

債務管理レポート2016に見る

# 日本の財政を支える 国債の動向と 財務省の役割

日本の財政は約3分の1を借金で賄っている状況です。借金の多くを占めるのが国債です。国債を発行して投資家を買ってもらうことで財政をやりくりしているのです。このような状況においても、満期の到来した国債を確実に償還し、新たに発行する国債を広く購入してもらえよう、財務省では、国債管理政策を行っています。日本の財政を支える国債がどのような仕組みで管理されているかは毎年、債務管理レポートにまとめられています。今回の特集では、その最新版を基にポイントを紹介します。

取材・文：向山勇、西村有樹



『債務管理レポート2016』は財務省のホームページからダウンロードできます。

<http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/>

## 平成27年の国債市場

# 日銀のマイナス金利の導入で 国債のイールドカーブがフラットに

### 利回りを求める投資家に 超長期債が好まれ金利が低下

平成27年度の国債市場は緩やかな金利低下の流れを継続してスタートしました。これは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を継続中、年度初めの国債入札を順調に終えたことが大きな理由です。

しかし、3月の欧州中央銀行（ECB）による量的緩和の開始後、欧州の国債金利が大きく低下していた中、4月末にドイツが発表した消費者物価が市場予想を上回る上昇となり、欧州の国債金利が急上昇したことを受け、日本でも国債金利が上昇。長期金利は、一時0.5%を上回りました。

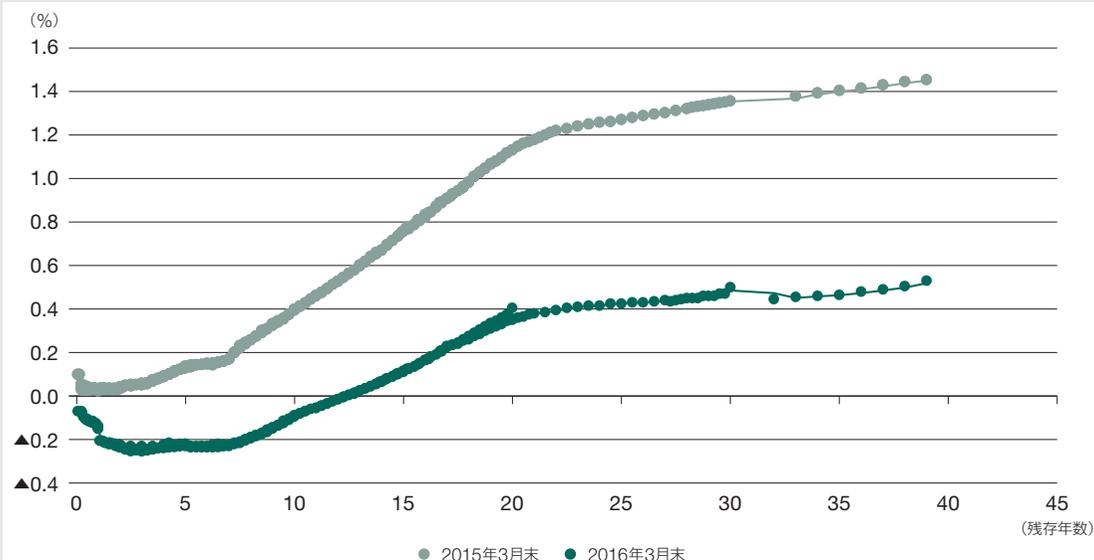
7月以降は、中国経済や資源価格（原油価格等）

のリスクが顕在化したことなどによるリスクオフの動きから、日本の金融市場は、円高株安の流れとなり、国債金利は再び緩やかに低下しました。

平成27年度の国債市場に最も大きな影響を与えたのは、日本銀行がマイナス金利（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）を導入したことです。平成28年1月29日の金融政策決定会合で決定されました。

これは「量的・質的金融緩和」を維持しつつ、金融機関が日本銀行に預け入れる日銀当座預金の一部に▲0.1%の金利を適用するものです。日本銀行は、その目的を「マイナス金利の導入でイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入とあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」と説明しています。イールドカー

