

第53回

国の債務管理の在り方に関する懇談会

コロナ感染拡大後の 国債発行・消化を巡る課題

三菱UFJ銀行

取締役専務執行役員 市場部門長

吉藤 茂

2020年11月4日

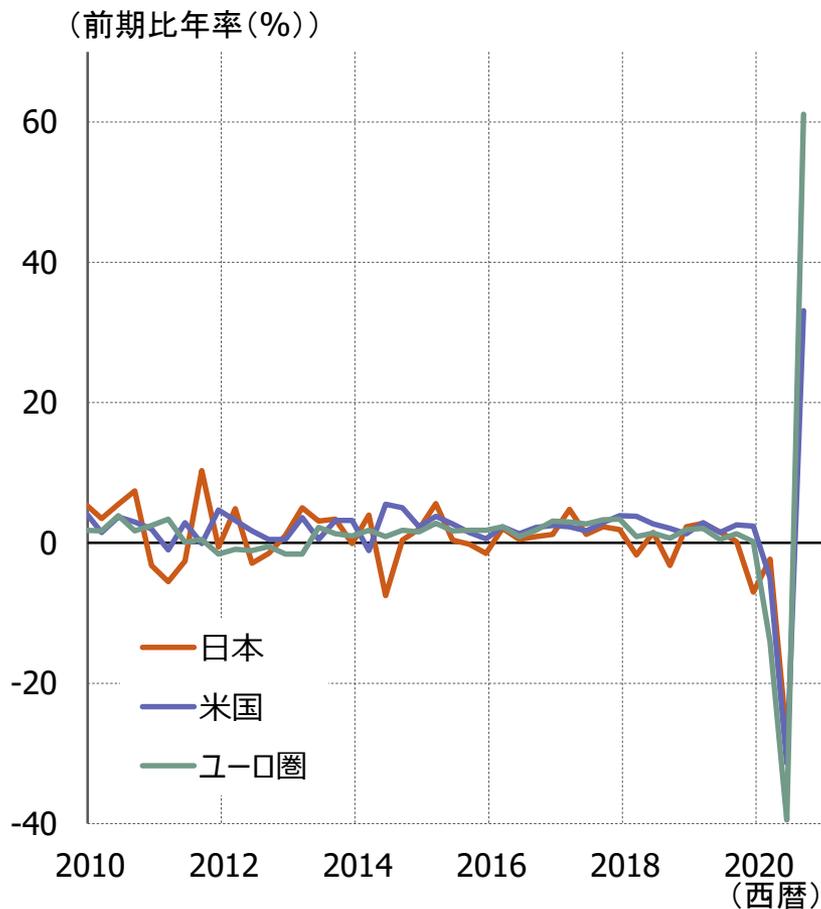
1. グローバルな環境変化

1-1. グローバル経済の落ち込みと回復期待

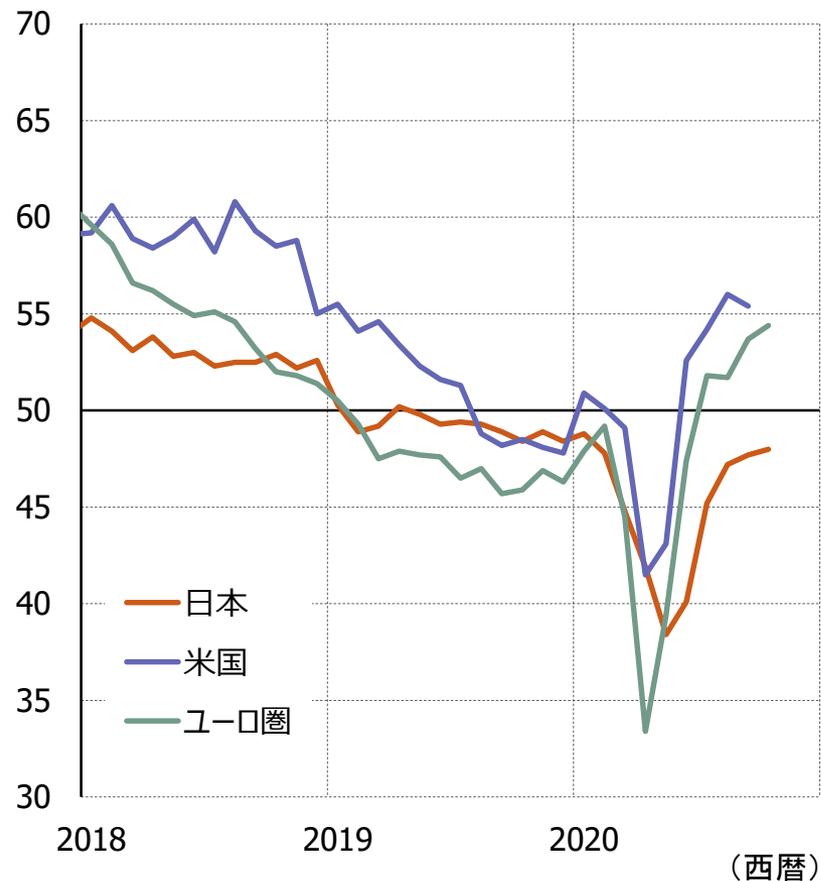
コロナ感染拡大を受け、日米欧とも4-6月期GDPは大幅落ち込み、足許では回復期待が強まる

- 2020年4-6月期の実質GDPは、日米欧とも前期比で大幅に落ち込み
- 景況感は、製造業PMIからは日本のマインド改善に遅れもみられるが、総じて回復期待が強まっている

【図表1】日米欧の実質GDP成長率



【図表2】日米欧の製造業PMI



1-2. 長期金利の低位安定推移

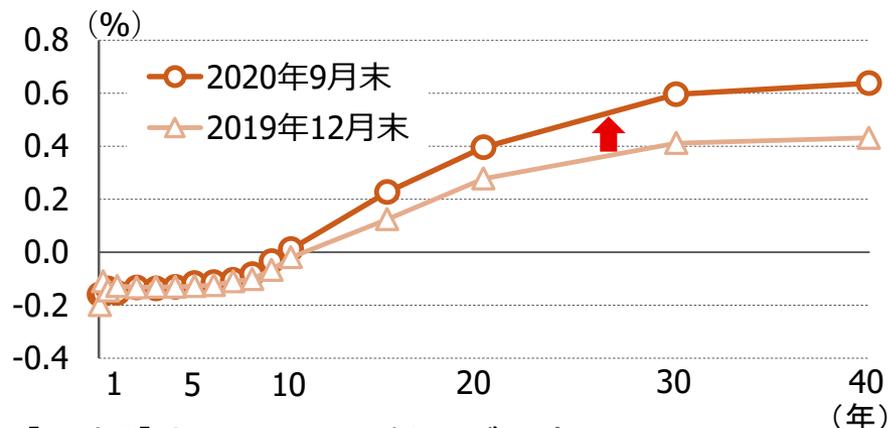
各国外銀による世界的な金融緩和により、日米欧の長期金利は低位安定推移

- 日本: 日銀の金融緩和政策を背景に10年債利回りは低位推移、イールドカーブはベアスティープ化
- 米国: コロナ感染拡大を受けた緊急利下げを受け長期金利は低下、イールドカーブはブルスティープ化

