

国の債務管理に関する研究会（第6回）

参考資料①

（第5回研究会 資料3（抜粋）等）

令和6年6月21日

国債管理政策の基本的目標

国債管理政策は、

- ① 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
 - ② 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること
- という基本的な考え方に基づき運営。

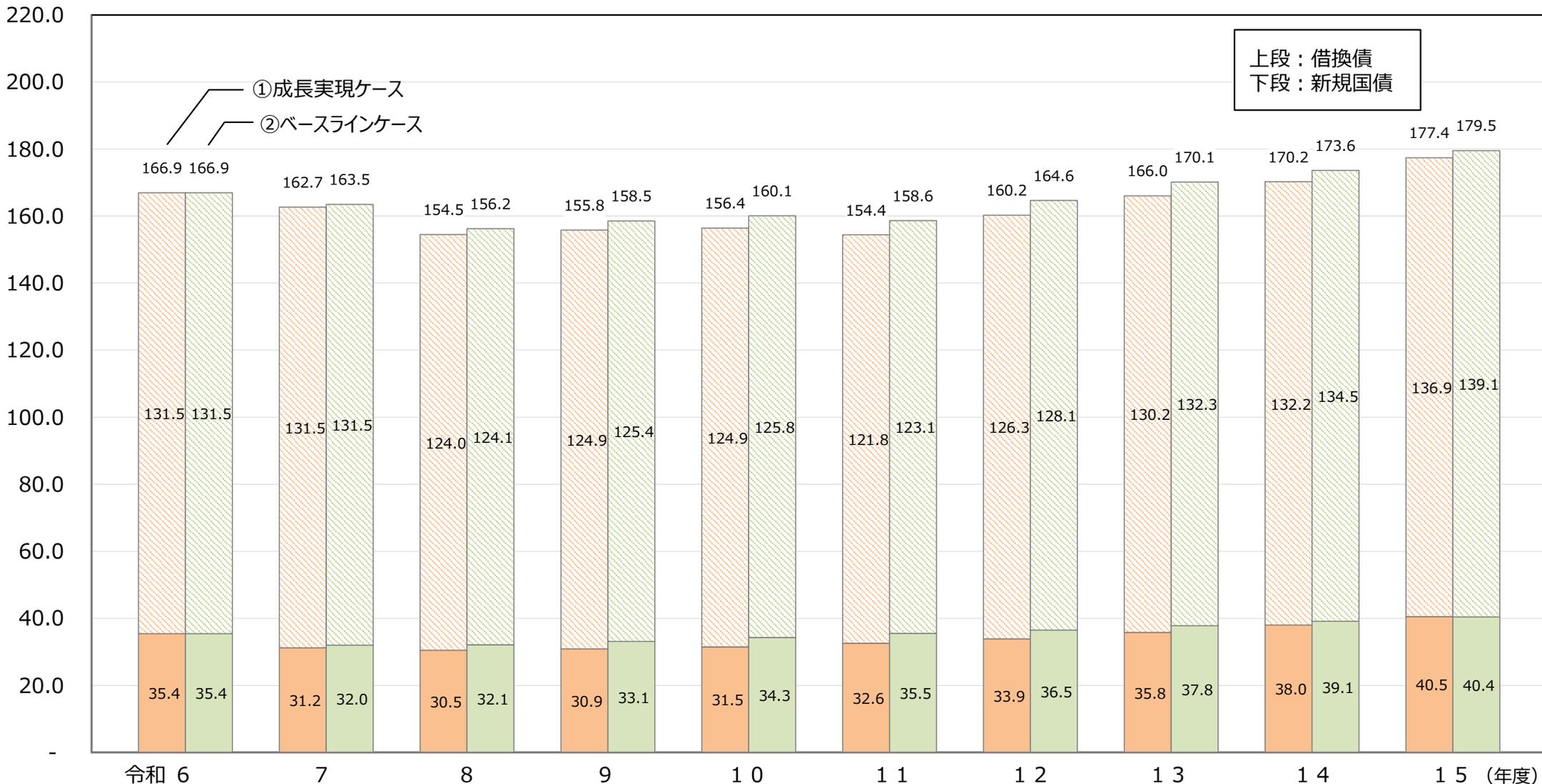
※国債を将来にわたって低コストで安定的に発行・管理するためには、財政健全化を推進し、新規財源債の発行額を抑制することが基本。

- 上記目標を達成するため、国債発行計画の策定・運営に当たり、「市場との対話」を丁寧に実施し、市場のニーズを十分に踏まえた国債発行に努めてきたところ
 - 一方で、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある
- ⇒ 今後とも大量の国債発行が見込まれる日本においては、中長期的な需要動向を見極め、より安定的で透明性の高い国債発行を行っていくことが重要

(注) 海外においても、例えば、米国が「定期的かつ予見可能な発行」(regular and predictable issuance)を債務管理の方針として掲げるなど、一部の国では、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。

内閣府中長期試算に基づく国債発行額の将来推計

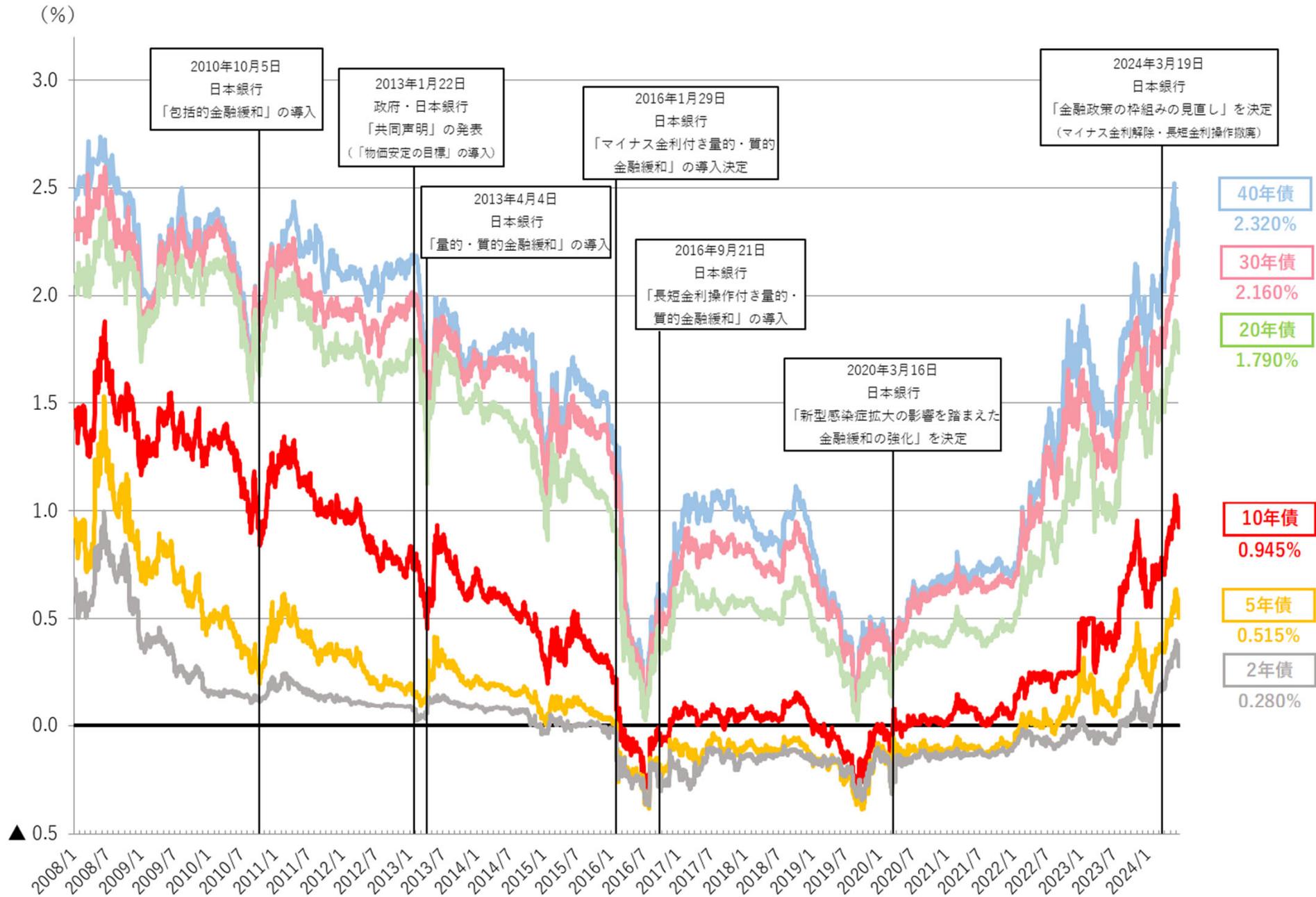
(兆円)



[前提]

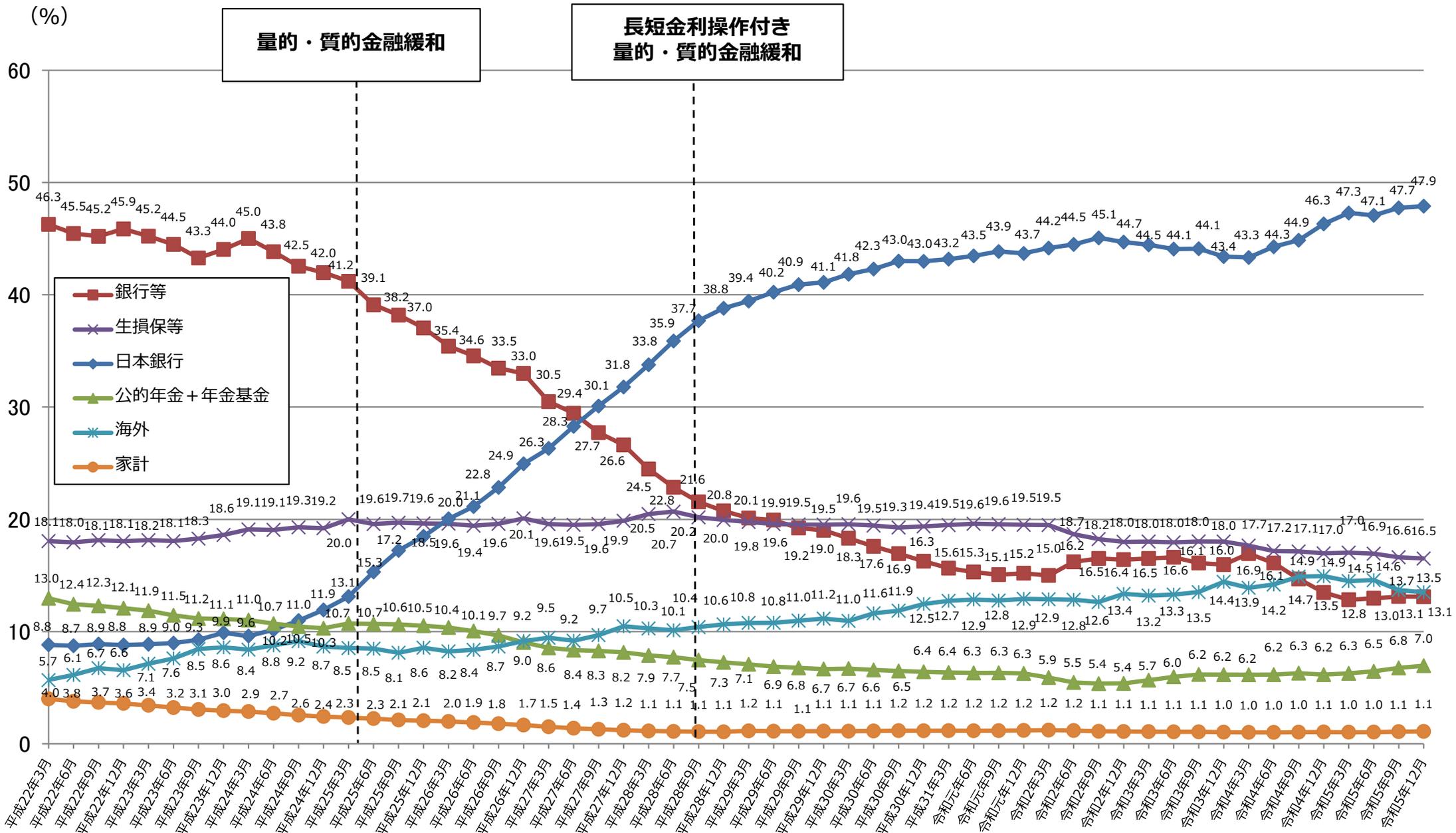
- ・対象国債 : 普通国債（復興債、GX経済移行債及び子ども特例債を除く。以下同じ。）
 - ・新規国債 : 令和6年度は国債発行計画(当初(変更後))の計数。令和7年度以降は内閣府「中長期の経済財政に関する試算（令和6年1月）」の「成長実現ケース」・「ベースラインケース」から算出。
 - ・借換債 : 令和6年度は国債発行計画(当初(変更後))の普通国債の計数。令和7年度以降は、令和6年3月末の普通国債の償還予定をベースに令和6年度計画(当初(変更後))と同一の年限構成割合（注）で発行額が推移するものとして推計。
- （注）令和7年度以降の流動性供給入札の実施額及びゾーンごとの配分額は、令和6年度計画と同一額で推移すると仮定しつつ、年限別発行額は過去の実績を基に推計。

