

3 債務管理制度

(1) 減債制度

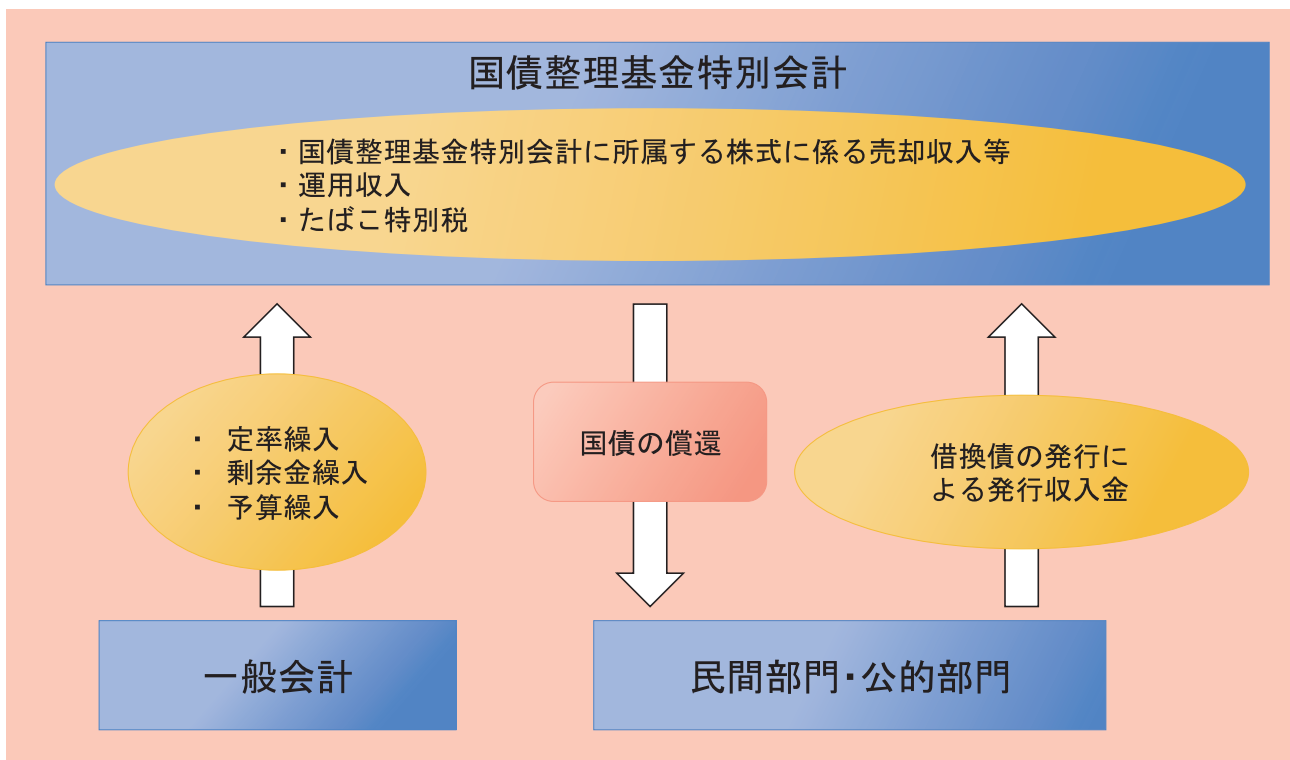
一般会計及び特別会計で発行される全ての国債の償還は、国債整理基金を通じて行われます。

我が国では、国債の償還を確実にを行うため、一定のルールの下、各会計から国債整理基金特別会計に償還財源の繰入れを行う仕組みになっています。また、国債整理基金には、国債整理基金特別会計において発行する借換債の発行収入金や国債整理基金特別会計に帰属した政府保有株式の売却収入なども、償還財源として受け入れられます。

すなわち、国債の償還財源は全て国債整理基金に受け入れられ、蓄積され、支出される仕組みになっているということです。

以下では、国債の発行根拠法ごとに償還方法、償還財源について解説した後、国債整理基金特別会計について解説します。

(図2-18) 減債制度の仕組み



(注1) 一般会計の負担に属する公債等の減債制度です。

(注2) 国債整理基金特別会計に所属する東京地下鉄株式及び日本郵政株式に係る売却収入等は、復興債の償還財源に充てられます。

A 償還方法

国債の償還に当たっては、それぞれの国債の発行根拠法に従って償還のルールが定められています。

a 60年償還ルール（建設国債及び特例国債）

建設国債及び特例国債の償還については、借換債を含め、全体として60年で償還し終えるという、いわゆる「60年償還ルール」の考え方が採られています（☞①）。これは、各々の国債が償還を迎えた際の償還財源に、定率繰入等による現金と借換債の発行収入金を一定の基準に基づいて充てる仕組みで運用されています。なお、特例国債の償還については、その発行根拠法において、「速やかな減債に努めるものとする」とされています。

下記の図は、具体的な算出方法を説明したものです。

例えば、ある年度に600億円の国債を全て10年固定利付国債で発行したとすれば、10年（＝60年の1／6）後の満期到来時には、100億円（＝600億円の1／6）を現金償還（☞②）し、残りの500億円は借換債を発行します。この借換債も10年固定利付国債で発行したとすれば、さらにその10年後には再び当初発行額600億円の1／6である100億円を現金償還し、残りの400億円は再び借換債を発行します。これを繰り返していくと、当初の発行から60年後には国債は全て現金償還されることになります。

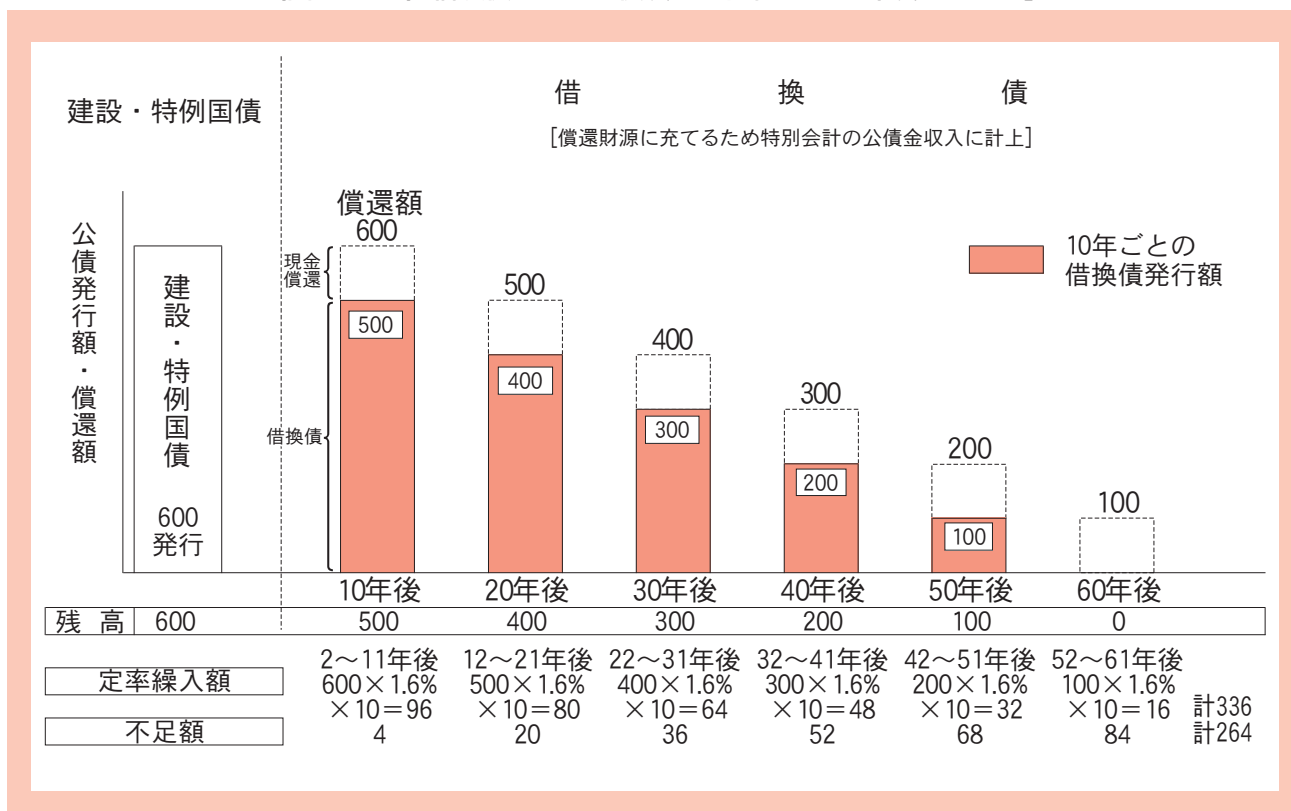
なお、下記の図のように、毎年度の定率繰入額は前年度期首の国債発行残高から算出されるため、国債発行残高の減少に伴って減少し、定率繰入だけでは現金償還額が手当てできません。このため、剰余金繰入や予算繰入、株式の売却収入等の財源を補完的に組み合わせて現金償還することになります。