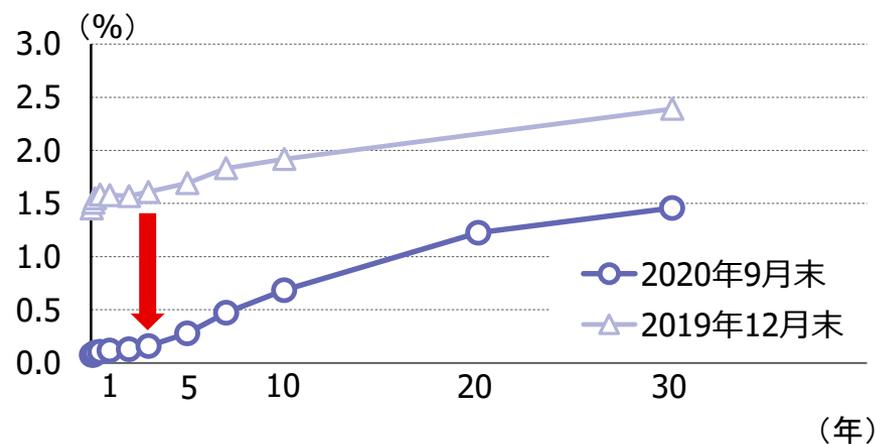
【図表1】日米欧10年債利回り



【図表2】日本のイールドカーブの変化



【図表3】米国のイールドカーブの変化

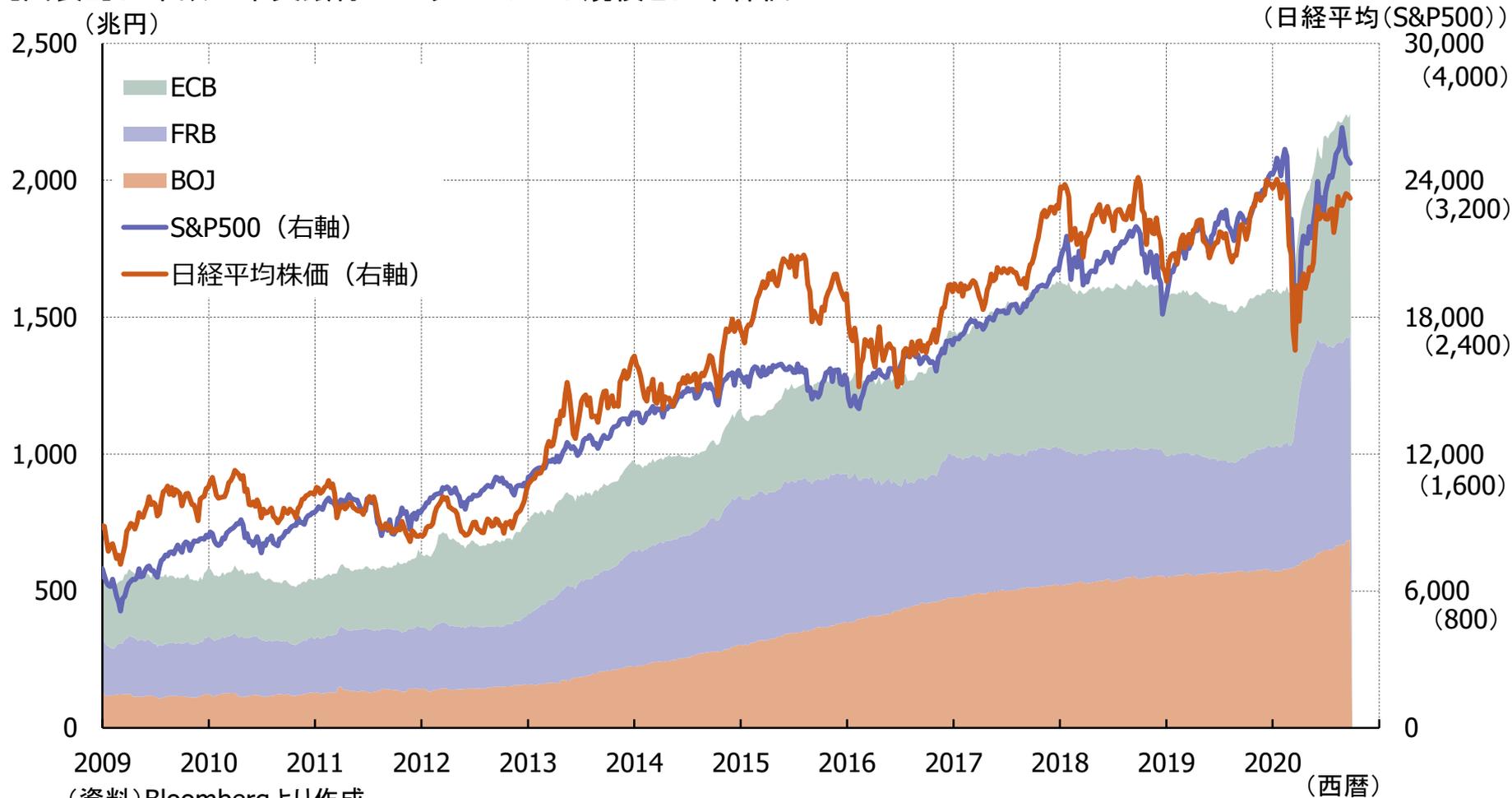


1-3. 経済政策と株価上昇

日米欧での大幅な財政出動、金融政策が相場を下支え。株価はコロナ感染拡大前の水準を回復

- コロナ感染拡大を受け株価は3月に大幅に下落後、財政出動と金融政策を背景に感染拡大前の水準を回復
- 一方で、中央銀行バランスシートの拡大に加え、国債増発による政府債務の積み上がりが進行

【図表1】日米欧の中央銀行のバランスシート規模と日米株価



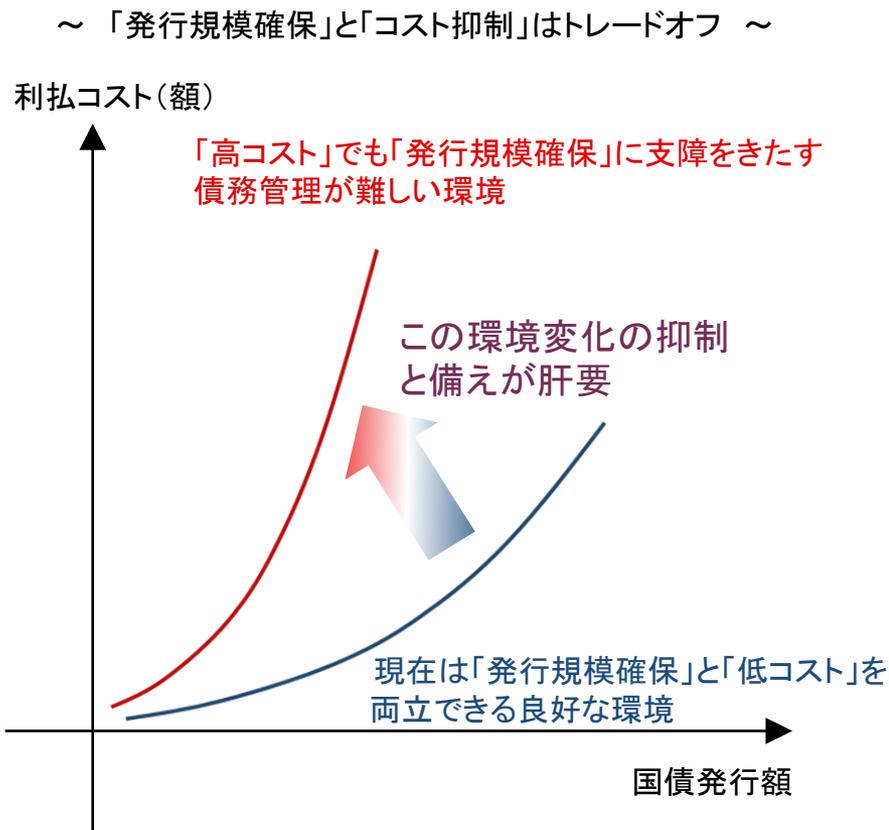
2. 国債発行・消化を巡る課題

2. 国債発行・消化を巡る課題

政府債務が積みあがる中、丁寧な債務管理の必要性がより一層高まっている

- コロナ感染拡大に対応した積極的な財政支出と国債増発により、政府債務の管理がより重要に
- 一定的环境下では「発行規模確保」と「コスト抑制」はトレードオフ。但し、その環境は変化しうる
- 本邦では、①財政・金融政策 ②投資家状況、を踏まえた丁寧な債務管理の必要性が一層高まっている

【図表1】国債発行額と利払コスト(額)の関係



【図表2】環境変化を招くリスク要因

財政・金融政策

信用格付変動

国債発行・中銀資産買入

市中供給される金利リスク量

投資家状況

リスク許容度の低下

年金・生保による超長期需要

海外勢による通貨アービトラージ

預金取扱金融機関による担保・運用需要

2-1. 財政・金融政策：信用格付変動

継続的な財政拡大は格付低下を誘発し、国債消化や金融システムの安定性に悪影響のおそれ

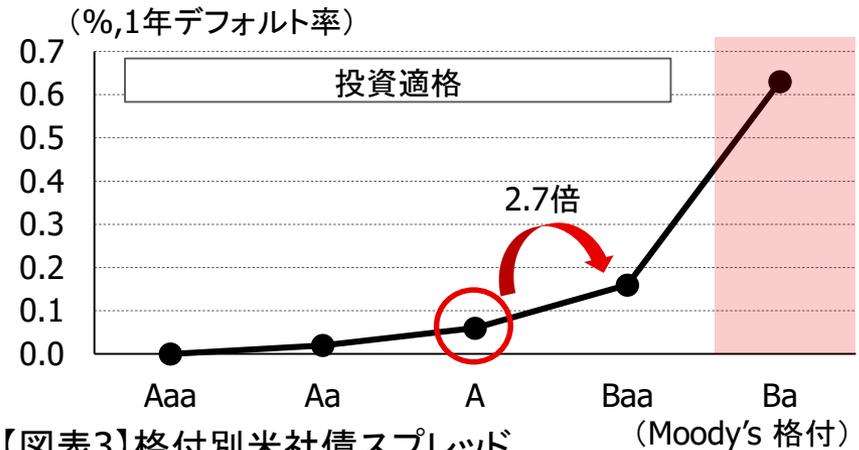
- 2020年3月以降、格付機関は日本国債に対する格付の見通しを引き下げ
- 「A」→「BBB」への格下げの限界的影響度は大きい(海外勢による国債保有の減少、国債の担保価値低下)

