

国の債務管理に関する研究会（第6回）

1. 報告

（2）御指摘事項について

令和6年6月21日

目次

- 買入消却制度の比較（米・日）
（第5回研究会での御指摘事項）
- 家計及び民間非金融法人企業の金融資産残高
（第5回研究会での御指摘事項）
- コスト・アット・リスク分析
（第2回研究会での御指摘事項）

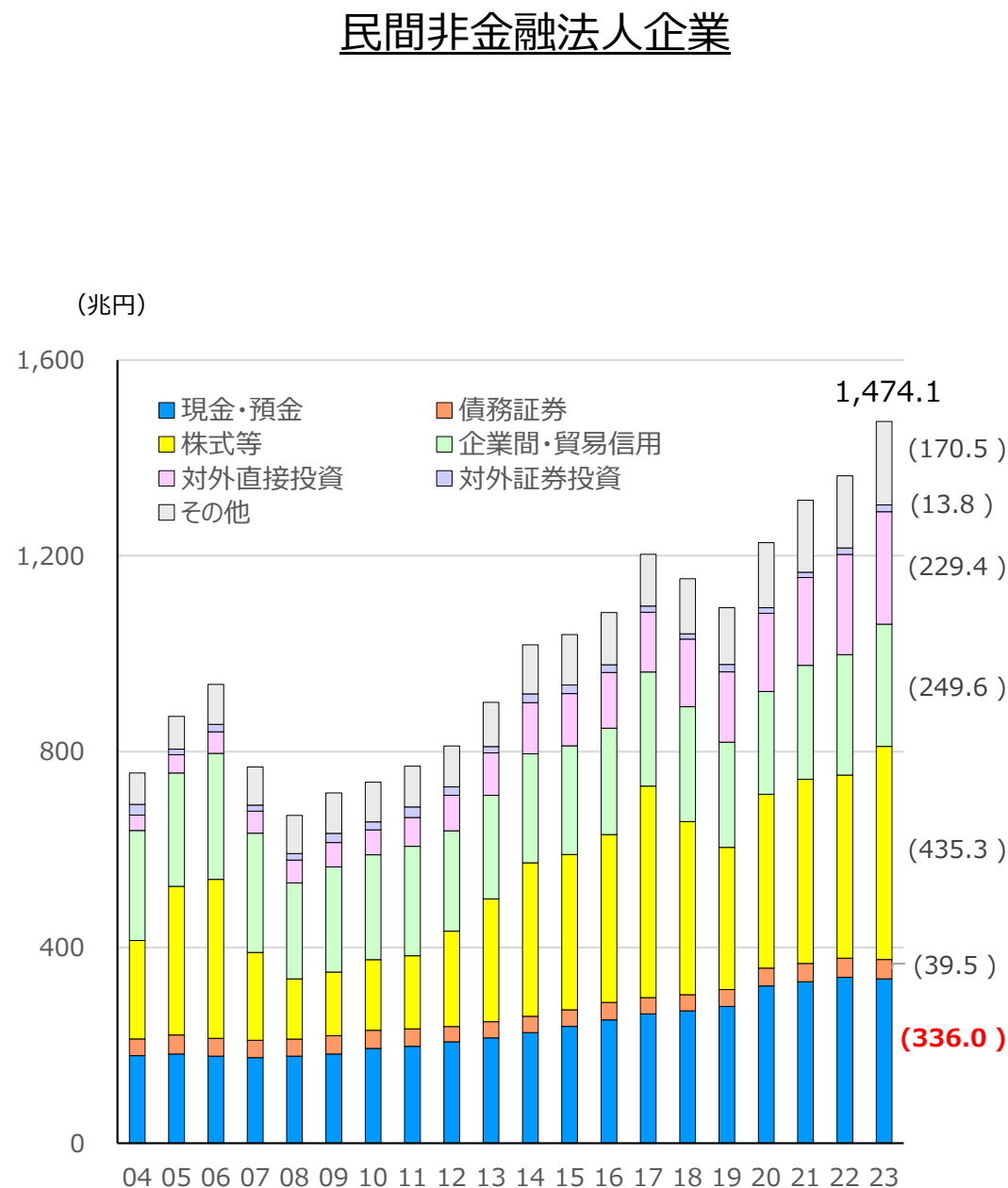
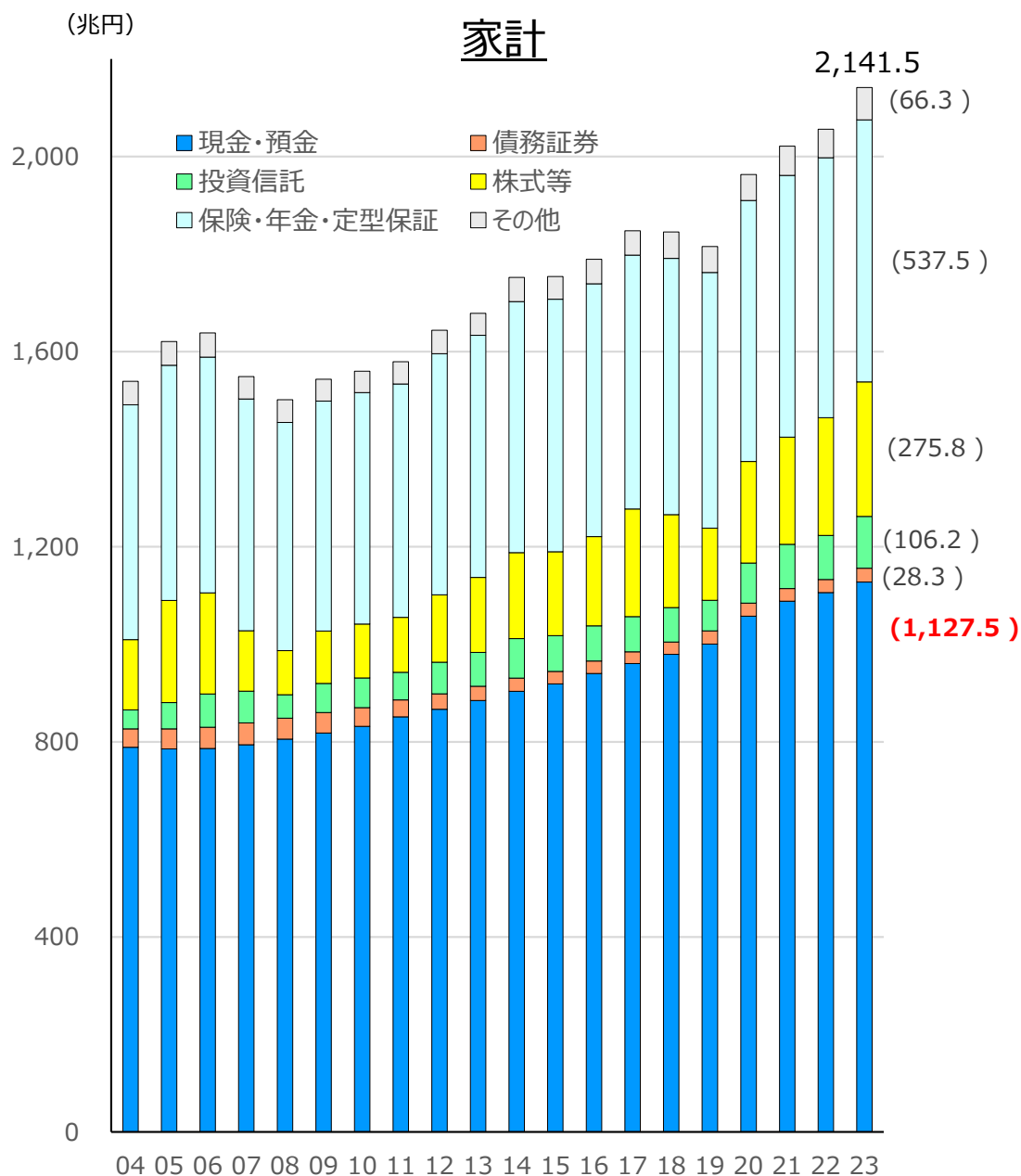
買入消却制度の比較（米・日）
（第5回研究会での御指摘事項）