☞①戦後の国債発行に際して、建設国債の見合資産（政府が公共事業などを通じて建設した建築物など）の平均的な効用発揮期間が概ね60年であることから、この期間内に現金償還を終了するという考え方で採用されたものです。

また、この考え方から、毎年度の定率繰入の繰入率がほぼ60分の1に相当する100分の1.6とされています。

☞②この場合の現金償還とは、公債の償還に当たってその財源調達を借換債発行という手段によらないことをいいます。なお、国債の個々の保有者に対しては、満期時には、必ず現金で償還されます。

（図2－19）借換債による公債償還の仕組み「60年償還ルール」



b 復興債の償還方法

復興債については、借換債を含め、全体として令和19年度までに償還することとしています。復興債の償還に60年償還ルールが適用されないのは、「東日本大震災からの復興の基本方針」において、復興のための財源については、「次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し負担を分かち合う」こととされており、特定の償還財源が確保されているためです。

具体的には、各年度に償還を迎える復興債（借換債の復興債分を含みます。）のうち、その年度に償還財源として国債整理基金特別会計に繰り入れられる復興特別税収や、政府保有株式の売却収入等に相当する額については現金償還を行い、それを超える部分については借換債を発行します。毎年度、現金償還と借換えを繰り返しながら、令和19年度までに全体として償還を終了させます。

c その他の国債の償還方法

これらと異なる償還方法の普通国債としては、昭和59年度までに発行された特例国債、平成2年度に発行された湾岸特例国債、平成6年度から平成8年度までに発行された減税特例国債並びに平成24年度及び平成25年度に発行された年金特例国債があります。昭和59年度までに発行された特例国債については、当初特例国債の借換えが禁じられていたために60年償還ルールが適用されていませんでした。したがって、昭和59年度までに償還を迎えた分については60年償還ルールが適用されなかったもの（☞①）、昭和60年度以降に償還を迎えた分については、60年償還ルールが適用されることとなりました。また、湾岸特例国債は平成6年度までの4年間で償還することとされ、実際に平成6年度までに全額償還されています。減税特例国債のうち、20年間で償還することとされている分（☞②）については、平成29年度までに全額償還されています。年金特例国債は、その借換債も含め、全体として令和15年度までに償還することとしています。

このほか財投債の償還は、租税などで賄われる普通国債と異なり、財政融資資金の貸付回収金によって賄われており、毎年度の償還に必要な金額を財政投融資特別会計から国債整理基金特別会計に繰り入れ、償還を行っています。

☞①昭和59年度に償還を迎えた分については、60年償還ルールに基づき借り換えを行うことが可能でしたが、全額現金償還され、60年償還ルールは適用されませんでした。

☞②平成6年度から平成8年度にかけて実施した所得税の特別減税等（法人特別税及び自動車消費税の廃止を除く。）に伴い発行された減税特例国債については、平成10年度から平成29年度の20年間で償還されています。

B 償還財源

国債の償還財源については、それぞれの国債の発行根拠法により定められています。ここでは現金償還に充てられる財源について解説します。

a 建設国債及び特例国債の償還財源

① 一般会計からの繰入れ

一般会計から国債整理基金特別会計へ繰り入れられる償還財源には、次の3つがあります。

i 定率繰入（前年度期首国債総額の100分の1.6）

定率繰入は、特別会計に関する法律第42条第2項に基づく繰入れです。具体的には、60年償還ルールに基づき、前年度期首における国債総額（額面金額による残高ベース）の100分の1.6に相当する金額が、一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れられます。なお、定率繰入の対象は、一般会計の負

担に属する公債（建設国債及び特例国債（年金特例国債を除く））及び借入金（一時借入金等を除く）、並びにこれの借換債に限り（☞）。

ii 剰余金繰入（一般会計における決算上の剰余金の2分の1以上）

一般会計における決算上の剰余金が発生した場合は、財政法第6条第1項により、その2分の1を下らない金額が発生した年度の翌々年度までに国債整理基金特別会計に繰り入れることとされています（☞）。

iii 予算繰入（必要に応じて予算で定める額）

上記のほか、国債の償還に支障のないよう、特別会計に関する法律第42条第5項により、必要に応じて予算で定める金額を国債整理基金特別会計に繰り入れることとされています。

② その他

i 国債整理基金特別会計に帰属する株式に係る売却収入等

政府が保有する株式のうち国債整理基金特別会計に帰属することとなった株式については、その売却収入や配当金収入を国債の償還財源に充ててきました。

これまで、昭和60年度に日本電信電話株式会社（NTT）の株式・日本たばこ産業株式会社（JT）の株式が、平成10年度に帝都高速度交通営団への出資持分（☞）が、平成19年度に日本郵政株式会社の株式が、それぞれ国債の償還財源に充てるために国債整理基金特別会計において保有されることになりました。なお、NTT株式は平成17年9月に、JT株式（当初保有分）は平成16年6月に全て売却を完了しています。また、現在国債整理基金特別会計に帰属している株式（復興財源確保法により新たに帰属することとなった株式を含む）の売却収入については、復興債の償還財源に充てることとされています。

ii 運用収入

国債整理基金は国債の保有又は財政融資資金への預託によって運用することができることとされています。その運用に当たっては、大量の償還・借換えを確実かつ円滑に遂行するために、相当程度の流動性を確保する必要があることなどへの配慮も踏まえつつ、効率的運用を図っています。そこから生じた運用益は、国債整理基金特別会計の所属として整理され、その歳入に計上されます。

b 復興債の償還財源

① 復興特別税収

東日本大震災からの復旧・復興のための財源に係る税制措置として、所得税額及び法人税額に対する時限的な付加税である復興特別税（復興特別所得税及び復興特別法人税）が創設されました。

具体的には、復興特別所得税は、平成25年1月から令和19年12月までの時限的な措置であり、所得税額に対する2.1%の付加税が創設されています。一方、復興特別法人税は、平成24年度から平成26年度までの時限措置として、法人税額に対する10%の付加税として創設されましたが、平成26年度税制改正により、足元の企業収益を賃金の上昇につなげていくきかけとするため、1年間前倒して終了しました。

☞割引国債については、定率繰入の計算上、発行価格を額面金額とみなすこととされ（特別会計に関する法律第42条第3項）、割引国債の発行価格と額面金額との差減額（いわゆる償還差益相当額分）については、定率繰入とは別に、差減額を償還年限で除した金額を毎年度繰り入れることとされています（発行差減額繰入、特別会計に関する法律第42条第4項）。

☞復興財源確保法の附則において、平成23年度から平成27年度までの間は、復興債の償還財源に優先して充てるよう努めることとされてきました。

☞帝都高速度交通営団（以下「営団」といいます。）が平成16年4月に民営化し東京地下鉄株式会社となり、営団への出資持分に応じた数量の株式が政府に無償譲渡されたことから、現在は出資持分ではなく株式となっています。