### ◆ 日本国債のイールドカーブの変化



出所：日本証券業協会

ブとは、国債の利回りと残存期間との相関性を示す曲線です。

実際、2月9日に長期金利（10年国債の利回り）がマイナス圏に突入しました。これにより期間が長く、利回りがプラスになる超長期債を購入する投資が増えたため、超長期債の金利も低下することとなりました。10年債は▲0.135%、20年債は0.245%、30年債は0.265%、40年債は0.270%と、全ての年限で金利は一時的に過去最低を更新しました。

2015年3月末と16年3月末のイールドカーブを比較すると、大幅に水準が下がっていることがわかります（グラフ参照）。この結果、国債の金利負担も減ったこととなります。

これを背景に日本国債の業態別投資家動向にも変化がありました。日本銀行の「量的・質的金融緩和」の導入以降、メガバンクは国債の保有額を減らし、日銀当座預金を積み増してきました。しかし、「マイナス金利」の導入によって、利息負担が生じることから、日銀当座預金の積み増しを抑制しています。また、地方銀行は運用利回りを求めて超長期債を買い増す動きも見せています。

生命保険会社等は、金利低下によって超長期債の購入を減らし外債投資を増やしましたし、外国人は金利が下がったことにより、円の調達コストの低下したため、中短期債の買い越しを継続する動きを見せています。

## 海外の国債市場動向は 欧米で2極化する結果に

海外の国債市場動向を見ると、平成27年度の中短期債市場では、米国と欧州諸国との間で金利水準が逆の動きを見せました。金融政策の方向性が違ったためです。

米国では中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）が平成27年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）で金利の基準となるFFレート（フェデラルファンドレート）の誘導目標を0.25%引き上げ、0.25~0.50%としました。

一方で欧州では、中短期債がマイナス金利となっている国が多く見られています。平成27年度は、ドイツやフランスでジリジリと金利低下が進みました。

## 平成28年度の国債発行計画

# 国債発行予定額の総額は 前年度比7.8兆円の減少に

## 確実かつ円滑な国債発行と 調達コストの抑制を目指す

平成28年度の国債発行計画は、平成27年12月24日、平成28年度予算政府案の閣議決定にあわせて公表されました。日本は、財投債を含めた

国債発行残高が平成27年度末時点で901.5兆円に上るなど多額の国債残高を抱えています。今後も国債の大量発行が続くと見込まれています。

こうした状況の中、財務省は国債管理政策の基本目標である

①国債の確実かつ円滑な発行

②中長期的な調達コストの抑制

に沿って、毎年度の国債発行計画を策定しています。

平成28年度の国債発行計画では、借換債を含む国債発行総額が162.2兆円となっています。国債市場特別参加者会合等の各種懇談会を通じて、投資家の需要や市場の動向等を見極めて、消化方式別に国債の発行計画を策定しています。

