

これまでの国債管理政策の取組と今後の課題

1. はじめに

- 本懇談会は、国の債務管理について、民間有識者から中長期的な視点で御意見・御助言をいただく場として、2004年11月の開始以降、これまで「国債管理政策の現状と課題－論点整理－」（2009年12月）や「議論の整理」（2014年6月）を行ったほか、商品性・保有者層の多様化や国債市場の流動性の維持・向上等の個々の課題について、幅広く議論を行ってきた。
- 近年では、日銀の量的・質的金融緩和（2013年4月～）、とりわけマイナス金利（2016年1月～）やイールドカーブ・コントロール（2016年9月～）の導入、更に昨年（2020年）以降は新型コロナ拡大といった国債市場を取り巻く大きな環境の変化がある中で、これらが国債の発行・消化に与える影響等についても御意見・御助言をいただいていた。前回会合（2020年11月）では、今般の新型コロナ対応に伴う短期債中心の国債大增発を踏まえた今後の国債管理政策上の課題として、①中長期的な国債発行額の平準化、②増大したコスト及びリスクの縮減、③保有者層の一層の多様化や安定保有の促進、④出勤制限等にも対応したBCP体制の強化、等について議論を行ったところ。
- こうした中、新型コロナは未だ収束に至っておらず、依然として先行きが見通しにくい状況が続いている。政府として、その対応には引き続き万全を期す一方、過去に類を見ない規模にまで増大した国債を今後も安定的に発行・消化していくためには、国債発行総額の抑制に努めるとともに、短期債の減額による翌年度借換債の抑制等を通じて、毎年度の市中発行額の抑制・平準化を図っていくことが重要である。
- 今後は、ポストコロナの我が国の経済社会を見据えた国債管理政策について、検討を進めていくことが必要である。2014年6月に「議論の整理」を取りまとめてから相当の時間が経過していることも踏まえ、これまでの国債管理政策を振り返り、新たな議論につなげていく。

2. 国債管理政策の主な取組と評価・課題

主な取組	評価・課題
1. 「市場との対話」の強化、入札制度の改善等	
<p>(1) 国債市場特別参加者（PD）制度の開始（2004年10月～）</p> <p>➤ 国債市場の状況等に合わせた見直しを実施。</p> <p>① 2009年1月の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 第Ⅱ非価格競争入札の応札限度額引上げ（落札額の10%→同15%） ⇒ 同入札への旺盛な需要への対応 <p>② 2015年4月の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 応札上限の引下げ（発行予定額→同2分の1） ・ 応札責任の引上げ（発行予定額の3%以上→同4%以上） ⇒ 一部参加者による寡占的な落札を抑制する一方、発行予定額のうちPD（当時22社）の応札責任のみで最低カバーできる比率を引上げ（66%→88%） <p>③ 2017年7月の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 応札責任の引上げ（発行予定額の4%以上→同5%以上） ・ 第Ⅰ非価格競争入札の発行限度額引上げ（発行予定額の10%→同20%） ⇒ 同入札への旺盛な需要に対応する一方、資格と責任のバランスの観点から、PD（当時21社）の応札のみで発行予定額全額をカバーできる水準まで応札責任を引上げ <p>④ 2020年1月の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 第Ⅱ非価格競争入札の応札限度額引下げ（落札額の15%→同10%） ⇒ 国債発行の計画額と実績額の乖離を是正する観点や、近年の応札実績を踏まえ、応札限度額を落札額の10%まで引下げ 	<ul style="list-style-type: none"> ・ PD制度の導入以降、国債市場の状況変化等に応じて制度を見直しつつ、これまで国債は安定的に入札・発行されてきた。 (注) 最後の札割れは2002年9月の10年債入札 ・ 今後も「市場との対話」を重視しつつ、様々な状況変化に応じて必要な見直しを行い、市場参加者及び国（国債発行当局）双方にとってメリットの高い国債市場特別参加者制度としていくことが重要。 <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 国債市場特別参加者（PD）メンバー数の推移 25社（2004年10月） → 20社（2021年5月） (注) 追加指定+6社、資格返上・除外▲6社、合併による減▲5社 ・ 応札責任による発行予定額の最低カバー率 75%（2004年10月：3%×25社=75%） → 100%（2021年5月：5%×20社=100%）