【図表1】日本国債に対する格付機関の評価

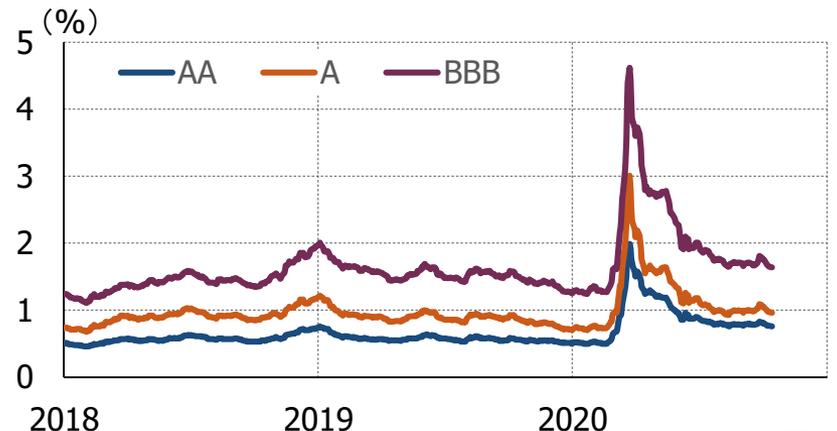
日付	格付機関	評価	コメント
2020年7月	Fitch	A(stable) → A(negative)	<ul style="list-style-type: none"> ・新型コロナウイルス流行による急激な経済縮小と2度の補正予算に伴う財政赤字拡大により見通し引き下げ ・感染拡大の再燃が、さらなる制限措置の可能性と経済見通しへのリスクを生じさせている
2020年6月	S&P	A+(positive) → A+(stable)	<ul style="list-style-type: none"> ・今後2-3年間はある程度の財政支出を維持し経済を下支えするため、<u>財政は引き続き圧迫されると予想</u> ・構造的要因で経済成長率が他の高所得国・地域を下回り、かつデフレ再燃で長期的に財政状況に圧力がかかる場合、格下げする可能性
2019年10月	Moody's	A1(stable) <u>不変</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・<u>長期的な経済・財政コストを効果的に低減する施策を実行できないこと</u>が、格下げにつながる可能性 ・<u>非常に多額の債務を有利な金利でリファイナンスする政府の能力が大きく低下した場合</u>、日本の信用プロフィールに下方圧力が加わる

(資料)Fitch, S&P, Moody's より作成

【図表2】格付別デフォルト率



【図表3】格付別米社債スプレッド



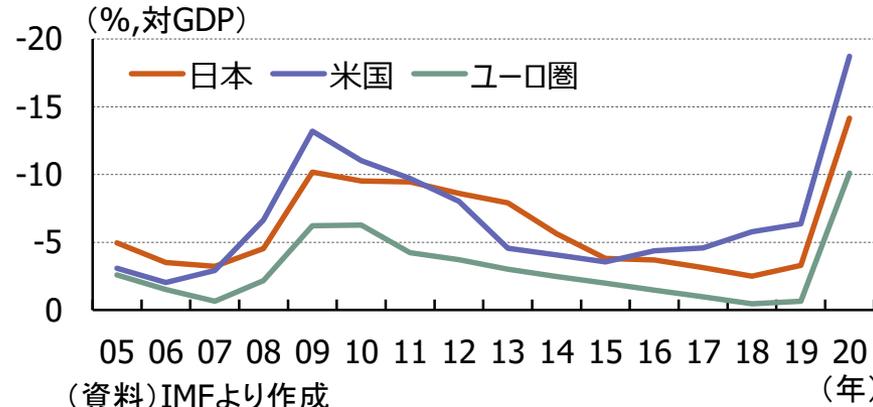
(資料)Moody's, Bloomberg より作成

2-1. 財政・金融政策：国債発行・中銀資産買入

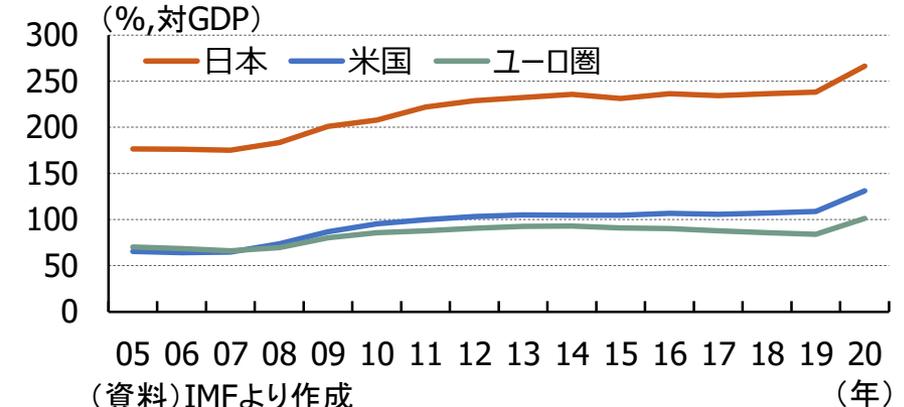
金融市場は財政拡大・金融緩和により安定。但し、海外発の要因による本邦金利上昇リスクあり

- 各国財政拡大に合わせ中央銀行は国債管理政策に同調的な緩和姿勢を明確化、金融市場は安定化へ
- 2023年以降、米国が先行して金融政策正常化に向かう可能性あり、海外発の金利上昇リスクに留意

