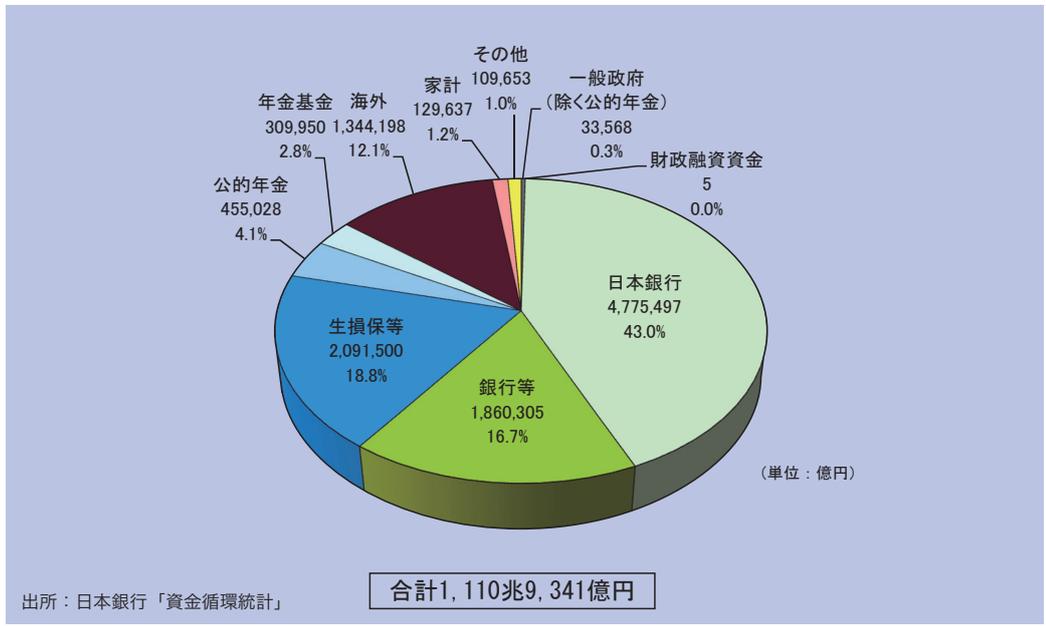


3 保有者層の多様化

現在、我が国は多額の国債残高を抱えており、幅広い投資家層が国債を保有することにより、国債の安定消化を図ることが重要な課題となっています。

具体的には、多様な投資家が様々な投資ニーズに基づき国債を保有することは、市場の状況が変化した場合にも取引が一方向に流れることを防ぎ、市場を安定させる効果があると考えられます。そのために、財務省では、銀行や生命保険会社等の国内機関投資家のみならず、個人投資家や海外投資家の国債保有促進に向けた取組を進めてきました。

(図1-14) 国債及び国庫短期証券(T-Bill)の保有者別内訳 (①~④)
(平成30年12月末速報値)



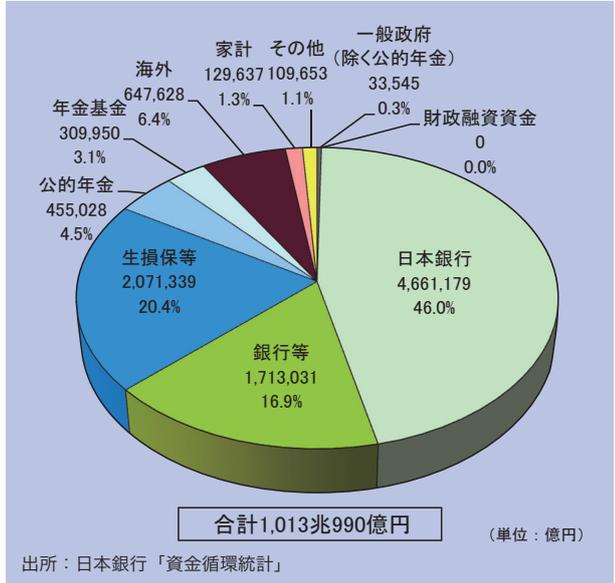
①「国庫短期証券」は、満期1年以下の「割引短期国債(TB)」と「政府短期証券(FB)」を合計したものであり、平成21年2月より統合して発行されています。

②このグラフにおける「国債」は、国債のうち満期1年以下の「割引短期国債(TB)」を除いた国債発行残高(財投債を含む)です。

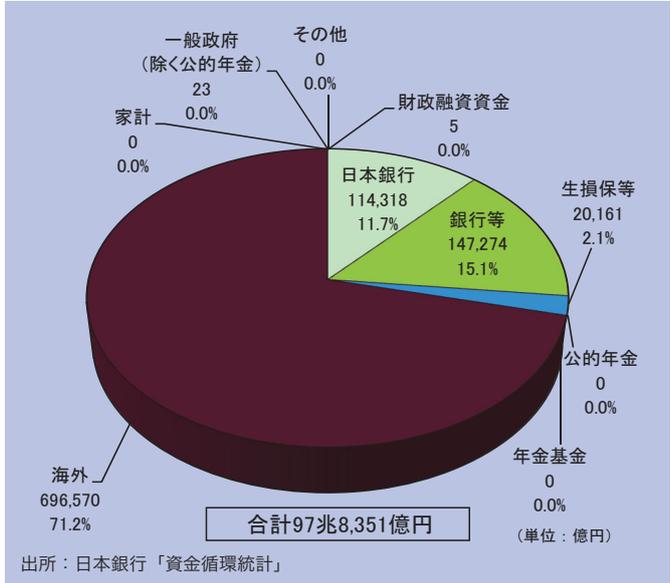
③「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含みます。

④「生損保等」は「かんぽ生命」を含みます。

(図1-15) 国債の保有者別内訳 (②~④)
(平成30年12月末速報値)



(図1-16) 国庫短期証券(T-Bill)の保有者別内訳 (①、③、④)
(平成30年12月末速報値)



3 保有者層の多様化

参照：第 II 編第 1 章 1
(3) 「発行方式」(P41)