主な取組	評価・課題				
<p>(2) 市場関係者・有識者等との意見交換</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 国債投資家懇談会の開催 (2002年4月～、累計86回開催) ➤ 国債市場特別参加者(PD)会合の開催 (2004年10月～、同94回開催) ➤ 国の債務管理の在り方に関する懇談会の開催 (2004年11月～、同54回開催) ➤ 国債トップリテラー会議の開催 (2007年6月～、同20回開催) <p>(注) 累計開催回数は2021年6月24日時点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・国債発行計画の策定・見直し等の様々な国債管理政策の重要事項について、市場関係者・有識者等と意見交換を行うことにより、大量発行が続く国債の安定的な発行・消化や中長期的な調達コストの抑制につながってきたと考えられる。 ・引き続き「市場との対話」を丁寧に実施し、「定期的かつ予見可能な(regular and predictable)発行」を行っていくことが重要。 				
<p>(3) 民間人材の登用(「市場分析官」の新設等)(2004年7月～)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 民間人材を登用し、市場動向の分析等のノウハウを取り入れることにより、組織・人員面で国債管理体制を強化 	<ul style="list-style-type: none"> ・国債市場での実務経験等を有する民間人材の登用が増加し、ノウハウを国債管理政策に活用することにより、「市場との対話」の強化につながっている。 ・引き続き、様々なデータの活用等も含め、民間人材の知見を活かし、国債管理政策の更なる進展を図っていくことが重要。 <p><参考>国債担当部局(国債企画課・国債業務課)における民間出身者数(専門調査員等を含む)</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td style="text-align: center;">(2004年度)</td> <td style="text-align: center;">(2020年度)</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">2名/全57名</td> <td style="text-align: center;">6名/全64名</td> </tr> </table> <p style="text-align: center;">⇒</p>	(2004年度)	(2020年度)	2名/全57名	6名/全64名
(2004年度)	(2020年度)				
2名/全57名	6名/全64名				

主な取組	評価・課題
<p>(4) ディスクロージャーの拡充</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 債務管理レポートの発行開始（2004年7月～） （注）2019年度より、電子書籍でも配信 ➤ 日本国債ニュースレター（2000年～：四半期発行）（英語版）の毎月発行化（2014年4月～） （注）毎月発行化に伴い、日本語版の発行は取り止め ➤ 国債金利情報（コンスタント・マチュリティ・ベース）の提供（2010年3月～） （注）内外の投資家向け判断材料や研究機関向けデータ提供等の観点から、主要諸外国と同水準かつ広く一般に参照可能な形で国債金利の情報を提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・ディスクロージャーの拡充は、相応に進んできたと考えられる。今後も、情報発信の強化を通じて透明性の高い国債管理政策を実施していくことが重要。 <p><参考>ホームページへのアクセス数（2020年度）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・債務管理レポート（年1回発行）：約1.5万回 ・日本国債ニュースレター（年12回発行） ：約10.5万回 ・国債金利情報（毎営業日更新）：約33.6万回
2. 国債市場の流動性の維持・向上（インフラ整備）	
<p>(1) 流動性供給入札（2006年4月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 国債市場の流動性低下へ対応等の観点から、対象銘柄や発行額・回数を段階的に拡大。 [発行額] 0.6兆円（2006年度）→11.4兆円（2021年度） （注）当初ベース。 [対象ゾーン] 残存11～16年のみ（2006年度） →残存1～5年、5～15.5年、15.5～39年の3ゾーン（2021年度） <p>(2) 買入消却（2003年2月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 当初は固定利付債を対象に実施（2008年度に集中していた国債の満期償還の平準化等の観点）。 ➤ リーマン・ショック後は、海外投資家等による換金売りが加速した15年変動利付国債や旧物価連動国債（元本保証（フロア）なし）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に実施（2008年12月～）。 ➤ 2016年4月以降は、新物価連動債（元本保証（フロア）あり）について、需給改善や流動性向上を目的に実施。 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀による量的・質的金融緩和（2013年4月～）、特にイールドカーブ・コントロールの導入後（2016年9月～）、国債市場の流動性が低下傾向にあるが、流動性供給入札をはじめとする左記の様々な取組は、流動性の維持・向上に一定程度貢献してきたと考えられる。 ・流動性の低下により、国債市場部門からの人材流出を懸念する声も聞かれており、国債発行当局としても、引き続き流動性の維持・向上のための取組を行っていくことは重要と考えられる。 <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図1】流動性供給入札の発行額等の推移 ・【図2】買入消却実績の推移 ・【図3】国債取引高と売買回転率の推移

