

# 国債管理政策の現状

# 目次

## 1. 基本的な考え方

## 2. 国債の発行状況と今後の見通し

## 3. 投資家動向

## 4. 国債市場の流動性の状況

# 国債管理政策の基本的目標

- 国債管理政策は、①确实かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を确实に調達するとともに、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という基本的な考え方に基づき運営
- このため、国債発行計画の策定・運用に当たり、「市場との対話」を丁寧を実施し、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

## 市場との対話

### IMF/WB “Guidelines for Public Debt Management”

(2001年3月21日)

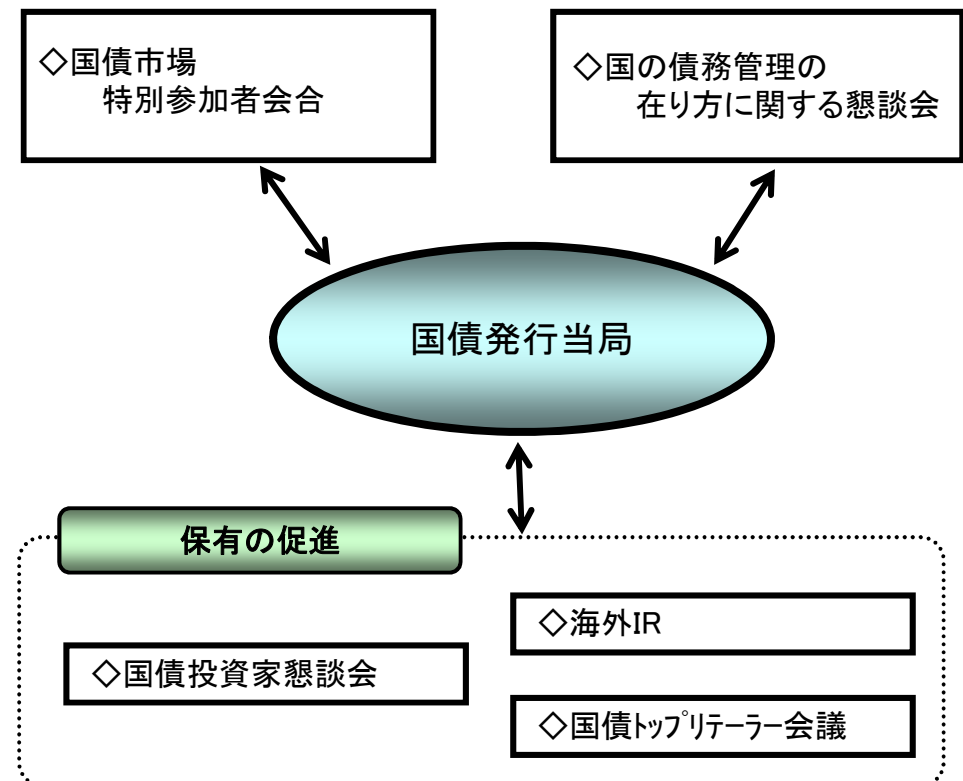
「公的債務管理政策の主たる目的は、必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点からの政府の資金調達コストを最小化すること」

### III. Summary of the Debt Management Guidelines

#### 1. Debt Management Objectives and Coordination

##### 1.1 Objectives

The main objective of public debt management is to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk.



# 中長期的な需要に即した発行

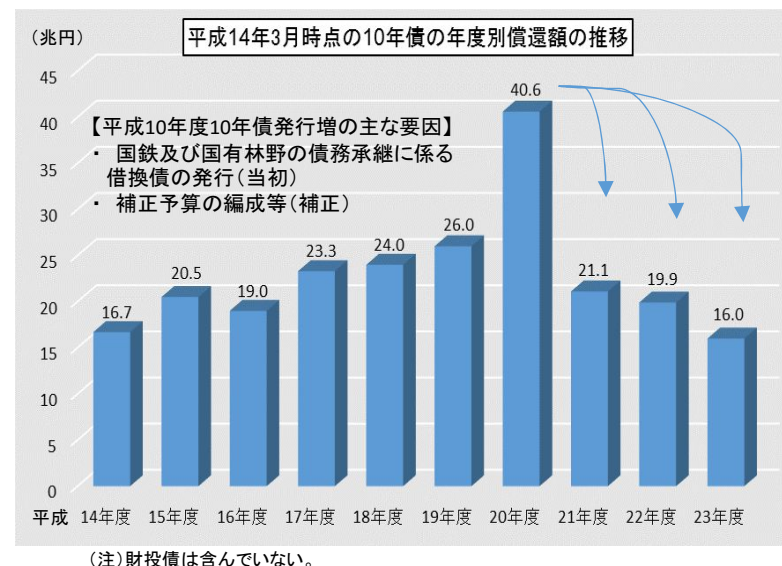
- 市場ニーズの変化に対応した国債管理政策とすることは重要であるが、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある。
- また、年度間で、特定年限の発行額を大きく変動させたり、発行を一時取りやめたりした場合、以下のような事態が生じるおそれもある。
  - ① 連動して、満期時の償還額も大きく変動することになり、結果として償還時における国債の需給環境が不安定化(参考1)
  - ② 発行後に需給環境が大きく変化した等の場合において、オフザラン銘柄間の需給バランスが崩れ、イールド・カーブにゆがみが発生(参考2)
- 今後とも大量の国債発行が見込まれる状況において、「確実かつ円滑な国債発行」と「中長期的な調達コストの抑制」を実現するには、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

## (参考1) 「平成20年度問題」の発生と対応

例えば、平成10年度の10年債の発行額が、補正予算の編成に伴って急増したこと等を背景に、平成20年度の償還見込額が急増する、いわゆる「平成20年度問題」が生じた。このため、後年度に、買入消却の実施等の対応が迫られることになった。

## (参考2) 米国・長期国債先物の受渡適格銘柄に係る懸念

- ・ 米国では、2001年から5年間、財政状況の改善により、30年債による資金調達の必要性が薄れたことから、30年債の発行を停止。
- ・ その結果、2015年～2020年の約5年間、長期国債先物のチーペスト銘柄が特定1銘柄（2036年2月償還）に固定化される可能性。
- ・ チーペスト銘柄は、各種取引のヘッジ手段として多用されるため、需給逼迫等による市場のゆがみが懸念されている。



## (参考)海外当局の対応(例)

- 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)を債務管理の目標として掲げるなど、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。

### OECD “sovereign borrowing outlook 2014” (2014年3月28日)

「多くの債務管理当局は、国債発行についてより柔軟で機会主義的となった。この変化は理解できるが、リスクを孕んでいる。発行計画の予見可能性は低下し (less predictable) 、このことは長期的には望ましいものではない。したがって、出口に向けて、債務管理当局はより機会主義的でない発行に回帰する必要がある。透明性の高い債務管理の枠組み (transparent debt management framework) と綿密な市場との対話は、調達コストを不必要に増大させる市場のノイズを削減する手助けとなる。」

### スウェーデン “Basis for evaluation central government debt management 2016”

「魅力的な国債市場構築のためには、国債は透明性と予見可能性 (transparency and predictability) をもって管理される必要がある。」

### 米国財務省 “Debt Management Overview and Quarterly Refunding Process”

「米財務省の債務管理の第一目標は、政府の借り入れ需要を長期的な最小コストで調達することである。米財務省は、当該目標達成のため、定期的かつ予見可能な方法で入札を実施し、財務省の意思決定過程の透明性を確保し、継続的に入札過程の改善に取り組むことが最善と考える。」

### ダリーブ・シン 米財務省次官補代行の講演要旨 (2016年12月6日)

米財務省は、従来から、納税者の「調達コスト最小化 (minimum cost)」を基本理念に国債管理政策を運営。これに加え、1970年代に「定期的かつ予見可能な発行 (regular and predictable issuance)」を採用。「定期的かつ予見可能な発行」は、国債投資のリスクを減らすことを通じて、最終的には「調達コストの最小化」に繋がるもの。

### カナダ “Debt Management Strategy for 2017-2018”

「流動的且つ十分に機能するカナダ国債市場をサポートするため、政府は、透明かつ定期的な (transparency and regularity) 発行を確保するよう努める。」

# 目次

1. 基本的な考え方

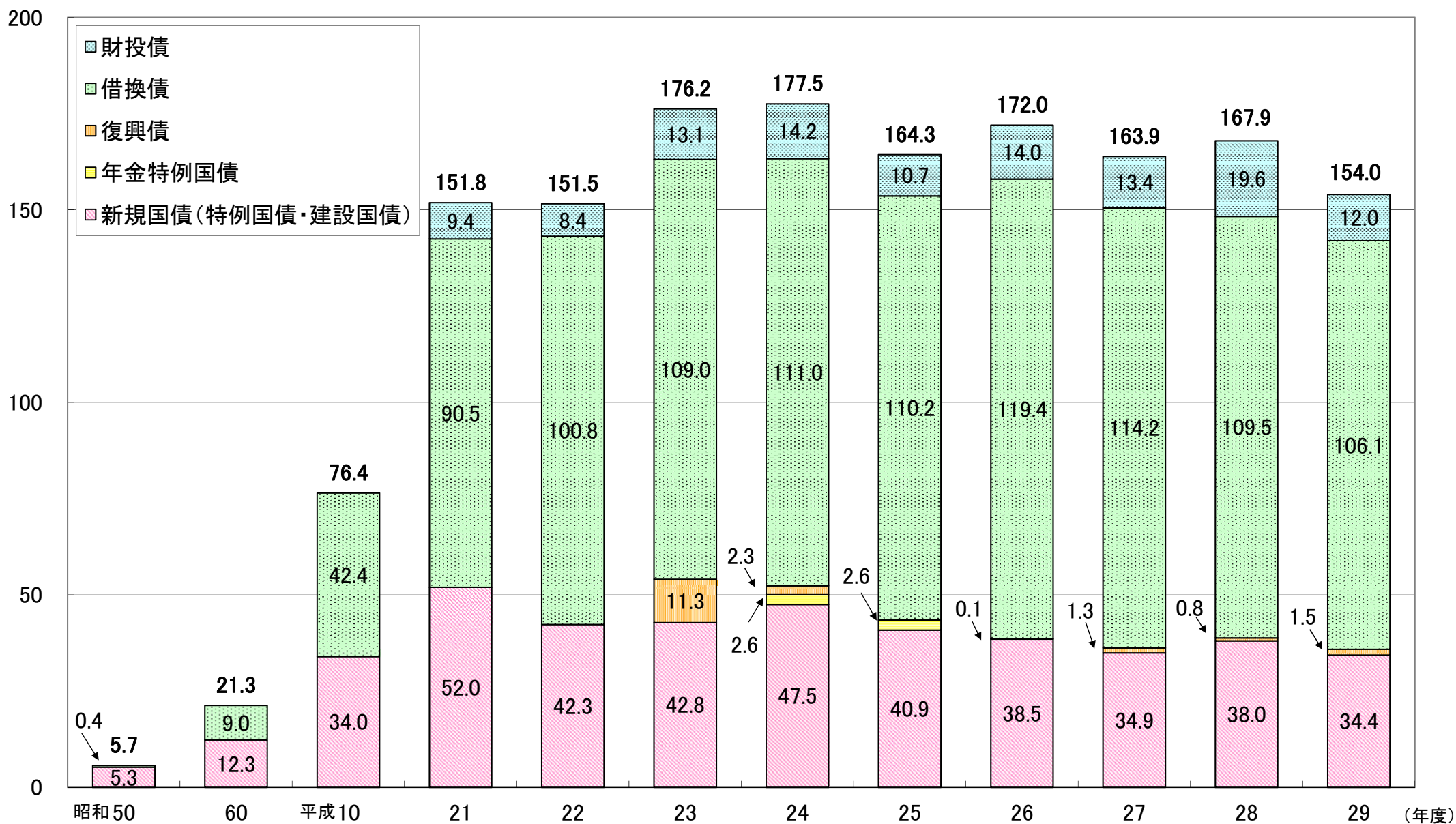
2. 国債の発行状況と今後の見通し

3. 投資家動向

4. 国債市場の流動性の状況

# 国債発行総額の推移

(兆円)



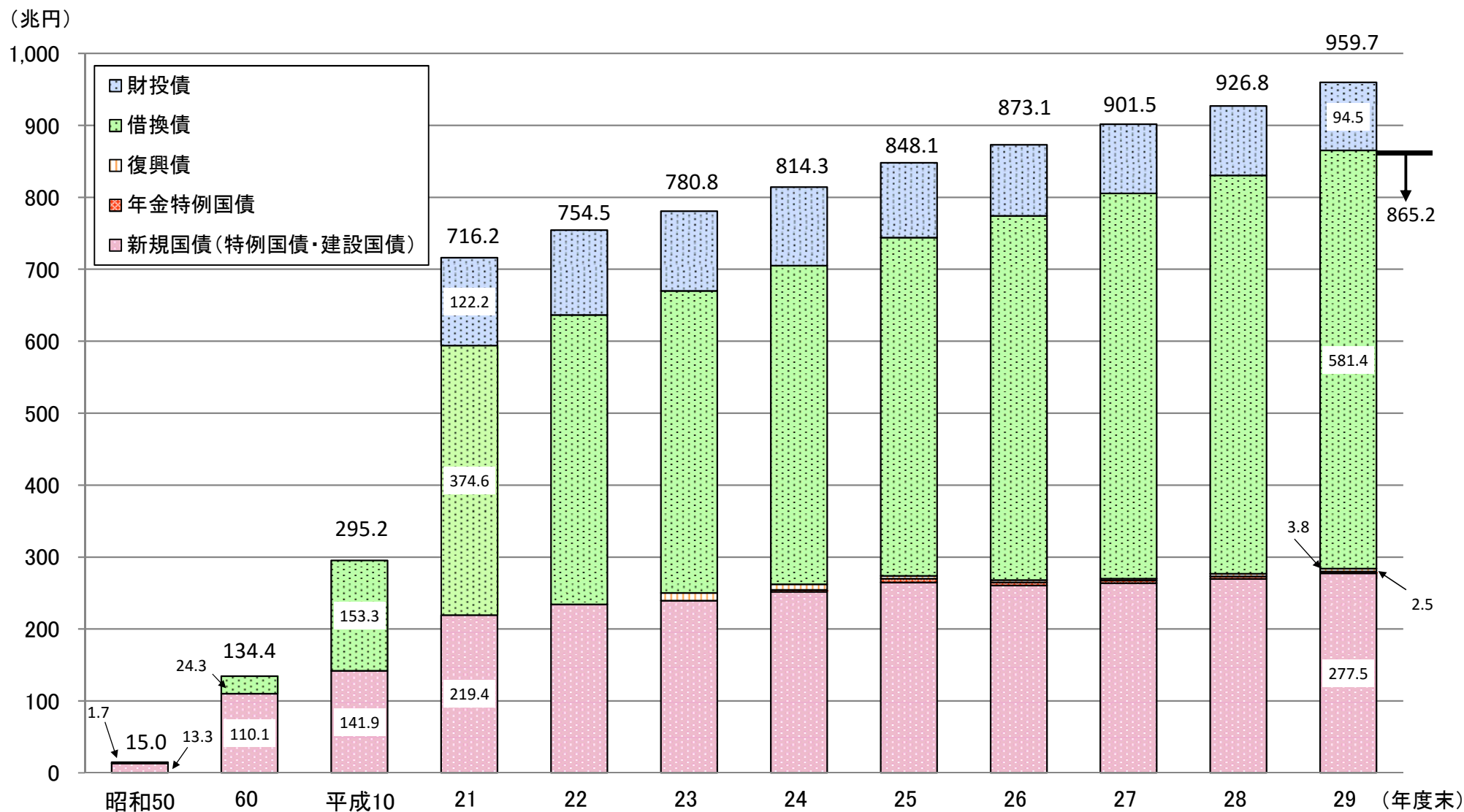
(注1) 平成28年度までは実績、平成29年度は当初予算ベース。

(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。

(当初)



