

第47回

国の債務管理の在り方に関する懇談会

国債市場の現状と 国債への投資環境

三菱UFJ銀行

取締役常務執行役員 市場部門長

内田 和人

2018年6月15日

要旨

1. 国債市場の現状 (p3-22)

- グローバルな低成長・低インフレの下で、構造的な低金利環境が続く。足許では、米利上げ・地政学リスクを背景に新興国・低格付国から資金流出が加速、債券市場が混迷化。
- 日米欧の量的緩和政策により中央銀行の国債保有シェアが急上昇。いわゆる Fiscal dominance(財政従属)やFinancial repression(金融抑圧)の影響が深刻化。特に日本はイールド平坦化が顕著。
- 資金循環の変化により銀行の預貸バランスは預超構造が加速。銀行ALMの課題は、円貨B/S収益力の低下と外貨調達・運用の困難性。リスクコントロール能力を高める一方、国際金融規制の影響から、金利上昇時の債券投資には制約がかかってくる。

2. 日本国債管理政策の課題 (p23-30)

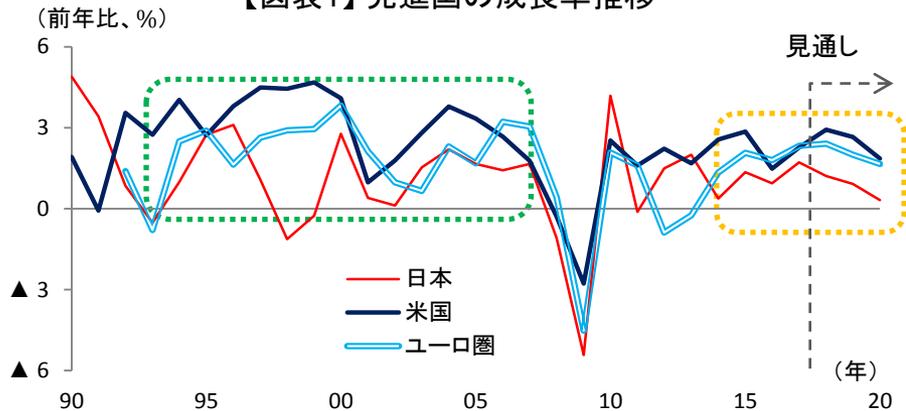
- 日本国債管理政策の課題は、国際化、信用力、流動性、市場急変時への対応の4点。
- 国際化については、決済・担保における日本国債の潜在的需要は大きく、JGBリユース(再利用)拡大に向けた制度・インフラ強化に加えて、円の国際化を推進することが重要。
- 信用力に関し(巨額の政府債務・財政赤字にもかかわらず)日本国債が高格付けを維持しているのは、①経常収支黒字・純債権国、②経済政策の多様性、③政治の安定性の3要素。
- 流動性は国債市場の低迷(機能低下)が深刻化しており、日米欧の出口政策等による金利急騰リスクが懸念される状況。こうしたなか、平常時(当面)においては、現状の国債管理政策に基づく安定消化の枠組み(各会合の機能)を強化するとともに、市場急変時に備えて「三位一体で国債の円滑消化をサポートする態勢構築」を検討することも重要と考える。

1. 国債市場の現状

1-1. マクロ経済環境の現状と見通し①

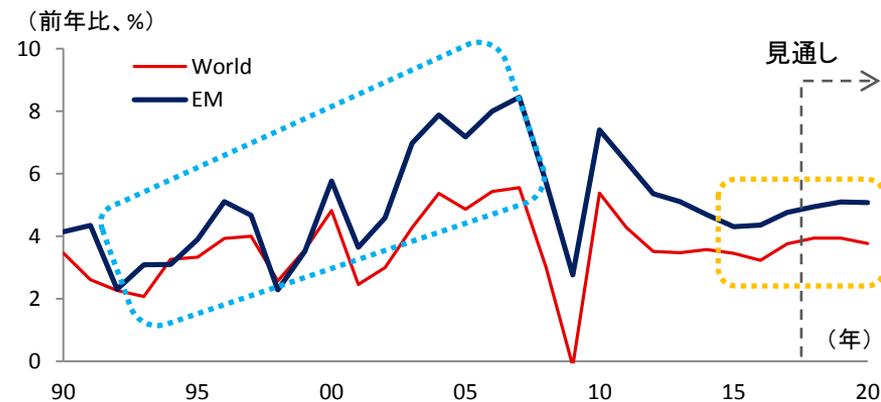
グローバルに低成長・低インフレが継続。先進国は、人口動態の変化や生産性の伸び率鈍化などの構造要因によって、潜在成長率は高まりにくい。新興国は、中国の産業構造変化や先進国の需要不足が成長を抑制する。構造的に低金利環境が継続する見通し。

【図表1】先進国の成長率推移



(資料)IMF

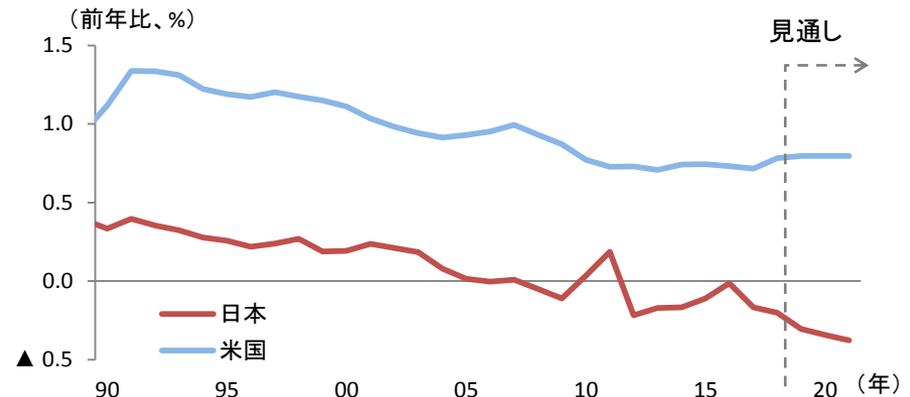
【図表2】新興国の成長率推移



(資料)IMF

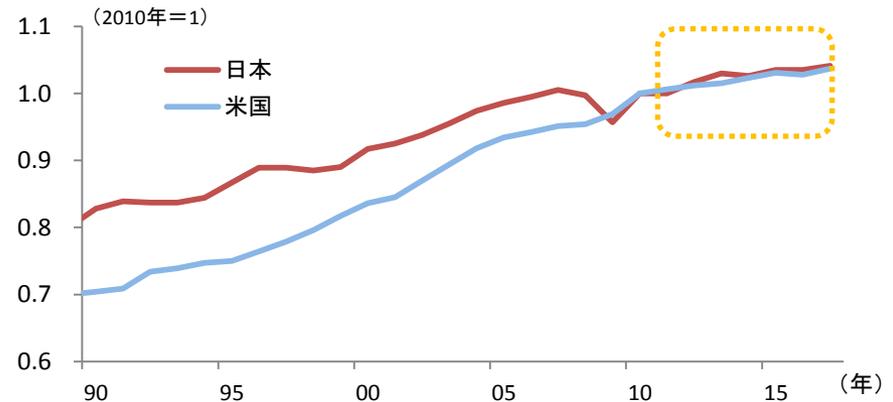
4

【図表3】日米総人口



(資料)IMF

【図表4】日米労働生産性

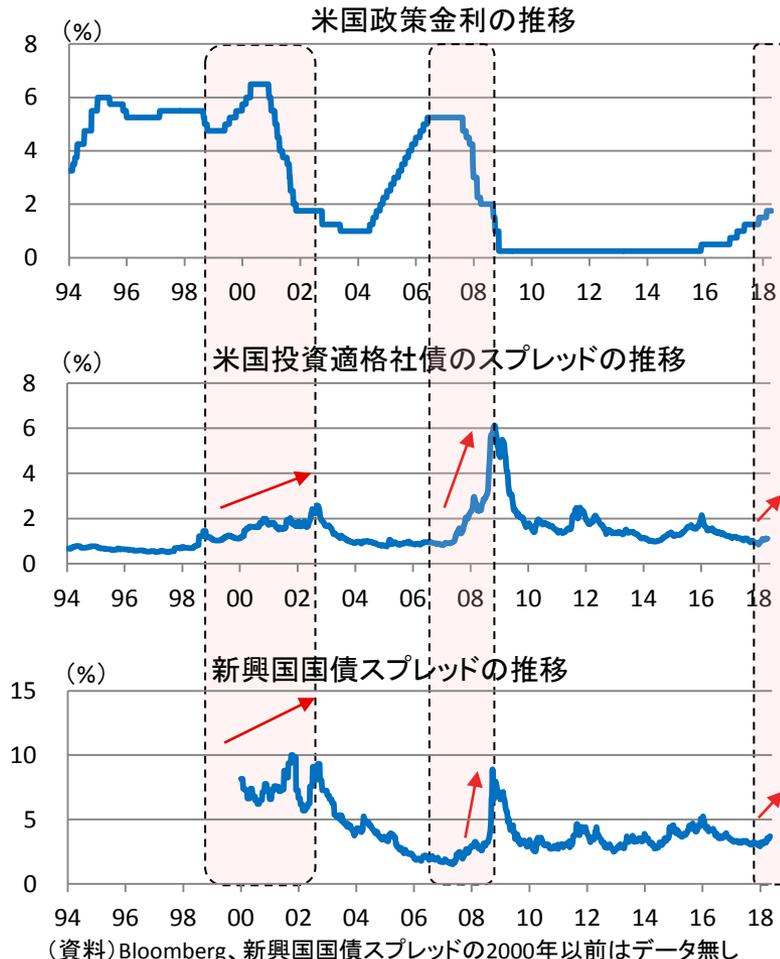


(資料)OECD

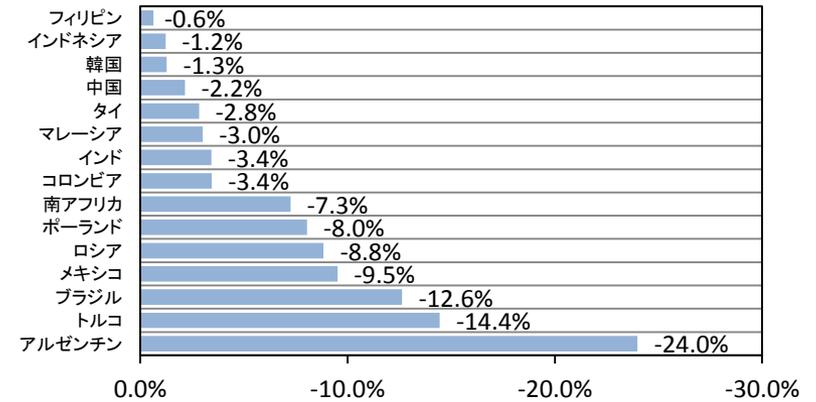
1-1. マクロ経済環境の現状と見通し②

但し、足許では米国利上げの影響や地政学リスクを背景に、新興国市場から資金流出が顕著になりつつある。「米国利上げ」⇒「新興国ショック」⇒「クレジット循環転換」⇒「世界経済の減速」といった典型的な金利・信用・景気のサイクル連動に入っている可能性には留意が必要。

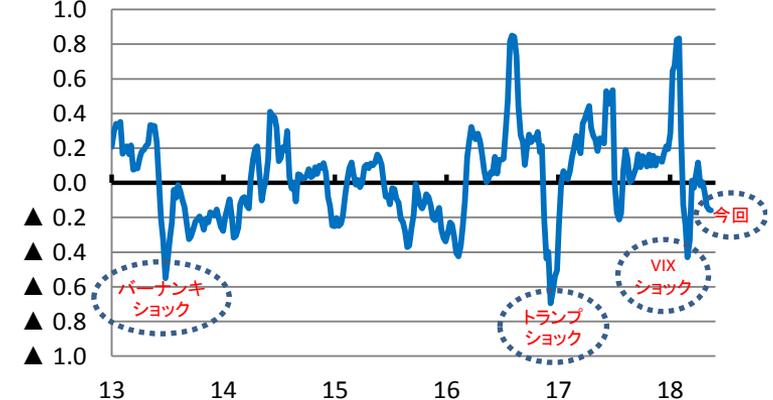
【図表1】米国政策金利とクレジット・新興国市場の関係



【図表2】新興国通貨(18年3月末から5月末の対ドル値動き)



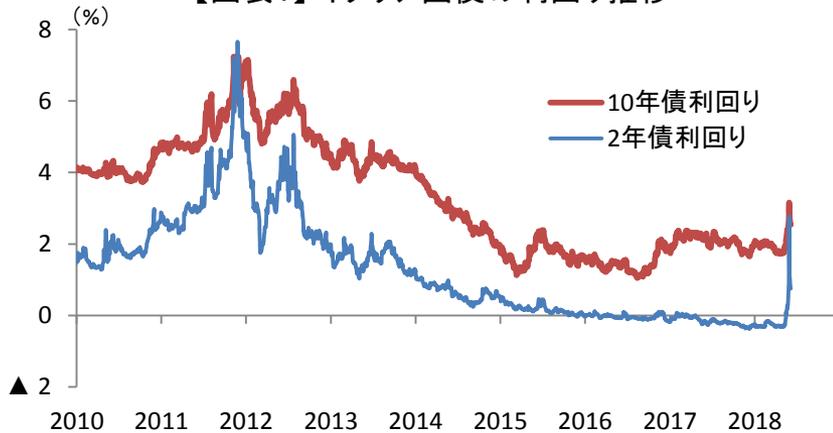
(Bn\$) 【図表3】新興国債券ファンド資金フロー



1-1. マクロ経済環境の現状と見通し③

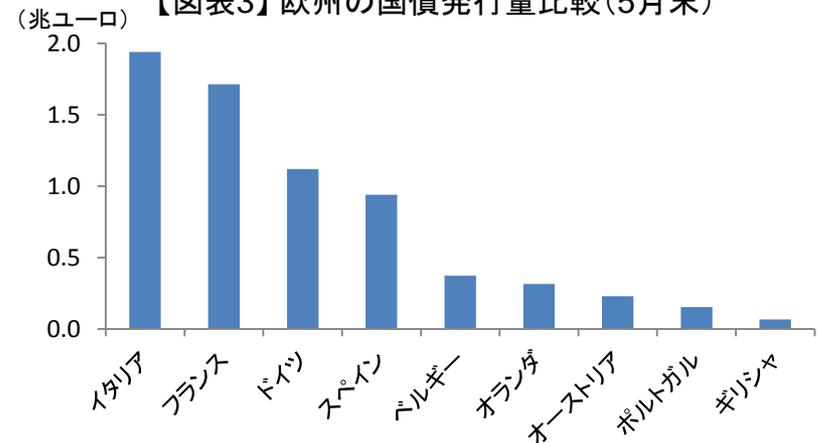
直近はイタリア政局不安を背景としたイタリア国債の急落に注視。イタリアは経常収支は黒字だが、政府債務比率及び海外債務依存度が高く、ソブリンリスクに直結しやすい。欧州ソブリン危機(2011-12年)以来のリスクプレミアム急拡大であり、欧州金融システム・新興国への波及を警戒。