**日本の長期債務はGDPの2倍  
主要先進国の中で最悪の水準**

平成28年度に発行すべき国債の総額は予算上162.2兆円となり、平成27年度当初と比べると7.8兆円の減少となっています。

内訳をみると、一般会計予算の歳入となる建設国債と特例国債は、前年度当初比2.4兆円減の34.4兆円となりました。

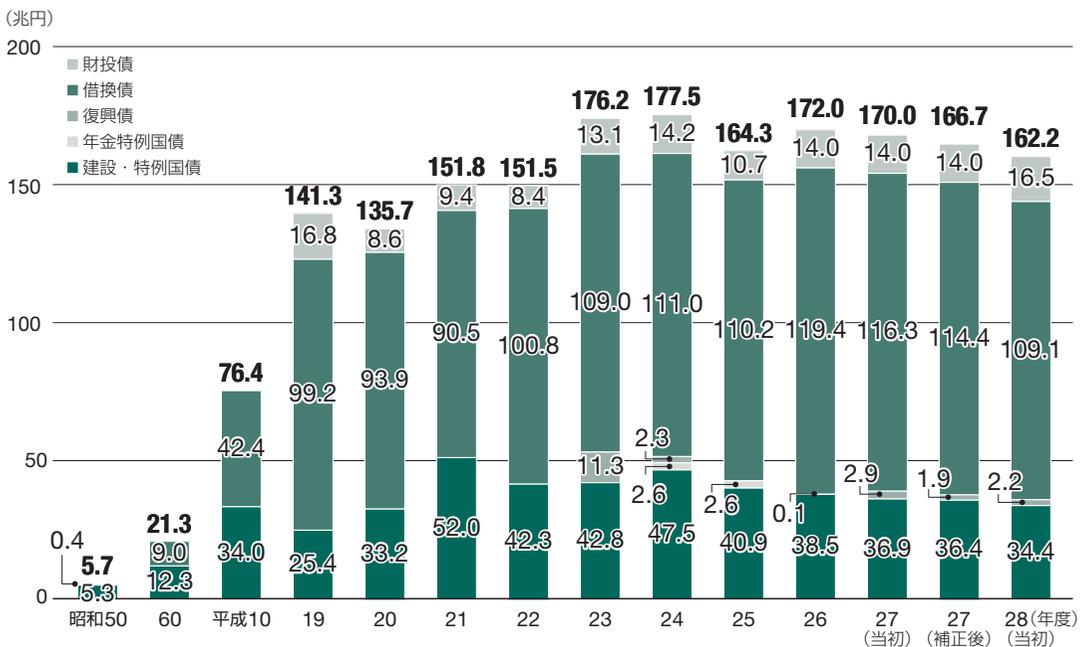
復興債は、東日本大震災からの復興のための施策に関する費用に充てられるもので、同0.7兆円減の2.2兆円の発行が予定されています。

財投債は、財政融資の新規の貸付規模のほか、財政融資資金全体の資金繰り等を勘案して決定されます。平成28年度は同2.5兆円増の16.5兆円となっています。

借換債は、過去に発行した国債が満期になった際に借換えをするために発行するもので、国債発行総額の大半を占めています。国債残高が増加していることから借換債の発行も増加傾向にあります。ただ、平成28年度は足元の償還額が一時的に減少したため、同7.2兆円減の109.1兆円となっています。

このように、平成28年度の国債発行総額は、平成27年度と比べて減少したものの、依然として極めて高い水準にあります。国及び地方の長期債務残高は1,062兆円で対GDP比が205%に達すると見込まれるなど、日本の財政は主要先進国の中で最悪の水準にあります。国債管理政策を適切に実施し、国債の安定消化を図っていくことがますます重要となっています。

◆ 国債発行額の推移



(注1) 26年度までは実績。  
(注2) 各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。

## 保有者層の多様化

# 国債市場の利便性アップを目標に 種類を多様化、流動性の向上を目指す

### 市況やニーズに応じて タイプや発行額を調整

国債市場の利便性を向上させるため、多様な種類の国債の発行に努めています。

平成28年度の国債発行計画におけるカレンダーベース市中発行額の年別配分については、市場のニーズ、動向を踏まえた上で、超長期から短期までの発行額を国債管理政策上の要請を踏まえて決定しています（下図参照）。

国債の多様化の代表とも言えるのが「10年物物価連動債」です。「10年物物価連動債」は物価連動国債のひとつで、物価に関する指標（CPI）に連

動して元本額（及びそれに伴う利子）が変動しますが、かつては平成16年3月に発行を開始しましたが、リーマン・ショック等に伴い需要が大きく低下したことから、平成20年10月以降発行を一旦停止しました。その後、デフレ脱却後の経済状況等を踏まえ、償還時の元本保証を付した上で、平成25年10月に発行を再開しました。

デフレ脱却後の市場環境の変化に対応し、国債の商品性の多様化を促進するためには、市場育成が引き続き重要な課題となっています。平成28年度は4月・8月・10月・2月の発行を予定していますが、市場参加者との意見交換を行い、市場環境や投資ニーズに応じて、柔軟に発行額を調整

