	55,188	
23	20,905	10,830	1,064		150		15,634					150		5,615		660	55,008	
24	21,689	10,750	1,228			500	14,250			50		120		4,628		300	53,515	

図表 9-2 年限別発行団体数(含借換債)の推移

(団体数)

年度	全国型市場公募地方債																合計
	10年債			1年債	2年債	3年債	5年債	6年債	7年債	超長期債							
	個別発行	共同発行	グリーン 共同発行	共同発行						11年債	12年債	15年債	18年債	20年債	25年債	30年債	
09	39	33			1	2	27							20		9	47
10	43	35			1	4	31		1			1		22		11	49
11	45	35			2	2	32		2			6		22		10	51
12	46	36			2		33	2	4		1	5		24		6	52
13	49	36			1	2	32	2	6		2	6		23		8	54
14	48	36			1	2	32		4		1	10	1	23		10	54
15	50	36			1		32		3		1	7		24		13	55
16	50	36					31					4		26	1	22	55
17	50	36					33					5		34	1	23	55
18	50	36					33					3		36	1	23	55
19	51	36					35					2		36	2	21	56
20	53	36					35					2		37	2	21	58
21	53	37		9			35					3		37	1	23	59
22	54	37				1	36					1		35		14	60
23	54	37	42		1		41					1		32		7	61
24	55	37	44			2	41			1		1		28		3	61

(出所) 地方債協会作成

(注) 東京グローバル都債(外債)及び外債建て国内債は、除いている。

4 共同発行市場公募地方債の状況

2003(平成15)年4月から27団体で発行が開始された共同発行市場公募地方債(以下、「共同発行債」という)は、発行から22年を迎えた。2024(令和6)年度において、参加団体は市場公募団体61団体のうち37団体、その発行額は1兆750億円となっており、参加団体推移は以下の図表のとおりである(図表10)。

近年、発行額が減少傾向にある主な要因としては、市場公募地方債の発行総額そのものが減少傾向であったこと、個別団体によっては年限・発行時期・資金調達手法の多様化等に取り組んでいることに加え、グリーン共同発行市場公募地方債(以下、「グリーン共同債」という)の発行が昨年度より行われていることから、共同発行債への持寄額を減少させていることが挙げられる。2025(令和7)年度の共同発行債の発行額は、前年度対比でほぼ横這いが見込まれているが、基幹年限である10年債におけるプレゼンスは変わらず高く、今後も地方債市場におけるベンチマーク債としての役割が期待される。

図表10 共同発行市場公募地方債発行団体数の推移

年度	団体数	発行額(億円)	新規参加団体	脱退団体
2003(H15)	27	8,470	北海道、宮城県、茨城県、埼玉県、千葉県、神奈川県、新潟県、長野県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、広島県、福岡県、札幌市、仙台市、千葉市、川崎市、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市、広島市、北九州市、福岡市	
2004(H16)	27	12,430		
2005(H17)	27	13,080		
2006(H18)	29	13,240	熊本県、鹿児島県	
2007(H19)	28	12,140	大分県、静岡県	福岡県、横浜市、名古屋市
2008(H20)	30	12,300	岐阜県、新潟市	
2009(H21)	33	13,900	福島県、岡山県、徳島県	
2010(H22)	35	16,200	三重県、奈良県	
2011(H23)	35	15,360		
2012(H24)	36	15,150	福井県	
2013(H25)	36	15,170		
2014(H26)	36	14,740		
2015(H27)	36	14,210		
2016(H28)	36	12,040		
2017(H29)	36	12,060		
2018(H30)	36	12,070		
2019(R元)	36	12,370		
2020(R2)	36	12,060		
2021(R3)	37	13,750	浜松市	
2022(R4)	37	12,000		
2023(R5)	37	10,830		
2024(R6)	37	10,750		

(出所) 地方債協会作成

また、2023(令和5)年度からは、地方団体における持続可能な社会の実現に向けた取り組み推進の観点に加えて、地方債市場におけるグリーンボンド等のSDGs債³への底堅い需要を背景に、安定的な資金調達の観点における重要性の高まりを踏まえ、共同発行形式により10年債のグリーンボンドが発行されている(図表11)。

なお、国においても「脱炭素成長型経済構造移行推進戦略」の実現に向けた先行投資を支援するために、2023(令和5)年度から脱炭素成長型経済構造移行債(GX経済移行債⁴)が発行されているが、現時点では(2025(令和7)年3月)グリーン共同債への需給環境等の影響は特段みられていない。

図表11 グリーン共同発行市場公募地方債の概要

年度	団体数	発行額(億円)	参加団体
2023(R5)	42	1,064	北海道、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、埼玉県、千葉県、新潟県、富山県、福井県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県、島根県、岡山県、広島県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、鹿児島県、札幌市、仙台市、さいたま市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、浜松市、京都市、堺市、岡山市、広島市、北九州市、福岡市
2024(R6)	44	1,228	2023(R5)参加団体に加えて、山梨県、宮崎県

(出所) 地方債協会作成

グリーン共同債は2025(令和7)年度においても発行する予定であり、2025(令和7)年度の共同発行債の発行額(グリーンボンドの共同発行分を含む)は、1兆2,000億円程度となることが見込まれている。なお、グリーン共同債の概要については、第2章第3節において詳しく述べる。

³ 調達資金が、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに充当される債券をグリーンボンド、社会課題解決に貢献する事業に充当される債券をソーシャルボンド、そしてその両方の性格を有する事業、あるいは両方の事業に充当される債券をサステナビリティボンドと呼ぶ。現在、上記3つのラベルに加え、資金使途は限定されないものの、将来の発行体のサステナビリティ目標の達成状況に連動するサステナビリティ・リンク・ボンド、二酸化炭素排出量の観点からグリーンボンドの発行基準を満たさないものの、低炭素社会へ移行するための事業に充当されるトランジションボンドを合わせた合計5つのラベル債が発行されている。一般には、ICMA(The International Capital Market Association: 国際資本市場協会)が策定したグリーンボンド原則等に適合していることを第三者が評価するプロセスを経てグリーンボンド等と認識されている。日本においては、環境省がグリーンボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、金融庁がソーシャルボンドのガイドラインを公表しており、経済産業省がトランジション・ファイナンスへの取り組みを推進している。これらの債券の総称に関するコンセンサスはない(令和3年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書71頁)が、本書では総称して「SDGs債」とする。

⁴ 初年度となる2023年度は、計1.6兆円程度、2024年度は計1.4兆円程度予定されている。(両年度とも、10年債と5年債)

5 住民参加型市場公募地方債の状況

住民参加型市場公募地方債(以下、「住民参加債」という)の発行額は2006(平成18)年度の3,513億円をピークに減少傾向にある。特に2016(平成28)年度以降は低金利環境となり、個人投資家需要の減退から発行を見送った団体が多かったが、2024(令和6)年度発行額は、前年度に引き続きESGをテーマとした個人向け地方債の発行が増加したことから280億円となっている(図表12)。また、埼玉県ESG債(個人向け)や川崎市グリーンボンド5年公募公債(個人向け)では、販売額の一部をネット証券によるオンライン販売とする試みを実施するなど、購入層拡大等に取り込んでいる。2025(令和7)年度は、225億円程度の発行規模となることが見込まれている。

