

# 主要諸外国の国債管理政策の動向について

平成30年6月15日

# 主要諸外国の国債管理政策の潮流

- 低金利環境を受け多くの国が平均償還年限を長期化。一方で、平均償還年限の長期化はリスクとコストのトレードオフの関係にあり、必ずしも国債管理政策の最終目標にはならない
  - いくつかの国では、低い短期金利を踏まえ、一定水準の平均償還年限に安定化させていく動き(アメリカ・ドイツ等)
- 引き続き、流通市場の流動性低下は債務管理当局の懸念事項
  - 金融危機後の規制強化による金融機関の仲介機能の低下や、量的緩和政策が流動性に影響
  - 流動性改善のために各国は幅広い施策を実施

(出所) OECD ”OECD Sovereign Borrowing Outlook 2018”

## 米国①: 基本目標

- ✓ 規則的かつ予見可能 (Regular and Predictable)
- ✓ 中長期的な調達コストの抑制 (Least expected cost over time)

米国財務省は、借入諮問委員会 (TBAC) において、規則的かつ予見可能な債務管理政策の意義について検証 (TBAC Reports to the Secretary (8/4/2015))

- 財政赤字が大きく増え、機会的な発行はコストの増加をもたらすという研究を踏まえ、1970年代以降、米国財務省は規則的かつ予見可能な発行を堅持
- 規則的かつ予見可能な発行政策の利点には、調達コストの低減を含む
- 入札規模等を調整する際には、市場機能への影響、投資家需要の深度や持続性、プライマリーディーラーの制約等を考慮するとともに、長期的な資金需要と見込まれる調達コストを考慮すべき
- 発行パターンを変更する場合には、段階的にかつプライマリーディーラーのフィードバックを踏まえながら行っていかなければならない

# 米国②: 必要資金調達額の増加

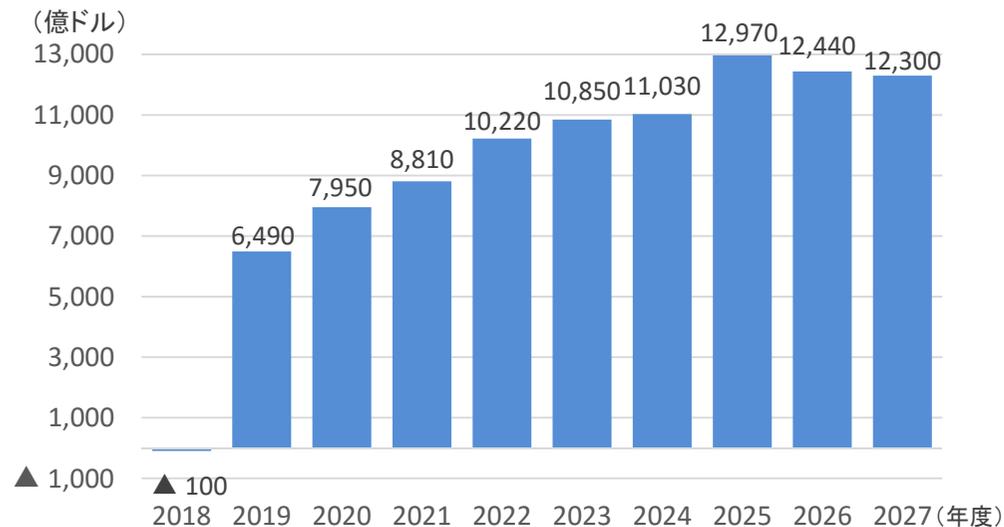
- 大型減税による歳入減少
- 国防費、インフラ投資の増額
- FRBによる保有国債の再投資額縮減