(1) 個人投資家の国債保有

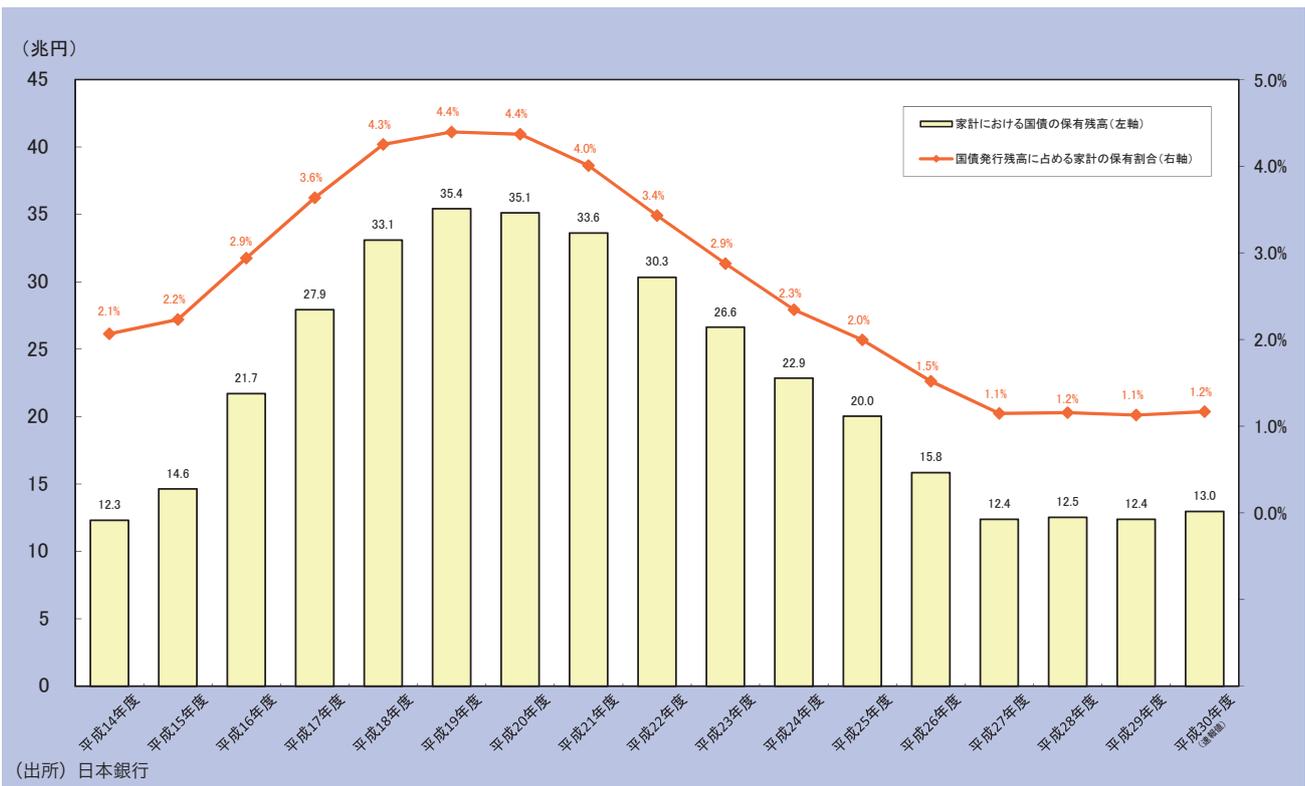
個人投資家の保有促進策として、平成 15 年 3 月に個人向け国債（変動 10 年）を導入して以来、平成 18 年 1 月に個人向け国債（固定 5 年）、平成 22 年 7 月に個人向け国債（固定 3 年）の導入を行い、また、平成 19 年 10 月には新型窓口販売方式の導入を実施してきました。

しかし、金利低下等により販売が低調となる中、家計の国債保有割合は低下傾向にあったことから、国債発行当局としては、個人向け国債に関する国民の認知度向上のための広報活動に引き続き努めるとともに、次のとおり、一層の販売促進策を実施してきたところです。

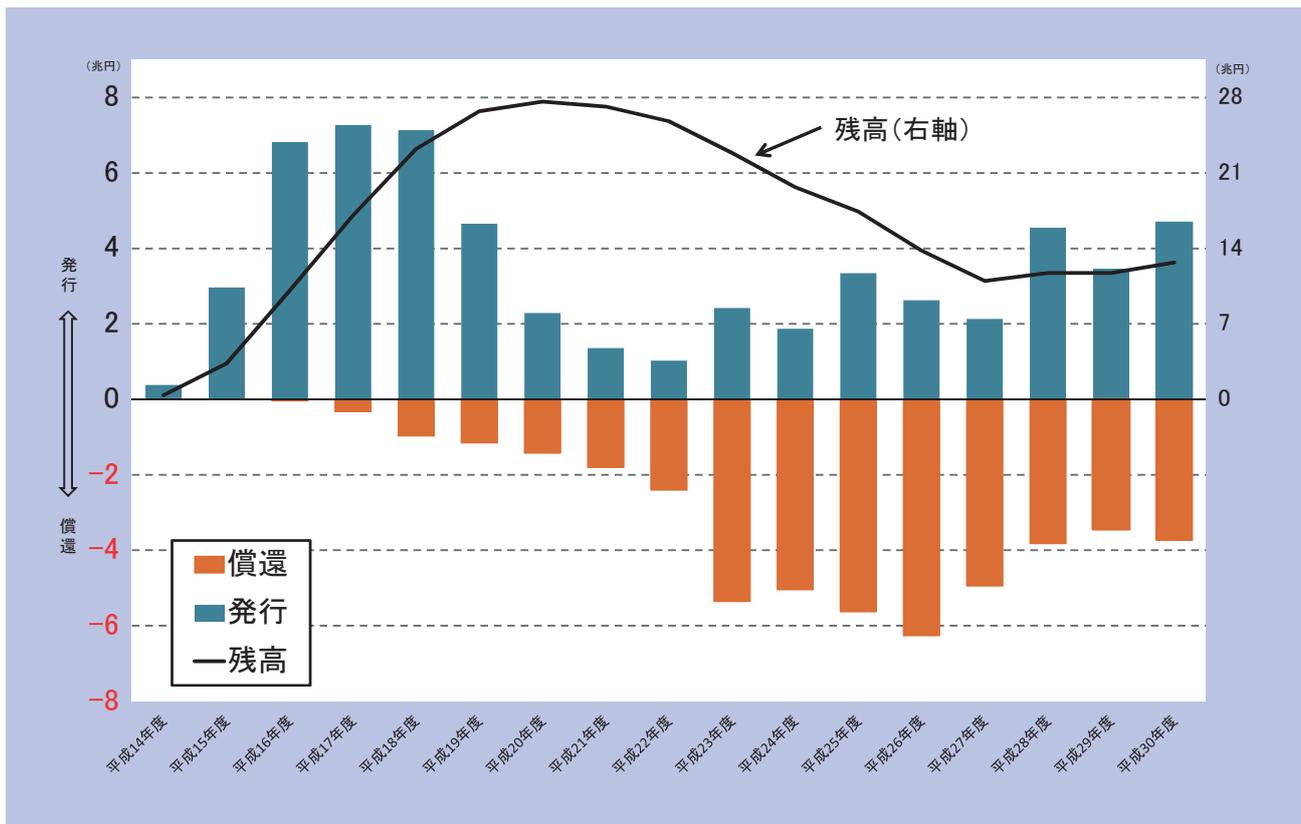
- ・ 個人向け国債（変動 10 年）の金利設定方法の見直し（平成 23 年 7 月）
- ・ 中途換金禁止期間等の統一（平成 24 年 4 月）
- ・ 個人向け国債の固定 3 年に加え、変動 10 年と固定 5 年の毎月募集・発行開始（平成 25 年 12 月募集以降）
- ・ 個人向け国債の初回利子調整額の見直し（平成 28 年 5 月）