図表12 住民参加型市場公募地方債の団体区分別発行状況

年度	都道府県		政令指定都市		市区町村		合計	
	団体数	発行額 (億円)	団体数	発行額 (億円)	団体数	発行額 (億円)	団体数	発行額 (億円)
2001(H13)	1	10					1	10
2002(H14)	17	1,420	5	140	12	76	34	1,636
2003(H15)	30	2,195	9	310	40	178	79	2,682
2004(H16)	31	2,697	8	360	55	220	94	3,276
2005(H17)	32	2,769	8	380	66	297	106	3,445
2006(H18)	31	2,428	10	728	83	358	124	3,513
2007(H19)	27	2,012	11	742	85	329	123	3,083
2008(H20)	25	1,678	12	710	65	262	102	2,650
2009(H21)	21	1,550	11	704	56	234	88	2,488
2010(H22)	22	1,491	12	714	57	236	91	2,441
2011(H23)	17	1,380	12	554	51	203	80	2,137
2012(H24)	18	1,331	11	523	49	175	78	2,028
2013(H25)	17	1,217	11	509	47	138	75	1,864
2014(H26)	15	1,067	11	539	40	140	66	1,746
2015(H27)	16	980	9	394	36	110	61	1,486
2016(H28)	6	271	3	30	23	72	32	373
2017(H29)	2	110	2	25	9	47	13	182
2018(H30)	4	140	2	25	7	44	13	209
2019(R元)	1	100	2	25	5	28	8	153
2020(R2)	2	115	1	20	4	28	7	163
2021(R3)	2	115	2	25	2	16	6	156
2022(R4)	3	120	3	50	1	12	7	182
2023(R5)	6	160	5	102	15	10	26	272
2024(R6)	5	165	5	105	14	10	24	280

(出所) 地方債協会作成

(注) 2025(令和7)年3月12日条件決定分まで

都道府県と市区町村による共同発行の発行額は都道府県の発行額に含めている。例えば2024年度における市区町村の発行団体は14団体となっているものの、うち13団体は都道府県との共同発行(ひょうごグリーン県民債)によるものであり、その発行額20億円は都道府県の発行額の欄に参入している。

外債での発行は日本円換算の概算額を記載

6 日銀における金融政策の変遷(2016年～)

日本の長期金利は、2016(平成28)年1月29日に日本銀行がマイナス金利政策の導入を発表して以降一段と低下し、同年2月には初めてマイナス圏に入った。その後、長期金利のマイナス化が定着し、そのマイナス幅も更に深くなったため、地方債の流通市場では、従前の対国債スプレッドを基準とする取引ではなく、金利の絶対値(下限金利)を意識した取引が行われる局面もあった。

その後、同年9月に日本銀行は、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール(YCC)」と、消費者物価指数の前年比上昇率が2%とする物価目標を安定的に見通せる状況になるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」からなる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。2018(平成30)年7月には、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

2016(平成28)年11月以降、米国の金利上昇に伴い、日本の長期金利も概ねプラス圏で推移してきていたが、2018(平成30)年12月以降はマイナス圏での推移となった。2020(令和2)年には、感染症の世界的な流行により世界経済が大幅に悪化したが、各国の財政・経済政策により市場はすぐに落ち着きを取り戻し、日本においても長期金利が0%近辺のプラス圏で安定的に推移した。

その後、2021(令和3)年2月にかけて、米国の経済回復期待を背景とした米国株価・長期金利の上昇につれて日本の10年国債金利も0.175%まで上昇する場面も見られたが、変異株の出現による感染症の再拡大を背景に、5月以降は再び0.1%近辺での推移となった。

2022(令和4)年3月以降、10年日本国債金利は、海外金利上昇の影響もあり、金利変動幅上限の0.25%近辺に張り付く状況下、イールドカーブ・コントロール(YCC)の副作用によるイールドカーブの歪みが拡大し、起債環境に影響を及ぼす状況となったことで、日銀は12月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅を±0.25%から±0.50%に拡大した。

2023(令和5)年1月には、米国地銀の経営破綻を発端とする金融不安により一時的に金利低下は見られたが、日銀総裁交代を控える中で早期の金融政策修正の思惑の高まりから、2月から3月にかけて10年国債金利は金利変動幅上限の0.5%近辺に張り付いた。

植田新総裁のもと急速な金融政策の修正観測が後退し金利水準は一旦低下するも、7月の金融政策決定会合において、将来的な物価上振れリスクに備え、金融緩和政策の持続性を高めるために、許容する長期金利の変動幅を「±0.5%程度」から「±0.5%程度を目途」に、連続指値オペの水準を0.5%から1.0%に引き上げる決定がなされた。

また、10月の会合では、内外経済や金融市場の不確実性が高まる中、金融市場で円滑な金利形成が行われるように、連続指値オペの運用を金利の実勢に合わせて実施するように見直し、長期金利の上限を「1.0%を目途」とすることで、1.0%超を容認する方針をとった。

その後、10年国債金利はボラティリティが高まりつつ米長期金利との連動性が高まるもとで、金融政策の正常化の時期をめぐる思惑等から上昇圧力がかかりやすい地合いで推移した後、2024（令和6）年3月の金融政策決定会合で日銀は、マイナス金利政策を止めて超過準備に0.1%の付利を適用し、無担保コール0/Nを0.00～0.10%程度で推移させ、イールドカーブコントロール（YCC）を廃止する政策変更を決定した。

その後、2024（令和6）年7月の金融政策決定会合では、政策金利水準を0.25%程度に引き上げる追加利上げを決定し、長期国債の買入れ減額の具体策も発表した。

また、2025（令和7）年1月の金融政策決定会合では、賃上げ動向や、物価安定の目標、海外経済の成長路線について、先行きの見通しが実現していく確度が高まっているとして追加利上げを決定し、政策金利を0.25%引き上げ、0.5%とした。

7 足元の市場公募地方債の対国債スプレッドの推移

足元の市場公募地方債の対国債スプレッドは、2020（令和2）年度以降、感染症の拡大等に対して講じられた大規模な財政・金融政策のもと、低位安定推移する金利動向、一定の利回り水準が見込まれる安全資産としての地方債に対する投資需要、国債利回りが低位推移する状況下での国債代替ニーズや銀行等の預貸ギャップの拡大⁵等の旺盛な需要を背景に、年度当初のカーブ+13.0bpから2021（令和3）年6月には6.0bpへとタイト化が進み、2022（令和4）年6月まで横這い推移となった。

