

国の債務管理に関する研究会（第7回）

参考資料②

令和6年10月18日

今後の国債の安定的な発行・消化に向けた取組について (議論の整理)

令和6年6月21日
国の債務管理に関する研究会

国債市場を取り巻く環境は、本年3月に日本銀行が金融政策の枠組みを見直したことを始め、国内外の動向の変化により、今後大きく変わっていくことも想定される。

こうした中で、中長期的な調達コストを抑制しつつ、確実かつ円滑な国債の発行を実現するため、市場環境や市場のニーズの変化に応じた国債発行計画としていくことを基本として、国債発行当局として今後どのような取組が求められるかを検討する必要がある。

以上の問題意識の下、本研究会では、以下の論点について議論を行った上で次項のとおり整理した。財政健全化に向けた取組を着実に進めることを前提として、国債発行当局においては、各投資家の行動は変化し得るとの認識の下、今後も投資家別の投資行動を分析しつつ、今般の議論を踏まえた上で、市場のニーズ等に基づき必要な取組の検討を進めていくことを期待する。

1. 国債保有の促進

- 我が国の国債市場では国債の年限別に主要な投資家が分かれており、国債発行当局として、投資家別にその投資動向を分析した上で、適切な対応を検討する必要があると考えられる。
- 今後は、財政健全化を着実に進め国債に対する市場の信認を維持することを前提としつつ、国債発行当局として、国内・海外を問わず、幅広い投資家層に国債の保有を促進する努力が一層重要となる中、それぞれの投資主体による国債保有を一層促進するためにどのような取組が考えられるか。

2. 市場の流動性・機能度の維持・向上

- これまでの大規模金融緩和策の下で、国債のセカンダリーマーケットの流動性や機能度が低下したとの指摘がある中、国債発行当局としてどのような対応が考えられるか。

なお、内閣府の中長期試算（令和6年1月）に基づく国債発行額の将来推計（令和15年度まで）によれば、借換債を含む国債発行額は今後も極めて高い水準で推移する見込みとなっている。金利水準が上がる可能性があるとの見通しの下、政府全体、国民全体で問題意識を持つことが重要であり、市場や国際社会における中長期的な財政の持続可能性への信認が失われることのないよう、引き続き、経済の安定的成長の実現に向けた取組を着実に進めつつ、責任ある経済財政運営に努めていく必要がある。

1－1. 銀行（国債保有割合：2012 年末 42.0% → 2023 年末 13.1%）

論点	今後の取組の方向性
● 銀行は、中長期債の主要な投資主体であるが、量的・質的金融緩和の下で金利が低く安定して推移する中、国債保有額を減らしてきた。 ● 今後、金融環境が変化する中、銀行の投資動向はどのように推移していくか。資本等に関する規制やリスク管理の枠組みは、銀行の投資にどのような影響を及ぼすか。 ● 銀行による国債保有の促進のため、国債発行当局としてどのような取組が考えられるか。	● 量的・質的金融緩和以前、銀行は国債の最大の保有者であった。その後国債保有額を縮小してきた経緯があるものの、銀行はALMの観点から国債を保有する構造的なニーズを有しており、今後銀行が国債保有を増やしていく余地は一定程度存在し、銀行が今後の国債の安定消化に果たす役割は大きいと考えられる。 ● ただし、2013 年以降、バーゼルⅢが段階的に実施されるなど、資本等に関する規制やリスク管理の枠組みによる制約がある。 ● したがって、まずは国債発行額の縮減に努めることが前提となるが、国債発行当局として、銀行が各種規制の範囲で国債を支障なく保有することができるよう工夫することが考えられる。従来、国債発行当局は、借換リスクの抑制を重視し、コロナ禍で増加した短期国債の縮減を図るなど、基本的には発行年限の長期化を志向してきた。しかしながら、銀行の国債保有を促進する観点からは、今後は、市場の状況やニーズを踏まえつつ、発行年限の短期化や変動利付国債の発行等、市中に供給する金利リスク量の縮減を図る対応も必要となっていくことが考えられる。 ● ただし、発行年限の短期化や変動利付国債の導入は、国が借換リスク・金利リスクを負うことを意味することから、極力新たな国債保有主体の開拓を図ることが重要ではないかとの意見もあったところ（⇒ 1－3、1－4 参照）。 ● なお、今後の銀行による国債保有を見通す上では、各種規制の動向、日銀当座預金との関係、及び銀行の負債サイドの変化に注目する必要がある。