各年限の金利の推移



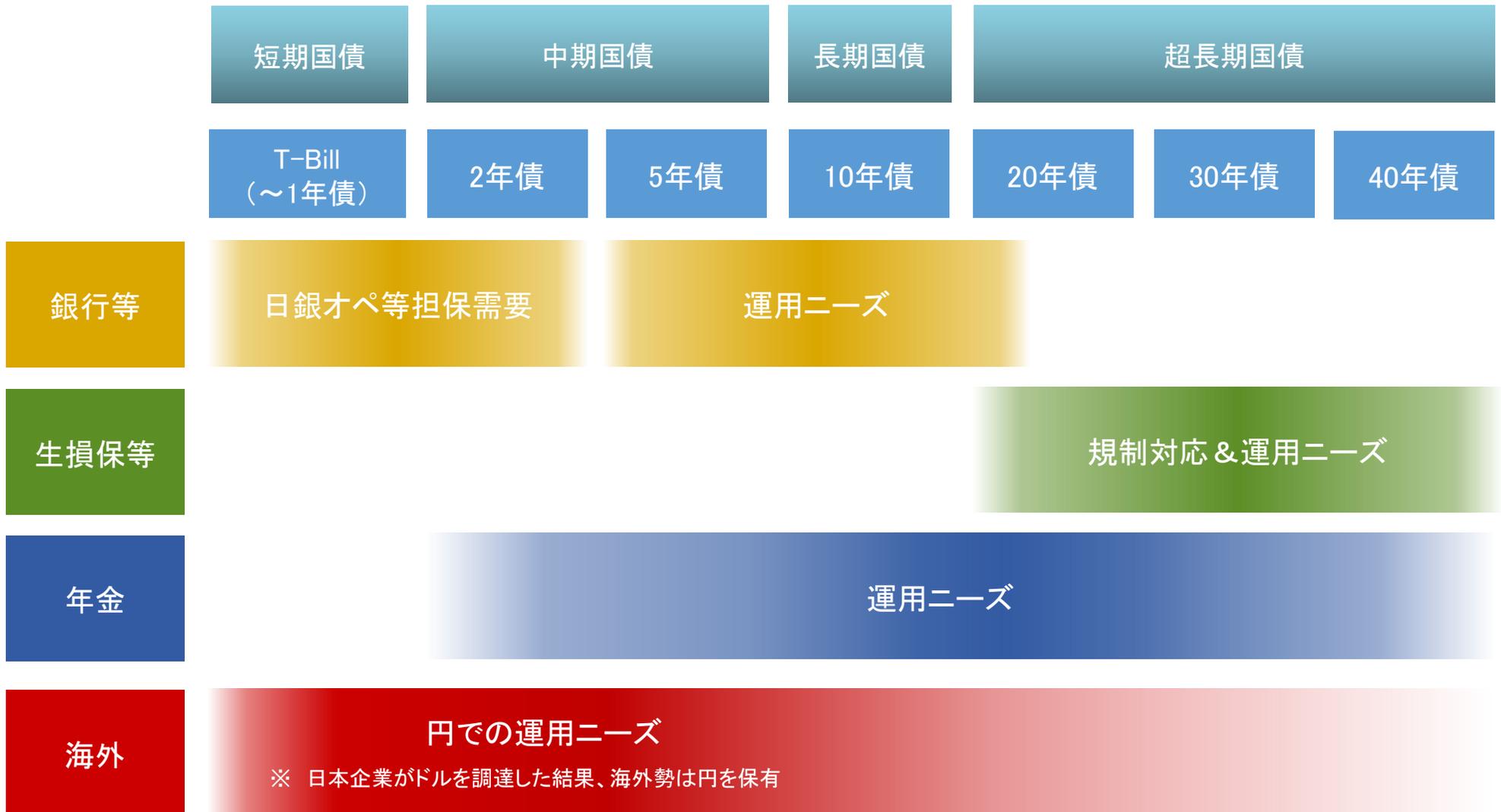
(出所) 日本相互証券 (単利) 終値ベース

国債の保有者別割合の推移

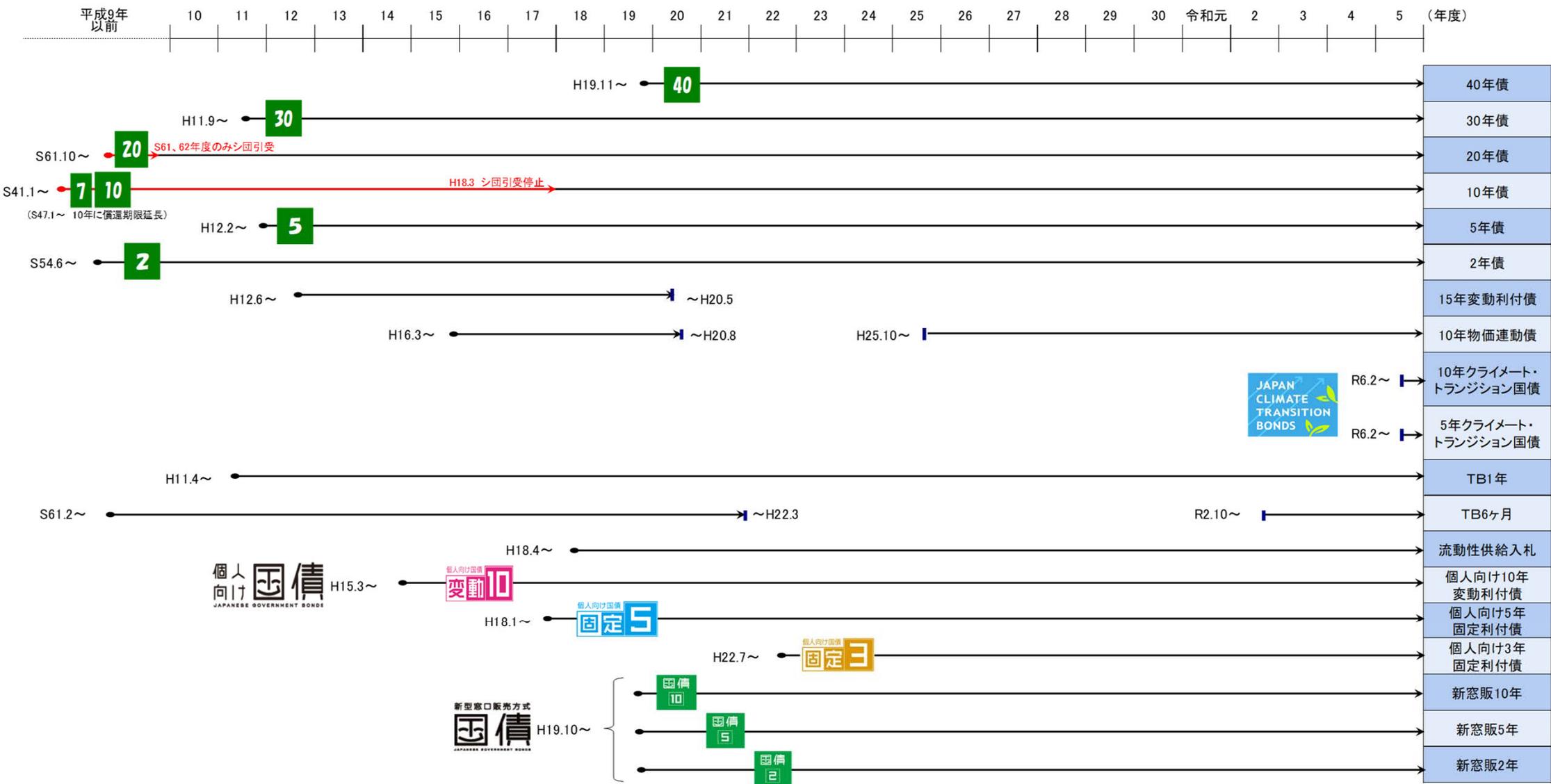


出所：日本銀行 「資金循環統計」
 (注1) 「国債」は「国庫短期証券(T-Bill)」及び「財投債」を含む。
 (注2) 「銀行等」は「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3) 「生損保等」は「かんぽ生命」を含む。

投資家別の需要



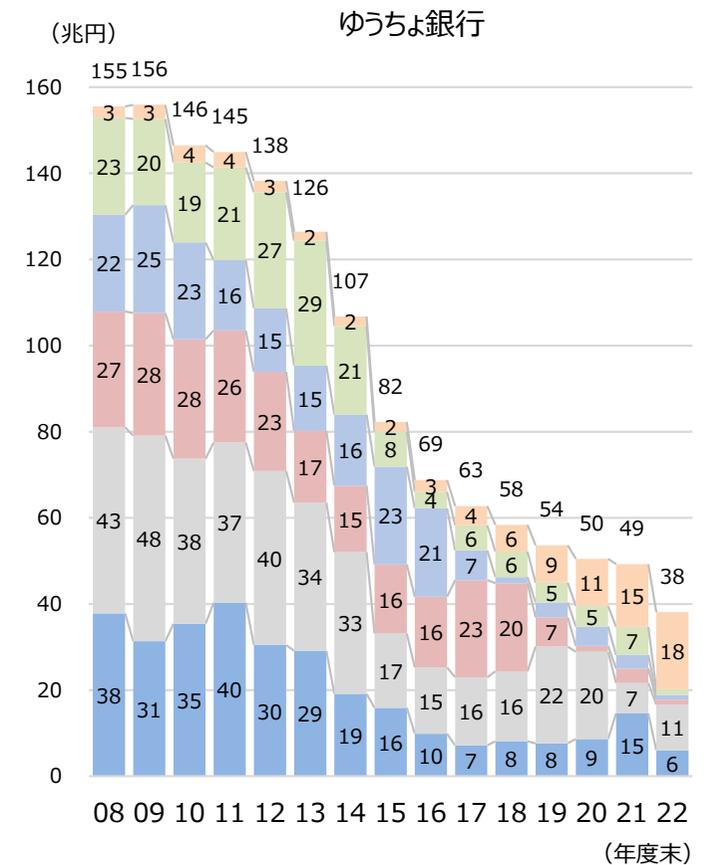
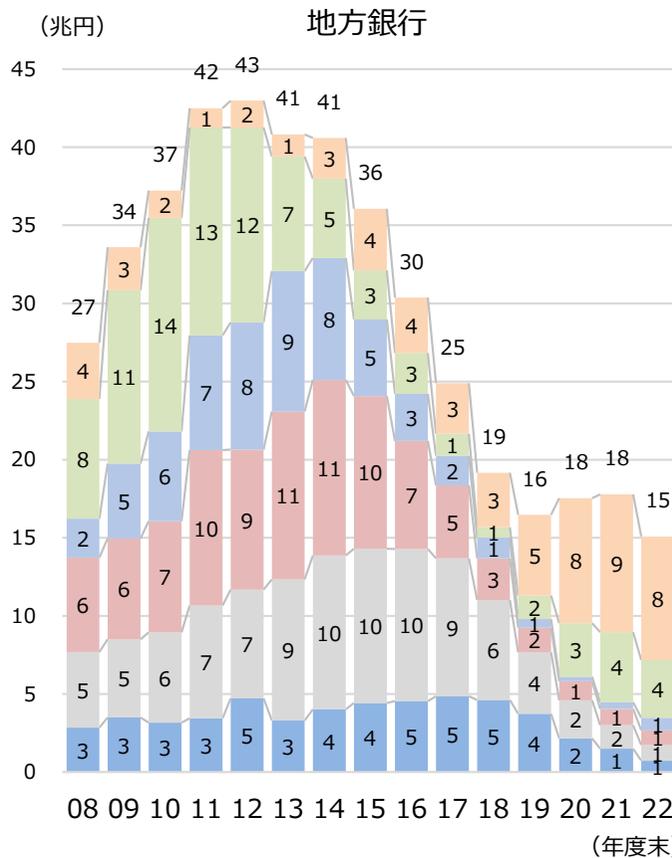
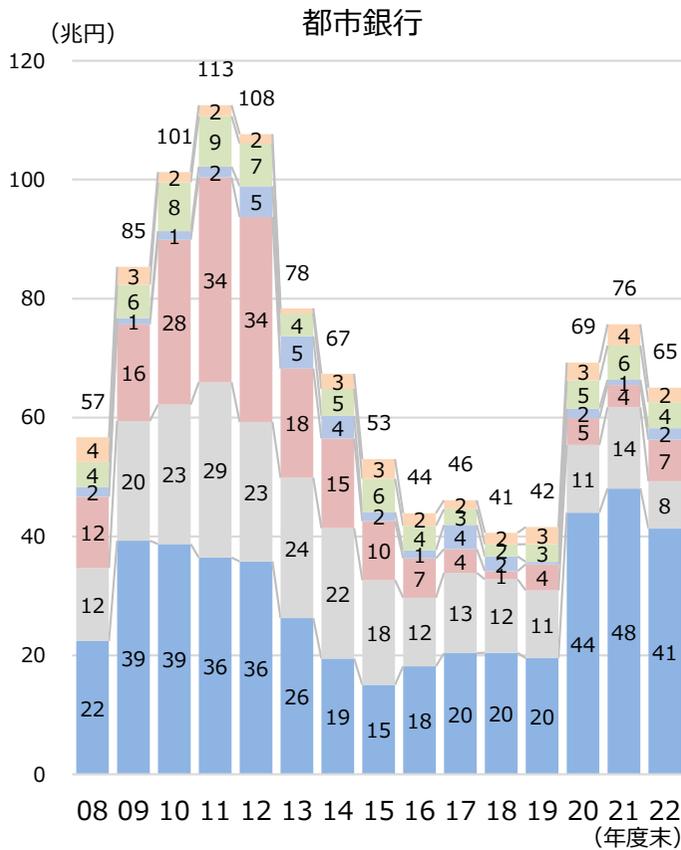
国債発行の歴史 (商品性の多様化)