【図表1】イタリア国債の利回り推移



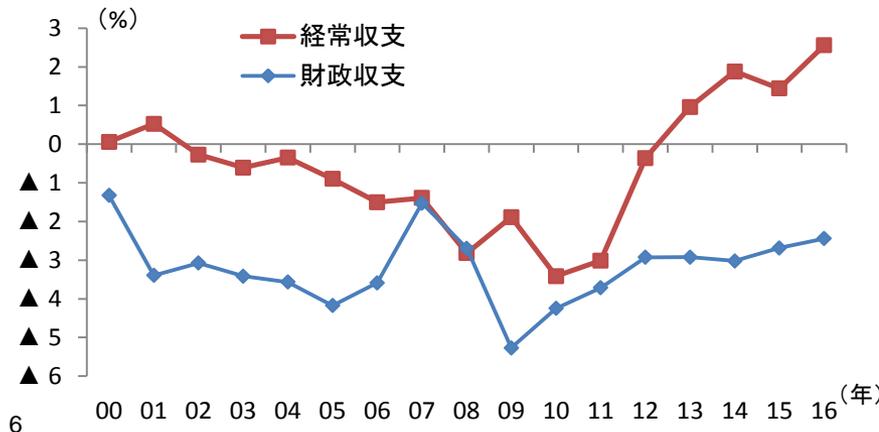
(資料)Bloomberg

【図表3】欧州の国債発行量比較(5月末)



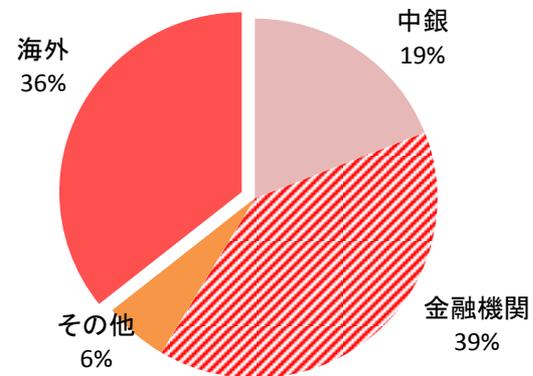
(資料)Bloomberg

【図表2】イタリアの経常収支と財政収支(GDP比率)



(資料)IMF

【図表4】イタリア国債の保有比率(18年3月)

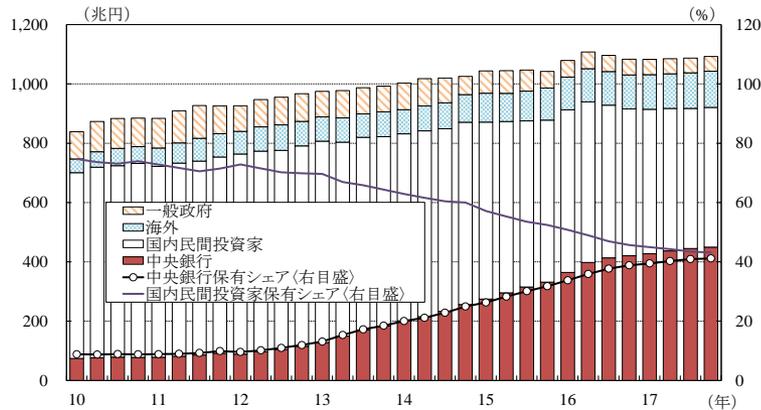


(資料) Banca D'Italia

1-2. 国債消化状況 ①主体別

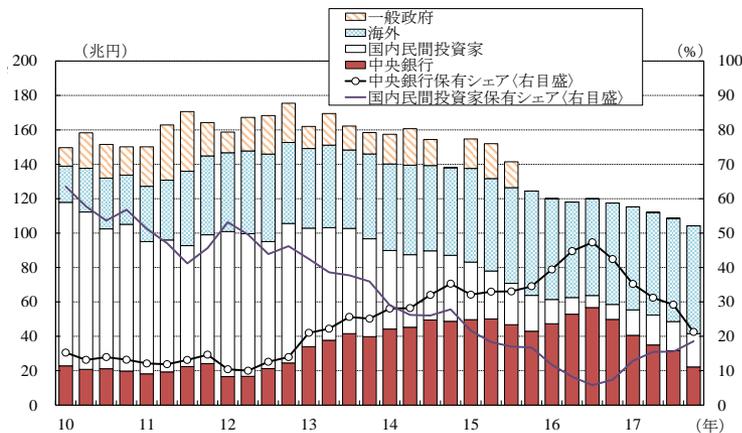
日銀の量的緩和導入以降、国債消化状況は大きく変化。足元では、日銀が新規発行分の大半を購入、既存発行額の4割超を保有している状況。他方、預金取扱金融機関(銀行)の国債保有額は、約180兆円減少し、保有シェアも40%⇒17%へ急低下している。

【図表1】国債保有残高・シェアの比較



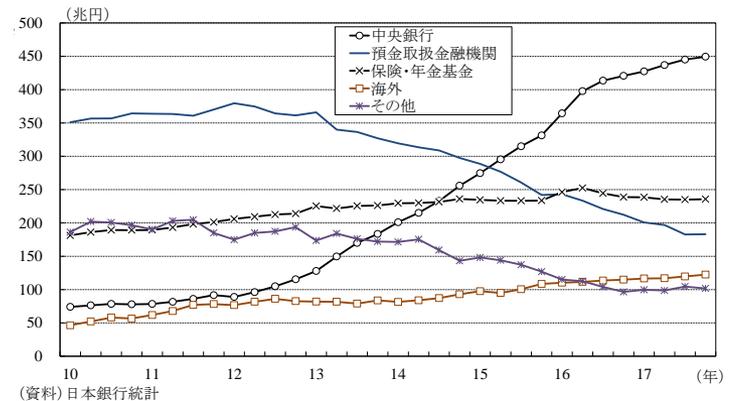
(資料)日本銀行統計

【図表2】うち国庫短期証券保有残高・シェアの比較



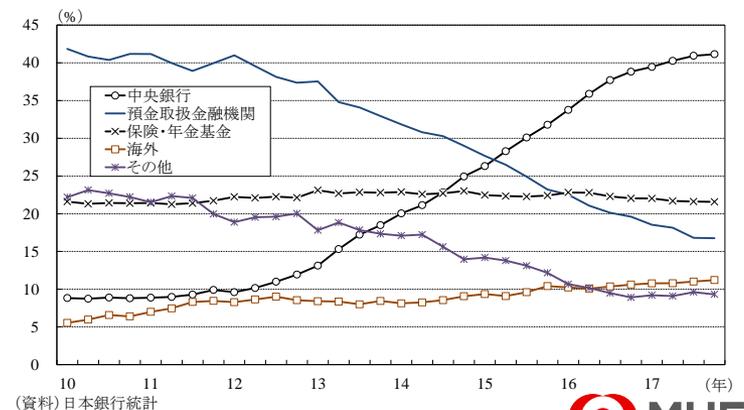
(資料)日本銀行統計

【図表3】保有主体別にみた国債保有残高



(資料)日本銀行統計

【図表4】保有主体別にみた国債保有シェア

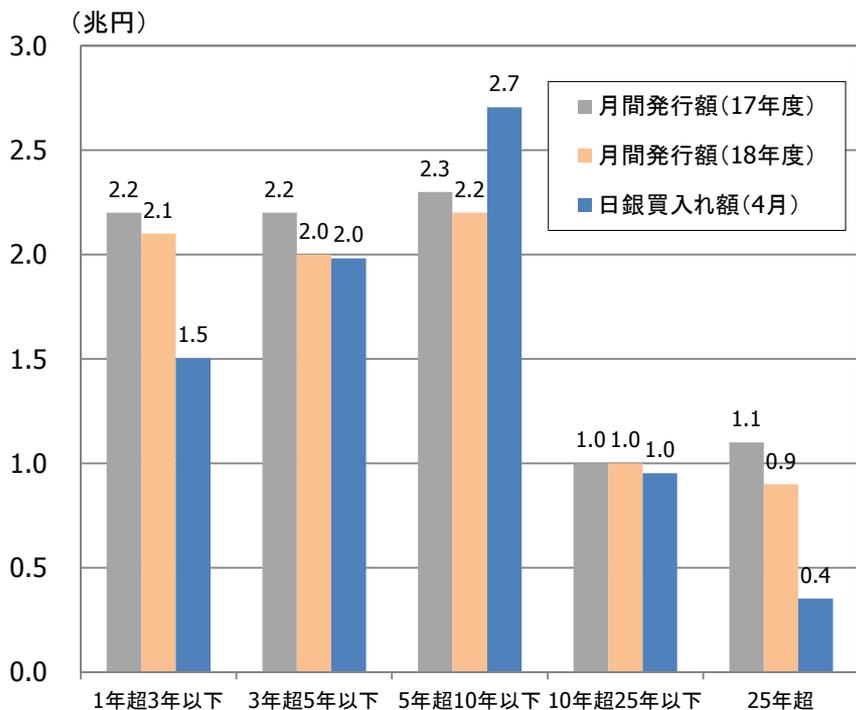


(資料)日本銀行統計

1-2. 国債消化状況 ②年限別

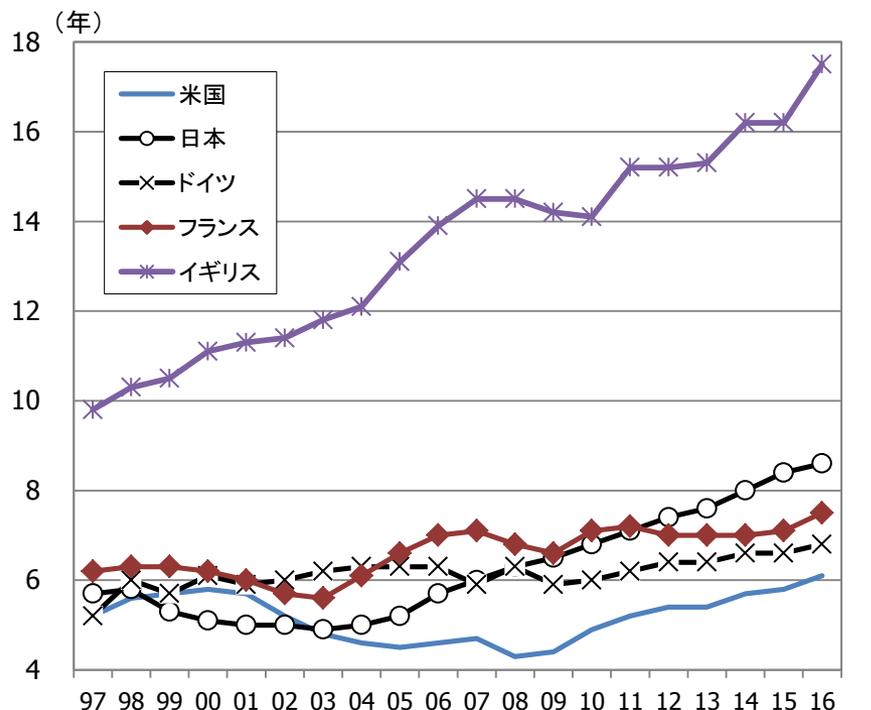
年限別に国債消化状況を見ると、3年以下の中短期ゾーン、25年超の超長期ゾーンを除き、月次の国債発行額は、最終的に日銀の買入れにより消化されている状況。特に5年超10年以下の中長期ゾーンは発行<買入れに逆転。また、平均償還年限も長期化している。

【図表1】国債発行額と日銀買入れ予定額(月間ベース)



(資料)日本銀行、財務省

【図表2】各国の国債の平均償還年限(ストックベース)

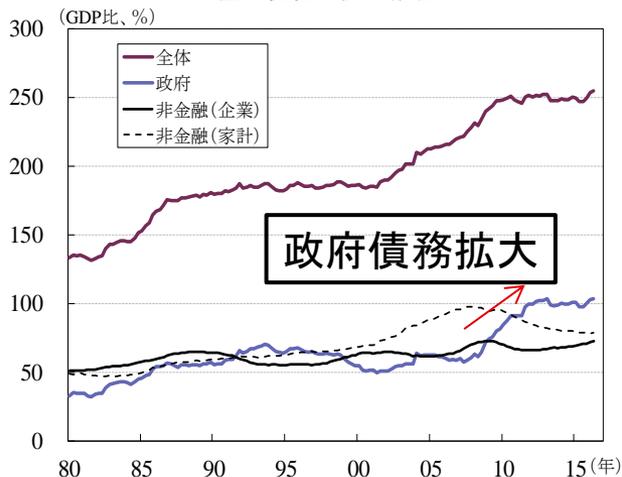


(資料)財務省

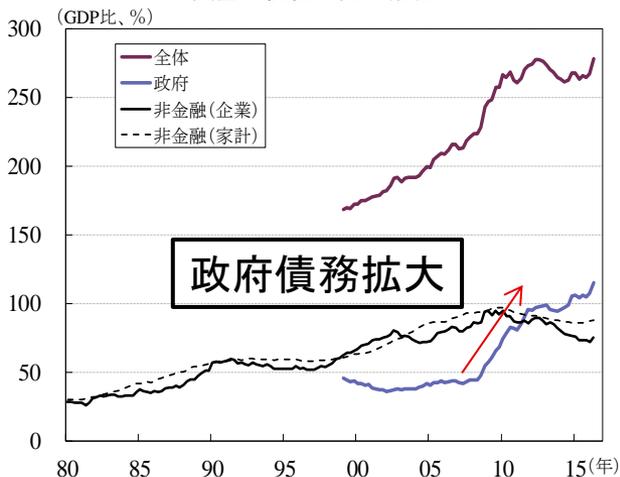
(年)