# 国債発行残高の推移



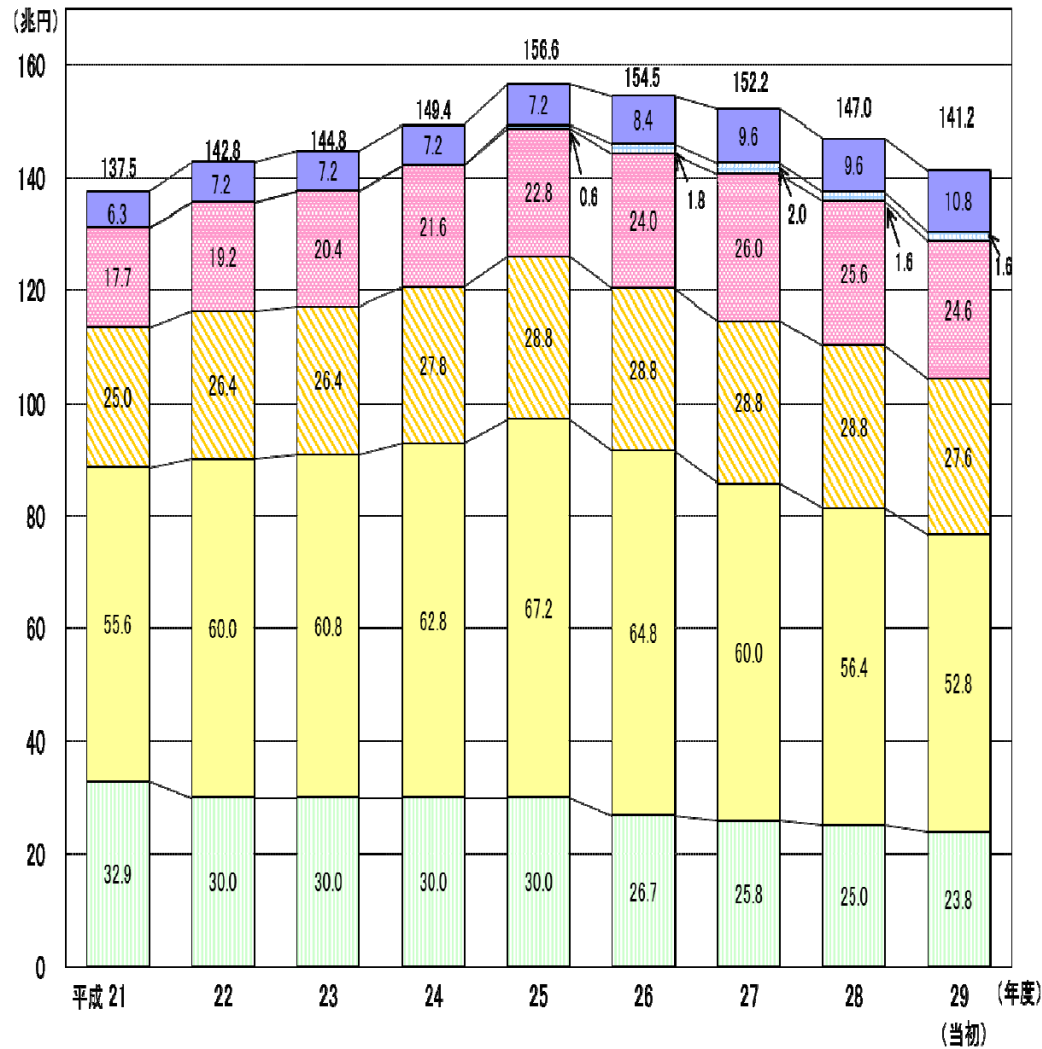
(注1) 平成28年度末までは実績、平成29年度末は当初予算ベース(前倒債56兆円を含む)。

(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。

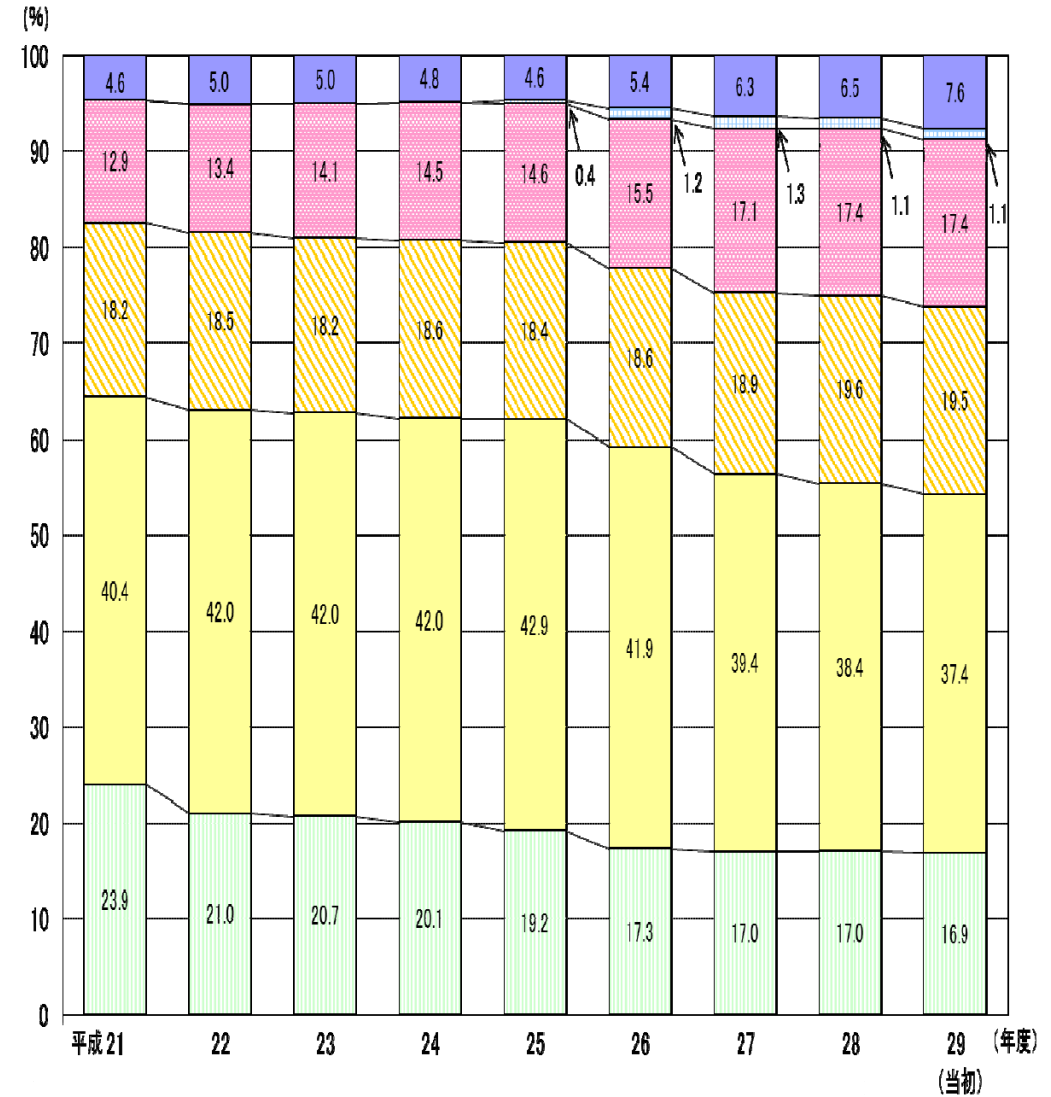


# 銘柄別のカレンダーベース市中発行額と構成割合の推移

## 市中発行額



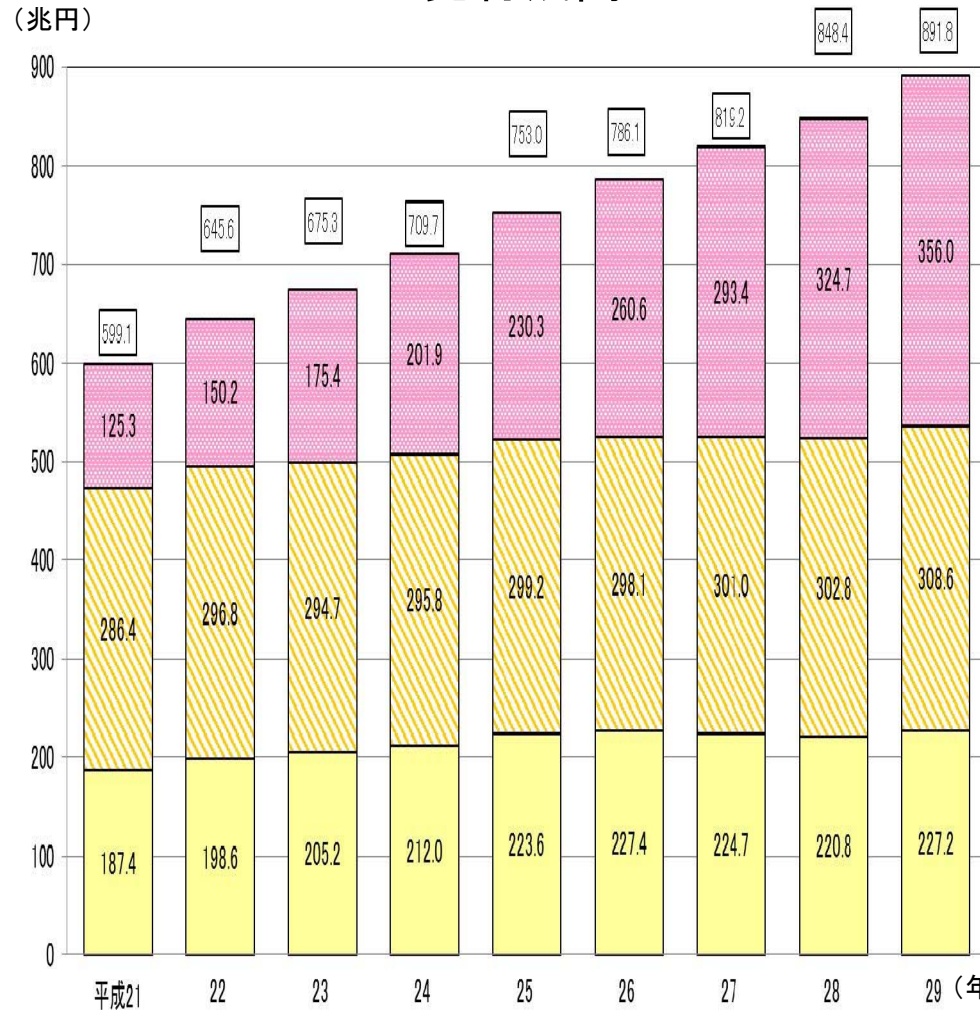
## 構成割合



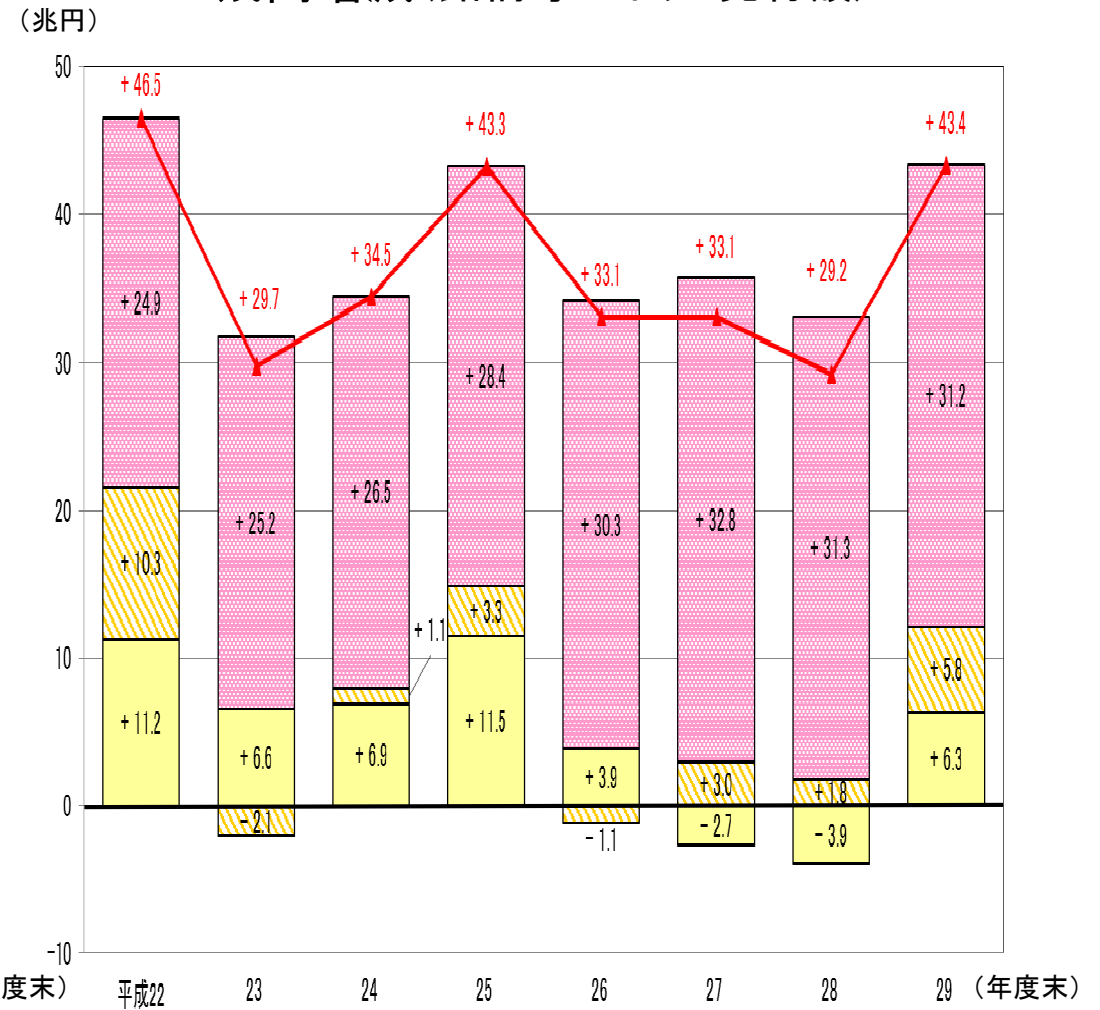
■ 流動性供給入札   
 ■ 物価連動債   
 ■ 超長期債 (10年超)   
 ■ 長期債 (10年)   
 ■ 中期債 (2、5年)   
 ■ 短期債 (1年以下)

# 銘柄別の国債発行残高の推移

## 発行残高



## 残高増減(銘柄毎のネット発行額)



■ 超長期債 (10年超)
 ■ 長期債 (10年)
 ■ 中期債 (2、5年)