銀行の投資動向

- (都市銀行) 国債保有額は、低金利環境下において、2011年度をピークに減少傾向であったが、コロナ禍以降に反転増加。その伸びは主に1年以下の短期債への投資増によるもの。
- (地方銀行) 国債保有額は、2012年度をピークに、2013年の量的・質的金融緩和（QQE）の導入以降減少していたが、近年は横ばいで推移している。2022年度末では残存10年超の保有残高が保有国債残高全体の過半となっており、長い年限を選好する傾向にある。
- (ゆうちょ銀行) 円金利が低下する中、国債保有額は2000年台後半をピークとして減少が続いていたが、2023年11月の投資家説明会において、「円金利トレンドの反転を捉え、預け金等から国債への投資シフトを開始」と公表。 ※預け金等は63兆円（2023年9月末）

年限別国債保有額

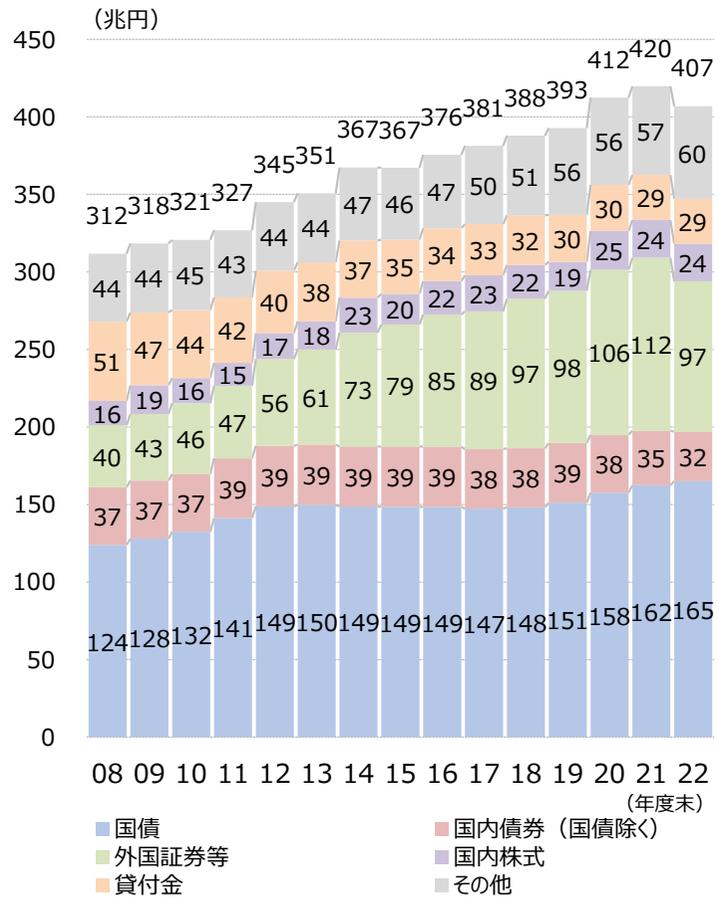


(出所) 各社ディスクロージャー誌
(注) 地方銀行は第二地方銀行を含む。

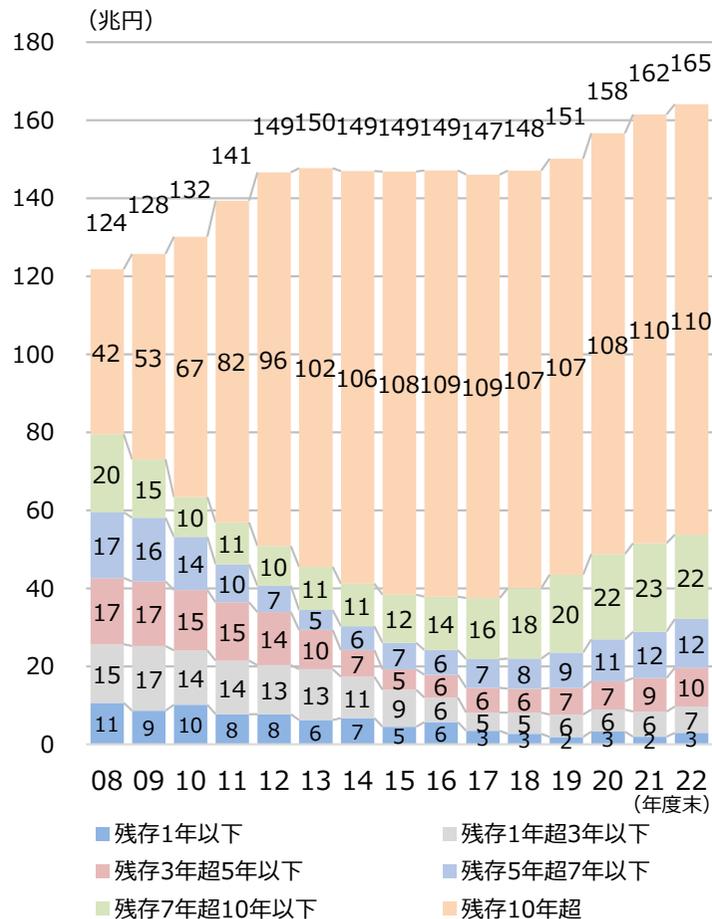
生命保険会社の投資動向

- 生命保険会社の国債保有額は、2013年のQQE導入以降ほぼ横ばいで推移していたが、近年は増加傾向となっていた。
- 2022年度末においては、残存10年超の保有残高が保有国債残高全体の約2/3となっている。新規制への対応を背景に、超長期債（20年、30年、40年）の主要な投資主体として、これまでその需要を支えていた。
- 他方、超長期債の年度ごとの累計買越額（買付額－売付額）を比較すると、2023年度の投資は抑制的に見える。

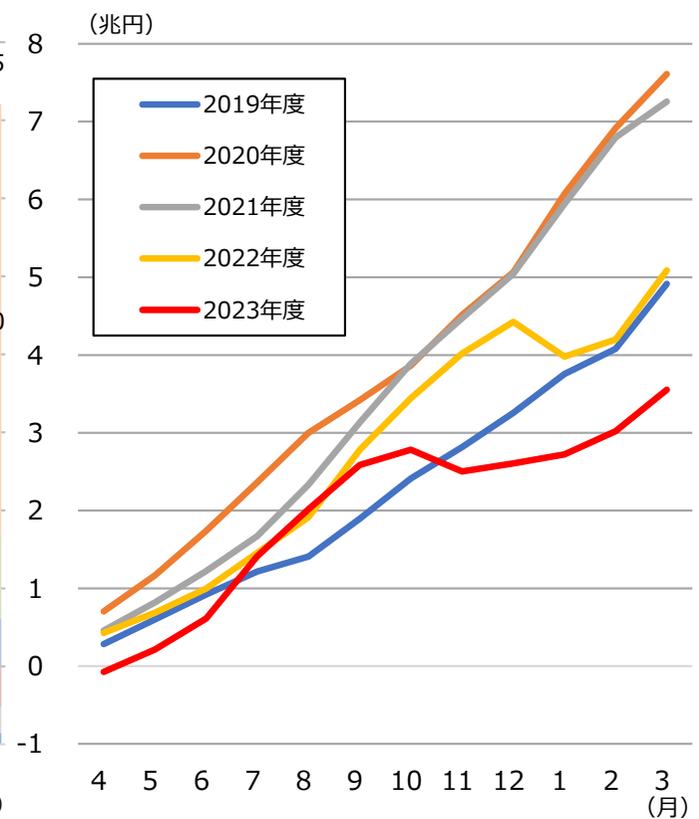
資産配分



年限別国債保有額



累計買越額（超長期国債）の推移



(出所) 日本証券業協会「公社債店頭売買高」より「生保・損保」

個人向け国債の発行意義・商品性

- 保有者層の多様化に向けて、個人投資家の国債保有促進を図る観点から、個人向け国債を発行。

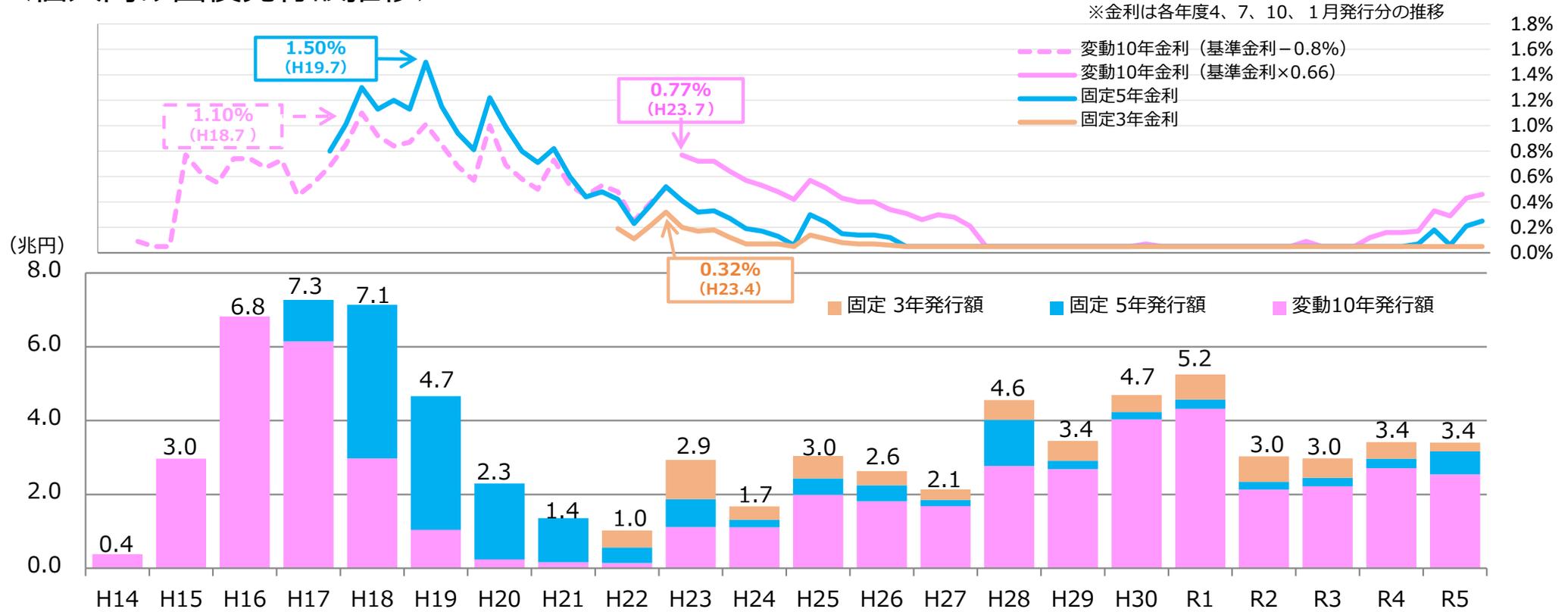
	変動10	固定5	固定3
償還期限	10年	5年	3年
購入単位／購入限度額	最低1万円から1万円単位 / 上限なし		
販売価格／償還金額	額面金額100円につき100円（中途換金時と同じ）		
発行頻度／購入対象者	毎月 / 個人に限定 ※ 法人やマンション管理組合などは購入不可。		
金利タイプ	変動金利 ^(注)	固定金利	
金利設定方法 (基準金利)	基準金利×0.66 (直近の10年債平均落札利回り)	基準金利－0.05% (期間5年の利付国債の想定利回り)	基準金利－0.03% (期間3年の利付国債の想定利回り)
金利の下限	0.05%		
中途換金	発行後1年経過すればいつでも国の買取による中途換金が可能（元本割れのリスクなし）。 ※ 中途換金時に、直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685が差し引かれる。 ※ 発行後1年間は、原則として中途換金ができません。		
導入時期 (初回発行年月)	平成15年3月	平成18年1月	平成22年7月

(注) 半年毎に適用する利率が変わります。

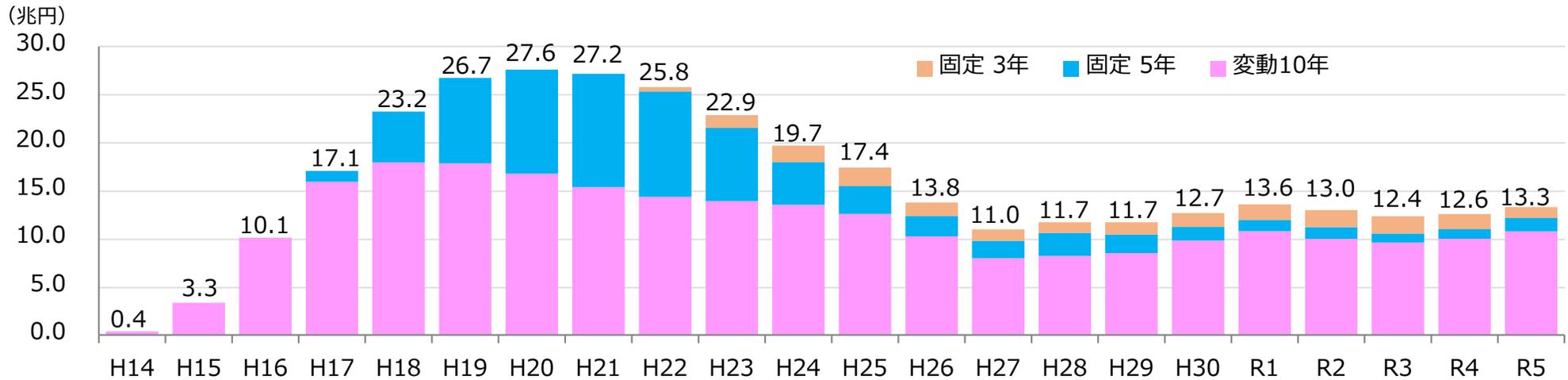
※ 非営利法人（学校法人等）やマンション管理組合等は規制等により元本保証のない金融商品への投資を避ける傾向が強く、通常の国債への投資は限定的となっている。また、個人向け国債は元本保証があるものの購入対象者が個人に限定されているため、これらの法人等は個人向け国債を購入することができない。