買入消却制度の比較（米・日）

	米国	日本																																																												
経緯・目的	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2000～2002年：①市場流動性の向上 ②利息等のコスト抑制 ③償還年限の適正化を目的として実施 ・ 2024年5月～：（1）流動性サポート（2）資金管理を目的として実施 <p>※ 流動性サポート（Liquidity Support）：「市場参加者がオフザラン銘柄を売却する定期的かつ予見可能な機会を設けることで、市場流動性を高めること」</p> <p>※ 資金管理（Cash Management）：「財務省の現金残高とT-Bill発行額の変動を減少させ、T-Bill発行時の混乱を最小限にし、長期的な借入コストを削減すること」</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2002～2006年度：国債の償還平準化（平成20年度問題への対応）を目的として実施 <p>※ 2001年度以前は、相続税法に基づき物納された国債や、公職選挙法に基づき没収された国債などに限り買入消却を実施していたものの、2002年6月の法改正を経て、現行制度下の買入消却が開始された経緯。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 2005～2008年度：発行額の調整や債務残高の圧縮等を目的として実施 ・ 2007年度～：需給改善や流動性向上を目的として実施 <p>※上記のほか、財投特会におけるALMを目的として実施（2008～2009年度、2011～2014年度）</p>																																																												
買入対象	<ul style="list-style-type: none"> ・ オフザランの固定利付債・物価連動国債（TIPS） <p>※ T-Bill、変動利付債、ストリップス債、米国債先物のチーベスト銘柄等は対象外</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 物価連動国債 <p>※ 過去には利付債、ストリップス債、変動利付債も対象</p>																																																												
買入方法	<ul style="list-style-type: none"> ・ PDのみを参加者とした入札方式 <p>※ PD以外にも入札に直接参加できるようにするか今後検討するものとされている</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債市場特別参加者のみを参加者とした入札方式 <p>※ 過去には財投融資資金及び日本銀行との相対での買入実績あり</p>																																																												
買入消却実績	<p>(億USD)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>年</th> <th>買入消却額 (億USD)</th> <th>回数</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2000</td> <td>300</td> <td>20回</td> </tr> <tr> <td>2001</td> <td>335</td> <td>22回</td> </tr> <tr> <td>2002</td> <td>40</td> <td>3回</td> </tr> </tbody> </table> <p>※ 総買入消却額：675億ドル</p>	年	買入消却額 (億USD)	回数	2000	300	20回	2001	335	22回	2002	40	3回	<p>市中からの買入消却実施額の推移</p> <p>(億円)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>年度</th> <th>買入消却額 (億円)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>H14</td><td>2,000</td></tr> <tr><td>H15</td><td>5,000</td></tr> <tr><td>H16</td><td>5,000</td></tr> <tr><td>H17</td><td>7,000</td></tr> <tr><td>H18</td><td>17,000</td></tr> <tr><td>H19</td><td>18,000</td></tr> <tr><td>H20</td><td>36,000</td></tr> <tr><td>H21</td><td>39,000</td></tr> <tr><td>H22</td><td>25,000</td></tr> <tr><td>H23</td><td>24,000</td></tr> <tr><td>H24</td><td>28,000</td></tr> <tr><td>H25</td><td>28,000</td></tr> <tr><td>H26</td><td>25,000</td></tr> <tr><td>H27</td><td>7,000</td></tr> <tr><td>H28</td><td>1,000</td></tr> <tr><td>H29</td><td>1,000</td></tr> <tr><td>H30</td><td>1,000</td></tr> <tr><td>R1</td><td>5,000</td></tr> <tr><td>R2</td><td>6,000</td></tr> <tr><td>R3</td><td>5,000</td></tr> <tr><td>R4</td><td>3,000</td></tr> <tr><td>R5</td><td>3,000</td></tr> <tr><td>R6</td><td>1,000</td></tr> </tbody> </table> <p>(注)平成15年2月～市中からの買入消却を開始</p>	年度	買入消却額 (億円)	H14	2,000	H15	5,000	H16	5,000	H17	7,000	H18	17,000	H19	18,000	H20	36,000	H21	39,000	H22	25,000	H23	24,000	H24	28,000	H25	28,000	H26	25,000	H27	7,000	H28	1,000	H29	1,000	H30	1,000	R1	5,000	R2	6,000	R3	5,000	R4	3,000	R5	3,000	R6	1,000
年	買入消却額 (億USD)	回数																																																												
2000	300	20回																																																												
2001	335	22回																																																												
2002	40	3回																																																												
年度	買入消却額 (億円)																																																													
H14	2,000																																																													
H15	5,000																																																													
H16	5,000																																																													
H17	7,000																																																													
H18	17,000																																																													
H19	18,000																																																													
H20	36,000																																																													
H21	39,000																																																													
H22	25,000																																																													
H23	24,000																																																													
H24	28,000																																																													
H25	28,000																																																													
H26	25,000																																																													
H27	7,000																																																													
H28	1,000																																																													
H29	1,000																																																													
H30	1,000																																																													
R1	5,000																																																													
R2	6,000																																																													
R3	5,000																																																													
R4	3,000																																																													
R5	3,000																																																													
R6	1,000																																																													
財源	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債の発行等により財源を調達 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 借換債の発行等により財源を調達 <p>※ オーバーパー（額面100円を超過する）分は一般会計国債費による繰入</p> <p>※ 過去には財投特会からの繰入等により財源を調達</p>																																																												