1-3. 政府債務比率の状況(主要国比較)

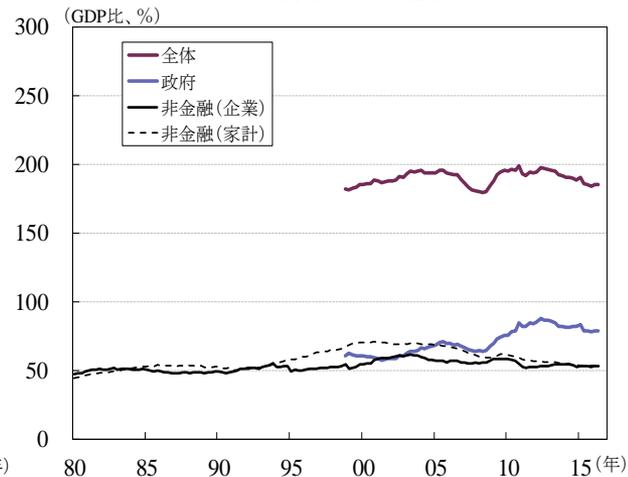
米国の債務残高の推移



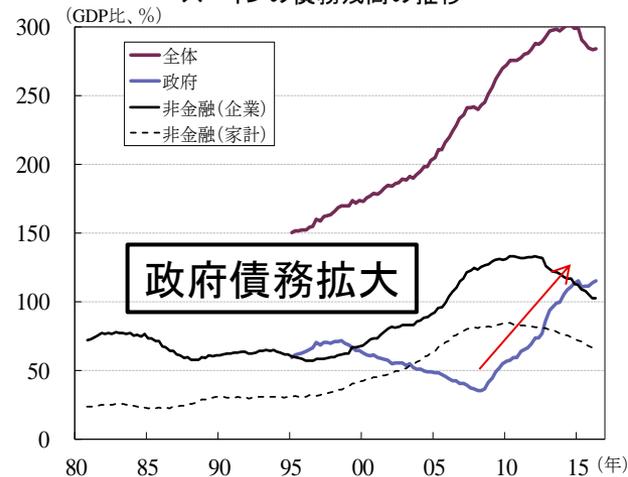
英国の債務残高の推移



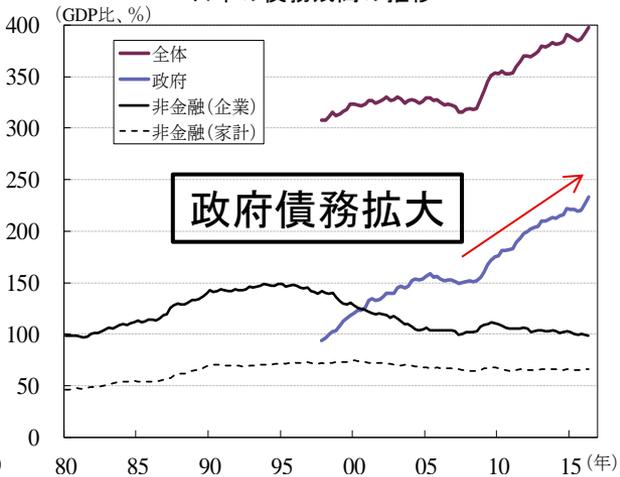
ドイツの債務残高の推移



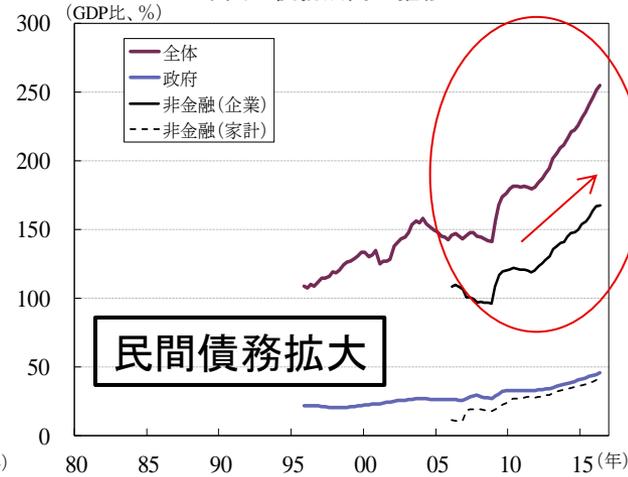
スペインの債務残高の推移



日本の債務残高の推移

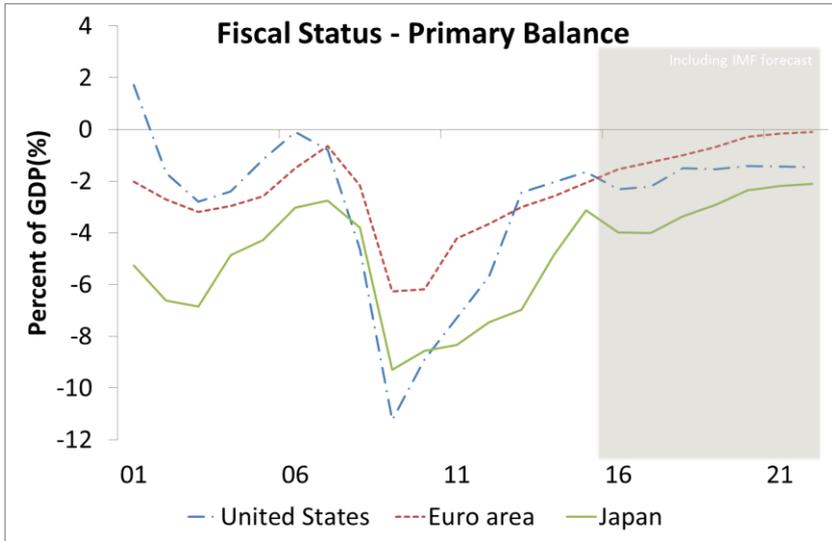


中国の債務残高の推移

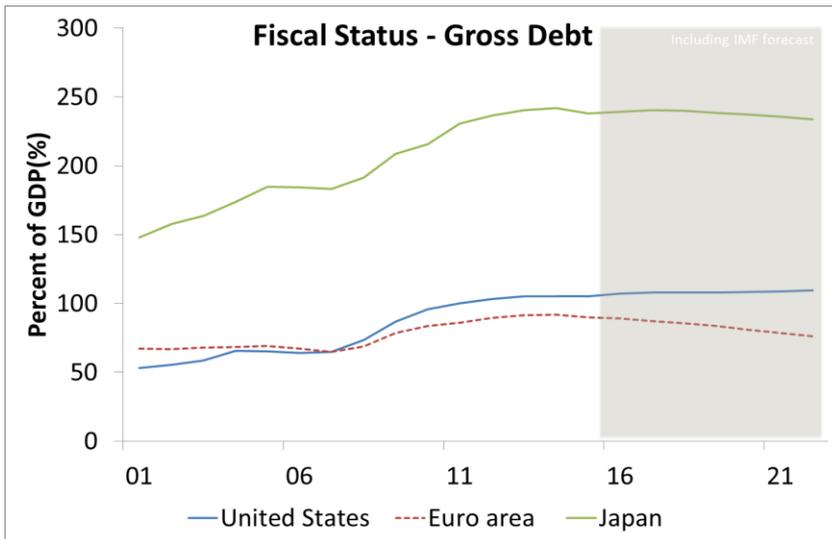


(資料) BIS

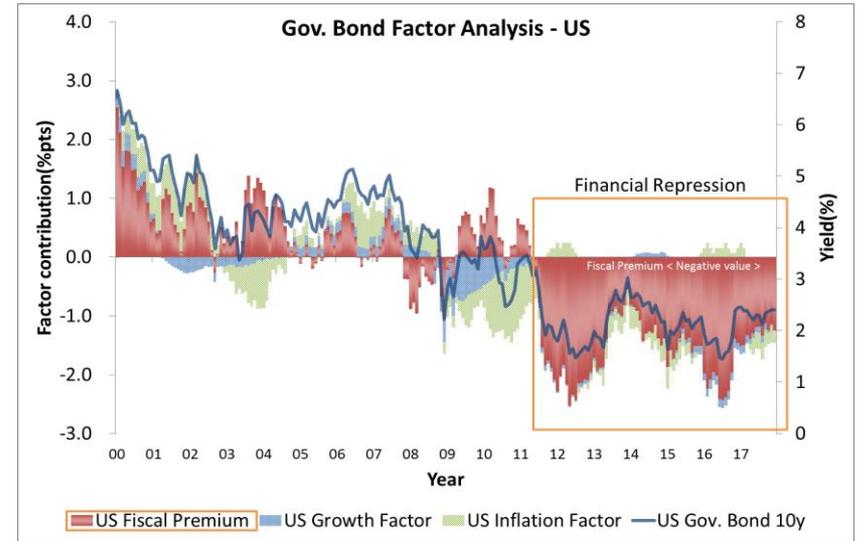
1-4. Fiscal dominance (財政従属) と Financial repression (金融抑制) ①



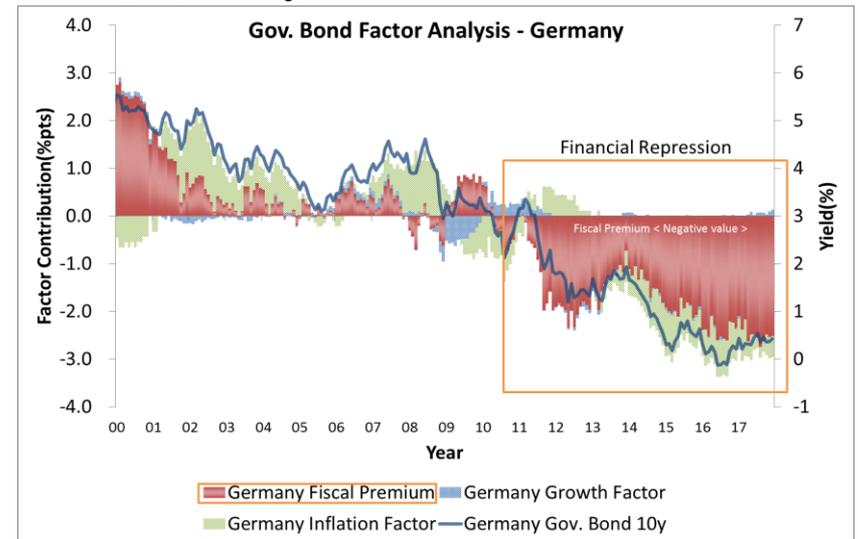
(資料) IMF



(資料) IMF



(資料) Fed, BLS, Bloomberg,

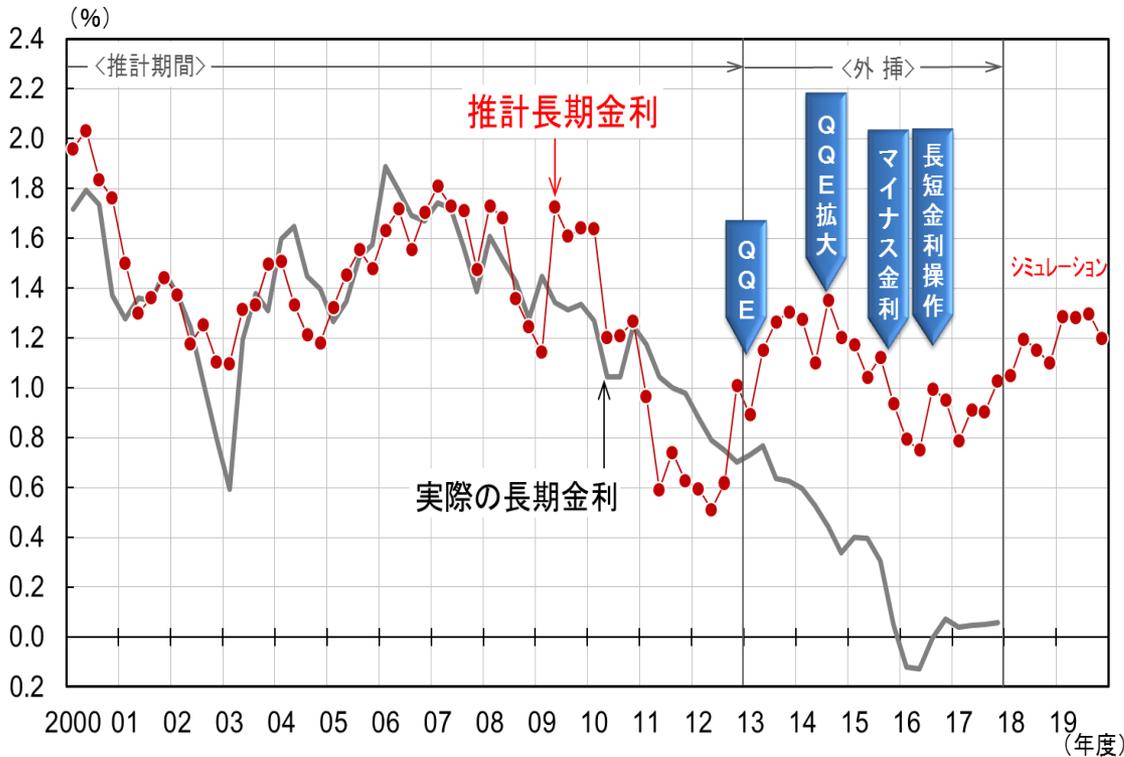


(資料) Eurostat, Bloomberg

1-4. Fiscal dominance (財政従属) と Financial repression (金融抑圧) ②

日本においても、Financial repression (金融抑圧) の影響は大きく、長期金利(10年物国債利回り)は理論値を大幅に下回る水準で推移している(乖離率は約1%)。