② 税外収入に係る措置

i 財政投融资特別会計の積立金等の活用

財政投融资特別会計財政融資資金勘定の積立金については、平成24年度から平成27年度まで、また、同会計投資勘定の資産からの収入については、平成28年度から令和4年度まで、各年度の予算をもって定める額を復興債の償還財源に充てることができることとされています。

ii 政府保有株式の売却収入

国債整理基金特別会計に所属するJT株式（政府保有義務分を除く（☞①））、東京地下鉄株式会社の株式（☞②）及び日本郵政株式会社の株式（政府保有義務分を除く（☞③））については、令和4年度までに生じたその売却収入を復興債の償還財源に充てることとされています。

③ 決算剰余金の活用

復興財源確保法の附則において、平成23年度から平成27年度までの間の各年度の一般会計歳入歳出の決算上の剰余金を公債又は借入金の償還財源に充てる場合においては、復興債の償還財源に優先して充てるよう努めることとされています。

c その他の国債の償還財源

① たばこ特別税収

たばこ特別税は、国鉄清算事業団の長期債務及び国有林野事業の累積債務を一般会計に帰属させることに伴い、一般会計の負担増に対応するため、「一般会計における債務の承継等に伴い必要な財源の確保に係る特別措置に関する法律」に基づき創設されました。その税収は直接国債整理基金特別会計に組み入れられ、国鉄清算事業団の長期債務及び国有林野事業の累積債務の元利払いに充てられています。

② その他

普通国債のうち、年金特例国債の償還については、消費税法改正法の施行による平成26年度以降の消費税の増収分を充てることとされています。

このほか、財投債の償還財源については、財政融資資金の貸付回収金を充てることとされています。

C 国債整理基金特別会計の役割

国債整理基金特別会計は、一般会計において発行された国債を中心に、国全体の債務の整理状況を明らかにすることを目的とした整理区分会計であり、一般会計及び特別会計からの繰入資金等を財源として国債の償還及び利子等の支払いを行っている特別会計です。

また、国債整理基金特別会計に、定率繰入等の形で各会計から繰り入れられた資金の一部は、償還ルールに従い将来の償還財源である国債整理基金として積み立てられており、国債整理基金は「減債基金」の役割を担っています。

☞①復興財源確保法により、JT株式の政府保有義務が発行済み株式総数の2分の1以上から3分の1超へ引き下げられたことから、政府は、平成25年2～3月にかけて売却可能部分（6分の1）を売却しました。（ネット売却収入は約9,734億円）。

☞②政府は、発行済み株式総数の53.4%を保有しています（平成31年3月末時点）。

☞③平成27年11月及び同年12月に合計約8.8億株を売却（ネット売却収入は約14,110億円）、平成29年9月に約10.6億株を売却（ネット売却収入は約13,985億円）。政府は、発行済み株式総数の56.9%を保有しています（平成31年3月末時点）。また、政府は、発行済み株式総数の3分の1超を保有していなければならないとされています。

参照：財務省「財政投融资リポート」

a 本来的作用

国債の大宗を占める建設国債及び特例国債、並びにこれらの借換債を60年償還ルールに従って償還するため、将来の償還財源を一時的に積み立て、確実な償還を行うという役割を担っています。また、確実な償還を担保することにより、国債に対する市場の信託を堅持する役割も担っています。

b 副次的役割

国債整理基金は次のような副次的な役割も担っています。

① 国庫の資金繰りへの寄与

国債整理基金で政府短期証券を引き受けることで、国庫の円滑な資金繰りに役立てられています。

② 一般会計の決算上の不足への補填

国債整理基金を決算調整資金に繰り入れることで、一般会計の不足分を補填するために活用されます。なお、決算調整資金に繰り入れられた金額については、後年度に一般会計から国債整理基金特別会計へ繰り戻されるため、国債の償還財源が不足するという事態は生じません。

D 国債整理基金特別会計における最近の取組み

ここでは国債整理基金特別会計における最近の取組みについて解説します。

a 基金残高の圧縮

国債整理基金とは、国債整理基金特別会計において、各年度、一般会計からの定率繰入等の繰入れと償還との時期の一時的なズレから、制度的に積み立てられているものです。

国債整理基金残高の水準は、オペレーショナル・リスク（大規模災害やシステム障害等により借換債が発行できない事態）等に備え、一週間程度の発行額をひとつの目安に、平成24年度までは約10兆円程度（☞①）の残高を維持してきました。

平成25年度国債発行計画の策定過程において、オペレーショナル・リスクについては、日本銀行からの一時借入による対応を行うことが可能となりました。その結果、平成25年度において、基金残高を当該一時借入の対象外である国債入札の偶発的な未達に備えた水準（☞②）である3兆円まで圧縮し、圧縮分の約7兆円については国債の償還に充て、借換債の発行を抑制しました。令和元年度についても3兆円を維持する予定です。

☞①国債の最大発行額1日9.6兆円、1週間9.9兆円（いずれも平成23年9月）。

☞②1回あたりの最大入札額は2年債の2.9兆円（平成25年度）。

（図2-20）国債整理基金残高の推移

平成28年度（実績）	平成29年度（実績）	平成30年度（見込み）	令和元年度（見込み）
30,062 億円	30,074 億円	30,022 億円	30,029 億円

b 特会法の改正

参照: 第1章(1)A (参考)
「前倒債(借換債の前倒し発行)について」(P37)

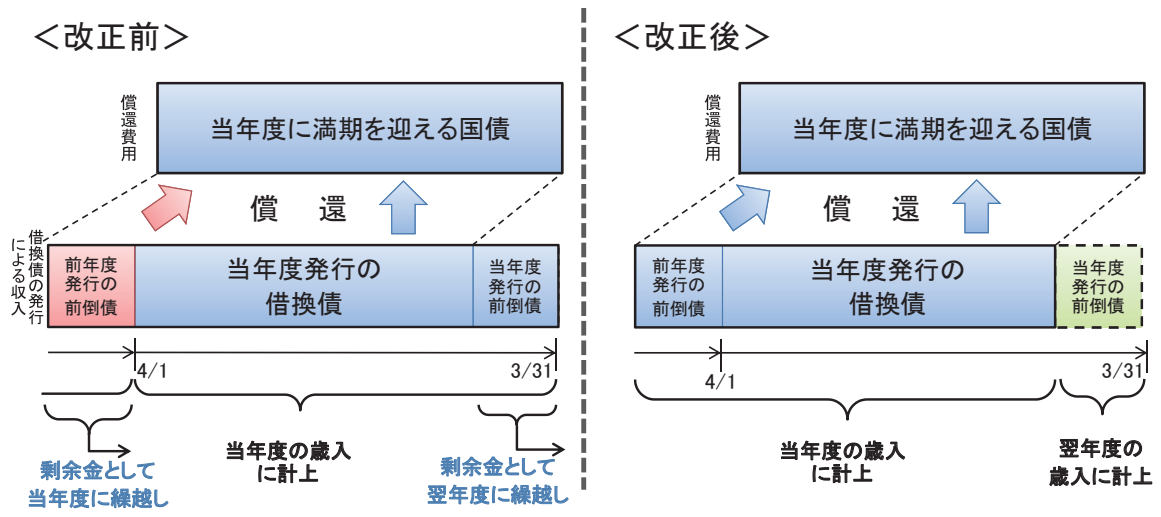
平成25年6月5日にまとめられた「特別会計改革に関するとりまとめ」(行政改革推進会議)を踏まえ、平成25年10月25日に「特別会計に関する法律等の一部を改正する等の法律案」を国会に提出し、同年11月15日に成立しました。この改正により、平成26年度予算から、

- ① 前倒債の発行による収入額は、発行年度の歳入に計上した上で翌年度に剰余金として繰り越すのではなく、発行年度の歳入には計上せずに翌年度の歳入に計上し、
- ② 事務取扱費を一般会計に移管する

