

国債管理政策の現状

目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
3. 投資家動向
4. 国債市場の流動性の状況
5. 発行計画の見積もり

中長期的な需要に即した発行の必要性

国債管理政策の基本的目標

- ① 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
- ② 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること

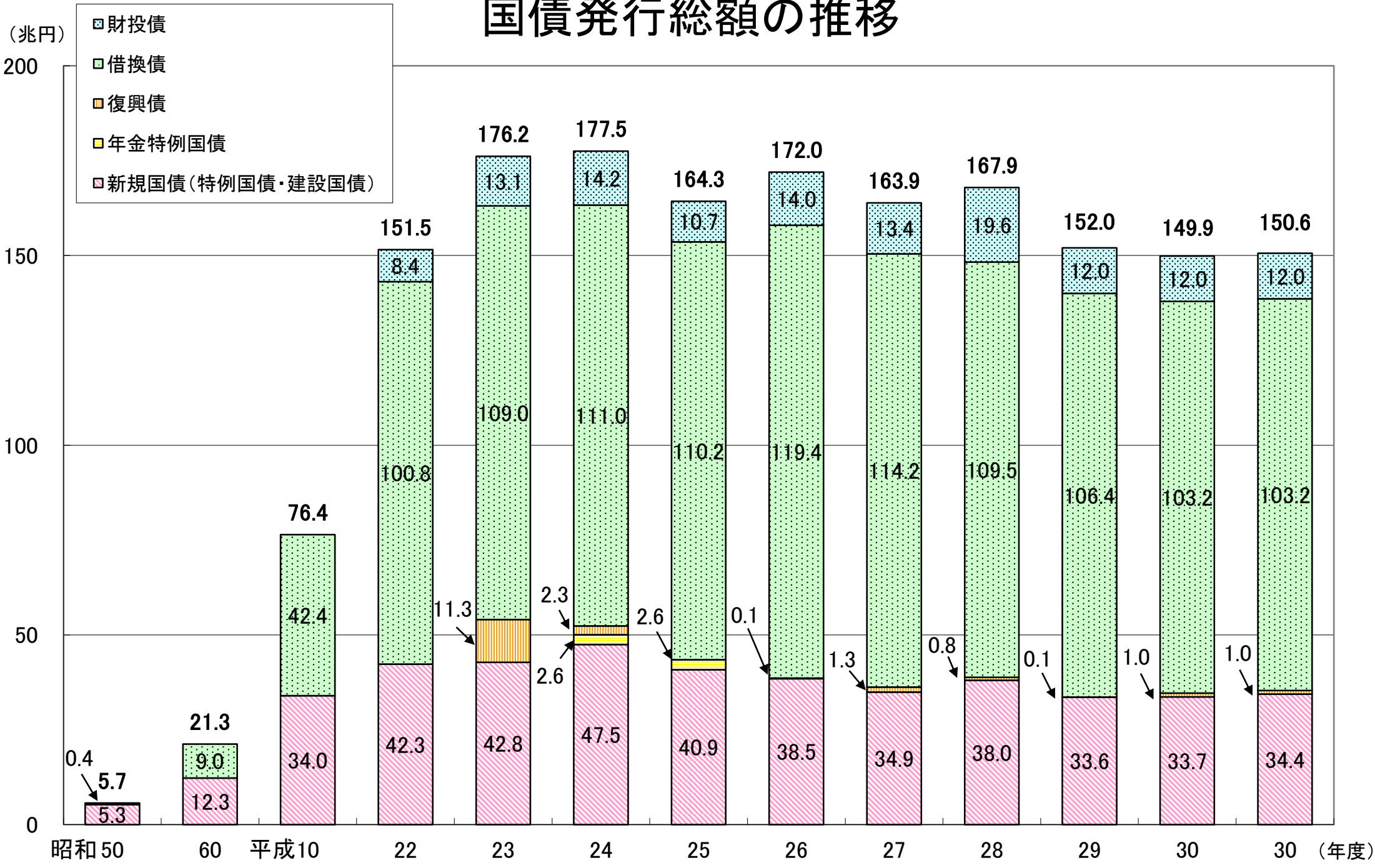
- 上記目標を達成するため、国債発行計画の策定・運営に当たり、「市場との対話」を丁寧に実施し、市場のニーズを十分に踏まえた国債発行に努めてきたところ
 - 一方で、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある
- ⇒ 今後とも大量の国債発行が見込まれる日本においては、中長期的な需要動向を見極め、より安定的で透明性の高い国債発行を行っていくことが重要

(注) 海外においても、例えば、米国が「定期的かつ予見可能な発行」(regular and predictable issuance)を債務管理の目標として掲げるなど、一部の国では、機会主義的な債務管理運営に陥るリスクを意識した対応がとられている。

目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
3. 投資家動向
4. 国債市場の流動性の状況
5. 発行計画の見積もり

国債発行総額の推移

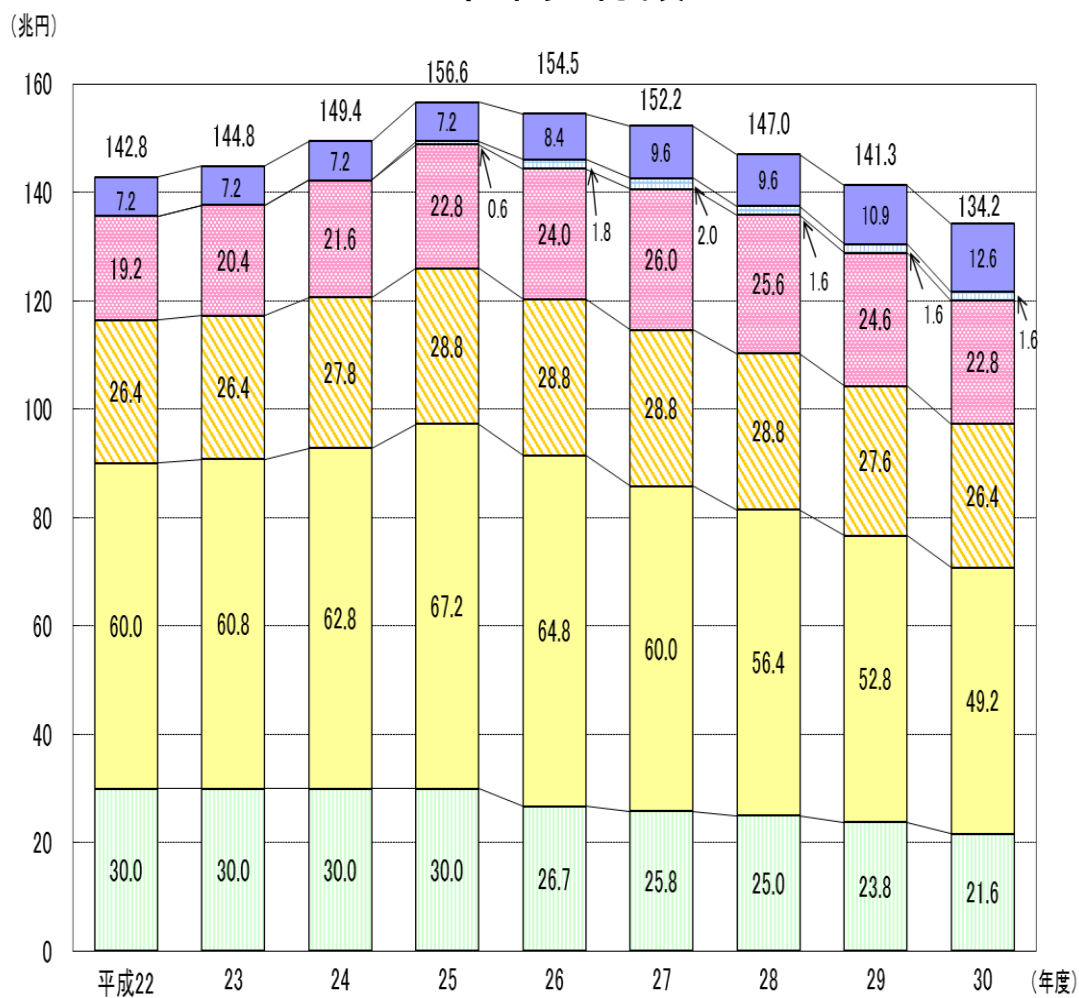


(注1) 平成29年度までは実績。
 (注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

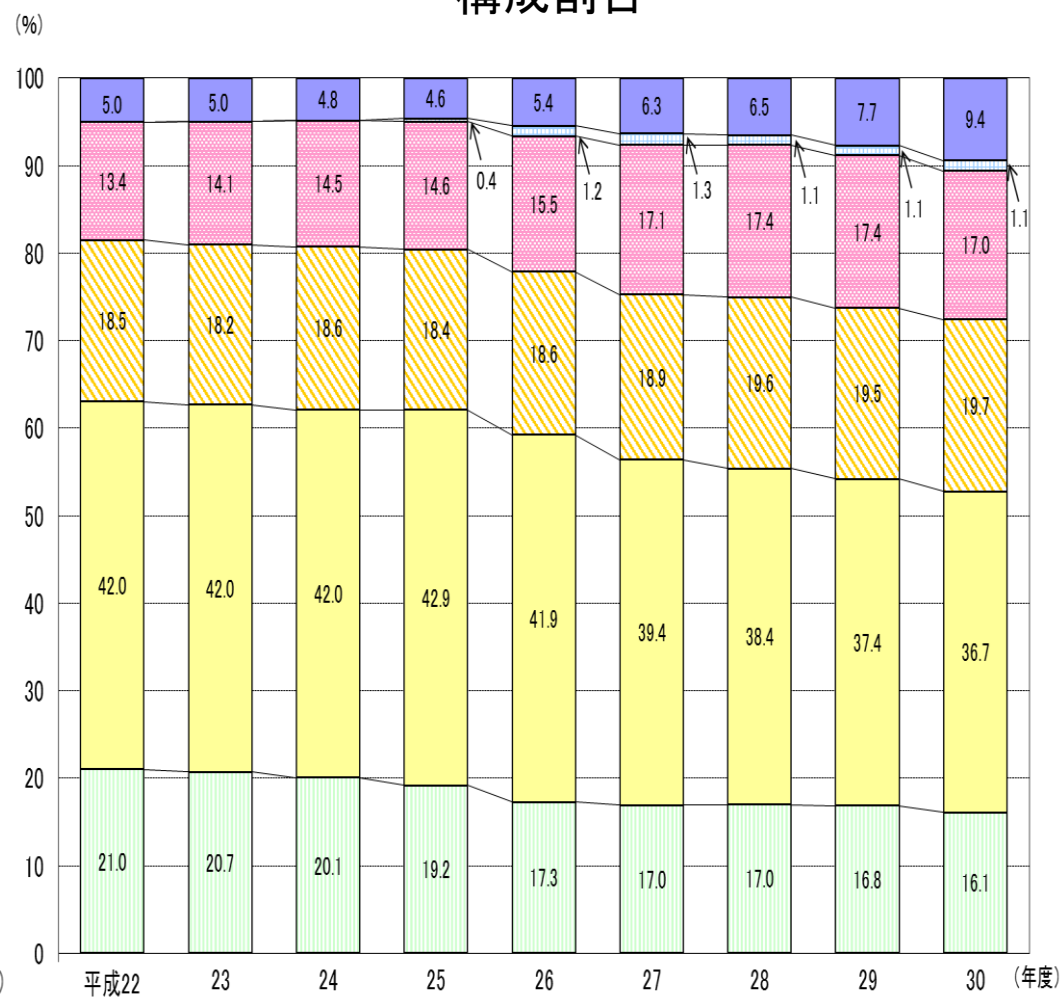
(当初) (補正後)

