

国の債務管理に関する研究会（第6回）

参考資料②

（国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）及び
国債投資家懇談会参加者等からの意見）

令和6年6月21日

意見①（総論）

- 今後も日銀の金融政策に応じた**市場との丁寧な対話**が必要であると同時に、海外投資家の保有割合が増加する中で、**財政の健全化や国債費削減の取組、国債格付けの維持向上**が必須。日本国債の大幅な**格下げ**が中長期的な調達コストを上昇させるおそれ。財政健全化を進めることで発行額を抑制していくことが重要。予見可能性の低い大幅な発行増額は避けるなど、引き続き投資家とのコミュニケーションを重視してほしい。国債の保有主体が変わっていく中でも国債消化が十分に可能であることを示し、**信認**を得ることが重要。
- 政府の財政支出拡張は広くグローバルにみられるが、各国が緊縮方向に舵を切れば日本の債務残高が注目される可能性。批判的な見方が多い国内メディアへの、財政健全化に関するアピールにも余地がある。
- 投資家需要に応じた**年限設定や商品拡充**が重要。市場環境や投資需要に応じて**柔軟に国債発行額を調整**すべき。国内外問わず多様な投資家のニーズに応えるべく、年限間で偏りの少ない起債運営を希望。需給状況に変化がある場合は、例えば**四半期ごとや半年ごとなど年度中でも国債の各年限の発行額を迅速に変更**するなど国債保有者のニーズに応じた対応が必要。今年1月からの20年債の先行減額は、素早い変更が市場の安定化に一定程度寄与。
- 構造的な需給の変化には素早い対応が必要だと思うが、**一時的・短期的な需給のゆがみに過度に対応することは透明性・予見可能性・公平性等の観点からリスクが高まり望ましくない**。今後の金利水準と投資家ニーズを踏まえた年限ごとの安定的な発行計画策定・運営が重要であり、場当たり的な対応ではなく、予見性の高い計画が示されることが望ましい。
- 金利のある世界では市場参加者の投資行動にも変化がみられ、**調達年限の長期化方針についても見直し**が求められる。投資家のニーズが短期化する中で、中・長期債を増額し、超長期債を減額すべき。国債の平均償還年限は、今後の金利コストを抑制する観点から、徐々に**短期化**を図る必要。
- 発行額と投資家需要のバランスの転換点に来ており、これまでの**年限ごとの発行バランスは議論**すべき。財務省・日銀・市場参加者が情報交換しつつ機動的に発行金額・年限の調整を行い、バランスを取るべき。直近10年で**超長期債のカレンダーベースの市中発行額は急増**しており、今後、新規制対応を終える生保の需要減退や日本銀行の買入れ減額を考慮すると、円滑な国債消化を実現するために注意が必要な時期。イールドカーブの最長年限は有用なヘッジツールが無く、ここが安定しないとボラティリティが高まってしまうことから、**40年債については減額余地**がある。一方、旺盛な海外投資家ニーズが継続しているほか、金利上昇時には国内預金取扱金融機関を中心に投資家ニーズが集まりやすい**2年～10年ゾーンは増発可能**。
- 短期で調達し長期で運用するためには、**イールドカーブの形状**が重要。調達コストを抑制することは重要だが、過度に金利を抑制する仕組みやフラットニングを促すような国債管理政策は実施すべきでない。**金利水準が様々な条件をフェアに反映できるような市場**であるべき。
- 個人の購入を促すには、**商品性の多様化**を進めることも一案。国債保有者層の多様化に向けて、**法人の購入**を可能にすることも要検討。
- **コスト・アット・リスク分析**について今後も継続した議論が行われることを期待。定量分析と、市場参加者の動向等、定性判断とのバランスが重要。