こととしました。

(図2-21) 特会法改正による国債整理基金特別会計の変更点

1. 前倒債発行収入金の翌年度歳入化



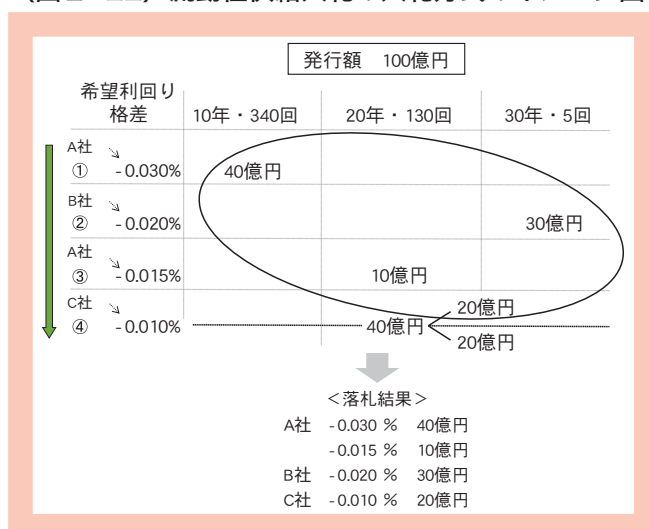
2. 事務取扱費の一般会計への移管


(2) 流動性供給入札


流動性供給入札は、構造的に流動性が不足している銘柄や、需要の高まり等により一時的に流動性が不足している銘柄を追加発行するものであり、国債取引の円滑化及び国債市場の歪みの是正を図ることで、国債市場の流動性の維持・向上を側面支援するとともに発行当局の調達コストを抑制することを目的として、平成18年4月に開始されました。

入札方式については、国債市場特別参加者を参加者とする希望利回り格差・コンベンショナル方式を採用しています。この方式では、発行対象国債の名称及び記号ごとに基準利回り（入札日付で日本証券業協会が発表した公社債店頭売買参考統計値表に掲載された平均値の単利利回り）からの応募利回り格差及び応募額を入札します。原則として銘柄の別を問わず、各申込みのうち応募利回り格差の小さいものからその応募額を順次割り当てて、発行予定額に達するまでの額が落札されます（図2-22）。

(図2-22) 流動性供給入札の入札方式のイメージ図



導入当初は、発行規模が特に小さく構造的に流動性が不足している残存11～16年の20年債のみを対象として、月1,000億円（月1回）の規模で実施しました。平成20年4月には、システム対応がなされたことに伴い、より一般的に発行後の様々な要因により流動性が低下した銘柄に対する機動的な流動性向上策として機能させるため、対象銘柄を残存6～29年（平成21年7月からは残存5～29年）の10・20・30年債に拡大しました。平成20年度下期からは、リーマン・ショック後の国債市場の流動性の著しい低下や、予算編成に伴う国債発行計画の見直しに合わせ、実施回数を上げた（月1回→月2回）ほか、段階的に規模を拡大しました。平成25年7月からは、40年債を対象銘柄に追加し、平成26年4月からは対象を新規発行銘柄以外の全銘柄に拡大しました。平成28年4月からは、市場参加者のニーズ等を踏まえ、残存1～5年の2・5・10・20年債を対象銘柄に追加しています（図2-23）。また、平成29年7月からは、入札月の初日時点において、新発債としての発行（）が終了しており、流動性供給入札以外の入札では発行される可能性がない銘柄については、新発債であっても対象に含めることとしました。

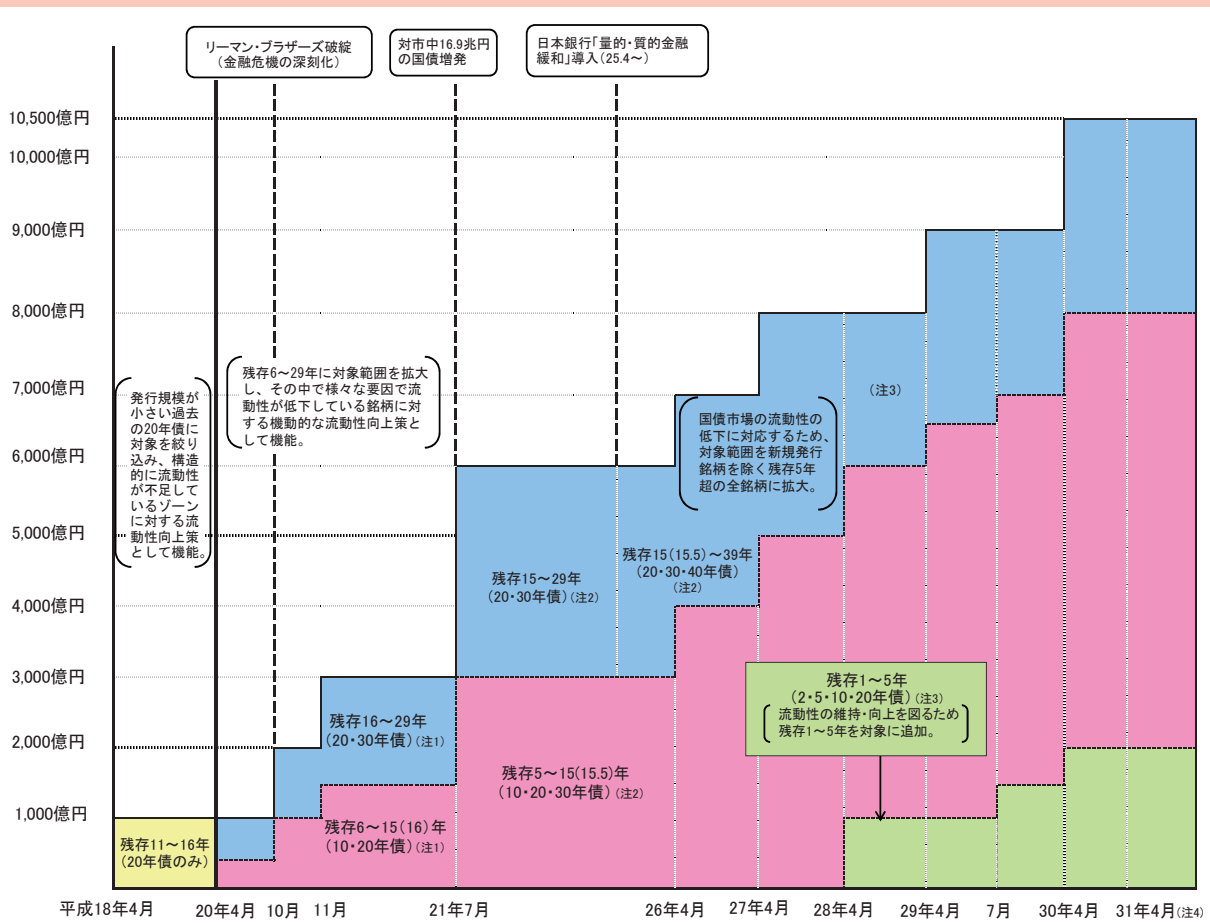
 リオープン発行を含み、新型窓口販売を除きます。

令和元年度国債発行計画では、前年度と同額の総額12.6兆円で実施することと

しています。また、透明性向上の観点からゾーン毎の発行予定額も併せて公表しています。具体的には、残存1～5年の2・5・10・20年債は2.4兆円、残存5～15.5年の10・20・30年債は7.2兆円、残存15.5～39年の20・30・40年債は3.0兆円で実施することが想定されています。なお、実際の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、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整します。


平成31年（令和元年）4～6月期における入札の実施額については、国債市場特別参加者会合及び国債投資家懇談会での議論を経て、残存5～15.5年の10・20・30年債を毎月6,000億円、残存15.5～39年の20・30・40年債を4月及び6月に5,000億円、残存1～5年の2・5・10・20年債を5月に4,000億円としたところです。

（図2-23）流動性供給入札の発行額等の推移



(注1) 平成20年度は、残存6～15年及び残存16～29年、平成21年4～6月期は、残存6～16年及び残存16～29年を区切りとしていました。
 (注2) 平成21年7～9月期から平成25年4～6月期は、残存5～15年及び残存15～29年、平成25年7～9月期は、残存5～15年及び残存15～39年を区切りとしていました。なお、平成25年10～12月期からは、残存5～15.5年及び残存15.5～39年を区切りとしています。また、平成26年4～6月期以降は、残存5～15.5年においても30年債が対象に加わっています。
 (注3) 残存1～5年の銘柄及び残存15.5～39年の銘柄（平成28年度以降）については、隔月に入札を実施します。なお、表上は月当たりで換算した発行額です。
 (注4) 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、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整します。