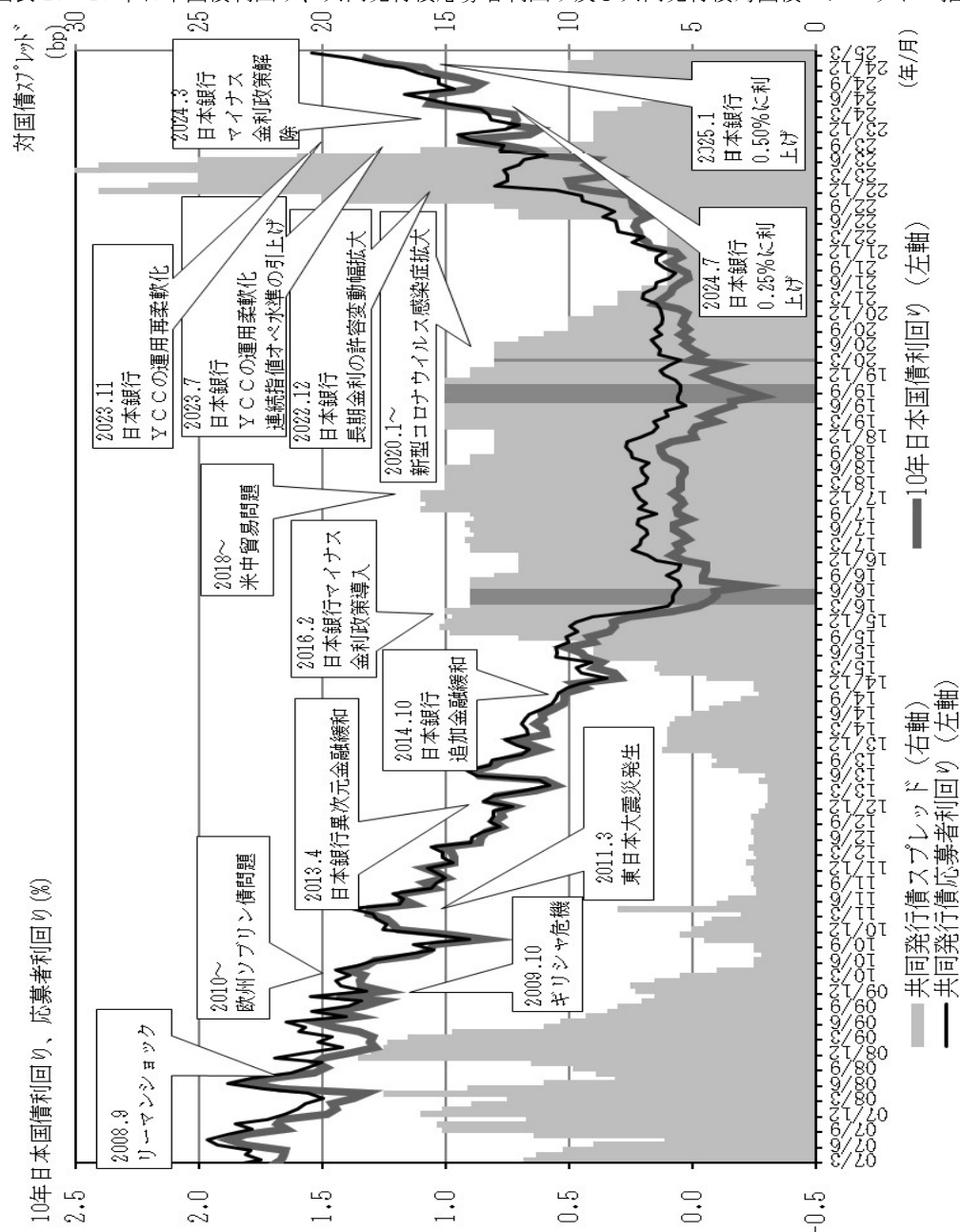
しかし、2022（令和4）年7月以降はイールドカーブの歪みを嫌気した投資家が様子見姿勢を強めたことから需給が悪化し、2023（令和5）年4月には対国債スプレッドは30.0bpまで拡大した。同年5月以降は、日銀の金融政策変更によるイールドカーブの歪みの解消や、スプレッド水準が好感された地方債には旺盛な需要が集まり、同年10月には対国債スプレッドは9.0bpまで縮小し、年度当初からの縮小幅は21.0bpとなった。

その後、日銀の大規模金融緩和からの正常化も意識され始めたことで金利が上昇基調となったことから投資家需要が盛り上がり、2024（令和6）年6月には対国債スプレッ

⁵ 【預貸ギャップの拡大】預貸ギャップとは、金融機関等において預金額から貸出額を控除することで算出される余剰資金量を表している。こうした余剰資金が増加（預貸ギャップが拡大）した場合は、日本銀行の当座預金に預けることや有価証券による運用等を選択していると考えられる。2020（令和2）年当時、日本銀行当座預金は三層構造（日本銀行の当座預金は、所定の基準により、適用金利がプラスの部分（基礎残高）、0%の部分（マクロ加算残高）、マイナスの部分（政策金利残高）の三層）で構成されており、当座預金残高が増加するほど収益に不利に働く可能性が高く、有価証券運用ニーズの増加につながりやすかった。なお、この当座預金の三層構造は、2024（令和6）年3月19日の金融政策決定会合で金融政策の枠組みの見直しが決定されたことにより廃止された。

ドは 6.0bp まで縮小した。ただしその後は、日銀の金融政策運営方針の思惑や米国金利動向の影響から金利の変動性が高まり、投資家の様子見姿勢が強まったことから対国債スプレッドは、10.0bp に拡大した。（図表 13）。その後、需給は日銀の政策金利の引き上げ等の影響から、国内金利が上昇したことにより改善し、2025（令和 7）年 2 月債においては、同水準の対国債スプレッドが 9.0bp となっている。なお、2024（令和 6）年度以降の動向については、第 2 章第 1 節にてより詳しく述べる。

図表 13 10 年日本国債利回り、共同発行債応募者利回り及び共同発行債対国債スプレッドの推移(10 年債)



(出所) QUICK データ等より地方債協会作成

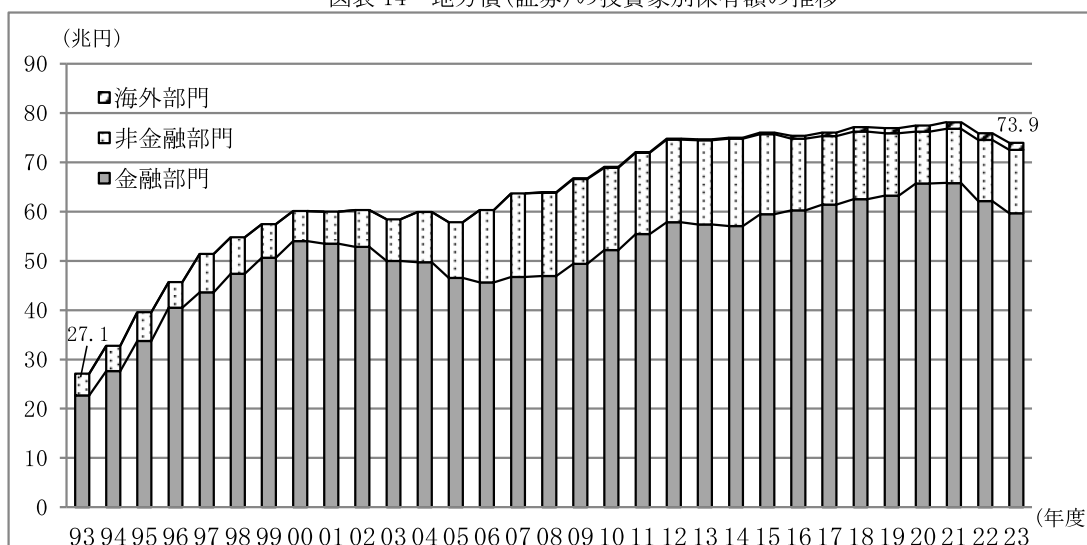
(注) 2016(平成 28)年 5 月～7 月債、2019(令和元)年 7 月～10 月債、2020(令和 2)年 3 月債における対国債スプレッドは、長期金利の動向次第で、スプレッドプライシングが有効であった場合の仮水準

第3節 地方債(証券)保有投資家の推移

1 地方債(証券)保有額の推移

投資家による地方債(証券)の保有残高は、1993(平成5)年度末には27.1兆円であったものが、2023(令和5)年度末には73.9兆円へと約50兆円増加し、同期間で約2.7倍に規模が拡大している。また、2023(令和5)年度末の投資家別の保有額をみると、「金融部門」が59.7兆円(80.7%)、「非金融部門」が12.8兆円(17.3%)、「海外部門」が1.46兆円(2.0%)となっている(図表14)。

図表14 地方債(証券)の投資家別保有額の推移



(単位: 兆円、%)