意見②（銀行）

- 日本銀行が保有国債を減らし続けるのであれば、**銀行セクターが日銀に代わる保有主体となる**ことを予想。銀行セクターが安心して日本国債を保有できる状況にすることが国債管理政策の要。
- 足元は**地方銀行が中長期債への投資を増やし**てきているが、都市銀行等は利上げや国債買入オペ減額が意識される中で、ポジション復元に慎重な姿勢。しかし、中長期的には各投資家の投資目線へと利回りが到達していく中で、**都市銀行もこれまで削減してきたポジションを還元**していくと想定。
- 利上げ期待が剥落したタイミングでは**中長期債**の需給の過熱が予想され、マーケット環境の変化に応じては増額余地あり。投資対象年限としては、負債である預金から発生する金利リスク見合いで総じて2～10年程度が主な対象（どちらかという2～5年へ主な投資対象はシフトしていく可能性が高い）。中長期的には5-10年中心に預金見合い/日銀当預からの資金シフトを踏まえた潜在的な国債需要は強い。金利正常化を見据え、ALMの観点も踏まえて長期ゾーン中心に投資が拡大される見込み。
- 中長期的には、①評価損益を通じた資本への影響、②総エクスポージャーの増加を通じたレバレッジ比率の低下、③IRRBB比率の上昇、④VaRによる内部リスク管理として想定最大損失額の抑制、⑤趨勢的な預超幅拡大の鈍化等により、**国債投資余力、リスク許容度に制約**。短期金利が上昇すれば融資業務で利益が得られ債券投資の必要性が薄れる。預金から投資へ資金が向かっており、中長期的に銀行の国債投資意欲を低減させる要因。
- 各行のニーズ、担保需要や負債デュレーションを勘案した**発行年限・発行額**の決定が必要。日銀の国債買入オペの減額に合わせて、過度に需給が緩まないように**発行量や発行年限を調整すべき**。市中へ供給する金利リスク量の抑制の観点から**発行残高の縮減や平均残存年数の短期化**が最重要。長期・超長期債ではなく**中期ゾーンに需要増が見込まれることを想定した発行計画へ**と意識を変更していくことが必要。
- 金利リスク量の抑制の観点から、**変動利付国債**（2年、5年）の導入は選択肢。ただし、投資家需要に則した形となるよう慎重に検討してほしい。
- 外貨調達観点からも、財政の持続可能性・健全化への取組強化が重要。

意見③（生命保険会社）

- 足元では新規規制対応のための**超長期国債への投資ニーズは一巡**しており、規制対応は着々と進捗し、ある程度めどがついた先が大半な印象。今後、これまで程には生保の買いには期待できない。規制対応の一巡後は需要が急速に低下し、超長期ゾーンの需給が構造的に変わってしまう可能性。
- **高齢化**によって保険残高も減少に転じており、終身保険のような**長いデュレーションの保険商品の売れ行きも減少**しつつあり、保険負債のデュレーションも徐々に短期化。生命保険セクター全体での**国債追加投資余力はそれほど大きくない**。一部では解約リスクの増加が言及されるなど、**金利上昇で生保需要が増加するという単純な構造ではなくなっている**。足元の金利上昇局面で、資産サイドのデュレーションが負債サイドのそれよりも大きくなっている可能性があり、金利上昇に対応した国債の売却が予想される。
- 従来の単調な資産長期化から、資産デュレーションの維持・金利リスクの適切なコントロールへ軸足をシフト。金利上昇下にあつては、金利の水準感到満足した場合でも、キャッシュフローの平準化や各ゾーンの水準感、他資産と比べた投資妙味等を考慮した運用になるのではないか。
- 負債側のデュレーションが長い構造は変わらず超長期債がALM上の中核資産。超長期金利が**負債コストの水準**に近付いており、投資妙味が増している。30年金利が2%を超えて安定的に推移すれば、負債コスト見合いだけでなく、**他資産からの回帰**といった動きが中長期的に起こりやすくなる。今後の金利動向や生保顧客の需要次第では、**再度、超長期債に対する需要が高まる局面**がありうる。近年は外国証券等への投資割合が高まっているが、ヘッジコスト高止まりを受けた円債回帰の可能性や、ヘッジ付外債の大量売却による新たな国債投資需要の可能性、また金利水準の魅力が薄れれば、**資産配分**を増やすことによる需要が存在。中長期的には、新規保険契約の増加に伴い、超長期国債への投資が増加することが期待できる。
- 投資家との**丁寧な対話を通じて超長期債への需要を把握**しつつ、**適切な発行規模を模索**していく取組が重要。中長期的な観点から生保業態の需要を考慮し、**超長期ゾーンの発行額を決定**することが望ましい。直近10年で超長期債のカレンダーベースの市中発行額は急増しており、適切な発行額を見極める必要がある。**超長期セクターは供給過多**になっており、その是正が求められる。需給を正しく把握し、需給状況に変化がある場合は**超長期債の発行額を四半期ごとに迅速に変更**するなどして、常に需要超過の状況を作るべき。**超長期の流動性供給入札の発行増減**を通して需給のバランス調整が必要。各投資家のニーズをヒアリングしたうえで20年債から40年債の中での発行バランスの検討が必要。
- 一時的・短期的な需要の変化に惑わされず、生保の主な投資先である**超長期債の発行量を一定程度キープ**させる必要。中長期的に、引き続き金利リスク削減を進めると見込まれ、ALM・キャッシュフローマッチングの観点から超長期債を中心とした国債の買入ニーズは強い模様。金利上昇を背景にした中高齢者層の貯蓄性商品への需要回復や、現役世代の定期年金への需要回復等から超長期債への投資ニーズは一定程度継続。
- GX経済移行債については、生保会社の負債デュレーションに見合い、長期保有が可能な年限での発行を検討してほしい。