個人向け国債の発行額の推移

<個人向け国債発行額推移>



<個人向け国債残高推移>



個人向け国債・小口国債の商品性比較（日・米・英・伊）

発行国 <small>(注1)</small>	日本			アメリカ		イギリス	イタリア			
目的	<ul style="list-style-type: none"> 国債保有者層の多様化 ※国債の確実かつ円滑な発行、国債市場の安定 			<ul style="list-style-type: none"> 安全な投資機会の提供 		<ul style="list-style-type: none"> 費用対効果が高い貯蓄商品の提供 信頼できる貯蓄と投資の提示 	<ul style="list-style-type: none"> 少額での国債投資の拡大 個人投資家の参加拡大 			
名称	変動10年	固定5年	固定3年	EE貯蓄 国債	I貯蓄 国債	くじ付き 国債	BTP Italia	BTP Futura	BTP Valore	
年限	10年	5年	3年	30年		満期なし	4,5,6,8年	8年～	4年～	
金利条件	基準金利 ×0.66	基準金利 -0.05%	基準金利 -0.03%	固定金利	固定金利 + 物価連動金利	—	固定金利 <small>(注2)</small>	最低保証 クーポン ステップアップ <small>(注3)</small>	最低保証 クーポン ステップアップ <small>(注3)</small>	
	最低金利保証：年0.05%									
備考	基準金利は、 直近の10年債 平均落札利回り	基準金利は、 期間5年の利付 国債の市場実勢 利回りから算出	基準金利は、 期間3年の利付 国債の市場実勢 利回りから算出	利子は償還時（または現金化する時） まで支払われない		1ポンド当たり1つのくじ番号を 付与し、毎月抽選を実施	個人投資家には、満期まで保有した場合、 利子に加え最終ボーナスも支払われる （一部銘柄は中間ボーナスも有り）			
購入 限度額	1万円～上限なし			25ドル～（年間1万ドルまで）		25～5万ポンド	1,000ユーロ～			
購入促進策 (主な特徴)	優遇税制	無し			有り （受取利息に係る連邦所得税等については、 償還又は中途換金時まで課税繰延べを選択可 （高等教育資金に充てる場合は非課税措置あり））		有り （当選金は非課税）		有り （国債全般） <small>(注4)</small>	
	個人以外の 購入可否	不可			可 （法人等も購入可）		不可		可 （一部制限有り）	△ （セカンダリー市場では 機関投資家も可）

(注1) G7各国のうち、個人投資家を念頭に発行されている主な国債の情報について記載している。なお、フランス・ドイツ・カナダについては、過去発行していたが、既に発行を取り止めている。

(注2) 利率は固定されているが、物価に関する指標に連動して元本が増減し、併せて利子も増減する。

(注3) 最低保証クーポンレートが期間ごとに設定（ステップアップ）され、発行前に公表される。

(注4) 個人向けに限らず国債等の利子に課される税率は12.5%となっており、銀行預金等の利子に対する26%よりも低く設定されている。

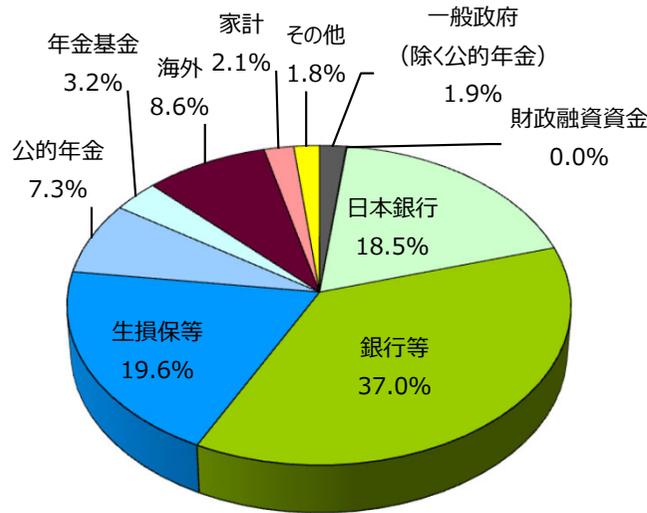
(出所) 各国債務管理当局等HP

海外投資家の保有割合

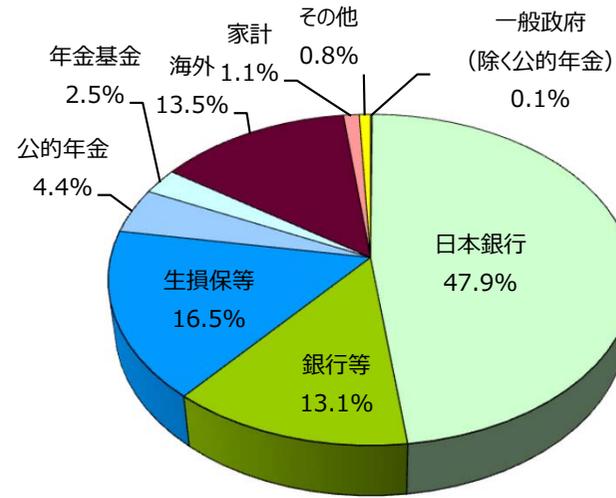
<平成25年末>

<令和5年末>

国債+T-Bill

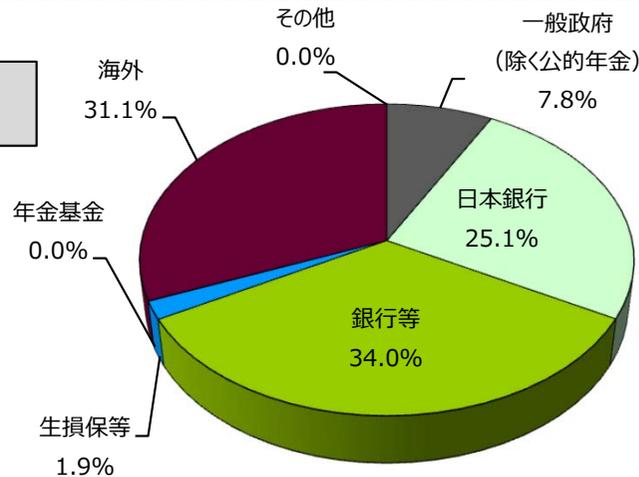


合計 992兆4,768億円

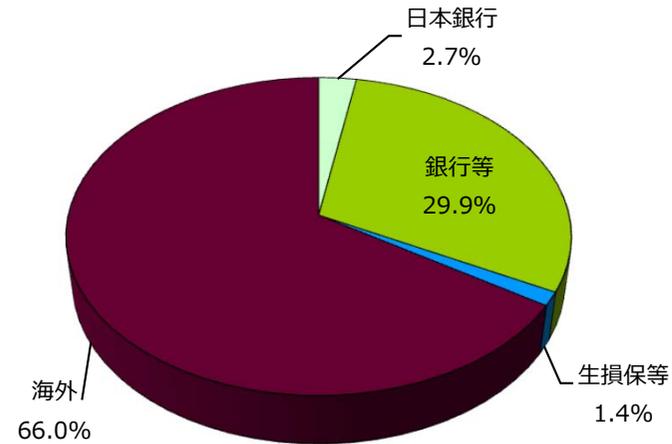


合計 1,221兆6,562億円

T-Billのみ



合計 158兆3,876億円



合計 140兆7,988億円

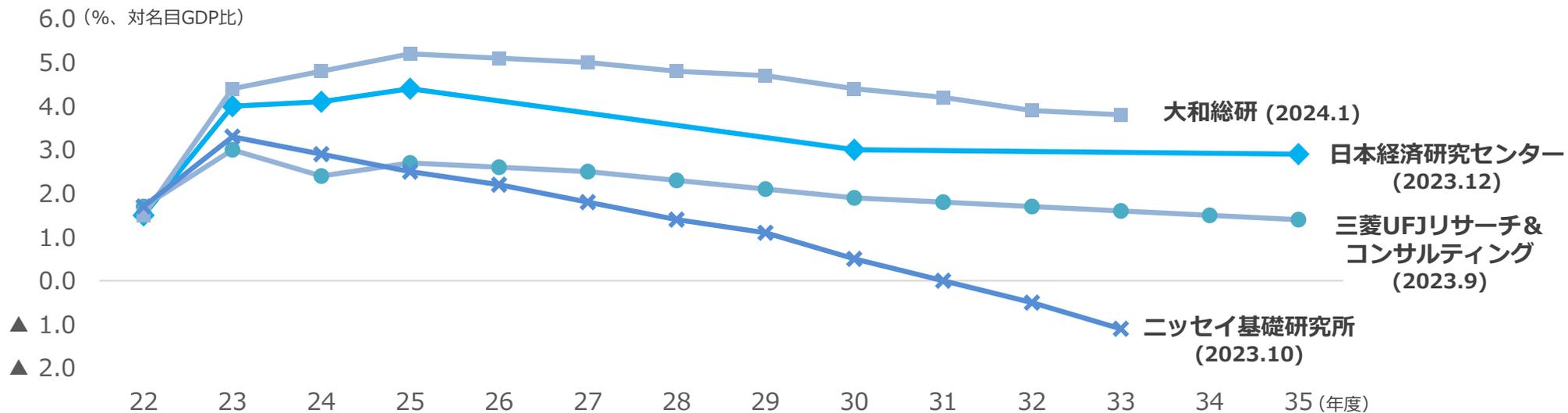
(注1) 資金循環統計の計数について、平成25年末は確報値、令和5年末は速報値。
 (注2) 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3) 「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」

中期的な経常収支の見通し

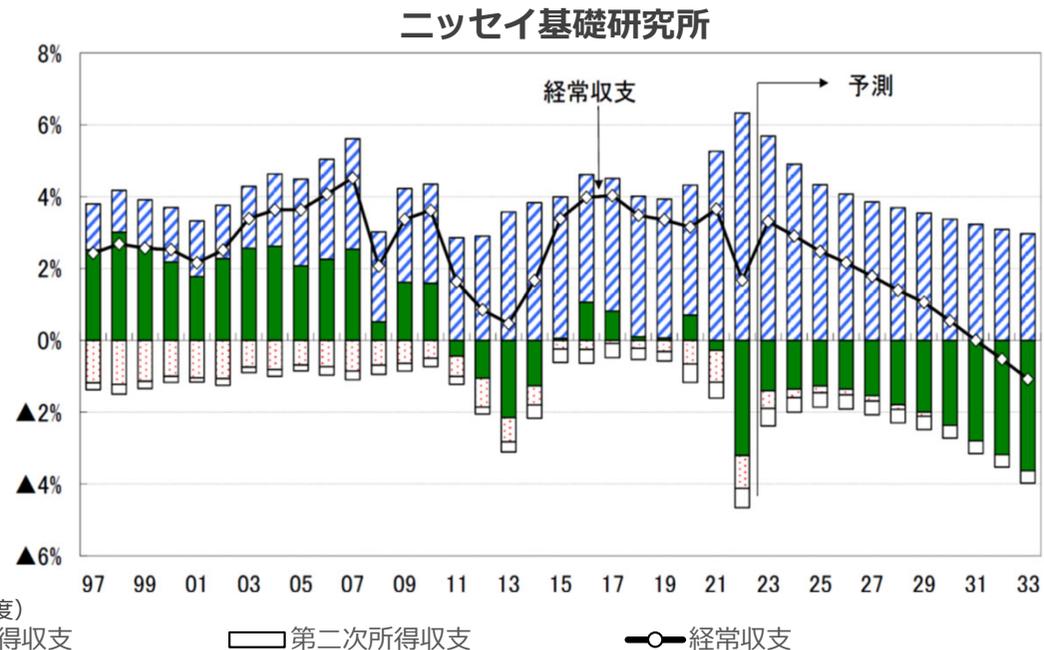
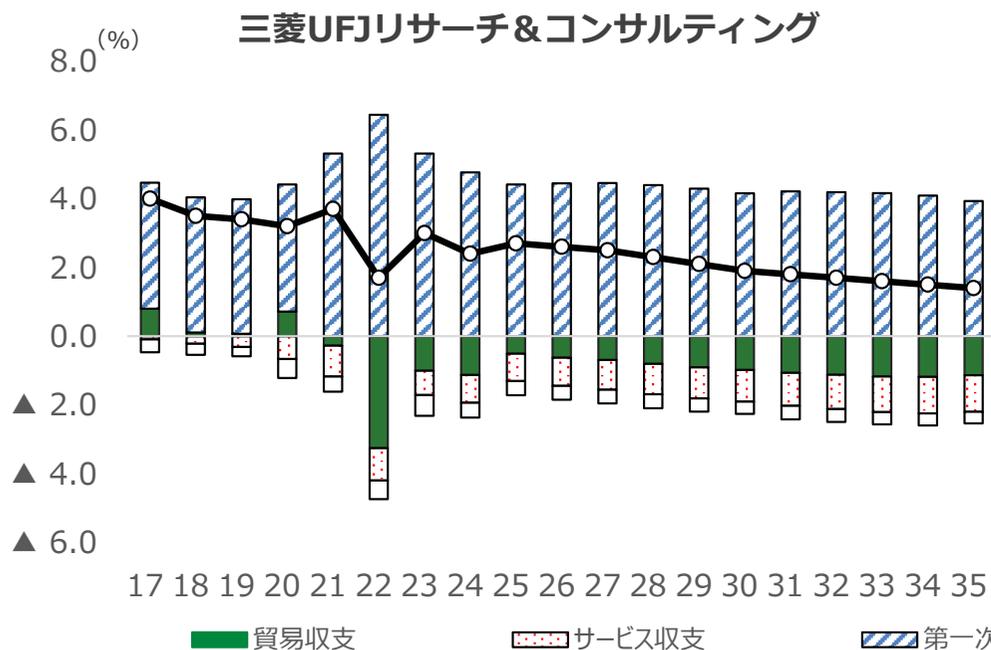
第1回「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」
(2024年3月26日) 財務省資料より抜粋