(3) 買入消却

買入消却とは、国債の発行者である国が、発行済みの国債について、その償還期限の到来前に売却の意思を有する保有者との間で合意した価格でこれを買入れ、消却することで債務を消滅させることをいいます（）。

市場からの買入消却の入札方式については、当局が事前に買入予定額を明らかにした上で、国債市場特別参加者を参加者とする希望価格較差・コンベンショナル方式を採用しています。この方式では、買入対象国債の名称及び記号ごとに基準価格（入札日付で日本証券業協会が発表した公社債店頭売買参考統計値表に掲載された平均値の単価）からの希望価格較差及び応募額を入札します。買入決定は、原則として各申込みのうち希望価格較差の小さいものからその応募額を順次割り当て、買入予定額に達するまでを買入れることとしています。

従来、国債の買入消却は、相続税法に基づき国に国債が物納された場合や、公職選挙法に基づき立候補者が国に供託した国債が落選とともに没収された場合などに限って実施されてきましたが、平成14年6月に国債証券買入銷却法を改正するなど制度面を整備し、平成15年2月からは、発行当局側のニーズからも機動的に実施しています。


具体的には、平成20年度に集中していた国債の満期償還の平準化や、財政投融資特別会計からの繰入れを原資とした債務残高の圧縮など、債務管理上の特別の目的に応じて実施したものもありました。さらに、平成20年度下期からは、リーマン・ショック後に国債市場の流動性が著しく低下した状況において、15年変動利付債及び旧物価連動債（平成20年8月以前に発行された元本保証の付されていない銘柄）について、需給バランスの是正による流動性の下支えを目的として実施してきました。

平成25年10月の物価連動債（平成25年10月以降に発行された元本保証の付された銘柄）の発行時には、既発債から新発債への乗換え需要に因應するため、物価連動債発行額を上限として旧物価連動債の追加的な買入れ（追加買入消却）を平成27年1月まで実施しました。

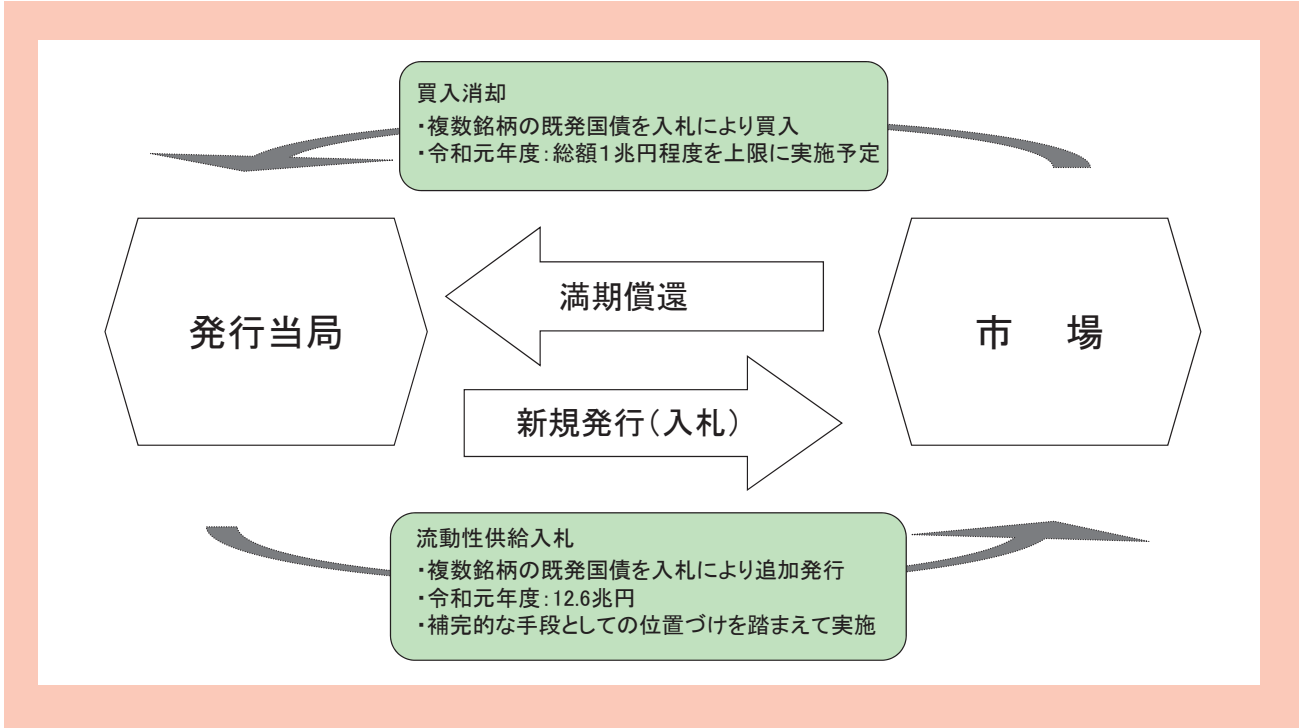
平成27年度においては、国債市場特別参加者会合及び国債投資家懇談会での議論を経て、売却ニーズが減退した旧物価連動債の買入消却を実施しないこととしました。

平成28年度においては、国債市場特別参加者会合及び国債投資家懇談会での議論を経て、売却ニーズが減退した15年変動利付債の買入消却を一時休止する一方、物価連動債については、恒常的な需給の不均衡が生じているという見方や、流動性プレミアムが拡大しているといった指摘を踏まえ、需給改善や流動性向上を目的として、買入消却を開始しました。

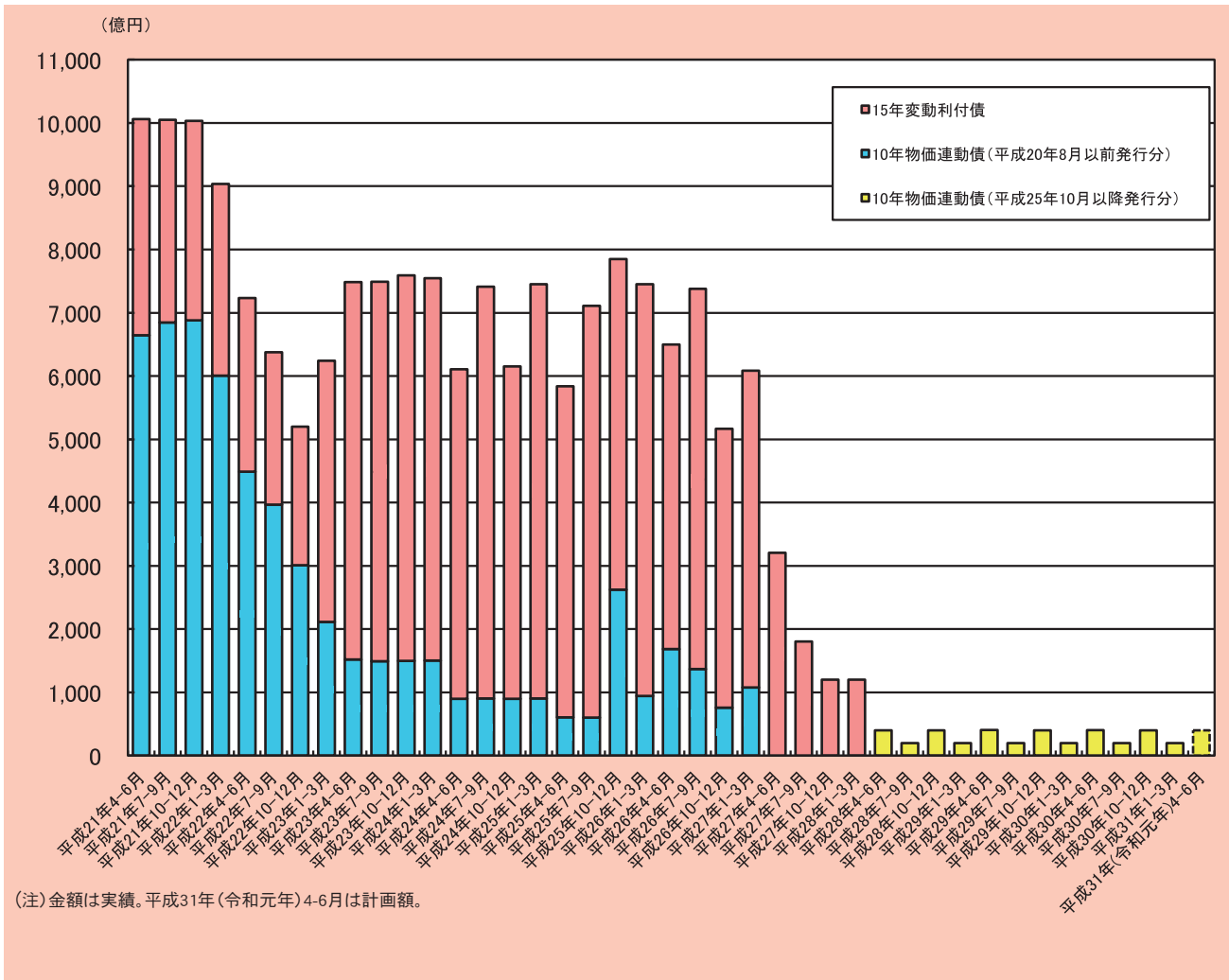
令和元年度においては、引き続き、総額1兆円程度を上限に買入消却を実施することとしており、具体的な実施方法は市場参加者との意見交換を踏まえ、市場の状況を見ながら決定することとしています。こうした中、物価連動債については、買入消却の継続を希望する意見が多く聞かれています。物価連動債市場を育成していくことは、今後の国債管理政策上の重要な課題と考えていることから、市場の状況も踏まえ、平成31年（令和元年）4～6月期の買入予定額は、合計400億円としたところです。