### ◆平成28年度の国債発行予定額（消化方式別）

単位：億円

区分	27年度当初	27年度補正後		28年度当初		
	(a)	(b)	(b) - (a)	(c)	(c) - (a)	(c) - (b)
カレンダーベース市中発行額	1,526,000	1,522,000	▲4,000	1,470,000	▲56,000	▲52,000
第Ⅱ非価格競争入札	43,800	79,070	35,270	56,200	12,400	▲22,870
年度間調整分	3,441	▲58,696	▲62,137	▲4,172	▲7,612	54,525
市中発行分計	1,573,241	1,542,374	▲30,867	1,522,028	▲51,212	▲20,345
個人向け国債	21,000	20,000	▲1,000	19,000	▲2,000	▲1,000
その他窓販	2,000	1,000	▲1,000	1,000	▲1,000	—
個人向け販売分計	23,000	21,000	▲2,000	▲20,000	▲3,000	▲1,000
公的部門（日銀乗換）	104,000	104,000	—	▲80,000	▲24,000	▲24,000
合計	1,700,241	1,667,374	▲32,867	1,622,028	▲78,212	▲45,345

することとしています。

なお、平成28年4月の発行額については、市場関係者の意見等を踏まえ、当初予定の5,000億円から4,000億円へと減額しています。他の国債についても、このような柔軟な姿勢で対応すべきだと考えています。

また平成28年度は、国債市場における商品や保有者層を多様化し、市場を育成していくための取組を進めます。具体的には、まず、「40年債」について、発行開始から日が浅く、市場規模が相対的に小さい中、生命保険会社や年金基金等の長期運用や定期的購入ニーズを踏まえて、年5回から6回へと発行を隔月化して投資しやすい環境を整備することとしました。

### 投資家の投資戦略に見合う 流動性の確保を進める

国債市場が投資家の金利観、投資戦略に見合い、自由に取引を行うことができるだけの十分な流動性を有しているかという点について、財務省は発行当局として強い関心を持っています。その

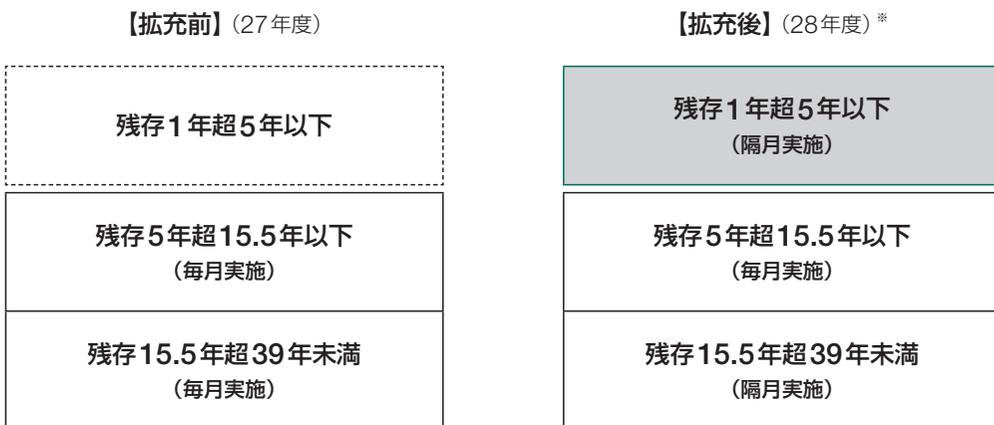
理由は、国債管理政策の基本目標である「国債の確実かつ円滑な発行」及び「中長期的な調達コストの抑制」を実現させるためです。

国債流通市場は、国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）を始めとした仲介業者と様々な投資家で構成されます。国債市場の流動性は、市場参加者が互いに取引をすることによって、自律的に機能することが基本です。発行当局の役割は、発行段階での金額・年限・銘柄統合（リオープン方式）などの工夫によって、国債市場の流動性を補完することです。

リオープン方式は、平成13年3月より導入されたもので、新たに発行する国債の元利払日と表面利率が既発債と同一である場合、原則として当該既発債と同一銘柄の国債として追加発行する仕組みです。