【図表1】ファンダメンタルズ・モデルによる推計長期金利



【図表2】ファンダメンタルズ・モデルの説明変数

説明変数	係数
切片	1.26544
X 値 1: 無担保コールレート	0.50347
X 値 2: 鉱工業生産指数	0.00958
X 値 3: 全国消費者物価指数	0.40378
X 値 4: ドル円	0.00426
X 値 5: 米国実質長期金利	0.23945
X 値 6: 余剰キャッシュフロー	0.06619

注: 1. 被説明変数の長期金利は新発10年利付国債の利回り四半期平均

2. 説明変数の内訳

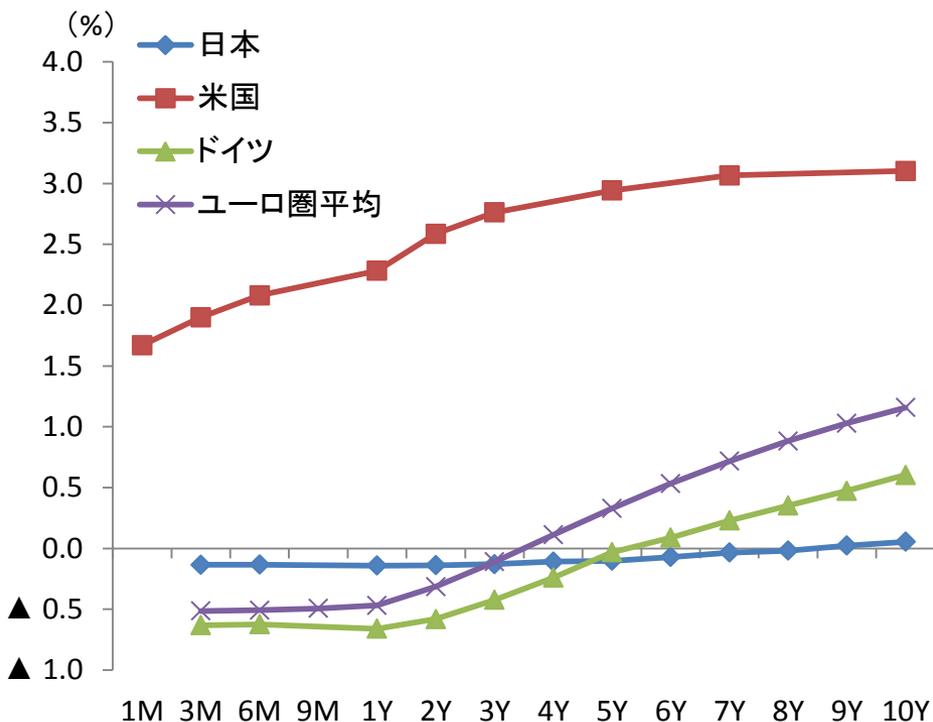
- X値1: 翌日物(四半期平均)
- X値2: 季節調整値の前期比年率<認知ラグ1期>
- X値3: 生鮮食品を除くコア、消費増税の影響を除く、3年前同期比年率<認知ラグ1期>
- X値4: 四半期平均の前期比年率
- X値5: 米10年物国債利回り(四半期平均)
- コアCPI(前年同期比)<認知ラグ1期>
- X値6: 設備投資額-キャッシュフロー<認知ラグ1期>、
キャッシュフロー=(経常利益÷2)+減価償却費

(資料) 日本銀行、経済産業省、総務省、財務省、日本経済新聞社、Bloomberg等より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

1-4. Fiscal dominance (財政従属) と Financial repression (金融抑圧) ③

日本のイールドカーブは欧米対比で極端に平坦化しており、国債投資効率が著しく低い (ロールダウン効果等が皆無 = 残存14年の国債に投資してトータルリターンが0.8%)

【図表1】日米欧イールドカーブ(2018年5月16日)



(資料) Bloomberg

【図表2】主要国における国債投資効率の比較

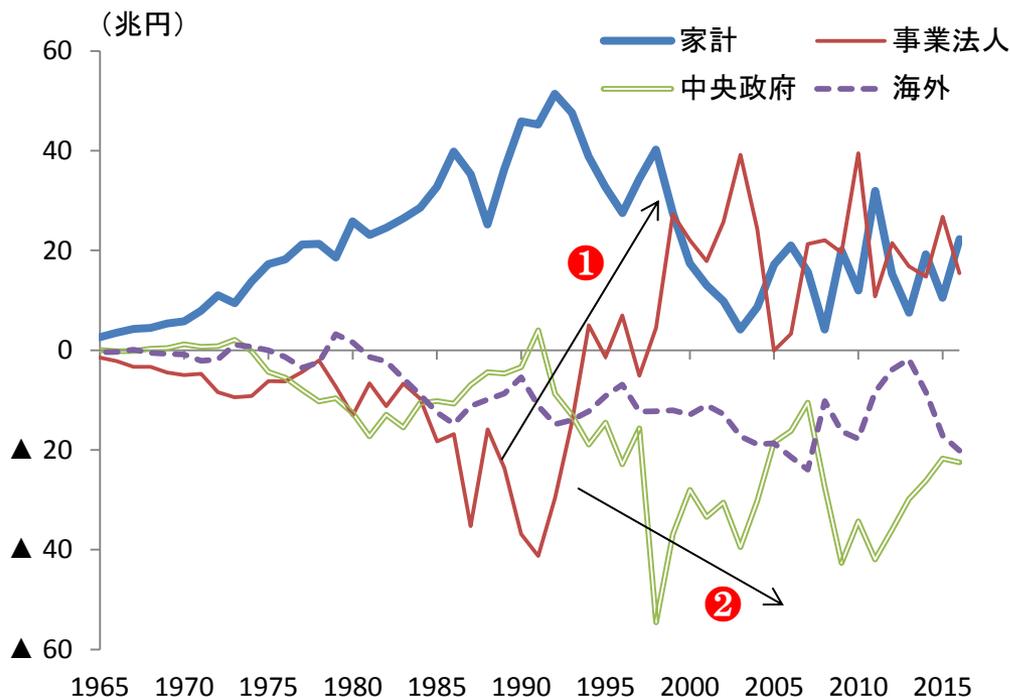
	シャープレシオ最大化戦略		収益最大化戦略	
	該当する国債 (年、残存期間)	トータルリターン (年率・%)	該当する国債 (年、残存期間)	トータルリターン (年率・%)
日本	14	0.8	20	1.5
米国	2	3.0	30	3.3
ドイツ	10	1.8	30	1.9
フランス	8	1.7	30	2.3
英国	5	1.8	9	2.5

(注) 2018/5/16時点, トータルリターンはBuy and Hold・期間6ヶ月でのキャリー+ロールダウンで計算, リスクフリーレート 0%, ボラティリティは250営業日・日次ベース, 2~30年債を用いて試算 (資料) Bloomberg

1-5. 資金循環の構造変化と銀行預貸バランス

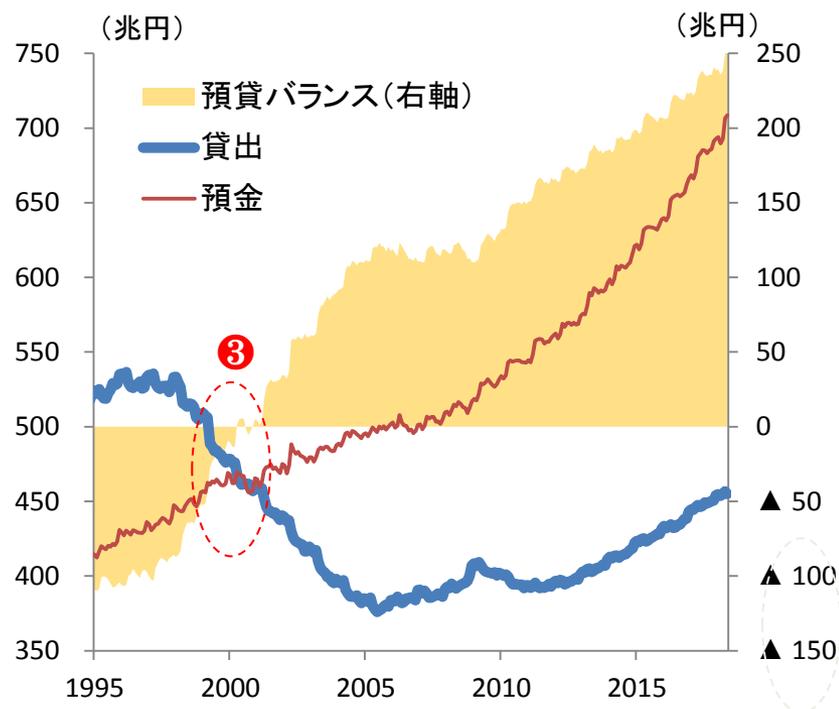
わが国の資金循環は、かつては家計の資金余剰と企業の資金不足が双方向に拡大し、銀行の預貸バランスは貸超であったが、バブル崩壊後に企業のバランスシート調整が急速に進展(①)。2000年以降は企業の資金余剰が拡大し、銀行の預貸バランスは預超へ転換(③)、その後も預超構造は一段と加速するが、これは中央政府の資金不足(②)をファイナンスする形。

【図表1】部門別の資金過不足の推移



(資料)日本銀行

【図表2】国内銀行の預金・貸出月末残高と預貸バランス

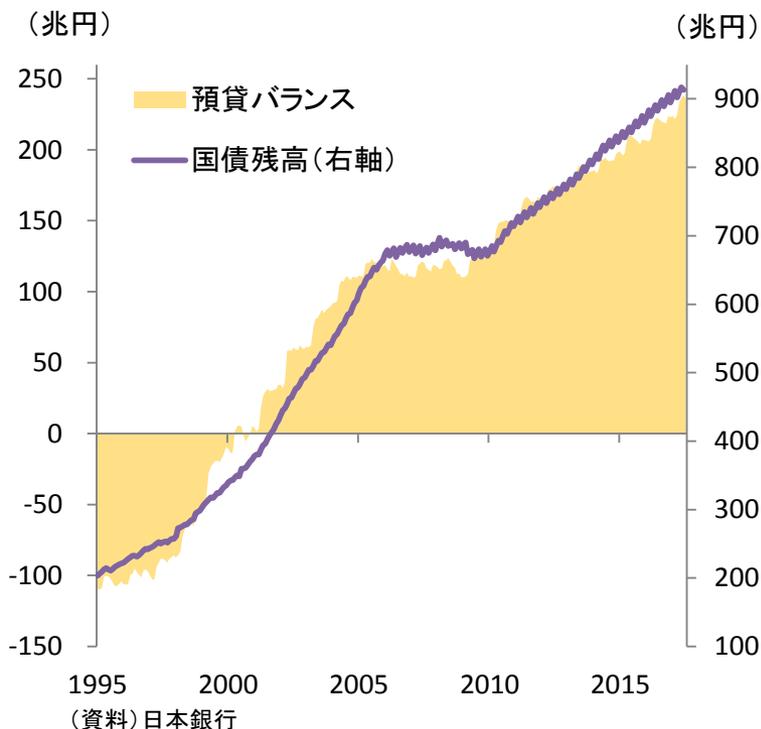


(資料)日本銀行

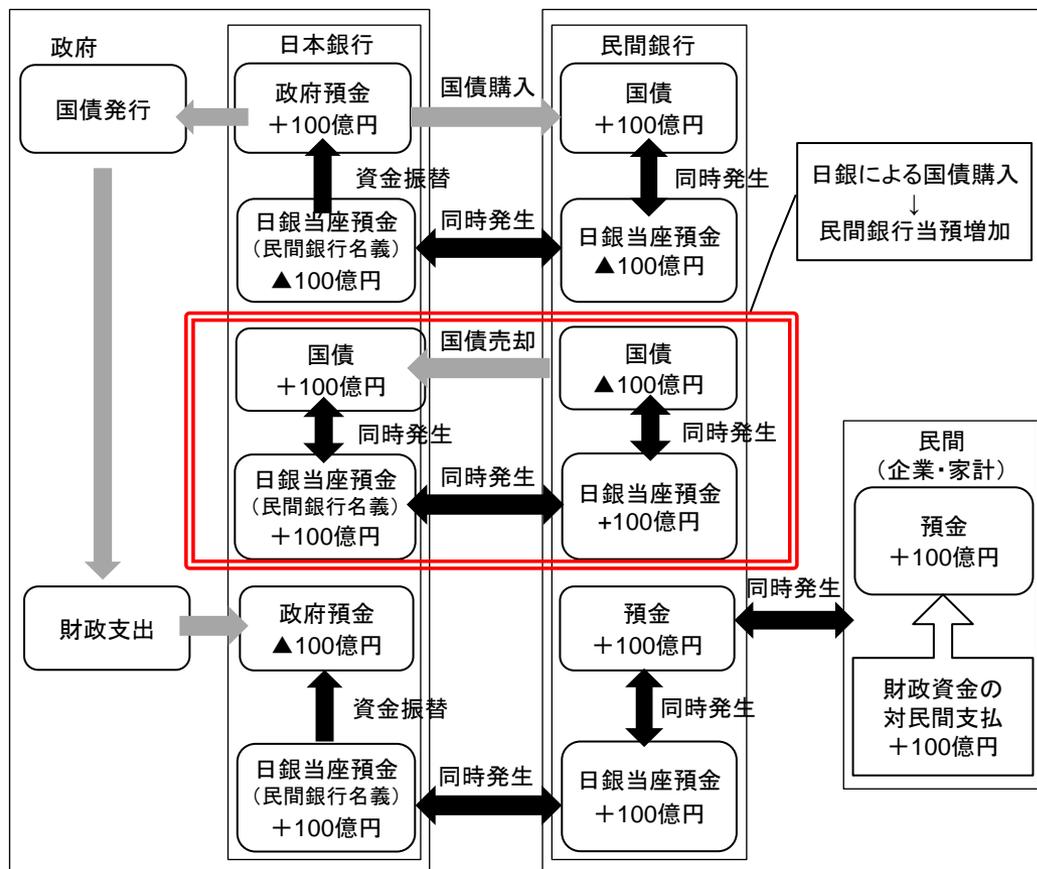
1-5. 銀行の預貸バランスと国債保有構造

預貸バランスと国債残高の動きは略一致しているが(図表1)、財政拡張(国債増加)が預超拡大要因となる側面がある。政府が財政支出(国債発行)を行う場合、政府預金から日銀当座預金へと振り替えられ、同時に民間銀行の国債と民間の預金が増加する。貸出動態に変化が無ければ財政支出は預貸バランスを拡大させる(図表2)。現在は日銀の国債買入れにより、預超拡大と日銀当座預金双方が増加する状況。