1－2. 生命保険会社・年金（国債保有割合：2012 年末 生保 15.0%・年金 10.3% → 2023 年末 生保 12.7%・年金 7.0%）

論点	今後の取組の方向性
● 生命保険会社は超長期債の主要な投資主体であり、新規制への対応等のためその投資を増やしてきた。 ● 今後、新規制対応の進展や金融環境が変化する中、生命保険会社の投資動向はどのように推移していくか。 ● 今後、金融環境等が変化する中、年金運用主体の投資にどのような影響があるか。 ● 生命保険会社・年金による国債保有の促進のため、国債発行当局としてどのような取組が考えられるか。	● 生命保険会社の負債の大部分は残存期間が非常に長い保険契約準備金であり、生命保険会社はALMの観点から超長期債を保有する構造的なニーズを有している。したがって、今後も、生命保険会社は超長期債の購入主体として位置付けられる。 ● 国際的に活動する保険グループに対し、2025 年より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（ICS）が導入される予定となっている。生命保険会社は新規制に対応するため、2019 年以降、超長期債への投資を増加させ、負債と資産のデュレーション・ギャップを縮小し、金利リスク量を着実に縮小させてきたと考えられる。 ● 現下の状況をみると、対外証券投資のポジション削減、超長期債の利回り上昇、新規保険契約の増加は、超長期債への投資が増加する要因になるとも考えられる。 ● しかしながら、総じてみれば、規制対応の進捗により、ロールオーバーでの国債購入が中心となっていくことが想定される。また、新規保険契約数が足元で増加してはいるものの、日本の人口動態等の構造的な制約を踏まえれば、中長期的に生命保険会社の国債保有額が大幅に増加していくという展望は見込み難いとも考えられる。 ● これまで国債発行当局は生命保険会社のニーズも踏まえ超長期債の発行額を増額してきたが、実際の投資動向を注視しつつ、超長期債の発行額を調整していく必要がある。 ● 年金は中期から超長期まで幅広い年限の国債に投資する主体である。その中で、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）については、今年度に次期基本ポートフォリオ案の策定が予定されているなど、GPIFを始めとする年金運用主体の運用方針の変化を注視し、必要に応じ適切な対応をとることが必要である。

1－3．個人投資家等（国債保有割合：2012 年末 2.4% → 2023 年末 1.1%）

論点	今後の取組の方向性
● 国債保有者層の多様化を図る観点から、国債の安定的な保有主体として個人による国債保有を促進してきたが、金利が低く安定して推移する中では伸び悩みが見られる。今後、金融環境が変化する中、個人の投資動向はどのように推移していくか。 ● 新NISAや「貯蓄から投資へ」の動きが、国債管理政策にどのような影響を及ぼすか。 ● 個人と同様に国債の安定的な保有主体として法人（非営利法人等）が挙げられるが、国債保有の一層の促進策として、どのような取組が考えられるか。	● 日本では、従来、個人の資金の大半が預貯金（円建て）に預けられていたが、今後は、「貯蓄から投資へ」の流れの中で、個人の預貯金の減少を通じ金融機関等による国債投資に影響が生じ得る。また、機関投資家による国債保有の増加には制約があると見込まれる。さらに、機関投資家以外の多様な投資家が国債を保有することは、市場の状況が変化した場合に取引が一方的に流れることを防ぎ、市場を安定させる効果もあると考えられ、今後の債務管理政策上、国債の安定的な保有主体として期待される個人等が国債の保有を増やしていくことは重要である。 ● 「金利のある世界」では国債の魅力が預貯金に比して高まることとなる。そして、「貯蓄から投資へ」の流れがある中、国民の安定的な資産形成の観点からは、リスク資産の株式だけではなく、安全資産の国債を取り入れつつ、プラスの利回りが確保できるようなポートフォリオを組むことが重要である。投資信託への組込みを含め、いかに購入障壁の低い販売チャネルを整備し、個人が国債を購入する際の利便性を高めていくかも重要である。 ● 中長期的には預金代替ではなく運用ニーズに基づく国債への投資が想定される。その際の個人投資家のニーズと国債発行当局としての必要性を踏まえ、国債の商品性の拡充を検討することが望ましい。なお、他国では、商品性が工夫された個人向け国債や税制優遇措置の適用など、様々な購入促進策が講じられており、そのような他国の事例も踏まえ今後の取組を考えていく必要がある。 ● 運用余地のある余剰資金を抱え、国債を安定的に保有することが期待される主体として、非営利法人や個人経営的な未上場法人等も考えられる。このような層の中には元本保証のない金融商品への投資を避ける傾向がある主体も存在し、こうした投資ニーズに合った商品性の国債があれば、国債保有の促進につながると考えられる。 ● なお、個人向け国債や国債が組み入れられた投資信託への投資は、個人の資金が銀行を経由せず政府へ向かうこととなる。結果として、受取利息と支払利息の金利差で利益を上げていた従来の銀行経営の革新が促されることも期待される。