主な取組	評価・課題				
<p><u>(3) 原則リオープン（銘柄統合）化の推進</u></p> <p>➤ 1 銘柄当たりの市場流通量を確保する観点から実施。 30年債・物価連動国債：2006年12月～ 40年債：2007年11月～ ※40年債は導入時から原則リオープン化 20年債：2013年12月～</p> <p>(注1) 10年債は、市場実勢利回りと表面利率の乖離が概ね0.3%を超える場合を除き、原則リオープン化（2015年4月～）</p> <p>(注2) 5年債は、銀行等による簿価分散のニーズが強いため、通常のリオープン発行（発行時の市場実勢レートが既発債の表面利率と同じ場合のみ同一銘柄とする）。 2年債は、入札毎に元利払日が異なるため、リオープンの適用外。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・【図4】長期金利と日中金利変動幅の推移 ・【図5】債券市場の機能度（市場関係者の見方） 				
<p><u>(4) 決済期間の短縮化（決済リスク低減）</u></p> <p>➤ [利付債の発行日] 原則T+3化（2008.4～）→ 原則T+2化（2012.4～） → 原則T+1化（2018.5～）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・リーマン・ショック以降、決済期間の短縮化による未決済残高の縮減を通じた決済リスク低減の取組が進展 				
<p><u>(5) レポ取引に係る利子等の非課税措置</u></p> <p>➤ 国債を用いたクロスボーダーのレポ取引（債券現先取引）について、外国金融機関等が受け取る利子に係る非課税措置を実施（2002年4月～、2008年度に適用期限を撤廃し恒久化）。</p> <p>➤ 上記の取引について、外国金融機関等以外の外国法人（海外ファンド等の特定外国法人）が受け取る利子等に係る非課税措置を実施（2017年4月～、適用期限を延長）。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・外国人のレポ取引は増加基調となっており、一定程度は非課税措置も貢献したと考えられる。 <p><参考></p> <p>【図6】外国人によるレポ取引（債券現先取引）の推移</p> <table border="0"> <tr> <td>2001年度：1.9兆円</td> <td>2016年度：32.5兆円</td> </tr> <tr> <td>2004年度：16.4兆円</td> <td>2020年度：51.8兆円</td> </tr> </table>	2001年度：1.9兆円	2016年度：32.5兆円	2004年度：16.4兆円	2020年度：51.8兆円
2001年度：1.9兆円	2016年度：32.5兆円				
2004年度：16.4兆円	2020年度：51.8兆円				
<p><u>(6) ストリップス債の導入（2003年1月～）</u></p> <p>➤ 利付国債の利息（クーポン）部分を利払時点毎に元本部分から分離し、それぞれ独立して流通、再統合することが可能となった。</p> <p>(注) 分離元本振替国債の運用によるデュレーション・マッチング等を目的とする投資家ニーズへの対応や割引債と利付債の間の裁定（金利調整）機能の向上等の観点から導入</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・金利低下に伴う割引債と利付債のデュレーション差異の縮小や、超長期債発行額の増加等もあり、2014年度以降、残高は減少傾向。 <p><参考></p> <p>【図7】分離元本・分離利息振替国債残高の推移</p>				