- 推計によりばらつきがあるものの、主要シンクタンクによれば、中期的には、一段と高齢化が進展する中で貿易・サービス収支の赤字が定着・拡大し、経常収支黒字が縮小する見通し。中には赤字転化する推計も。

経常収支の見通し



項目別の見通し

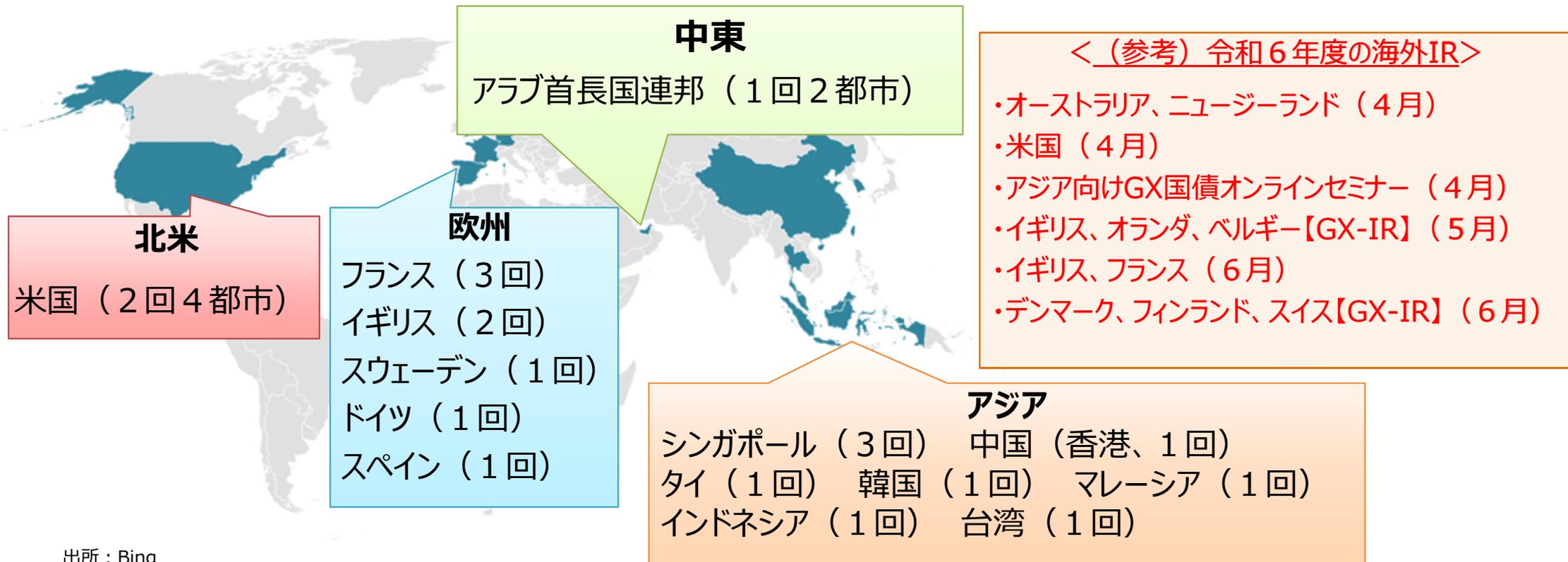


(出所) 大和総研「日本経済見通し」(2024年1月23日)、ニッセイ基礎研究所「中期経済見通し」(2023年10月12日)、日本経済研究センター(JCER)「第50回中期経済予測」(2023年12月7日)、三菱UFJリサーチ&コンサルティング「日本経済の中期見通し」(2023年9月29日)

令和5年度の海外IRの取組

- 国債管理政策に加えて、広く日本の経済政策や財政健全化の取組み等についても情報発信を強化。クライメート・トランジション利付国債（以下、GX国債）の情報発信も併せて実施。
 - ・ 各国の中央銀行、年金基金、生保、資産運用会社などを中心に海外拠点訪問等による面談を実施：94件
 - ・ 来訪及び国内拠点への訪問等による国内での面談：91件
 - ・ 各種セミナーでの講演：11件（国内4件、海外7件）
 - ・ 債務管理当局や国際機関等とマルチ・バイを通じて、主に債務管理政策等について意見交換を実施
 - ・ ニュースレターによる情報発信の継続・強化

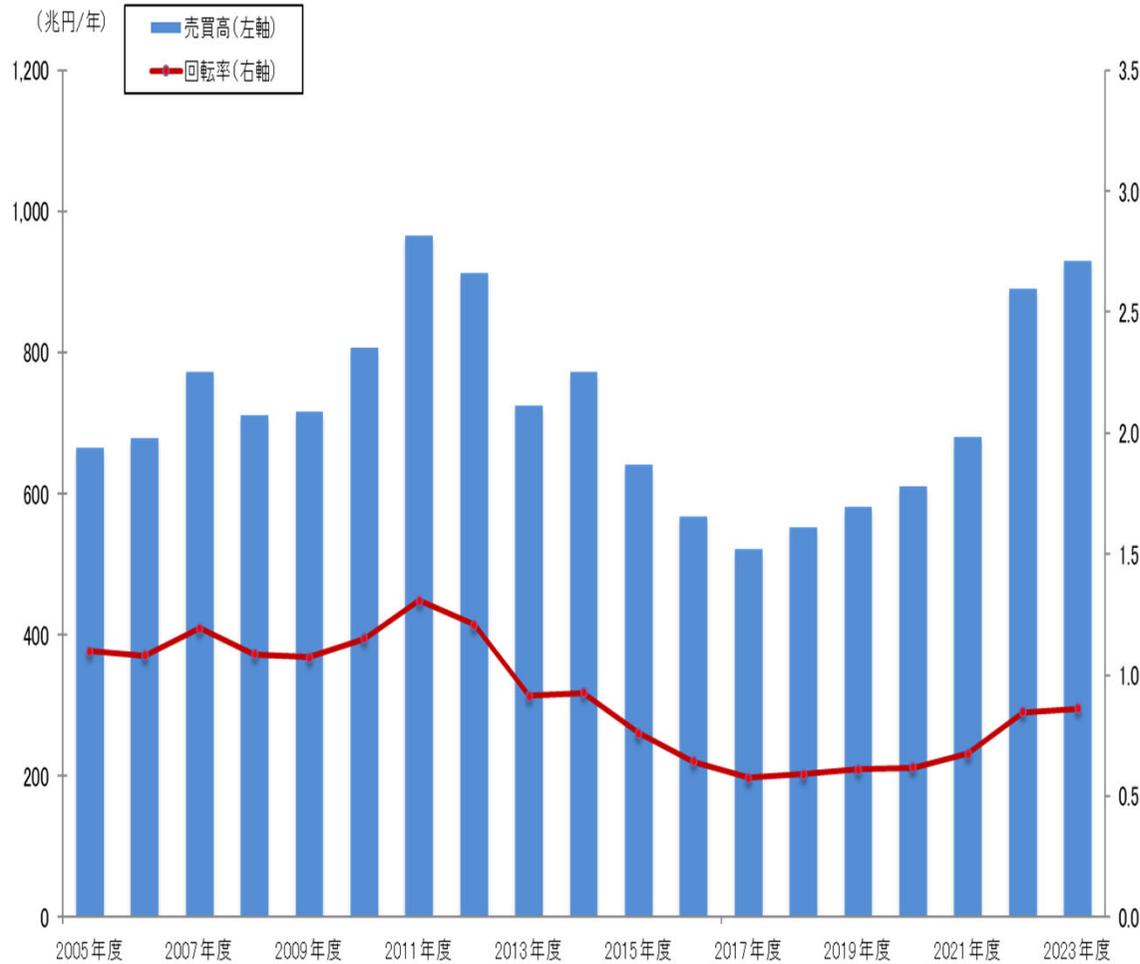
※GX国債に特化したIRとして、経済産業省、「GX国債マーケティング・サポーター」（ESG債分野における知見を有する証券会社7社（国内系5社、欧州系1社、米系1社））、評価機関2社と協力して、ESG業界におけるオピニオンリーダーである投資家を中心に、欧州及び米国を1週間ずつ訪問するなど、合計40社程度の市場関係者と面談。



市場流動性の現状

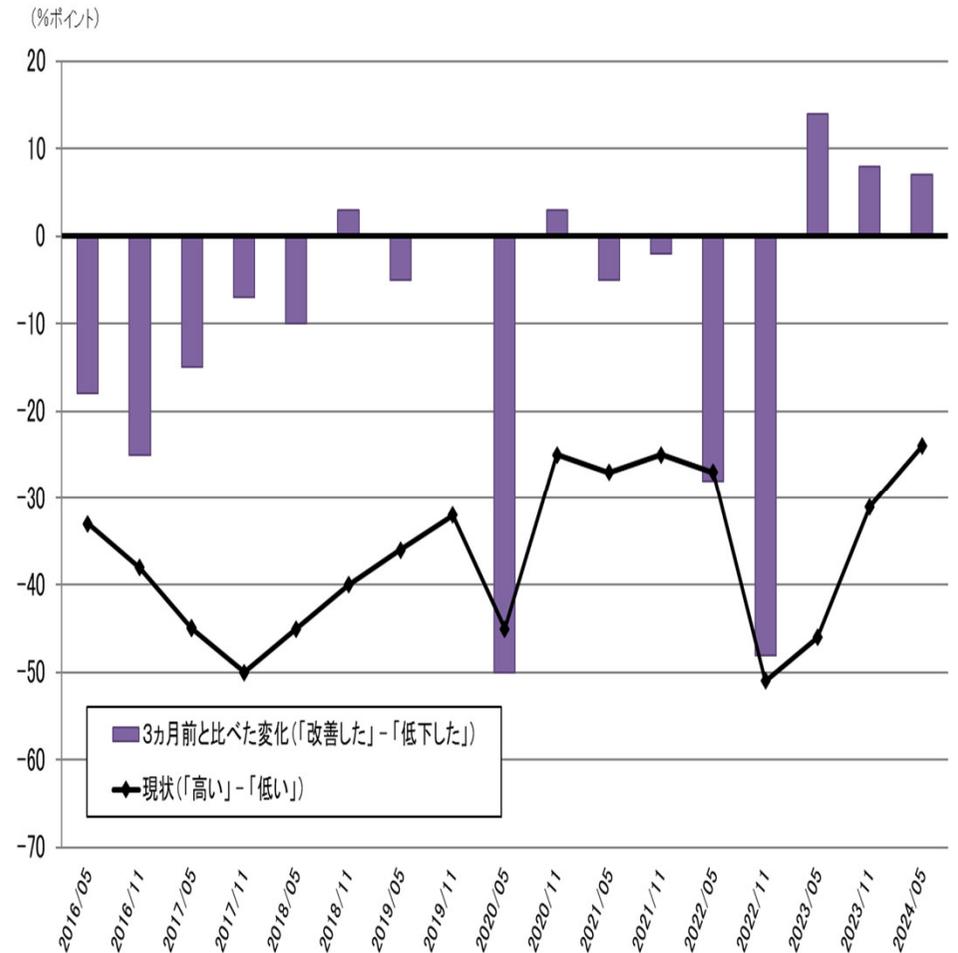
- 足元、国債の売買高は大規模緩和以前と比べ遜色ない水準に回復しているが、国債発行残高対比（回転率）では、依然として低位で推移。また、日本銀行の実施する「債券市場サーベイ」によれば、国債市場の機能度は低い状態が続いていると市場参加者は認識。

(参考1) 国債の売買高と回転率



(出所) 日本証券業協会、日本銀行
 (注1) 国庫短期証券を除く。
 (注2) 売買高は、債券ディーラー分を除く。
 (注3) 回転率は毎月の回転率(月間売買高/月末残高)を年率換算した数値を各年度毎に単純平均して表示。