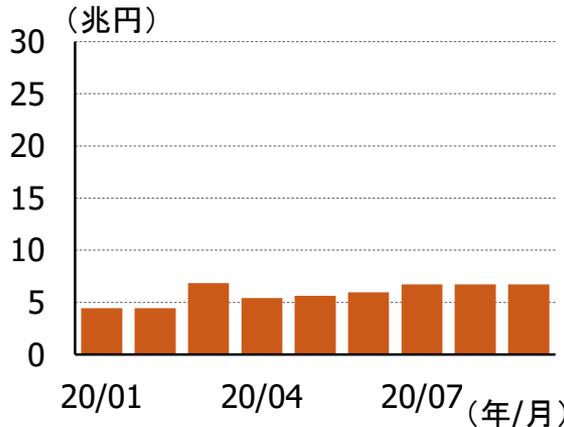
【図表1】財政収支



【図表2】政府債務残高

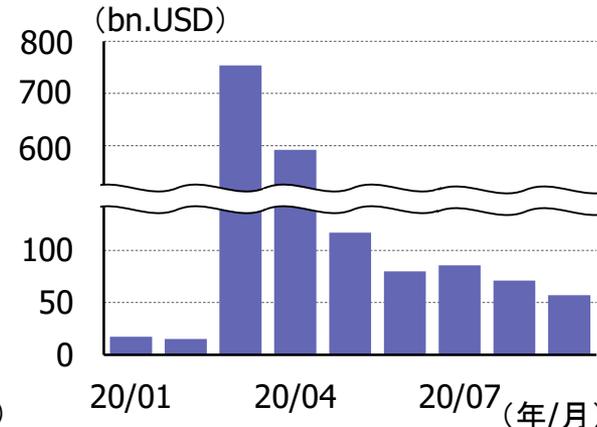


【図表3】日銀の国債買入額



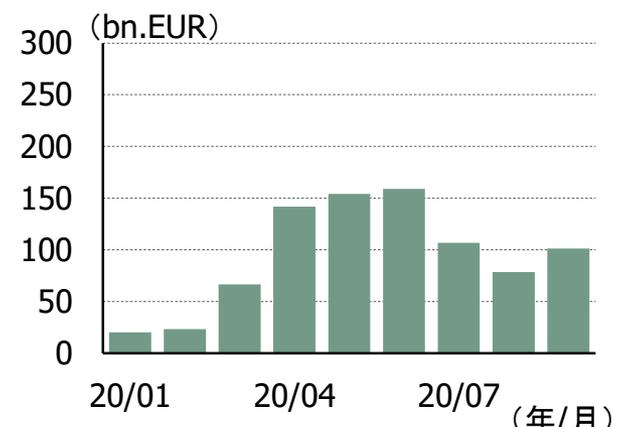
(注) 除く、短期、物価連動債、変動利付債
(資料) 日本銀行より作成

【図表4】FRBの国債買入額



(注) 除く、短期、物価連動債、変動利付債
(資料) NY FED より作成

【図表5】ECBの資産買入額



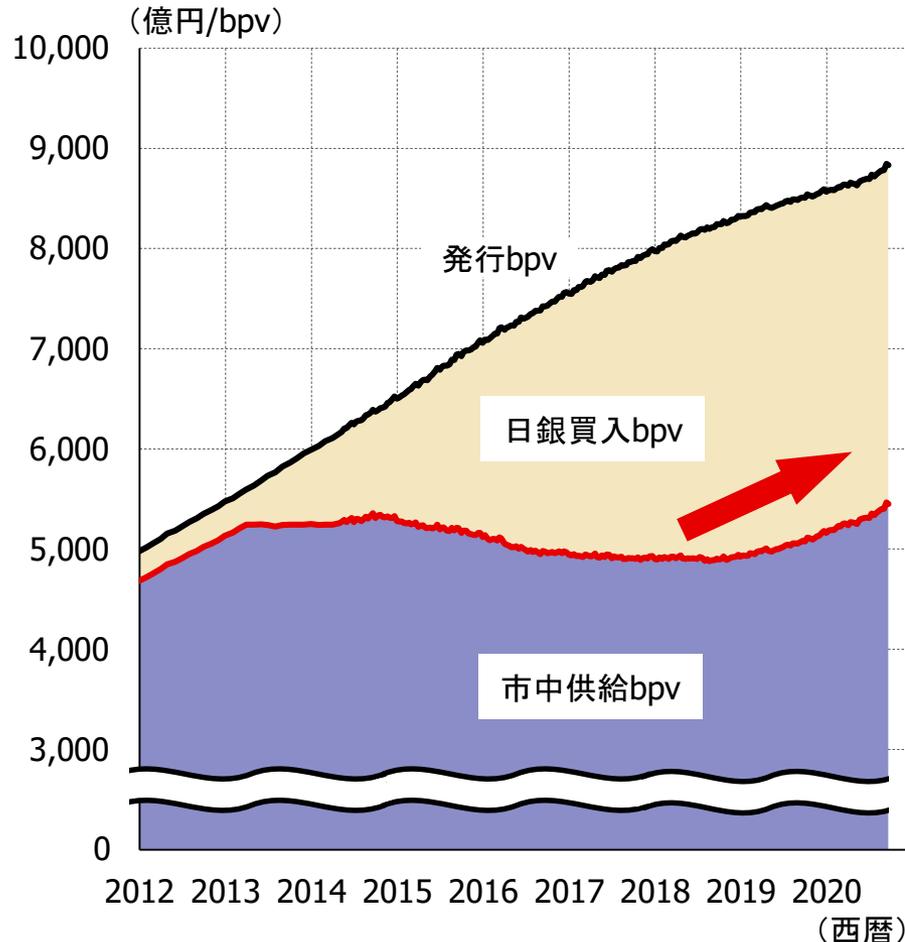
(注) 月間ネット購入額を示す
(資料) ECBより作成

2-1. 財政・金融政策：市中供給される金利リスク量

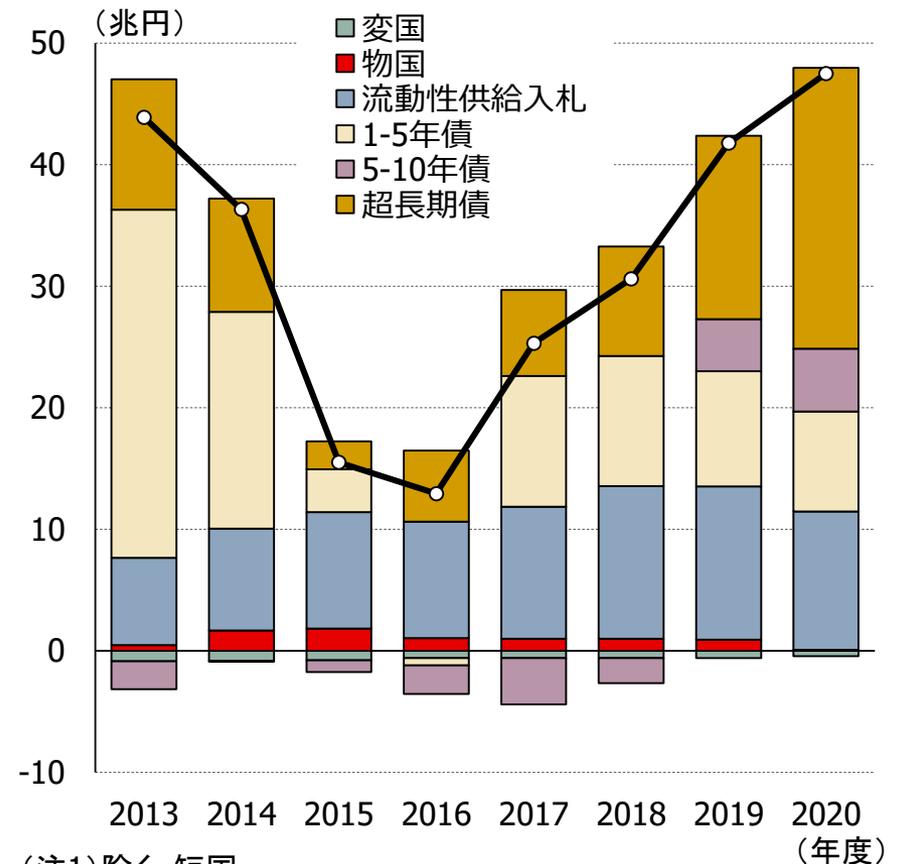
足許の日本国債増発により、市中供給される金利リスク(市中供給リスク)量は増加

- 国債発行により金利リスク総量は増加基調だが、日銀買入もあり市中供給リスク量は2018年まで減少傾向
- 国債のネット発行額は足許増加基調、特に超長期国債(10年超)の割合が増加

【図表1】市中供給されている金利リスク量推移



【図表2】国債のネット発行(国債発行－日銀買入)



(注1)除く、短国

(注2)2020年度11月以降のオペ金額は10月想定金額を横置き

(資料)財務省、Bloombergより作成

2-2. 投資家状況：投資家のリスク許容度低下

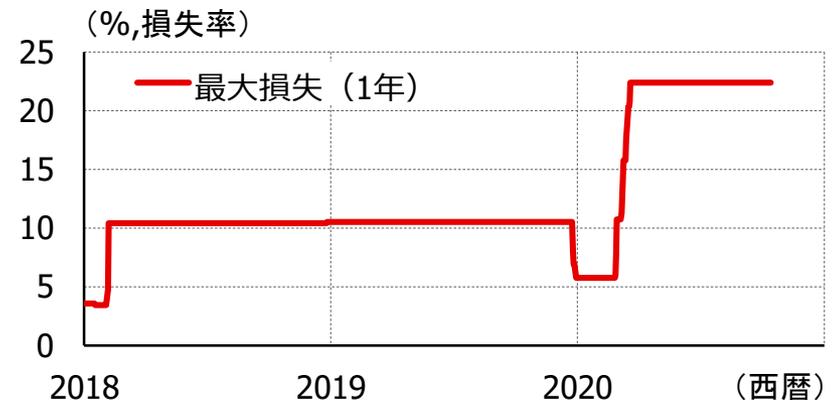
2020年3月の相場急変により、一部投資家におけるリスク許容度は低下

- リスク許容度の計測手法として、一定期間(1年/3年等)の計算上の最大損失水準を用いる投資家は多い
- 2019年8月の金利上昇、2020年3月の株価急落の実績反映から、各資産の計算上の最大損失水準は悪化
- 損失限度枠を用いたリスク管理を行う投資家は、保有可能ポジションを縮小させる可能性がある

【図表1】日本国債利回り・最大損失水準推移



【図表2】日経平均株価・最大損失水準推移



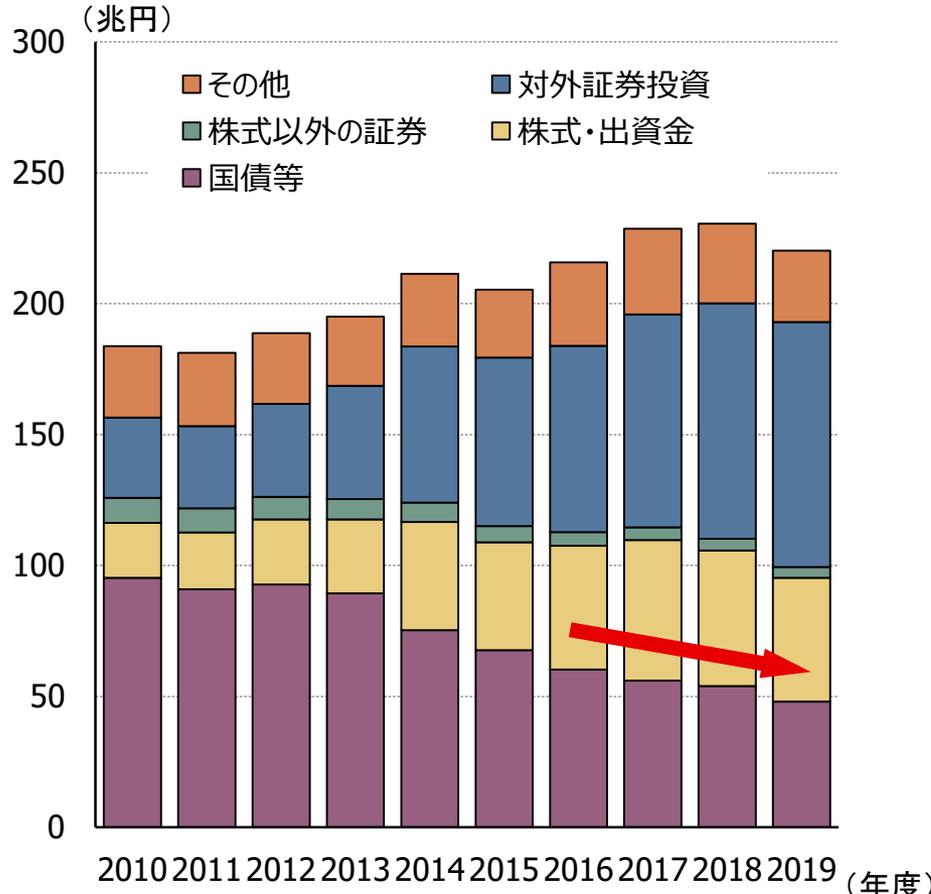
(注)最大損失は2週間累計損失の過去1年間における最大値
 (資料)Bloombergより作成

2-2. 投資家状況：年金・生保による超長期債需要

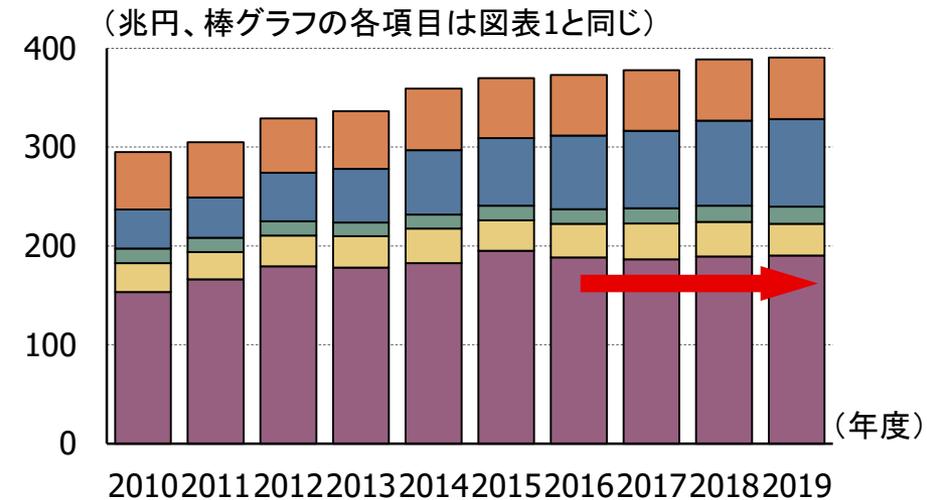
相対的低リターンから超長期債の運用ニーズは伸び悩むが、規制等を背景に一定の需要は存在