主な取組	評価・課題															
<p>(7) 表面利率の引下げ (0.1%→0.005%)</p> <p>➤ マイナス金利下における国債発行の計画 (額面) と実績 (発行収入) の乖離を是正する観点から実施 (2021年4月発行分～)。</p>	<p>・マイナスの発行利回りの国債について、表面利率との乖離が縮小したことにより、計画と実績の乖離が是正されている。</p> <p><参考> 2年債の事例 (計画と実績の乖離縮小)</p> <p>(2021年3月発行分)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・計画：30,000億円 (表面利率0.1%【A】) ・実績：30,114億円 (発行利回り▲0.099%【B】) ⇒ 乖離：114億円 (AとBの差：0.199%分) <p>(2021年4月発行分)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・計画：30,000億円 (表面利率0.005%【A】) ・実績：30,068億円 (発行利回り▲0.126%【B】) ⇒ 乖離：68億円 (AとBの差：0.131%分) 															
<p>3. 商品性・保有者層の多様化</p>																
<p>(1) 超長期債市場の育成</p> <p>➤ 40年債の導入 (2007年11月～)・発行規模拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> ・生保等のALMにおけるデュレーション・マッチングの観点や、国債の平均償還年限 (後述) の長期化の観点から導入。 <p style="margin-left: 40px;">[発行額] (1回当たり発行額×年間発行回数)</p> <table style="margin-left: 40px; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="padding-right: 20px;">2007年度</td> <td style="padding-right: 20px;">:</td> <td>1,000億円 (=1,000億円×1回)</td> </tr> <tr> <td>2008年度</td> <td>:</td> <td>4,000億円 (=2,000億円×2回)</td> </tr> <tr> <td>2009年度</td> <td>:</td> <td>8,000億円 (=2,000億円×4回)</td> </tr> <tr> <td>2016年度</td> <td>:</td> <td>24,000億円 (=4,000億円×6回)</td> </tr> <tr> <td>2021年度 (予定)</td> <td>:</td> <td>36,000億円 (=6,000億円×6回)</td> </tr> </table> <p style="margin-left: 40px;">(注) 当初ベース (年度途中に導入・発行した2007年度を除く)。2016年度以降は隔月発行化</p>	2007年度	:	1,000億円 (=1,000億円×1回)	2008年度	:	4,000億円 (=2,000億円×2回)	2009年度	:	8,000億円 (=2,000億円×4回)	2016年度	:	24,000億円 (=4,000億円×6回)	2021年度 (予定)	:	36,000億円 (=6,000億円×6回)	<ul style="list-style-type: none"> ・超長期ゾーンの発行額は増加し、残高・売買高いずれも全体に占めるシェアが拡大しており、超長期債市場は育成されてきている。この結果、国債の平均償還年限 (ストックベース) は、諸外国 (イギリスを除く) と比べても長くなっている。 ・30年債や40年債については、生保によるICS (2025年に導入予定である経済価値ベースのソルベンシー規制を含む国際資本基準) 対応後の需要変化についても注視する必要。 ・40年債については、市場規模が相応に拡大してきている一方で、投資家層の拡大が課題。今後、更に増額する場合は、毎月発行化やコンベンショナル方式への変更も検討課題。
2007年度	:	1,000億円 (=1,000億円×1回)														
2008年度	:	4,000億円 (=2,000億円×2回)														
2009年度	:	8,000億円 (=2,000億円×4回)														
2016年度	:	24,000億円 (=4,000億円×6回)														
2021年度 (予定)	:	36,000億円 (=6,000億円×6回)														

主な取組	評価・課題
<p>➤ 30年債（1999年9月～）の発行規模拡大</p> <p style="padding-left: 20px;">[発行額] (1回当たり発行額×年間発行回数)</p> <p style="padding-left: 40px;">1999年度 : 4,000億円 (=2,000億円×2回)</p> <p style="padding-left: 40px;">2003年度 : 16,000億円 (=4,000億円×4回)</p> <p style="padding-left: 40px;">2007年度 : 24,000億円 (=6,000億円×4回)</p> <p style="padding-left: 40px;">2010年度 : 48,000億円 (=6,000億円×8回)</p> <p style="padding-left: 40px;">2013年度 : 68,000億円 (=6,000億円×8回 +5,000億円×4回)</p> <p style="padding-left: 40px;">2021年度(予定) : 108,000億円 (=9,000億円×12回)</p> <p>(注1) 当初ベース。2013年度以降は毎月発行化</p> <p>(注2) 30年債は、2007年度に40年債導入とあわせて、入札方式を（それまでの利回りダッチ方式から）価格コンベンショナル方式に変更</p>	<p>・なお、超長期の現物債市場の規模に比べて、超長期国債先物取引が停滞しているが、ヘッジ機能の充実等を通じた流動性向上等の観点からは、同取引の活発化も今後の検討課題と考えられる。</p> <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図8】超長期債（残高・売買高）の推移 (2004年度→2021年度) 残高の割合：10.0%→43.0% 売買高の割合：6.1%→13.3% ・【図9】諸外国の残存期間別の国債等発行残高の割合 ・【図10】生保等による運用資産のデュレーション 生保：7年9か月(2004年)⇒15年0か月(2021年) ・【図11】個人金融資産の種類別内訳及び国債発行額の 年限別内訳の国際比較 ・【図12】国債先物取引（長期・超長期）の推移
<p><u>(2) 個人保有の促進</u></p> <p>➤ 個人向け国債（2003年3月導入：変動10年）の商品性の多様化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 固定5年（2006年1月～）、固定3年（2010年7月～） <p>➤ 個人向け国債の毎月募集・発行化（2014年1月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 上記以前は四半期に1回募集・発行（変動10年・固定5年）。ただし、固定3年は導入時（2010年7月～）から毎月募集・発行。 <p>➤ 新型窓口販売国債の導入（2007年10月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 従来は郵便局のみで行われていた募集取扱方式による国債（2年・5年・10年利付国債）の窓口販売を一般の民間金融機関でも開始 <p>➤ 「変動10年」の金利設定方法の見直し（2011年7月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 低金利時に仕上がり金利が低くなり過ぎないように見直し (仕上がり金利：基準金利-0.8% → 基準金利×0.66) 	<p>・個人向けの商品性の多様化・改善や購入機会拡大、広告活動による認知度の向上等もあり、低金利環境の下、発行額は2010年度以降、増加傾向。</p> <p>・他方、中途換金は保有残高の減少要因となるため、長期安定的な保有を促す観点から、2020年10月より手数料体系を見直したところであり（管理手数料の導入）、今後の動向を注視する必要。</p> <p>・若年層を含む国民の認知度向上・ニーズ掘り起こし等の観点から、地域金融機関等と連携しつつ、今後、一層戦略的な販売促進策や広告活動の展開が重要。</p>