意見④（個人・その他）

- **「貯蓄から投資へ」**という動きは貯蓄性の金融商品に対するニーズの減退などを通じて、国債市場に影響を及ぼす。預金から投資へ資金が向かっており、**中長期的に銀行の国債投資意欲を低減**させる要因。
- 足元で国債の魅力度は必ずしも高くはない可能性はあるものの、金利水準次第では個人は重要な需要層。**金利が上がってくれば安全資産でありながらも収益が取れる商品**として認識されニーズが増えてくる。金利を享受しつつ安定的に運用できる安全資産として、高齢者や富裕層を中心に今後も一定の需要。
- 機関投資家と比べ、投資ニーズは小規模なものに留まっている。足元は海外株インデックス投資が人気で、国債の人気は残念ながら高くない。個人向け国債は投資初心者の入口商品などとして一定のニーズはあるが、物価上昇に負けない運用が必要な中で急激な需要増加は想定していない。
- 国内の個人といった投資家に積極的なマーケティングが重要。個人の運用資産の分散化を進める中で選択肢となるような積極的なマーケティング・キャンペーンが重要。
- **税制面での優遇やNISAの対象商品とするなど更なる優遇措置**を設けることが出来るのであれば、直接的・間接的な国債保有を増やすことが出来るのではないか。
- 個人の購入を促すには、現行の商品よりも**長めのゾーンでより金利が高いもの**やクーポンのステップアップなど**商品性の多様化**を進めることも一案。クライメート・トランジション利付国債のように**資金用途を明示する形での個人向け国債**も一考に値する。「貯蓄から投資へ」という流れの一因になっているインフレのヘッジツールとして物価連動債を個人が持ちやすくする制度の設計には検討の意義あり。
- 国債保有者層の多様化に向けて、**法人の購入**を可能としていくことを検討していく必要。元本保証のない金融商品への投資を避ける傾向が強い層の需要を喚起する可能性がある。法人によってはホームカンントリーバイアスが相応にあり一定の需要は期待できるが、手元資金留保インセンティブの低下や短期ゾーンがメインであることに留意。事業会社から国債投資による運用についての問い合わせが増加。基本的には余資運用として平均 5 年程度までの運用期間（但しより高い利回りが得られる社債を選好する可能性も）。