銘柄別のカレンダーベース市中発行額と構成割合の推移

市中発行額



構成割合



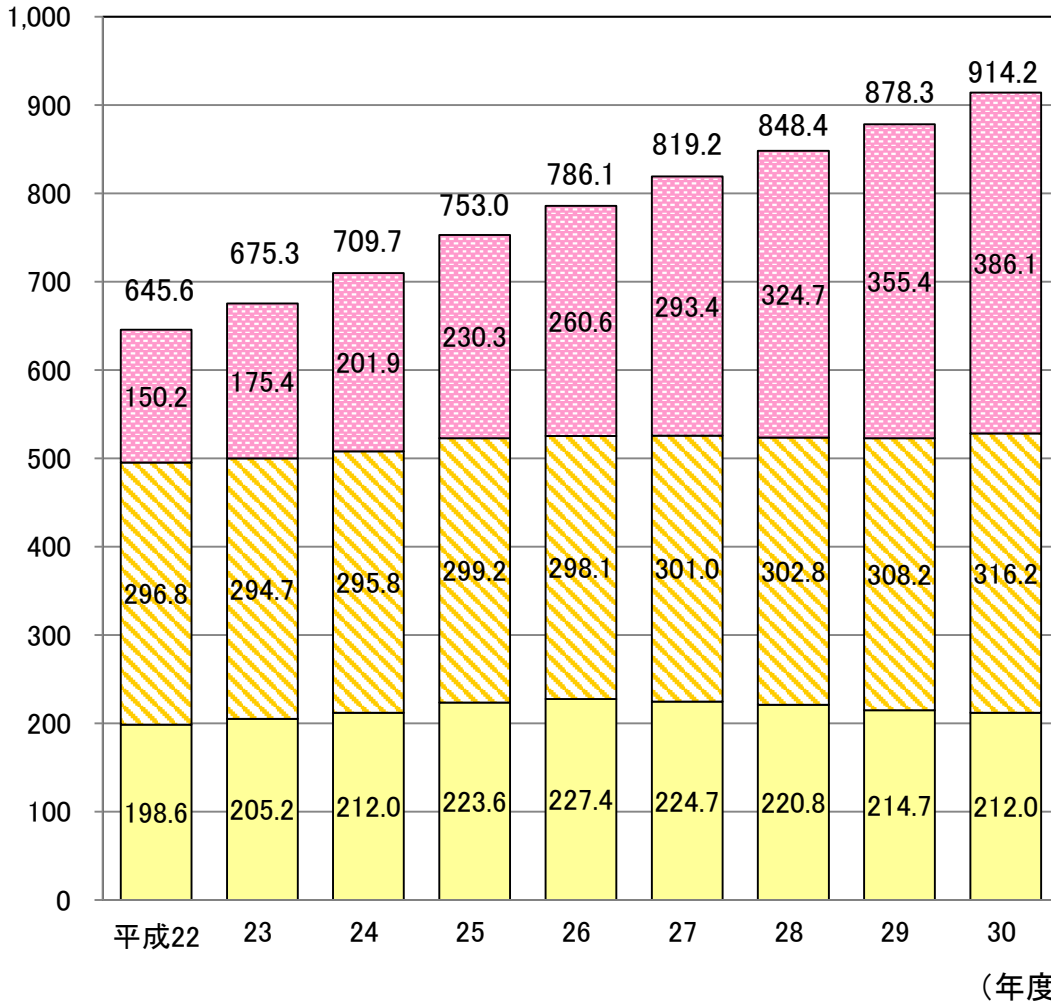
■ 流動性供給入札
■ 物価連動債
■ 超長期債 (10年超)
■ 長期債 (10年)
■ 中期債 (2, 5年)
■ 短期債 (1年)

(注) 平成29年度までは最終補正ベース。平成30年度は、当初ベース

銘柄別の国債発行残高の推移

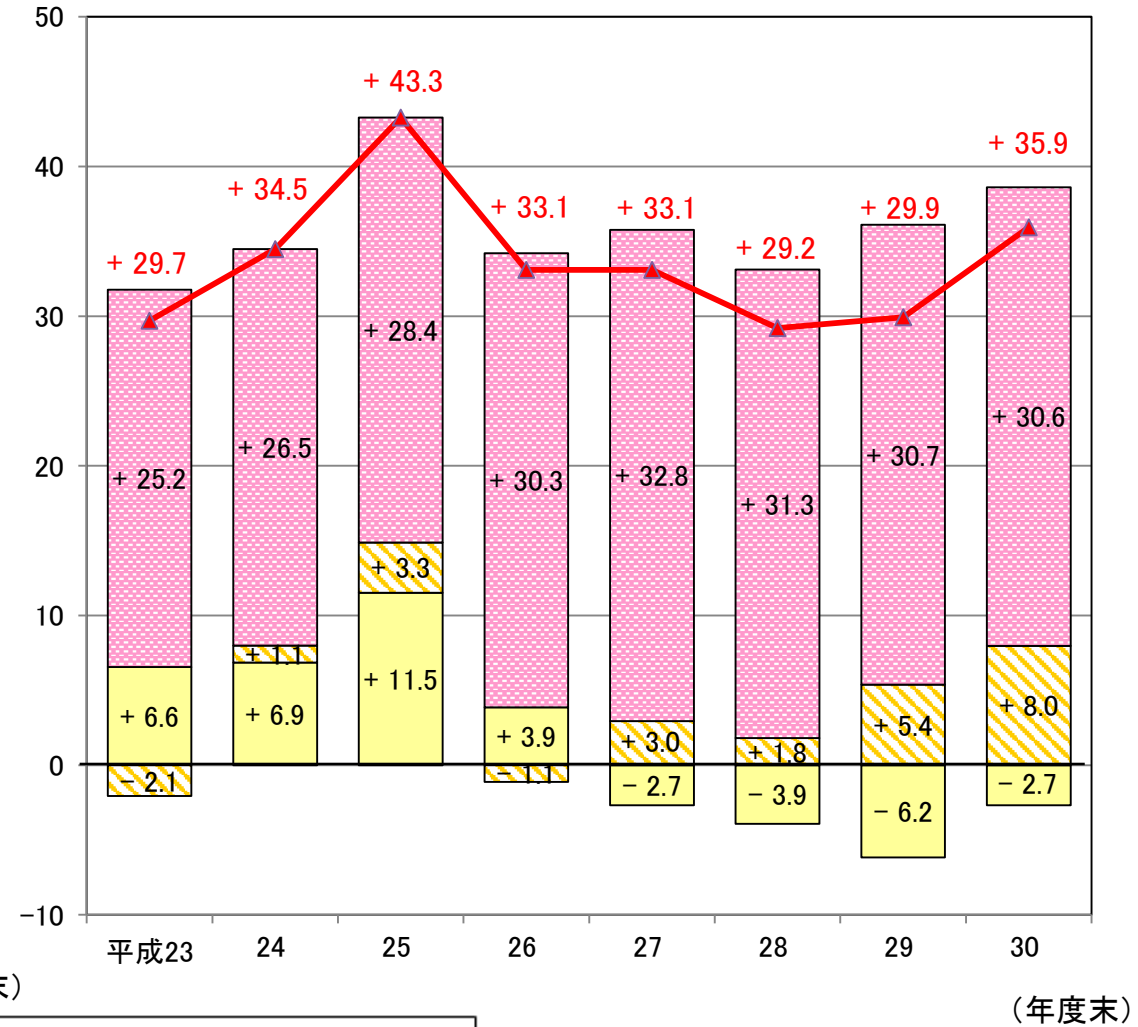
(兆円)

発行残高



(兆円)

残高増減(銘柄毎のネット発行額)

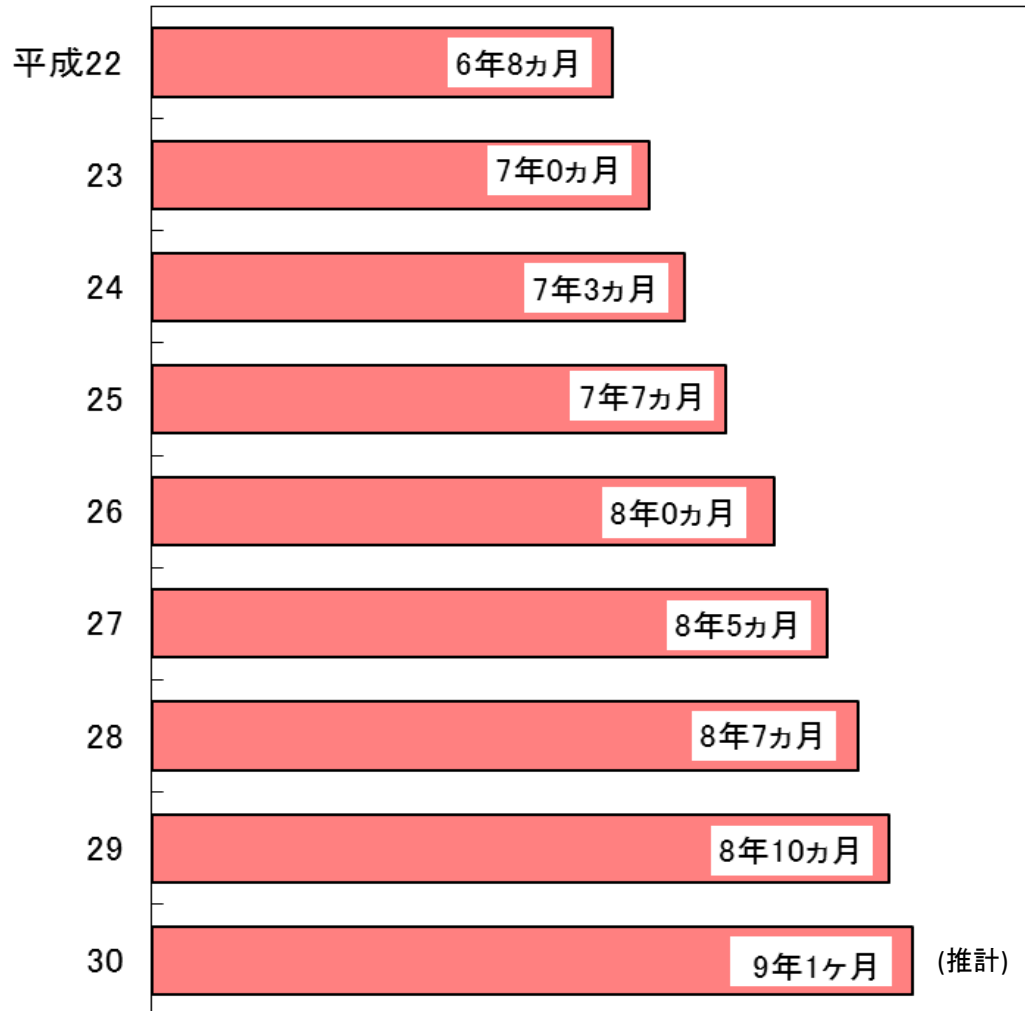


超長期債 (10年超)
 長期債 (10年)
 中期債 (2、5年)