区 分	合 計	金融部門 (割合)	非金融部門 (割合)	海外部門 (割合)
1993(平成5)年度	27.1	22.7(83.7)	4.4(16.3)	0.00(0.0)
1998(平成10)年度	54.7	47.4(86.5)	7.4(13.5)	0.00(0.0)
2003(平成15)年度	58.4	50.0(85.7)	8.4(14.3)	0.00(0.0)
2008(平成20)年度	63.9	46.9(73.3)	16.9(26.5)	0.12(0.2)
2014(平成26)年度	75.0	57.0(76.1)	17.7(23.6)	0.23(0.3)
2015(平成27)年度	76.0	59.5(78.3)	16.2(21.3)	0.35(0.5)
2016(平成28)年度	75.4	60.2(79.9)	14.6(19.4)	0.57(0.8)
2017(平成29)年度	76.0	61.4(80.8)	13.9(18.3)	0.70(0.9)
2018(平成30)年度	77.1	62.4(81.0)	13.8(17.9)	0.86(1.1)
2019(令和元)年度	76.9	63.3(82.3)	12.5(16.3)	1.07(1.4)
2020(令和2)年度	77.5	65.7(84.8)	10.5(13.6)	1.23(1.6)
2021(令和3)年度	78.1	65.8(84.2)	11.0(14.1)	1.36(1.7)
2022(令和4)年度	75.9	62.1(81.8)	12.4(16.4)	1.36(1.8)
2023(令和5)年度	73.9	59.7(80.7)	12.8(17.3)	1.46(2.0)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

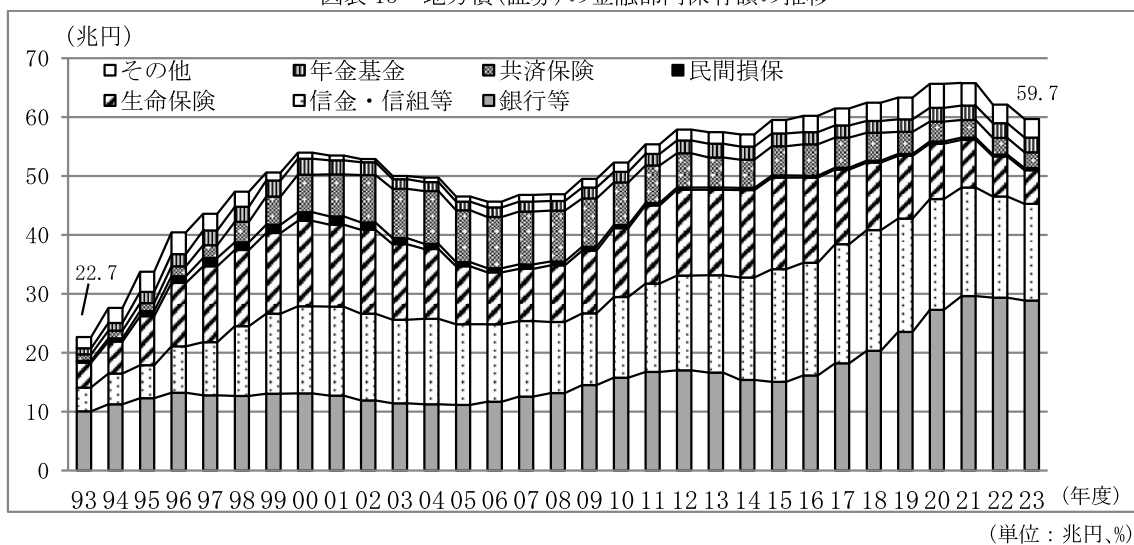
(注) 数値は全て期末の値である。四捨五入により合計が合わない場合がある

2 金融部門の保有額の推移

金融部門の保有額は、米国の金融政策変更の思惑や海外金利の変動率の高まりにより投資が手控えられる局面があったことから、昨年度に続き減少傾向となった。

2023(令和5)年度末時点における金融部門主体別の地方債(証券)の保有残高をみると、保有額の大きい順に、銀行等 28.9 兆円、信金・信組等 16.4 兆円、生命保険 5.7 兆円となっている。2008(平成20)年度以降、銀行、信用金庫・信用組合等の保有額が増加してきたが、足許では特に、生命保険は絶対金利水準の低下から保有額の減少が著しい(図表15)。

図表15 地方債(証券)の金融部門保有額の推移



区 分	金融部門合計 (割合)	銀行等 (割合)	信金・信組等 (割合)	生命保険 (割合)	その他 (割合)
1993(平成5)年度	22.7(83.7)	10.1(37.2)	4.0(14.9)	4.2(15.6)	4.4(16.1)
1998(平成10)年度	47.4(86.5)	12.7(23.1)	11.8(21.6)	12.9(23.6)	9.9(18.1)
2003(平成15)年度	50.0(85.7)	11.4(19.6)	14.2(24.3)	12.8(21.9)	11.6(19.9)
2008(平成20)年度	46.9(73.4)	13.4(20.6)	12.0(18.8)	9.6(15.0)	12.1(18.9)
2014(平成26)年度	57.1(76.1)	15.4(20.5)	17.4(23.2)	14.9(19.8)	9.4(12.6)
2015(平成27)年度	59.5(78.3)	15.1(19.8)	19.1(25.2)	15.5(20.4)	9.8(12.9)
2016(平成28)年度	60.2(79.9)	16.2(21.4)	19.1(25.3)	14.5(19.2)	10.5(13.9)
2017(平成29)年度	61.4(80.7)	18.2(24.0)	20.2(26.6)	12.6(16.6)	10.4(13.6)
2018(平成30)年度	62.4(81.0)	20.3(26.4)	20.5(26.6)	11.5(14.9)	10.2(13.2)
2019(令和元)年度	63.3(82.3)	23.5(30.6)	19.3(25.1)	10.6(13.8)	9.9(12.9)
2020(令和2)年度	65.7(84.8)	27.3(35.2)	18.8(24.3)	9.4(12.1)	10.2(13.1)
2021(令和3)年度	65.8(84.2)	29.6(37.9)	18.4(23.6)	8.1(10.4)	9.6(12.3)
2022(令和4)年度	62.1(81.8)	29.4(38.7)	17.2(22.6)	6.8(8.9)	8.8(11.6)
2023(令和5)年度	59.7(80.7)	28.9(39.1)	16.4(22.2)	5.7(7.7)	8.7(11.7)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協作成

(注) 数値は全て期末の値である。()内の割合は図表14の合計(金融部門+非金融部門+海外部門)に対する割合。
金融部門の内訳は主要保有先のみ掲載(民間損保、共済保険、年金基金、その他は省略している)。
四捨五入により合計が合わない場合がある。