意見⑤（海外投資家）

- 国内投資家が規制等で以前ほどは国債の保有ができないと予想される中で、**日銀が買わなくなる差分を埋めるのは海外投資家**。中長期的には経済のファンダメンタルズ等を反映したフェアな水準まで金利上昇すれば、投資ニーズは更に増加する。
- 海外投資家の多くは短期売買を選好する傾向があるほか、長期保有する主体であっても中短期ゾーンを選好するケースが多いことに留意。主要国の外貨準備が趨勢的に増加している点や今後も内外金利差が一定程度続けば、海外勢の国債保有は増加傾向を辿るのではないか。
- 海外投資家は、為替リスクから高い金利を要求しやすく、また、流通市場において、活発に取引を行う傾向にあるため、民間の海外投資家の保有が高まれば、**国債金利の急騰へのリスク**が高まるとの考えがある。今後、仮に経常収支が赤字に転化すると、海外からの日本国債への需要が高まり、海外保有比率は高くなりやすいと考えられる。
- 海外勢の短期国債投資残高は、本邦の外貨調達需要を反映したもの。利回りが低く国債自体への需要は限定的。今後金融政策の正常化が進むと、通貨ベースはある程度タイト化し、海外投資家にとっては日本国債の魅力が落ちる要因になる。一方で日本国債は各国には見られないほど大きくスティープ化したカーブ形状をしており、キャリー & ロールダウンを考慮すると魅力的な投資対象。足元通貨ベーススワップを通じて短期国債購入が積極化しているが、今後金利水準が上昇する過程では徐々にアセットアロケーションによる投資需要も増加する可能性。
- 国債格付けがBBB格に引き下げられると、レポの取引相手が限られてくるため、**日本国債の投資から撤退**する投資家が出てくる。
- 海外投資家のうち、リアルマネー勢（生保・年金・AM・中銀等）の保有を増やすことが重要。そのためには、①円安を加速させないことや**円通貨の国際的なプレゼンス**の確保、②**財政への信頼を確保**すること、③**市場機能を一定程度確保**することなどが重要。
- 金利上昇が進めば海外投資家から**財政の健全性に対する関心・懸念**が高まる可能性。財政健全化への取組姿勢をしっかりと示すとともに、**海外IR**で丁寧に説明・情報発信してほしい。日本国債の価格安定性や流動性の高さ、財政の健全性などについて**英語でもタイムリーに分かりやすい説明・情報提供**を行うことが重要。償還・発行額のデータ等をより収集しやすくすることが望まれる。

意見⑥（市場の流動性・機能度の維持・向上）

- 市場機能悪化への懸念は昨年と比較すると薄れてきてはいるが、引き続き注意が必要な状況。追加利上げも予想されるなか、国内投資家の積極的な取引は手控えられやすく、売買の際に意図した価格を安定的に提示してくれる証券会社の数自体も限定的。
- 日本銀行の国債買入減額だけで流動性や機能度が回復するわけではない。YCCが撤廃され価格発見機能は回復していくことが見込まれるが、市場機能が正常化するには時間を要するほか、様々な規制等でリスク許容度が低下しており、機能度の回復には時間を要する。これまでの**発行額が需要と整合的であったか**の検証や、**発行額抑制**に向けた取組の強化が必要。
- 将来のチーペスト銘柄については、債券先物の流動性にも大きく影響。今後の**流動性供給入札での年限や発行額の柔軟な調整**を行っていくことや、よりマーケットのニーズに合わせた銘柄の発行を促す観点で、**年限区分の変更**（1-5年/5-10年/10-39年への変更等）も検討余地あり。
- 国債発行額が1年間通して変わらない中で日銀の輪番減額ペースが早まれば、年度内で大きく需給が変化。日本の国債発行計画は基本的に年度計画となっているが、米国のように**四半期ごとに変更**することも視野に入れるべき。
- **流動性供給入札を増額し、市場環境に応じて柔軟に発行額を調整**していくことが有効。オフザラン銘柄の流動性は乏しく、需給状況を見極めつつ、**新発債の発行量を減らして流動性供給入札を増やすべき**。また、入札発行額の減少に対処するため、**第Ⅱ非価格入札を現状の10%から増やす**ことで追加的な発行を模索してはどうか。流動性供給入札額を調整することで各セクターの需給調整を機動的に行うべき。
- 今後も市場の急変動する可能性は十分にあり、市場の安定性回復を企図した機動的かつ柔軟な**国債買入消却の枠組み確保**は必要。需給不安を背景とした金利上昇に対しては機動的な発行額・年限の調整や国債買入消却を行うべき。
- 国内系証券会社でもレバレッジ比率等が課題になってくるようであれば、ディーラーのバランスシート問題はより深刻になってくる可能性。銘柄数を不必要に増やさない努力に加え、流動性供給入札・買入消却を更に増額して、**ディーラー勢のバランスシート負担を軽減**することも有用。
- 平均価格で購入を希望する投資家の受け皿として**第Ⅰ非価格競争入札の更なる引上げ**。
- 市場の流動性や機能度が大きく低下している中、海外IRの多様化や格付機関などに対する対応、債券オプション市場・債券先物オプション市場の再構築、債券先物市場の多年限化等を官民合わせて協議する場が必要。
- プライマリー・ディーラーの人材難が意識される中、かつて業務担当していた**シニア世代の活躍**を促すべき。