(注1) 平成29年度末までは実績、平成30年度末は当初予算ベース(前倒債55兆円を含む)。
 (注2) 発行残高は、固定利付債(2年債~40年債)を対象としている。また、残存期間別の推移ではない。
 (注3) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

日本国債の平均償還年限

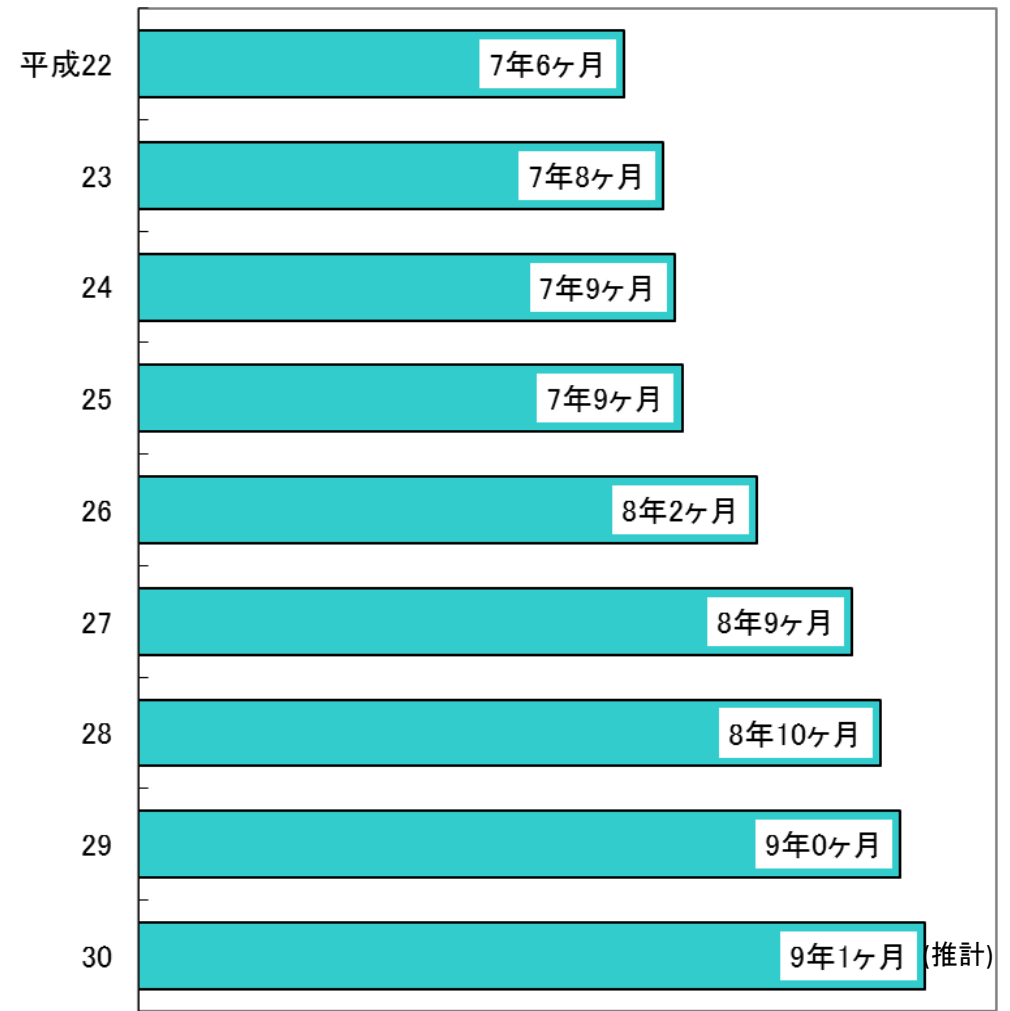
発行残高ベース(ストック)



(年度末)

(注) 普通国債残高。平成29年度末までは実績。平成30年度は、平成30年度計画分(前倒債55兆円を含む)を加算して推計

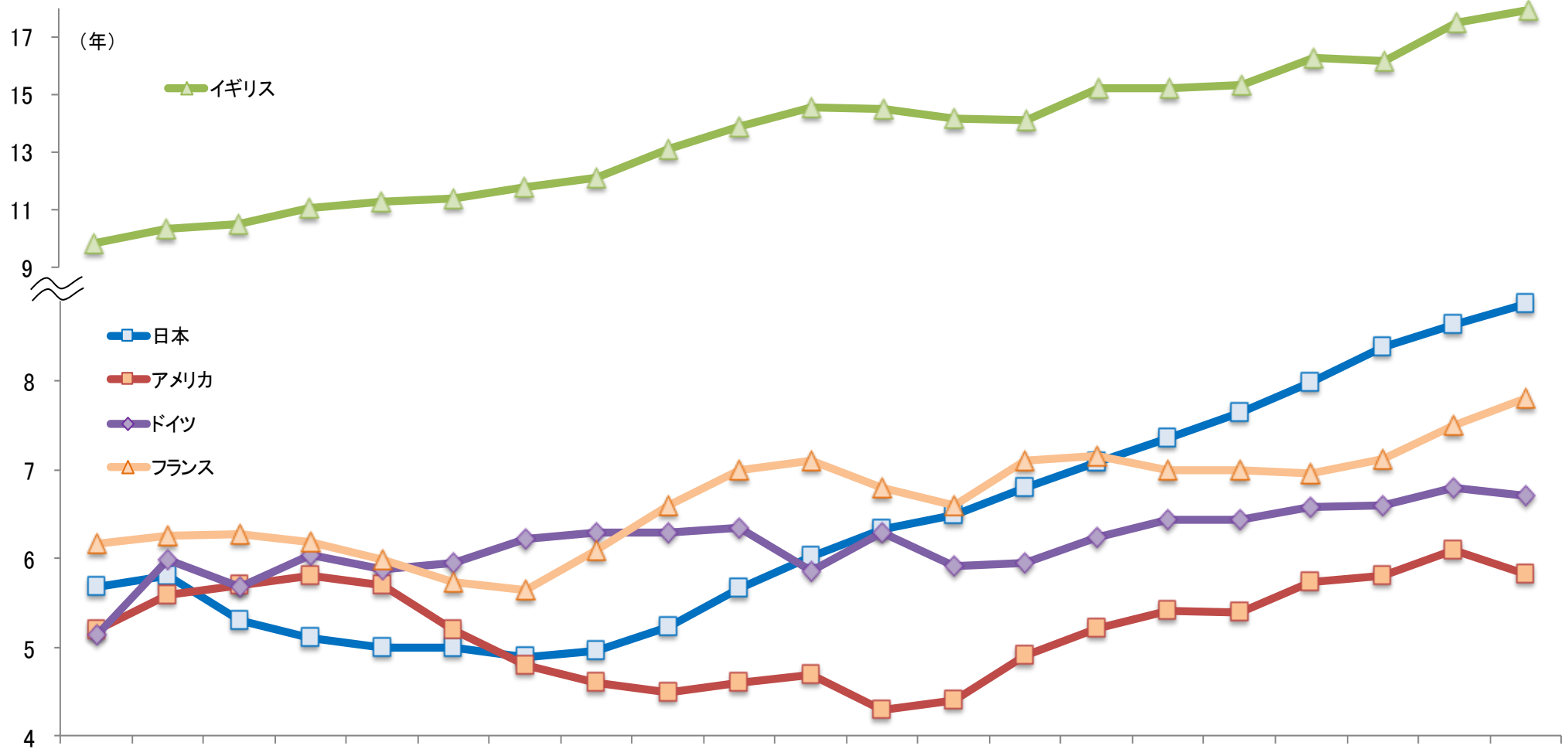
カレンダーベース(フロー)



(年度)

(注) 平成29年度までは実績。平成30年度は、平成30年度国債発行計画に基づき推計

諸外国の平均償還年限(ストックベース)



年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
日本	5.7	5.8	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0	5.2	5.7	6.0	6.3	6.5	6.8	7.1	7.4	7.6	8.0	8.4	8.6	8.9
アメリカ	5.2	5.6	5.7	5.8	5.7	5.2	4.8	4.6	4.5	4.6	4.7	4.3	4.4	4.9	5.2	5.4	5.4	5.7	5.8	6.1	5.8
イギリス	9.8	10.3	10.5	11.1	11.3	11.4	11.8	12.1	13.1	13.9	14.5	14.5	14.2	14.1	15.2	15.2	15.3	16.2	16.2	17.5	17.9
ドイツ	5.2	6.0	5.7	6.1	5.9	6.0	6.2	6.3	6.3	6.3	5.9	6.3	5.9	6.0	6.2	6.4	6.4	6.6	6.6	6.8	6.7
フランス	6.2	6.3	6.3	6.2	6.0	5.7	5.6	6.1	6.6	7.0	7.1	6.8	6.6	7.1	7.2	7.0	7.0	7.0	7.1	7.5	7.8

(出所) OECD

(注1) 日本は普通国債の発行残高の平均償還年限であり、割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)は含まれない。諸外国は短期債(1年以下)を含む。

(注2) イギリスのみ収入金ベース。その他の国は額面ベース。

平均償還年限に係る各国の考え方

アメリカ

- 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しており、「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伸ばすことによって得られた効果に比べて減少」との分析がなされている
- 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))

ドイツ

- 2018年度発行計画においては、流動性を高めるために短期債(6ヶ月物)を増額するも、低金利を活用するため30年債を増額(2017年度(実績):125億ユーロ→2018年度(計画):160億ユーロ)
- 平均償還年限は安定的に推移(2017年度6年9ヶ月(2014年度比:+1ヶ月))