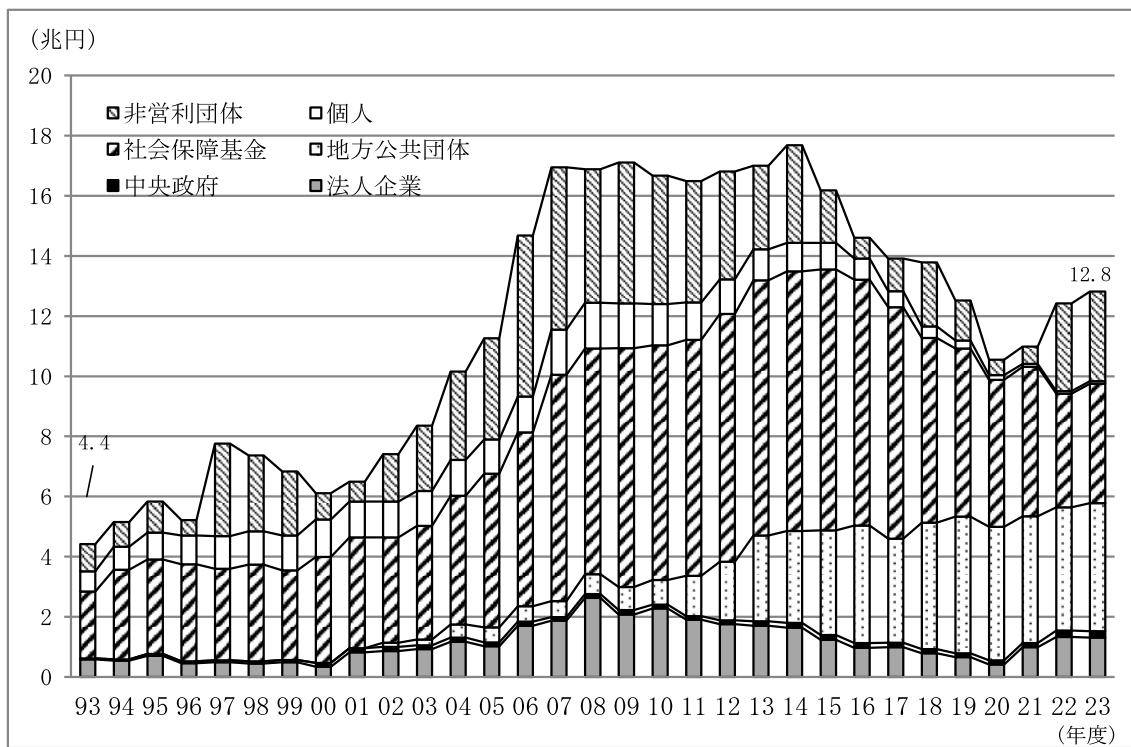
3 非金融部門の保有額の推移

非金融部門の保有額は、2014(平成 26)年度以降の減少傾向が、2022(令和 4)年度の非営利団体保有額の増加で終了し、2023(令和 5)年度も漸増傾向となった。

2023(令和 5)年度末時点における非金融部門主体別の地方債(証券)の保有残高は、法人企業が 1.3 兆円、社会保障基金(公的年金を含む)が 4.0 兆円、非営利団体が 3.0 兆円となっている。

また、地方団体の保有額については、主に減債基金等の基金運用によるものと考えられる。また、社会保障基金については、財政投融资制度改革により、それまで財政投融资特別会計に預託されていたものが、2001(平成 13)年度以降自主運用に変更され、その後は概ね横ばいで推移してきたが、2015(平成 27)年度以降、減少傾向となっている(図表 16)。

図表 16 地方債(証券)の非金融部門保有額の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

(注) 数値はすべて期末の値である。

(単位：兆円、%)

区 分	非金融部門 合計 (割合)	法人企業 (割合)	地方公共 団体 (割合)	社会保障 基金 (割合)	非営利団体 (割合)	その他 (割合)
1993(平成5)年度	4.4(16.3)	0.6(2.2)	0.0(0.0)	2.2(8.2)	0.9(3.4)	0.7(2.6)
1998(平成10)年度	7.4(13.5)	0.4(0.8)	0.0(0.0)	3.2(5.9)	2.5(4.6)	1.2(2.1)
2003(平成15)年度	8.4(14.3)	0.9(1.6)	0.2(0.3)	3.8(6.5)	2.2(3.7)	1.3(2.2)
2008(平成20)年度	16.9(26.4)	2.6(4.1)	0.7(1.0)	7.5(11.7)	4.4(6.9)	1.7(2.6)
2014(平成26)年度	17.7(23.6)	1.6(2.2)	3.1(4.1)	8.6(11.5)	3.2(4.3)	1.1(1.5)
2015(平成27)年度	16.2(21.3)	1.2(1.6)	3.5(4.6)	8.7(11.4)	1.7(2.3)	1.0(1.4)
2016(平成28)年度	14.6(19.4)	1.0(1.3)	3.9(5.2)	8.2(10.8)	0.7(0.9)	0.9(1.1)
2017(平成29)年度	13.9(18.3)	1.0(1.3)	3.5(4.5)	7.7(10.1)	1.1(1.4)	0.7(0.9)
2018(平成30)年度	13.8(17.9)	0.8(1.0)	4.2(5.5)	6.1(8.0)	2.1(2.8)	0.5(0.7)
2019(令和元)年度	12.5(16.3)	0.7(0.9)	4.5(5.9)	5.6(7.3)	1.3(1.7)	0.4(0.5)
2020(令和2)年度	10.5(13.6)	0.4(0.5)	4.4(5.7)	4.9(6.3)	0.5(0.6)	0.3(0.4)
2021(令和3)年度	11.0(14.1)	1.0(1.3)	4.2(5.4)	5.0(6.4)	0.6(0.7)	0.2(0.3)
2022(令和4)年度	12.4(16.4)	1.3(1.8)	4.1(5.4)	3.8(5.0)	2.9(3.9)	0.3(0.4)
2023(令和5)年度	12.8(17.3)	1.3(1.8)	4.3(5.8)	4.0(5.4)	3.0(4.0)	0.3(0.4)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

(注) 数値は全て期末の値である。()内の割合は図表15の合計(金融部門+非金融部門+海外部門)に対する割合。
非金融部門の内訳は主要保有先のみ掲載(中央政府、個人は省略している)。
四捨五入により合計が合わない場合がある。

4 海外部門の保有額の推移

海外部門は、2008(平成20)年1月に非居住者等利子非課税制度が創設されたことや、2010(平成22)年6月から同制度の手続きが簡素化されたことを受けて増加基調にあった。

足元においては、海外の中央銀行や資産運用会社等において地方債を購入する動きが見られ、2023(令和5)年度末時点の保有額は1兆4,577億円(2.0%)であった(前掲図表14)。

第4節 投資家の有価証券(地方債)投資の状況

投資家の資金特性を把握するため、「投資有価証券の保有状況」、「銀行等引受債としての証書借入の状況」について整理する。

1 投資有価証券の保有状況

地方債(証券)の保有先のうち、都銀、地銀、第二地銀、信用金庫のセクターごとの保有状況をみると、足許では、金額、シェア共に都銀、信用金庫ではやや減少しており、地銀、第二地銀では漸増傾向となっている(図表17)。

図表17 セクターごとの地方債(証券)保有状況

(単位：兆円、%)

区分	地方債 (証券) 合計	都市銀行 (割合)	地方銀行 (割合)	第二地銀 (割合)	信用金庫 (割合)	その他 (割合)	銀行等+ 信金合計
2014(平成26)年度	75.0	1.0(1.4)	9.4(12.5)	1.5(2.1)	8.7(11.7)	54.3(72.4)	20.7(27.6)
2015(平成27)年度	76.0	1.2(1.6)	9.4(12.4)	1.6(2.2)	9.5(12.5)	54.3(71.4)	21.7(28.6)
2016(平成28)年度	75.4	1.9(2.5)	9.9(13.1)	1.7(2.2)	9.2(12.2)	52.7(69.9)	22.7(30.1)
2017(平成29)年度	76.0	2.3(3.0)	10.5(13.8)	1.8(2.3)	9.2(12.1)	52.2(68.7)	23.8(31.3)
2018(平成30)年度	77.1	3.1(4.0)	11.9(15.4)	1.8(2.3)	9.3(12.1)	51.0(66.1)	26.1(33.9)
2019(令和元)年度	76.9	4.3(5.6)	13.9(18.1)	2.0(2.6)	8.6(11.2)	48.1(62.5)	28.8(37.5)
2020(令和2)年度	77.5	6.0(7.7)	15.6(20.1)	2.3(3.0)	8.5(11.0)	45.1(58.2)	32.4(41.8)
2021(令和3)年度	78.1	7.0(9.0)	16.8(21.5)	2.4(3.1)	8.4(10.8)	43.5(55.7)	34.6(44.3)
2022(令和4)年度	75.9	7.1(9.4)	16.8(22.1)	2.4(3.2)	7.6(10.0)	42.0(55.3)	33.9(44.7)
2023(令和5)年度	73.9	6.4(8.7)	16.8(22.7)	2.8(3.8)	7.2(9.7)	40.7(55.1)	33.2(44.9)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」「民間金融機関の資産・負債」、地域・中小企業研究所「全国信用金庫概況」より
地方債協会作成