 同じく償還期限前に債務を消滅させる手段である繰上償還は、その償還期限の到来前に国の任意で原則として額面金額で償還する点で、買入消却とは異なる性格といえます。財務省は、国債の繰上償還を実施することはない旨をホームページ上で明らかにしています。

(図2-24) 流動性供給入札及び買入消却の仕組み



(図2-25) 買入消却の推移



(4) スワップ取引

金利スワップ取引とは、異なる種類の金利（例えば変動金利と固定金利）の支払いを一定期間にわたって交換する取引のことです。

国債にかかる金利スワップ取引については、平成14年6月の国債整理基金特別会計法改正により実施可能となり、「国債管理政策の新たな展開」（平成15年12月発表）において、「スワップ取引（平成17年度から開始）の活用等により、金利変動リスク等の管理の観点から残存年限の調整等を図る」とされました。

こうした点を踏まえ、システム整備等を進め、国債市場特別参加者を中心とした取引相手とISDA（International Swaps and Derivatives Association, Inc.：国際スワップ・デリバティブズ協会）の指針に基づく基本契約を締結し、平成18年1月より、取引を開始しました。また、取引実績については、半期ごと（4月及び10月）に財務省ホームページで公表しています。

なお、平成21年度下期以降は、新規取引を実施していません。

(5) 市場との対話

財務省理財局は、国債の安定的な消化や、市場の流動性維持・向上のための施策を的確に実施していくため、次に掲げる意見交換の場をはじめとする様々な局面を通じて、市場との対話を一層強化し、国債管理政策に対する信頼を高めていく方針です。

A 国の債務管理の在り方に関する懇談会

中長期的な視点から、国債管理政策を中心とする国の債務管理について、高い識見を有する民間の方々等から御意見や御助言をいただくため、平成16年11月以降、国の債務管理の在り方に関する懇談会を開催しています。

これまで、「国債管理政策の現状と課題-論点整理-」（平成21年12月16日）及び「議論の整理」（平成26年6月18日）を取りまとめたほか、国債を巡る外部環境として、財政の現状や金融政策・金融規制を巡る動き等について幅広く議論を行っています。

B 国債市場特別参加者会合

平成16年10月の国債市場特別参加者制度の導入以降、国債市場特別参加者との間で国債市場に関する重要事項について意見交換を行うことを目的として、国債市場特別参加者会合を開催しています。

例年、流動性供給入札・買入消却の実施方法や国債市場の動向等を議題として、四半期ごとに当会合を開催するほか、年末の国債発行計画策定に当たり市場参加者の意見を聴く機会として当会合を開催しています。

C 国債投資家懇談会

国債の「投資家」と直接かつ継続的に意見交換を行う場として、平成14年4月から国債投資家懇談会を開催しています。この懇談会には、銀行や保険会社など主要な機関投資家が参加しています。

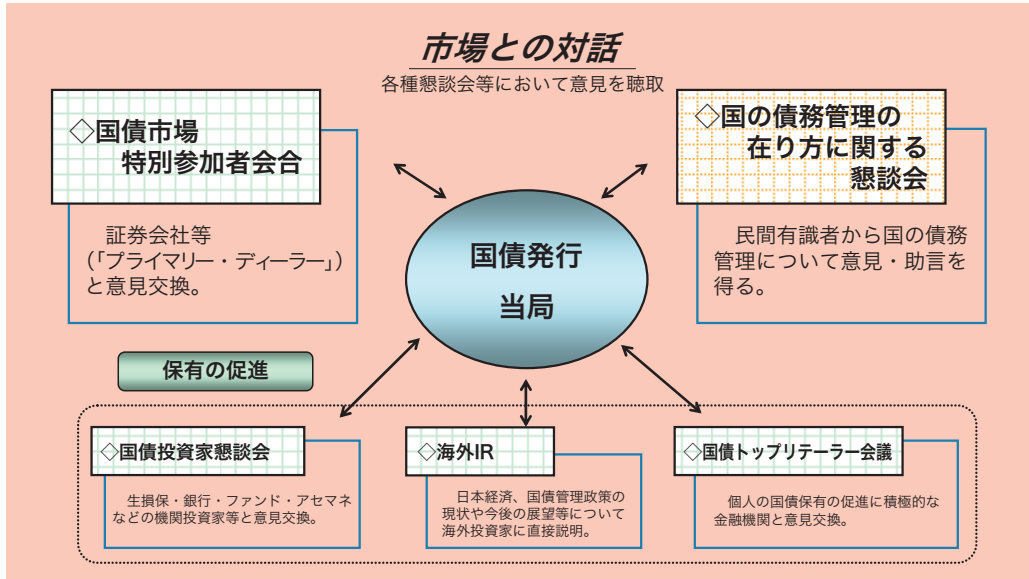
例年、国債市場の動向等を議題として、当懇談会を開催するほか、年末の国債発行計画策定に当たり投資家の意見を聴く機会として当懇談会を開催しています。

D 国債トップリテラー会議

個人の国債保有を促進する観点から、個人向け国債の募集取扱を積極的に行っている金融機関の実績や取組を評価するとともに、個人に対する国債販売を更に推進するため、取扱機関と当局との間で意見を交換する場として、平成19年6月から国債トップリテラー会議を開催しています。

平成19年6月に第1回の会議を開催後、概ね年1～2回開催しており、また半期毎に個人向け国債及び新窓販国債の業態毎販売上位機関を公表しています。

(図2-26) 市場との対話



コラム 8 OECDにおける流動性バッファに関する議論

OECD公的債務管理作業部会は、OECD内に設置された、加盟国の債務管理当局者による定例会議であり、日本は運営委員会のメンバーを務めています。平成29年に開催された会議では、流動性バッファに関し、当該作業部会のメンバーを対象として実施したサーベイの結果が報告されました。その内容は、平成30年にワーキングペーパーとしてとりまとめられています。ここでは、ワーキングペーパーの内容を通して、OECDにおける流動性バッファに関する議論を紹介します。

① 流動性バッファに関するワーキングペーパー

債務管理当局は、マーケットアクセスの一時的な喪失や必要調達額の予期せぬ増加、一時的な収支不足などによる様々な調達リスクを抱えています。ひとたび調達リスクが具現化すると、資金調達の管理は非常に複雑なものとなりますが、債務管理当局は定期的で予見可能な国債発行を行う主体として市場に参加していることから、国債発行計画を一時的な環境変化に合わせて安易に変更することはできません。