なお、他の金融商品が低金利となる中、最低金利（0.05%）が保証されている個人向け国債の平成 30 年度発行額は約 4.7 兆円となっております。家計の国債保有割合も下げ止まっており、近年は横ばいで推移しています。

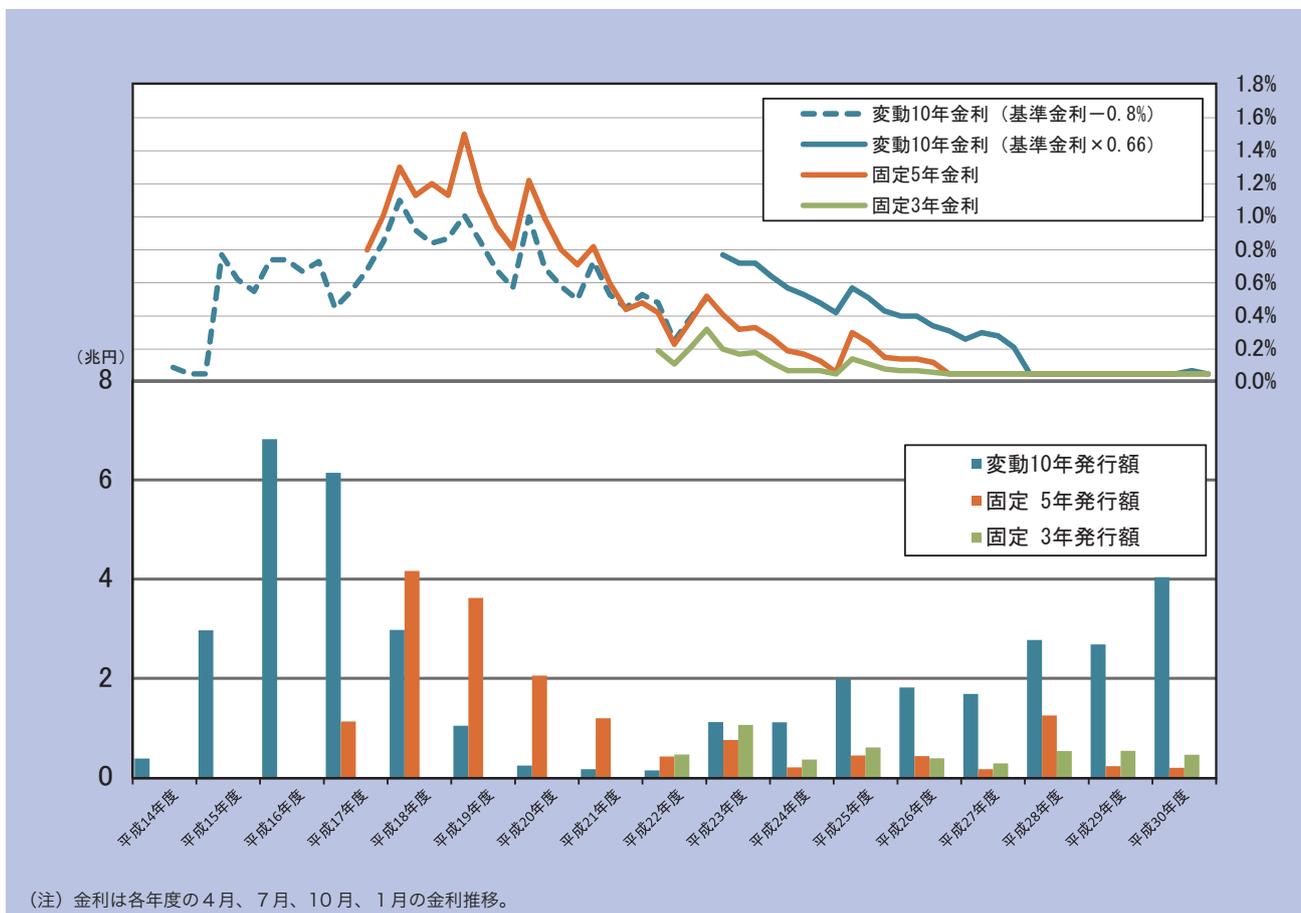
(図 1 - 17) 家計の国債保有額の推移



(図1-18) 個人向け国債の発行及び償還の推移



(図1-19) 個人向け国債の発行額の推移



(注) 金利は各年度の4月、7月、10月、1月の金利推移。

(2) 海外投資家の国債保有

A 海外投資家のプレゼンス

海外投資家の国債保有状況については、日本銀行が四半期毎に公表している資金循環統計で見ることができます（図1-20）。

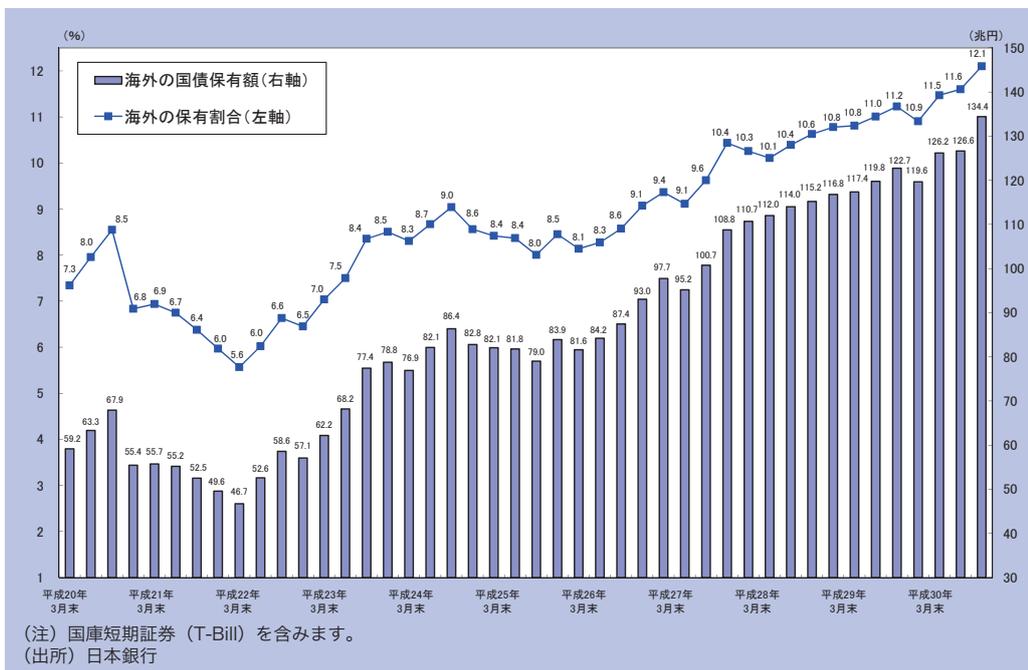
平成20年のリーマン・ショック後は、金融危機に伴う信用収縮等により海外投資家の日本国債保有は減少に転じ、保有割合で見ると8.5%（平成20年9月末）から5.6%（平成22年3月末）まで落ち込みました。しかし、その後は、世界的な景気回復傾向の中、各国の金融緩和等によるグローバルな投資資金の流入や、欧州債務危機を背景とした「質への逃避」といわれる動きから、安全資産とみなされた日本国債への需要等が見られました。