家計及び民間非金融法人企業の金融資産残高
(第5回研究会での御指摘事項)

家計及び民間非金融法人企業の金融資産残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」

(注) 2023年度においては2023年12月末時点の数値。

(年度末)

(年度末)

コスト・アット・リスク分析
(第2回研究会での御指摘事項)

モデルの構築及び分析結果・考察

【第2回研究会での意見等】

- 将来の利払費の試算に用いるモデルとして、現在理財局が用いているモデルのほかに、カナダで用いられているような、金融関連の変数とマクロ経済変数で表現される時系列モデルを構築し、試算してみてもどうか。

(参考)

日本・カナダともに複数本の金利パスをモデルから生成してコストとリスクの分析を行っているが、その金利パスを生成するためのモデルが異なる（日本：確率金利モデル（HJMモデル）、カナダ：時系列モデル（VARモデル））。

【モデルの構築】

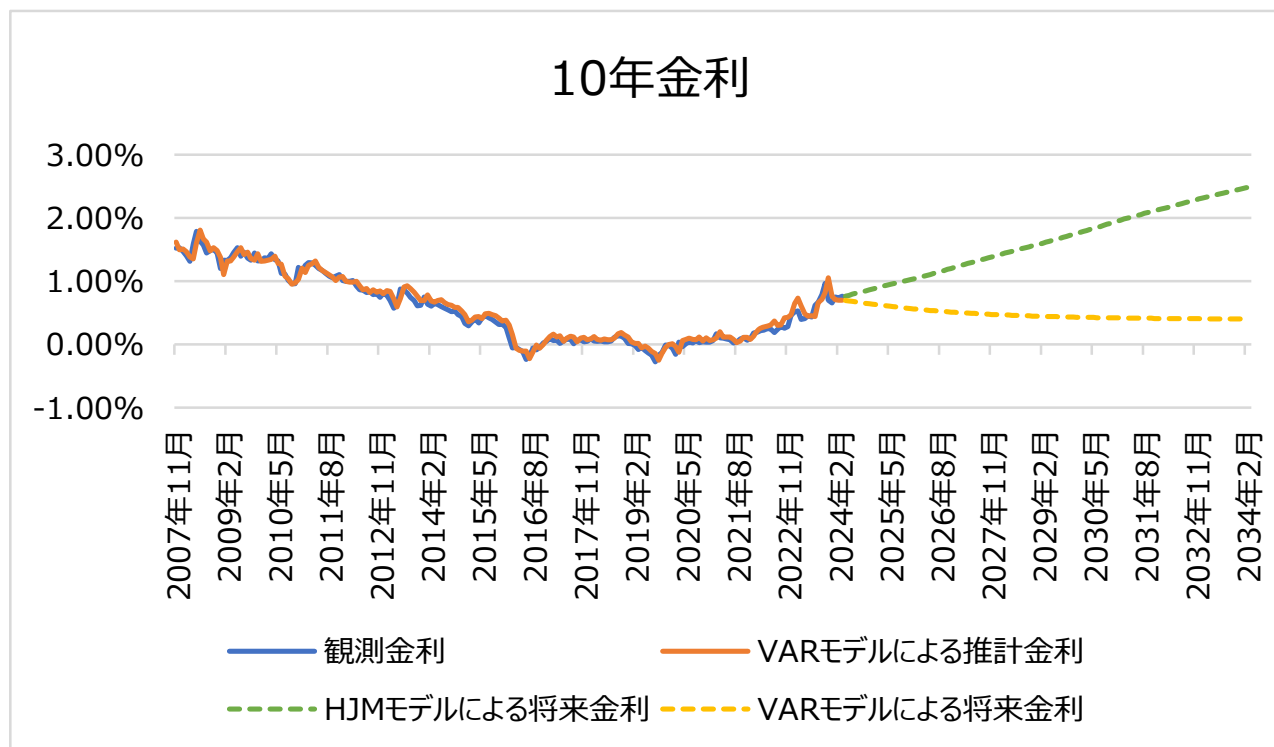
- 日本のデータを用いてモデルを構築したところ、実際に観測された過去の金利とモデルにより推計された金利に大きな乖離は見られず、金利の変動をある程度表現できていることが確認された。
- 当該モデルから得られる将来金利の推移については、現状理財局がリスク管理に用いているモデルと比較して低い水準を示す結果となった。

【分析結果・考察】

- 今回構築したモデルを用いて試算される利払費の将来推計は、現状用いているモデルから試算されるものより低めとなる。将来の利払費の試算にあたっては、より保守的な見通し・結果が求められることから、今後も利払費の試算には現状のモデルを用いることとする。