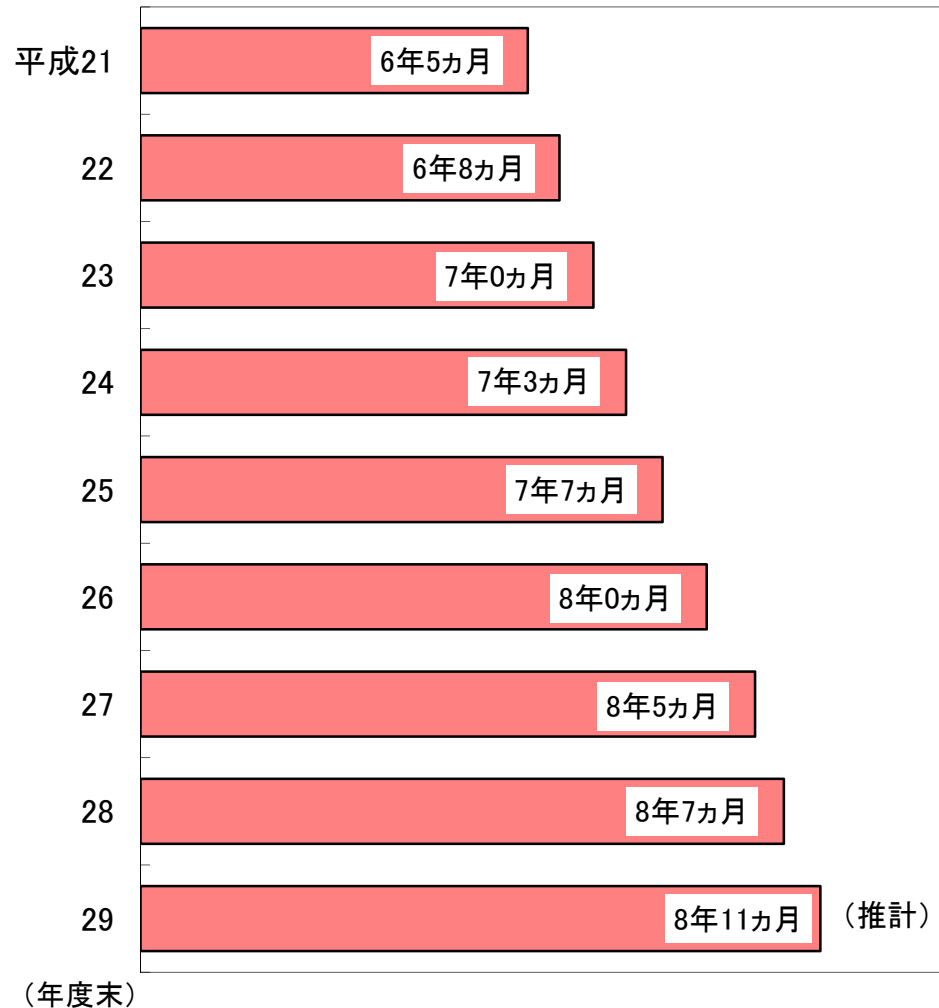
(注1) 平成28年度までは実績、平成29年度は当初予算ベース(前倒債56兆円を含む)。

(注2) 発行残高は、まだ償還を迎えていない固定利付債(2年債～40年債)の発行残高の推移であり、残存期間別の推移ではない。

(注3) 計数ごとに四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。

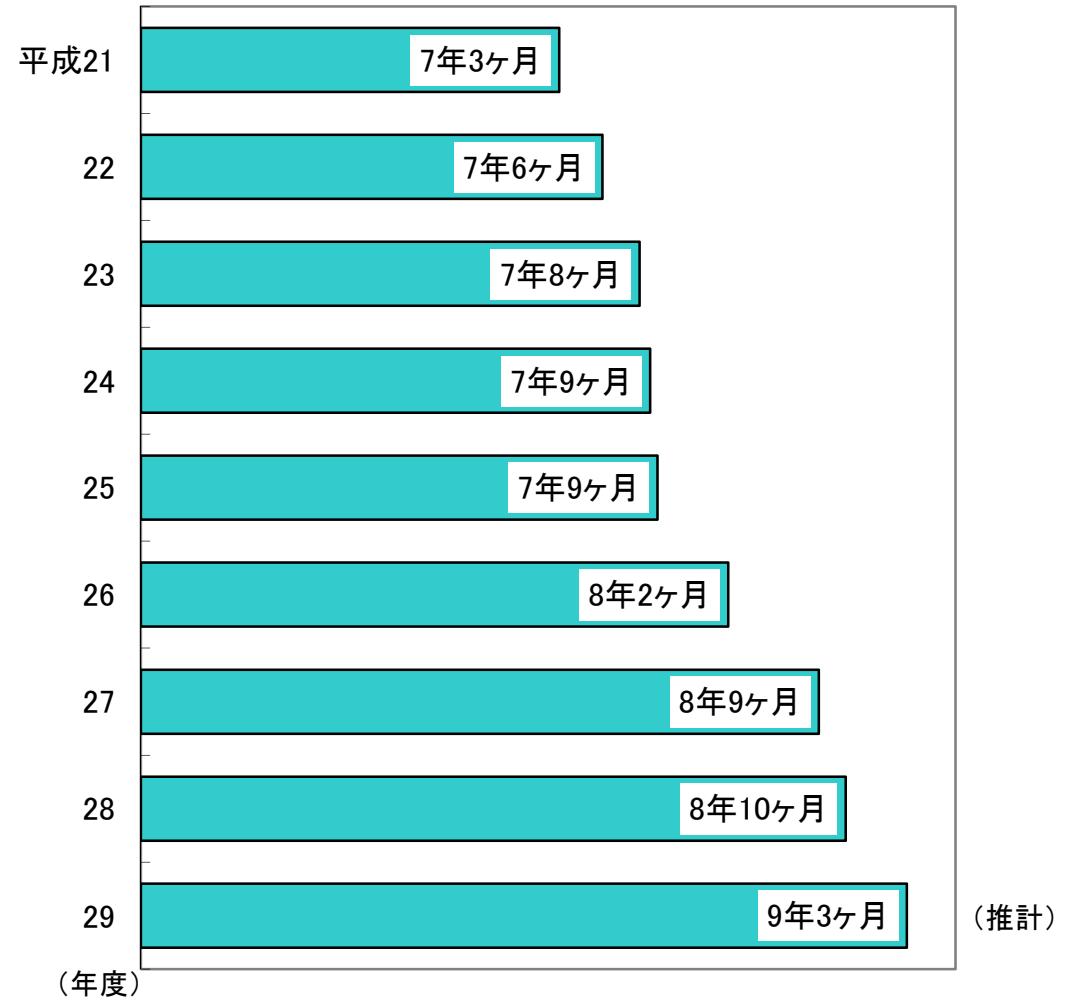
# 日本国債の平均償還年限

## 発行残高ベース(ストック)



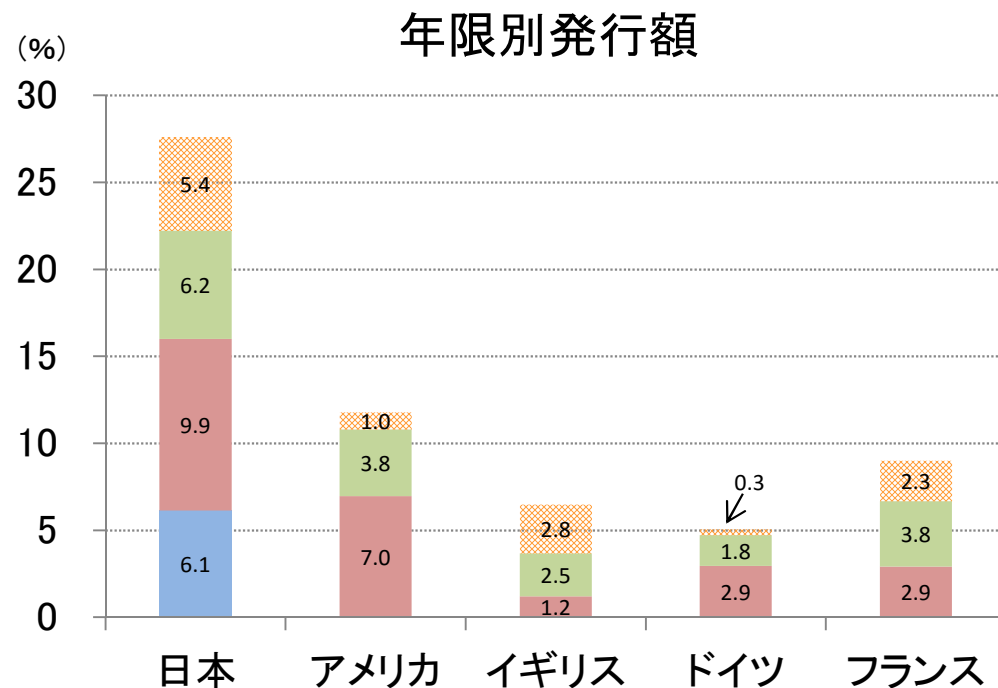
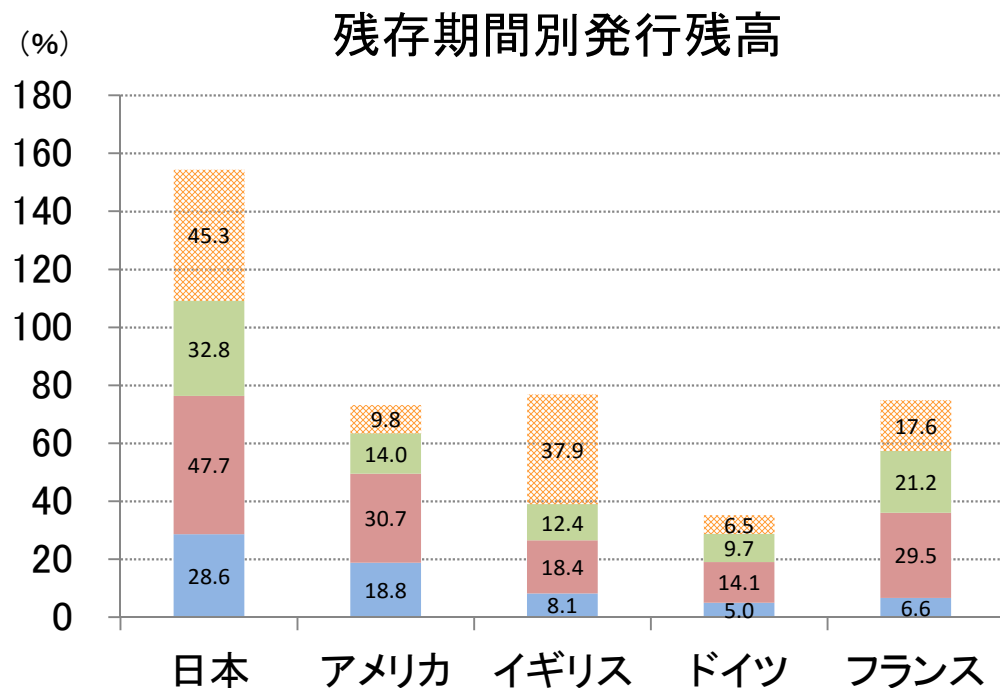
(注) 平成29年度は、平成29年度計画分(前倒債56兆円を含む)を加算して推計。

## カレンダーベース(フロー)



(注) 平成29年度は、平成29年度国債発行計画に基づき推計。

# 国債の残存期間別・年限別で見た諸外国比較



超長期債割合(対発行残高)	29.3% [29.3%]	13.3% [11.4%]	49.3% [33.7%]	18.5% [17.3%]	23.5% [19.4%]
---------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

超長期債割合(対国債発行額)	19.4% [19.4%]	8.4% [7.4%]	43.5% [19.7%]	6.9% [5.6%]	25.9% [22.7%]
----------------	------------------	----------------	------------------	----------------	------------------

(出所) 各国債務管理当局HP等から財務省が試算

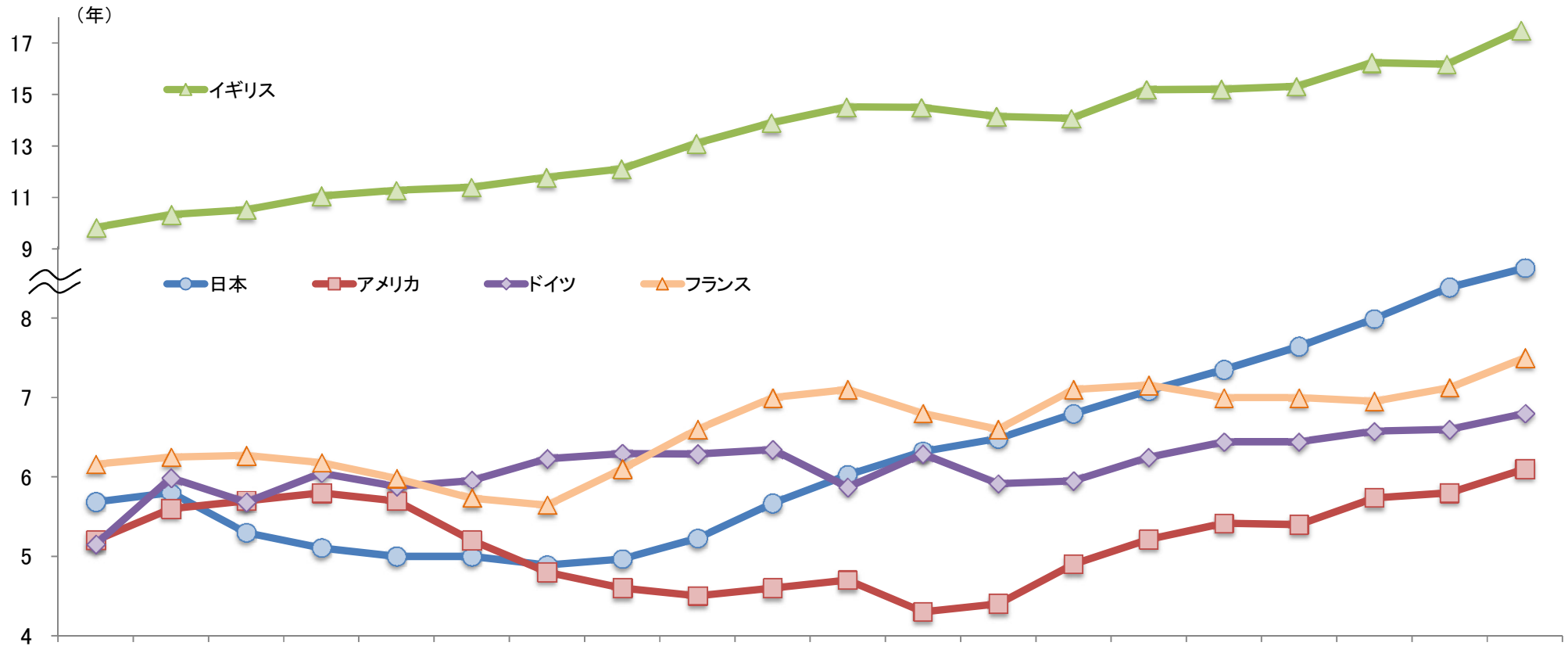
(注1) 超長期債は10年超。日本は普通国債ベースであり、財投債は含まれない。諸外国は市場性国債ベース。残存期間別発行残高は2017年3月末時点、年限別発行額は2016年度時点。

(注2) 超長期債の割合について、日本は、分母に割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)は含まない。諸外国の残存期間別残高は分母に短期債(1年以下)を含み、年限別発行額は短期債を含まない。