主な取組	評価・課題
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 個人向け国債の手数料体系の見直し（管理手数料の導入）（2020年10月～） <ul style="list-style-type: none"> ・ 長期安定的な保有を促す観点から、国が取扱機関に対して募集発行事務取扱手数料を一括支払いする方式から、同手数料を引き下げると同時に利払時の残高に応じて管理手数料を支払う方式に変更。 ➤ 国債広告におけるイメージキャラクターの起用 <ul style="list-style-type: none"> ・ 「コクサイ先生」（2010年6月～） ・ 「個子ちゃん」（2020年6月～） ➤ SNSの利用（2011年6月～） 	<p>＜参考＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図13】個人向け国債の販売額、中途換金額及び残高の推移 ・【図14】家計の金融資産残高及び年齢別割合 ・【図15】個人向け国債の認知度（2020年度） ・【図16】発行当局と取扱金融機関との連携強化
<p><u>（3）海外保有の促進</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 海外IRの開始（2005年1月～） <ul style="list-style-type: none"> ・ 海外IRでは、日本国債を巡る状況について、日本の経済・財政を含めて幅広く海外投資家の正確な理解を促し、情報発信を強化してきた。 ・ 海外中銀や年金、生保など安定保有が見込まれる投資家を重視。また、経済成長に伴い日本国債の保有増加が期待されるアジア地域・新興国向けIRを強化。 ・ これまで累計43か国・地域、延べ320都市で実施（2020年3月末までの訪問先数。以後、新型コロナ拡大のため訪問せず）。 ・ 2020年度以降は、新型コロナの感染拡大を受け、全てオンライン会議を実施。距離の制約を受けないメリットも活かした新規面談13先（中央銀行、決済機関等を含む）も含め、累計66先実施（2021年5月末時点）。 ・ また、国債管理政策に関する知見の共有を目的に、海外の国債管理当局との面談を行っており、累計86先実施（2013年4月～2021年5月）。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 海外保有比率は徐々に上昇している。海外IRによる認知度・理解度向上や円建て外貨準備の増加に加え、リーマン・ショック以降、ドル円ベーススワップスプレッドのワイド化により、ドルベースでみた日本国債の利回りが上昇したこと等が主な背景と考えられる。 ・ 特に、短期債は、海外投資家にとって、円転ベースでの余剰資金運用や担保としての利便性から保有比率が大幅に高まったと考えられる。 ・ 海外中央銀行や生保・年金等の安定的な保有が見込まれる海外投資家も購入していると考えられ、今後も安定保有の拡大に向けて戦略的な海外IRの実施が重要。なお、海外投資家の中には、高レバレッジで裁定取引を行う短期筋も含まれるが、流動性の維持・向上に寄与している点にも留意すべき。 ・ 新規開拓のみならず、既に日本国債を購入している海外投資家に今後も継続的な保有を促す観点や、国債管理当局との意見交換で得られた情報・知見を国債管理政策に一層活用していく視点も重要。