イギリス

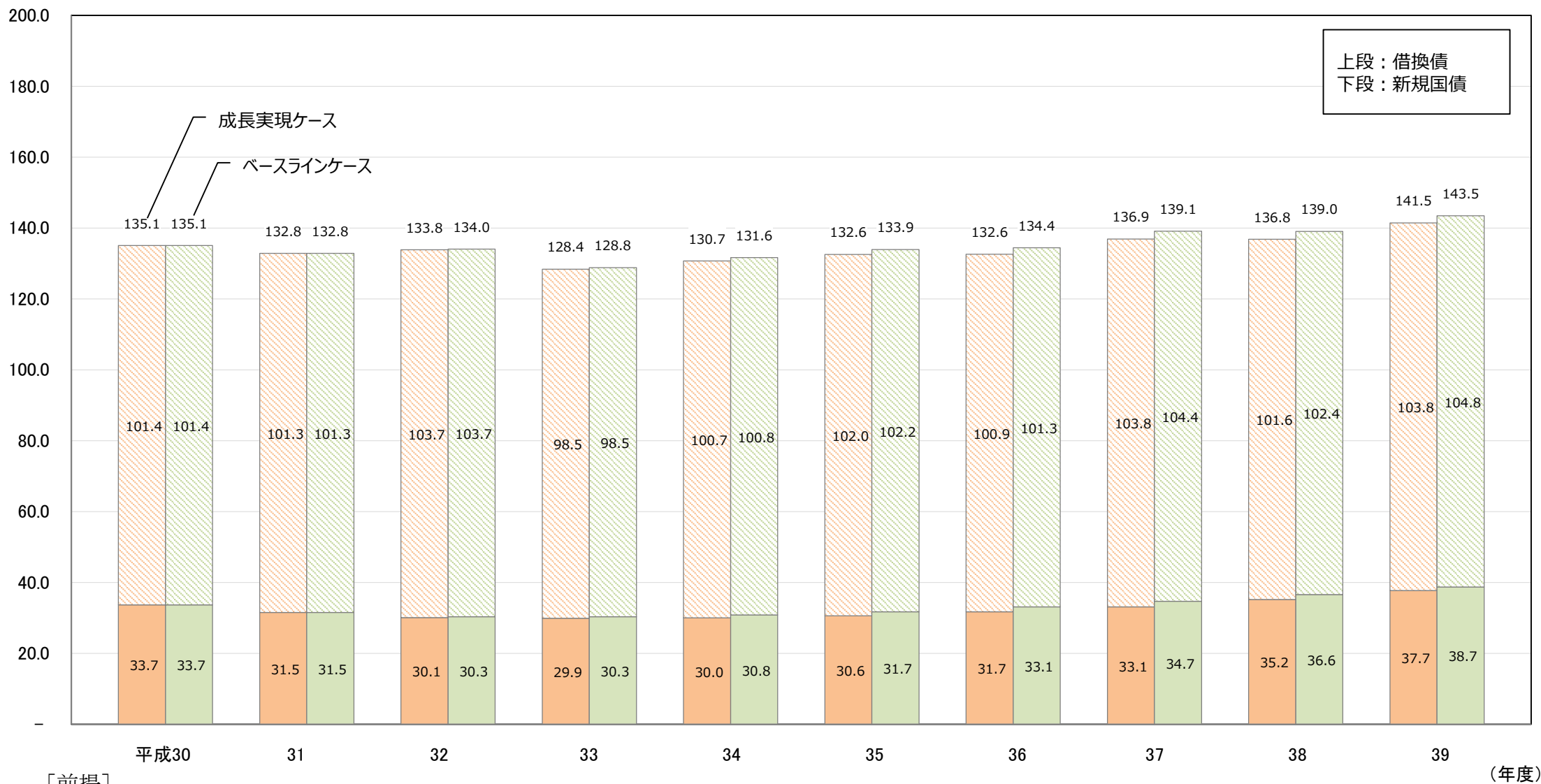
- イギリスでは、積立方式の確定給付型企业年金のプレゼンスが大きく、
 - ・ 終身年金であるため、負債のデュレーションが長いこと
 - ・ 資産運用方針として負債対応投資(Liability Driven Investment)を採用していることを要因として、超長期債に対する需要が強い(2017年度発行額の45%を超長期債(10年超)で発行)
- 平均償還年限は先進国で最長(2017年度:17年11ヶ月)

フランス

- 50年債の発行等により(2017年度に3回発行、計35億ユーロ)、平均償還年限が長期化(2017年度:7年10ヶ月(2014年度比:+10ヶ月))

内閣府中長期試算に基づく国債発行額(財投債及び復興債を除く)の将来推計

(兆円)

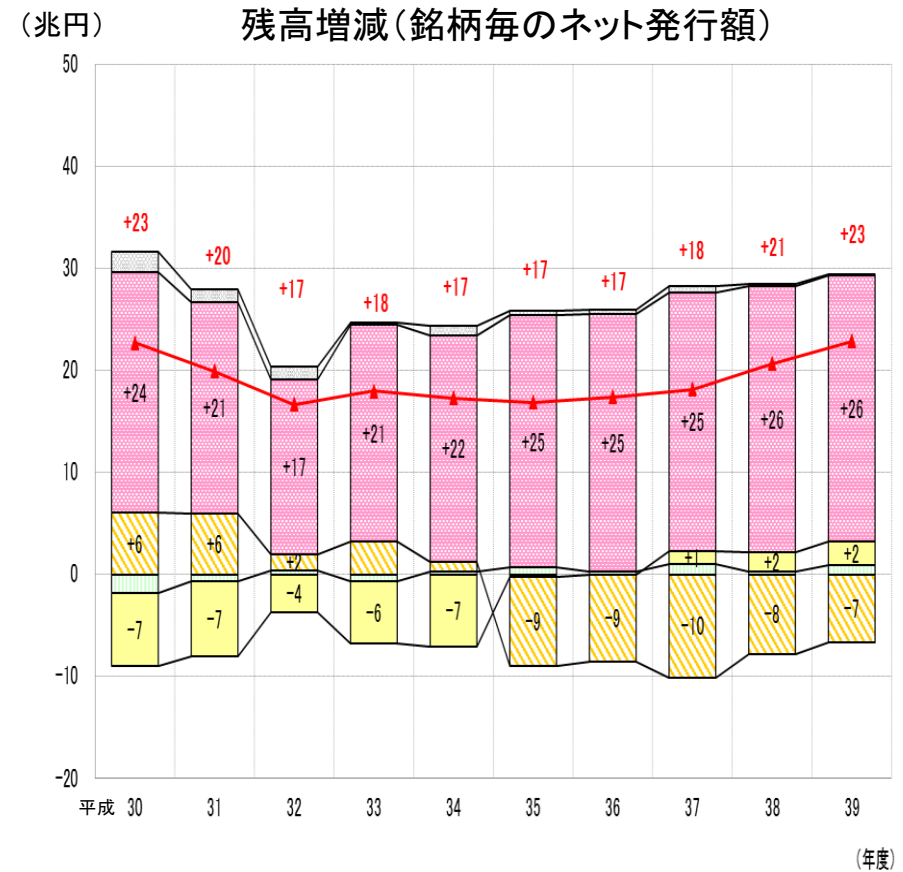
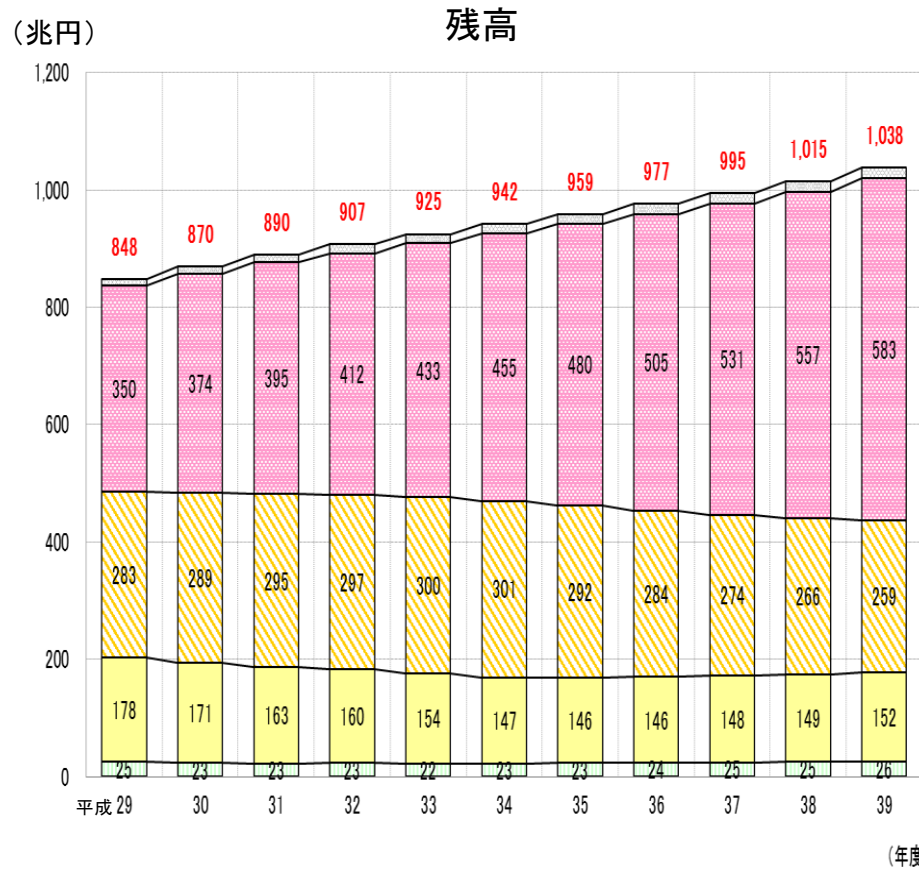


[前提]

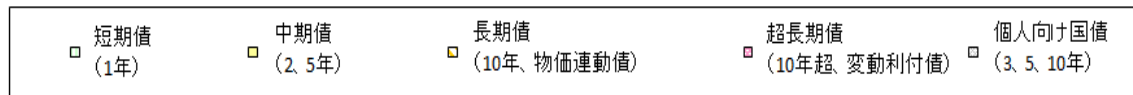
- ・新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成30年7月)」の「成長実現ケース」・「ベースラインケース」の計数を使用。
- ・借換債 : 平成30年度は国債発行計画(当初)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。平成31年度以降は、平成30年3月末の普通国債の償還予定をベースに平成30年度計画と同一の年限構成割合(注)で発行されるものとし、国債整理基金特別会計の余剰資金の活用を加味して推計。前倒債の発行額は、平成30年度計画ベースの見込額を使用。

(注) 平成31年度以降の流動性供給入札の実施額及びゾーンごとの配分額は、平成30年度計画と同一額で推移すると仮定しつつ、年限別発行額は過去の実績を基に推計。

銘柄別の国債発行残高(財投債及び復興債を除く)の将来推計



平均償還年限の推計(ストック)



(年度末)

年度	平成29年	平成30年	平成31年	平成32年	平成33年	平成34年	平成35年	平成36年	平成37年	平成38年	平成39年
平均償還年限	8年 11ヶ月	9年 1ヶ月	9年 2ヶ月	9年 4ヶ月	9年 4ヶ月	9年 5ヶ月	9年 5ヶ月	9年 5ヶ月	9年 6ヶ月	9年 6ヶ月	9年 5ヶ月

[前提]

- 新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成30年7月)」の「成長実現ケース」の計数を使用。
- 借換債 : 平成30年度は国債発行計画(当初)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。平成31年度以降は、平成30年3月末の普通国債の償還予定をベースに平成30年度計画と同一の年限構成割合で発行されるものとして推計。ただし、国債整理基金特別会計の余剰資金の活用は加味していない。前倒債の発行額は、平成30年度計画ベースの見込額を使用。

目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
- 3. 投資家動向**
4. 国債市場の流動性の状況
5. 発行計画の見積もり