(注3) [ ]は物価連動債除きの割合(残存期間別発行額は2017年3月末時点、年限別発行額は2016年度時点)。

(注4) 物価連動債が発行残高に占める割合は、日本0.9%、アメリカ9.1%、イギリス20.5%、ドイツ6.3%、フランス12.2%(2017年3月末)。

## 諸外国の平均償還年限(ストックベース)

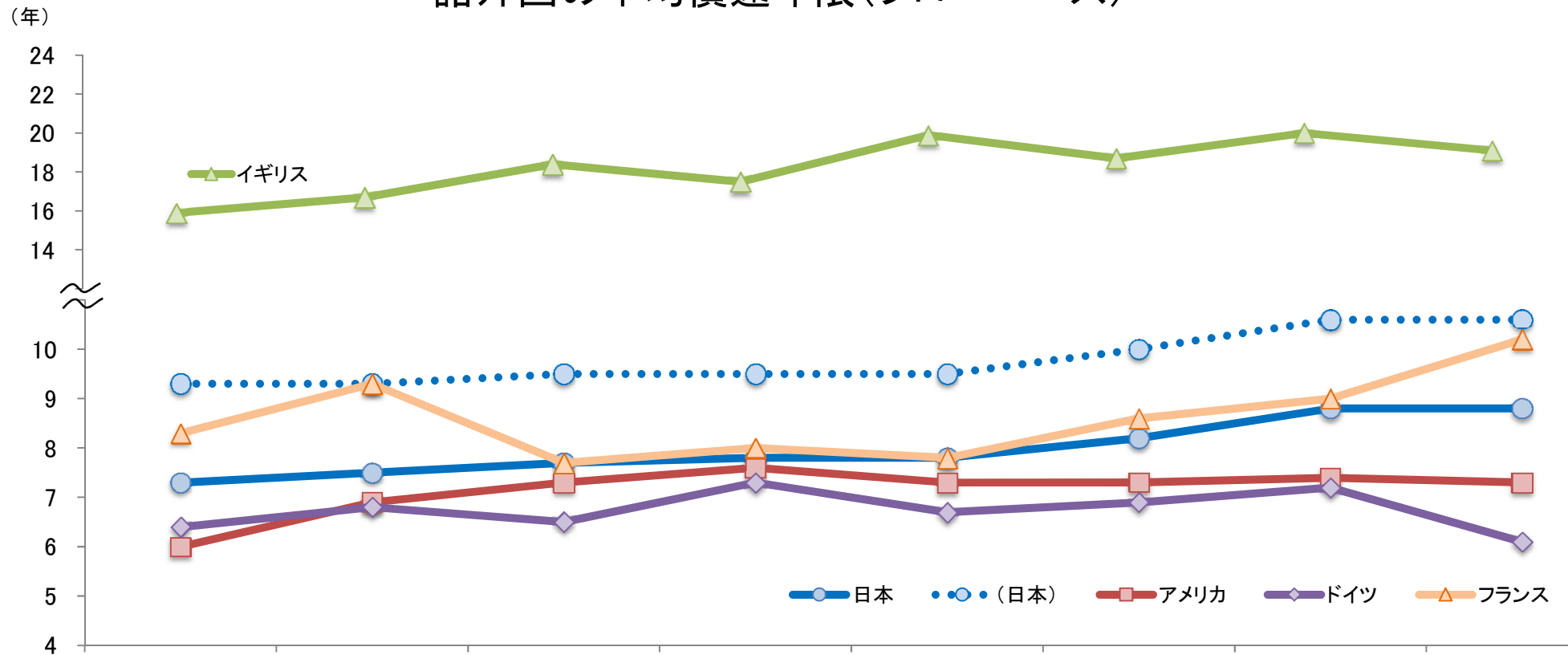


年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
日本	5.7	5.8	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0	5.2	5.7	6.0	6.3	6.5	6.8	7.1	7.4	7.6	8.0	8.4	8.6
アメリカ	5.2	5.6	5.7	5.8	5.7	5.2	4.8	4.6	4.5	4.6	4.7	4.3	4.4	4.9	5.2	5.4	5.4	5.7	5.8	6.1
イギリス	9.8	10.3	10.5	11.1	11.3	11.4	11.8	12.1	13.1	13.9	14.5	14.5	14.2	14.1	15.2	15.2	15.3	16.2	16.2	17.5
ドイツ	5.2	6.0	5.7	6.1	5.9	6.0	6.2	6.3	6.3	6.3	5.9	6.3	5.9	6.0	6.2	6.4	6.4	6.6	6.6	6.8
フランス	6.2	6.3	6.3	6.2	6.0	5.7	5.6	6.1	6.6	7.0	7.1	6.8	6.6	7.1	7.2	7.0	7.0	7.0	7.1	7.5

(出所) OECD、各国債務管理当局HPから財務省が試算

(注) 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)は含まれない。諸外国は短期債(1年以下)を含む。

## 諸外国の平均償還年限(フローベース)



年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
日本	7.3	7.5	7.7	7.8	7.8	8.2	8.8	8.8
(日本)	(8.8)	(9.2)	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.8)	(10.3)	(10.5)
アメリカ	6.0	6.9	7.3	7.6	7.3	7.3	7.4	7.3
イギリス	15.9	16.7	18.4	17.5	19.9	18.7	20.0	19.1
ドイツ	6.4	6.8	6.5	7.3	6.7	6.9	7.2	6.1
フランス	8.3	9.3	7.7	8.0	7.8	8.6	9.0	10.2

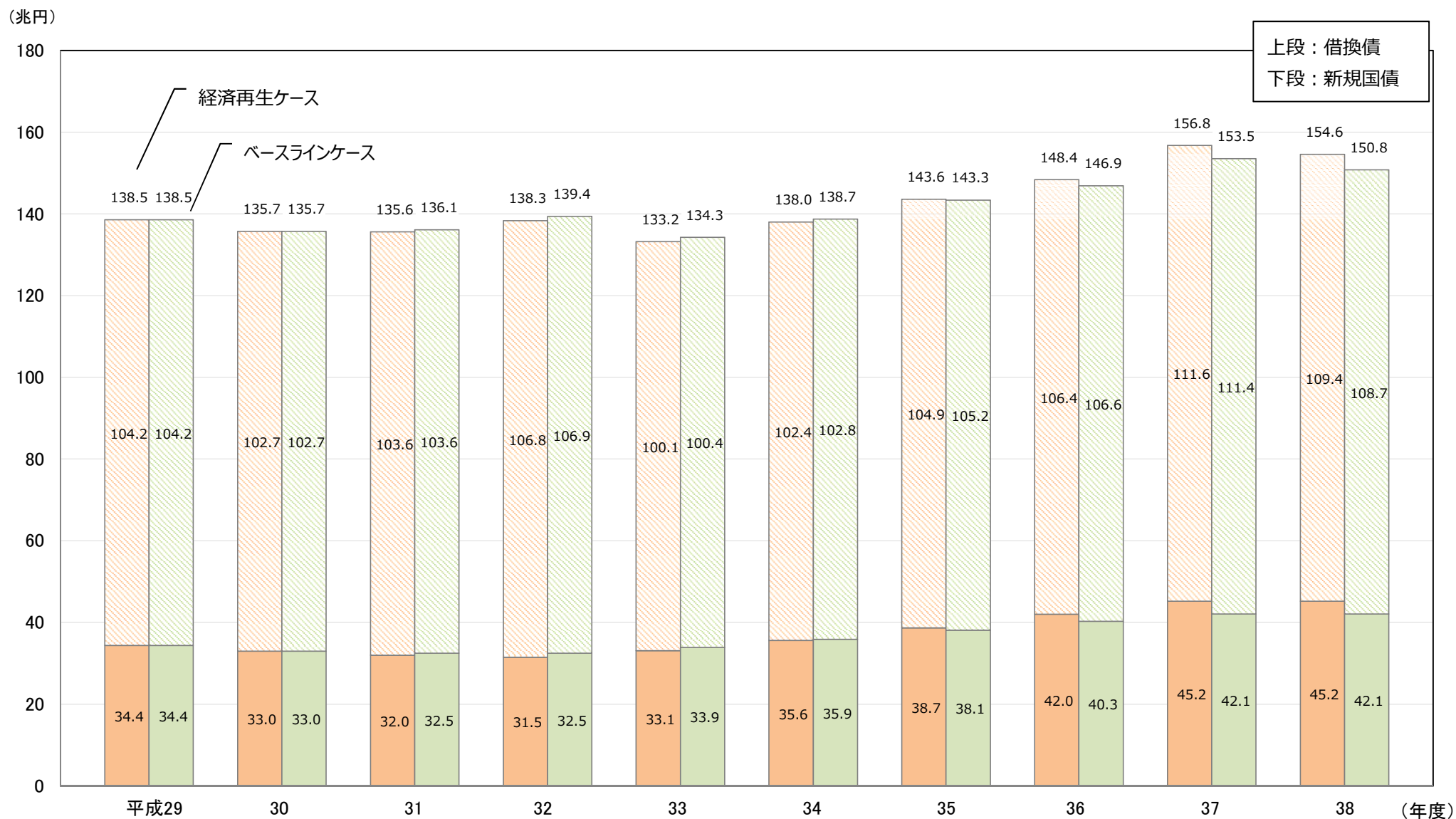
(出所) 各国債務管理当局HPから財務省が試算

(注1) 日本はカレンダーベース発行分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)は含まれない。諸外国は短期債(1年以下)を含まない。

(注2) 「(日本)」は、割引短期国債(TB)を除いて、諸外国とベースを合わせたもの。



# 内閣府中長期試算に基づく国債発行額(財投債及び復興債を除く)の将来推計



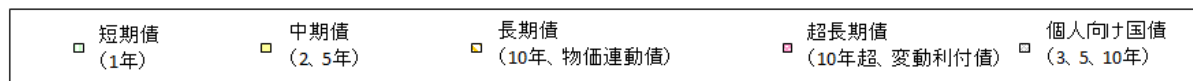
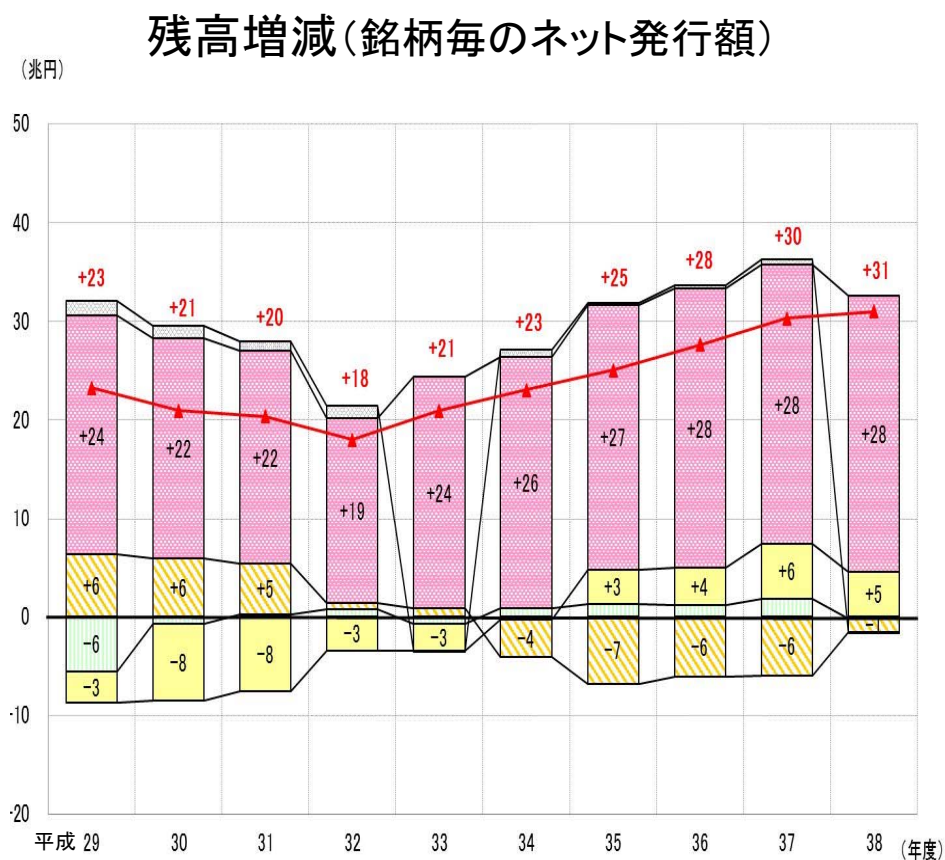
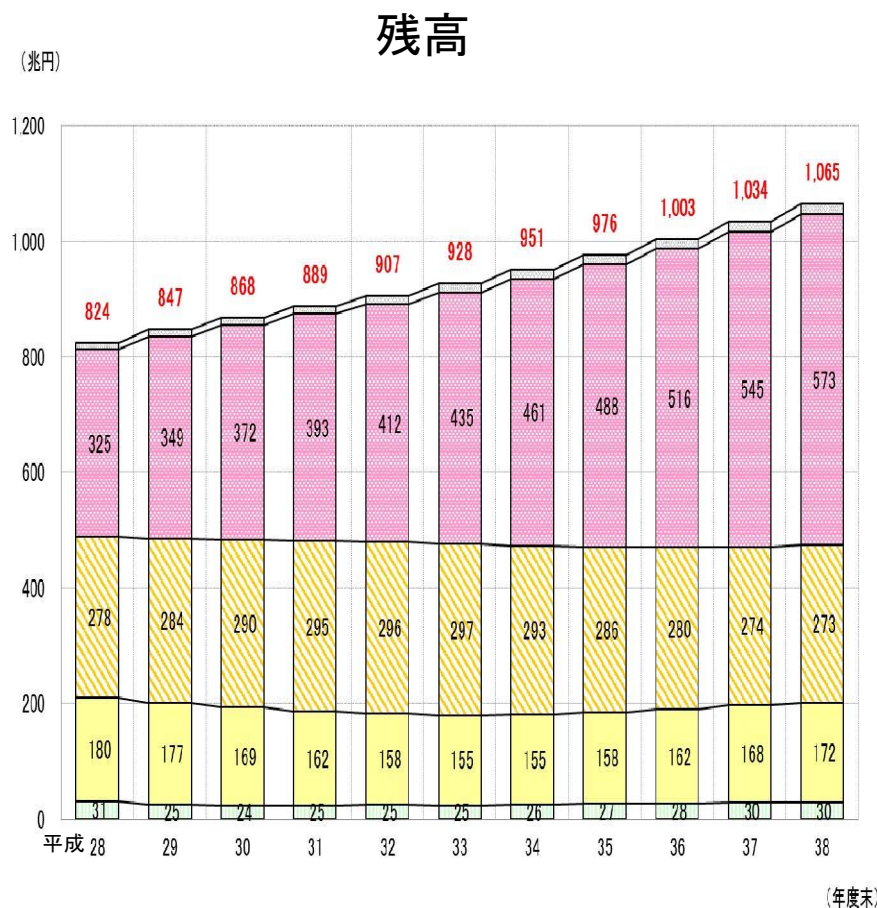
[前提]

- ・新規国債：内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成29年7月)」の「経済再生ケース」・「ベースラインケース」の計数を使用。
- ・借換債：平成29年度は国債発行計画(当初)、平成30年度は概算要求の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。平成31年度以降は、平成28年度末の普通国債の償還予定をベースに、平成29年度計画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、財務省理財局において試算。前倒債の発行額は、平成29年度計画ベースの見込額を使用。

(注) 平成30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、平成29年度計画と同一額で推移すると仮定。



# 銘柄別の国債発行残高(財投債及び復興債を除く)の将来推計



## 〔前提〕

- ・新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成29年7月)」の「経済再生ケース」の計数を使用。
- ・借換債 : 平成28年度末の普通国債(復興債を除く)の償還予定をベースに、平成29年度は国債発行計画(当初)、平成30年度以降は、平成29年度計画と同一の年限構成割合(注1)で発行額が推移するものとして、財務省理財局において試算。前倒債の発行額は、平成29年度計画ベースの見込額を使用。