主な取組	評価・課題
<p>➤ 国債政策情報室の設置（2014年7月～）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 調査・分析部門と連携しつつ、より一層効果的かつ効率的なIR活動や海外の国債管理当局との意見交換を実施。 （注）IR活動は年間50件程度から100件以上に増加 ・ OECD公的債務管理作業部会に参加、同運営委員会のメンバー ・ IMF公的債務管理フォーラムを日本で開催（2019年6月） 	<p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図17】海外IRの訪問実績 ・【図18】海外による国債等保有額及び比率の推移 [国債（T-Bill 除く）]（2004年3月→2020年12月） 15.7兆円、2.8%→75.0兆円、7.2% [T-Bill] 7.8兆円、9.0%→87.8兆円、49.6% ・【図19】海外投資家による国内債券投資残高の推移 ・【図20】通貨別外貨準備額の推移 ・【図21】ドル円ベーススワップスプレッド及びドル建て日本国債利回りの推移
<p>（4）その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 15年変動利付国債の公募入札（2000年6月）、発行停止（2008年8月） ➤ 物価連動国債（元本保証（フロア）なし）導入（2004年3月）、発行停止（2008年10月） ➤ 新たな物価連動国債（元本保証（フロア）あり）導入（2013年10月） ➤ 物価連動国債の第Ⅱ非価格競争入札の取り止め（2020年4月） <p>（注）15年変動利付国債や物価連動国債（旧・新）については、買入消却も実施</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 15年変動利付国債や10年（旧）物価連動債は、長期債の商品性の多様化の観点から導入されたが、その後、金利や物価が上昇しなかったこともありニーズが限られたことや、リーマン・ショック時に現金化のための投げ売り等で価格が大きく下落したため、2008年に発行を停止。 ・ その後、2013年10月より発行を開始した新たな物価連動国債（元本保証（フロア）付与）は、買入消却も実施しつつ、発行を続けている。今後の物価動向次第では、市場ニーズが高まる可能性も考えられる。 ・ 新たな商品性の国債を導入する場合は、持続的なニーズが見込めるか十分検討することが重要。 <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図22】15年変動利付国債の価格及び発行残高の推移 ・【図23】物価連動国債の流通利回り及び発行残高の推移 ・【図24】諸外国のブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）の推移

主な取組	評価・課題
4. 国債の平均償還年限	
<p>➤ 大量の国債発行が続く中、毎年度の借換債発行額の抑制や足元の低金利環境等を踏まえ、国債発行額（フローベース）の平均償還年限長期化を推進した結果、ストックベースの平均償還年限が諸外国の中で英国に次ぐ水準（約9年）まで長期化。</p> <p>➤ 2016年度以降は、引き続きフローベースの平均償還年限の長期化を前提に毎年度の国債発行計画を策定しようとするれば、その時点における需要動向に応じた柔軟な対応ができなくなり調達コストの増加を招くおそれがあること等から、（ストックベースの平均償還年限の適正な水準を見極めつつ、）国債発行額（フローベース）の平均償還年限の長期化には必ずしもとらわれずに国債発行計画を策定。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 40年債の導入等、超長期債市場の育成もあり、平均償還年限は長期化してきた（約5年⇒約9年（ストックベース））。 ・ 足元ではコロナ対応により短期国債の発行額が大幅に増加しており、短期化の是正に向けた取組が必要。 ・ 他方、マイナス金利環境に伴う国債運用年限の長期化に伴い、金融機関の抱える金利リスク量が上昇していることから、そのリスク許容度にも留意する必要。 <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> ・【図 25】国債の平均償還年限の推移（フロー・ストック） （フローベース） <ul style="list-style-type: none"> 6年3ヶ月（2004年度） → 9年0ヶ月（2019年度） → 6年8ヶ月（2020年度） → 6年10ヶ月（2021年度） （ストックベース） <ul style="list-style-type: none"> 5年1ヶ月（2004年度） → 9年2ヶ月（2019年度） → 8年11ヶ月（2020年度） → 9年 1ヶ月（2021年度） ・【図 26】諸外国における国債の平均償還年限の推移 （ストック）