【図表1】国内銀行の預貸バランスと国債発行残高



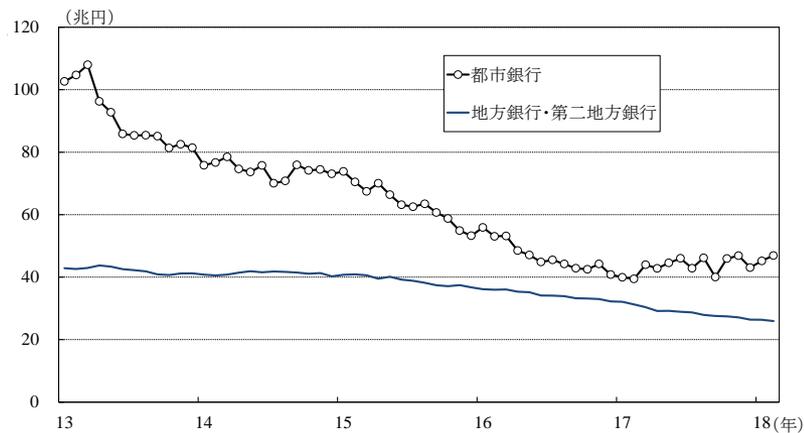
【図表2】マネーフローストラクチャー



1-6. 銀行ALMの国債運用 ①国債保有状況

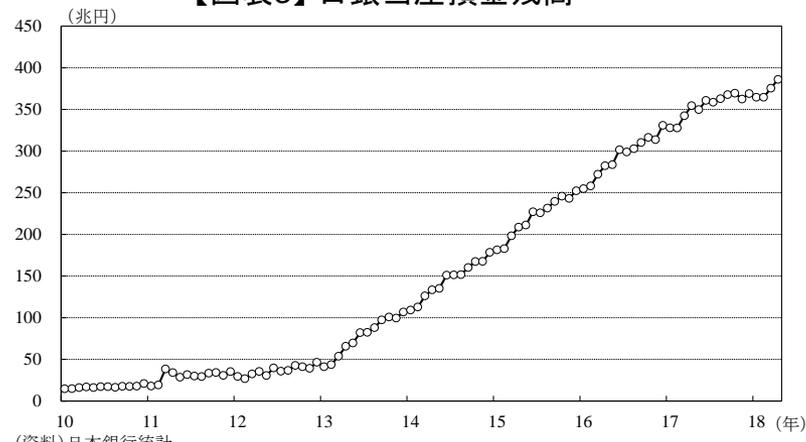
銀行全体の国債保有額は都市銀行主体に大幅減少し、日銀当座預金が累増。但し、担保・決済需要等から国債保有は重要であり、足許は最低限の確保により、横ばい。

【図表1】都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有残高



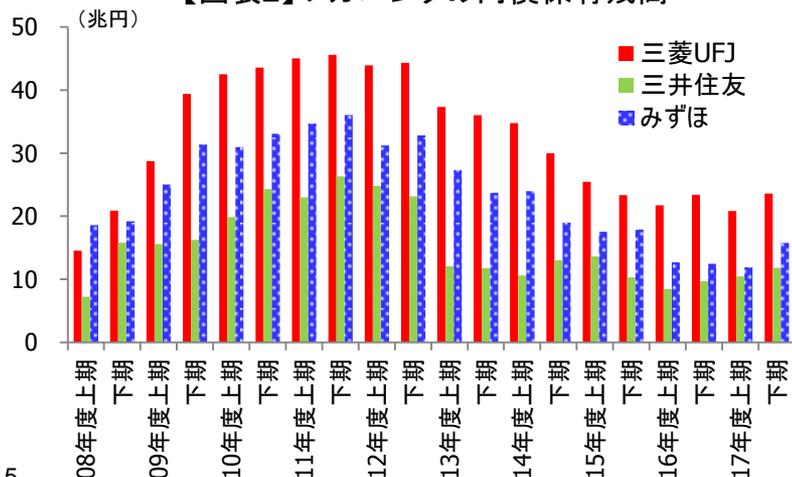
(資料) 日本銀行統計

【図表3】日銀当座預金残高



(資料) 日本銀行統計

【図表2】メガバンクの円債保有残高



15

(資料) 各行決算開示資料

【図表4】本邦金融機関の国債担保需要

担保需要	用途・目的
コラテラルスワップ	外債と日本国債の交換 (外貨流動性規制対応)
クロスカレンシーレポ	外貨資金と日本国債の交換 (外貨流動性規制対応)
日銀担保	円貨流動性対応
決済用担保	決済システム要請
証拠金担保	証拠金規制対応

1-6. 銀行ALMの国債運用 ②ALM運営の課題

銀行ALMの課題として、円貨は貸出利回り低下や運用利回り低下によるB/S収益力の悪化、外貨は米国利上げや金融規制強化に伴う調達コスト上昇に加えて、地政学リスクがもたらす市場変動がある。

【環境変化を捉えたALM運営の課題】

環境

円貨

- 超低金利政策(含むマイナス金利)の長期化、イールドカーブ平坦化
- 預貸ギャップの拡大(マイナス金利の受け皿としての銀行預金増加)
- IT化・Digitalizationへの対応(投資・経費の増加)

外貨

- 米国金融政策の正常化に伴う利上げサイクル開始
- 金融規制強化、制度変更
- 地政学リスク(新興国から資金流出)及び円高リスク

課題

【円貨の課題】

- 資金収益(NII)の構造的低下
- マイナス金利下での国債運用
- イールドカーブのフラット化によるロールダウン効果の低下
- 預超拡大に伴う貸出マージンの縮小、日銀当座預金のマイナス金利付与
- 経費 > 資金収益による本業収益の悪化リスク

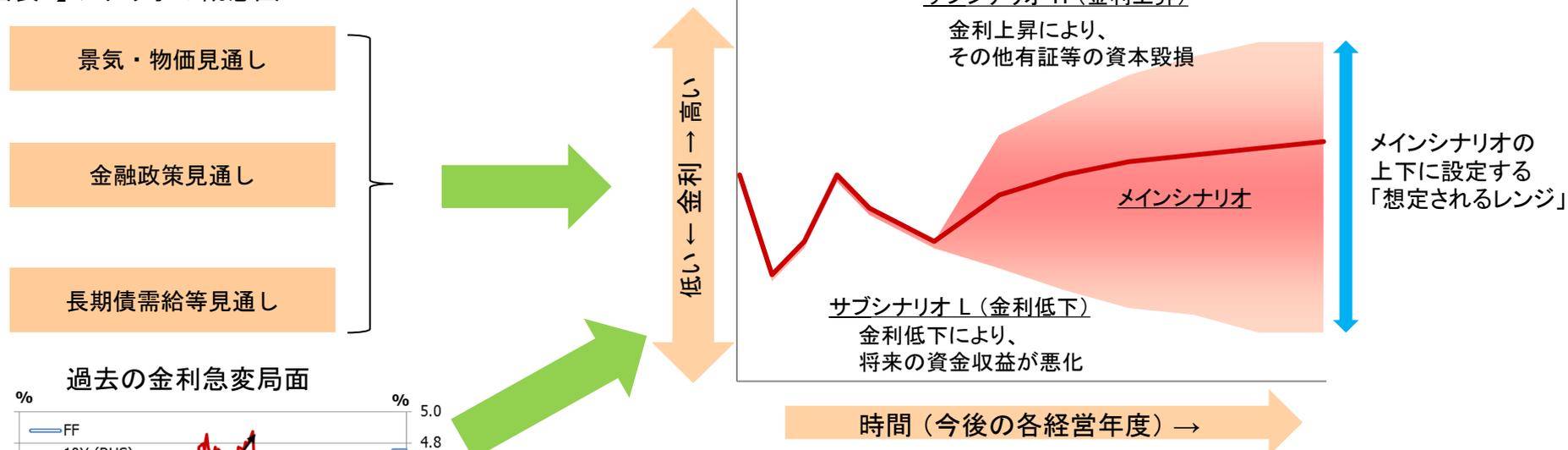
【外貨の課題】

- 外貨調達コストの上昇
- 長短イールドカーブのフラット化による投資運用収益の悪化
- 米国長期金利上昇による評価損益の悪化
- 規制・制度対応に対する管理コスト増
- 市場変動率上昇に伴うアセットアロケーションコントロールの困難性

1-6. 銀行ALMの国債運用 ③市場リスク運営

マクロ経済・金融政策の分析をベースに金利シナリオ(メインシナリオ)を策定し、さらに過去の大幅な市場変動局面を参考にサブシナリオH(金利上昇)、サブシナリオL(金利低下)、ストレスシナリオ(過去最大の金融ストレス時)を加え、想定レンジを設定する。各々のシナリオについて、マクロ経済(物価等)、需給、市場乖離率等から蓋然性をチェックする(多面的シナリオ検証)。定点的に予兆管理を行うとともに、ストレス時において評価損失が自己資本を大きく毀損しないか等を随時確認しながら、ALM運営(市場リスクコントロール)を機動的に実施している。

【図表1】シナリオの概念図



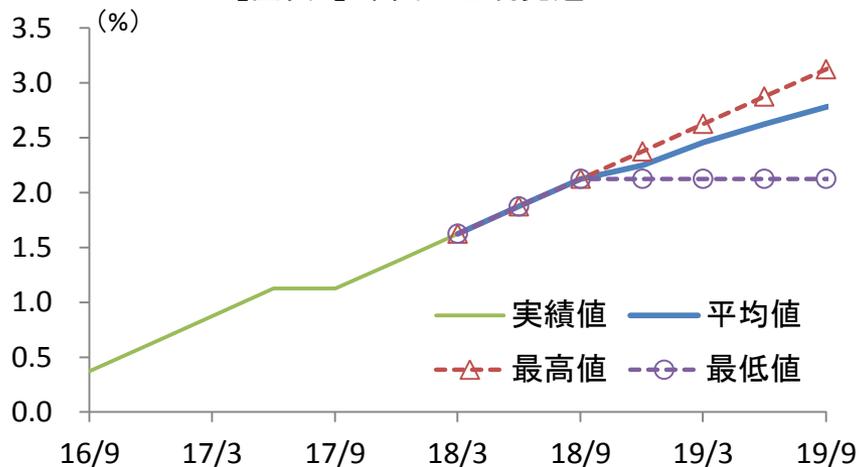
2004年の米利上げ直前には、米10年金利が120bp上昇

【図表2】シナリオの種類

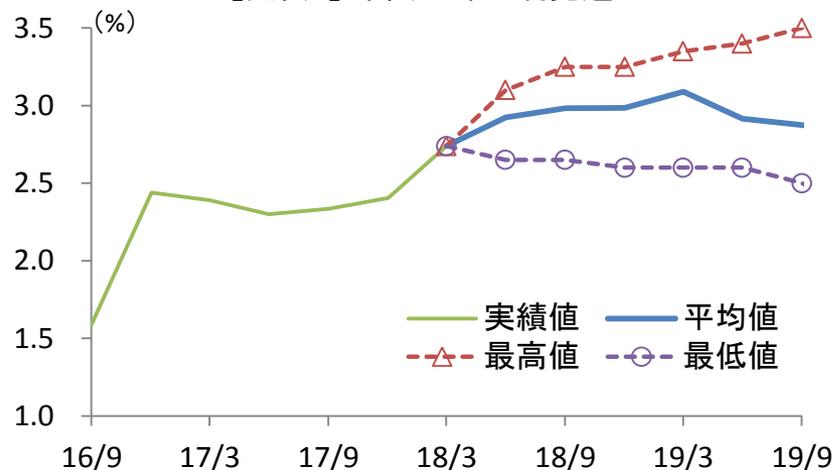
メインシナリオ	最も蓋然性の高いシナリオ
サブシナリオH	蓋然性の高い景気拡大シナリオ(金利上昇・株価上昇)
サブシナリオL	蓋然性の高い景気減速シナリオ(金利低下・株価下落)
ストレスシナリオ	過去局面の最大ドローダウンを参考に作成
テーマ別	「米利上げ」「日本格下げ」等、テーマに応じて作成