(参考2) 債券市場の機能度

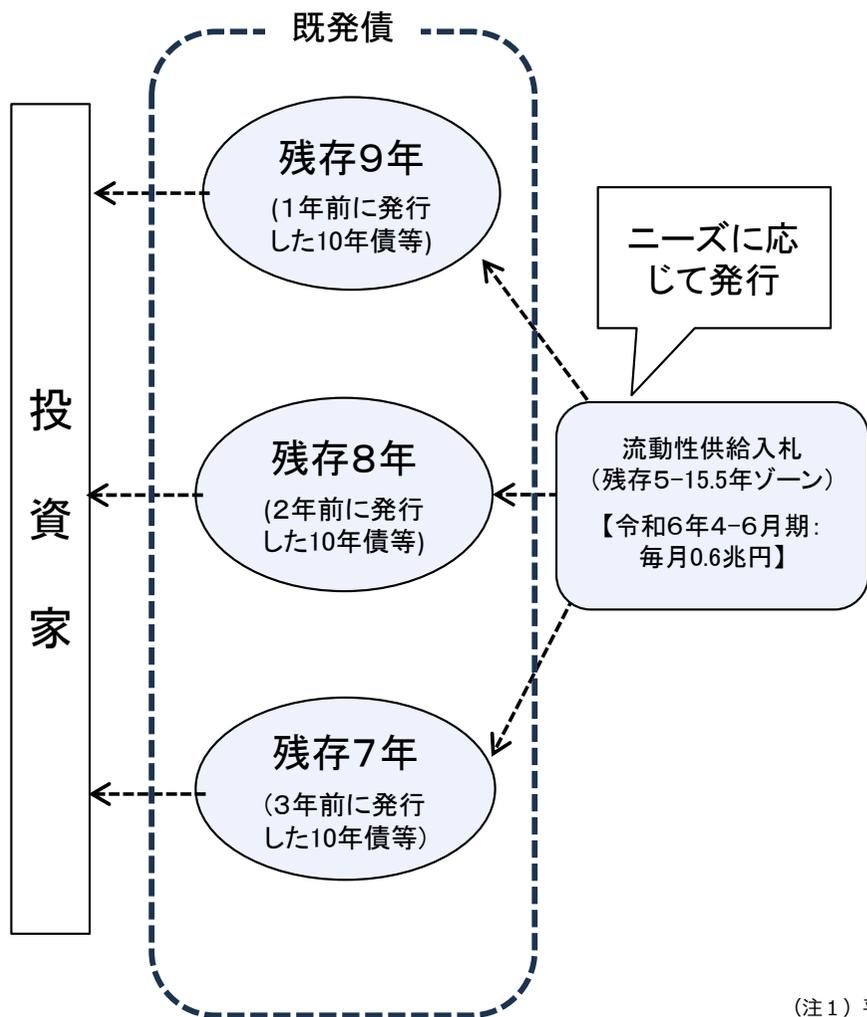


(出所) 日本銀行「債券市場サーベイ」
 (注) 2018年2月調査より、調査対象先に大手機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等)が追加された。

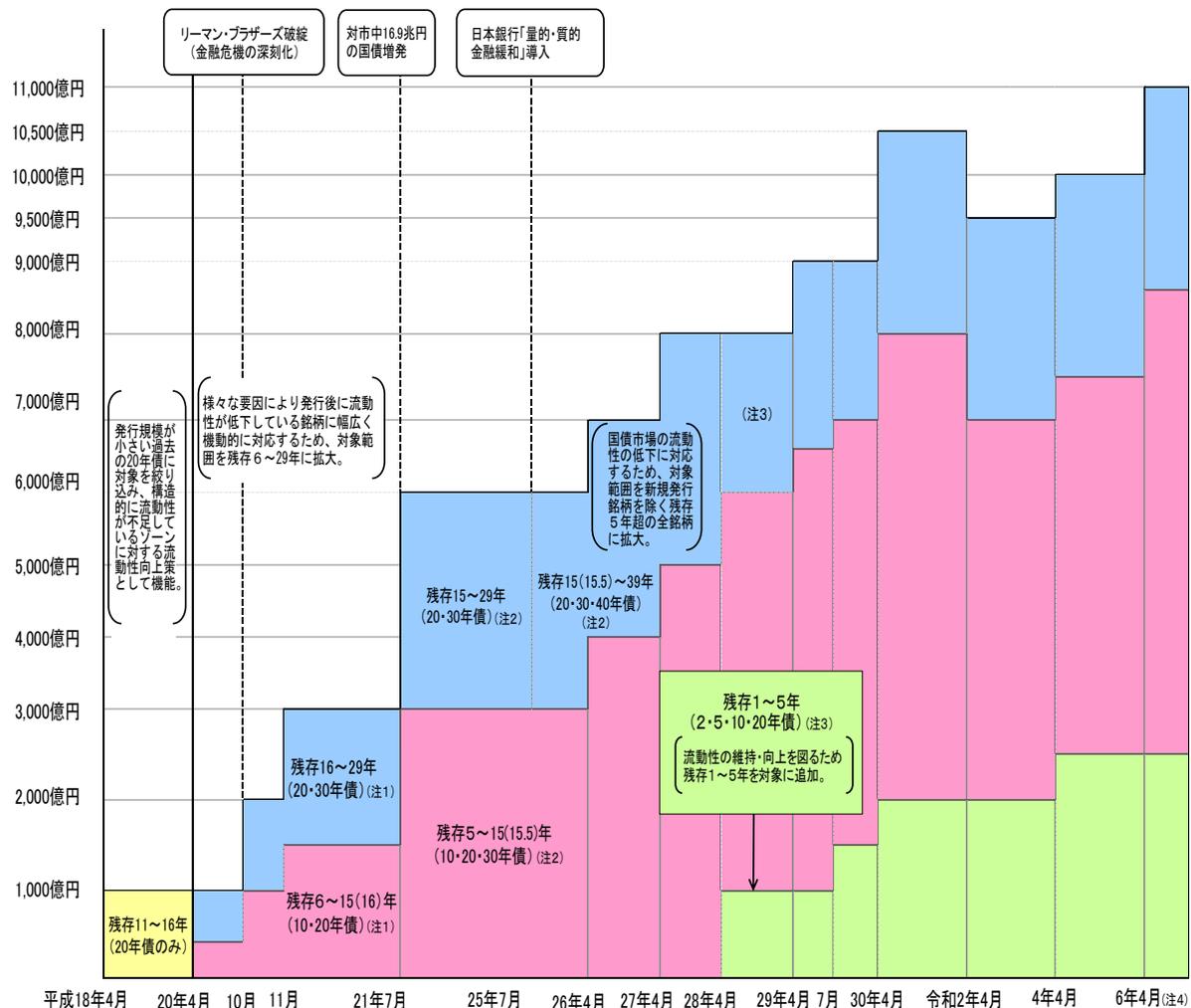
国債市場の流動性の維持・向上のための当局の取組

- 既発債の流動性について問題が指摘される中、国債発行当局としてはこれまで、市場との対話を通じ既発債の追加発行の仕組みである流動性供給入札の実施額を増加させてきた。

(参考1) 流動性供給入札のイメージ



(参考2) 流動性供給入札の発行額等の推移



(注1) 平成20年度は、残存6~15年及び残存16~29年、平成21年4-6月期は、残存6~16年及び残存16~29年を区切りとしていた。

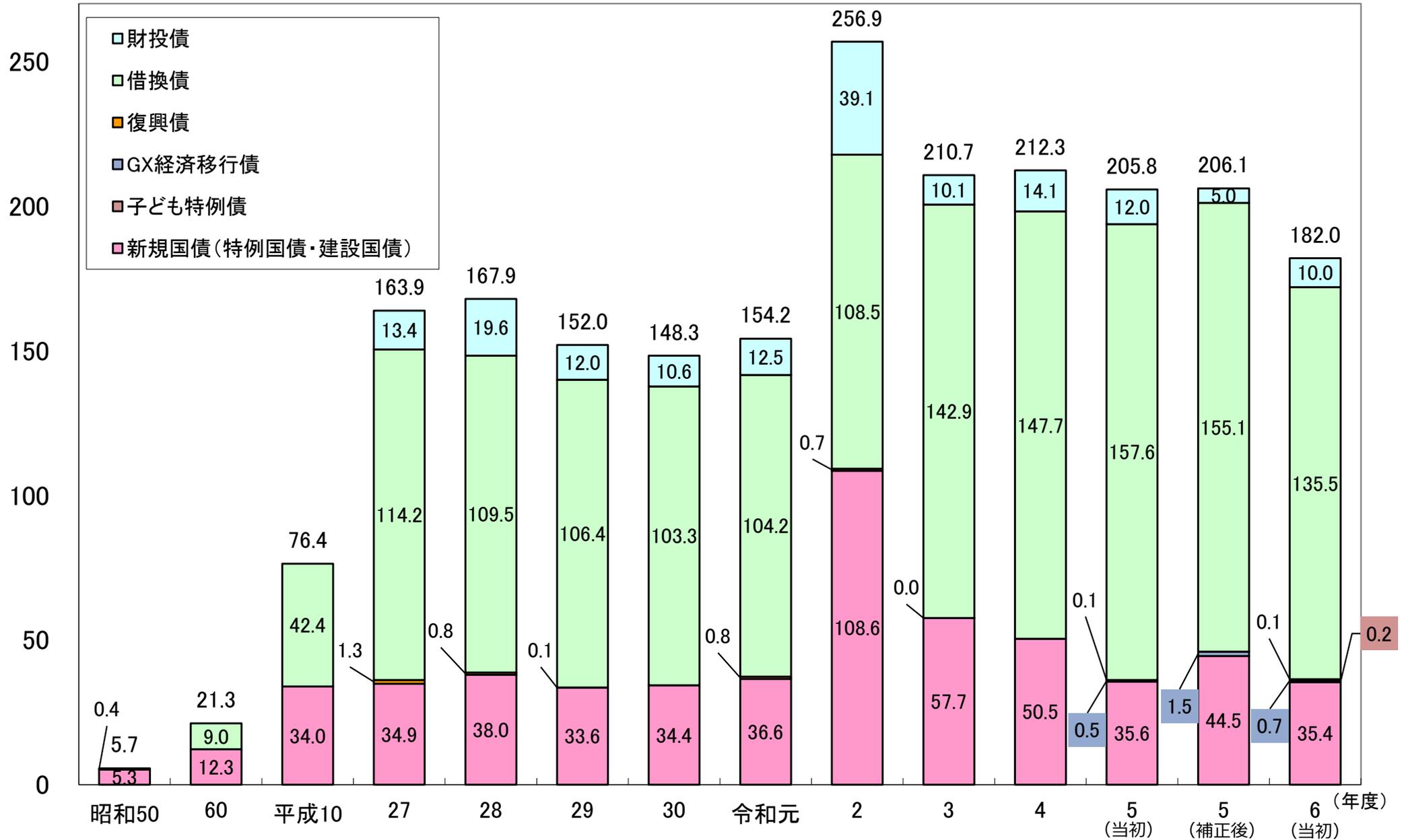
(注2) 平成21年7-9月期から平成25年4-6月期は、残存5~15年及び残存15~29年、平成25年7-9月期は、残存5~15年及び残存15~39年を区切りとしていた。なお、平成25年10-12月期からは、残存5~15.5年及び残存15.5~39年を区切りとしている。また、平成26年4-6月期以降は、残存5~15.5年においても30年債が対象に加わっている。

(注3) 残存1~5年の銘柄及び残存15.5~39年の銘柄(平成28年度以降)は、隔月に入札を実施。なお、表上は月当たりで換算した発行額。

(注4) ゾーン毎の発行額等は、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整。

国債発行総額の推移

(兆円)