- 公的年金における国債保有残高は、グローバル資産運用における相対的低リターンから減少傾向
- 生保の国債保有残高は横ばい推移、但し、規制等を背景とした負債見合いの超長期債需要が見込まれる

【図表1】公的年金の保有資産の推移



【図表2】生命保険会社の保有資産の推移



(注) 国債等は、短国、国債、財投債、地方債、政府機関債を含む
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

【図表3】生命保険会社の規制対応

規制	2025年から保険の国際資本基準(ICS)が適用開始
対応	契約者に保険金の支払いを約束している期間と債券などの運用期間をできるだけあわせることが求められる
投資行動	国内生保は保険約定の平均的な期間に比べて運用資産の期間が短いとされているため、生保による超長期国債への投資需要は高まることが想定される

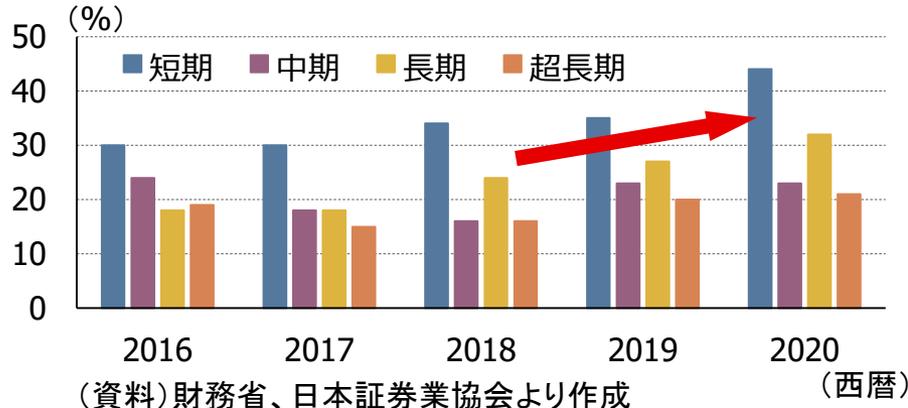
(注) 国債等は、短国、国債、財投債、地方債、政府機関債を含む
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

2-2. 投資家状況：海外勢による通貨アービトラージ

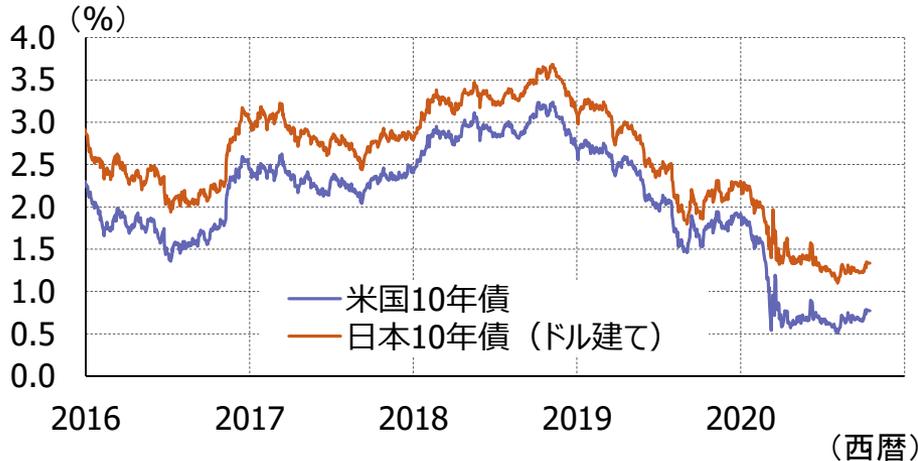
日本国債のドル建て利回りの高さを好感し、通貨アービトラージを通じ海外勢の取引シェアは増加

- 日本国債のドル建て利回りが米国債を上回る環境が継続、海外勢の国債取引シェアは上昇基調
- 通貨アービトラージを取り巻く環境の変化による、海外勢の日本国債(円債)需要の後退に留意

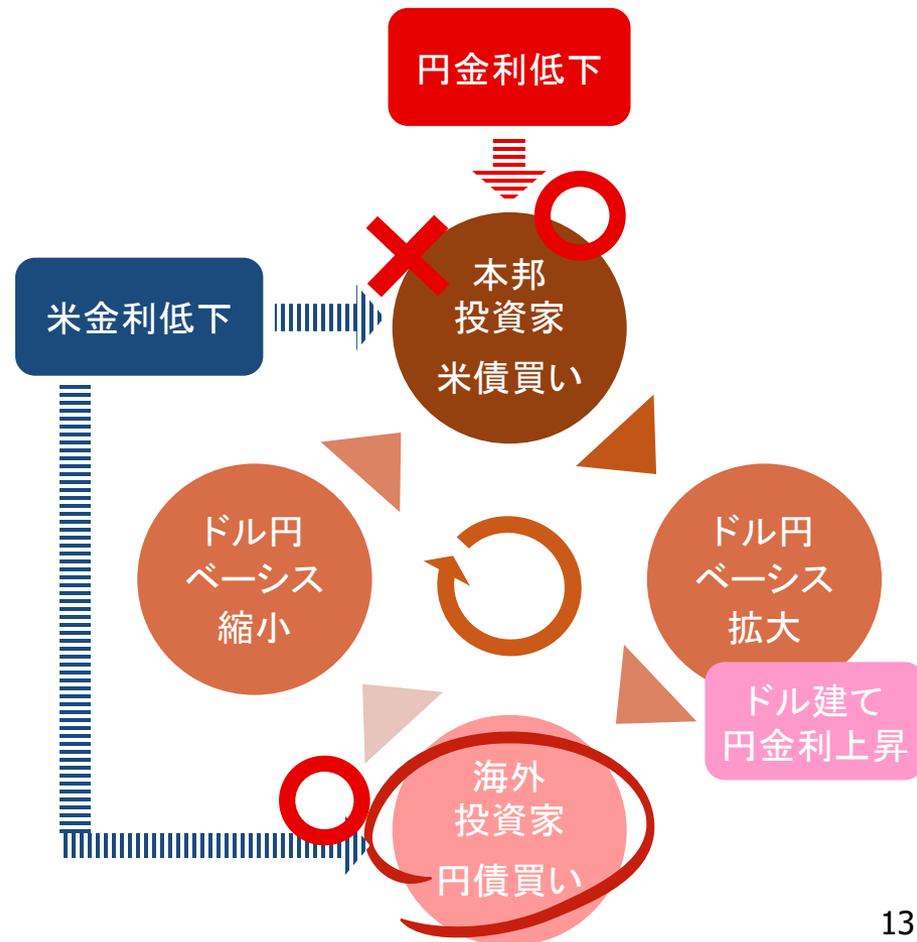
【図表1】海外投資家比率(取引シェア)



【図表2】10年債利回りの日米比較(ドル建て)