1-6. 銀行ALMの国債運用 ④市場参加者見通し

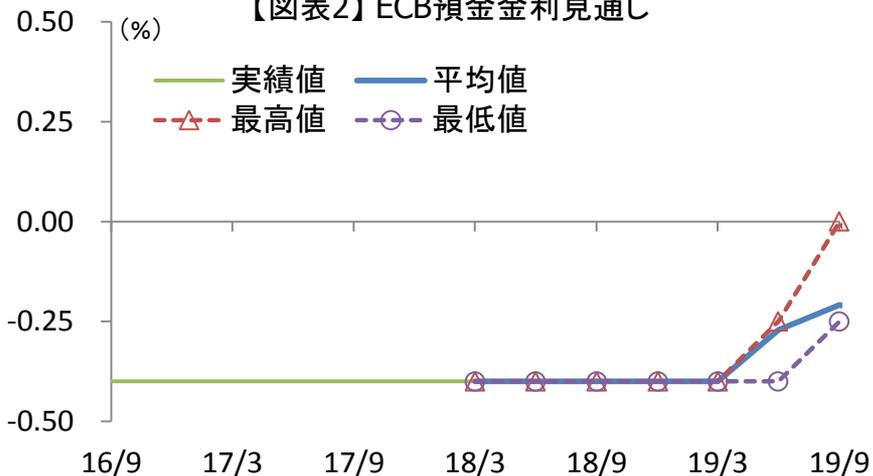
【図表1】米国FF金利見通し



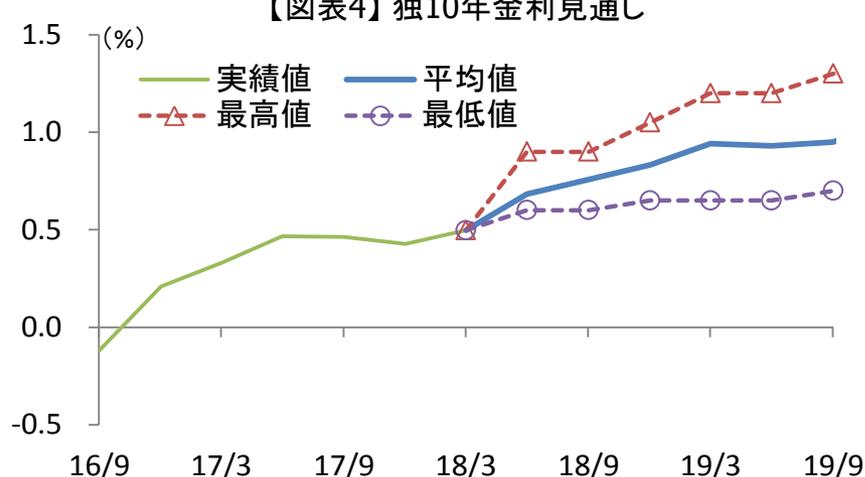
【図表3】米国10年金利見通し



【図表2】ECB預金金利見通し



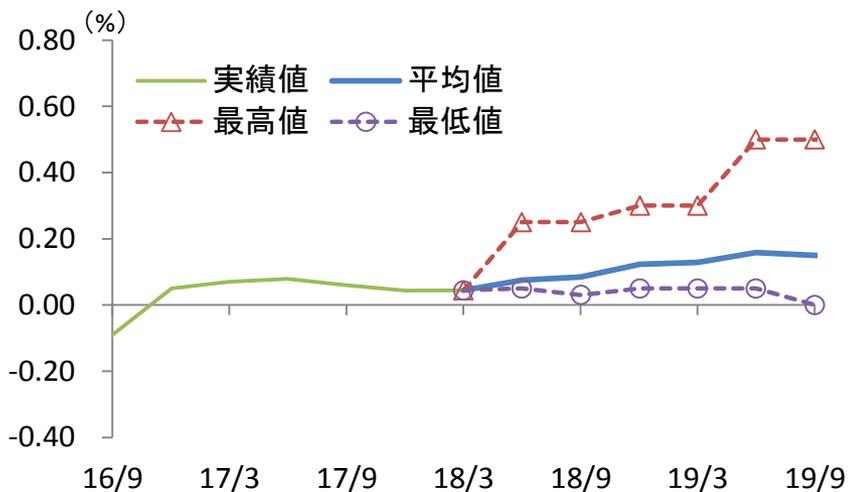
【図表4】独10年金利見通し



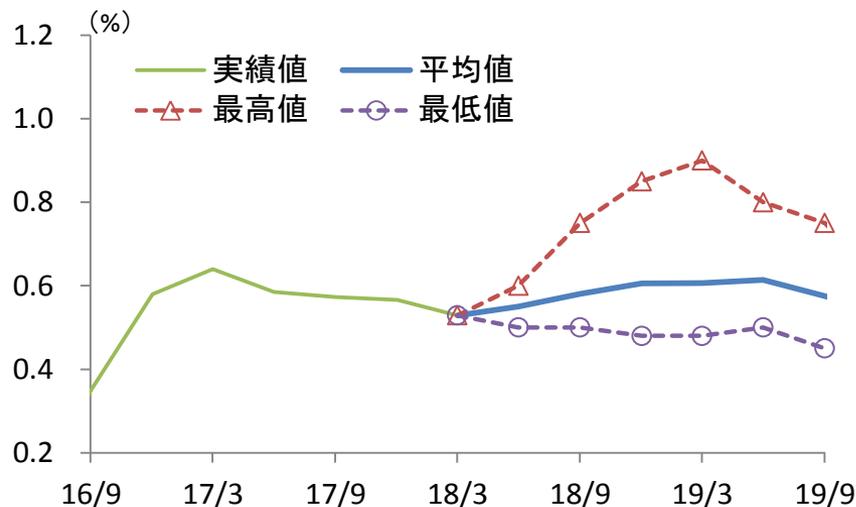
(資料)国内・海外の主要証券会社

1-6. 銀行ALMの国債運用 ⑤市場参加者見通し

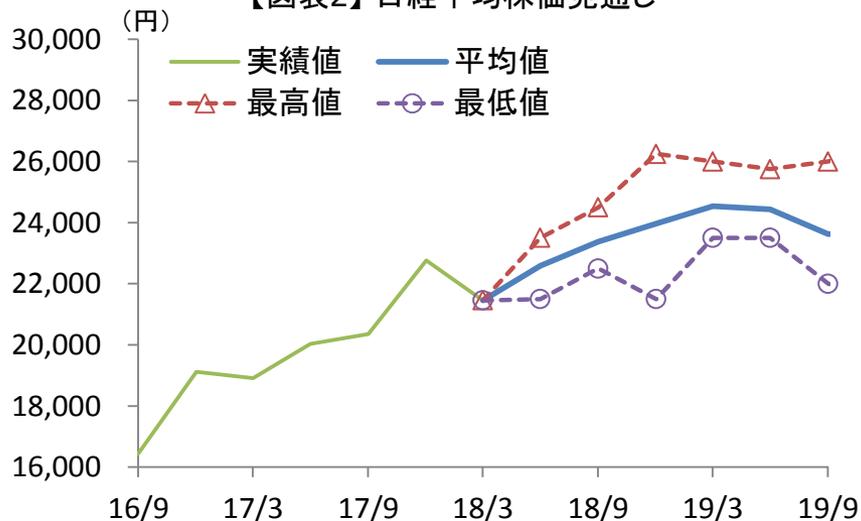
【図表1】日本10年金利見通し



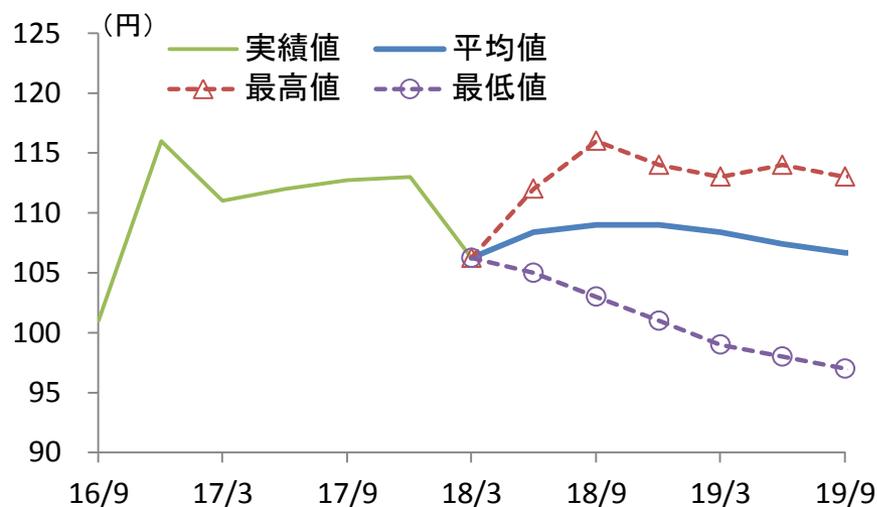
【図表3】日本20年金利見通し



【図表2】日経平均株価見通し

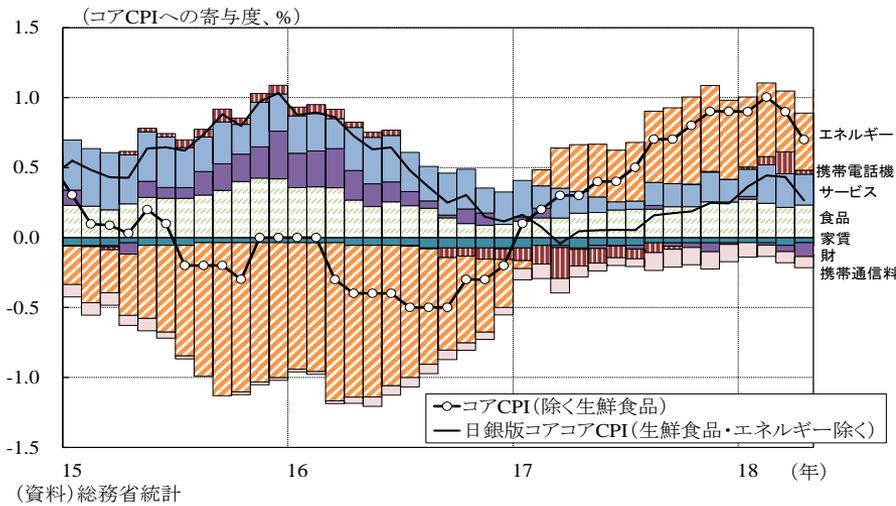


【図表4】為替(ドル円)見通し



1-6. 銀行ALMの国債運用 ⑥多面的シナリオ検証

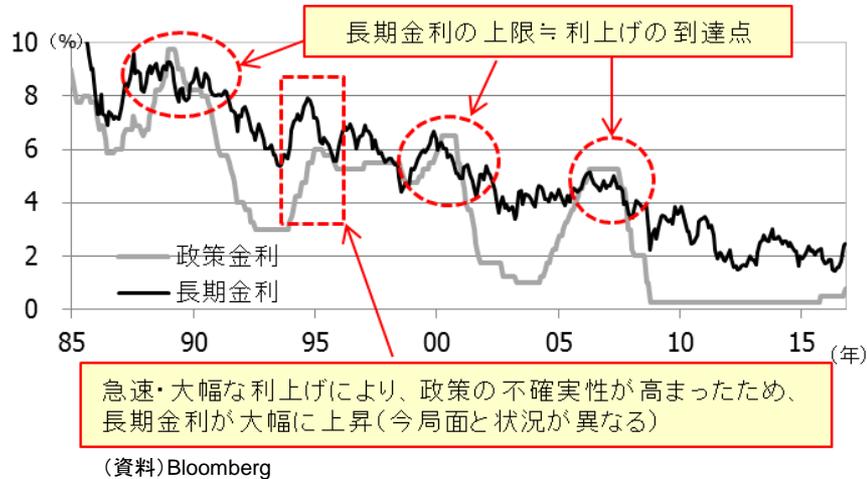
【図表1】日本コアCPI分析



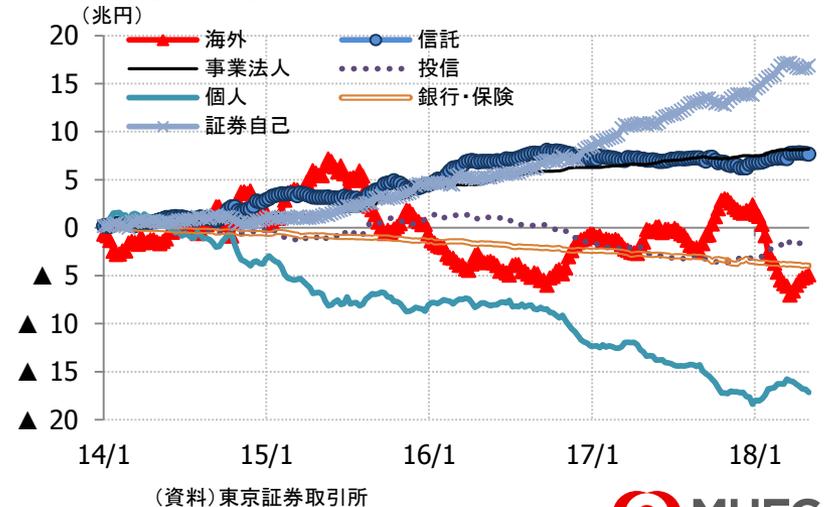
【図表3】日本株のPERの推移



【図表2】米国長期金利と政策金利の関係



【図表4】日本株投資部門別株式売買状況(累積)



1-6. 銀行ALMの国債運用 ⑦金利上昇リスク対応

「日銀の出口戦略早期化」や「日本のソブリンリスク顕在化」などの金利急騰リスクに対する予兆管理を定期的に実施するとともに、金利急騰時のストレスシナリオを想定し、同シナリオが実現した場合の損失見込み及び自己資本の毀損影響を試算し、コンティンジェンシープランを予め策定する(同プランの発動ポイントも明確化)。

ストレステスト

3年程度のフォワードルッキングな金利上昇ストレスシナリオを策定

日銀の出口戦略
早期化

日本のソブリン
リスク顕在化

米国連続利上げ
加速

ストレス時の総合損益悪化等の影響額を試算

有価証券含み損や自己資本比率へのインパクト等を分析

ALM運営計画(債券投資等)の妥当性を評価

一定の基準を下回る場合

コンティンジェンシープランの策定を検討

予兆管理

左記ストレスシナリオ顕在化を事前に検知するための指標と閾値を設定し、状況をモニタリング

【例】出口戦略開始の予兆管理

【経済指標】

	閾値	警戒レベル
政策目標の達成度		
CPI	●%	低
物価見通し	●%	低
国内の需給環境		
需給GAP	●%	低
失業率	●%	中
家計の賃金動向		
給与支給	●%	中

【政策スタンス】

当局者による発言、文書によって定性的に判断

【例】ソブリンリスクの予兆管理

複数の指標を用いてスコアリング

視点	主たる指標
格付け	主要格付機関の格付け
財政リスク	財政収支 GDP比率 等
経済リスク	経常収支 家計貯蓄率 対外純債権残高 等
JGB保有者リスク	日銀の保有比率 海外投資家の保有比率 等
市場・その他リスク	国債市場動向 為替動向 内閣支持率 等