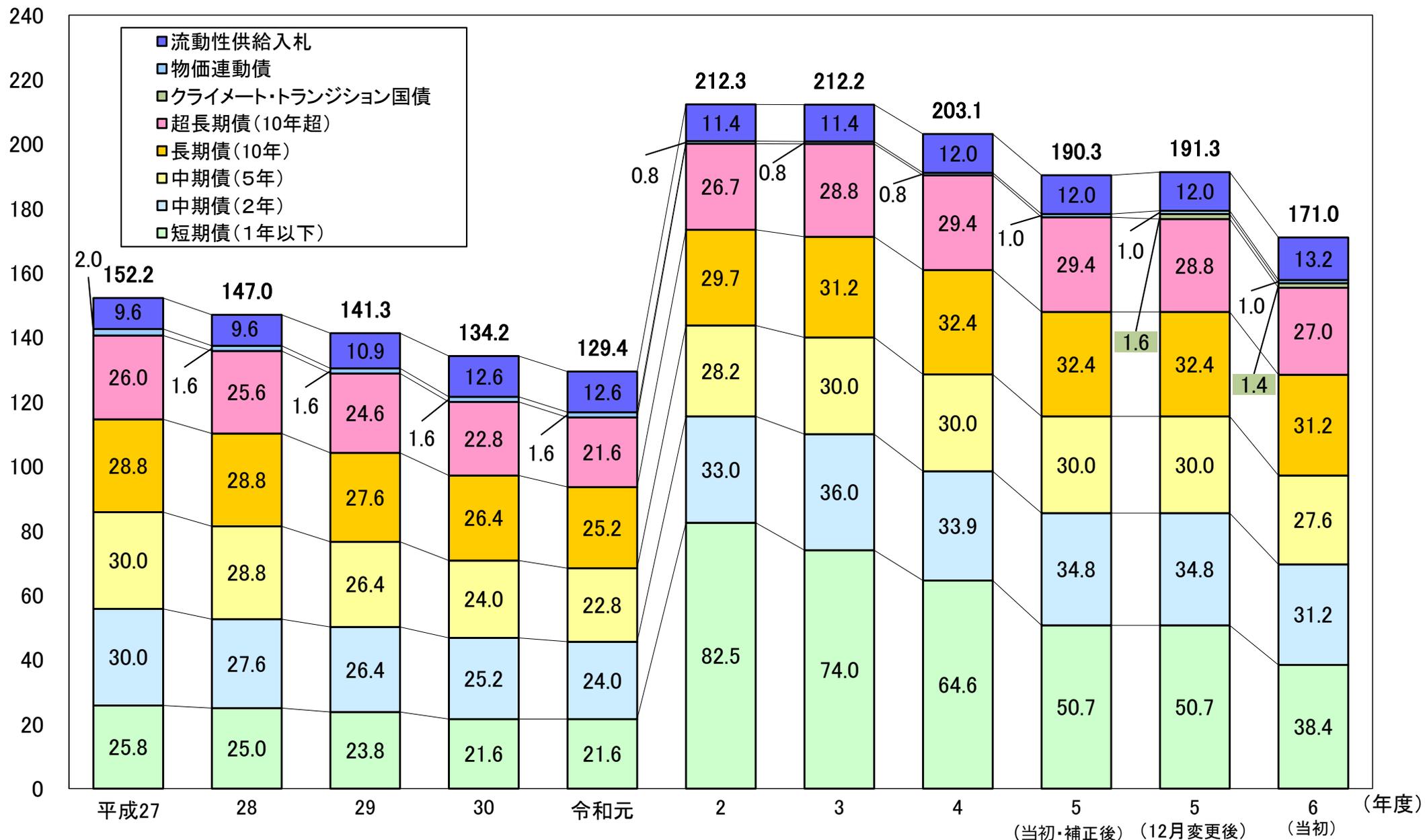


(注1) 令和4年度までは実績。

(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

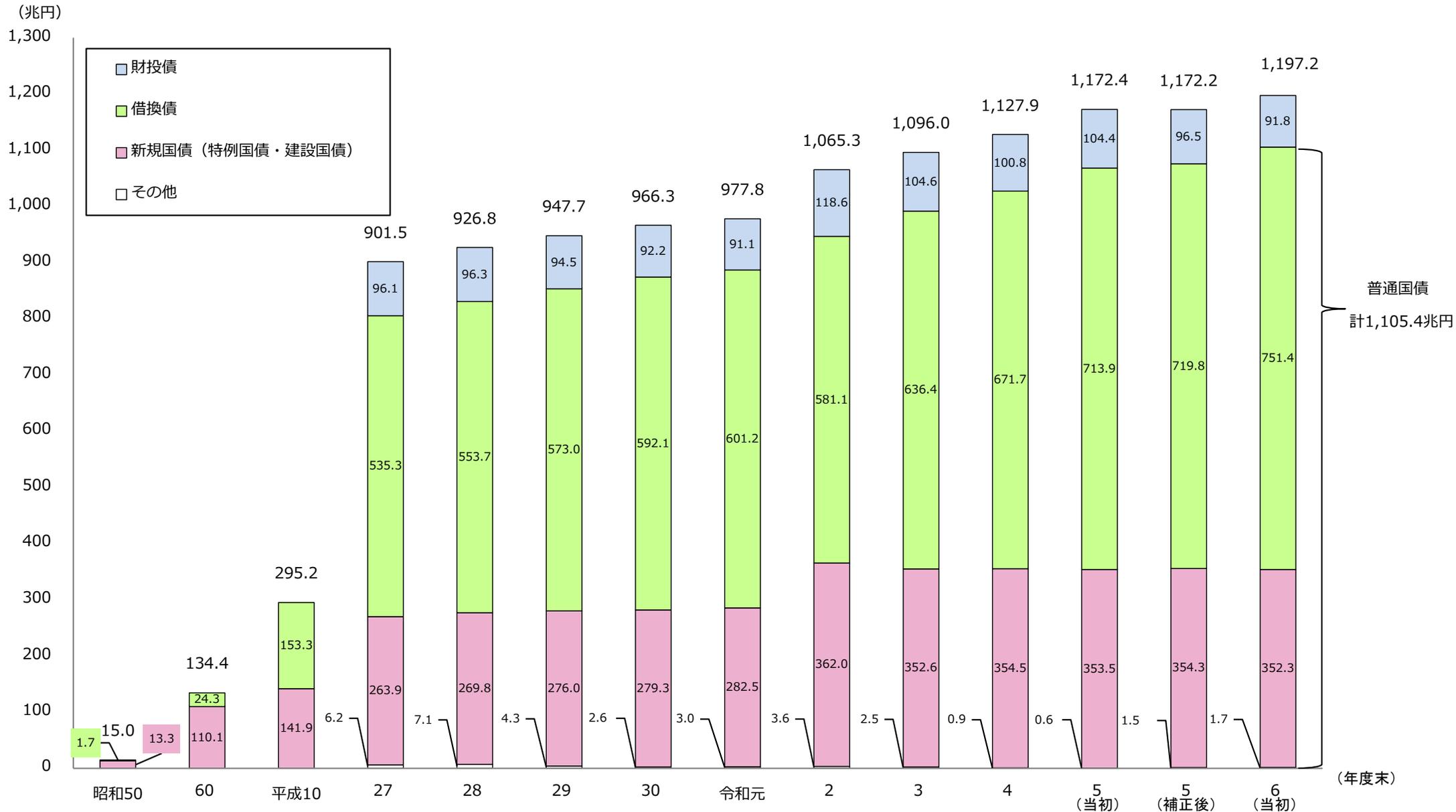
カレンダーベース市中発行額の推移

(兆円)



(注) 令和4年度までは最終補正ベース。

国債残高の推移



(注1) 令和4年度末までは実績。令和5年度末はそれぞれ当初予算ベース（前倒債25兆円を含む）、補正予算ベース（前倒債35兆円を含む）。令和6年度末は当初予算ベース（前倒債44.5兆円を含む）。

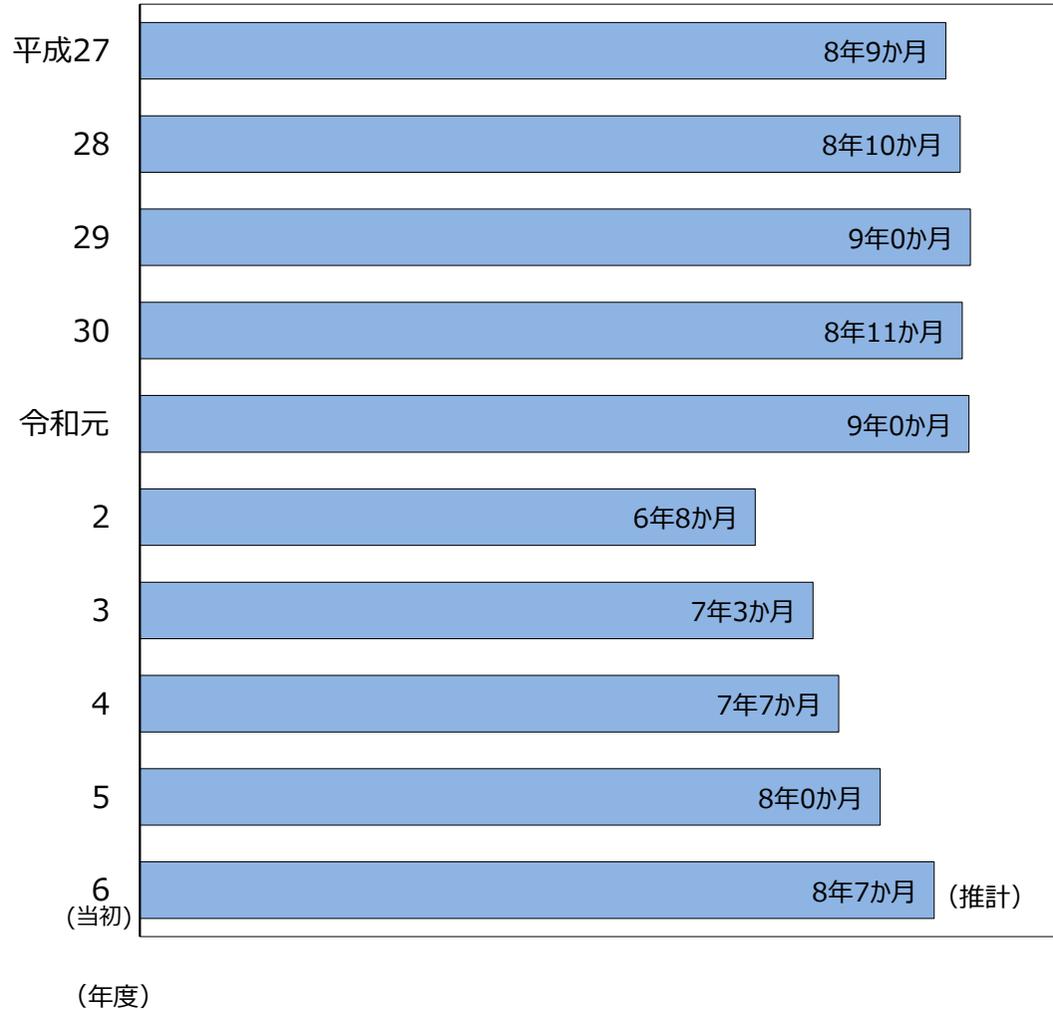
(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

(注3) 「その他」には以下の国債が含まれる。

- ・復興債（平成27年度末～令和6年度末（令和5年度末（補正後）を除く））
- ・年金特例債（平成27年度末～令和4年度末）
- ・GX経済移行債（令和5年度末（当初）～令和6年度末）
- ・子ども特例債（令和6年度末のみ）