【図表3】通貨アービトラージを取り巻く環境

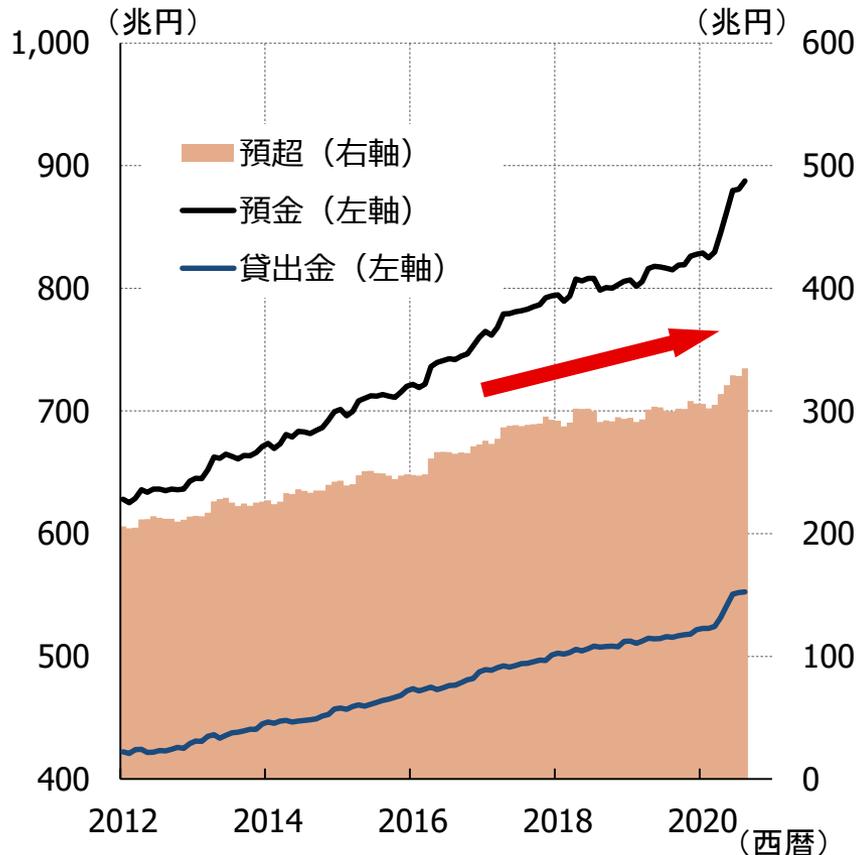


2-2. 投資家状況：預金取扱金融機関による需要①

預金取扱金融機関の預超(資金余剰)は拡大が続いているが、必ずしも国債保有増加に繋がらず

- 預超が拡大傾向である一方、国債(除く、短国)の保有残高は減少傾向
- 20年4-6月期における国債保有増加は、担保として利用されやすい短期国債が中心

【図表1】国内銀行の預超推移

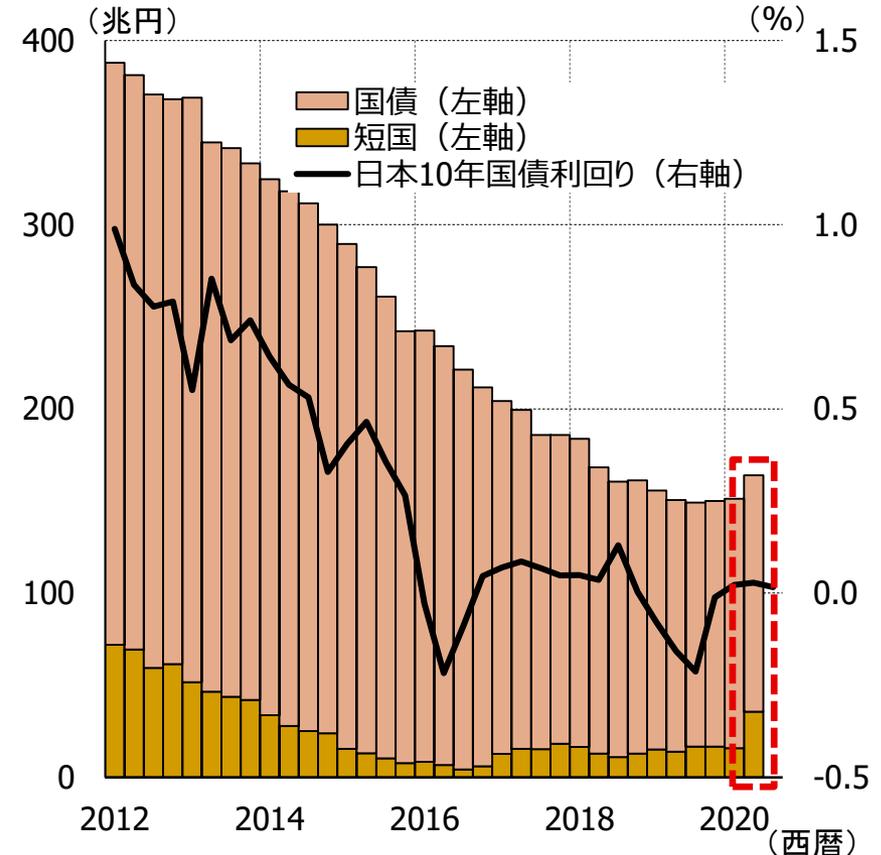


(注1) 国内銀行(除く、海外支店)の月間平均残高

(注2) 預金は譲渡性預金を含む

(資料) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より作成

【図表2】預金取扱金融機関の日本国債保有額推移



(注1) 国債には財投債を含む

(注2) 上記は国内銀行、農林水産・中小企業金融機関等を含む

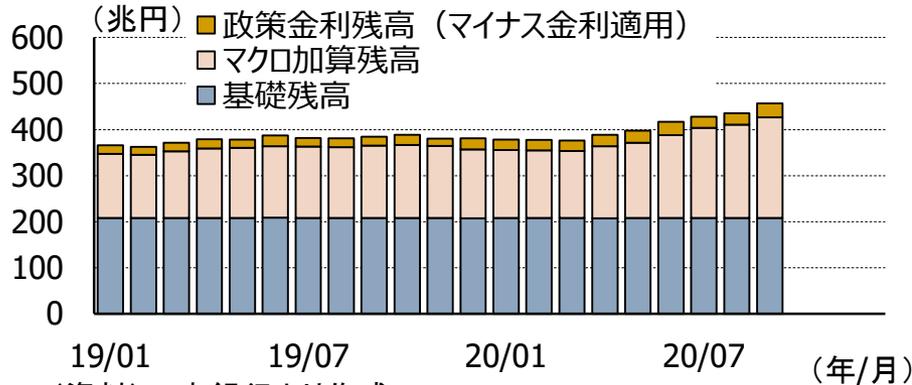
(資料) 日本銀行「資金循環統計」より作成

2-2. 投資家状況：預金取扱金融機関による需要②

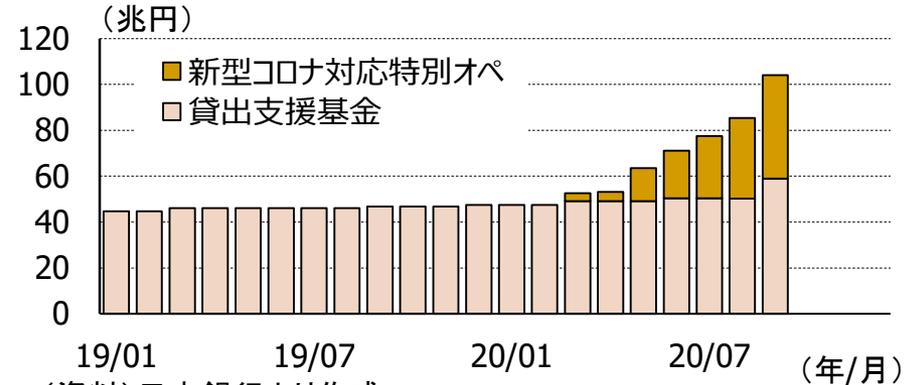
預金取扱金融機関の短中期債購入増加は、主に日銀固有の金融政策下のオペ対応が背景

- 預金取扱金融機関は、日銀当座預金残高のマイナス金利適用を回避する効果がある日銀オペを積極活用
- 短中期債の需要増加は、主に日銀オペに必要な担保の確保が目的。その固有事情の変化に留意

【図表1】日銀当座預金の各階層残高の推移



【図表3】各オペ残高の推移



【図表2】各オペの概要

新型コロナ対応特別オペ	<ul style="list-style-type: none"> 共通担保として差入れられている民間債務及び新型コロナ対応として行われる中小企業等への融資残高の合計額の範囲内で応札が可能（但し、適格担保の範囲内であることが前提） 本オペを活用した場合、マクロ加算残高への加算措置や0.1%付利のメリットがある
貸出増加支援オペ	<ul style="list-style-type: none"> 直近3か月末残平均が過去ピークを越えていた場合、(超過金額)×2倍の応札が可能（但し、適格担保の範囲内であることが前提） 本オペを活用した場合、マクロ加算残高への加算措置のメリットがある

【図表4】日銀差入担保の内訳

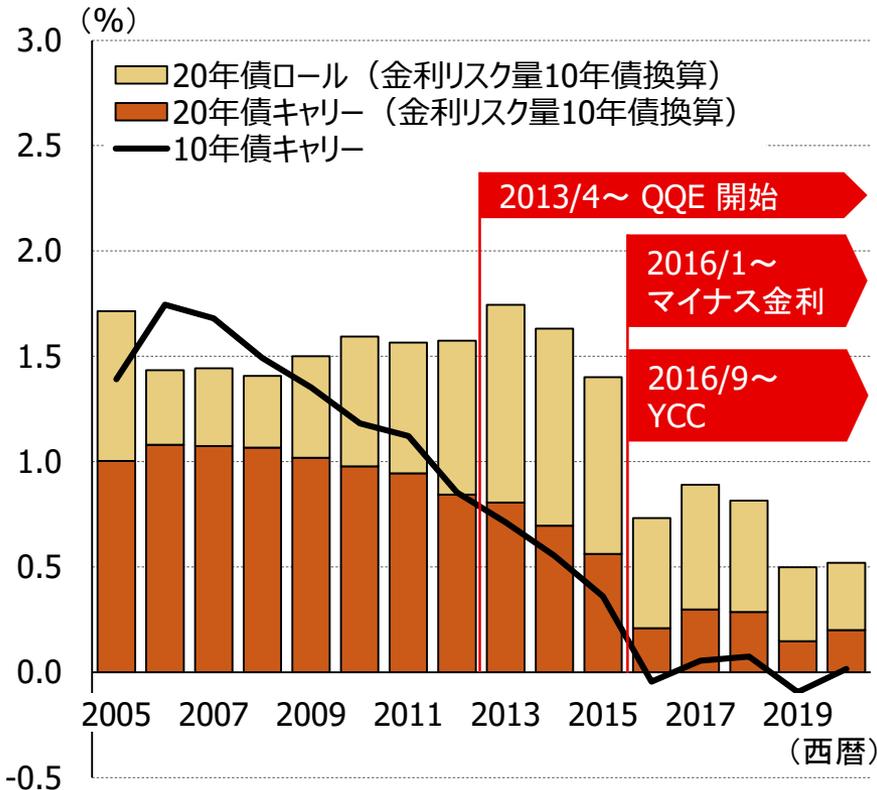
項目	担保価額(億円)	
	2019年12月	2020年9月
国債	180,611	407,003
内、短国	2,217	135,089
住宅ローン債権信託受益権	153,190	261,822
政府向け証貸	139,001	217,042
社債	13,321	69,486
その他	318,679	444,508
合計	804,802	1,399,861