1－4. 海外投資家（国債保有割合：2012 年末 8.7% → 2023 年末 13.5%）

論点	今後の取組の方向性
● 国債保有者層の多様化を図る観点から、当局として、海外投資家の保有促進に取り組んできた。 今後、金融環境が変化する中、海外投資家の投資動向はどのように推移していくか。 ● 海外 I R にどのような方針で取り組んでいくべきか。 ● 海外投資家による国債保有の促進のため、国債発行当局としてどのような取組が考えられるか。	● 経常収支黒字が中期的には縮小する見通しの下、今後、仮により多くの国債の消化を海外投資家に依存することとなれば、日本の経済・財政運営が海外投資家を含め市場からどのように見られているかを一層意識する必要がある、国債の格付けの維持・向上を含め、国債に対する市場の信認を維持することの重要性も高まる。 ● 海外投資家については、流通市場で日本国債の売買を活発に行う傾向があることから、多様な海外投資家が参加しやすい環境作りに取り組むことが重要である。例えば、海外ヘッジファンドは国債を安定的に保有する主体ではないものの、昨今では流動性のサプライヤーとしてのプレゼンスが高まっている。幅広い海外投資家とコミュニケーションを積極的に取っていくことが重要である。 ● こうした中で、海外 I R の重要性も高まると考えられる。G X 経済移行債を含め、今後の海外 I R については、従来の取組の中心となっている海外投資家の個別訪問に限らずオンラインセミナーも活用することや、官民連携して実施することなど、効果的・効率的に I R を行っていくことが求められる。

（注） 1－1 から 1－4 における「国債保有割合」の出所は日本銀行「資金循環統計」。

なお、国債には国庫短期証券（T-Bill）を含む。

2. 市場の流動性・機能度の維持・向上

論点	今後の取組の方向性
● これまでの大規模金融緩和策の下で、国債のセカンダリーマーケットの流動性や機能度が低下したとの指摘がある中、国債発行当局としてどのような対応が考えられるか。	● タイミングや金額を選ばずに適正な価格で現金化できることが安全資産としての国債の魅力の根源であり、安定的な調達や発行条件の観点から発行体としても国債市場の流動性に目を向ける必要がある。足元、国債の売買高は大規模金融緩和以前と比べ遜色ない水準に回復しているが、発行残高比（回転率）では、依然として低位で推移している。また、日本銀行が実施する「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。国債市場の流動性については海外投資家も注目しており、海外投資家の参加を促す上でも流動性の維持・向上は重要である。 ● 足元の国債マーケットはゾーンによって流動性の程度が異なっている。国債発行当局は、個別銘柄の需給の状況によってイールドカーブに歪みが生じないように、レポ市場を含め市場の状況を注視しつつ、流動性供給入札を活用し市場に流動性を供給していく必要がある。 ● 日本銀行の保有比率が9割近くに上る銘柄について、今後数年以内に、当該銘柄が国債先物取引の受渡適格銘柄の最割安銘柄となることが想定される。国債先物取引は、国債取引のリスクをヘッジする目的で利用されるなど国債市場において重要な役割を担っており、国債発行当局は、国債先物取引が円滑に機能するよう、受渡適格銘柄の流動性に留意すべきである。 (注) 先物の売り手は決済日に残存7～11年の受渡適格銘柄から任意の銘柄を受け渡すことが可能だが、このうち受渡価格が最も低い銘柄を最割安銘柄と呼ぶ。 ● さらに、物価連動債など市場流動性に課題のある銘柄については、売買が少なくなること取引が成立せず、投資家にとって売りたいときに売れないリスクがある。そこで、既に行われているように買入消却を活用し、定期的かつ予見可能な売却先を担保することにより、発行額を維持しつつ、その流動性を向上させることも有益である。 ● 一方、中長期的な視点として、市場に大きなショックや一時的な変動が発生した場合に国債発行当局としてどういった対応が可能なのか、他の当局とどのように対応していくのか、あらかじめ十分に備えておくことも重要である。また、金融環境が変化していくことも考えられる中、当局間で必要な情報を共有していくことが重要である。