平成28年度には、市場参加者のニーズ等を踏まえ、流動性供給入札について従来対象としていなかった年限（残存1年超5年以下）の国債を供給対象に追加することとしました（下図参照）。

#### ◆ 流動性供給入札の対象を拡充



\*流動性供給入札による発行額（平成28年度計画9.6兆円）の対象ゾーン毎の配分など、入札の具体的実施方法は、市場参加者との意見交換（四半期毎に開催する国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会等）を踏まえ決定する。

\*残存15.5年超39年未満のゾーンについては、40年債入札のない月に隔月で実施し、超長期ゾーンの供給の平準化を図る。

## IR活動の実施

# 幅広い投資家層に保有を促し 国債の安定消化を図る

### 国債保有者の個人はごくわずか 保有者層の多様化が課題

現在、日本は多額の国債残高を抱えており、幅広い投資家層が国債を保有することにより、国債の安定消化を図ることが重要な課題となっています。

解消すべき問題として、市場の状況が変化した場合に市場参加者の取引が一方に流れがちな傾向にあるという点が挙げられます。

これは国債保有者の構造が、銀行等の金融機関の保有割合が高いというのも一因です。そこで長期安定的な国債保有が見込まれる保険会社、年金基金等や銀行等の金融機関と投資行動が異なる個人や海外投資家による国債保有の促進に取り組み、国債の保有者層の多様化を図ってきました。

グラフは「国債及び国庫短期証券（T-Bill）」の保有者別内訳です。最も保有率が大きいのは「日本銀行」、次いで「銀行等」です。「銀行等」

には、ゆうちょ銀行、証券投資信託及び証券会社が含まれています。「生損保等」には、かんぽ生命を含みます。

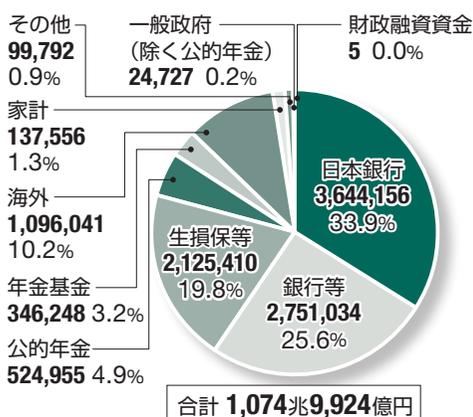
国内個人投資家は「家計」に含まれ、全体の1.3%とごく少数となっています。個人投資家の保有促進策として、平成15年3月に個人向け国債（変動10年）を導入して以来、平成18年1月の個人向け国債（固定5年）の導入や平成19年10月の新型窓口販売方式の導入などを実施してきました。

その結果、家計の国債保有割合は4%台まで増加しました。その後は金利低下等により販売が低調となるなか、家計の国債保有割合は低下傾向にあります。国債発行当局としては、個人向け国債に関する国民の認知度向上のための広報活動に引き続き努めるとともに、平成23年1月から個人向け国債の満期償還が本格的に始まったことも踏まえ、一層の販売促進策を実施してきました。

### 海外の景気情勢などを背景に 海外投資家の割合は過去最高水準

また海外投資家の国債保有状況は、日本銀行が四半期毎に公表している資金循環統計で見ることができます。ここ数年の動きでは平成20年のリーマン・ショック後は金融危機に伴う信用収縮等により海外投資家の日本国債保有は減少に転じ、保有割合で見ると8.6%（平成20年9月末）から5.6%（平成22年3月末）まで落ち込みましたが、その後は世界的な景気回復傾向のなか、グローバルな投資資金の流入、欧州債務危機を背景とし、日本国債への需要等が見られました。以降も欧州域内の金利が低位で推移したことなどを背景に、平成27年度も引き続き海外投資家による

◆ 国債及び国庫短期証券の保有者別内訳（平成28年3月末速報値）



出所：日本銀行 資金循環統計

(単位：億円)