平成25年4月、日本銀行の金融政策決定会合において量的・質的金融緩和が導入された直後は、金利の変動幅増大等を受けて日本国債の保有を減らす動きも見られましたが、その後は、新興国をはじめとする各国の不安定要因等を背景に金利が低位安定する中、海外投資家による日本国債の保有は増加に転じました。

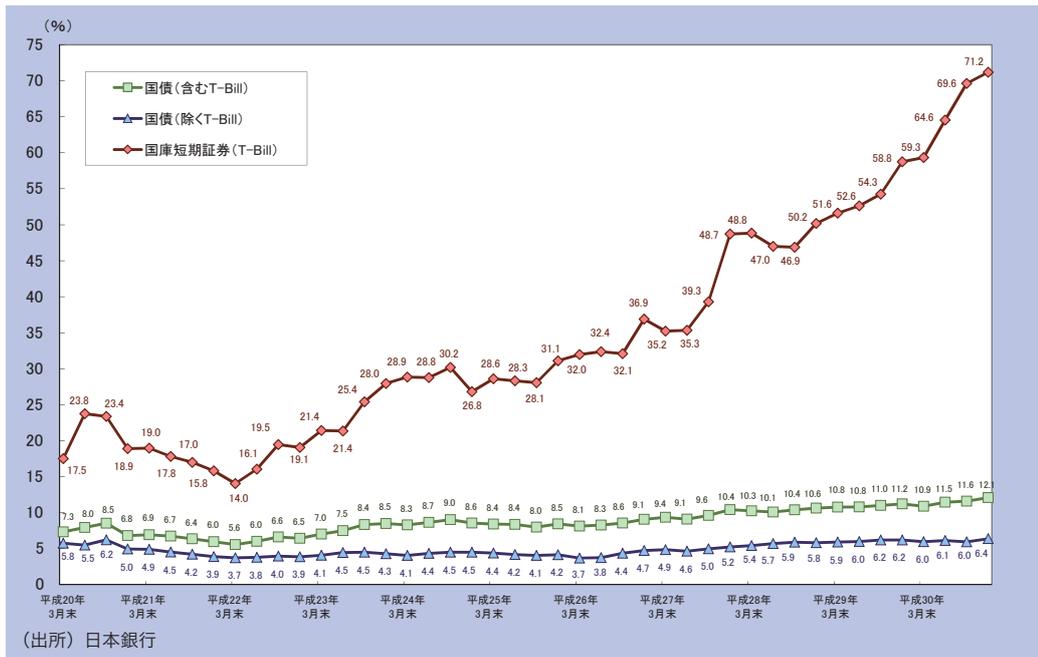
近年は、ドル需給の逼迫を背景に、海外投資家にとっては円の調達コストが低いこと等から、海外投資家による日本国債の保有は増加傾向で推移しており、平成30年12月末には、海外投資家による日本国債の保有割合は12.1%、保有額は134.4兆円と過去最高水準となっています。

海外投資家による日本国債への投資については、短期債の保有割合の高さが特徴の一つとなっており、平成30年12月末において、国債（除くT-Bill）の保有割合が6.4%であるのに対し、国庫短期証券（T-Bill）の保有割合は71.2%となっています（図1-21）。また、海外投資家は、流通市場で取引を活発に行う傾向があることも特徴の一つであり、売買シェアは平成30年12月末において、現物では36.1%、先物では62.9%となっています（図1-22）。海外投資家の流通市場におけるプレゼンスは、保有割合に比べて大きく、その動向を引き続き注視していく必要があります。

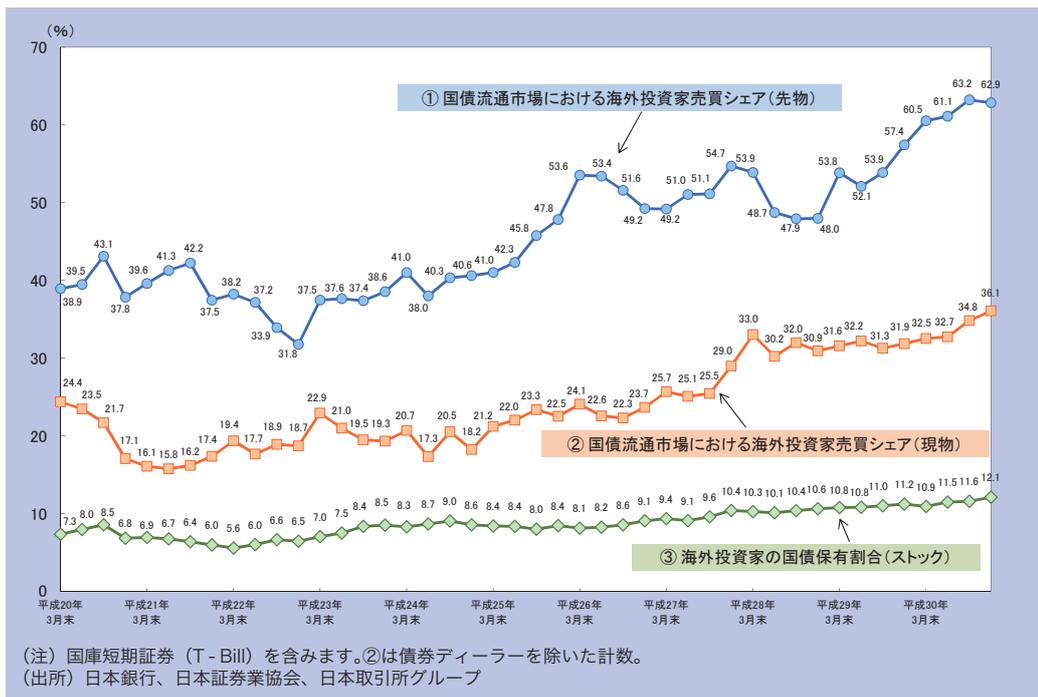
(図1-20) 海外の国債等保有額、保有割合の推移



(図1-21) 海外の国債(含むT-Bill) 保有割合の推移



(図1-22) 海外の国債等保有割合、売買シェアの推移



B 海外投資家の分類

ひとくちに海外投資家といっても、外貨準備を運用する中央銀行等や国際金融機関、年金基金、生命保険、資産運用会社といったリアルマネーといわれる機関投資家や、ヘッジファンド等、様々な投資家が存在します。