2-2. 投資家状況：預金取扱金融機関による需要③

需要はキャリー&ロール収益の高い超長期国債へシフト、保有する金利リスク量は増加

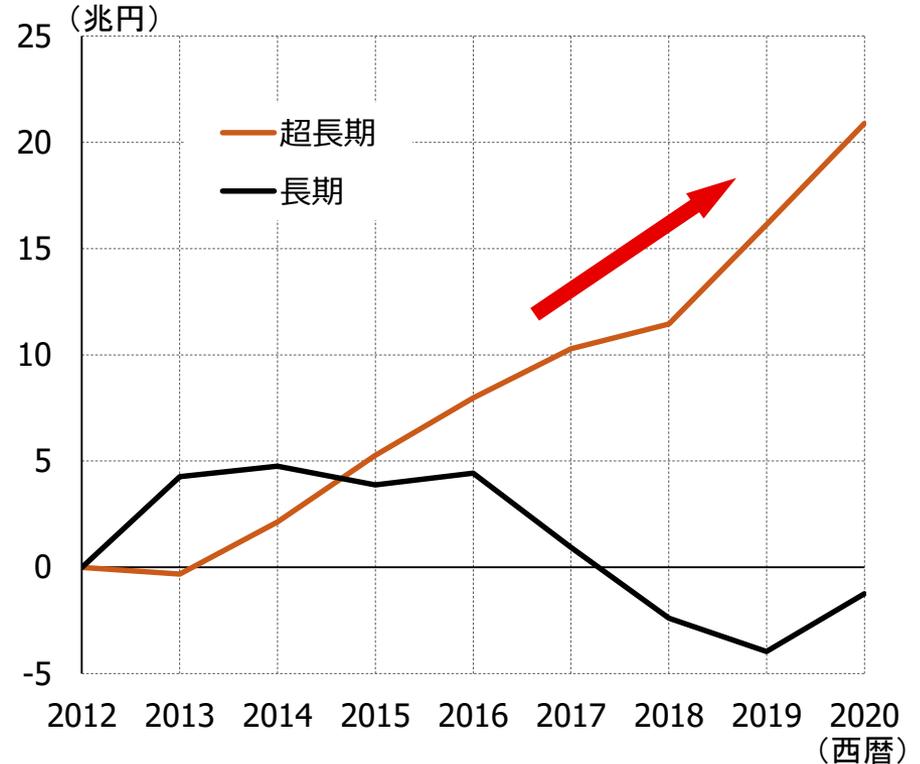
- 預金調達コストを勘案し0%以上の利回り確保が意識されることなどから、長期債保有は減少傾向
- 現在の20年債キャリー&ロール収益は、マイナス金利導入前の10年債キャリー収益に匹敵
- 期間が短い預金負債見合いとして超長期債を保有する場合、保有する金利リスク量が大きくなりやすい

【図表1】20年債キャリー&ロールと10年債キャリー



(注1) キャリー、ロールは年平均。但し、20年のみ9月30日時点
 (注2) 20年債は金利リスク量見合いの残高で10年債と比較
 (資料) Bloombergより作成

【図表2】長期・超長期債のネット購入額(累積)



(注1) 都市銀行、地方銀行、第二地銀、農林系金融機関、信用金庫の合計
 (注2) 2012年末を0として、2020年9月まで積み上げ
 (資料) 日本証券業協会より作成

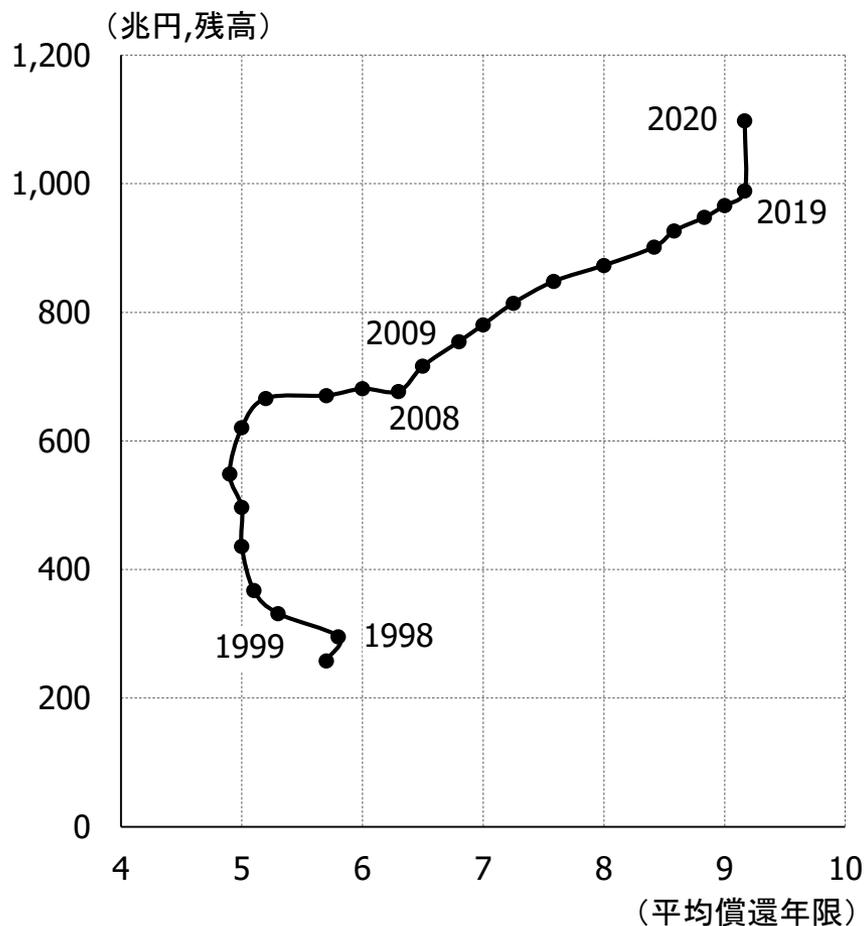
3. 国債管理政策に対する提言

3-1. 急速な償還年限短期化の修正

急速な償還年限短期化に伴う借換リスク増加抑制のため、適切な時期に償還年限を長期化

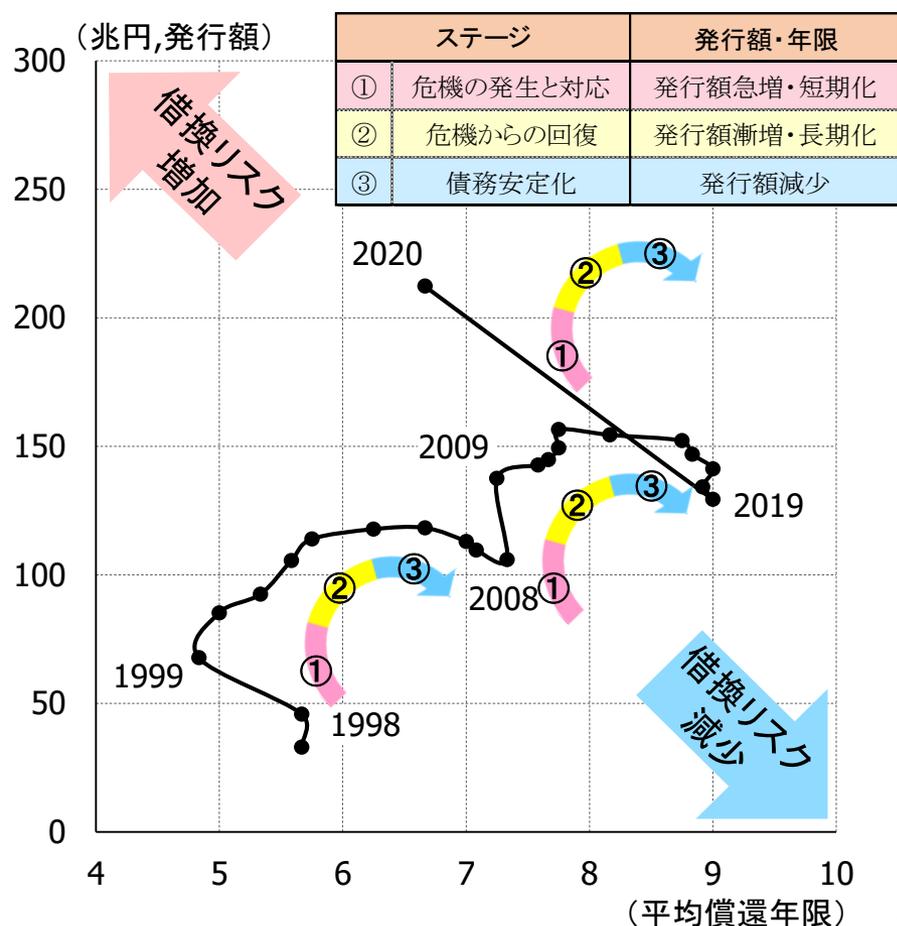
- 過去実績から、①発行額急増・短期化 ②発行額漸増・長期化 ③発行額減少 というサイクルが確認できる
- 適切な時期にフローベースの償還年限を長期化(②へ移行)し、借換リスク増加を抑制