日本国債の保有は増加傾向で推移し、平成28年3月末には海外投資家による国債保有割合は10.2%、保有額は110兆円と過去最高水準となっています。

ひとくちに海外投資家といっても、様々な種類が存在しますが、大きく分けて次の2つに分類できます。

- ①外貨準備を運用する中央銀行等や投資顧問、年金基金、生命保険、国家の資金運用を一元的に行うソブリン・ウェルス・ファンド等のリアルマネーといわれる大口の機関投資家
- ②デリバティブ等を駆使して収益を追求するヘッジファンド

日本国債を保有している海外投資家の大半は各国の中央銀行をはじめとする①のリアルマネー投資家であると見込まれています。リアルマネー投資家はヘッジファンドと比べて、リターンや流動性を重視する傾向が強いと言われています。

### 海外向けIRに取り組み 長期的な保有を促す

財務省では平成17年より国債に係る海外投資家との関係強化の取り組みとして（IR）を実施しています。この目的は、海外投資家を含む国債保有者層の多様化を通じて、国債市場の安定を図るとともに、投資家のニーズに応じた情報を正確かつタイムリーに提供することにより、長期安定

的な保有を促すことなどです。

海外IRでは様々なタイプの投資家に対して、それぞれのニーズに応じ、きめ細やかに情報提供を行っています。例えば、中央銀行はマクロ経済動向や政治・外交情勢に強い関心をもっていることが多く、その一方で機関投資家からは具体的な商品性、発行量、発行計画、国債市場等の実務的な話題がよく出されます。最近では量的・質的金融緩和と政策実施後の市場の流動性やその対応策への関心が総じて高いようです。

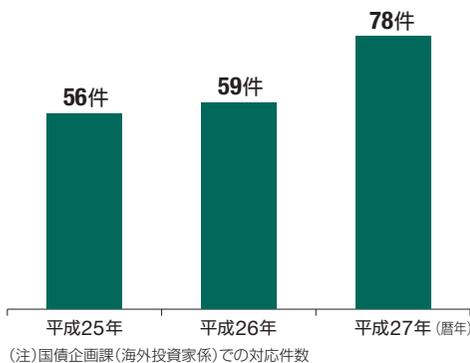
### 坂井副大臣が海外投資家向けに講演を行い、日本国債の理解を促す

海外IRの手法は、各地での大人数を対象としたセミナーに加え、近年では個別投資家訪問も強化しています。これにより投資家ごとに直接対話し、ニーズの把握と対応が可能となっています。

海外投資家を招いた国内のセミナーでは、坂井副大臣（当時）が講演を行い、アベノミクスの進展や財政健全化にかかる取組みなどをアピールしました。また来日する海外投資家との個別面談についても、近年の日本経済への関心の高まりを受け、財務省に面会を希望する投資家が増加しています。

これらのIRによって、海外投資家からは様々な質問や意見が寄せられ、そうした海外投資家の声は国債管理政策等に反映して活用しています。

#### ◆ 国内における海外投資家等との個別面談



#### ◆ 海外投資家からの主な声と対応

海外投資家からの主な声と対応	これまでの対応
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 日銀ネットの稼働時間を拡大してほしい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 平成28年2月から当座預金決済及び国債決済にかかる日銀ネットの稼働時間を21時までとし、2時間拡大</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 日本国債、日本経済、マクロ経済政策等に関する情報提供を充実させてほしい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ニュースレター等の定期送付</li> <li>✓ 投資家の関心に応じて日本経済やマクロ経済政策等の最新動向を情報提供</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 日本も、他の先進国ではメジャーな物価連動債の発行再開・増額に取り組んでほしい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 満期時の元本保証（デフレーションフロア）を付した上で物価連動債の発行を再開（平成25年10月～）</li> <li>✓ 平成26、27年度国債発行計画において発行額を増額</li> </ul>
<p>● その他の声（主なもの）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 海外投資家による国債保有比率についての目標値はあるのか。</li> <li>▶ 平均償還年限の目標値はあるのか。</li> <li>▶ 日本のマクロ経済政策の見直し如何。（財政・金融政策、成長戦略、国際収支等）</li> <li>▶ イスラム債方式で日本国債を発行する計画はあるのか。等</li> </ul>	