- 今回構築したモデルはマクロ経済変数とイールドカーブとの関係性の把握のために用いるなど、補完的なものとして活用することとしたい。

確率金利モデル（HJMモデル）及びVARモデルによる利払費試算

- 確率金利モデル（HJMモデル）と、構築したVARモデルから得られるそれぞれの将来金利（10年金利）の推移は以下のとおり。
- HJMモデルで試算される将来10年間の利払費の平均値（以下「コスト」という）と、VARモデルで試算されるコストを比較すると、VARモデルを用いた方が、コストを低く試算する結果となっている。



【コスト試算値】

(単位：兆円)

HJMモデル	VARモデル
12.75	9.19

※コスト試算にかかる主な前提

- ・対象国債：普通国債（年金特例債、復興債、GX経済移行債及び子ども特例債を除く。以下同じ。）
- ・分析期間：令和6年度以降10年間
- ・新規国債：令和6年度は国債発行計画(当初(変更後))の計数。令和7年度以降は内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和6年1月)の「成長実現ケース」から算出。
- ・借換債：令和6年度は国債発行計画(当初(変更後))の普通国債の計数。令和7年度以降は、令和6年3月末の普通国債の償還予定をベースに令和6年度計画(当初(変更後))と同一の年限構成割合で発行額が推移するものとして推計。

※HJMモデルによる将来金利は、同モデルから生成した3,000本の金利パスの平均値。
 (内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和6年1月)の「成長実現ケース」における名目長期金利に一致させるような調整は行っていない。)