

平成 26 年 6 月 18 日

「国の債務管理の在り方に関する懇談会」議論の整理

はじめに

- (1) 本懇談会は、平成 16 年の立ち上げ以降、国債市場特別参加者（「プライマリー・ディーラー（PD）」）制度を中心とした現在の国債管理政策を支える諸制度に関する議論を進め、平成 21 年に論点整理を行った。平成 22 年には、このような議論に基づき整備された諸制度の実施状況のフォローアップを行い、円滑な実施も確認することができた。
- (2) その後、平成 22 年 12 月の最後の開催から 3 年近くが経過し、後に述べるとおり、当時とは経済社会情勢・財政事情も変化していることから、現在の国債管理政策についての再点検も含め、国債管理政策を巡る諸課題の検討を行うこととした。
- (3) 本懇談会は、昨年 10 月に議論を再開し、これまで 8 回にわたり議論を行い、本年 4 月には、米国及び欧州（英・仏）の国債管理政策について海外調査を行った。今般、本懇談会における再開後の議論の整理を以下の通り行ったところであり、国債管理当局においては、この「議論の整理」を踏まえ、国債管理政策の企画・立案を行うことを期待したい。

I. 経済社会情勢・財政事情

- (1) 近年の財政運営において、歳入の半分近くを国債に依存する状況が続いてきた結果、普通国債の残高は平成 26 年度末には約 780 兆円に達する見込みである。また、このような巨額の国債残高を借り換えるために毎年多額の借換債を発行しており、平成 26 年度においては、借換債の発行額約 122 兆円を含む総額約 182 兆円¹の国債を発行することが予定されている。
- (2) このように毎年多額の国債を発行する中においても、これまでは、

¹ 平成 26 年度における国債発行総額約 182 兆円の内訳は、普通国債 165.5 兆円（建設国債 6.0 兆円、特例国債 35.2 兆円、復興債 2.1 兆円、借換債 122.1 兆円）及び財投債 16.0 兆円である。

潤沢な家計貯蓄により金融機関の預金が増加してきたことに加え、長引くデフレの下、企業は手元資金（預金）を増やす一方、銀行借入等を圧縮してきたことにより、国内の家計及び企業の貯蓄が金融機関を通じて国債投資に向かい、国債は安定的に消化されてきた。

- (3) しかしながら、急速な人口の高齢化に伴い家計貯蓄は今後伸び悩んでいくことが見込まれ、同時に、政府・日本銀行が一体となって取り組んでいるデフレからの脱却と持続的な経済成長が実現していく過程においては、企業は手元資金を圧縮し、金融機関は企業向け貸付を増やす一方で国債投資を減らしていくことも考えられる。このように、国債の国内における消化を支えてきた諸環境は、今後変化していく可能性がある。
- (4) また、このような国内の貯蓄及び投資の動向の変化の結果、経常収支が悪化し、赤字が定着していくこととなれば、国内の資金需要の一部が恒常的に海外からの資金調達により賄われることとなり、国債の海外保有比率も上昇していく可能性がある。
- (5) 一方、国債市場においては、リーマン・ショック後の国際的な金融規制の強化等により PD 等の金融機関の活動に様々な影響が生じる可能性があることや、日本銀行が量的・質的金融緩和政策の下で大量の国債を市中で買い入れる中、国債市場の取引額が減少した状況にあることなどから、国債市場の流動性の低下を指摘する声も多い。
- (6) このような状況の下、今後とも、国債の確実かつ円滑な発行及び中長期的な調達コストの抑制という国債管理政策の基本目標を達成していくためには、財政健全化目標²達成に向けた取組みを着実に進めることにより³、財政の持続可能性に関連するリスク・プレミアムの発生を引き続き抑えていくことが重要であるが、同時に、以下のような国債管理政策に取り組んでいく必要がある。

