

主要諸外国の国債管理政策の動向について

主要諸外国の国債管理政策

1. 平均償還年限の長期化について

2000年代後半以降の低金利環境を受け、多くの国が平均償還年限を長期化。近年、いくつかの国では、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）

2. 国債発行の予見可能性の確保について

多くの債務管理当局者は、経済や金融政策の動向に内在する不確実性に対応する手段として、債務管理の枠組みにおける予見可能性の重要性を認識。但し、国債管理政策における予見可能性の程度に関する考え方は、各当局毎に様々。例えば、発行計画の内容や修正頻度は各当局毎に異なっている

3. 諸外国の「流動性バッファ」について（OECDサーベイ）

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、「平均償還年限をさらに伸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))
- 平均償還年限は安定的に推移(2018年度:5年9ヶ月(2017年度比:変わらず))

ドイツ

- 一定水準の平均償還年限に安定化させていく動き (OECD “Sovereign Borrowing Outlook 2018”)
- 平均償還年限は安定的に推移(2018年度:6年10ヶ月(2017年度比:+1ヶ月))

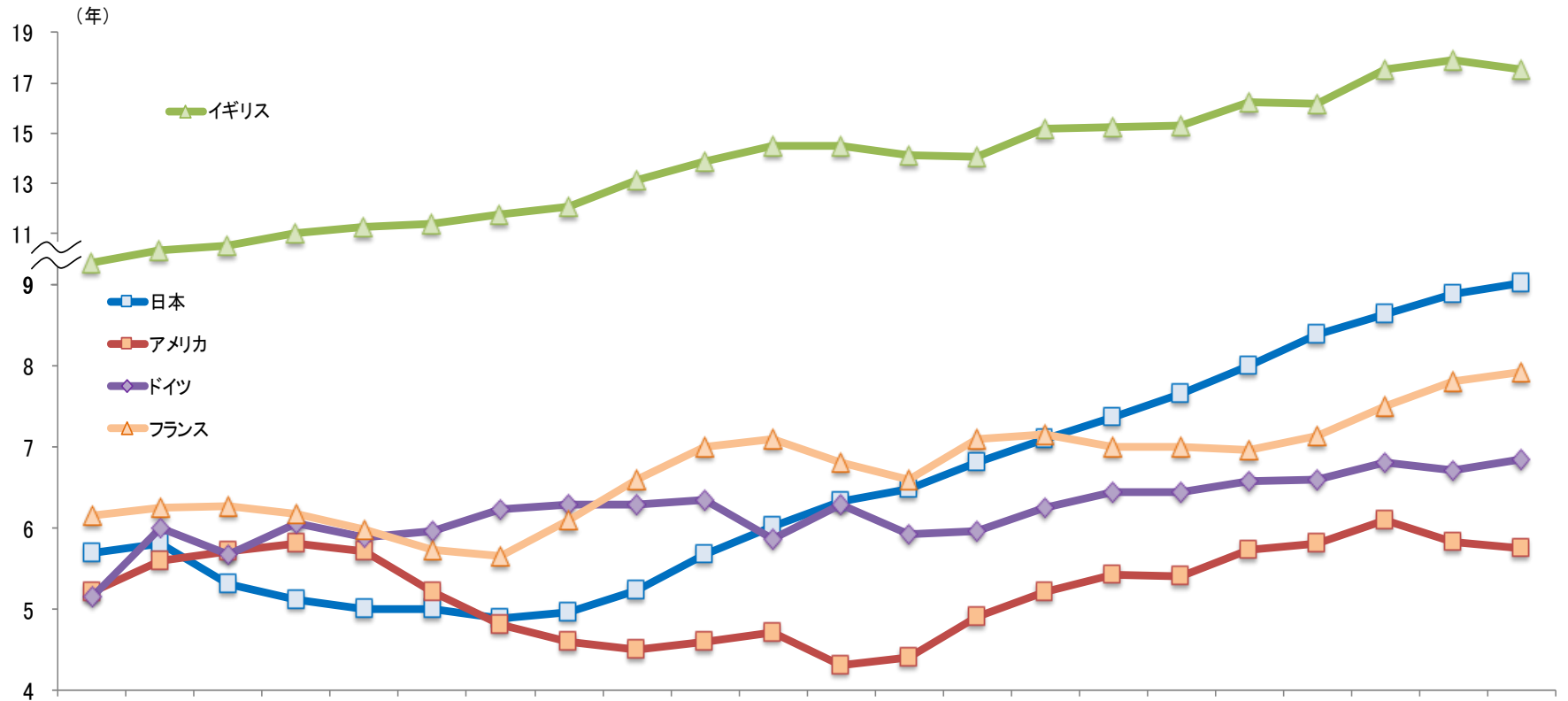
イギリス

- 英国では、積立方式の確定給付型企業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(2018年度発行額の44%を超長期債(10年超)で発行)
- 平均償還年限は先進国で最長(2018年度:17年6ヶ月(2017年度比:▲5ヶ月))

フランス

- 50年債の発行等により(2018年度に2回発行、計37億ユーロ)、平均償還年限が長期化(2018年度:7年11ヶ月(2017年度比:+1ヶ月))