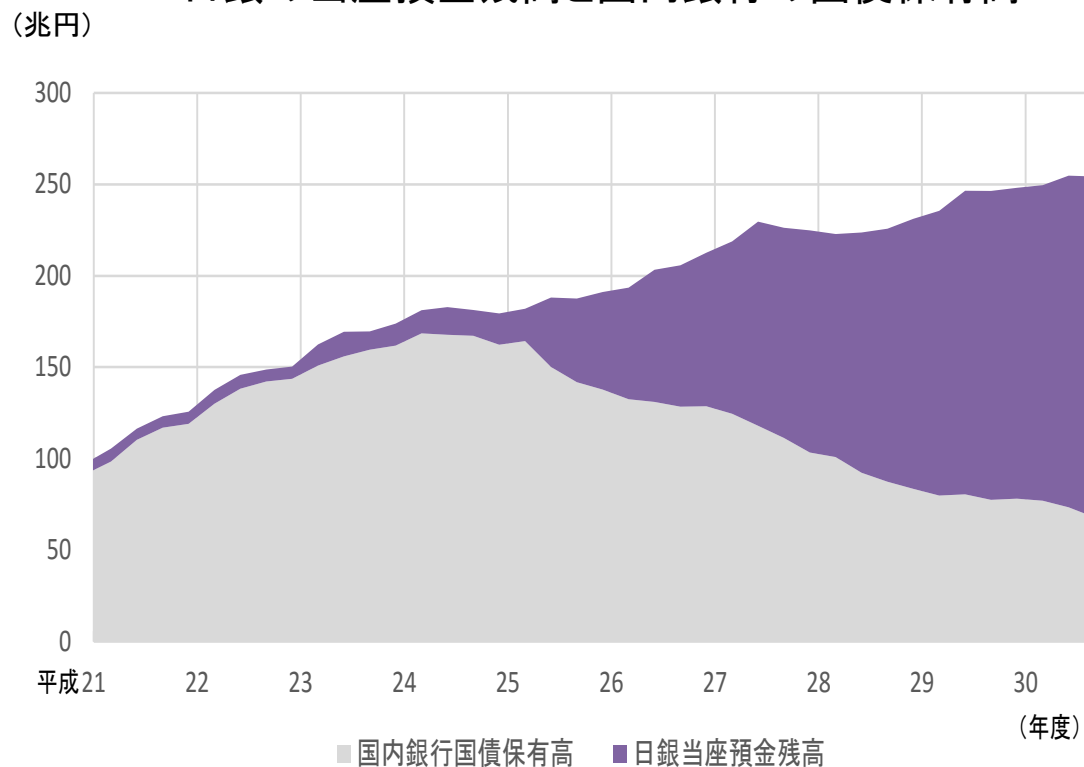
国内銀行の国債保有高の推移

●日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)(抜粋)

金融機関の円債投資残高は、日本銀行による大量の国債買い入れを受けて減少傾向を辿っているが、その減少ペースはこのところ緩やかになっている。(中略)

この背景としては、国債の金利水準は引き続き購入目線に達していない状況ながら、資金利益の確保や評価益の維持、日銀当座預金残高の積み上がり抑制や各種取引の担保の確保のために、一定の国債保有残高を維持しようとする動きがみられたことが挙げられる。

日銀の当座預金残高と国内銀行の国債保有高

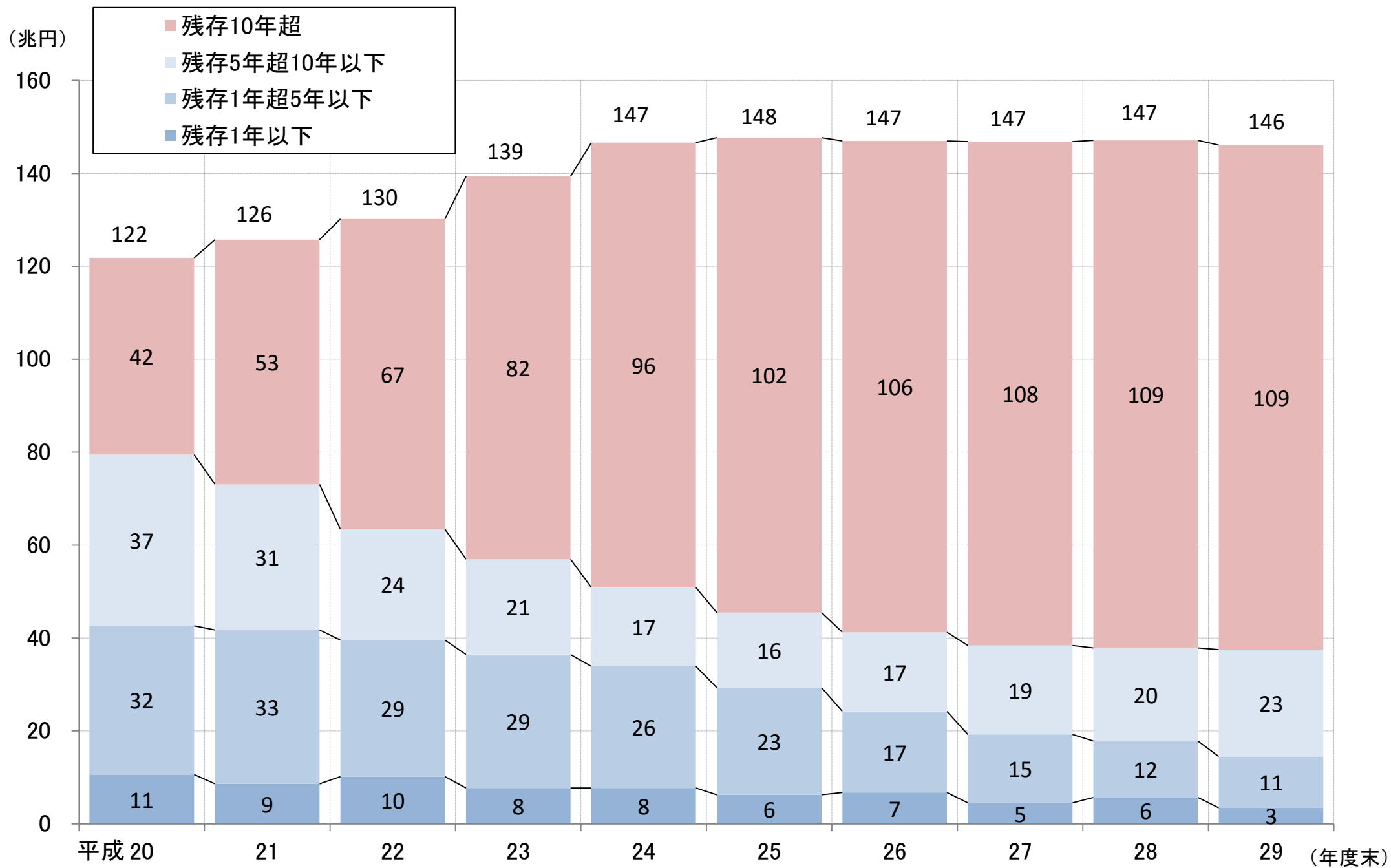


(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」及び「業務別の日銀当座預金残高」。

(注1) 「国内銀行」は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行を対象とする。

(注2) 四半期ごとの3ヶ月平均値を用いている。2018年第3四半期分は、7月及び8月のデータをもとに作成。

生保の国債保有残高の推移



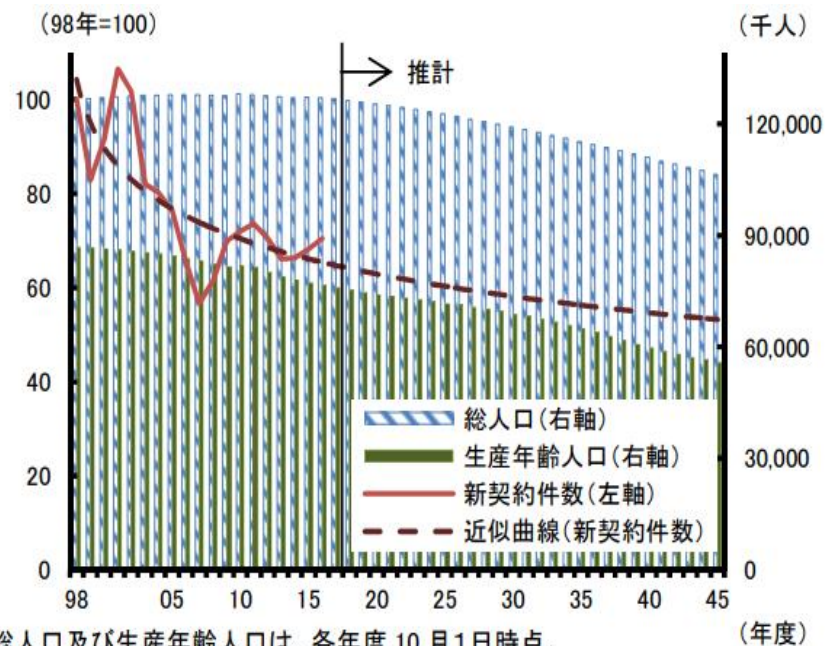
(出所) 各社ディスクロージャー誌(生命保険協会加盟全社)

生保の収入保険料の推移と新規契約件数の見通し

●金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～」(平成30年9月)より

我が国の生産年齢人口の減少等により、国内保険市場の縮小の可能性がある中、収入保険料の量的拡大を前提とするビジネスモデルは、全体としては持続できない可能性がある。他方で、長寿化による医療・介護負担や老後の生活資金の増加、デジタルイゼーションや自動運転技術の進展による新たなリスクの出現等に伴い、新たな保険ニーズが出現する可能性があり、こうした経営環境の変化に対応していくことは、経営上の重要な課題である。

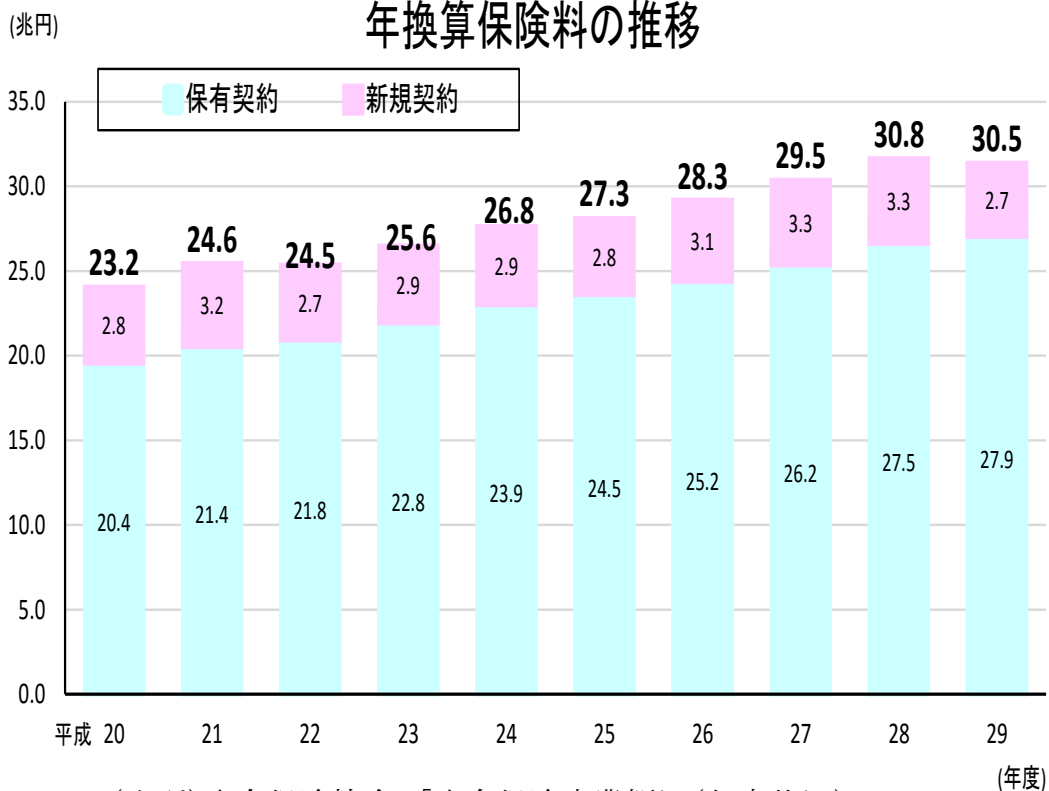
我が国の人口と新規契約件数(生保(個人保険))の推移



(注1) 総人口及び生産年齢人口は、各年度10月1日時点。

(注2) 新規契約件数(生保(個人保険))は、日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命、太陽生命、三井生命、朝日生命及び富国生命の合算値。