² 「当面の財政健全化に向けた取組等について—中期財政計画—」（平成 25 年 8 月 8 日閣議了解）において、国・地方の基礎的財政収支について、①2015 年度までに 2010 年度に比べ赤字の対 GDP 比を半減、②2020 年度までに黒字化、③その後の債務残高対 GDP 比の安定的な引下げを目指すこととされている。

³ 本年 5 月 30 日の財政制度等審議会報告中の「我が国の財政に関する長期推計」においては、2060 年度時点における債務残高対 GDP 比を 100%にする場合には、2021～2026 年度で対 GDP 比 11.94%の恒久的な収支改善が必要であること等が示されている。

II. 国債管理政策を巡る諸課題

1. 国債市場の流動性の維持・向上

- (1) 市場参加者が大口の取引を小さな価格変動で速やかに執行できる流動性の高い国債流通市場⁴が存在することは、国内外の多様な投資家による国債保有を誘引すること等を通じて、中長期的な資金調達コストの抑制等に資する。反対に市場の流動性が低い場合は、比較的小規模の売買等を契機に市場金利が大幅に変動し得る不安定な市場となり、国にとっての資金調達コストも上昇する。
- (2) さらに流動性が低下することなどにより、仮に国債市場の価格形成機能が正常に働かなくなれば、財政運営等に対する市場のチェック機能が低下するほか、将来の価格変動リスクが増大する。
- (3) 海外の主要国においては、国債市場の流動性の維持・向上の観点から、1銘柄当たりの発行規模を増やすため、リオープン発行を幅広く実施している。さらに、英国においては国債管理当局及び中央銀行が、また、米国においては中央銀行が国債レポ市場の取引の円滑化に関与しているほか、フランスはPDに流通市場での国債の売買等につき具体的な責任を課している。なお、ドイツにおいても国債管理当局が流動性の維持・向上の観点から、国債流通市場において保有国債の売却等を行っている。
- (4) 日本においては、国債市場の流動性の維持・向上について、基本的に、PD等の金融機関と投資家の自律的な活動に委ねるべきであり、過剰な関与はかえって市場本来の機能を弱体化させることになりかねないとの考えの下、国債管理政策を運営してきた。従来、国債管理当局は、国債市場のインフラ整備や発行段階での金額・年限・銘柄統合（リオープン発行）等の工夫により、流動性を後押しする補完的な役割を果たしてきた。このような中、流動性供給入札についても、補完的な位置づけを逸脱しない範囲で抑制的に運用してきた。
- (5) しかし、日本銀行が大量の国債を市中で買い入れる中、PD等の金融機関と投資家の自律的な活動のみによっては国債市場の流動性を維持することが困難な場合には、従来の補完的な役割を基本的には維持

⁴ BIS “Recommendations for the Design of Liquid Markets” (1999)。

しつつも、国債管理当局としても、日本銀行とも協力しつつ、必要に応じ、国債流通市場に関与し、流動性の維持・向上に努めていく姿勢が求められる。

(6) 昨年4月に日本銀行が量的・質的金融緩和を導入した後、8月頃までの間は、国債市場において、ビッド・アスク・スプレッドの拡大、売買回転率の低下、1取引当たりの売買金額の低下などが見られ、流動性が一時的に低下したと考えられる。このような状況を受け、国債管理当局においては、リオープン方式の適用を20年債に拡大したほか、10年債についても一定の金利変動の範囲内で暫定的にリオープン発行を行ってきた。さらに、流動性供給入札の対象を新規発行銘柄以外の全銘柄に拡大し、平成26年度の発行額を年間1.2兆円(毎月1,000億円)増額したほか、流動性供給入札についても他の入札と同様に、PDに対する応札責任の設定を行った。なお、金融調節の一層の円滑化とともに、国債及び資金決済の円滑確保にも資するとの観点から日本銀行が実施している国債補完供給(SLF)についても、国債の市場取引や決済に係るストレス要因を緩和するため、日本銀行は、本年5月から入札回数を1日2回に増やすなど、実務運用の変更を行った。