主な取組	評価・課題
5. 債務管理の高度化	
<p>(1) コスト・アット・リスク分析 (2005 年度国債発行計画策定時～)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 確率金利モデルに基づき将来の金利パスを推計することにより、国債発行計画や国債残高から生じる将来 10 年間にわたる利払費の「平均値 (コスト)」と「平均からの上振れ幅 (リスク)」を定量的に把握し、国債発行計画の策定等に活用。 ➤ 従来は足元のイールドカーブを基に算出していたが、低位・フラットなイールドカーブが長期化したことを踏まえ、将来の金利水準見通しの過小評価を回避する観点から、2021 年度国債発行計画策定時より、将来の長期金利の期待値として内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の計数を使用。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債の発行額や年限構成等が将来のコストとリスクに与える影響を定量的に把握することにより、債務管理の高度化につながった。 ・ 2020 年 11 月の会合では、新型コロナ対応に伴う短期債中心の国債大增発による影響を分析し、今後の国債管理政策の方向性に示唆を与えた。 <ul style="list-style-type: none"> ⇒ 将来 10 年間のコストとリスクの両方、特にリスクが大きく増加(コスト 8.18 兆円→8.30 兆円、リスク 5.58 兆円→6.30 兆円)。 ⇒ 今後、増大したコストとリスクを縮減していく観点からは、国債発行額の抑制に努めるとともに、短期債の優先的な減額を通じて借換債の発行を抑制していくことが重要。 ・ 運用部ショックや VaR ショック等の経験も踏まえ、テールリスクを考慮した分析を行うこと等が今後の課題。 <p><参考></p> <ul style="list-style-type: none"> 【図 27】 内閣府中長期試算に基づく国債発行額 (財投債及び復興債を除く) の将来推計 【図 28】 新型コロナ対応 (国債大增発) に係るコスト・アット・リスク分析

主な取組	評価・課題
<p><u>(2) 国債整理基金における金利スワップ取引 (2006年2月～)</u></p> <p>➤ 短い年限の国債について、将来の借換時の金利変動リスクを管理する観点から導入されたが、1回の取引額やタイミング等について市場に極力影響を与えないようにする必要があることや、その後、超長期債の発行増加が金利変動リスクの削減に寄与したこと等により、実施機会は限定的となり、2009年下期以降は新規取引を実施していない。</p>	<p>・国債の借換時の金利変動リスク削減については、主に超長期債の発行増加が寄与したと考えられる。</p> <p><参考> 【図 29】国債整理基金における金利スワップ取引の実績 (2021年3月末時点)</p> <p>(約定件数) 累計 64 件</p> <p>(取引実績) 累計 2.65 兆円 (想定元本ベース)</p> <p>(取引残高) 1,100 億円 (想定元本ベース)</p>
<p>6. BCP体制の強化</p>	
<p><u>(1) 非常時優先業務マニュアルの策定・更新</u></p> <p>➤ 財務省業務継続計画 (BCP) に基づく災害対策の実施細目として、国債企画課・国債業務課それぞれの非常時優先業務マニュアルを策定し、最低でも年1回更新 (2012年2月～)。</p>	<p>・年間入札回数が増加している中 (2004年度: 197回 → 2020年度: 252回)、今般の新型コロナ拡大をはじめ、非常時にも国債入札を着実に実施するため、必要に応じたBCP体制の強化・見直しが重要。</p>
<p><u>(2) 非常時の日銀による国債整理基金への一時貸付制度の創設 (2013年1月)</u></p> <p>➤ オペレーショナル・リスク (大規模災害やシステム障害等) への対応として、非常時に国債整理基金が日銀から一時借入を行うことが可能となった。</p> <p>(注) これを受けて、同リスクへの備えとして保持していた国債整理基金残高を国債入札の偶発的な未達 (上記新制度の対象外) に備えた水準まで圧縮 (10兆円 → 3兆円)</p>	<p><参考></p> <p>【図 30】10年債入札のテール及びVIX指数の推移</p>
<p><u>(3) 入札体制の強化 (コロナ対応)</u></p> <p>➤ テレワーク・スプリット体制の導入・徹底 (2020年3月～)</p> <p>➤ 入札バックアップ体制の構築 (担当者以外に入札事務を行える職員を育成) (2020年2月～)</p> <p>➤ 入札人員の増員 (定員4名増) (2021年度～)</p>	