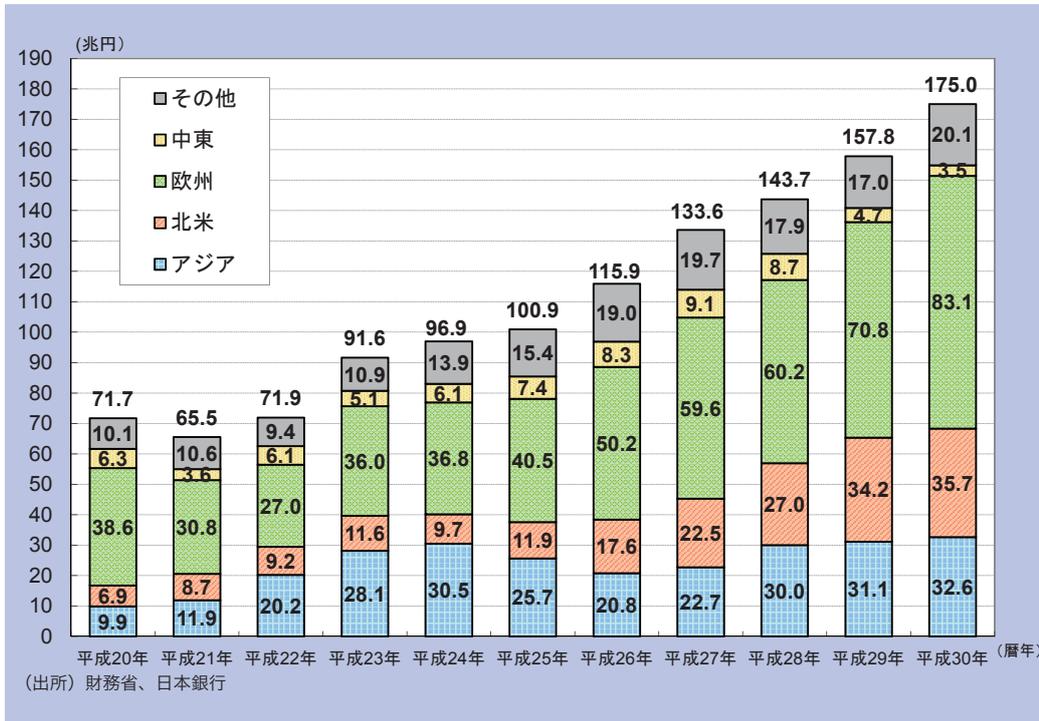
一般的に、中央銀行、年金基金、生命保険などの機関投資家は、ヘッジファンドと比べて安全性や流動性を重視し、かつ長期的・安定的に保有する傾向が強い一方、ヘッジファンドは、デリバティブ等を駆使して比較的短期での投資を中心に行うと言われてしています。ただし、リアルマネーといわれる機関投資家の中にも比較的短期の投資を行う投資家もいる一方、ヘッジファンドの中にも比較的長期で投資を行う

3 保有者層の多様化

投資家もいるなど、投資スタイルは様々となっています。近年は、幅広い海外投資家層において、ベース・スワップ等を利用した中短期債への投資が活発化しています（①）。

海外投資家の地域別分類については、日本国債を含めた、居住者の発行する債券全体における保有者の国籍別分類が、国際収支統計（「証券投資等残高地域別統計（負債）」財務省、日本銀行）で公表されています。同統計によれば、海外投資家の地域別の保有額は、①欧州 83.1 兆円、②北米 35.7 兆円、③アジア 32.6 兆円、④中南米 9.1 兆円、⑤中東 3.5 兆円となっています（図 1 - 23）。国別の保有額を見ると、上位 5 か国は①アメリカ 34.8 兆円、②ルクセンブルク 25.0 兆円、③ベルギー 23.7 兆円、④中国 14.3 兆円、⑤英国 13.1 兆円となっています。

（図 1 - 23）海外保有債券の地域別推移（カストディアンベース）（②）



①コラム 4 「ベース・スワップを利用した T-Bill 投資」参照（P30）。

②国債以外にも地方債、社債など居住者が発行する全ての債券が含まれています。また、国際収支統計はカストディアン（投資家に代わって、株式や債券などの有価証券の保管・管理を行う金融機関）を含む保有者の国籍別の分類であることから、最終投資家の地域別分布と必ずしも一致しないことには留意が必要です。

C 海外IRの取組み

財務省では、平成 17 年より、日本国債に係る海外投資家との関係強化の取組み（IR：Investor Relations）を実施しています。海外投資家を含む国債保有者層の多様化を通じて、国債市場の安定を図るとともに、投資家のニーズに即する情報を正確かつタイムリーに提供することで、長期安定的な国債保有を促すことなどを目的としています（図 1 - 24）。

（図 1 - 24）海外 IR の目的

海外IRの目的

1. 国債保有者層の多様化
→ 国債の確実かつ円滑な発行、国債市場の安定
2. 国債及び日本経済に関する正確かつタイムリーな情報提供
→ 長期安定保有の促進
3. 海外投資家の動向及びニーズの的確な把握
→ 国債管理政策へのフィードバック