(7) 今後とも、流動性の維持・向上の観点から、海外主要国と比べて銘柄数が多いという日本の国債市場の現状を踏まえ、中長期的にリオープン方式の適用範囲の拡大に取り組む必要がある。また、足元においては、流動性が極端に低下している状況ではないものの、日本銀行が市中で大量の国債を買い入れている現状の下、流動性を含めた国債市場の状況の把握・分析を一層強化し、状況の変化に対し柔軟に対応していく必要がある。

2. 国債の償還年限の長期化

(1) 多額の国債発行が続く中、国債の確実かつ円滑な発行及び中長期的な調達コストの抑制という国債管理政策の基本目標を達成していくためには、市場との対話を通じ、投資家のニーズ等を踏まえた国債発行を行うことが不可欠である。加えて、約780兆円に達する規模まで積み上がった国債残高を安定的に借り換えていくためには、新たに発

行する国債の償還年限を長期化することにより、毎年の借換債の発行額を可能な限り抑制していくことも緊要な課題となっている。

- (2) 国際的にも、国債の償還年限の長さや対 GDP 比での年間の要資金調達額が債務の安定性を図る尺度の 1 つと見られている⁵。償還年限の長さは、主要国において、英国が 15.3 年と最も長く、次いで日本が 7.7 年であり、フランス 7.0 年、ドイツ 6.4 年、米国 5.4 年となっている（2013 年のストック・ベースの数値）⁶。日本は、近年、償還年限の長期化を着実に進めてきたが、対 GDP 比でみた国債発行残高及び年間の要資金調達額が主要国の中で最も大きいことから、今後も償還年限の長期化により、借換に伴うリスクを抑制し、債務の安定を図っていく必要がある。
- (3) 償還年限の長期化は、主に毎年度の国債発行計画における発行年限の構成を変更することにより行われるが、その決定に当たっては、国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会の場における市場との対話を通じ、透明性・予見可能性を確保しつつ、市場のニーズを踏まえて行うべきである。したがって、市場参加者の意見を踏まえた柔軟な決定を行う中で、単年度の国債発行計画における年限構成の長期化には必ずしもとらわれず、ストック・ベースでの償還年限の長期化を行っていくことが重要である。
- (4) また、これまで償還年限の長期化は、超長期債市場の育成という目的もあって主に超長期ゾーンの増発により行ってきたが、平成 25 年度から開始した 30 年債の毎月発行等により、超長期債市場はある程度成長してきた。今後、償還年限の長期化を行うに当たっては、超長期ゾーンの増発のほか、リーマン・ショック後に増発してきた短期ゾーンの発行の減額又は中・長期ゾーンへの振替など、様々な組合せを工夫しながら進めていく必要がある。

⁵ IMF 財政調査（Fiscal Monitor April 2014）における主要国の 2014 年の要資金調達額（対 GDP 比）は、日本 57.9%（FB を含む）、米国 24.4%、フランス 16.9%、英国 11.6%、ドイツ 6.8%である。