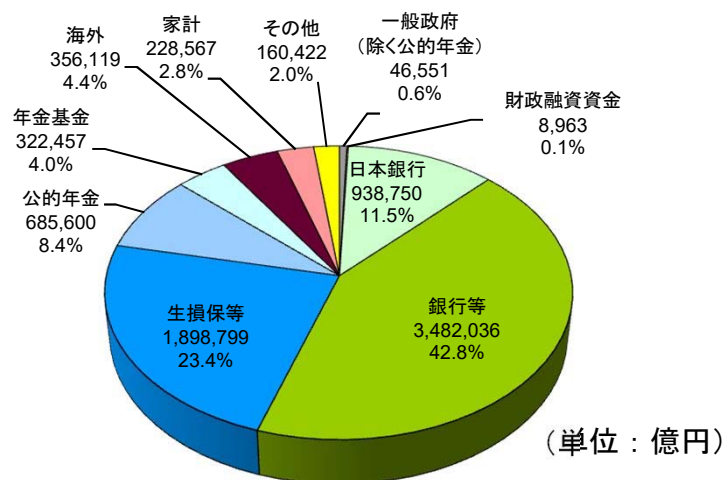
(注1) 平成30年度以降の流動性供給入札の実施額及びゾーンごとの配分額は、平成29年度計画と同一額で推移すると仮定。

(注2) 上記〔前提〕に基づき、推計した普通国債(復興債を除く)の発行残高(額面)の推移。具体的には、短期(1年割引短期国債)、中期(2・5年債)、長期(10年債・物価連動債)、超長期(変動利付債・20・30・40年債)を対象としており、2・5・10・20・30・40年債には、流動性供給入札分を含む。

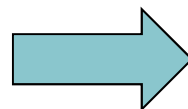
# 目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
- 3. 投資家動向**
4. 国債市場の流動性の状況

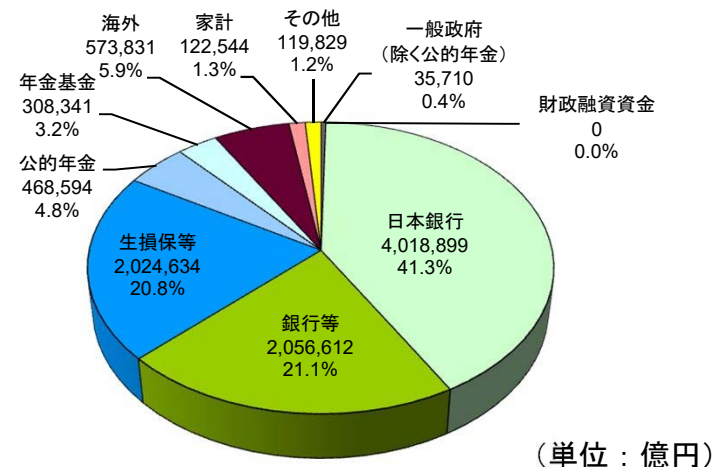
# 国債(T-Billを除く)の保有者別内訳の変化 (平成25年3月末(確報)→平成29年6月末(速報))



合計 812兆8,264億円

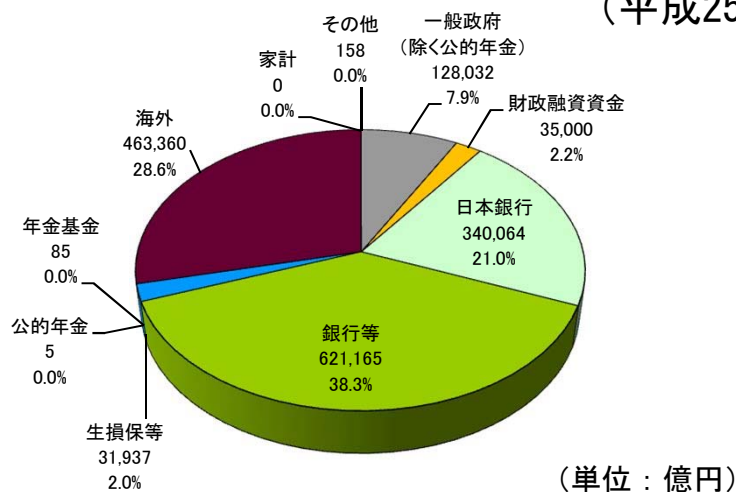


**保有額の増加**  
 - 日本銀行 +308.0兆円  
 - 海外 +21.8兆円  
**保有額の減少**  
 - 銀行等 ▲142.5兆円  
 - 公的年金 ▲21.7兆円

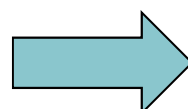


合計 972兆8,994億円

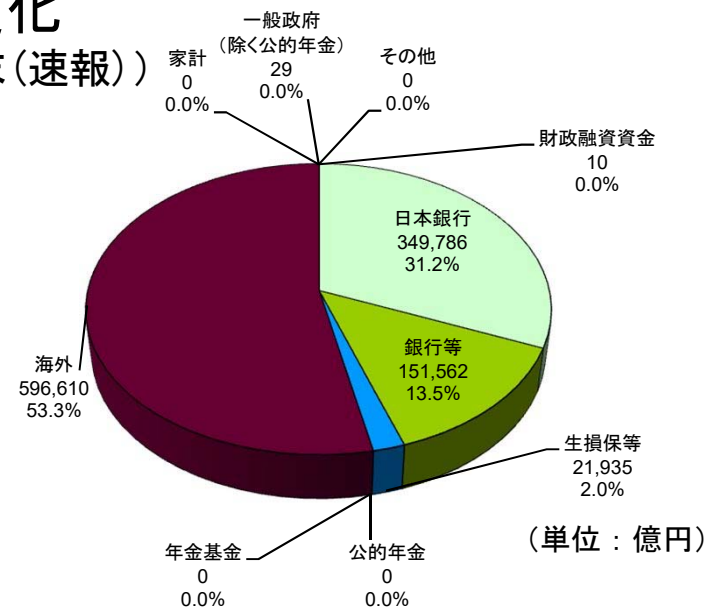
## T-Billの保有者別内訳の変化 (平成25年3月末(確報)→平成29年6月末(速報))



合計 161兆9,806億円



**保有額の増加**  
 - 日本銀行 +1.0兆円  
 - 海外 +13.3兆円  
**保有額の減少**  
 - 銀行等 ▲47.0兆円



合計 111兆9,932億円

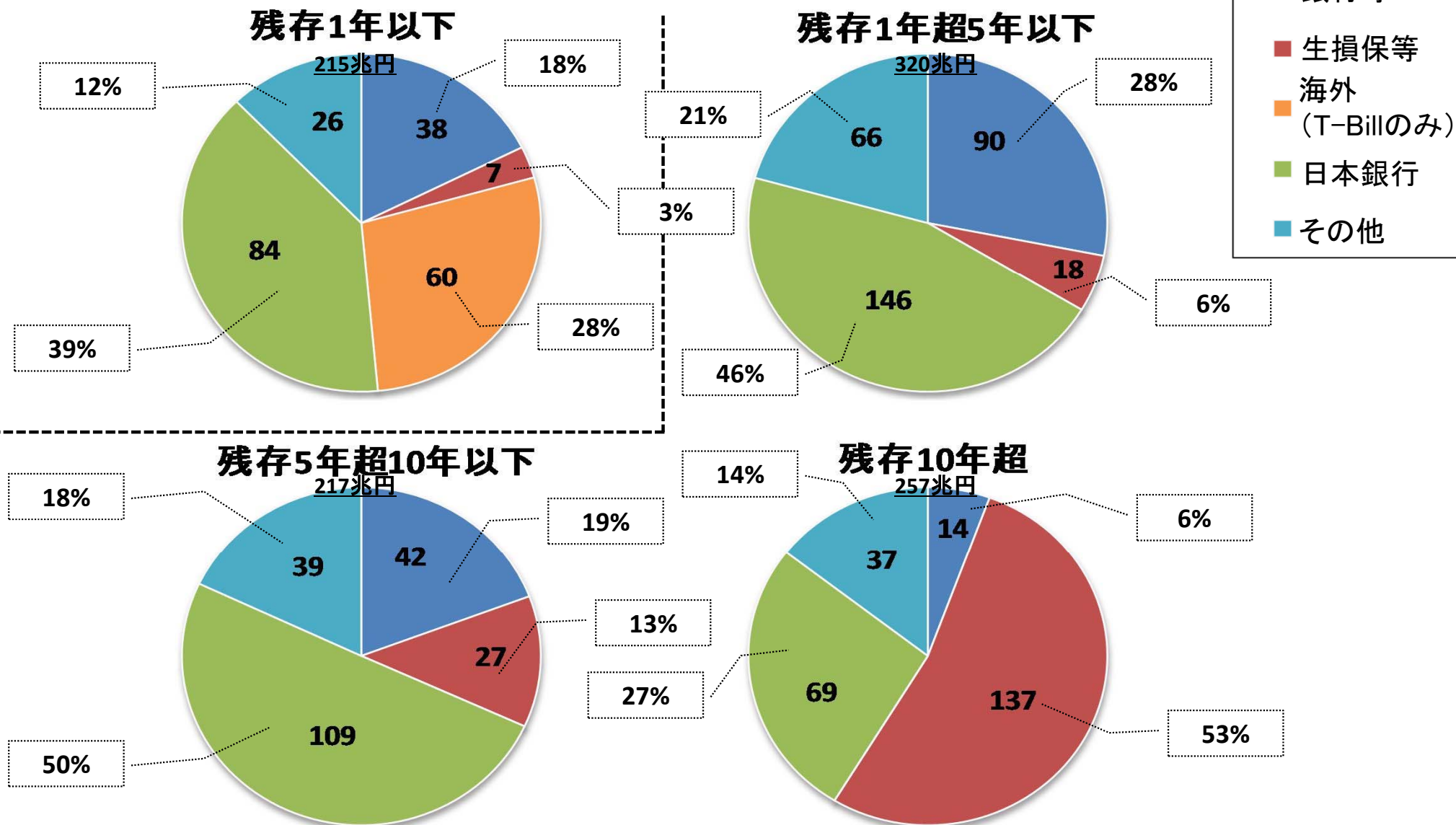
出所: 日本銀行「資金循環統計」

(注1)「国債」は「財投債」を含む。

(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」は「かんぽ生命」を含む。

# 国債の所有者別内訳(残存期間別) ＜平成28年度末＞



(出所) 財務省、「資金循環統計」、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」及び「日本銀行勘定」、各社ディスクロージャー誌

(注1)「銀行等」は、都市銀行等(都市銀行・新生銀行・あおぞら銀行・信託銀行)、地方銀行、第二地方銀行、ゆうちょ銀行、系統金融(農林中金・JA信連・信金中金・商工中金・全信組連・労金連)。

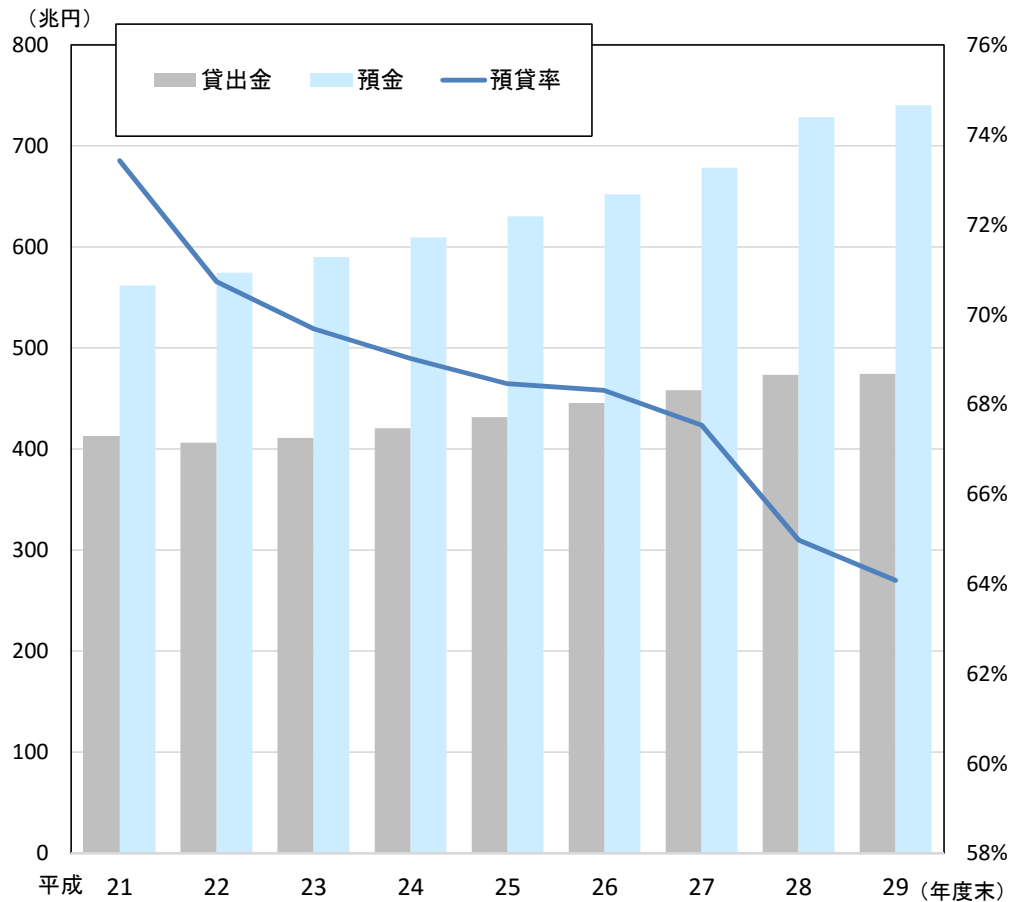
(注2)「生損保等」は、生命保険(生命保険協会加盟全社)、JA共済、損害保険(大手3社)。

(注3)「残存1年以下」に関し、「海外」が保有する国庫短期証券(T-Bill)以外の残存1年以下の国債は「その他」に含まれる。「残存1年超」の3区分について、「海外」保有分は「その他」に含まれる。