(注) 四捨五入により合計が合わない場合がある。

セクターごとの投資有価証券の保有状況をみると、投資有価証券の残高は、感染症の拡大を受けた大規模な財政・金融政策を背景として2020(令和2)年度に増加したが、以降は、小幅な増減にとどまっている。足元の投資有価証券に占める地方債の保有割合は、第二地方銀行は小幅な増加となっているものの、都市銀行、地方銀行、信用金庫においては減少傾向となっている(図表18、19、20、21)。

図表18 都市銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2014(平成26)年度	123.4	67.4(54.7)	1.0(0.8)	7.3(5.9)	47.7(38.6)
2015(平成27)年度	109.4	53.2(48.6)	1.2(1.1)	7.6(6.9)	47.4(43.4)
2016(平成28)年度	94.1	44.0(46.7)	1.9(2.0)	7.9(8.4)	40.4(42.9)
2017(平成29)年度	97.9	45.5(46.4)	2.3(2.4)	8.5(8.6)	41.7(42.6)
2018(平成30)年度	97.0	40.0(41.2)	3.1(3.2)	9.0(9.3)	44.9(46.3)
2019(令和元)年度	105.6	40.9(38.7)	4.3(4.1)	9.7(9.2)	50.7(48.0)
2020(令和2)年度	136.9	68.5(50.0)	6.0(4.4)	9.7(7.1)	52.7(38.5)
2021(令和3)年度	139.9	74.9(53.5)	7.0(5.0)	10.2(7.3)	47.8(34.2)
2022(令和4)年度	136.9	63.6(46.5)	7.1(5.2)	10.3(7.6)	55.8(40.7)
2023(令和5)年度	136.2	55.2(40.5)	6.4(4.7)	9.0(6.6)	65.6(48.1)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 19 地方銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	有価証券の構成			
		国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2014(平成 26)年度	81.7	33.8(41.4)	9.4(11.5)	15.9(19.5)	22.6(27.7)
2015(平成 27)年度	78.6	30.1(38.3)	9.4(12.0)	15.4(19.6)	23.7(30.1)
2016(平成 28)年度	75.4	25.4(33.7)	9.9(13.1)	14.7(19.6)	25.3(33.6)
2017(平成 29)年度	70.1	20.8(29.7)	10.5(14.9)	14.0(20.0)	24.7(35.3)
2018(平成 30)年度	66.0	16.1(24.4)	11.9(18.0)	13.7(20.8)	24.3(36.8)
2019(令和元)年度	65.9	13.7(20.8)	13.9(21.1)	13.7(20.8)	24.6(37.3)
2020(令和 2)年度	73.5	14.7(19.9)	15.6(21.3)	13.4(18.3)	29.8(40.5)
2021(令和 3)年度	74.9	15.0(20.0)	16.8(22.5)	13.1(17.4)	30.1(40.1)
2022(令和 4)年度	71.4	12.7(17.7)	16.8(23.5)	12.8(17.8)	29.2(40.9)
2023(令和 5)年度	77.7	14.7(18.9)	16.8(21.6)	12.6(16.3)	33.6(43.3)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 20 第二地方銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	有価証券の構成			
		国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2014(平成 26)年度	17.2	6.8(39.3)	1.5(8.9)	4.3(25.1)	4.6(26.6)
2015(平成 27)年度	16.6	6.0(35.9)	1.6(9.9)	4.3(25.8)	4.7(28.5)
2016(平成 28)年度	15.8	5.0(31.5)	1.7(10.7)	4.0(25.3)	5.2(32.6)
2017(平成 29)年度	15.0	4.1(27.1)	1.8(12.1)	3.8(25.3)	5.3(35.4)
2018(平成 30)年度	13.2	3.1(23.3)	1.8(13.9)	3.4(25.3)	5.0(37.4)
2019(令和元)年度	12.6	2.8(22.1)	2.0(15.8)	3.2(25.8)	4.6(36.4)
2020(令和 2)年度	13.5	2.9(21.3)	2.3(16.9)	3.1(23.3)	5.2(38.4)
2021(令和 3)年度	13.2	2.8(20.9)	2.4(18.2)	3.0(22.6)	5.1(38.3)
2022(令和 4)年度	13.1	2.6(19.6)	2.4(18.5)	3.1(23.3)	5.0(38.5)
2023(令和 5)年度	14.4	3.1(21.3)	2.8(19.1)	3.2(22.4)	5.4(37.2)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 21 信用金庫の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	有価証券の構成			
		国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2014(平成 26)年度	42.3	9.9(23.5)	8.7(20.7)	17.1(40.5)	6.5(15.4)
2015(平成 27)年度	43.2	9.3(21.5)	9.5(21.9)	17.1(39.6)	7.4(17.0)
2016(平成 28)年度	43.2	8.6(20.0)	9.2(21.3)	16.3(37.6)	9.1(21.1)
2017(平成 29)年度	42.6	7.7(18.0)	9.2(21.6)	15.6(36.5)	10.1(23.7)
2018(平成 30)年度	43.3	6.8(15.7)	9.3(21.5)	15.2(35.0)	12.0(27.6)
2019(令和元)年度	43.1	6.5(14.9)	8.6(19.9)	15.5(35.9)	12.6(29.1)
2020(令和 2)年度	46.6	7.7(16.6)	8.5(18.3)	16.0(34.1)	14.4(33.3)
2021(令和 3)年度	48.7	8.4(17.3)	8.4(17.2)	16.1(33.1)	15.8(32.4)
2022(令和 4)年度	46.4	7.7(16.6)	7.6(16.3)	15.9(34.3)	15.2(32.8)
2023(令和 5)年度	46.2	7.4(16.0)	7.2(15.7)	16.0(34.6)	15.6(33.7)

(出所) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所「全国信用金庫概況」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

2 銀行等引受債としての証書借入の状況

銀行等引受債を証券・証書形式別にみると、発行額に対する証書借入の割合は、流動性を重視する金融機関の取引姿勢を背景に、2018(平成30)年度にかけて逡減していた。感染症の流行が始まった2020(令和2)年度以降は反転し、増加傾向となっている。2023(令和5)年度において、発行額に占める割合は、証券借入が11.8%、証書借入は88.2%となっており、過年度と比較して証書形式の割合が伸長している(図表22)。

図表22 銀行等引受債(証券・証書)の発行額及び発行残高の状況
(都道府県・政令指定都市・市区町村の計)

(単位：兆円、%)

区 分	銀行等引受債(証券・証書)発行額			銀行等引受債(証券・証書)残高		
		証券(割合)	証書(割合)		証券(割合)	証書(割合)
2014(平成26)年度	7.7	1.4(18.3)	6.3(81.7)	54.4	13.6(25.0)	40.8(75.0)
2015(平成27)年度	7.2	1.3(18.1)	5.9(81.9)	54.4	12.7(23.3)	41.8(76.8)
2016(平成28)年度	7.3	1.8(24.5)	5.5(75.5)	54.9	12.7(23.1)	42.2(76.9)
2017(平成29)年度	7.2	1.9(26.4)	5.3(73.6)	54.6	12.6(23.1)	42.0(76.9)
2018(平成30)年度	7.4	2.1(28.6)	5.2(71.4)	55.8	12.6(22.6)	43.2(77.4)
2019(令和元)年度	8.0	2.3(28.5)	5.7(71.5)	57.8	13.6(23.4)	44.2(76.6)
2020(令和2)年度	7.7	1.8(23.4)	5.9(76.6)	59.0	13.8(23.4)	45.2(76.6)
2021(令和3)年度	6.1	1.1(18.0)	5.0(82.0)	57.8	13.5(23.4)	44.3(76.6)
2022(令和4)年度	5.4	0.7(12.1)	4.8(87.9)	56.3	12.7(22.6)	43.6(77.4)
2023(令和5)年度	5.1	0.6(11.8)	4.5(88.2)	59.1	14.6(24.7)	44.5(75.3)