流動性バッファは、こうした調達リスクに対処する手段の一つであり、市場からの信認を維持向上させ、予見可能性を損なうことなく、柔軟な資金調達を可能にするツールとして、OECD加盟国の間では広く利用されています。流動性バッファは、これにより得られる便益がある一方で、その規模や投資方針によって左右される相応のコストを伴います。また、運営実務面では、目標水準や資産構成、運営上の透明性などに関する様々な戦略的決定を経る必要があります。

近年、複数の当局において、流動性バッファの管理手法の変更や新規導入などの動きが見られたことから、OECD公的債務管理作業部会では、流動性バッファの保有目的や水準、コスト等に関するサーベイを行い、その結果は平成29年の会議で各国当局に共有されました。

このワーキングペーパーはこうした背景とサーベイ結果をもとに作成され、OECD諸国における流動性バッファの概要や各国の共通点、個別当局の事例等についてまとめられています。なお、ワーキングペーパーはOECDのホームページでも公表されています。

② サーベイ結果の分析と主な論点

ワーキングペーパーでは、いくつかのテーマ（論点）に沿ってサーベイ結果を分析しています。以下では、主なテーマ（論点）ごとに具体的な内容を紹介します。

<サーベイ概要>

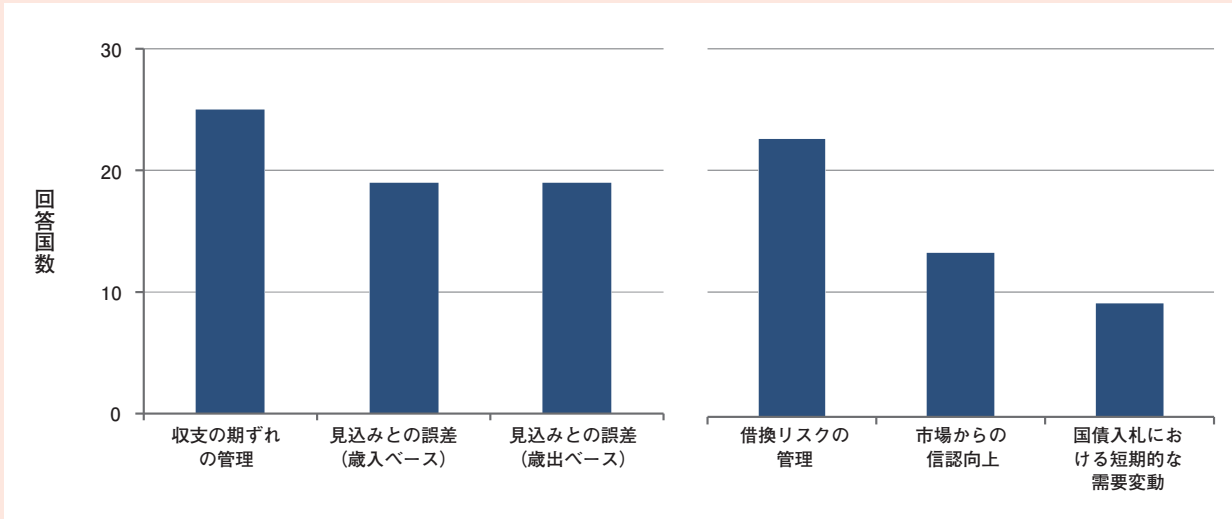
- 調査項目は、目的・水準・コスト等に関する質問で全31項目
- 平成29年のOECD公的債務管理作業部会に参加した35か国が調査対象
- 全ての調査対象国が回答
- 調査の結果、流動性バッファは35か国中、29か国が保有

(1) 流動性バッファの保有目的と原資

流動性バッファとは、不測の事態への備えとして債務管理当局によって保有される一定規模の流動資産のことであり、OECD加盟国の間では広く採用されている手段です。サーベイの結果によれば、調査対象国35か国のうち、29か国が流動性バッファを保有しており、そのほとんどが資金繰りと債務管理を目的としています。資金繰り面では、収支の期ずれ・歳入不足・歳入超過への対応、債務管理面では、借換リスクへの備えや市場からの信認を向上させることが主な目的との回答が多く見られました。

その他、流動性バッファーに即座にアクセスできることは、市場にストレスが発生した場合や一時的にマーケットアクセスが失われるような場合においても資金繰りを安定させ、入札カレンダーなどの資金調達プログラムへの影響を抑えることにより、結果として債務管理政策の予見可能性を支えることに繋がるというコメントも見られました。

(図c 8-1) 資金繰り面の保有目的(左図)と債務管理面の保有目的(右図)