モニタリングによりシナリオの蓋然性が高まった場合

コンティンジェンシープラン及びその発動ポイントを具体化(常備)

1-6. 銀行ALMの国債運用 ⑧国際金融規制動向

現在、銀行ALM運営において、以下に示す各国際金融規制の影響を強く受けている(流動性、金利リスク、レバレッジ等)。特に、バンキング勘定の金利リスク(IRRBB)では、アウトライヤー比率開示が義務付けられ、金利リスクが従来よりも取りづらくなっており、金利上昇局面でプロシクリカリティに作用する可能性がある(金利上昇を増幅)。

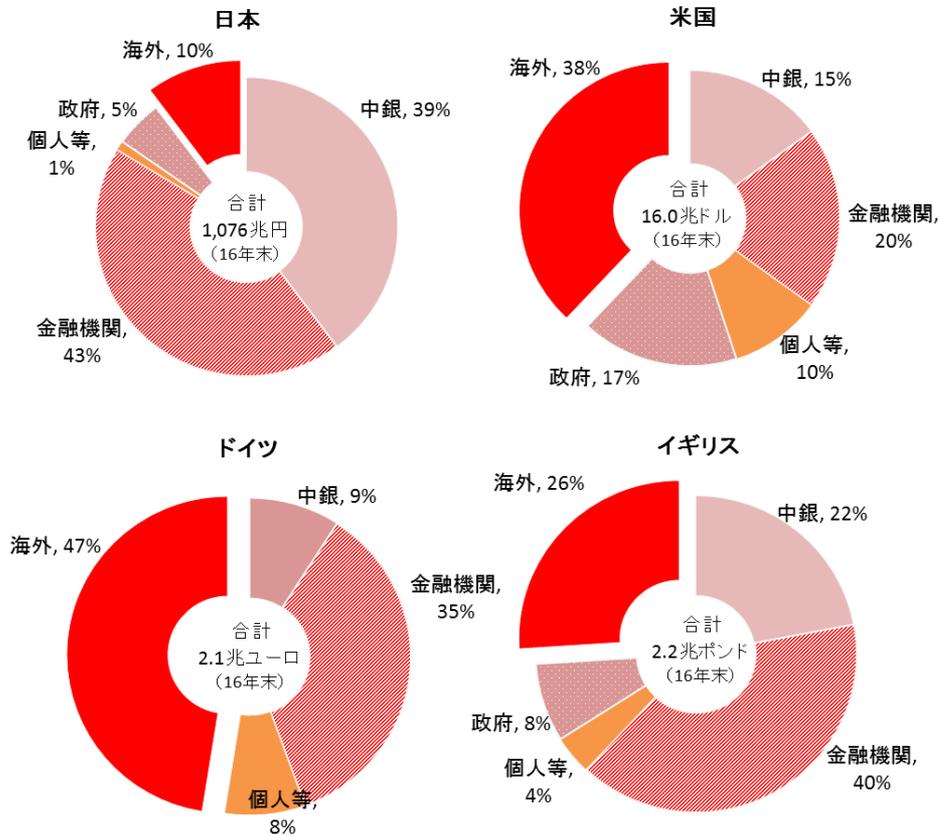
規制	適用 (開示) 開始時期	概要	流動性 リスク 運営	金利 リスク 運営	純投資	市場影響	影響
1 流動性 規制 (LCR)	2015年 1月	30日間のストレス 状況を想定し、良質 な流動資産の保有 を要求	大	中		中	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は、高品質流動性資産(HQLA)を継続保有する必要あり →国債に一定の需要継続
2 流動性 規則 (NSFR)	2018年 1月	1年間のストレス 状況を想定し、長期 資産に見合う安定 的な調達を要求	大			小	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は、長短のミスマッチを適切に管理する必要あり →ALM運営プロセスの強化が必要
3 バンキング 勘定の金利 リスク (IRRBB)	2018年 1月	銀行勘定の金利 リスクを資本賦課の 対象とする		大	中	大	<ul style="list-style-type: none"> 厳格化された場合には、資本コスト圧縮、リスク量圧縮の対応が必要 →有価証券の売却圧力強まり金利上昇のおそれ
4 総損失吸収 能力 (TLAC)	未定	破綻時に損失吸収 可能な債務の最低 保有の義務化	大			小	<ul style="list-style-type: none"> TLAC規制遵守のため、適格シニア債の発行が増加 →発行調達コストの上昇が見込まれる
5 レバレッジ 比率規制	2015年 1月	一定以上のレバ レッジ比率の維持	大	中	中	中	<ul style="list-style-type: none"> 米銀基準と同様に厳格化された場合には総資産抑制対応が必要 →有価証券の売却圧力強まり金利上昇のおそれ
6 トレーディ ング勘定の 資本賦課 (FRTB)	2019年 12月	トレーディング勘定 の定義見直しと 新たなリスク測定 指標の導入			中	小	<ul style="list-style-type: none"> 純投資業務規模縮小の可能性あり →潜在的な投資需要の減退のおそれ

2. 日本国債管理政策の課題

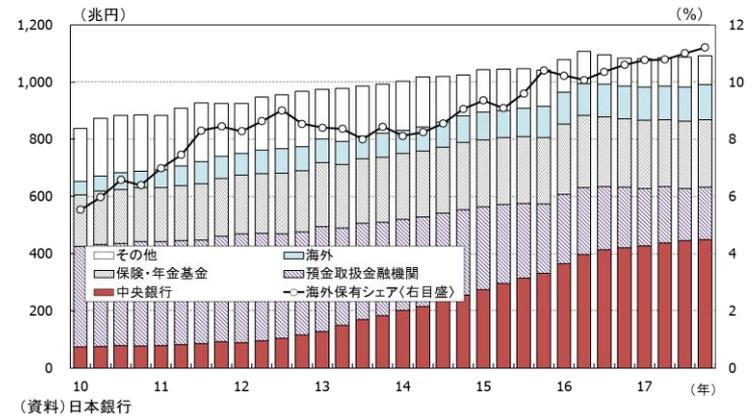
2-1. 日本国債の国際化 ①海外保有比率の上昇

日本国債は、欧米国債と比較して海外保有比率が低く、国際化が途上（他方、日本株式の海外保有比率は30%超）。保有主体は中銀と金融機関に限定され、偏りも大きい。決済・担保における日本国債の潜在的な海外需要は大きく、JGBリユース（再利用）拡大に向けた制度・インフラ強化が必要。

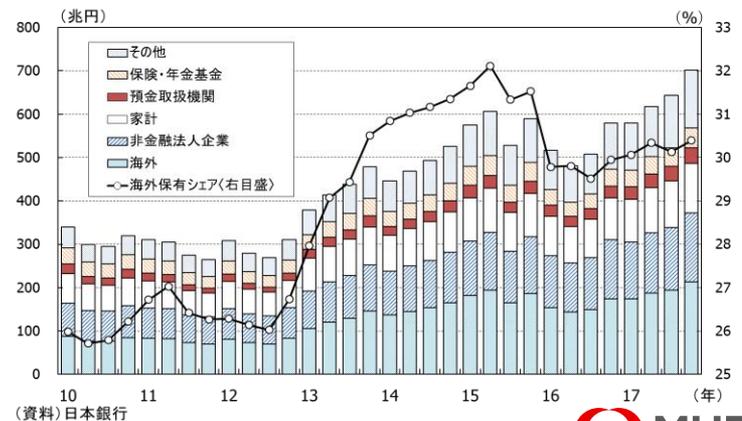
【図表1】日米欧国債の保有者構成比較（2016年末）



【図表2】日本国債の保有主体内訳と海外保有シェア



【図表3】日本上場株式の保有主体内訳と海外保有シェア



2-1. 日本国債の国際化 ②JGBリユース(再利用)

国内投資家は、外貨調達や決済担保としてJGBを積極的に活用。海外投資家では、外貨準備のリバランス、Safe Haven目的、邦銀外貨調達に対する運用サイド等以外のJGB投資及びリユースは限定的。制度(決済期間)、インフラ(決済システム)、円の国際化の遅れ等が課題。

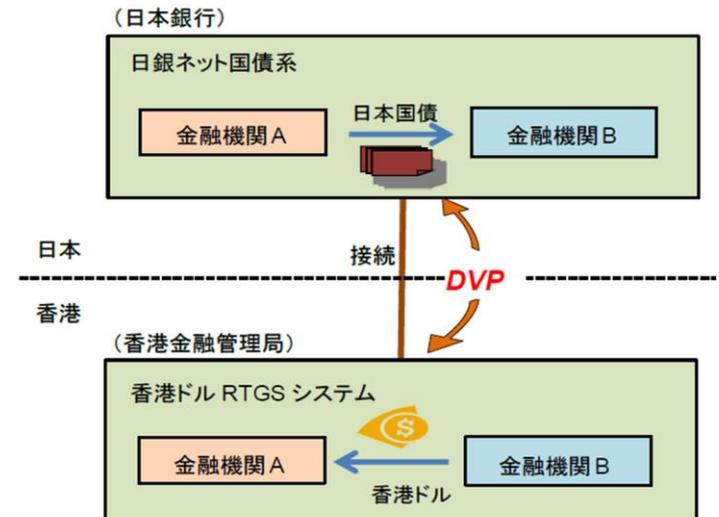
【図表1】日本国債の主な利用状況

	利用目的	活用例
国内投資家	外貨調達	コラテラルスワップ、クロスカレンシーレポなど
	海外中銀差し入れ向け	FRB他で積極的に活用(但し、ECBでは適格要件満たさず)
	海外金融機関向け担保	CSA担保等での積極活用
	海外取引所差し入れ担保	決済用担保での積極活用
海外投資家	外貨準備運用	新興国の外貨準備運用リバランス Safe Haven通貨としての位置付け
	海外中銀差し入れ担保	海外金融機関での中銀担保差し入れは、一定程度の広がり
	海外金融機関向け担保	海外金融機関同士での担保差し入れは、拡大(証拠金規制の当初証拠金等)
	邦銀外貨調達の運用サイド	邦銀が通貨スワップ等で外貨調達を行う場合の逆サイドの円運用としたJGB投資

【図表2】海外中銀との協調事例

【日銀-HKMA(香港)間の接続】

- クロスボーダーリンク決済の仕組みを構築中
- 日銀ネットを直接接続することで、日本国債と香港ドルのクロスカレンシーレポのDVP決済を実現(2021年頃)
- 他国とも接続が進めば、日本国債の国際化が進展する可能性有り



2-2. 日本国債の信用力 ①格付けチェックポイント

日本国債の格付けに関して、①純債権国(経常収支黒字、巨大な対外純資産)の持続性、②経済成長見通し・経済政策の多様性、③政治の安定性がポジティブ評価され、「巨額な政府債務、恒常的な財政赤字」を包み隠している。但し、①～③の信頼度が低下すれば、格下げリスクが顕現化する可能性。

【図表1】消費増税(2014年4月)以降の日本国債格付けの変遷

	日本国債格付けの変遷			格付け変更理由
	S&P	Moody's	Fitch	
2014年12月		Aa3 (S) ↓ A1 (S)		◇増税延期による財政健全化の不確実性の高まり ◇デフレ化での成長戦略の不確実性 それに伴う国債利回りの上昇リスクと債務負担能力の低下
			A+ (S) ↓ A+ (N)	◇増税延期で、政府が財政健全化の目標を達成するのが困難になっている
2015年4月			A+ (N) ↓ A (S)	◇消費増税の先送りをしたが、政府は穴埋め策を講じず
2015年9月	AA- (N) ↓ A+ (S)			◇日本経済がソブリンを支える効果が今後2、3年で好転させる可能性が低い ◇日本の強い対外ポジションと金融政策決定がソブリンを支えているが、財政状況は極めて弱い
2016年6月			A (S) ↓ A (N)	◇消費増税先送りの影響を打ち消す代替措置を政府が取らない場合やマクロ経済が想定より弱い場合には格下げする可能性も
2017年4月			A (N) ↓ A (S)	◇景気見通し改善により、公的債務リスクは低下 ◇一方、日銀による異例の緩和的金融政策からの出口政策は中期的リスクにも
2017年10月	不変			◇増税の使途変更は当社の格付けには影響しない ◇使途を変えて人づくり革命の財源に当てれば、中長期的には日本経済の成長に寄与する
		不変		◇消費増税が実施されるか不透明なところがあったため、増税を確約した時点で財政にはポジティブ ◇中長期的に財政健全化にコミットしていればPB黒字化の達成時期はそれほど重要ではない
2018年4月	A+ (S) ↓ A+ (P)			◇名目経済成長率が2%を超え、実質金利がマイナスであることで、政府債務残高が従来予想よりも早く安定化する
現時点	A+ (P)	A1 (S)	A (S)	

【図表2】主要格付け会社がソブリン格付けの際に重要視するポイント

	S&P		Moody's		Fitch	
	ポイント	主な内訳	ポイント	主な内訳	ポイント	主な内訳
政治システムの評価		◇政府の安定性 ◇地政学リスク		◇政府の安定性 ◇中央銀行の信頼性		◇政治の安定性 ◇金融セクターリスク
金融評価		◇金融政策の信頼性・柔軟性	制度の頑健性		経済の構造的な特性	
経済評価		◇経済成長見通し ◇経済の多様性・自然災害	経済力	◇経済成長見通し ◇経済規模	マクロ経済に関する実績、政策と見通し	◇経済成長見通し ◇経済政策
対外評価		◇国際取引における通貨の地位 ◇国際収支、 対外債務	イベント・リスクに対する感応性	◇経常収支 ◇地政学リスク・自然災害	対外資金調達	◇経常収支 ◇対外債務の水準
財政評価		◇財政赤字 ◇債務負担能力	財政状況	◇債務水準 ◇債務負担能力	財政	◇財政の持続性 ◇財政政策