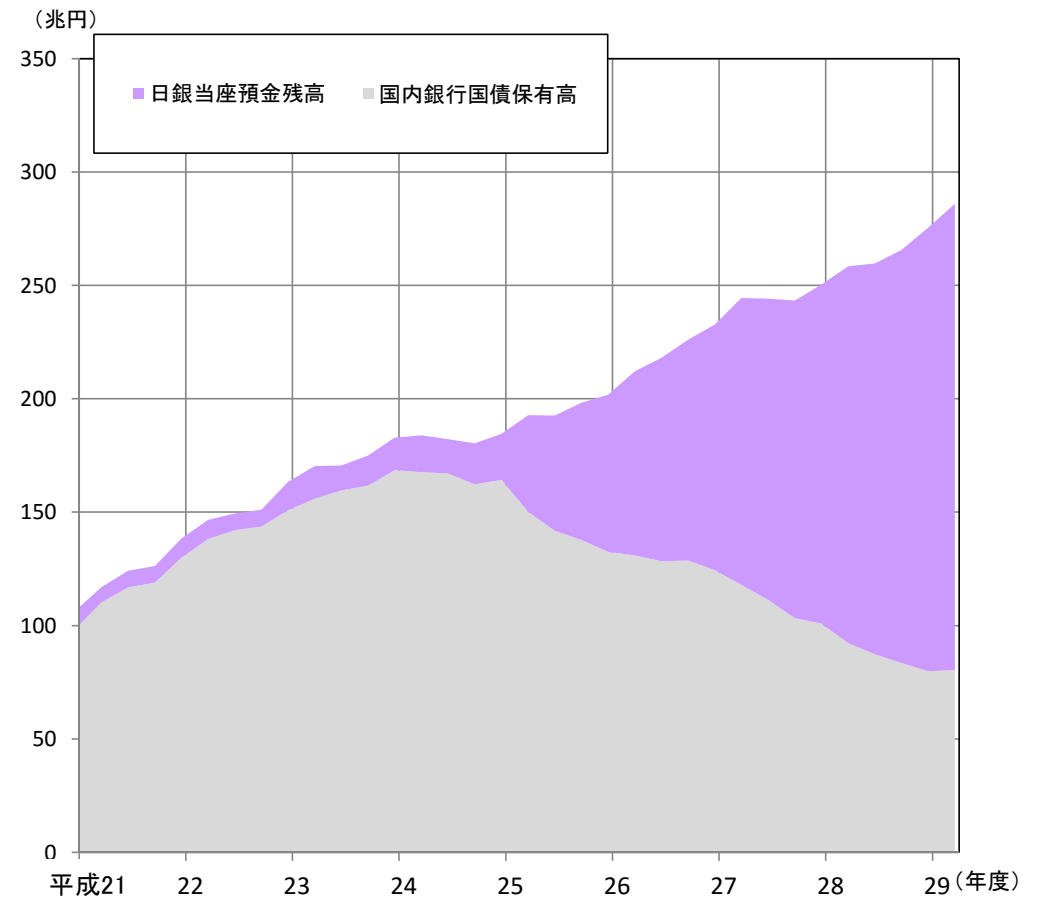
(注4)「その他」は、残存期間別発行残高(額面)と各項目の合計額との差額を計上。項目毎の評価方法の違いによる調整は行っておらず、差分は、「その他」に反映される。

## 国内銀行の預貸ギャップと国債保有高の推移

### 国内銀行の預貸ギャップ



### 日銀の当座預金残高と国内銀行の国債保有高



(出所) 日本銀行「預金・現金・貸出金」、「民間金融機関の資産・負債」及び「業務別の日銀当座預金残高」

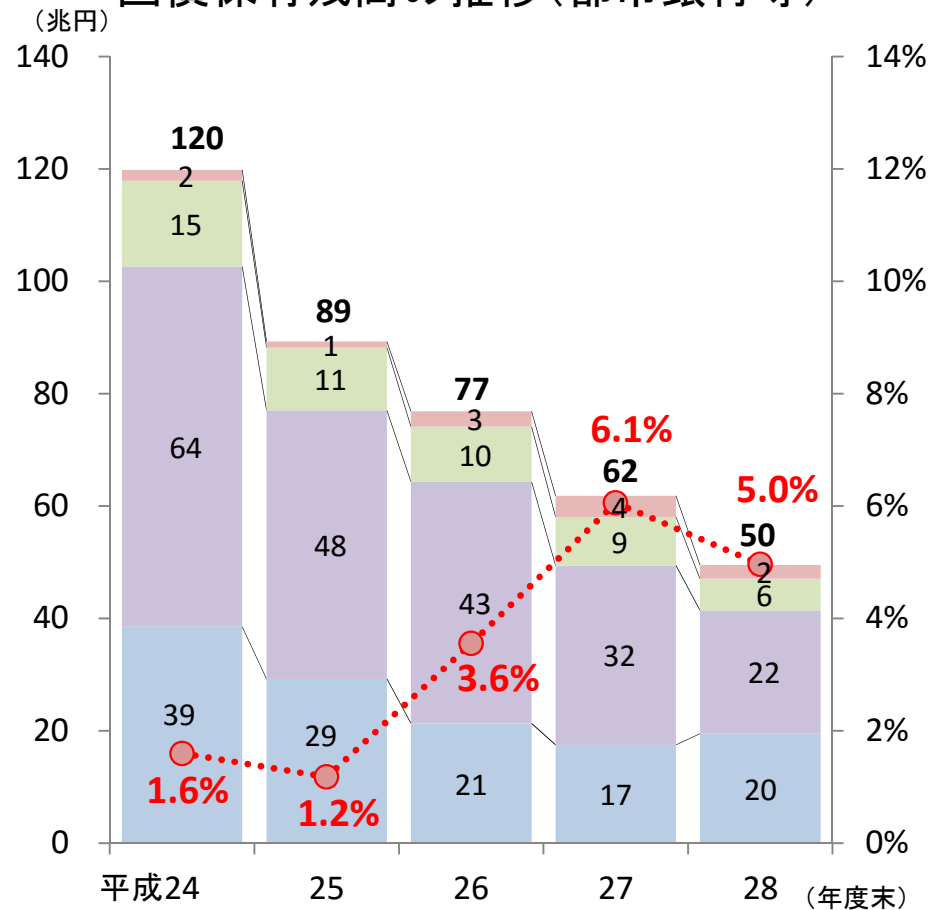
(注1) 「国内銀行」は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行を対象とする。

(注2) 「国内銀行の預貸ギャップ」の平成29年度は、平成29年6月末時点。

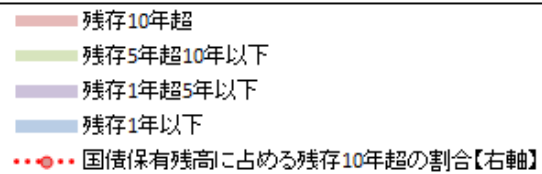
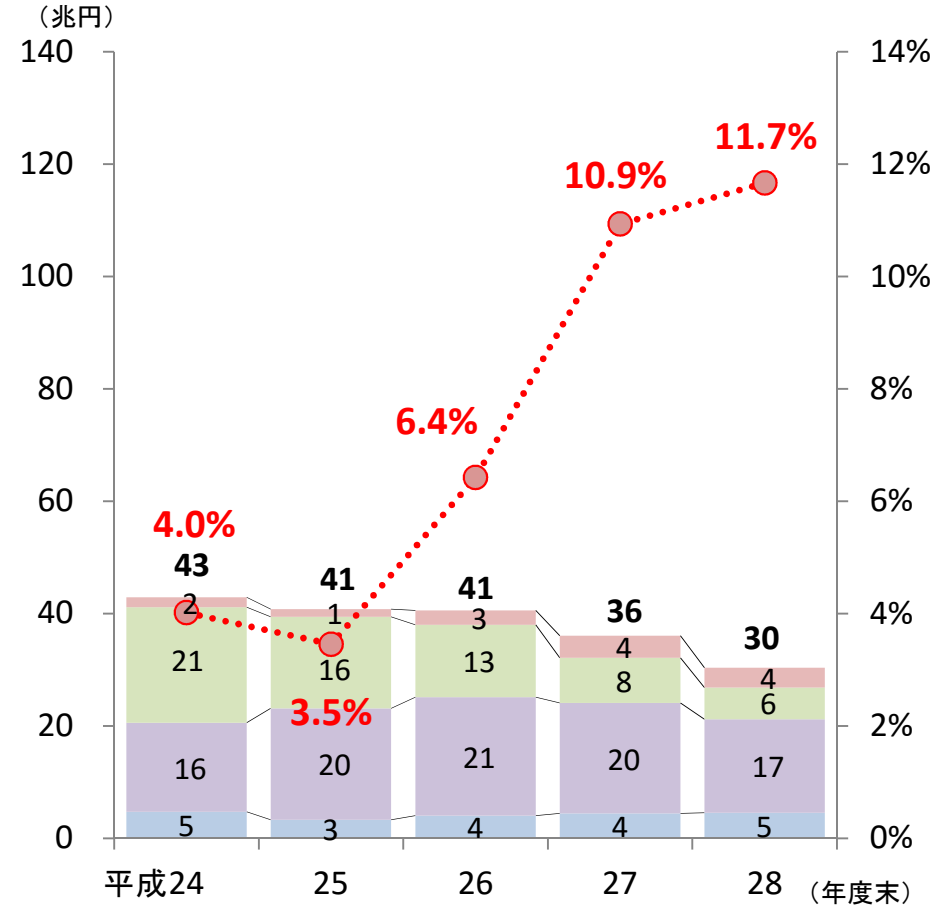


## 銀行の国債保有動向

### 国債保有残高の推移(都市銀行等)



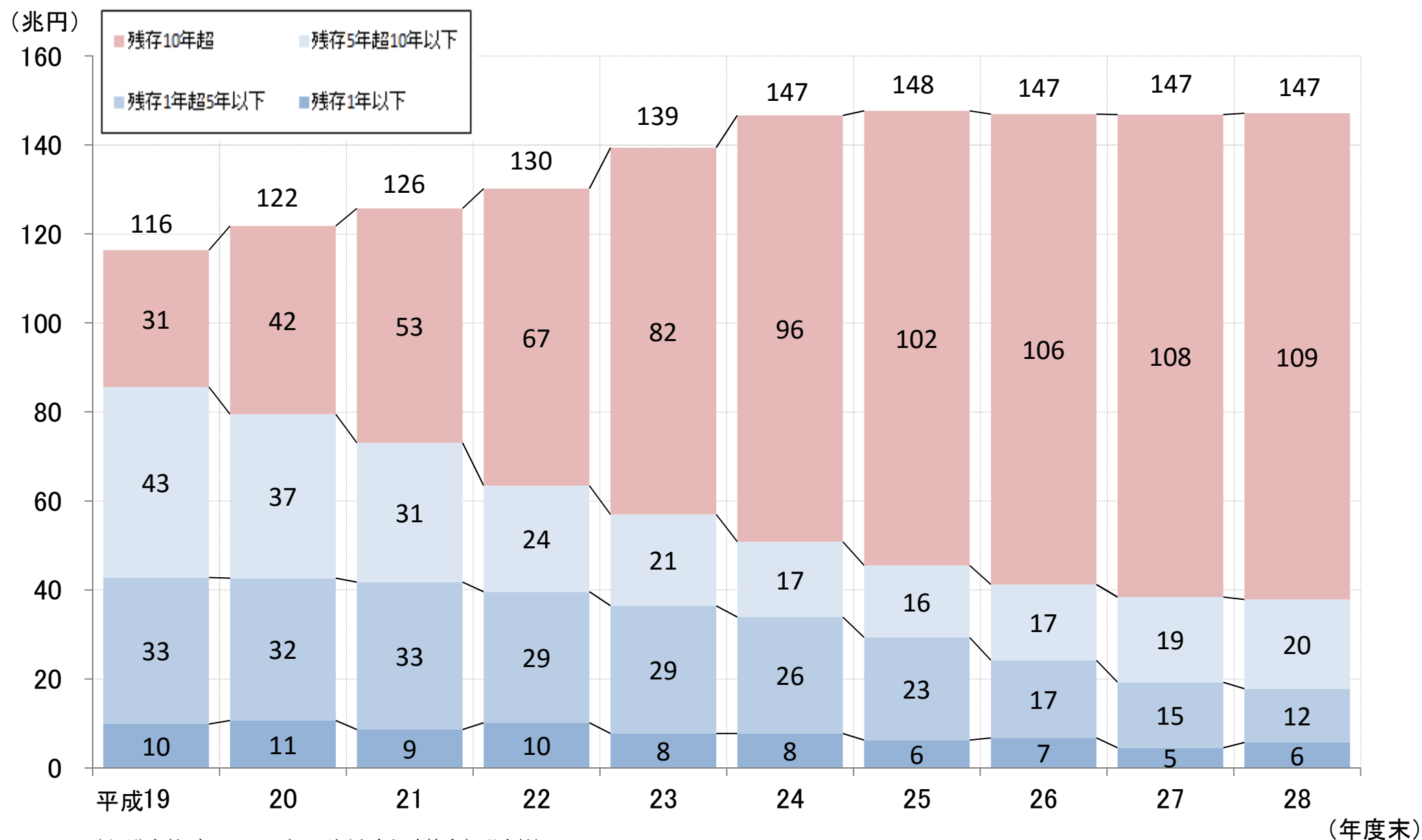
### 国債保有残高の推移(地方銀行)



(出所) 各社ディスクロージャー誌

(注) 「国債保有残高の推移(都市銀行等)」は、『都市銀行・新生銀行・あおぞら銀行・信託銀行』、「国債保有残高の推移(地方銀行)」は、『地方銀行・第二地方銀行』を対象とする。