- マクロ経済環境の変化  
(原油価格の上昇・インフレ予想の変化等)
- 拡張的な財政政策による国債発行増額

- ✓ 市中での必要資金調達額が増加
- ✓ 2019年度以降を見据えると更なる発行増額が必要

- ✓ 米国長期金利は上昇

米国の市中での発行増額必要額



米国長期金利の推移



(出所) Congressional Budget Office “The Budget and Economic Outlook:2018 to 2028(April 2018)” 及びFRB “FOMC addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”に基づき米国財務省が試算した“Projected Net Borrowing Assuming Future Issuance Remains Constant(TBAC Discussion Charts(2018Q2))”を元に財務省にて作成  
 (注)「発行増額必要額」は、2018年2月～2018年4月までの発行規模から増額して調達しなければならない資金調達額。米国財務省の試算においては、FRBによる保有国債の再投資額縮減が2020年12月末まで継続すると仮定。また、2019年度以降については、T-billのネット資金調達額をゼロと仮定

(出所) Bloomberg

## 米国③: 今後の発行方針

2017年11月の借入諮問委員会(TBAC)及び四半期報告(Quarterly Refunding Statement)において、今後の発行方針についてフォワードガイダンス

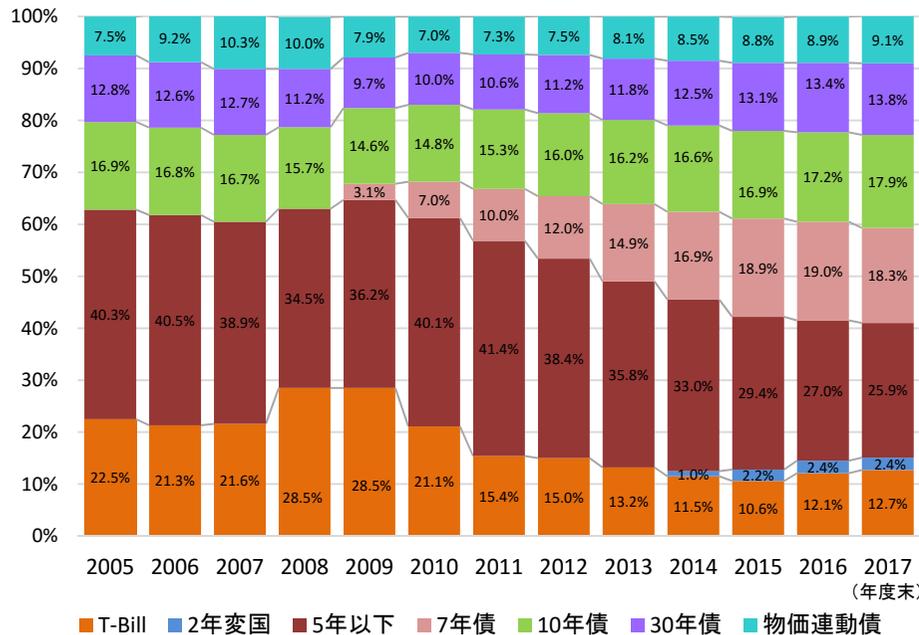
- 必要資金調達額の増加を満たす際には、最適なコストとリスクのトレードオフとなる 2年債・3年債・5年債中心の増額が望ましい
- 2年変動利付債(FRN) は、投資家層の多様化に寄与しており、発行コストや市場参加者からのポジティブなフィードバックを踏まえ、増額の可能性を検討すべき
- 発行残高に占めるT-billの割合は歴史的に非常に低い水準となっており、現下の需要と供給を踏まえると、T-billの発行を増額するのが合理的
- これらの発行規模の変更の結果、平均償還年限はおおよそ現在のレベルで安定する見込み

(注) TBACは「米国債市場では、強い、あるいは持続的な50年債等への需要を指し示す証拠に乏しい」と全会一致で合意 (TBAC Reports to the Secretary (5/3/2017))