⁶ OECD “Sovereign Borrowing Outlook 2014” 等

3. 海外保有

- (1) 日本国債の海外保有比率が増加することについては、多様な投資家が様々な投資ニーズに基づき日本国債を保有することにより、市場の状況が変化した場合にも取引が一方向に流れることを防ぎ、市場を安定させる効果があると考えられる。また、近年増加傾向にある海外中央銀行等の外貨準備や、年金基金、生命保険など安定的な国債保有が見込める主体も存在する。
- (2) 一方、海外投資家は、国債流通市場において活発な取引を行う傾向があり、その保有比率が増加した場合には、金利の変動が大きくなるとの指摘や、急激な資金流出が生じやすくなるため、特に金融危機の際には市場を不安定にする要因となり得るとの指摘もある。
- (3) 日本国債の海外保有比率は近年、徐々に増加してきており、足元では国債等（国債及び国庫短期証券。以下同じ。）の残高の約8%を海外が保有しているが⁷、海外の主要国⁸と比べれば依然として相当程度低い水準にある。現状、海外保有比率の上昇を問題視すべき状況にはないと考えられるが、海外保有の状況や海外投資家の動向については引き続き注視していく必要がある。
- (4) また、今後、国債の海外保有比率が上昇していく可能性があることを踏まえ、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ていくことが重要である。このため、今後の海外 IR⁹は、これまでの実績も踏まえ¹⁰、以下の点に注力して戦略的に実施していく必要がある。
 - ▶ 国債管理政策のみならず、広く日本のマクロ経済や財政健全化の取り組み等に関する情報発信を強化。
 - ▶ 海外中央銀行（外貨準備）、年金基金、生命保険など国債の安定的な保有が見込まれる投資家を重視。

⁷ 国庫短期証券のみでみた場合、平成 26 年 3 月末残高約 157 兆円のうち、約 31%を海外が保有している。日本銀行「資金循環統計」（平成 26 年 3 月末時点）。

⁸ 国債の海外保有比率は、米国約 47%、英国約 30%、フランス約 65%、ドイツ約 61%である（平成 25 年 12 月末時点）。

⁹ Investor Relations の略。投資家との関係強化を図るための情報提供や、投資家のニーズの把握等を行うこと。

¹⁰ 海外 IR は、平成 17 年以降、欧州、北米、アジア、中東、オセアニア、中南米の計 30 の国・地域を訪問し延べ 161 回行っている（平成 26 年 5 月末時点）。

▶ 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・新興国向けの IR を一層強化。

- (5) 海外 IR の実施方法については、引き続き、個別投資家との面談を通じて、投資家のニーズを踏まえた的確な情報提供・情報収集を進めるとともに、セミナー方式やニュースレターの送信等の方法を適宜組み合わせることにより、費用対効果の高い海外 IR を実施していく必要がある。
- (6) 海外 IR に当たっては、円の国際的な利用の拡大を図る観点も踏まえ、国際的な金融規制の動向も注視しながら、関係部局との連携の下、戦略的に実施していくことが必要である。あわせて、海外投資家等から得られた情報について、関係部局で幅広く共有し、今後の政策立案にフィードバックすることが重要である。
- (7) さらに、国債市場や国債管理政策に関する問題意識の共有を進める観点から、各国の国債管理当局や国際機関、海外中央銀行との関係強化に努めることも重要である。

4. 個人保有

- (1) 国内においても投資家層の多様化を一層進めることにより、国債市場の取引が一方向に流れにくい安定的な国債保有構造を実現していくことが重要である。特に、海外投資家とも金融機関とも投資行動が異なる個人の国債保有を促進することは、国債の保有構造の安定に大きく寄与すると考えられる¹¹。
- (2) 海外主要国における個人向け国債の発行状況は、米国においては、個人を対象とした貯蓄債が国債発行残高の 0.9% を占め¹²、財務省がインターネット・サイト（Treasury Direct）により直接個人に国債を販売している。英国においては、財務省の外局である NS&I¹³が個人を

¹¹ 国債残高に占める家計の保有比率は、各国の資金循環統計等において家計の定義が異なり、一概に比較することは困難であるが、日本 2.1%、米国 7.7%、英国 0.9%（NS&I 発行債券を除く）、フランス 1.2% である（日本は平成 26 年 3 月末時点。他は平成 25 年 12 月末時点）。なお、ドイツについては、家計が「その他の国内投資家」に含まれており、他から区別できない。