(出所) 地方債協会「地方債統計年報」10-1-1、10-3-2

(注) 四捨五入により合計が合わない場合がある。

第5節 債券投資に係る投資家動向

本節では、投資家の債券投資に対するスタンスの変化を、みずほ証券が実施しているD I (Diffusion Index ディフュージョン・インデックス)調査を通じて整理する。

[参考] D I (Diffusion Index ディフュージョン・インデックス)とは

内容	指数を構成する複数の指標のうち、上昇・拡張・改善・積極化などの動きを示す指標の割合を示す指数。変化の方向性を表す。
算出方法	判断項目について3個の選択肢を用意し、選択肢毎の回答社数を単純集計し、全回答社数に対する「回答社数構成百分比」を算出した後、次式により算出する。 $D I = (\text{第1 選択肢の回答社数構成百分比}) - (\text{第3 選択肢の回答社数構成百分比})$

1 債券ポートフォリオの推移

次頁図表 23・24 は、投資家が各調査時点において、「債券ポートフォリオの残高」、「債券ポートフォリオのデュレーション」、「ポートフォリオ(株式、債券、オルタナティブ等を含む全資産)全体のリスク量」について、当面(3～6ヵ月)の間、どのような対応をとる意向かを調査したものである。

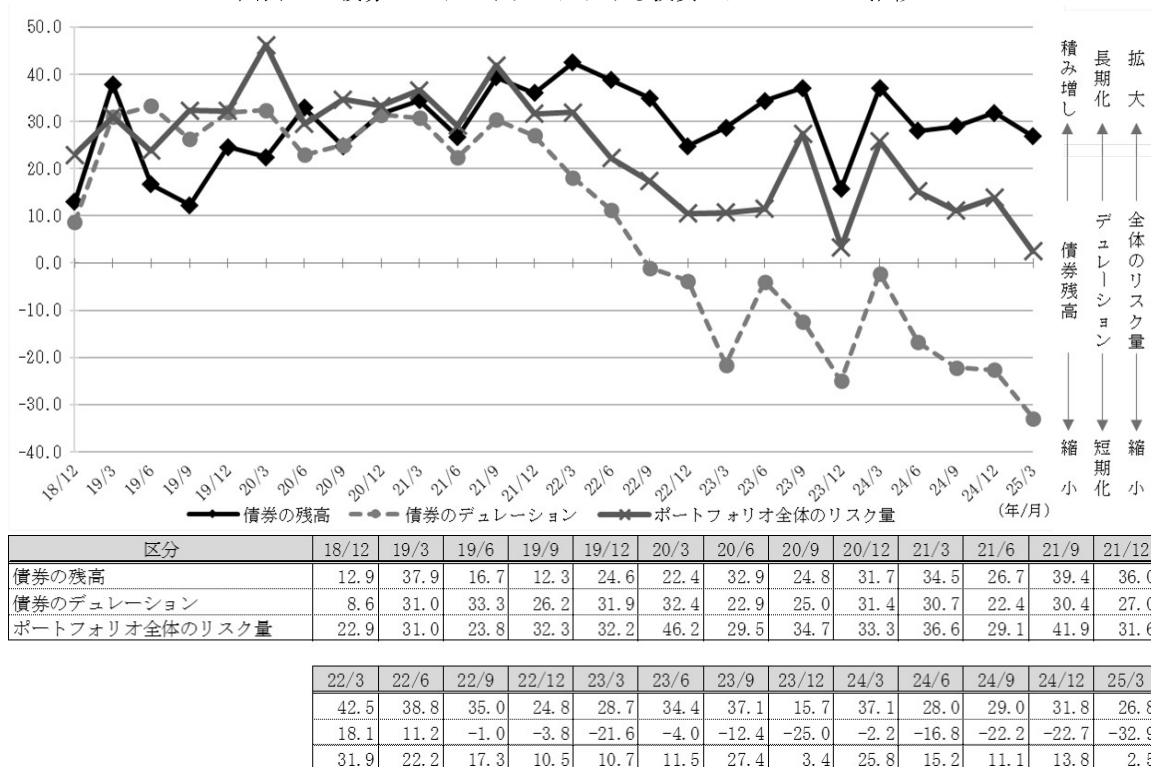
図表 23 のとおり、2019(令和元)年3月調査では、世界的な景気減速懸念から金利水準の低下が見られたことで、一時的に両D I は30 台まで上昇したが、10 年国債利回りがマイナス圏に沈んだことで債券への投資妙味が薄れ、残高D I は再び10 台前半まで低下した。2020(令和2)年3月調査以降、10 年国債利回りがプラス圏に戻ったことで両D I は20～30 台で推移しており、リバランスが図られたとみられる。

この間のリスク量D I は概ね30 台前後で推移しており、低金利環境が続く中で多くの投資家が収益性を維持するために、リスク資産への投資に取り組んでいたことが伺える。

2021(令和3)年後半にかけては、コロナ禍からの景気回復が意識されるなか、インフレ圧力の高まりにより金利が上昇し、デュレーションD I の低下が見られた。2022(令和4)年6月調査では、ウクライナ侵略や中国のゼロコロナ政策などの地政学的リスクの高まりにより全てのD I が低下し、以降同年12月調査に至るまでインフレ動向や景気後退懸念など経済環境の不確実性の高まりも相まって低下が継続しており、投資家が慎重な姿勢に変化したことが伺える。

2023(令和5)年入り後、デュレーションD I は、日本銀行の金融政策の先行きに不透明感が強まるなかマイナス圏での推移を続けており、2024(令和6)年7月、2025(令和7)年1月に政策金利の引き上げを実施したことにより、将来の金利上昇リスクに備えてデュレーションの短期化を想定している投資家が多いとみられ、2025(令和7)年3月調査では過去最低の-32.9 まで低下した。

図表 23 債券ポートフォリオにおける投資スタンスD I の推移



(出所) みずほ証券「Investor Survey」

図表 24 調査項目及びD I の算出方法

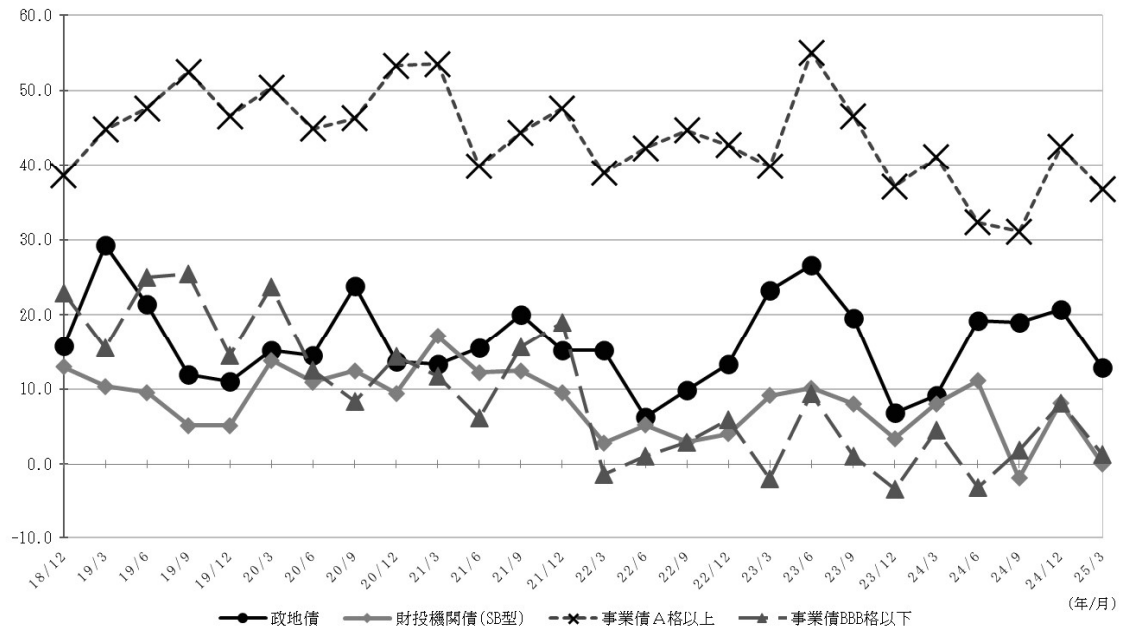
調査項目	D I の算出方法
債券ポートフォリオの残高	「積み増し」(%)－「縮小」(%)
債券ポートフォリオのデュレーション	「長期化」(%)－「短期化」(%)
ポートフォリオ全体のリスク量	「拡大」(%)－「縮小」(%)