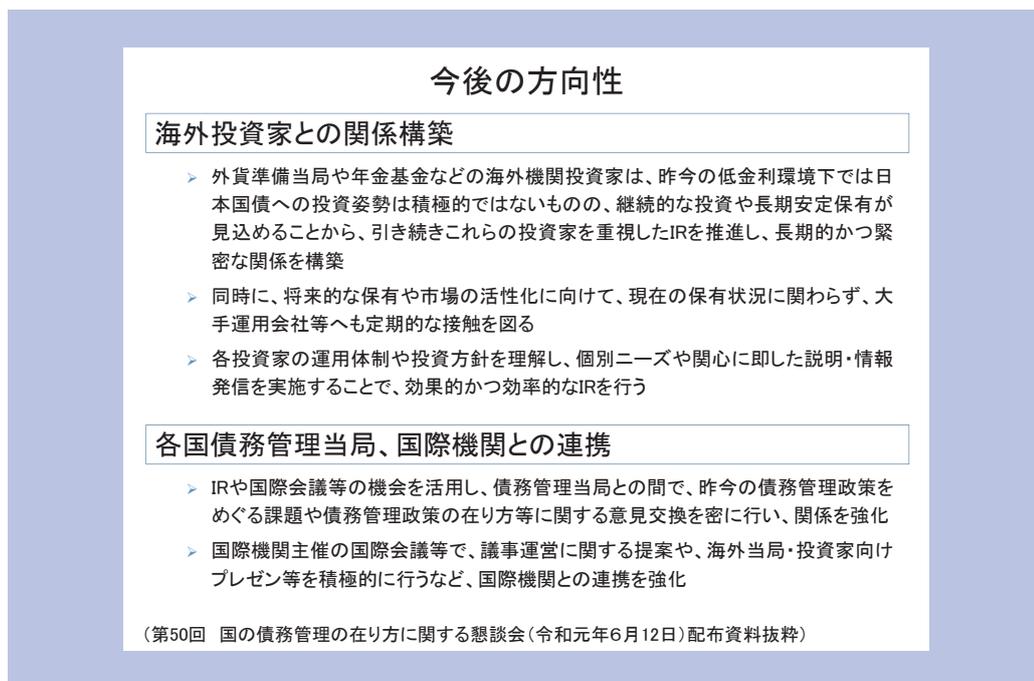
（第50回 国の債務管理の在り方に関する懇談会（令和元年6月12日）配布資料抜粋）

財務省においては、平成 26 年 7 月、理財局国債企画課内に国債政策情報室を設置し、調査・分析部門と連携しながら、より一層効果的かつ効率的な IR 活動を行えるよう、情報発信体制を強化してきました。

海外 IR では、様々なタイプの投資家に対して、それぞれのニーズに応じ、きめ細やかな情報提供を行っています。例えば、マクロ経済の動向や政府の各種施策に加え、発行計画や国債市場の動向等の実務的な話題もよく出ます。

海外 IR の手法については、海外投資家の動向や市場環境の変化、「国の債務管理の在り方に関する懇談会」等の意見を踏まえて、投資家のニーズに応じた手法を取り入れています（図 1 - 25）。当初は、日本国債の認知度向上のため、各地で大人数を対象としたセミナー形式を中心に実施してきましたが、近年では、こうした取り組みによる認知度の向上等を受けて、セミナー形式のみならず、投資家への個別訪問を強化しています。これにより、投資家ごとに直接対話することで、投資家のニーズのよりきめ細かい把握とそれへの対応が可能となり、日本国債や日本経済への理解をより一層促すことができ、かつ投資家とも緊密な関係を築くことができると考えています。

（図 1 - 25）今後の IR の方向性



また、各国債務管理当局や国際機関との連携にも取り組んでおり、令和元年 6 月には東京で、IMF 公的債務管理フォーラムを開催しました（🗨️）（IMF と財務省の共催。日本での開催は初めて）。

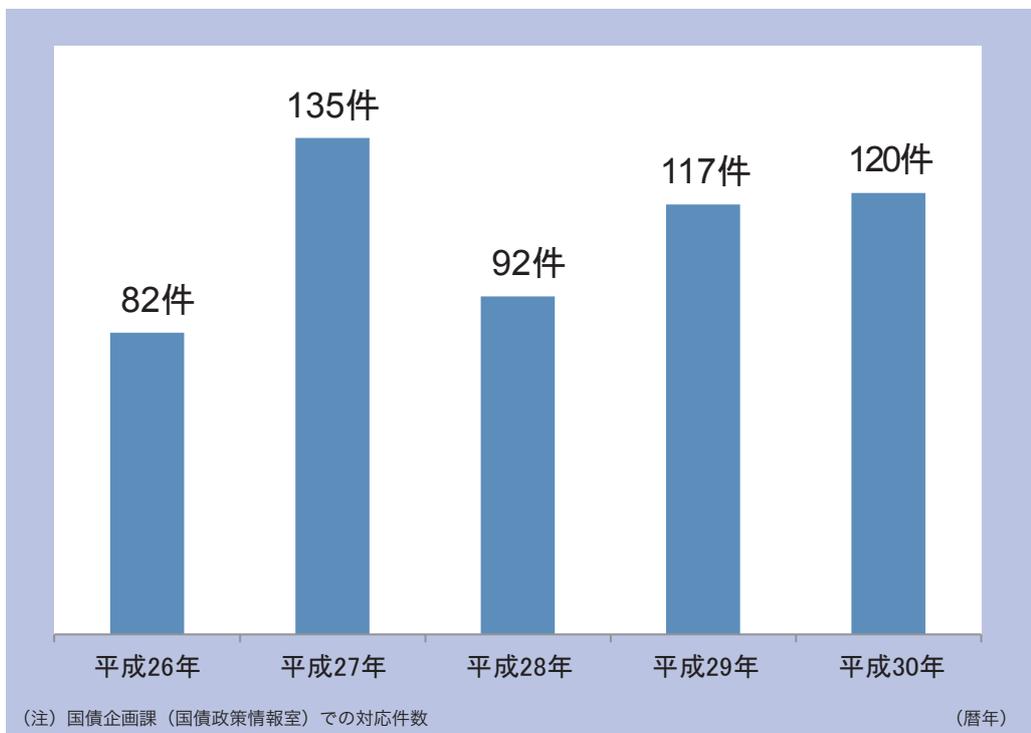
🗨️ コラム 5 「IMF 公的債務管理フォーラムの開催」参照（P32）。

平成 30 年度においては、多くの海外投資家が所在するニューヨーク、ロンドン、シンガポール、香港等を訪問したほか、欧州地域において新たにポルトガルを訪問しました。その結果、全 11 回の海外 IR では、北米、欧州、アジア、オセアニア等において、19 개국、28 都市を訪問しました。また、現地投資家との面談に加えて、現地のセミナーへの参加や講演も行いました。近年では、アジア地域から日本への債券投資が増加していることも踏まえて、外貨準備運用担当者の情報交換の場である地域外準運用管理フォーラム（アジア開発銀行主催）に参加し、アジア・大洋州地域の中央銀行等を対象として日本国債の説明を積極的に行っているほか、資産運用会社や年金基金等、多様な投資家にも訪問しています（図 1 - 26）。さらには、海外投資家を招いた国内セミナーでの講演や、訪日する海外投資家との個別面談も積極的に行っています。近年は、海外 IR 活動による認知度の向上を受けて過去に面談した投資家からの訪問も受けています。

また、財務省においては、より効果的かつ効率的な海外 IR を実施するため、10 年を超えるこれまでの IR 活動の蓄積を活用しながら、PDCA サイクルに基づいて IR 活動を行っています。例えば、投資家の関心事項や投資動向について、情報の整理を行った上で面談に備える一連のフローを徹底するほか、面談後においても、投資家とのより良い関係構築および投資家に対する理解促進のため、関係者間で情報を共有するなどしています。