【図表1】国債発行残高と平均償還年限(ストックベース)



(資料)財務省より作成

【図表2】市中発行額と平均償還年限(フローベース)



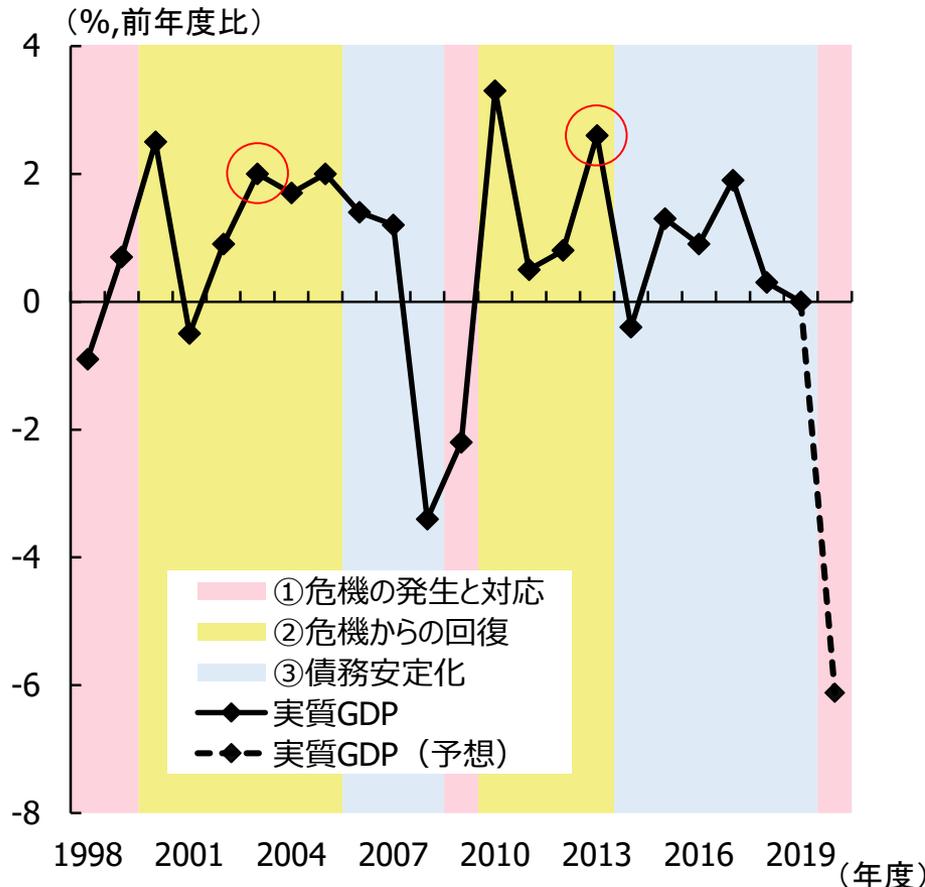
(資料)財務省より作成

3-2. 投資家のリスク許容度への留意

償還年限長期化で市中供給される金利リスク量の増加を勘案し、投資家のリスク許容度に留意

- 前述の発行サイクルにおける年限長期化の期間(②以降)は、市中供給されるリスク量の増加が見込まれる
- リスク量の蓄積が突発的な金利上昇を誘発した過去の実績を踏まえ、投資家のリスク許容度に留意

【図表1】国債発行サイクルと実質GDPの推移



(注)2020年度実質GDP(予想)はESPフォーキャスト調査を利用
(資料)財務省、内閣府、日本経済研究センターより作成

【図表2】直近各サイクルでの金利リスク量増減

サイクル	② 回復	③ 安定化	① 発生
期間(年度)	2010 - 2013	2014 - 2019	2020
発行	+ 2,022	+ 2,520	+ 155
日銀買入	-608	-2,525	+ 10
市中供給(計)	+ 1,414	-6	+ 165
(月平均)	+ 29	-1	+ 33

(億円/bpv)

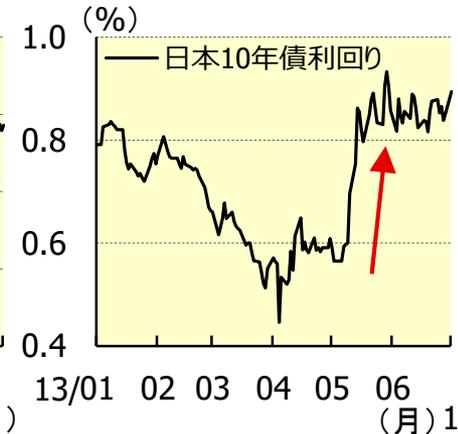
(資料)財務省、日本銀行より作成

【図表3】VaRショック
(2003/4/1-2003/9/30)



(資料)Bloombergより作成

【図表4】大規模金融緩和後
(2013/1/1-2013/6/30)



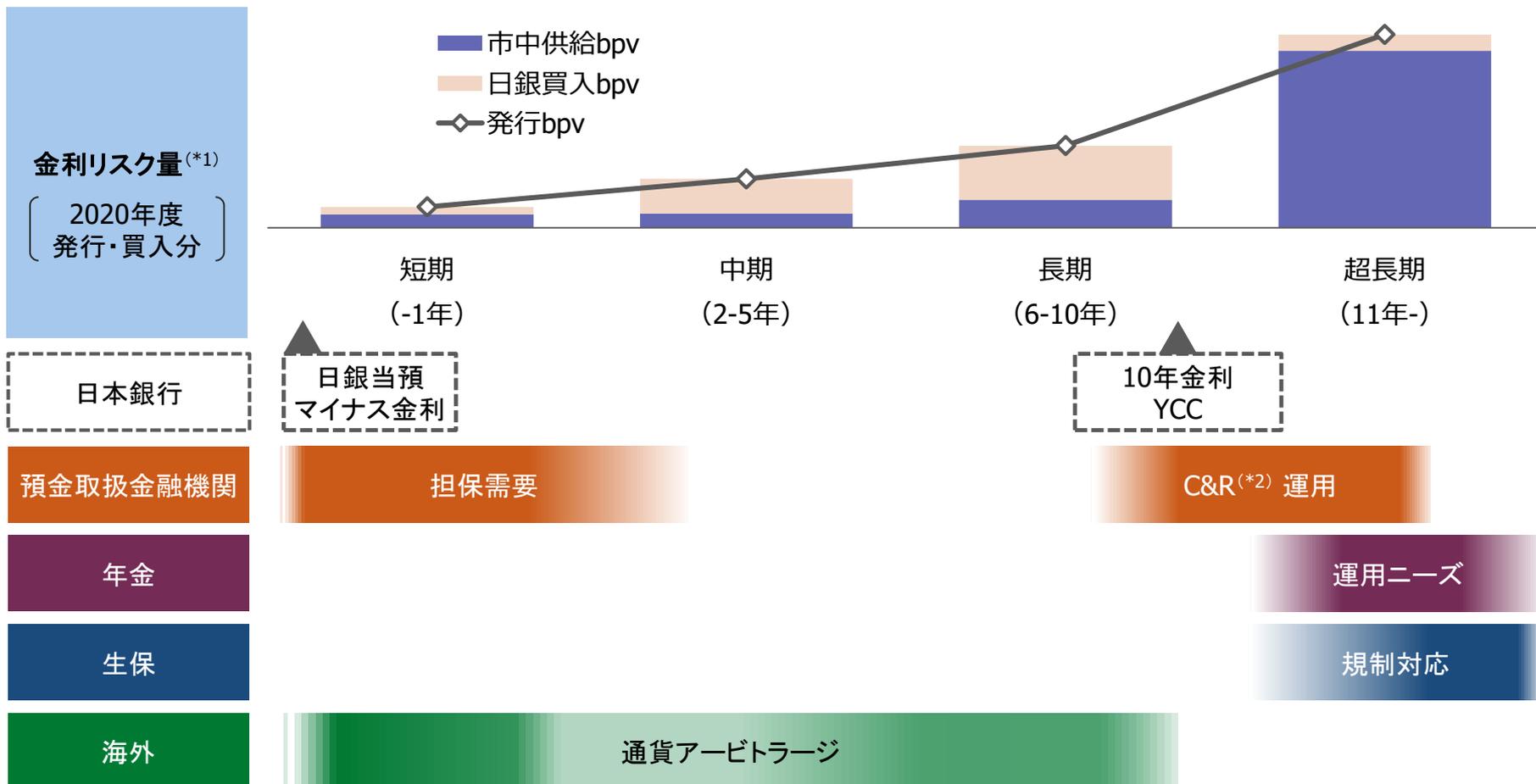
(月)19

3-3. 投資家の個別事情の把握

投資家の需要・個別事情を踏まえ、各年限のリスク許容度の特徴を把握

- 市場全体のリスク量とリスク許容度に加え、各年限で投資家需要・個別事情が異なることにも留意
- より丁寧できめ細かな管理は、中長期的視点の債務管理と調達コスト抑制に有用

【図表1】年限別投資家需要



(資料)財務省、日本銀行より作成

(^{*1})年度内発行・日銀買入明細に対するリスク量イメージ図 (^{*2})C&R: キャリー&ロール

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、予めご了承ください。

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 2020 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