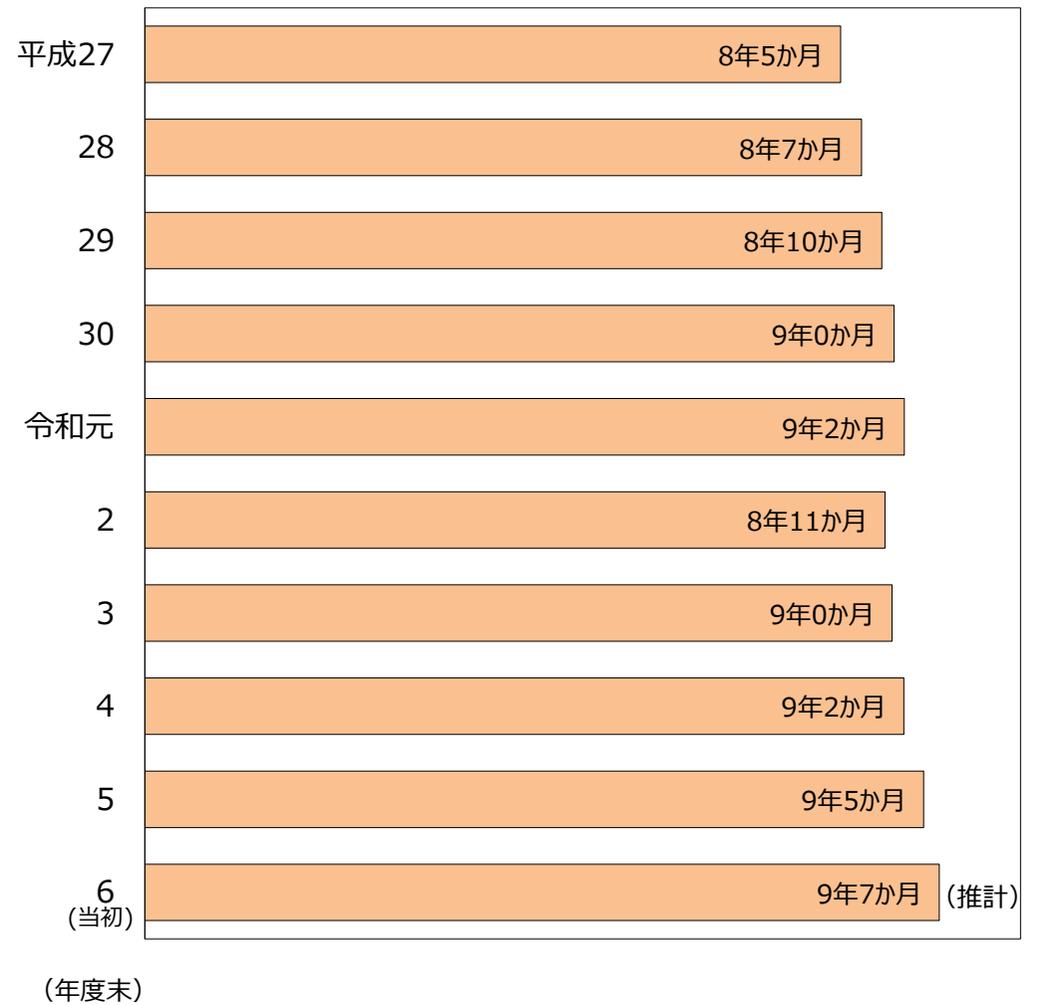
日本国債の平均償還年限

カレンダーベース（フロー）



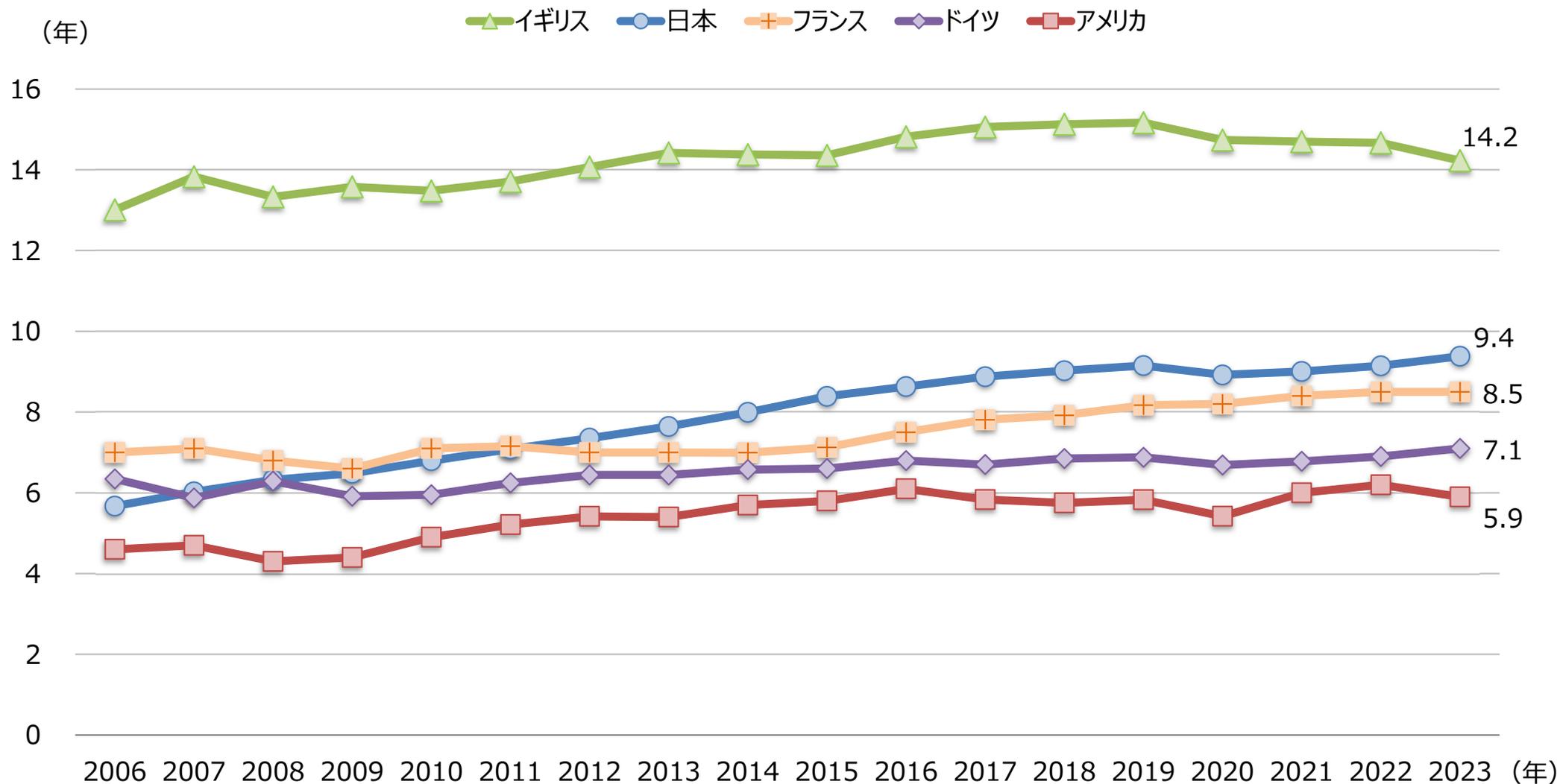
(注) 令和5年度までは実績。

発行残高ベース（ストック）



(注) 普通国債残高。令和5年度末までは実績。

諸外国における国債の平均償還年限の推移（ストック）



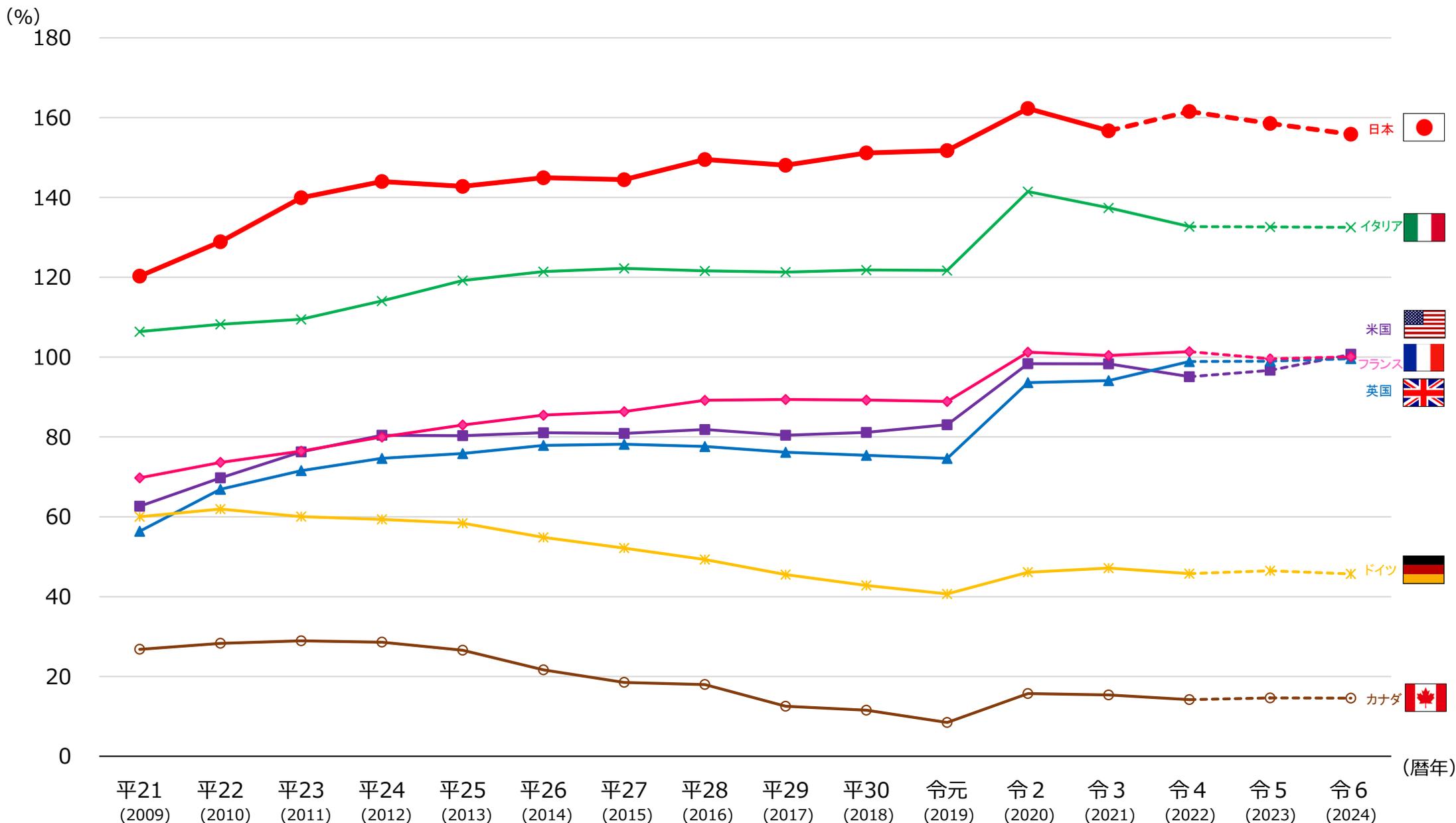
(出所) OECD、各国債務管理当局HP

(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）は含まない。
諸外国は短期債（1年以下）を含む。

(注2) ストックベース。非市場性国債は含まない。

(注3) 日本のみ翌年3月末時点、その他の国は12月末時点。

債務残高の国際比較（対GDP比）



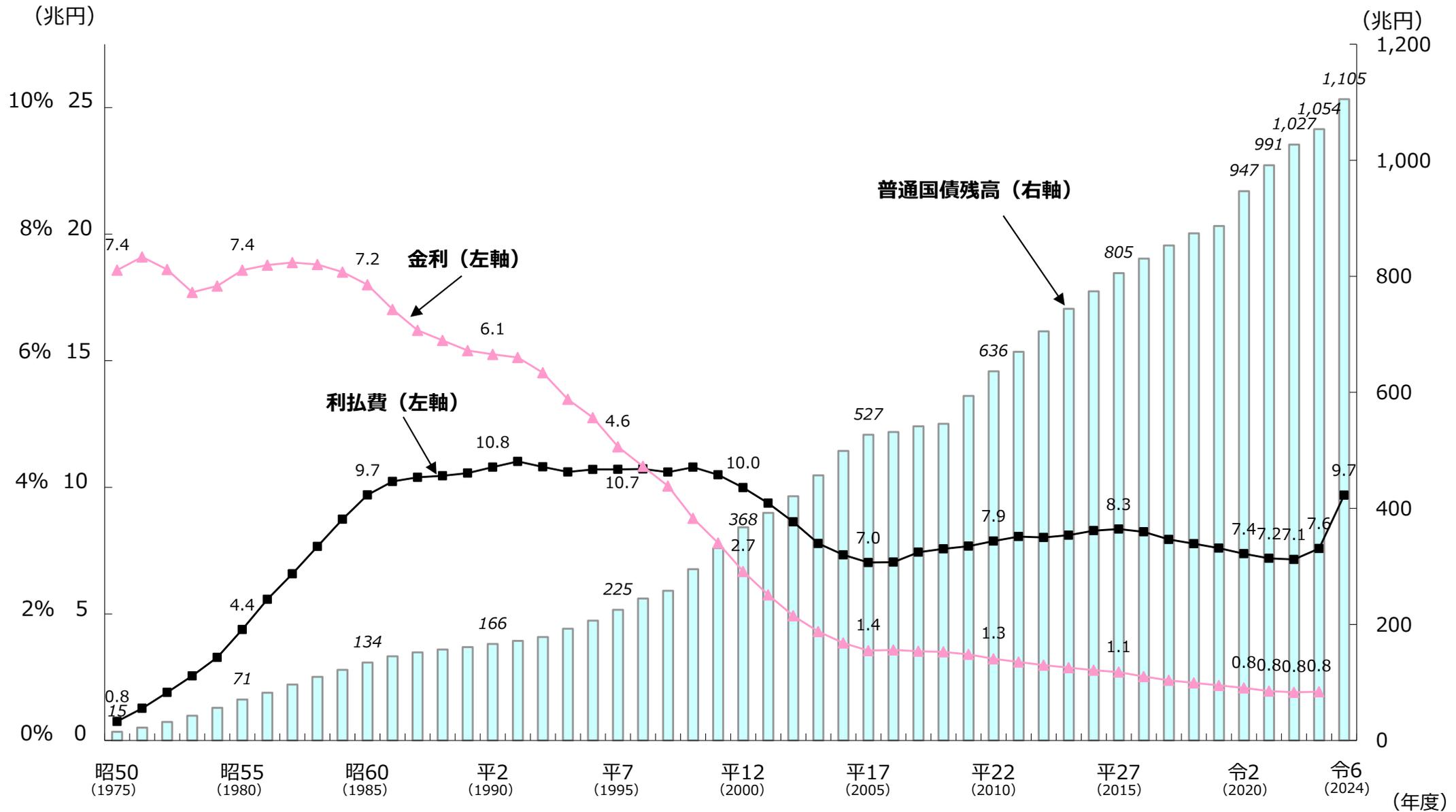
(出所) IMF “World Economic Outlook” (2023年10月)

(注1) 数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。

(注2) 日本は、2022年から2024年が推計値。それ以外の国は、2023年及び2024年が推計値。

(注3) 純債務残高は、債務残高から金融資産（通貨・預金、負債証券等）を差し引いたもの。

利払費と金利の推移



(注1) 利払費は、令和4年度までは決算、令和5年度は補正後予算、令和6年度は予算による。

(注2) 金利は、普通国債の利率加重平均の値を使用。

(注3) 普通国債残高は各年度3月末現在高。ただし、令和6年度は予算に基づく見込み。

主要格付会社による格付

主要格付会社によるソブリン格付一覧

(自国通貨建長期債務 2024/6/17現在)

	Moody's	S&P	Fitch
Aaa/AAA	アメリカ(↓) ドイツ カナダ	ドイツ カナダ	ドイツ
Aa1/AA+		アメリカ	アメリカ カナダ
Aa2/AA	フランス 韓国	イギリス 韓国 アイルランド	アイルランド
Aa3/AA-	イギリス アイルランド	フランス	韓国 イギリス フランス
A1/A+	日本 中国(↓)	日本 中国	中国(↓)
A2/A		スペイン	日本
A3/A-	ポルトガル	ポルトガル(↑)	スペイン ポルトガル
Baa1/BBB+	スペイン(↑)		
Baa2/BBB		イタリア	イタリア
Baa3/BBB-	イタリア	ギリシャ(↑)	ギリシャ
Ba1/BB+	ギリシャ		
Ba2/BB			
Ba3/BB-			

(↑) は、アウトルックがpositiveとなっていることを示す。
(↓) は、アウトルックがnegativeとなっていることを示す。

(注) 各社の最新の日本の格付動向は、Moody's: 格付維持 (2023/11/8)
Fitch : 格付維持 (2024/4/23)
S&P : 格付維持 (2024/3/28)

(出所) 各社ホームページ

主要格付会社による日本国債格付の推移