これらの海外 IR においては、海外投資家から様々な質問や意見が寄せられています。そうした海外投資家の声を、国債管理政策などにも反映して活用しているほか、「日本国債ニュースレター」（英語版）では Q&A コーナーを設けているなど、情報発信の工夫にも努めています。

（図 1 - 26）海外で面談した海外投資家数



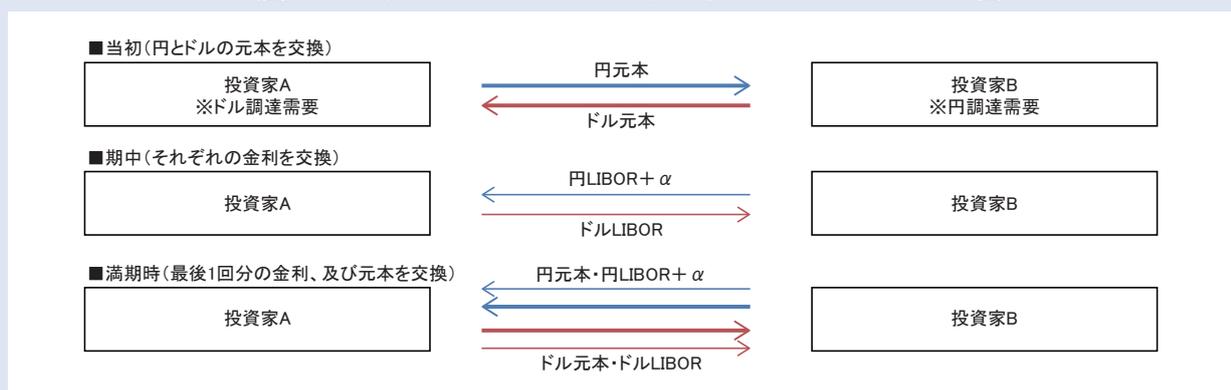
このように、海外 IR では、国債のみならず経済・財政に関する広範かつ深度のある情報ニーズに対応しつつ、我が国の国債管理政策や経済政策に関する正確な情報を、投資家に直接伝える役割を担っています。

コラム 4 ベーシス・スワップを利用した T-Bill 投資

海外投資家による日本国債の保有状況を見ると、国債（除く T-Bill）の保有割合が 6.4%（平成 30 年 12 月末）である一方、T-Bill の保有割合は 71.2%（同）となっており、T-Bill の保有割合が高いことが特徴として挙げられます。海外投資家は、個社の経営状況や国内外の経済動向など様々な観点から投資判断を行っていますが、ドル円ベース・スワップ・スプレッドに着目する海外投資家の存在も指摘されています。ここでは、ドル資金を保有する投資家から見た、ベース・スワップを利用した T-Bill 投資について紹介します。

ベース・スワップとは、異なる通貨の元本を、一定の為替レートのもとで一定期間交換し、その間、それぞれの通貨に生じる変動金利（一般的にはロンドン銀行間取引金利である LIBOR）を交換する取引のことです。図 c 4-1 は、ベース・スワップ（ドル円ベース）の取引概要を示したものです。図中の α がベース・スワップ・スプレッドです。これは、円金利に対する「上乗せ金利」を意味しており、通貨間の需給に応じて変動します。具体的には、「円金利の支払いが増えても円を調達したい」といった需要が強ければ α に上昇圧力がかかり、逆に「円金利の受け取りが減ってもドルを調達したい」といった需要が強ければ α に低下圧力がかかることとなります。足元のドル円ベースを見てみると、ドルの調達需要が強いことから α はマイナスとなっています。

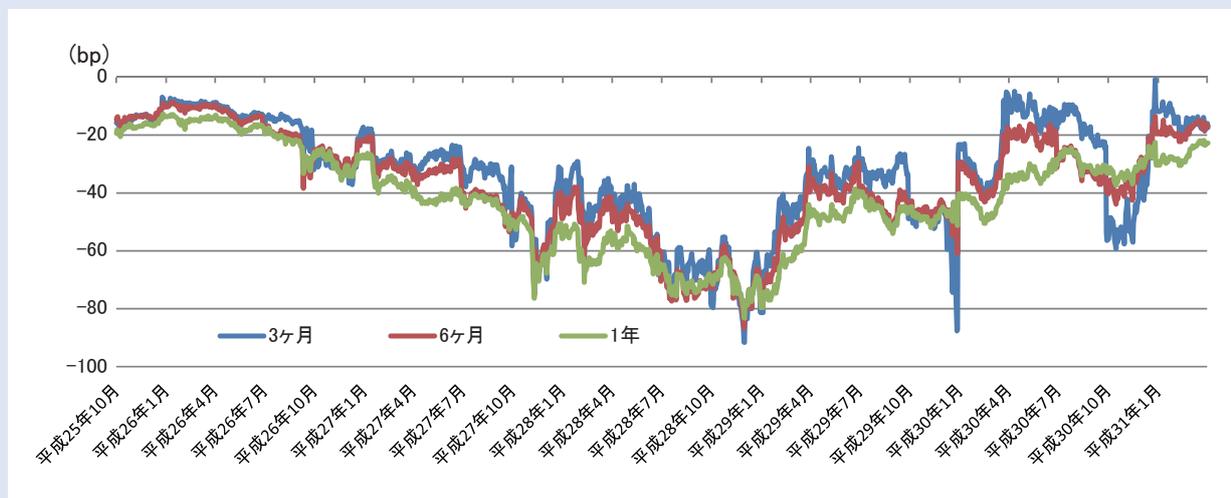
（図 c 4-1）ベース・スワップ（ドル円ベース）のスキーム図



（出所）財務省

図 c 4-2 はドル円ベース・スワップ・スプレッドの推移を表しています。ドル円ベース・スワップ・スプレッドのマイナス幅は、基調としては平成 28 年末頃をピークに縮小傾向にあります。

（図 c 4-2）ドル円ベース・スワップ・スプレッド



（出所）Bloomberg

ここで、ドル資金を保有する投資家 B が、ベース・スワップを利用した T-Bill（3ヶ月物）投資を行う場合の利回りを見てみます。まず、投資家 B はベース・スワップで円を3ヶ月間調達します。その際の受払金利は以下のとおりです（プラスの符号は金利の受け取り、マイナスの符号は金利の支払いを表します。）。