¹² 平成 26 年 3 月末時点。なお、米国においては、貯蓄債のほかにも、公的年金等に対し市場を通さずに直接発行される非市場性国債がある。

¹³ National Savings and Investments（国民貯蓄投資機構）

対象とした貯蓄債を発行しており、国債発行残高の 6.5%を占めている¹⁴。NS&I はインターネット等により個人に直接貯蓄債を販売しているほか、郵便局においても販売している。フランス・ドイツにおいては、現在、個人を対象とした国債又は販売方法は存在しない。

- (3) 日本においては、平成 15 年に「変動 10 年」の個人向け国債を導入して以降、平成 18 年には「固定 5 年」を、平成 22 年には「固定 3 年」を導入し、これらの 3 種類の個人向け国債は、個人投資家及び取扱金融機関の間で安全・確実な金融商品として定着してきた。このような商品性の多様化の取組みのほかにも、平成 23 年の「変動 10 年」の金利設定方法の見直しや、本年 1 月からの毎月発行化（従来は「変動 10 年」「固定 5 年」は四半期毎の発行）など商品性等の改善の取組みも進められてきた。
- (4) また、昨年 10 月に発行を再開した物価連動国債についても、来年 1 月から一部を除き個人への販売が解禁される予定である¹⁵。
- (5) 低金利環境の下、現在、個人向け国債の国債等の残高に占める比率は、1.8%¹⁶と低位に留まっているものの、個人向け国債を個人が資産運用を行っていく上での有力な金融商品の一つとして根付かせ、将来、金利環境が変化する際には、個人が国債を選好する素地を作るためにも、個人向け国債に関する個人のニーズを踏まえた商品性等の改善に着実に取り組み、一定規模の発行残高を維持していくことが重要である。
- (6) また、国債は国民にとって一番安心な資産であるという認識とあわせて、厳しい財政事情についての国民の意識を高めていくことも重要であることから、国債管理当局としても、財政当局と連携してこれらに関する分かりやすい情報発信を行うことを検討していく必要がある。

5. 国債市場のインフラ整備

- (1) 日本の国債市場のインフラ整備については、これまでも、国債のペ

¹⁴ 平成 25 年 3 月末時点。

¹⁵ 物価連動国債は、これまで、課税上の理由から個人への譲渡が禁止されてきたが、平成 28 年 1 月の金融所得課税の一体化に伴い、同月以降に満期を迎えるものについては、譲渡を禁止する必要性はなくなっている。

¹⁶ 財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」等

一パーレス化や決済期間の短縮、国債の商品性・入札方法の多様化、先物・レポ市場の整備などに取り組んできたことにより、海外の主要国と比べて遜色ない水準にある。

(2) しかし、近年におけるクロス・ボーダーの金融取引の増加や各国の金融取引所間の競争の激化等も踏まえると、「金融・資本市場活性化有識者会合」の提言（昨年12月13日及び本年6月12日公表）に基づく取組みを進める中で、国債市場のインフラ整備を一層進めていくことが、国内外の多様な投資家の日本国債への投資を促すために益々重要になってきている。

(3) 特に、国債市場のインフラ整備に当たっては、現物市場と一体的に先物・レポ市場の利便性を高め、あわせて決済制度の安全性及び効率性を高めていくことが重要であるが、こうした観点から、最近における

- ・ 大阪取引所による超長期国債先物取引の再開及び先物取引時間の延長
- ・ 日本銀行による国債決済システムの稼働時間拡大（平成28年2月実施予定）による海外における日本国債の売買、担保利用等の利便性向上

など重要な制度整備が行われている¹⁷。

(4) 今後、平成29年以降に予定されているT+1決済への移行に向けた取組みを着実に進展させるとともに、アジアの国債等決済システムの相互接続を進め、一種の金融インフラとしてアジアにおける日本国債の売買、担保利用等を促進するなど、関係者が横断的な連携の下で戦略的に制度整備に取り組んでいくことが重要である。

(以上)

¹⁷ このほか、日本証券クリアリング機構は、その利用拡大を通じた国債取引の清算集中等により、決済リスクの削減に向けた取組みを進めている。