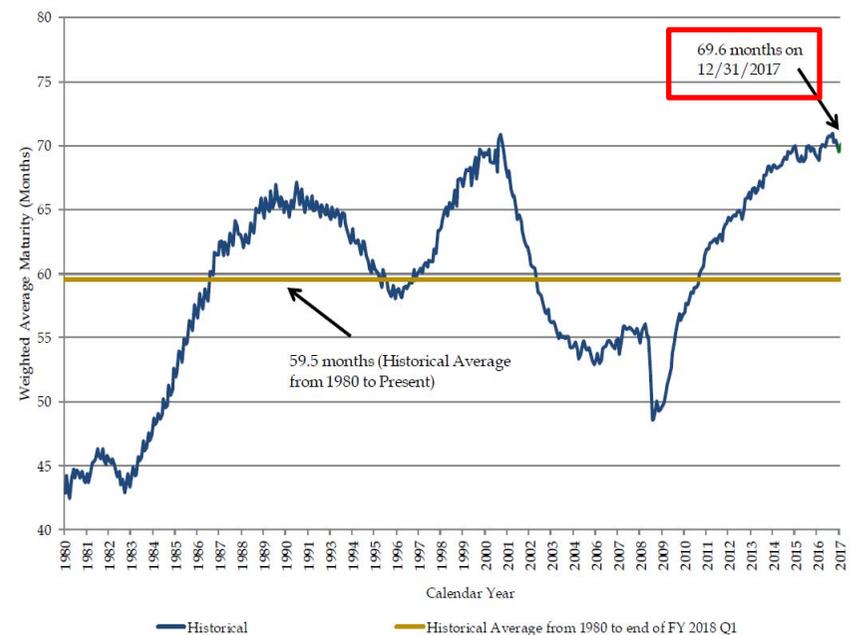
# 米国④：平均償還年限を巡る議論

- ▶ 平均償還年限を更に延ばすことによって得られるリスクの削減効果は、平均償還年限が短かった際に延ばすことによって得られた効果に比べて減少
- ▶ 平均償還年限は、調達リスクを評価するために有用な指標であるが、発行戦略の結果であって目標そのものではない  
(TBAC Reports to the Secretary (11/1/2017))
- ▶ 平均償還年限に対する特定の方向性があるわけではなく、むしろ短中期債を中心とした発行増額を行えば、平均償還年限はおおよそ現在のレベル(約70ヶ月)で安定する見込み  
(TBAC Reports to the Secretary (1/31/2018))

米国の国債発行残高(T-Billを含む)



平均償還年限の推移



(出所) 米国財務省 "TBAC Discussion Charts(2018Q1)", Treasury Directを元に財務省にて作成

(出所) 米国財務省 "TBAC Discussion Charts(2018Q1)"

## 米国⑤：発行増額

2017年11月の発行方針を踏まえ、各四半期報告で発行増額を公表

▶ 2～4月で前四半期比420億ドル利付債を増額

○2年債・3年債：各＋120億ドル

○5年債・7年債・10年債・30年債：各＋30億ドル

○2年変動利付債(FRN)：＋60億ドル

▶ 5～7月で前四半期比270億ドル利付債を増額

○2年債・3年債：各＋60億ドル

○5年債・7年債・10年債・30年債：各＋30億ドル

○2年変動利付債(FRN)：＋30億ドル

※ 上記に加え、2017年12月以降T-billを増額

# イギリス

## ○ 流動性維持・向上のための施策

### ➤ 入札の小規模化

プライマリー・ディーラーの負担軽減のため、中期債及び長期債の入札回数を増やし、1回あたりの入札規模を縮小。見直し後の1回あたりの応札額は上昇

#### 発行実績

(百万ポンド)

		2015年度	2016年度	対前年度
中期債 (1~7年)	入札回数	8回	13回	+5回
	一回当たり発行額	3,887	2,720	▲30.0%
長期債 (7~15年)	入札回数	8回	11回	+3回
	一回当たり発行額	3,077	2,422	▲21.3%

(出所) 英国債務管理庁

#### 1回当たりの応札実績

(百万ポンド)

		2015年度	2016年度	対前年度
中期債 (1~7年)		5,375	5,725	+6.5%
長期債 (7~15年)		4,488	4,928	+9.8%

(出所) 英国債務管理庁

## ○ 長期の平均償還年限

- 英国の平均償還年限は先進国で最長 (英:17.9年、日:8.9年、米:5.8年(OECD 2017年度末時点))
- 英国では、積立方式の確定給付型企业年金のプレゼンスが大きく、
  - ・ 終身年金であるため、負債のデュレーションが長いこと
  - ・ 資産運用方針として負債対応投資 (Liability Driven Investment) を採用していること
 を要因として、50年債等に対する需要が強い