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	2018
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	9.0
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	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	17.5
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	6.9
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	7.9

(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。

参考①（米国の足元の発行方針）

- 2017年11月の借入諮問委員会(TBAC)及び四半期報告(Quarterly Refunding Statement)で示した発行方針に基づいて、十分な市場への浸透を図りながら運営

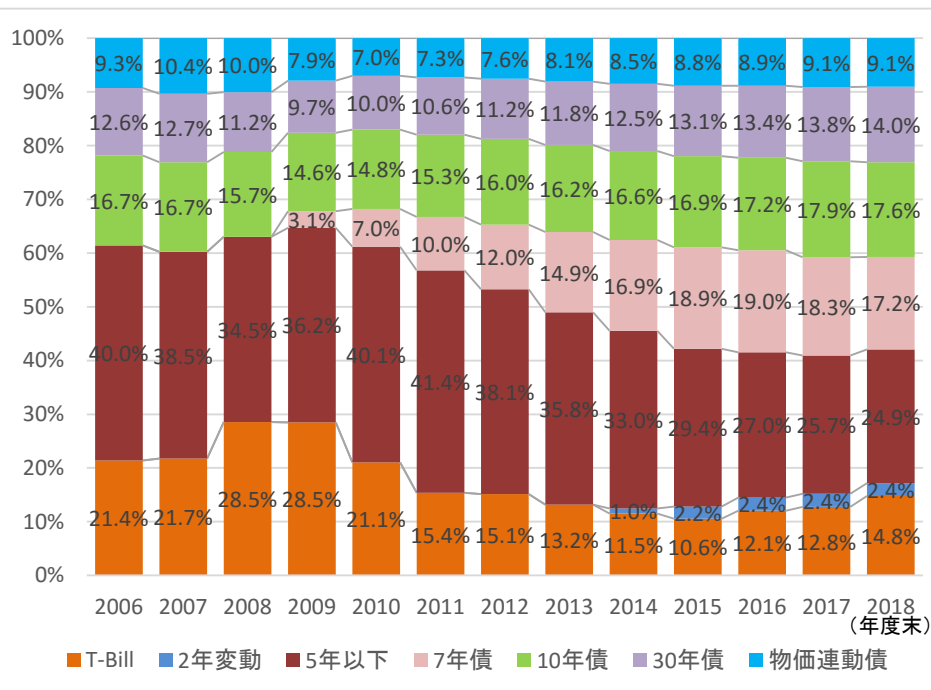
- 必要資金調達額の増加を満たす際には、最適なコストとリスクのトレードオフとなる2年債・3年債・5年債中心の増額が望ましい
- 2年変動利付債(FRN)は、投資家層の多様化に寄与しており、発行コストや市場参加者からのポジティブなフィードバックを踏まえ、増額の可能性を検討すべき
- 発行残高に占めるT-billの割合は歴史的に非常に低い水準となっており、現下の需要と供給を踏まえると、T-billの発行を増額するのが合理的
- これらの発行規模の変更の結果、平均償還年限はおおよそ現在のレベルで安定する見込み

(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))