3. ポストコロナを見据えた国債管理政策の検討

普通国債残高は、本懇談会を開始した2004年度（約500兆円）から約2倍に増加（2021年度見込：約1,000兆円）しているが【図31】、上記2. で振り返った通り、国債管理政策において、国債市場特別参加者（PD）制度の開始をはじめ、市場との対話を重視しつつ、様々な対応を行ってきたこともあり、これまでのところ、大量発行が続く国債は安定的に消化されてきた。

他方、国債発行残高は増加し続けており、国債市場に影響を与える国内外の様々な状況も変化する可能性がある中、将来にわたって国債の安定的な発行・消化が保証されているわけではない。国債格付けはG7の中でイタリアに次ぐ低さとなっている【図32】。海外投資家の本邦国債への投資スタンス等にも注視が必要である。

こうした中、ポストコロナを見据えた国債管理政策を検討していく上では、上記2. の評価・課題を踏まえつつ、今後、特に以下の点に留意すべきと考えられる。

（1）短期化した平均償還年限の是正

- 今般の新型コロナ対応に伴う未曾有の国債大增発により、短期債の発行額は市中発行総額の4割程度まで増加しており【図33】、金利変動に対して脆弱な資金調達構造となっている。このため、今後、財政健全化等を通じて国債発行額の抑制に努めつつ、特に増大した短期債を減額し、翌年度借換債を抑制していくことが重要である。
- 昨年11月の会合では、委員より、過去に危機対応等で国債発行額が急増した際は、
 - ① 発行額が急増、平均償還年限が短期化
 - ② 発行額が漸増、短期化した平均償還年限の修正
 - ③ 発行額が減少というサイクルを確認できるが、②では市中に供給される金利リスク量が増加するため、過去にVaRショック（2003年）等の金利急騰が発生しているとの指摘があった【図34・35】。
- 今般の新型コロナ対応に伴う国債増発の規模は、過去のどの経験よりもはるかに大きい。また、日銀（2021年4月「金融システムレポート」）は「金融機関の円債投資にかかる金利リスク量は、（中略）足もとでは、データが遡れる2002年度以降の既往ピークの水準まで急増している」と指摘していることを踏まえれば【図36】、今後、新型コロナからの回復期に金利急騰や金融システムの不安定化といった不測の事態を回避する観点から、過去の経験以上に難しい政策運営が求められる。

(2) 日銀の金融政策が国債市場に与える影響

- 我が国では、日銀による量的・質的金融緩和、特に2016年9月のイールドカーブ・コントロールの導入以降、新型コロナ対応後も長期金利が0%近傍で低位安定的に推移している【図37】。日銀は、本年3月に公表した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」(2021年3月19日)において、定量的な分析を行った結果「日本銀行の国債買入れは、長期金利の押し下げに有意に影響しており、均してみれば概ね▲1%程度の下押し効果があることが確認できた」としている。こうした点を踏まえれば、今後、金融政策の方針が変更されるような場合は、国債市場に少なからず影響を与える可能性がある点について留意すべきである【図38・39】。

(3) 市場の流動性・機能度の維持・向上

- また、国債市場の流動性・機能度も低下しており【図3～5】、本懇談会では、人材流出を懸念する声も聞かれてきた。こうした状況が続けば、市場の価格形成機能が弱まり、財政運営等に対する市場のチェック機能が低下する懸念があるほか、将来的な外部環境の変化等に対して市場が不安定化しやすくなり、資金調達コストの増加につながる可能性がある。日銀は、上記の「点検」において「経済・物価情勢等に応じて、ある程度の金利変動を許容し、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取ることが重要」としているが、国債発行当局としても、中長期的な調達コストを抑制する観点から、引き続き流動性・機能度の維持・向上に資する取組を行っていくことは重要と考えられる。

(4) より多角的な議論の必要性

- このように、日本国債の発行・消化を取り巻く環境が一層厳しさを増している中、新型コロナの影響で新興国を含め世界的に増大した債務や金融面での脆弱性等のリスクに加え、首都直下地震や南海トラフ地震等の大規模な自然災害リスク、地政学リスク、サイバー攻撃、更にはAI・ビッグデータの活用を含む金融技術の発展等が国債管理政策に与える影響についても、幅広い検討が必要になる。
- このため、より多角的な観点から、中長期的な国債管理政策について議論・検討していくことが重要と考えられる。

(以上)