年換算保険料の推移



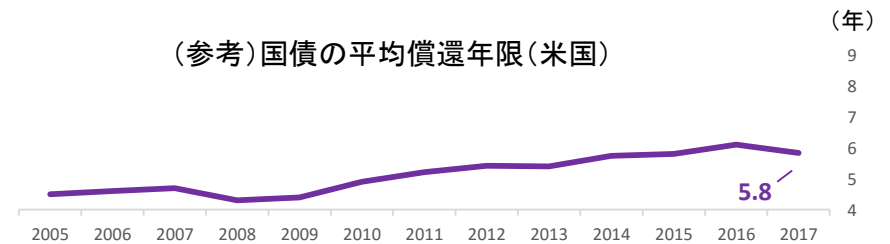
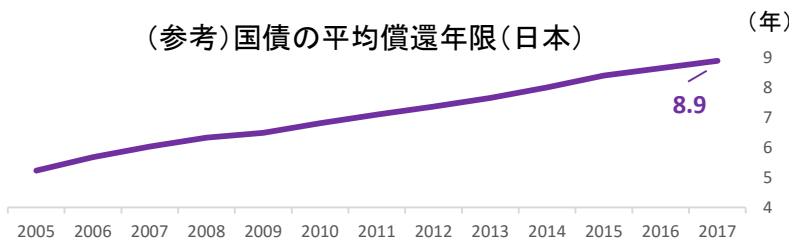
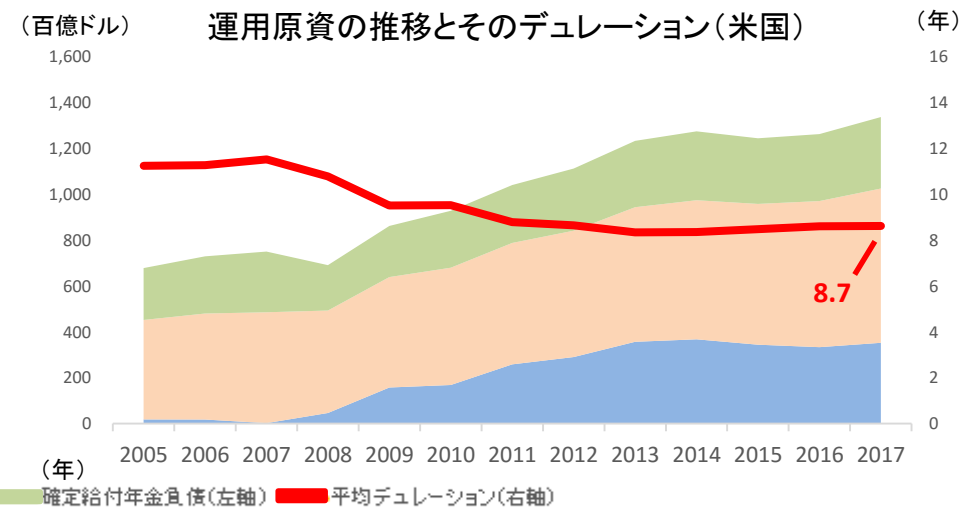
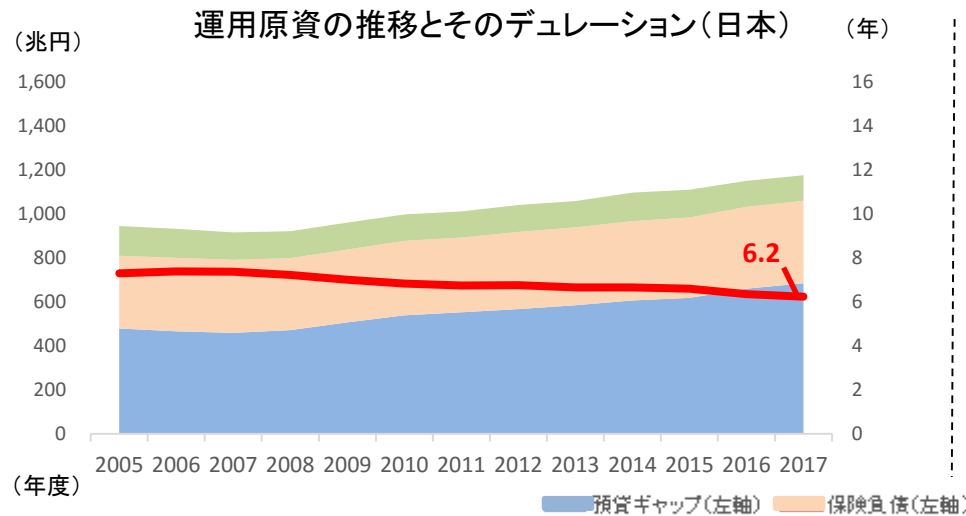
(出所) 生命保険協会 「生命保険事業概況(収支状況)」

(注) 「年換算保険料」とは、保険料の支払方法に応じ、1年あたりの保険料に換算した金額。

例えば、一時払契約等は、保険料を保険期間で除した金額。

投資家の運用原資とそのデュレーションの推移(日米比較)

- 国債の主要な投資主体である預金取扱機関・保険会社・企業年金の運用原資の金額とその平均デュレーションを機械的に試算(具体的には、預金取扱機関の預貸ギャップ、保険負債、民間の確定給付年金の負債を運用原資とし、平均デュレーションは、運用原資の総額とデュレーション(注2)を加重平均して算出)
- 日本は、間接金融のウエイトが大きい構造であり、預金取扱機関の運用原資の占める割合が大きいことから、米国と比して平均デュレーションが短く、低下傾向
- 米国は、金融危機後の預貸ギャップの拡大に伴い平均デュレーションが短期化したが、足下では横ばい



(出典) 日銀「資金循環統計」、FRB "Financial Accounts of the United States"、OECD

(注1) 預貸ギャップは、預金取扱機関の預金と貸出の差として算出。

(注2) 各運用原資のデュレーション(仮定)

預貸ギャップ：0.5年(日米大手各社ディスクロージャー誌より財務省が試算)

保険負債：日本14.0年、米国11.3年(日銀レビュー「生命保険会社の国際比較」(2017年)より)

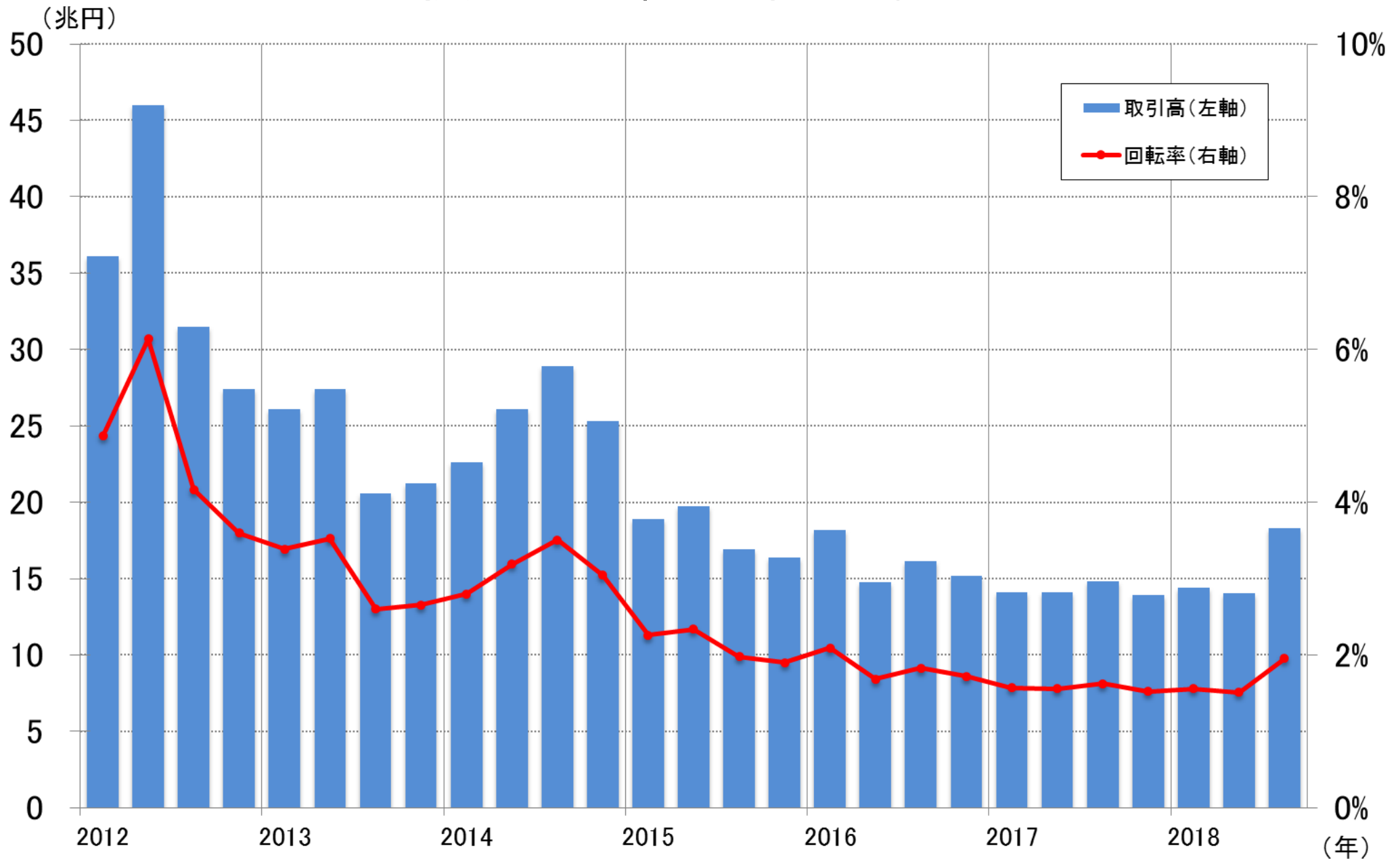
確定給付年金の負債：日本15年、米国12年(TBAC (FY2017 Q2))において、米国12年、英国20年とされていることを踏まえ、日本については15年と仮置き)