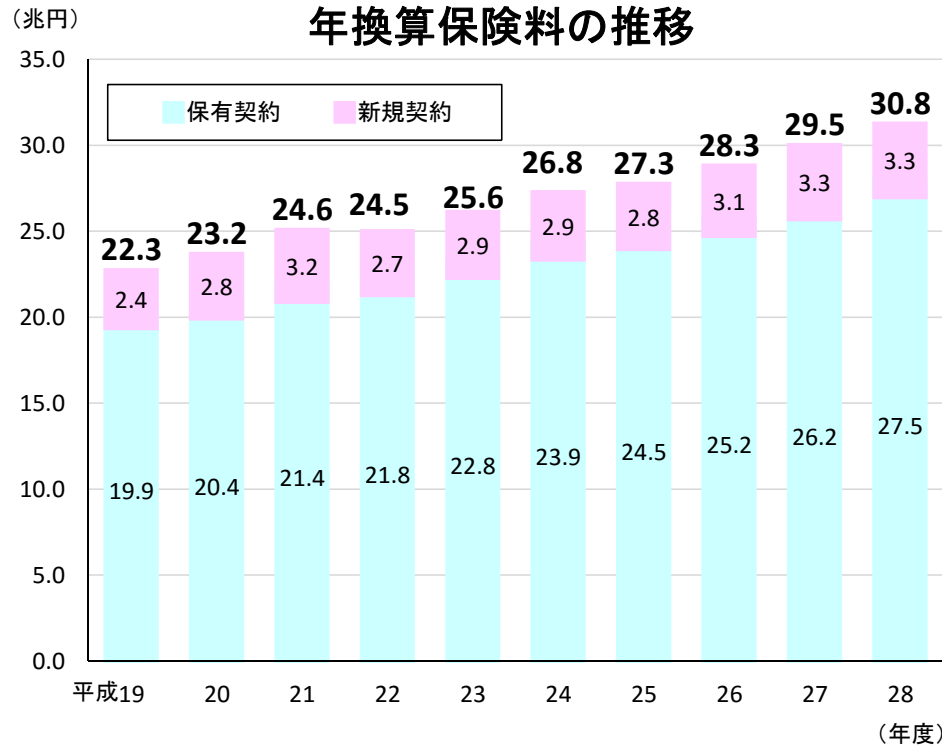
## 生保の国債保有残高の推移



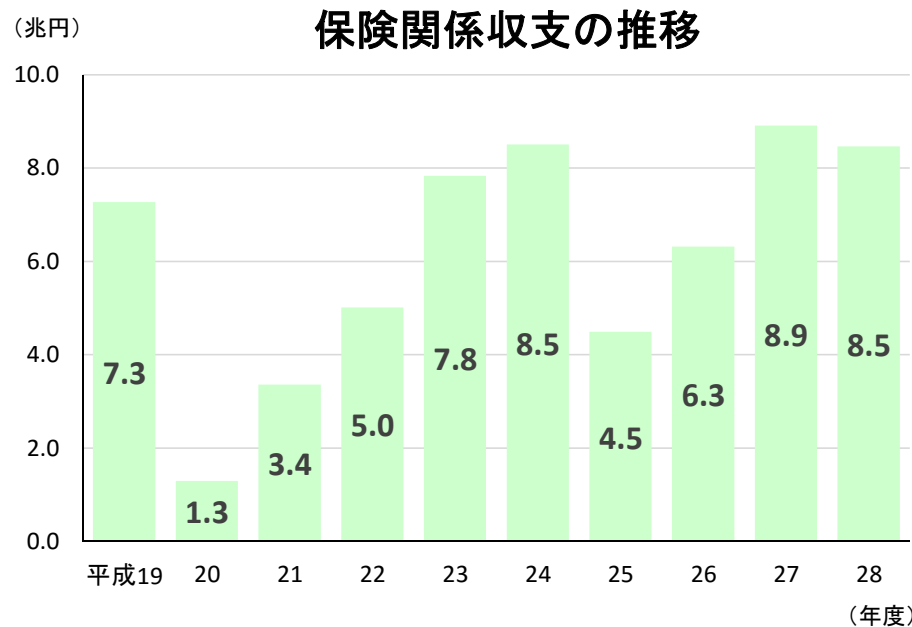
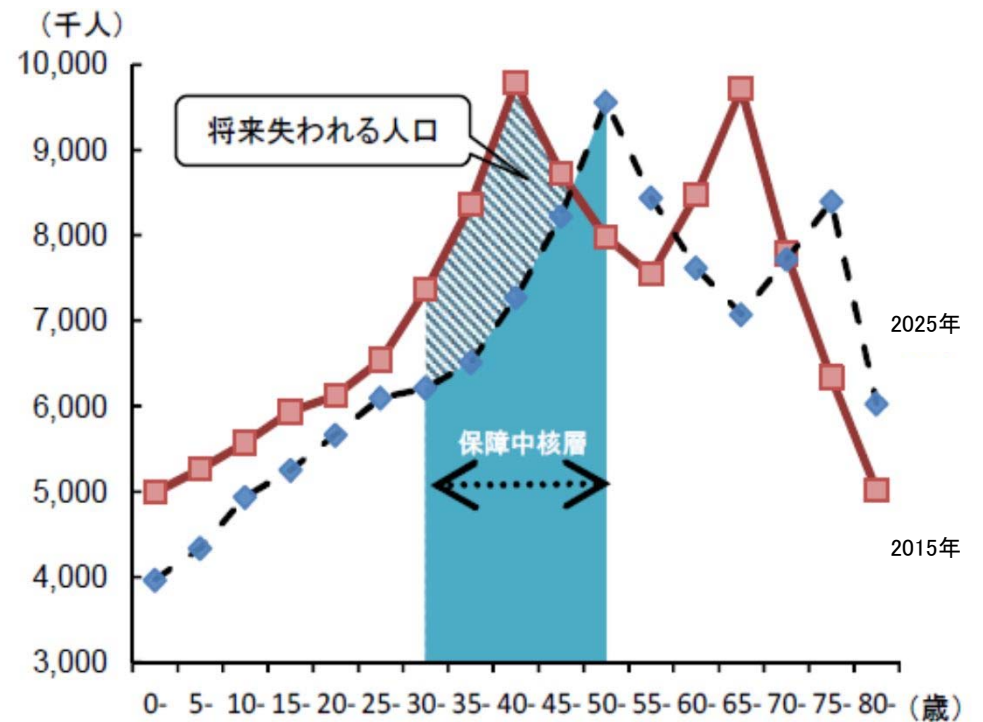
(出所) 各社ディスクロージャー誌(生命保険協会加盟全社)



# 生命保険会社の保険関係収支等



## 人口動態の変化 (金融庁「平成27事務年度 金融レポート」)



(出所) 生命保険協会「生命保険事業概況(収支状況)」  
保険研究所「インシュアランス 生命保険統計号」

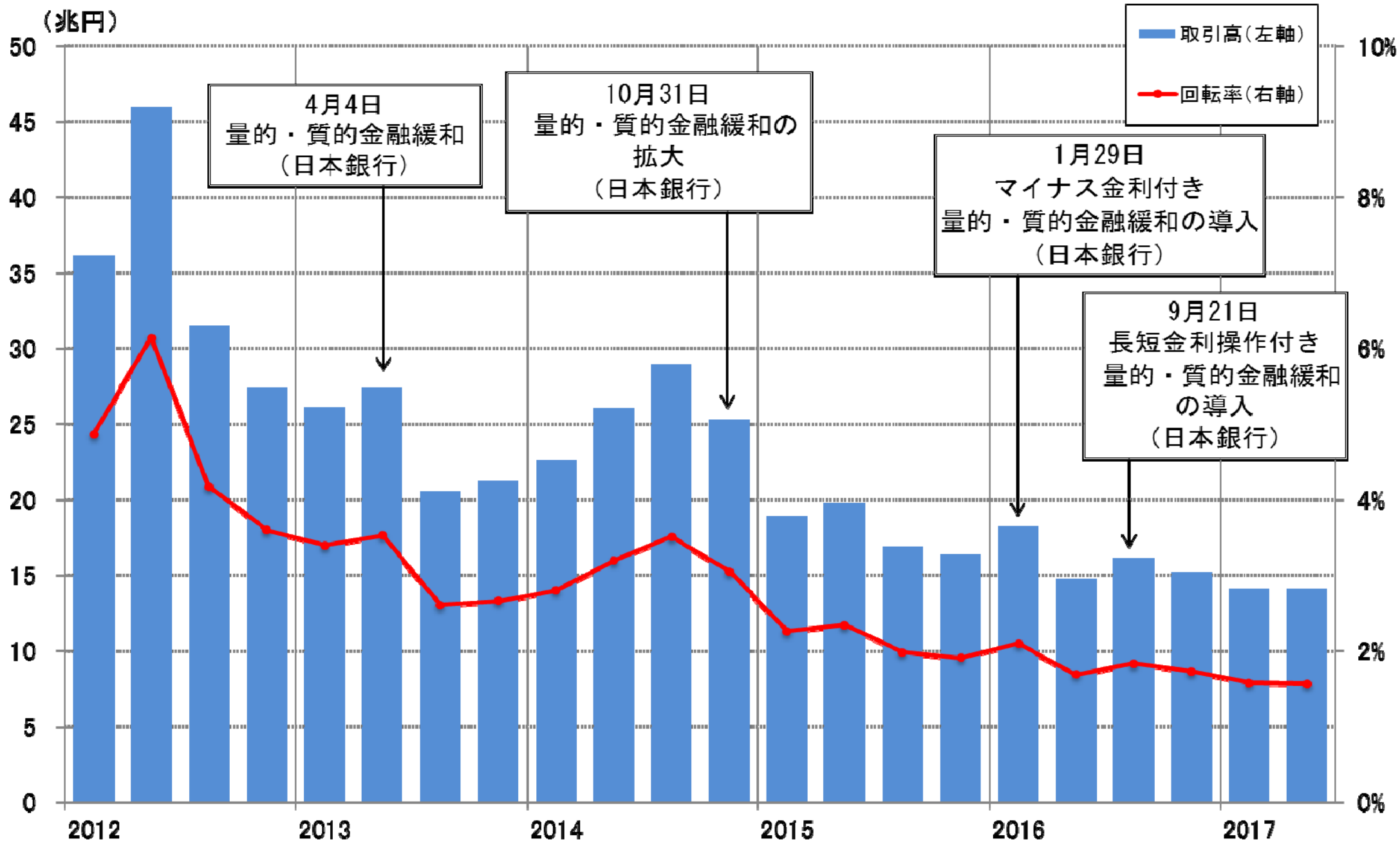
(注1) 「年換算保険料」とは、保険料の支払方法に応じ、1年あたりの保険料に換算した金額。例えば、一時払契約等は、保険料を保険期間で除した金額。

(注2) 「保険関係収支」= (保険料等収入 - 保険金等支払金) + 利息及び配当金等収入 - 事業費

# 目次

1. 基本的な考え方
2. 国債の発行状況と今後の見通し
3. 投資家動向
4. 国債市場の流動性の状況

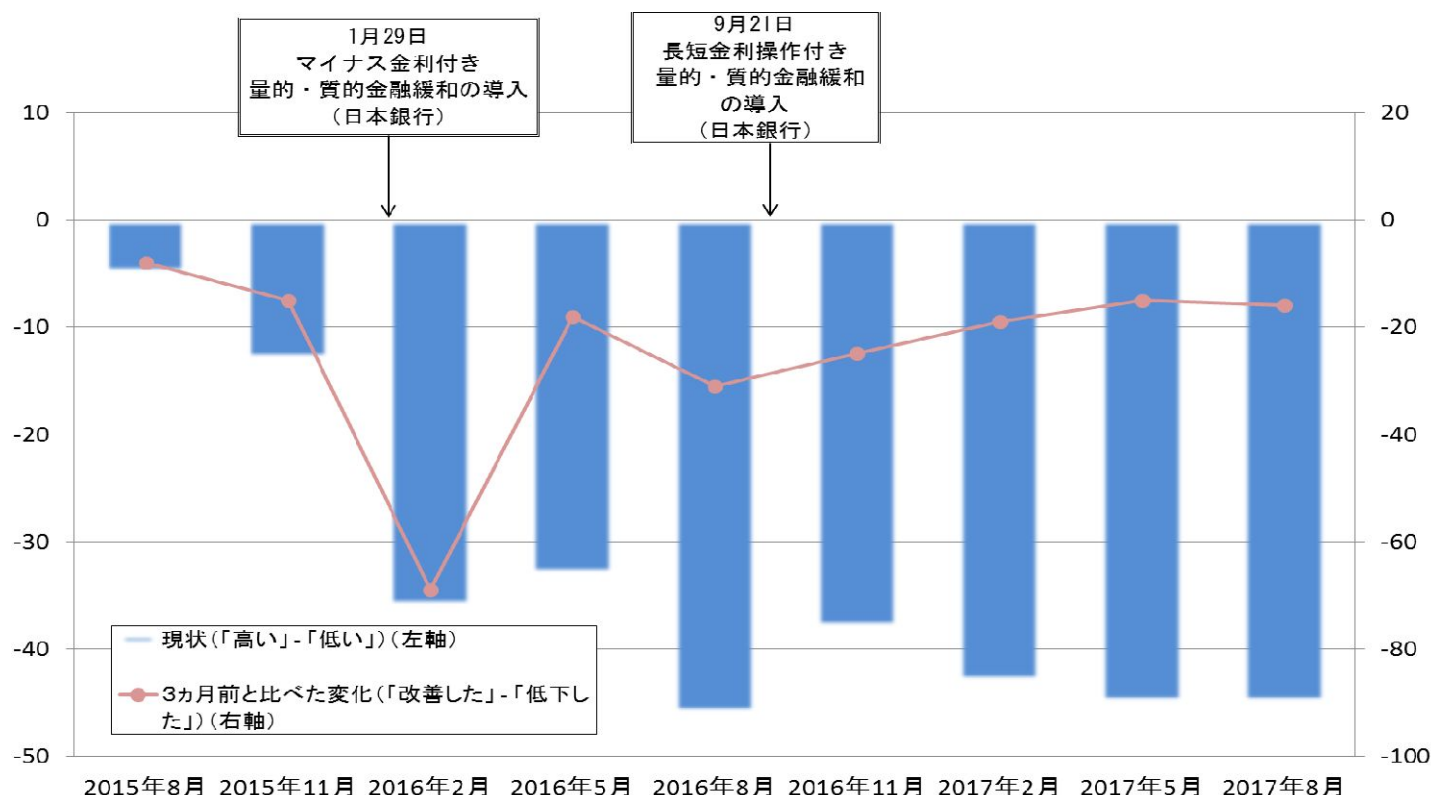
# 投資家の国債取引高と回転率



(注) 取引高は、「その他」(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等)を除く投資家の国債グロス買入額。

(出所) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」、日本銀行「公社債発行・償還および現存額」

# 債券市場の機能度(市場関係者の見方)



(出所) 日本銀行「債券市場サーベイ」(2017年8月調査) (調査期間: 2017年8月8日～8月17日)

## 日本銀行「金融システムレポート」(2017年4月)(抜粋)

### Ⅱ. 金融市場から観察されるリスク

#### 2. 国内金融市場

##### (2) 国債市場

##### 国債市場の流動性・機能度

国債市場の流動性指標をみると、全体としては市場流動性が低下した状態にあることを示唆するものが多い。

(中略)

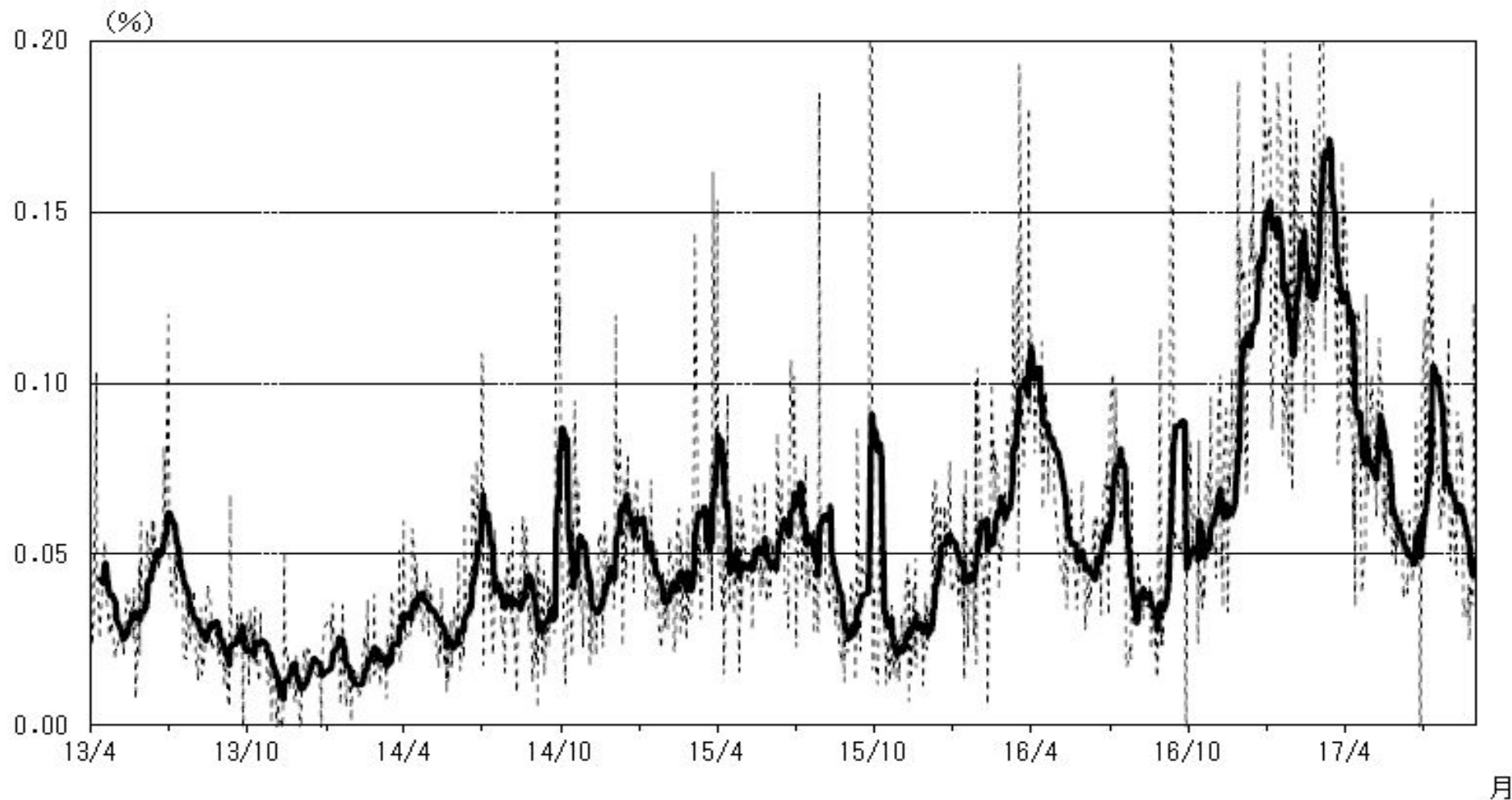
長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入以降、債券市場の機能や流動性が一段と悪化しているようには窺われないが、債券市場サーベイによれば、機能度の低さを指摘する市場参加者は引き続き多い。流動性指標については、今後もきめ細かく点検していくことが必要と考えられる。