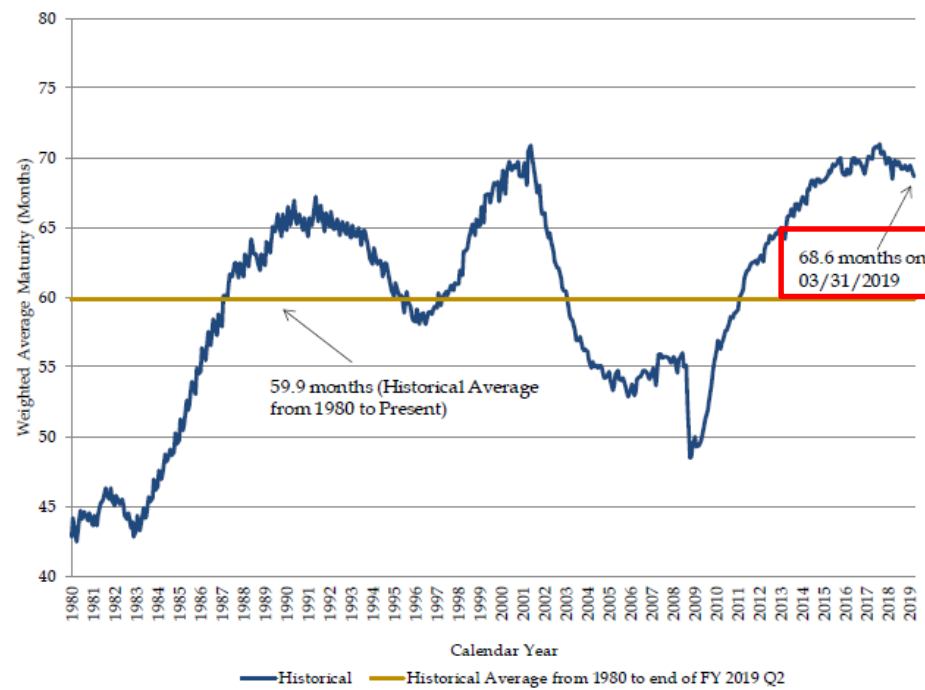
参考② (米国の平均償還年限を巡る議論)

- 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))
- 借入諮問委員会(TBAC)は平均償還年限が不完全な指標(imperfect metrics)であることに同意する
(TBAC Reports to the Secretary (5/1/2019))

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(2019Q2)", Treasury Directを元に財務省にて作成

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

予見可能な国債発行に係る考え方

- 債務管理政策における透明性と予見可能性は、一般的に海外の債務管理当局においても支持されている。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、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
- 但し、予見可能性の程度に関する考え方は国によって様々であり、例えば各当局が事前に公表する発行計画について、公表情報の内容や修正の頻度は各当局毎に異なっている

OECD “sovereign borrowing outlook 2019” (2019年4月)

「透明性のある債務管理の枠組みと予見可能な発行戦略(a transparent debt management framework and a predictable issuance strategy)は、調達コストを無用に増大させるような市場のノイズを減少させることに資するものであり、一般的に、債務管理当局は、長期的な便益の観点から、透明性と予見可能性を支持している(sovereign debt managers are in favor of transparency and predictability since the long-run benefits of predictability outweighs the disadvantage)。しかし、より予見可能であることは柔軟性を失うことを意味する。この観点から、ある程度の柔軟性は政策余地を残すためにも必要。」

IMF “Debt Management” (2018年9月)

「予見可能性と透明性は、発行計画において不可欠な特徴である(Predictability and transparency are the essential characteristics of the issuance plan.)。発行体は、一旦公表した発行計画の維持に努めるべきであるが、年度途中に政府の必要借入額が変化するときは、発行計画を変更しなければならない場合もある。これまでの発行方針との一貫性を維持する観点から、こうした変更は予見可能な形でなされなければならない。マーケットはサプライズを好まないのであり、債務管理当局の決定は、明確で透明性のある目標に裏付けられたものでなくてはならない。」

米国①(基本目標)