(注3) 国債の平均償還年限はストックベース。日本は普通国債を対象としており、米国は短期債(1年以下)を含む。

目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
3. 投資家動向
- 4. 国債市場の流動性の状況**
5. 発行計画の見積もり

投資家の国債取引高と回転率



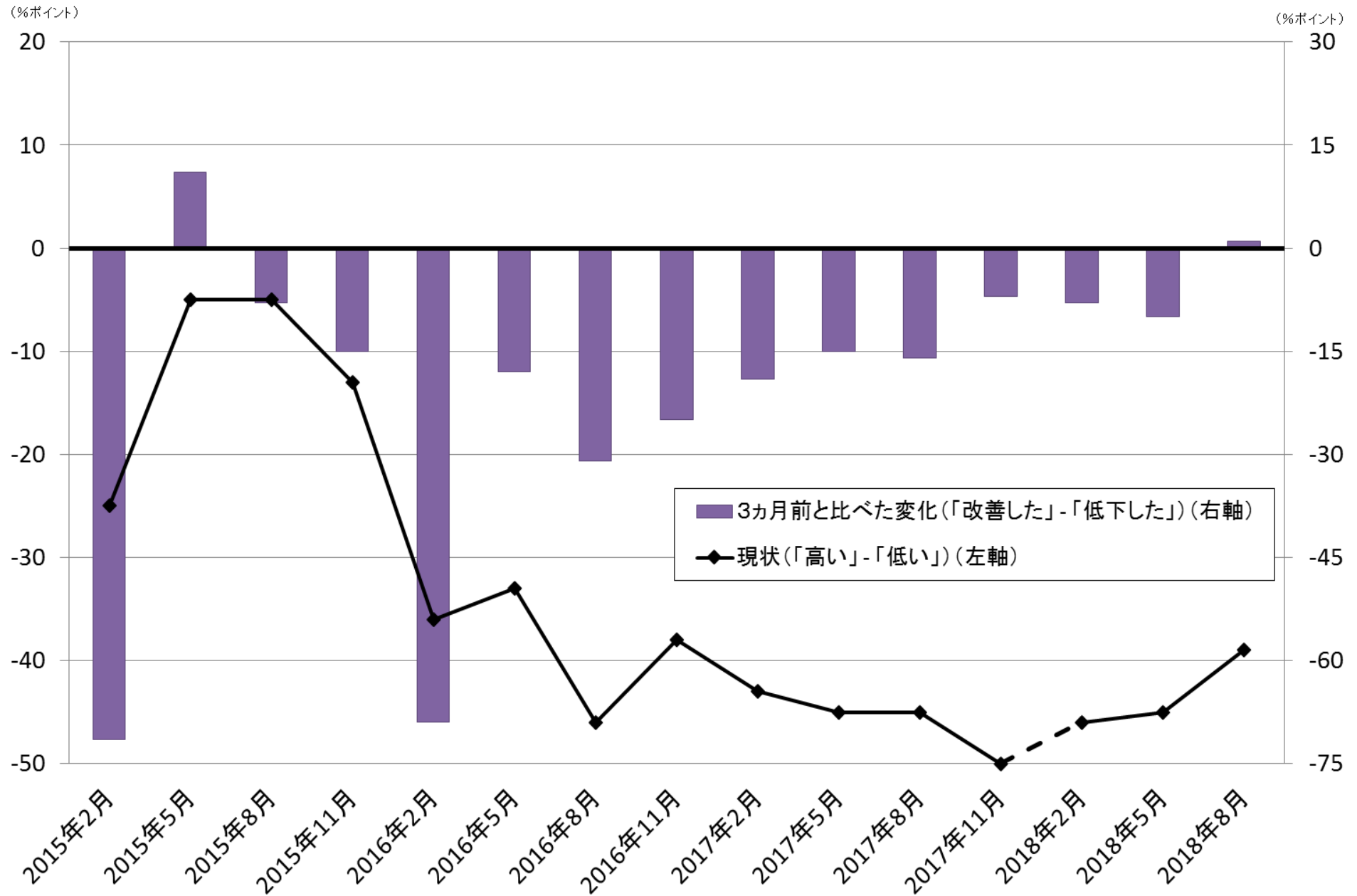
(出所) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」、日本銀行「公社債発行・償還および現存額」

(注1) 取引高は、債券ディーラー間の取引及び「その他」(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等)を除く、

投資家の国債グロス買入額の月額平均。2018年第3四半期分は、7月及び8月のデータをもとに作成

(注2) 回転率は(月間平均買入高/月末平均残高)で計算

債券市場の機能度(市場関係者の見方)



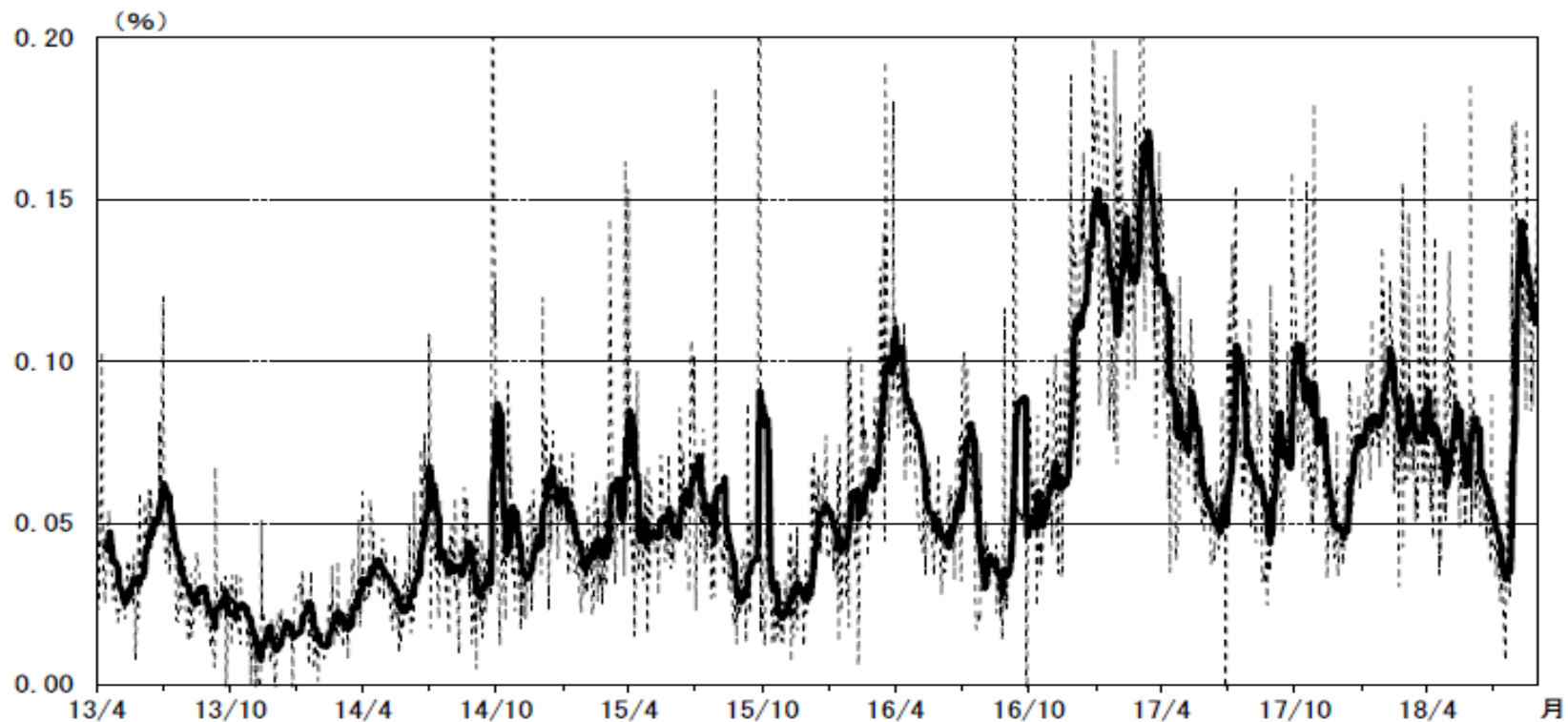
(出所) 日本銀行「債券市場サーベイ」(2018年8月調査) (調査期間:2018年8月8日~8月16日)

(注) 2018年2月調査より、調査対象先に大手機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等)が追加された。

GC-SCスプレッドの推移(出来高加重平均)

- レポ取引には、資金貸借的な性格のGC (General Collateral) レポ、債券貸借的な性格のSC (Special Collateral) レポがある。
- GC-SCスプレッドとは、GCレポレートとSCレポレートの差分で、銘柄毎に上乘せされる賃借料率を表す。一般に、借り入れる銘柄の国債が希少なほど、GC-SCスプレッドは大きなプラス値をとる。

(注) GCレポレート = 「金利」 - 「債券全般の賃借料率」
SCレポレート = 「金利」 - 「特定銘柄の賃借料率」



(出所) 日本銀行「国債市場の流動性指標」

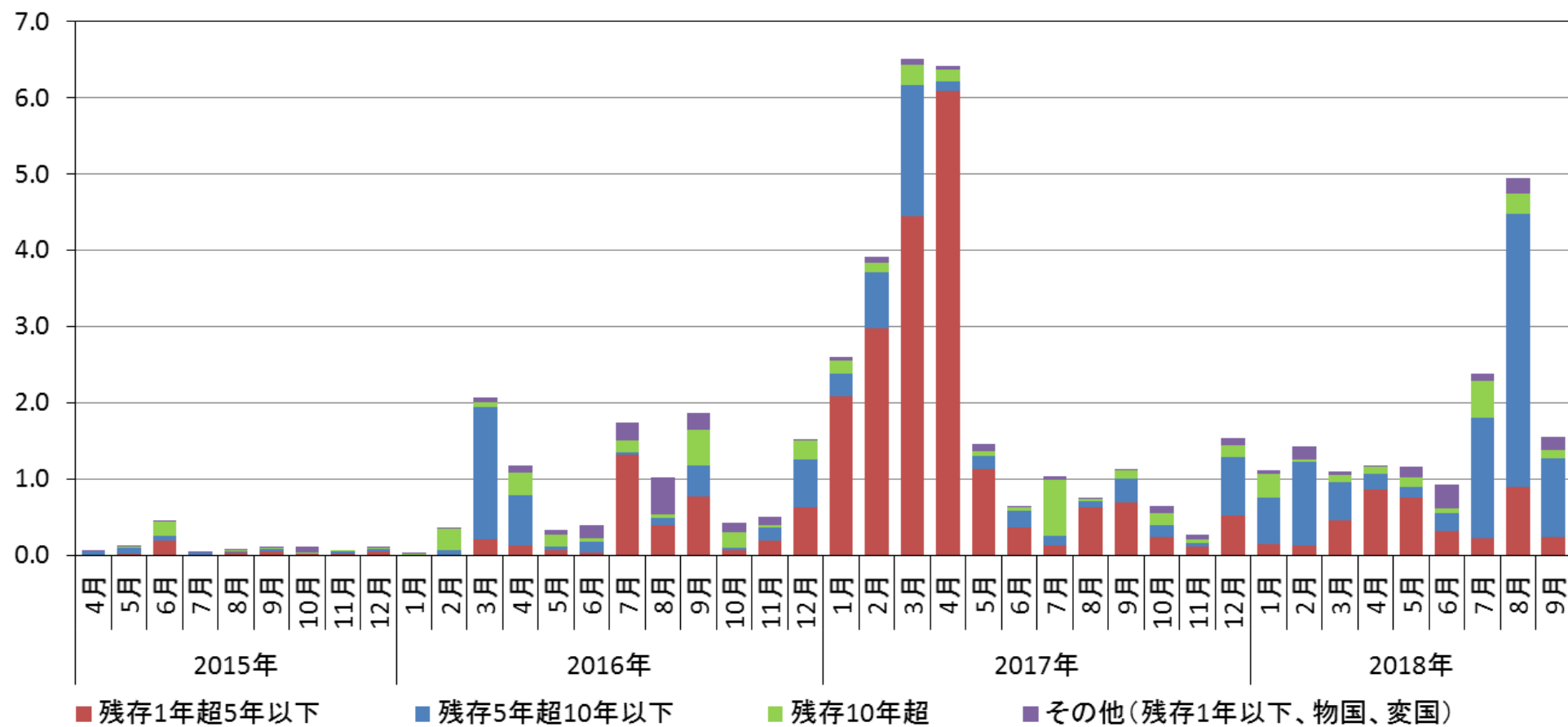
(注1) 太線は後方10営業日移動平均。

(注2) SCLレポレートはS/N。GCレポレートは、東京レポレート(T/N)。GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。