## GC-SCスプレッドの推移(出来高加重平均)

GC-SCスプレッドとは、GCレポレートとSCレポレートの差分で、銘柄毎に上乘せされる賃借料率を表す。  
一般に、借り入れる銘柄の国債が希少なほど、GC-SCスプレッドは大きなプラス値をとる。

(注) GCレポレート＝「金利」－「債券全般の賃借料率」

SCレポレート＝「金利」－「特定銘柄の賃借料率」



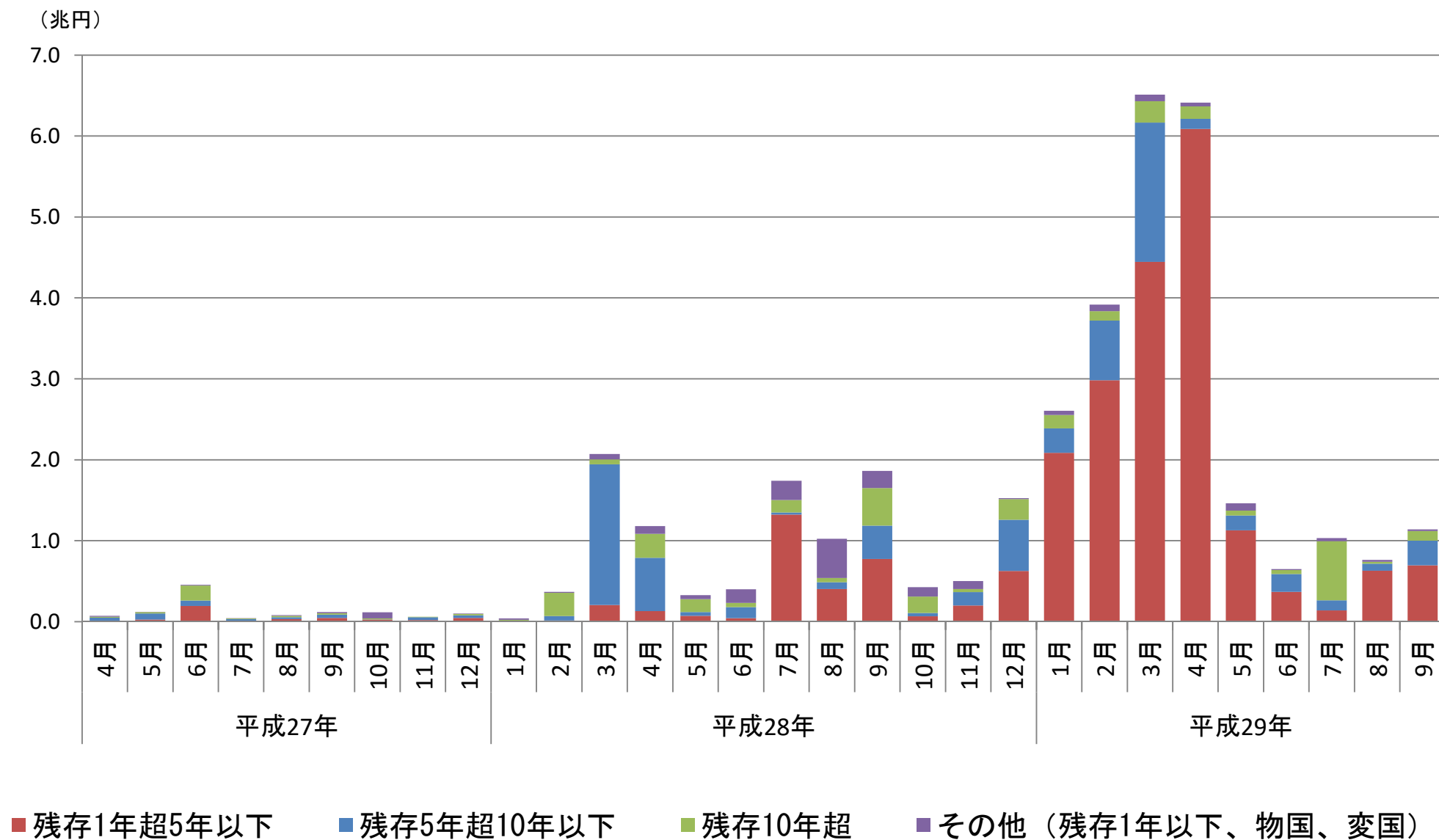
(出所) 日本銀行「国債市場の流動性指標」

(注1) 太線は後方10営業日移動平均。

(注2) SCレポレートはS/N。GCレポレートは、東京レポレート(T/N)。GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。

月

# 国債補完供給の落札額(ゾーン別)

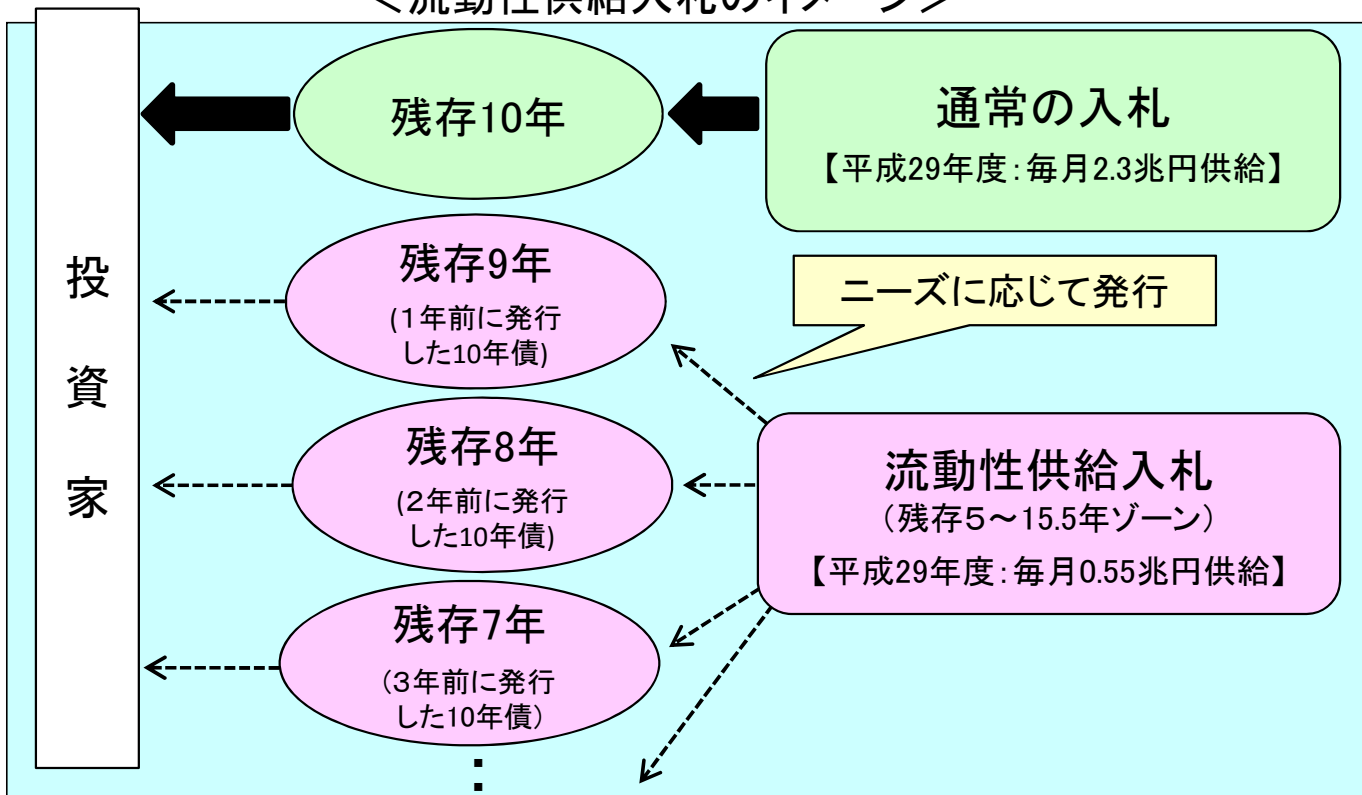


(出所) 日本銀行「オペレーション」

# 流動性供給入札について

- 過去に発行した国債の中には、発行額のかなりの部分が満期保有目的の投資家に買われてしまった等の理由により、市場における需給が極めてタイトになっている銘柄もある。
  - 流動性供給入札は、そうした銘柄を追加的に発行することにより、需給の不均衡を解消し、市場機能を向上させることを目的とする仕組み。
  - 具体的には、国債市場特別参加者(21社)に対して、各対象ゾーン(残存1～5年、残存5～15.5年、残存15.5～39年)毎に、ゾーン内の全銘柄を追加発行の対象として入札を実施。入札における各応募のうち、市場価格との差が大きいもの(価格の高いもの)から順次、発行予定額に達するまでの額を発行。
- (注) 流動性供給入札は、平成18年4月に導入。平成28年4月より、従前の残存5～15.5年ゾーン及び15.5～39年ゾーンに加えて、残存1～5年ゾーンを追加。市場環境や投資ニーズに柔軟に対応するため、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、四半期毎に決定。

## <流動性供給入札のイメージ>

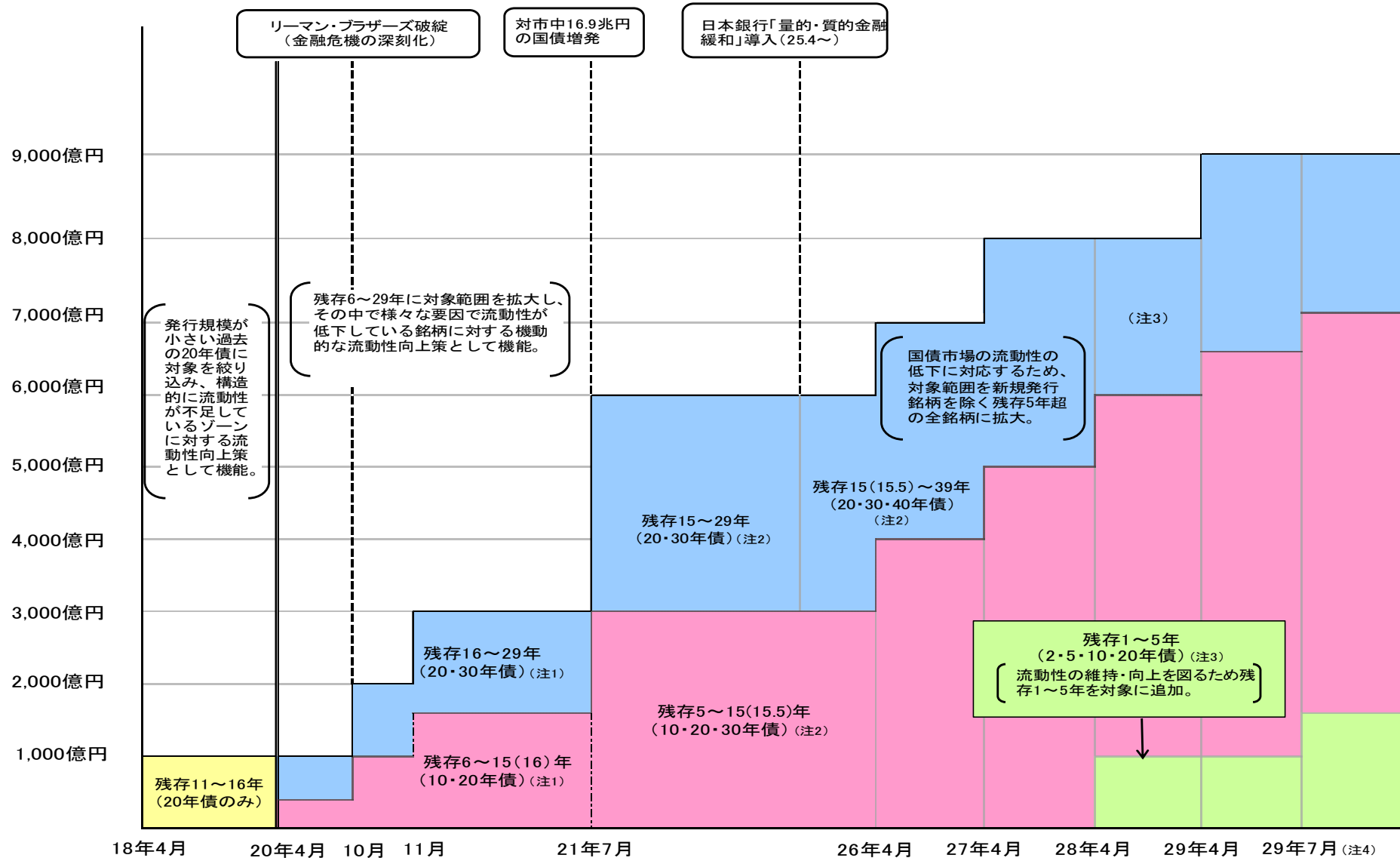


## 【通常の入札と流動性供給入札の違い】

	通常の入札	流動性供給入札
入札参加者	金融機関等 244社	国債市場 特別参加者 21社
発行銘柄	1銘柄	対象ゾーン内の 全銘柄
入札方法	価格の高いもの から落札	市場価格との差が 大きいもの(価格の 高いもの)から落札



# 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年度4～6月期は、残存6～16年及び残存16～29年を区切る。

（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年～15年及び15～39年を区切る。  
 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年債を対象に追加。

（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）については、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（残存1～5年の発行額を増額し、残存15.5～39年未満の発行額を減額）。

## 市場参加者からの主な意見(国債市場特別参加者会合)

- 市場の流動性が低下してきていることも考えると、カレント債を減額して流動性供給入札を増額するというのが、マーケットには優しいのではないか。(2016年11月)
- 流動性供給入札については、日銀買入オペが大規模に実施され、バランス・シートにも制約がある中、市場の流動性の向上は極めて重要と考えており、増額を検討してほしい。(2016年11月)
- 日銀買入オペの累積効果によって、オフ・ザ・ラン銘柄の流動性低下が顕著になっている。流動性の低下はマーケットの不安定化を招いており、イールドカーブ上でオフ・ザ・ラン銘柄が割高化し、カレント銘柄が割安化する時間も多くなっている。カレント銘柄の減額と流動性供給入札の増額という組み合わせは、これを緩和する方向に作用し、トータルで発行コストの抑制にもつながる。(2016年12月)
- 残存1-5年ゾーンにおいてはショートの深い銘柄が散見され、レポレートも高止まりしている銘柄がある。こうした状況は、本来であれば市場参加者の自助努力によって解決するのが正しい姿だとは思うが、一方で、こうした状況が長く続くと、市場の健全な育成にも悪影響を与える。残存1-5年ゾーンの増額は、市場の不安定な状況を解決することによって投資家の裾野を広げるという意味で、重要なことである。(2017年6月)
- 連続性のある安定的な発行は流動性の厚みを提供するものと考えている。(2017年9月)
- 振り返ってみると、6月会合における議論を踏まえて、残存1-5年ゾーンを増額したことが功を奏した形になっている。(2017年9月)