# ドイツ

## ○ 流動性維持・向上のための施策

### ➤ 入札の小規模化

長期債の入札回数を増やし、1回当たりの入札規模を縮小

## 入札実績

(百万ユーロ)

		2016年度	2017年度	対前年度
長期債 (10年)	入札回数	12回	16回	+4回
	一回当たり 発行額	4,250	3,188	▲25.0%

(出所)ドイツ債務管理庁

## ○ 2018年度発行計画

➤ 流動性を高めるため、短期債(6ヶ月物)を増額し、併せて短期債のリオープンを導入

➤ 低金利を活用するため30年債を増額  
(50年債等の発行予定はなし)

## 発行計画

(億ユーロ)

	2017年度	2018年度	対前年度
30年債	110	160	+50
10年債	510	440	-70
5年債	380	350	-30
2年債	520	520	±0
利付債合計	1,520	1,470	-50
6か月物	200	360	+160
合計	1,720	1,830	+110

(出所)ドイツ債務管理庁

## ○ 平均償還年限は安定的に推移(6.5年程度)

# フランス

## ○ 流動性の維持・向上のための施策

➤ イールドカーブ全体にわたる流動性の維持・向上のため、

- ・ 銘柄ごとの発行量を十分に確保するため新発債のリオープンを積極的に実施
- ・ 既発債の追加発行も実施

(2017年発行額の17%)

入札実績(2017年)

	入札頻度	新発債発行
2年債	年8回	1銘柄/年
5年債	年10回	1銘柄/年
10年債	年11回	2銘柄/年

(出所)フランス経済・財務省

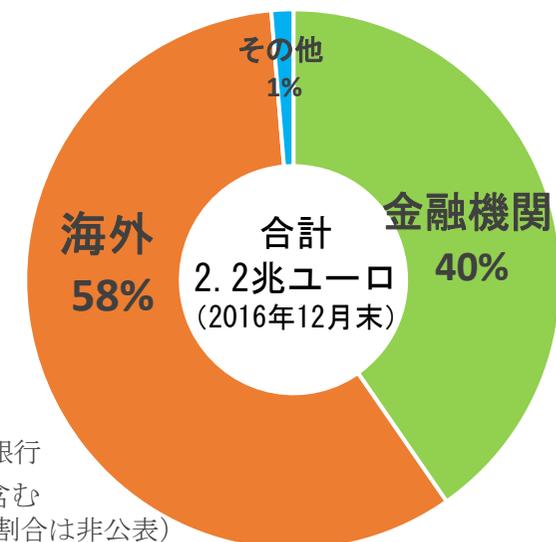
## ○ 平均償還年限の長期化 (2017年度:7年10ヶ月(2014年度比:+10ヶ月))

➤ 50年債の発行 (2018年1回、2017年3回)

## ○ 海外IRの取組み

➤ 海外投資家との長期的な関係構築のため積極的にIRを実施。2016年は37か国(うち欧州20か国)に訪問し、国内外で 302の投資家と面会

国債等保有者別内訳



(出所)フランス銀行

(注) 地方債を含む

(中銀保有割合は非公表)

# カナダ

## ○ 中期債務管理戦略

(Medium-Term Debt Strategy)

※ 毎年度の国債発行計画とは別に今後10年間の債務管理戦略を策定

- 短中期債の増額がコストとリスクのバランスを改善させるという結果を踏まえ、2011年度から2年債、3年債、5年債を中心に増額
- この結果、平均償還年限は安定的に推移

## ○ 50年債

- 2014年以降、コストや需要を踏まえ不定期に発行（2014年3回、2017年2回）
- 直近では、2018年2月、足元の金利の高まり等をもとに発行見送りを決定

## ○ 流動性維持・向上のための施策

- 銘柄ごとの発行額を増やすため、2015年度から3年債の発行をとりやめ、2年債及び5年債の増額等を実施