国債補完供給の落札額(ゾーン別)

- 日銀による国債補完供給は、日銀が保有する国債を一時的かつ補完的に供給するもの。
- 借入側は、市場で需給が逼迫した銘柄の国債を一定の金利を支払うことで、日銀から借りることができる。

(兆円)



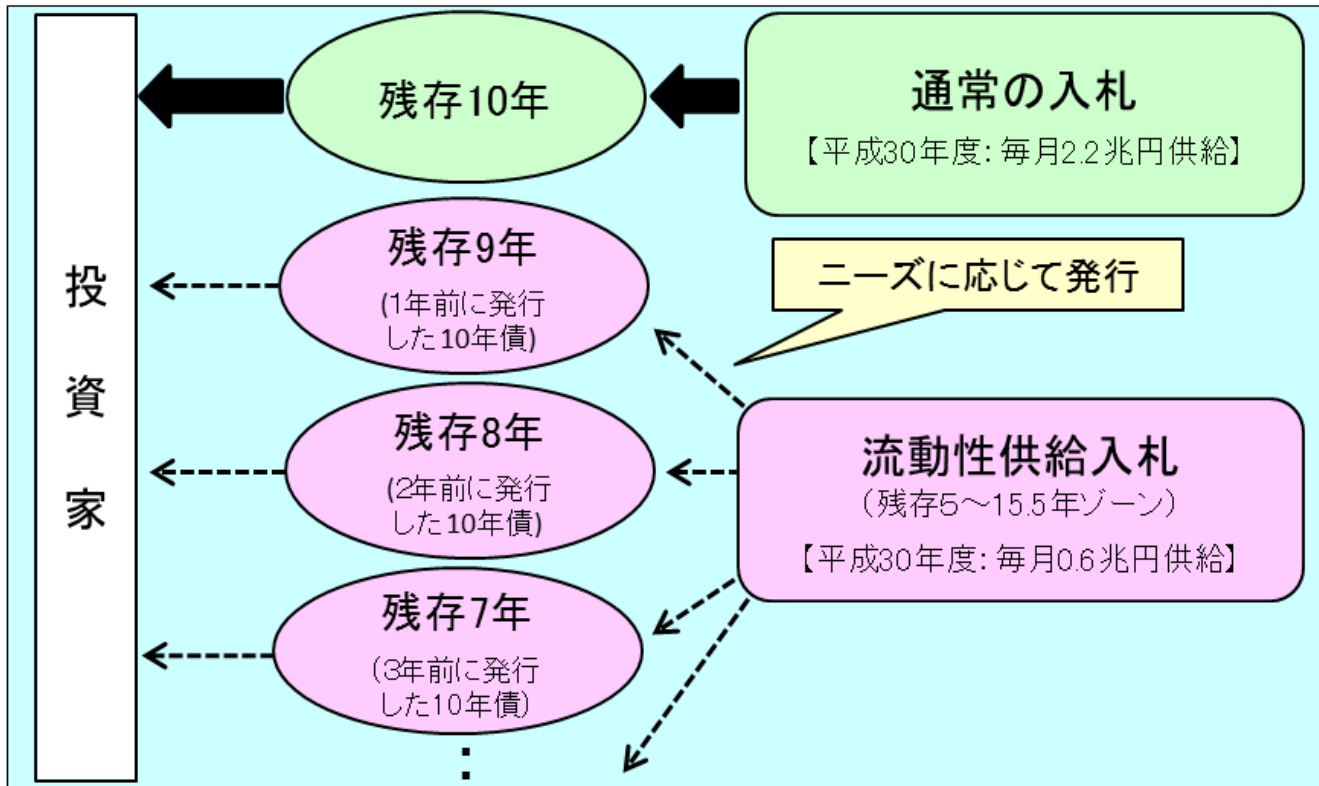
(出所) 日本銀行「オペレーション」

流動性供給入札について

- 過去に発行した国債の中には、発行額のかなりの部分が満期保有目的の投資家に買われてしまった等の理由により、市場における需給が極めてタイトになっている銘柄もある。
- 流動性供給入札は、そうした銘柄を追加的に発行することにより、需給の不均衡を解消し、市場機能を向上させることを目的とする仕組み。
- 具体的には、国債市場特別参加者(21社)に対して、各対象ゾーン(残存1～5年、残存5～15.5年、残存15.5～39年)毎に、ゾーン内の全銘柄を追加発行の対象として入札を実施。入札における各応募のうち、市場価格との差が大きいもの(価格の高いもの)から順次、発行予定額に達するまでの額を発行。

(注) 流動性供給入札は、平成18年4月に導入。平成28年4月より、従前の残存5～15.5年ゾーン及び15.5～39年ゾーンに加えて、残存1～5年ゾーンを追加。市場環境や投資ニーズに柔軟に対応するため、ゾーン毎の発行額等は、市場参加者との意見交換を踏まえ、四半期毎に決定。

<流動性供給入札のイメージ>



【通常の入札と流動性供給入札の違い】

	通常の入札	流動性供給入札
入札参加者	金融機関等 239社	国債市場 特別参加者 21社
発行銘柄	1銘柄	対象ゾーン内の 全銘柄
入札方法	価格の高いもの から落札	市場価格との差が 大きいもの(価格の 高いもの)から落札

目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
3. 投資家動向
4. 国債市場の流動性の状況
- 5. 発行計画の見積もり**

発行計画と実績の比較

27年度

〈発行根拠法別発行額〉

(単位:兆円)

(単位:兆円)

区 分	27年度 (A)	27年度(実績)	
		(B)	(B)-(A)
新規国債 (建設・特例国債)	36.9	34.9	△ 1.9
復興債	2.9	1.3	△ 1.5
財投債	14.0	13.4	△ 0.6
借換債	116.3	114.2	△ 2.1
国債発行総額	170.0	163.9	△ 6.2

〈発行根拠法別発行額〉

(単位:兆円)

28年度

(単位:兆円)

区 分	28年度 (A)	28年度(実績)	
		(B)	(B)-(A)
新規国債 (建設・特例国債)	34.4	38.0	3.6
復興債	2.2	0.8	△ 1.4
財投債	16.5	19.6	3.1
借換債	109.1	109.5	0.4
国債発行総額	162.2	167.9	5.7

〈発行根拠法別発行額〉

(単位:兆円)

29年度

(単位:兆円)

区 分	29年度 (A)	29年度(実績)	
		(B)	(B)-(A)
新規国債 (建設・特例国債)	34.4	33.6	△ 0.8
復興債	1.5	0.1	△ 1.4
財投債	12.0	12.0	—
借換債	106.1	106.4	0.3
国債発行総額	154.0	152.0	△ 1.9

〈消化方式別発行額〉

(単位:兆円)

(単位:兆円)

区 分	27年度 (当初) (a)	27年度(実績)	
		(b)	(b)-(a)
市中発行分	157.3	151.2	△ 6.1
カレンダーベース 市中発行額	152.6	152.2	△ 0.4
カレンダーベース 市中発行額の超過収入	—	1.8	1.8
第Ⅱ非価格競争入札	4.4	9.0	4.6
年度間調整分 (前倒債の取崩し等)	0.3	△ 11.7	△ 12.1
個人向け販売分	2.3	2.2	△ 0.1
日銀乗換	10.4	10.4	—
合計	170.0	163.9	△ 6.2

〈消化方式別発行額〉

(単位:兆円)

(単位:兆円)

区 分	28年度 (当初) (a)	28年度(実績)	
		(b)	(b)-(a)
市中発行分	152.2	155.3	3.1
カレンダーベース 市中発行額	147.0	147.0	—
カレンダーベース 市中発行額の超過収入	—	2.7	2.7
第Ⅱ非価格競争入札	5.6	8.6	3.0
年度間調整分 (前倒債の取崩し等)	△ 0.4	△ 2.9	△ 2.5
個人向け販売分	2.0	4.6	2.6
日銀乗換	8.0	8.0	—
合計	162.2	167.9	5.7

〈消化方式別発行額〉

(単位:兆円)

(単位:兆円)

区 分	29年度 (当初) (a)	29年度(実績)	
		(b)	(b)-(a)
市中発行分	148.0	145.6	△ 2.4
カレンダーベース 市中発行額	141.2	141.3	0.1
カレンダーベース 市中発行額の超過収入	—	1.5	1.5
第Ⅱ非価格競争入札	7.5	8.3	0.8
年度間調整分 (前倒債の取崩し等)	△ 0.7	△ 5.6	△ 4.9
個人向け販売分	3.0	3.5	0.5
日銀乗換	3.0	3.0	—
合計	154.0	152.0	△ 1.9

(参考)前倒債発行額の推移(平成27年度分以降)

(単位:兆円)

年度(平成)	26年度発行 (27年度分)	27年度発行 (28年度分)	28年度発行 (29年度分)	29年度発行 (30年度分)
発行額	28.8	42.3	45.1	49.4

国債発行計画の見積もりに関する最近の取り組み

第Ⅱ非価格競争入札

- 第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額については、過去の実績を踏まえつつ、対象銘柄の市中発行額に対する割合を見積もって発行計画に計上
- これまでの実績を踏まえ、28年度以降段階的に引上げ(27年度発行計画(当初): 3.75% ⇒ 28年度発行計画(当初): 5% ⇒ 29年度発行計画(当初): 7%)

カレンダーベース市中発行額の超過収入

- 現下の金利低下局面においては、カレンダーベース市中発行額(額面)と実際の発行収入金の差額によって、収入金が上振れる傾向
- このため、29年度発行計画(補正時)からこの上振れ分の見込み額を発行計画に計上(29年度発行計画(補正): 1.5兆円、30年度発行計画(当初): 1.5兆円)

(注)発行計画上は、「第Ⅱ非価格競争入札等」の内数で計上