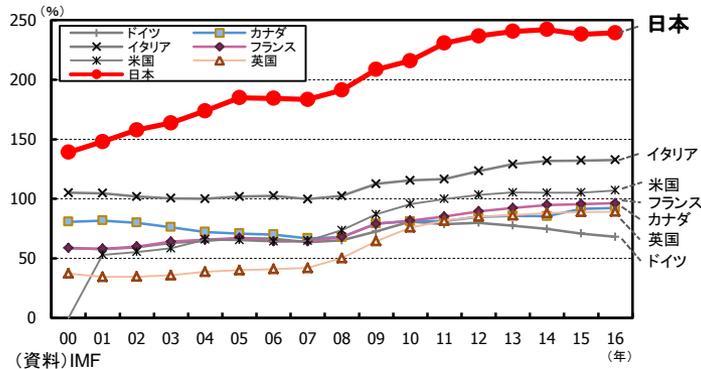
【図表3】主要国の信用格付け(S&P)

AAA	AA+	AA	A+	A-	BBB	BBB-	B
ドイツ、カナダ、スイス、オランダ、スウェーデン、シンガポール、ルウェー、オーストラリア、デンマーク	米国、フィンランド、香港、オーストリア	フランス、イギリス、ベルギー、ニュージーランド	日本、アイルランド、イスラエル	スペイン	イタリ	ポルトガル	ギリシャ

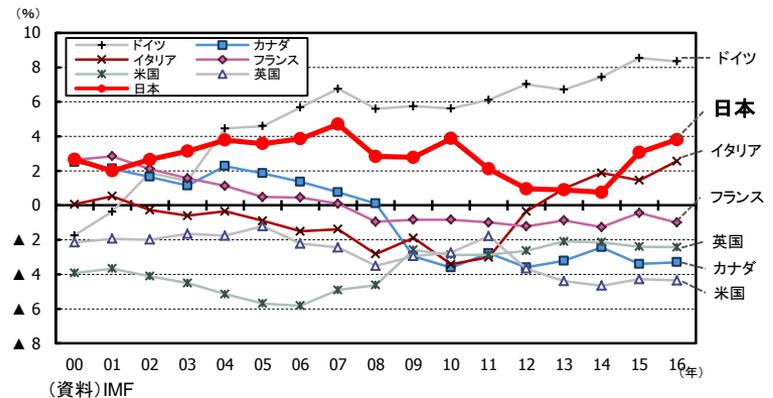
2-2. 日本国債の信用力 ② 経常収支黒字の重要性

日本の政府債務残高・財政収支対GDP比率はG7で最も悪い水準(図表1,2)にある一方、日本の経常収支は黒字基調を維持、対外純資産も最大レベルにある(図表3,4)。欧州ソブリン危機など債務危機の局面と比較すると、経常収支が大きく左右する(図表5)。恒常的な経常赤字に陥り、格付けが投資不適格(BB以下)に低下した国では、「国債金利急騰、資本逃避、株価暴落」の悪循環に見舞われている(次頁:日本はBBB投資適格以上が絶対条件)。

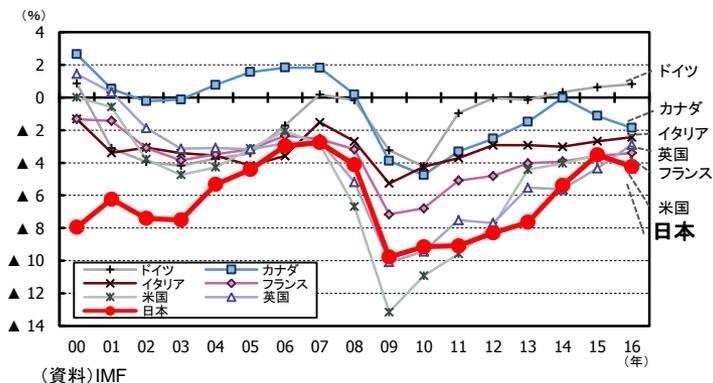
【図表1】 G7各国の政府債務残高の対名目GDP比率



【図表3】 G7各国の経常収支の対名目GDP比率



【図表2】 G7各国の財政収支の対名目GDP比率



【図表4】 各国の対外純資産

国	対外純資産額 (兆円)
日本	349
中国	210
ドイツ	210
香港	138
スイス	98
英国	67
ロシア	27
カナダ	16
イタリア	▲ 28
フランス	▲ 43
アメリカ	▲ 947

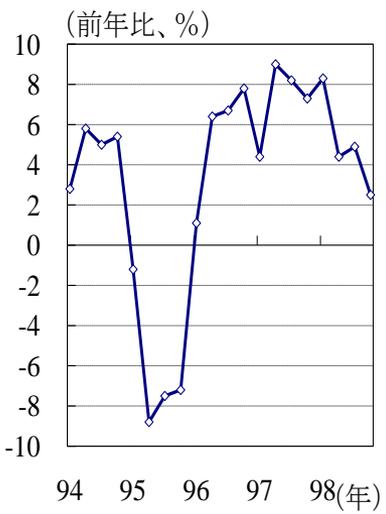
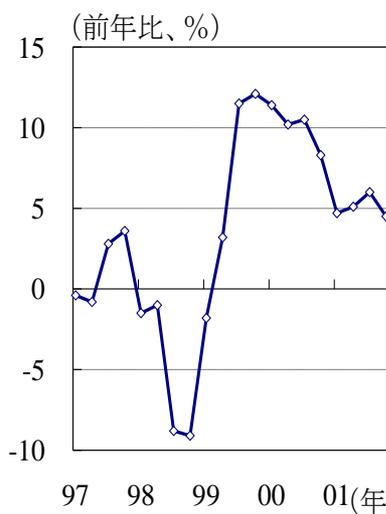
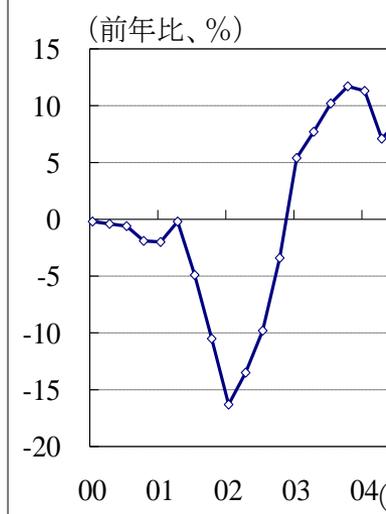
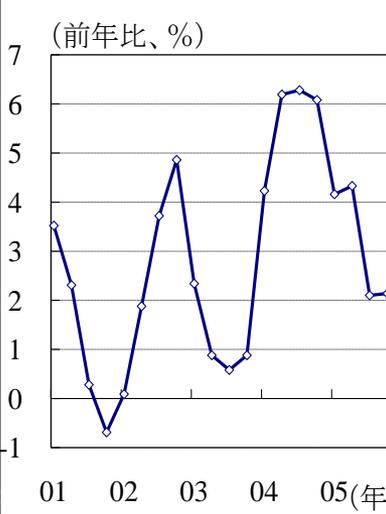
(資料)財務省(2016年末)

【図表5】 日本と欧州債務危機時に金利が急騰した国の経常収支、財政収支、対外純資産

	年	(対GDP比率、%)		
		財政収支	経常収支	対外純資産
日本	2010年	▲ 9.1	3.9	51.3
	2016年	▲ 4.2	3.8	64.7
スペイン	2010年	▲ 9.4	▲ 3.9	▲ 89.2
	2016年	▲ 4.5	1.9	▲ 80.3
ポルトガル	2010年	▲ 11.2	▲ 10.2	▲ 105.1
	2016年	▲ 2.0	0.7	▲ 99.8
イタリア	2010年	▲ 4.2	▲ 3.4	▲ 20.3
	2016年	▲ 2.4	2.6	▲ 9.4

(資料)IMF

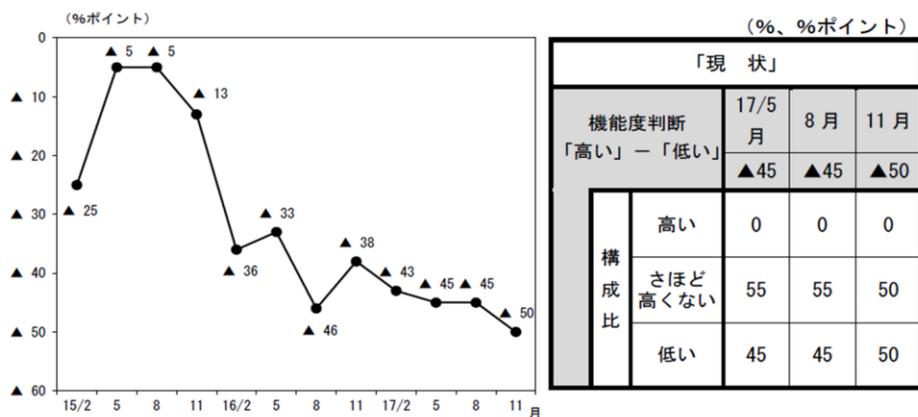
2-2. 日本国債の信用力 ③投資適格外＝債務危機

国	メキシコ(94年)	ロシア(98年)	アルゼンチン(01年)	ブラジル(02年)
格付 (S&P)	BB+据え置き	BB- (98年) →CCC- (99年)	BB(00年) →CC→SD(01年)	BB- (01年) →B+ (02年)
国債 利回り	7.3%(93年12月) →22.2%(95年3月) [10年債]	17.2%(97年7月) →84.2%(98年8月) [短期国債]	11.8%(01年3月) →61.7%(02年7月) [10年債]	14.1%(02年5月) →28.1%(02年9月) [10年債]
為替 (対ドル)	3.2ペソ(94年3月) →7.5ペソ(95年3月)	6.4ルーブル(98年8月) →26.9ルーブル(99年3月)	1.0ペソ(01年12月) →3.9ペソ(02年6月)	2.3リアル(02年4月) →4.0リアル(02年10月)
株価	2,840(94年9月) →1,448(95年2月)	80.0(98年4月) →18.5(98年10月)	539(01年1月) →201(01年11月)	14,471(02年3月) →8,371(02年10月)
実質 GDP 成長率				

2-3. 日本国債の流動性

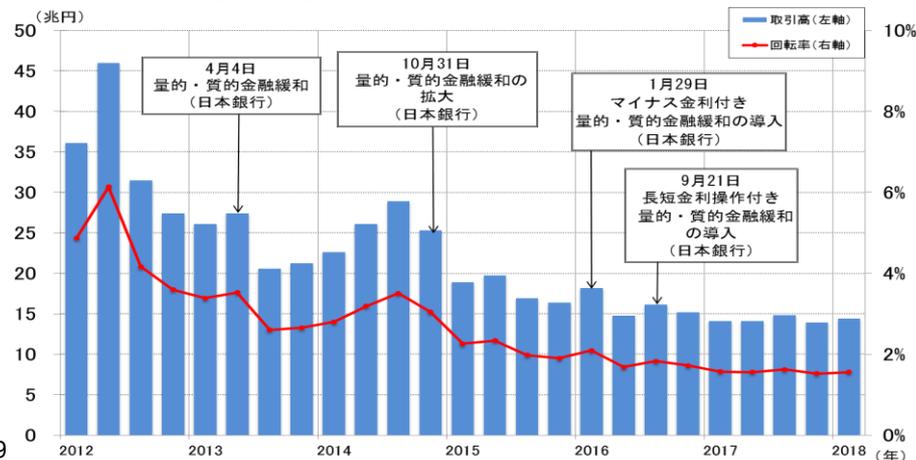
日本国債の流動性低下が顕著。国債補完供給制度や流動性供給入札の拡充により、国債流動性の偏重は緩和されているが、趨勢的に国債取引高・回転率が低下している。量的緩和政策やマイナス金利政策導入により、債券市場の低迷（機能低下）も懸念される状況。こうした市場流動性及び市場機能の低下が、先行きの主要国の出口政策や金利上昇局面において、急激な市場変動（非連続的な金利上昇）を引き起こす虞有り。

【図表1】債券市場の機能度判断DI（日銀 債券市場サーベイ）



(資料) 日本銀行

【図表2】投資家の国債取引高と回転率



(資料) 財務省

【足許の課題】

- 国債入札、日銀買入オペのタイミングでは一定の流動性が確保されているが、セカンダリー市場での、特にオフザラン銘柄の流動性が低下が顕著。
- 投資取引のタイミングや銘柄選択に制約が大きい。
- 日本国債のビジネス低調を受け、外資系証券がJGB取引態勢を縮小する方向。

【将来への懸念】

- 主要国の出口政策局面において、市場仲介機能低下により金利急騰リスクが発生。
- JGB取引・運用経験者のスキル低下、人材不足により、大口売買フローの混乱。
- 投機的取引（ボラティリティ増幅）のターゲットになりやすい（以前はJGB売仕掛けが失敗）。
- 国際金融規制（IRRBB、ストレステスト等）により銀行の金利リスクテイク能力に制約、スタビライザー（安定機能）として役割低下。

2-4. 国債安定消化の枠組み強化(三位一体)

平常時から国債管理政策に基づく安定消化の枠組みを維持することが重要。
急変時は既存の枠組みに加えて、三位一体で国債の円滑消化をサポートする態勢構築が必要。

平常時

【有識者・市場参加者】

財務省

- 国の債務管理の在り方に関する懇談会

- 国債市場特別参加者会合
- 国債投資家懇談会
- 国債トップリテラー会議

日銀

- 債券市場参加者会合

【議論のポイント】

- 国の債務・財政状況確認・リスク評価
- JGB格付維持の妥当性チェック
- 国債管理政策の枠組みの確認等

- 国債流通市場動向の点検
- 民間投資家のニーズ把握
- 海外・個人等保有層拡大への取組み
- 国債発行計画への助言等

- 国債流通市場動向の点検
- 買い切りオペ政策への提言等

急変時

三位一体の枠組み

金融庁

財務省

日銀

市場参加者

国際金融資本市場について情報交換する3者会合

【議論のポイント】

- 危機対応BCPの策定・協働
- 国債円滑消化のサポート態勢構築

ディスクレームー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、ご利用に関しては、すべて御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

本資料は当行の著作物であり、著作権法により保護されております。当行の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2018 MUFG Bank, Ltd. All rights reserved.

〒100-6417 東京都千代田区丸の内 2-7-3

株式会社 三菱UFJ銀行 資金証券部