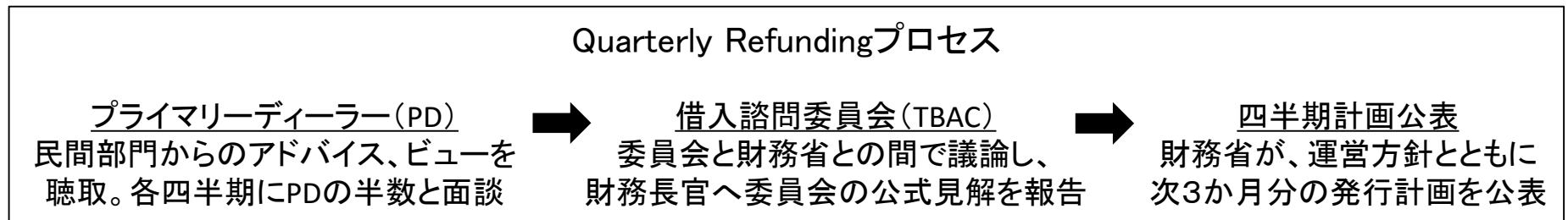
- ✓ 規則的かつ予見可能 (Regular and Predictable)
- ✓ 中長期的な調達コストの抑制 (Least expected cost over time)

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

- 会計年度は10月～翌年9月。国債発行計画の公表は、予算編成過程とは切り離されており、2、5、8、11月の各月初に以後3か月間の年限毎の発行額と入札日程を公表(Quarterly Refundingプロセス)
- 具体的には、国の借入需要見込み、四半期末の国庫のキャッシュバランス、国債償還額に基づき、市場の状況も踏まえて、各年限債の発行額を決定
- 発行額などの最終的な発行条件は、入札の数日～1週間前に公表



【2019年5月Quarterly Refundingにおける国債発行額見直しの例】

(プロセス)

- | | |
|----------|--|
| 4月25～26日 | PDとの会合(PDへのアジェンダ発出は4月12日) |
| 4月29日 | 国の借入需要見込みの公表 |
| 4月30日 | TBACとの会合開催。TBACは財務長官への見解を提出 |
| 5月1日 | 米財務省より5～7月の発行額公表。TBACとの会合議事録と長官への見解の公表 |

イギリス

- 会計年度は4月～翌年3月。予算書(Budget)は11月頃に公表。国債発行計画は3月に発表される春季財政演説(経済財政見直しに対する見解等を表明)を踏まえて、会計年度が始まる直前に公表。発行計画の見直しは4月(前会計年度の「新規資金必要額」の実績に応じた修正)と、11月頃(予算書(Budget)で公表される経済財政見直しに基づく修正)の年2回実施
- 国債発行計画では発行総額のほか、短期、中期、長期、物価連動債の各々の発行額合計を公表
- 四半期毎に行われるPD及び最終投資家とのミーティングを踏まえて翌四半期の入札日程を公表。個別銘柄毎の発行額などの最終的な発行条件は入札の場合は1週間前、シンジケーションの場合は2週間程度前にそれぞれ公表

【2019年度 国債発行計画の概要】

(必要資金額と調達方法) (単位: 億ポンド)		(調達方法の内訳) (単位: 億ポンド)				
	金額	入札	シンジケーション	事前に年限等を定めない発行分	合計	
中央政府の新規資金必要額	237	短期債	294	—	—	294
利付債の償還	989	中期債	248	—	—	248
その他	▲ 45	長期債	178	130	—	308
必要資金額	1,181	物価連動債	138	80	—	218
利付債の発行	1,141	事前に年限等を定めない発行分	—	—	73	73
短期債(7年以下)	294	合計	858	210	73	1,141
中期債(7年～15年)	248					
長期債(15年超)	308					
物価連動債	218					
事前に年限等を定めない発行分	73					
TB残高の増減	40					
資金調達額	1,181					

(出所) UK DMO ” DMO Financing Remit 2019-20”

ドイツ

- 会計年度は1月～12月。国債発行計画は、毎年7月頃に閣議決定される翌年度予算案を踏まえ、会計年度が始まる直前の12月に予算成立に併せて公表。国債発行計画では、年限別発行額、入札日等を公表
- 必要に応じ、各四半期末に、政府の資金需要、市場の状況を踏まえて、翌四半期の発行計画を修正
- 銘柄毎の発行額等の最終的な発行条件は、入札日の6営業日前に公表

【2019年度 国債発行計画の概要】

(単位: 億ユーロ)