2 クレジット商品等の投資スタンスの推移

次に、地方債（この調査では「政地債」（政府保証債と地方債）として区分）をはじめとするクレジット商品等への投資スタンスの変化について整理する（次頁図表 25）。ここでのD I は、「積み増し(%)－縮小(%)」により算出される。

2024(令和6)年度は、引き続き信用力の高い「事業債(A格以上)」への投資意欲が継続的に高く推移した一方で、年度半ばにみられた「政地債」への積極的な投資姿勢は、急速なタイト化と金融政策の見通しを巡る大幅な金利変動により、年度末にかけて落ち着きを見せている。また、サステナブル債についても同様に、昨年度までみられた積極的な投資姿勢から年度末にかけてやや落ち着きを見せている。

図表 25 クレジット商品等の投資スタンスD I の推移



区分	政地債	財投機関債 (SB型)	住宅機構 MBS	事業債 A格 以上	事業債 BBB格 以下	サムライ債	劣後債	証券化商品	CLN CLL	REIT	投資法人債	物価連動債	サステナブル債
18/12	15.7	12.9	14.3	38.6	22.9	41.4	11.4	1.4	2.9	31.4	2.9	-1.4	-
19/3	29.3	10.3	19.0	44.8	15.5	36.2	15.5	0.0	8.6	29.3	5.2	3.4	-
19/6	21.4	9.5	14.3	47.6	25.0	38.1	29.8	3.6	9.5	42.9	7.1	0.0	-
19/9	11.9	5.1	3.4	52.5	25.4	35.6	37.3	3.4	13.6	49.2	15.3	-3.4	-
19/12	11.0	5.1	7.8	46.6	14.5	18.6	34.2	10.3	5.2	34.2	7.7	0.0	-
20/3	15.2	13.8	12.3	50.4	23.7	3.1	43.6	9.4	7.4	42.8	8.8	-0.7	-
20/6	14.5	10.9	13.9	44.9	12.5	16.8	29.7	-0.7	4.4	25.7	6.6	-1.5	-
20/9	23.8	12.4	16.5	46.3	8.3	15.6	34.7	9.1	7.4	13.9	3.3	-2.5	-
20/12	13.6	9.4	14.9	53.3	14.4	15.3	35.3	2.5	6.8	27.1	6.8	-1.7	21.2
21/3	13.3	17.1	13.4	53.5	11.7	18.8	39.6	10.0	3.6	34.5	6.4	3.6	34.2
21/6	15.5	12.2	16.3	39.8	6.1	18.3	37.8	8.8	5.0	24.7	6.2	-1.2	30.5
21/9	20.0	12.4	20.0	44.4	15.6	16.7	45.6	3.3	5.6	25.6	6.7	2.2	30.0
21/12	15.1	9.5	18.8	47.6	19.0	15.5	39.3	9.5	10.7	20.2	4.8	5.9	29.4
22/3	15.1	2.8	9.9	38.9	-1.4	4.2	26.8	4.2	5.6	23.9	0.0	8.6	27.8
22/6	6.2	5.2	10.4	42.3	1.0	6.3	24.0	-1.1	9.5	24.2	5.3	3.2	20.0
22/9	9.8	2.9	1.0	44.7	2.9	3.9	15.5	1.0	5.0	16.0	1.0	7.8	22.5
22/12	13.3	4.0	3.9	42.7	5.9	11.8	7.8	-1.0	3.0	16.8	0.0	4.8	18.6
23/3	23.2	9.1	0.0	39.8	-2.0	7.1	10.2	1.0	4.1	13.3	3.1	2.0	16.2
23/6	26.6	10.1	5.9	55.0	9.4	14.4	11.7	2.5	4.3	14.7	2.6	5.1	18.0
23/9	19.5	8.0	5.7	46.6	1.1	13.6	14.9	1.1	2.3	11.5	-1.1	-1.1	21.6
23/12	6.8	3.4	-2.3	37.1	-3.4	20.7	10.2	0.0	5.7	12.5	-4.5	0.0	12.5
24/3	9.1	8.0	4.5	41.1	4.5	15.6	6.8	1.1	2.3	9.1	4.5	0.0	23.6
24/6	19.2	11.1	5.1	32.3	-3.1	10.2	7.1	4.1	4.1	8.2	2.0	0.0	12.2
24/9	19.0	-1.9	-4.8	31.1	1.9	2.9	7.5	4.8	4.8	13.3	1.9	0.0	13.3
24/12	20.7	8.1	-7.0	42.5	8.1	5.8	4.6	-4.7	-5.8	9.3	1.2	4.7	10.5
25/3	12.8	0.0	-1.3	36.7	1.3	0.0	10.3	2.6	1.3	14.1	10.3	3.8	7.7

(出所) みずほ証券「Investor Survey」

なお、政地債への投資スタンスの変化については、「積み増し」または「横ばい」とする投資家が継続的に８割を占めた。金利の上昇や変動性の高まりによる国債回帰など流動性の高い商品を選好する動きが想定されるなかで、安全性が高く、国債に対する一定の上乗せスプレッドがある政地債への需要は、引き続き底堅く推移している(図表26)。

図表 26 政地債への投資スタンス（「積み増し」＋「横ばい」）の推移

区分	18/12	19/3	19/6	19/9	19/12	20/3	20/6	20/9	20/12	21/3	21/6	21/9	21/12
積み増し	24.3%	31.0%	26.2%	27.1%	22.0%	23.9%	18.1%	26.2%	22.9%	16.8%	20.2%	27.8%	20.9%
維持	61.4%	65.5%	61.9%	52.5%	61.0%	63.8%	71.0%	65.6%	62.7%	76.1%	70.2%	62.2%	68.6%
合計	85.7%	96.5%	88.1%	79.6%	83.0%	87.7%	89.1%	91.8%	85.6%	92.9%	90.4%	90.0%	89.5%

22/3	22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9	23/12	24/3	24/6	24/9	24/12	25/3
26.0%	13.4%	14.7%	19.0%	26.3%	27.5%	27.6%	15.9%	15.9%	25.3%	23.8%	28.7%	17.9%
57.5%	76.3%	75.5%	71.4%	66.7%	65.8%	58.6%	67.0%	65.9%	59.6%	59.0%	58.6%	69.2%
83.5%	89.7%	90.2%	90.4%	93.0%	93.3%	86.2%	82.9%	81.8%	84.9%	82.8%	87.3%	87.1%

(出所) みずほ証券「Investor Survey」