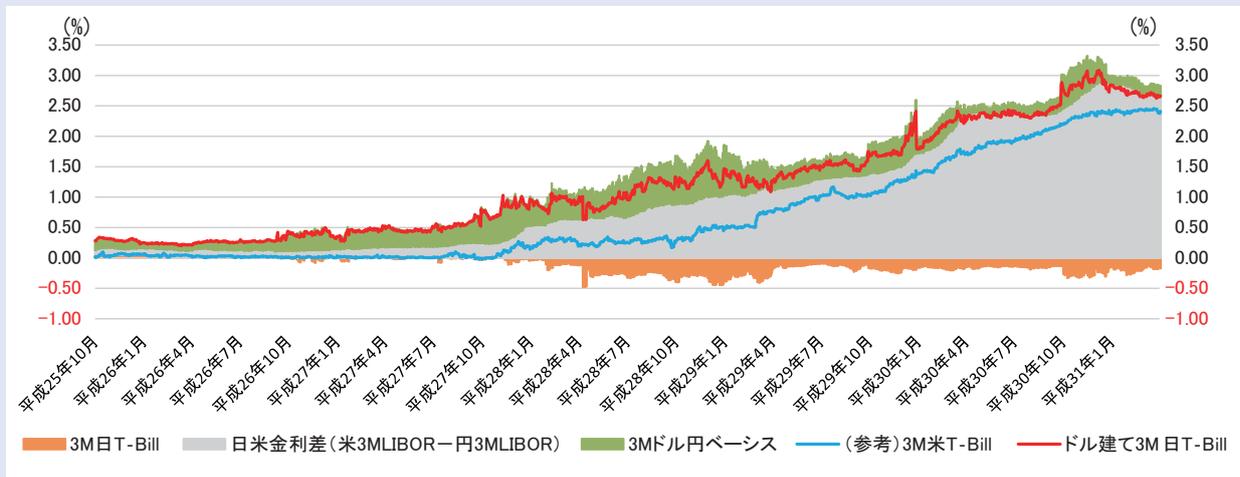
$$\text{ベース・スワップに関わる受払金利} = \text{ドル Libor (3M)} - (\text{円 Libor (3M)} + \alpha)$$

次に、投資家 B はベース・スワップで調達した円資金で T-Bill（3ヶ月物）を購入し、その利回りを得ることとなります。その結果、ベース・スワップを利用した T-Bill 投資の利回りは以下のとおりとなります。ベース・スワップ・スプレッド（ $=\alpha$ ）にはマイナスの符号がついていることから、 α が小さいほど（ α のマイナス幅が大きいほど）、投資家 B は高い利回りを得られることがわかります。

$$\begin{aligned} \text{ベース・スワップを利用した T-Bill (3ヶ月物) 投資の利回り} \\ = \text{T-Bill (3ヶ月物) 利回り} + \text{ドル Libor (3M)} - \text{円 Libor (3M)} - \alpha \end{aligned}$$

図 c 4-3 は、ベース・スワップを利用した T-Bill（3ヶ月物）投資の利回りを、T-Bill 利回り、日米金利差（ドル Libor（3M）- 円 Libor（3M））及びベース・スワップ・スプレッドに要因分解したものです。これを見ると、ベース・スワップを利用した T-Bill 投資の利回り（赤線）は依然として米国 T-Bill 利回り（青線）を超過していることから、ドル資金を保有する投資家にとって、日本の T-Bill は米国の T-Bill と比べ投資妙味があることが見て取れます。なお、近年はドル円ベース・スワップ・スプレッド（緑色）が縮小傾向にあるものの、日米金利差（灰色）が大きく、ベース・スワップを利用した T-Bill 投資の利回りが米国の T-Bill と比べて高い水準に保たれていることがわかります。

（図 c 4-3）ベース・スワップを利用した T-Bill（3ヶ月物）投資の利回りと要因分解



（出所） Bloomberg

このような背景もあり、国債市場における海外投資家の存在感は、着実に高まってきています。国債市場の需給環境を展望する際には、国内投資家の投資動向に加え、こうした海外投資家の投資動向にも注意を払っていく必要があると考えられます。

コラム 5 IMF 公的債務管理フォーラムの開催

令和元年6月20日（木）、21日（金）の2日間にわたり、第17回 IMF 公的債務管理フォーラム（17th IMF Public Debt Management Forum、以下「本フォーラム」といいます。）が東京で開催されました。

本フォーラムは、当初、途上国に対する債務管理政策の浸透を目的として開催されていましたが、リーマンショック後の先進国を中心とした国債の増発を受け、平成21年には先進国が本格的に参加するようになり、債務管理政策に関する幅広い課題共有の場に発展しました。平成27年までは毎年開催されていましたが、それ以降は隔年の6月に開催されることとなっています。

17回目となる今回は、日本で初めての開催となりました。当日は世界26ヶ国の債務管理当局や中央銀行、国際機関、民間金融機関、格付会社、学者等、各方面から約150名が参加しました。

（図 c 5-1）鈴木副大臣による開会挨拶



（図 c 5-2）フォーラムの様子



今回は「New Investors & New Instruments」を主要テーマとし、世界経済や金融政策の動向、債務残高の上昇に直面する国の債務管理政策の在り方、電子取引をはじめとする技術革新が債券市場に与える影響など、近年の債務管理政策に関する課題について幅広い議論が行われました。

鈴木馨祐財務副大臣による開会挨拶の後、テーマごとに6つのセッションが行われました。財務省からもセッション1、セッション3、セッション5において理財局と国際局の担当者が登壇しました。セッション1では、日本の債務管理政策や国債保有構造の変化について、セッション3では、今年のG20のテーマの1つにもなっている途上国における債務の持続可能性について、そしてセッション5では、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の取組みについて、それぞれ財務省から説明し、本フォーラム参加者との間で活発な意見交換が行われました。

また、本フォーラム初日に行われたディナーレセプションでは、可部理財局長によるウェルカムスピーチの後、各国の参加者同士で親睦を深めました。

本フォーラムの開催を通じて、我が国の政策や取組みを国際的に発信するとともに、債務管理に係る様々な課題について国際的な議論を深めることができました。今回のフォーラムが、参加者にとって今後の債務管理政策を立案する上での一助となれば幸いです。

(図 c 5 - 3) IMF 公的債務管理フォーラムのアジェンダ

6月19日 (水)	Welcome Reception
6月20日 (木)	Opening Remarks
	Keynote Address
	Panel Discussion 1 : Global Debt Cycle, Outlook, and Risks
	Panel Discussion 2: Elevated Refinancing Needs and Market Access Challenges
	Panel Discussion 3: The Evolving Picture of Sovereign Debt: New Trends in Lending, New Kinds of Debt
	Panel Discussion 4: Evolution of Debt Markets: Technology, Regulation, and Market Structure
	Dinner Reception
6月21日 (金)	Panel Discussion 5: Local Currency Debt Markets
	Panel Discussion 6: Innovation in Debt Markets
	Wrap-up and Closing Remarks

(図 c 5 - 4) 集合写真