発行額	シェア	第1四半期						第2四半期						第3四半期						第4四半期								
		1月		2月		3月		4月		5月		6月		7月		8月		9月		10月		11月		12月				
		N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R	N	R			
2年債	550	27.6%		50	50				40		40	50			50		40	50			50			40	50			40
5年債	430	21.6%	40			40		40		30		60			40			40		40			70		30			
10年債	440	22.1%	40	30		30		30		30		30		30	40	30		30		30			30		30		30	
30年債	140	7.0%		15		15		10		10		10		10		10	20			15			10		15			
利付債	1,560	78.4%	430						350						435						345							
6ヶ月物	430	21.6%		50	30			40	30			40	30			40	30			40	30			40	30			
T-Bill	430	21.6%	120						100						110						100							
計	1,990		225		165		160		140		190		120		200		170		175		180		165		100			

N:新発債、R:リオープン

(出所)ドイツ国債庁

※ 上記の他に、市場環境に応じて物価連動国債を60億～100億ユーロ発行する予定(発行月:8月と12月以外)

フランス

- 国債発行計画は、毎年9月下旬に閣議決定される予算案を踏まえて、会計年度(1月～12月)が始まる直前の12月に公表。その後、翌年9月下旬に、当該年度の財政収支見直し等を踏まえ当年度発行計画を修正(主に短期債等で調整)
- 国債発行計画では、発行総額、年間入札日程等を公表。具体的な発行年限や各入札時の発行額等については、PDからのヒアリングに基づき決定し、各入札日の1週間前(短期債は前営業日)に公表。なお、発行額については年限毎ではなく複数の年限の合計が示される

【2019年度 国債発行計画の概要】

(単位:億ユーロ)

必要資金額		資金調達額	
中長期債償還額	1,302	中長期債発行額 (※)	2,000
財政赤字	1,077	短期債残高増減額	150
その他	▲13	その他	216
計	2,366	計	2,366

(※)バイバック予定額控除後の発行総額

(出所)フランス国債庁

諸外国の流動性バッファについて(OECDワーキングペーパーの紹介)

OECD公的債務管理作業部会が、加盟35か国を対象に「流動性バッファ」(債務管理や資金繰りにおける不測の事態への備えとして債務管理当局が保有する一定規模の流動資産)に関するサーベイを実施。2018年11月、サーベイ結果をまとめたワーキングペーパー ” *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries* ” を公表。ワーキングペーパーの具体的内容は以下の通り

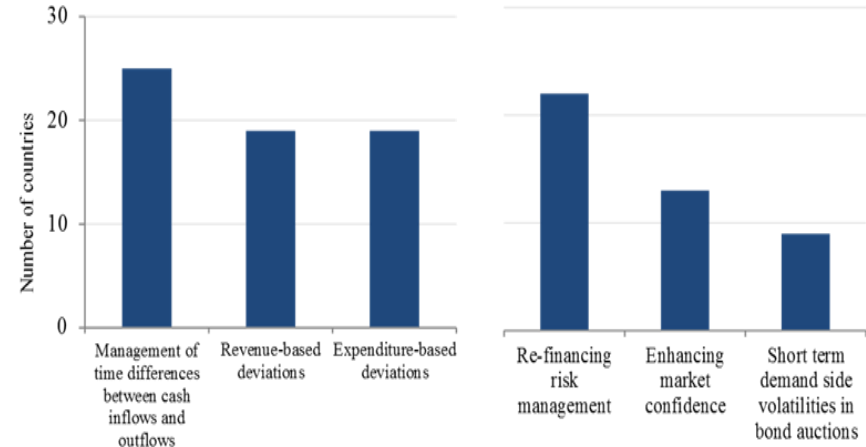
流動性バッファの保有目的

- ✓ 回答35か国のうち29か国が流動性バッファを保有
- ✓ 保有する29か国のうち22か国は、保有目的として資金繰り(収支の期ずれ・歳入不足・歳出超過への対応)及び債務管理(借換リスクへの備え・市場からの信頼向上)の両方をあげている
- ✓ 例えば、「流動性バッファに即座にアクセスできることは、市場のストレス発生時や、一時的な市場アクセス不能時(災害やテロ等)に、調達手段の柔軟性を高め、調達上の混乱を減じることを通じて、市場の信頼を高めるもの」とのコメントがなされている