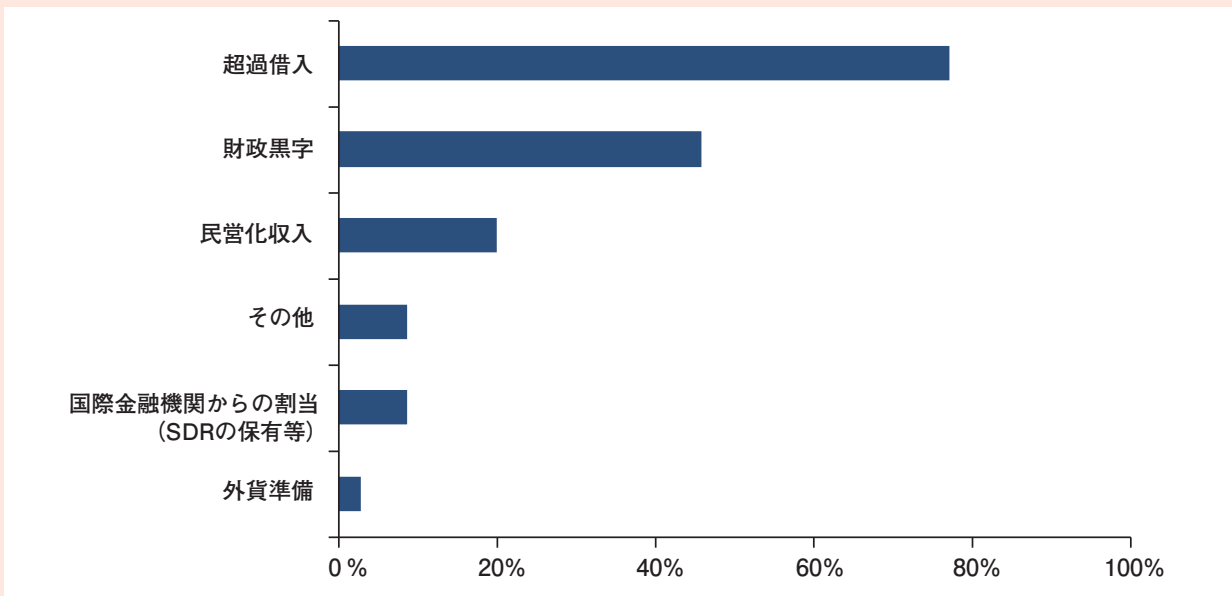


(注) 複数回答可

(出所) *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*

保有国の9割以上が、超過借入を通じて流動性バッファーを積み立てています。また、半数の国は財政黒字も流動性バッファーの原資になると回答しています。

(図c 8-2) 流動性バッファーの積立原資



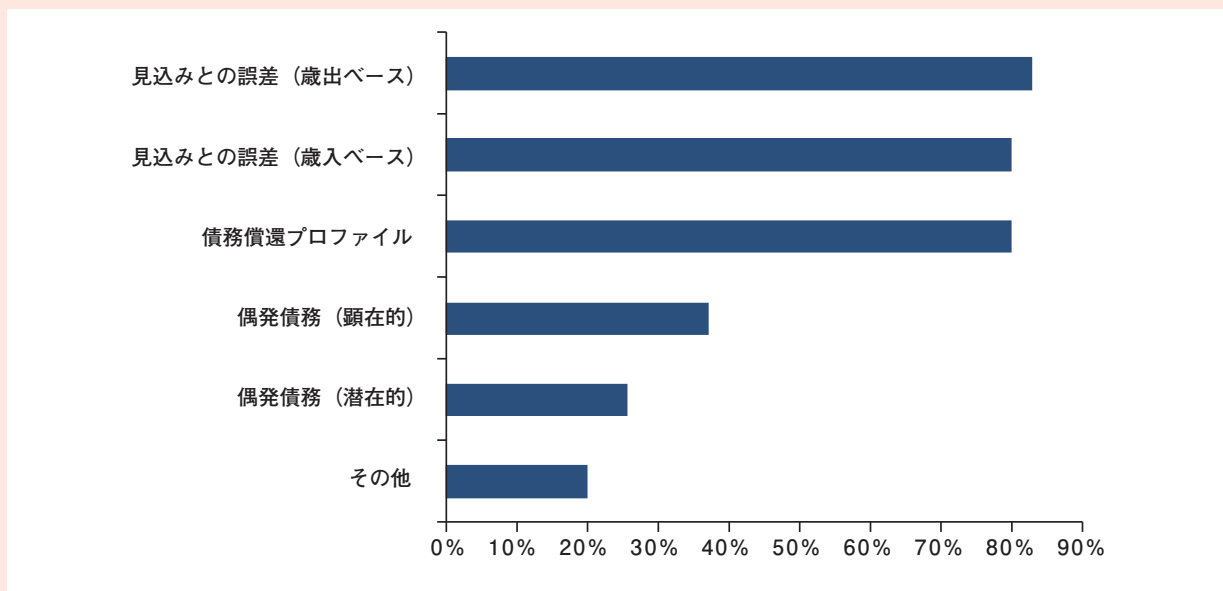
(注) 複数回答可

(出所) *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*

(2) 流動性バッファの水準と構成

流動性バッファの水準を定める際に重要となる要因としては、当初見込みからの歳出超過・歳入不足や、債務償還プロファイルという回答が多く見られました。

(図c 8-3) 流動性バッファの水準決定における重要な要因



(注) 複数回答可

(出所) *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*

より具体的な水準の設定に当たっては、大半の国がベンチマークを活用しています。よく使われているベンチマークとしては、「債務の償還・利払いに必要な資金の調達に要する期間」を挙げています。サーベイの結果は、回答国の経済規模や金融環境の構造等に応じ、1週間から1年までという幅広い回答となりましたが、最も多かったのは、1か月の歳出需要をカバーするために十分な水準というものでした。

また、「国の潜在的な資金需要を予測し、流動性バッファの合理的な水準を定めるための指標」に対する回答として多かったのは、「過去一定期間の、日次の現金支出の平均規模」、「キャッシュフローにおける見込みと実績の誤差」、「キャッシュフローのボラティリティ」といった指標であり、こうした指標を複数参照しながら水準を決定することが一般的であることが分かりました。

通貨構成については、半数の国が自国通貨のみで運用しており、構成の決定に当たってはALMモデルが多く用いられていました。

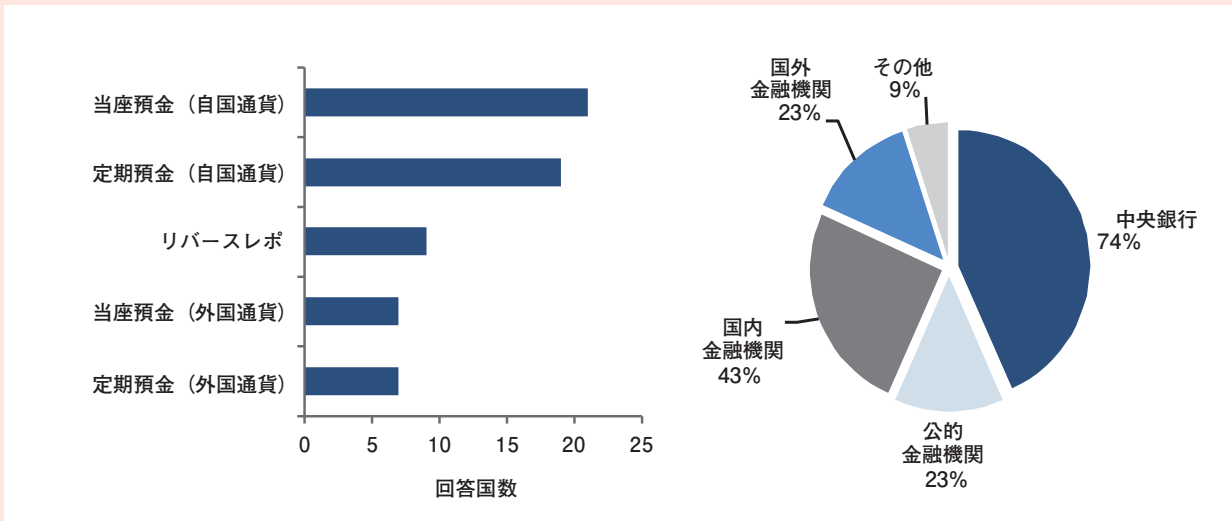
(3) 流動性バッファのコストと投資方針

流動性バッファにかかるコストを定量化することは、その便益の定量化と同様に容易なことではありません。流動性バッファを保有することにより生じるコストを定量化しているのは、保有国の半数弱程度です。用いられている計測手法としては、例えば、流動性バッファの調達コストと流動性バッファとして保有している資産を投資した際に得られる収益とを比較するといったものがあります。

流動性バッファの維持コストを賄うための運用としては、自国通貨建ての当座預金や定期預金が最も一般的で、外貨建資産で運用していると回答したのは保有国の4分の1程度でした。こうした投資により得られる利益は、調達コストと比べると低くなることが多いものの、一種の保険料のようにとらえるべきとの指摘や、より広い視野でコスト評価を行うことや定量化しにくい便益を考慮に入れることも重要であるとの意見が見られました。なお、保有国の8割弱が、こうした運用に当たっての方針（投資方針）を有しています。

流動性バッファの投資には信用リスク管理も伴いますが、保有国の7割が中央銀行に預託することで信用リスクを減らしているほか、半数の国では、運用先の信用格付けに応じて運用期間や運用額に上限を設ける方法を採用していました。

(図c 8-4) 流動性バッファの投資状況 (左図) と保有先 (右図)



(注) 複数回答可
 (出所) *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*

③ 個別当局の事例

ワーキングペーパーでは、サーベイ結果をもとにした分析に加え、個別当局の事例もとりまとめられており、より具体的で深度ある情報が提供されています。ここでは、サーベイで取り上げられた個別当局のうち、デンマークとポルトガルの事例を紹介します。

(図c 8-5) デンマーク及びポルトガルの流動性バッファ

	デンマーク	ポルトガル
保有目的等	<ul style="list-style-type: none"> 主な保有目的は、①収入と支出の期ずれ、②収入と支出の見込み(金額及び時期)の誤差、③予定外かつ多額の支出、により生じる流動性不足への対応 超過借入によって積み立てられる(年度間の国債発行額を安定化させることも意図) サーベイ時点では、中央銀行に自国通貨建の預金として保有 	<ul style="list-style-type: none"> 主な保有目的は、市場の信頼向上 超過借入によって積み立てられる サーベイ時点では、中央銀行に自国通貨建の預金として保有
規模・水準	<ul style="list-style-type: none"> 規模は、750億～1,000億クローネが目標水準(対GDP比4～5%) この目標水準は公表されている 	<ul style="list-style-type: none"> 償還プロファイルの分析や、歳入・歳出双方の予測からのずれをもとに保有水準を決定 1年間の総要調達額(T-Bill借換分を除く)の40%を賄う金額 この水準は公表されている
コスト評価	<ul style="list-style-type: none"> 短期的な尺度であるキャリーコストではなく、中期的な視点でコストを捉えることとしており、タームプレミアムを用いて評価 タームプレミアムが大きくなる場合でも、スワップ取引を通じて、金利コスト及び金利リスクを低減している 	<ul style="list-style-type: none"> ①当該年度の調達金利の平均、②総発行額にかかる金利の平均、③当該年のT-Bill調達にかかる金利の平均を用いて計測

また、具体的な事例が紹介されているわけではないものの、回答国の60%は直近5年間で実務を変更したと回答していることに加え、25%が今後実務を変更することを検討していると回答しています。ワーキングペーパーを通じて、流動性バッファの実務は発展的に変化していることが明らかとなりました。