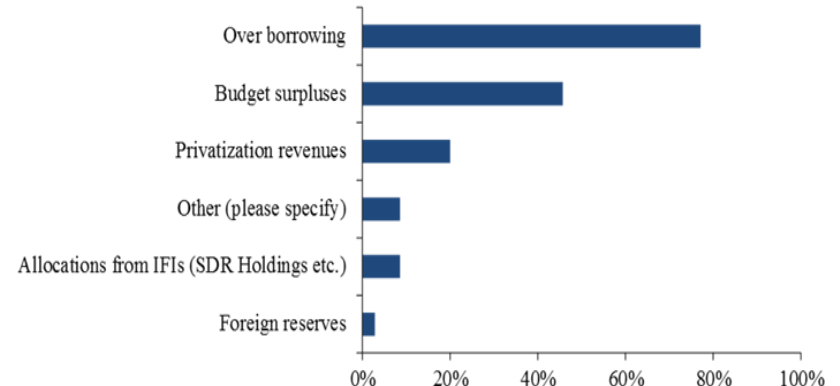
流動性バッファの積立原資

- ✓ 回答国の約8割では、流動性バッファの主たる積立原資は超過借入(over borrowing)。半数の国は財政黒字も原資

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)



流動性バッファの積立原資



(注)複数回答可

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

諸外国の流動性バッファについて(OECDワーキングペーパーの紹介)(続き)

流動性バッファの水準

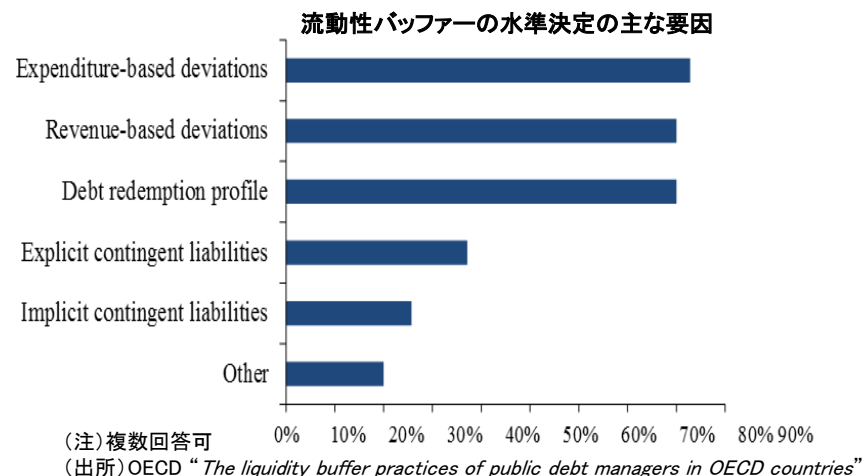
- ✓ 「当初見込みからの歳出超過・歳入不足」や、「債務償還の見通しの変動」の大きさが水準決定の重要な要因
- ✓ 具体的な水準の目安は、これらの要因に伴う深刻な手元流動性不足に一定期間耐えられる程度であるが、その期間は、市場の成熟度や市場アクセスの制約度合い等により、国によって様々(1週間から1年、最も多かった回答は1か月の支出に十分耐えられる程度)

流動性バッファの構成

- ✓ 約9割の国が資産構成は現金と回答。半数の国が自国通貨のみで運用

個別当局の事例

- ✓ 個別当局の具体例として下記3か国が紹介されている



	デンマーク	ポルトガル	トルコ
保有目的等	<ul style="list-style-type: none"> 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が主な保有目的 事前調達(prefunding)により流動性バッファを強化するほか、調達需要に対して年度間の発行を安定化させている 	<ul style="list-style-type: none"> 市場の信頼向上が主な保有目的 債務償還見通しの分析や歳入歳出双方の予測からのずれを基準に金額が決定され、超過借入(over borrowing)によって積み上げられる 	<ul style="list-style-type: none"> 資金繰り(収入と支出の期ずれ、当初見込みからの歳入不足・歳出超過への対応)及び債務管理(借換リスクと入札のボラティリティを減じるため)の両方が保有目的 主に民営化による収入を通じて積立てられる。市場環境次第では超過借入も積立手段となる
公表されている規模・水準	<ul style="list-style-type: none"> 750~1,000億クローネが目標水準(対GDP比4~5%) 	<ul style="list-style-type: none"> 1年間の総要調達額(T-bill借換分を除く)の40%を賄う金額 	<ul style="list-style-type: none"> 具体的な保有水準は非公開