

債務管理レポート 2017 に見る

円滑な国債発行を支える 債務管理と財務省の役割

日本の財政は約3分の1を国債などの借金で賄っています。国債を円滑に発行するためには、国債管理政策が必要で財務省はその役割を担っています。財務省では、国債管理政策への理解を深めてもらうため平成16年度より「債務管理レポート」を発行しています。今回は最新版の「債務管理レポート2017」の内容をベースにして国の債務管理の現状と財務省の役割について紹介します。

取材・文：向山勇



「債務管理レポート2017」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>

国の財政と債務管理

国債の確実かつ円滑な発行と 中長期的な調達コストの抑制を目指す

国の財政赤字を埋めるため 普通国債発行残高は約865兆円に

国を運営するために必要な資金の多くは、家計や企業から税金として集められています。国の会計は、一般会計と特別会計に分かれ、国民が納める税金は、その大半が一般会計として管理され、その使い道が決められます。

税金の使い道を見ると、一般会計の歳出のうち、社会保障関係費が約3分の1を占めています。これに、地方交付税交付金等、国債費を合わせると、全体の7割を超えることとなります。地方交付税とは地方自治体の収入の格差を少なくするために、交付される資金のことです。公債費は満期になった国債などを償還する費用や利子の支払いなどに必要な資金です。

一方で歳入面を見ると、国民が納める税金は必要な予算の6割程度で、約3分の1を借金（公債金収入）でまかなっている状況です。

このように国の財政は、歳出が税収等を上回る財政赤字の状況が続いています。この差額を埋めるため、政府は公債金を利用して資金調達をしています。日本の普通国債発行残高は平成29年度

末時点で約865兆円に達する見込みです。

日本の国債管理政策の基本目標

国の財政を維持するために必要な資金調達（フロー）や債務の残高（ストック）は適切に管理していかなければなりません。これを「債務管理」といい、また、債務管理を具体的にどのように行っていくかを「債務管理政策」といいます。

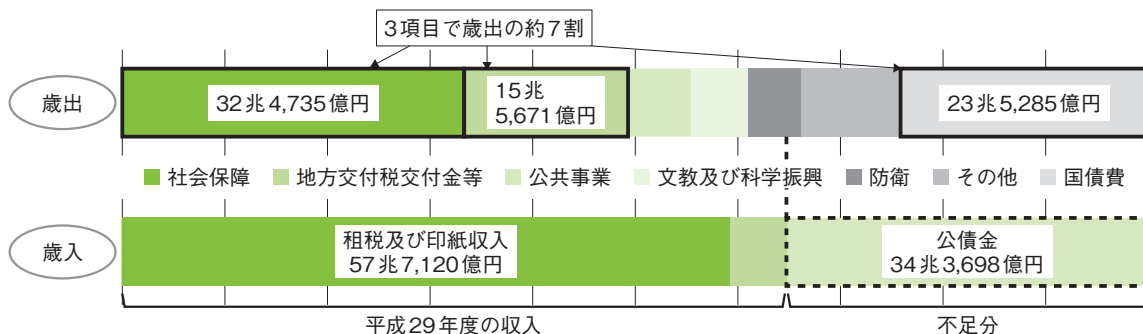
IMF・世界銀行が2001年に公表した「公的債務管理のための指針」では、公的債務管理政策の目的として「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化すること」があげられています。リスクを適切な水準に抑えることは、マーケット・リスク、借換リスクなどの各種リスクを適切にコントロールし、確実に財政資金の調達を図ることを意味します。これを踏まえ、日本においては

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

の2つを国債管理政策の基本目標としています。

平成29年度の国の歳出と歳入（一般会計）



平成29年度の国債発行計画

国債発行予定額は154兆円となり 前年度比8.2兆円の減少に

市場への影響に配慮し 市中発行額の平準化に努める

平成29年度に発行すべき国債の総額は、予算上154.0兆円で平成28年度当初と比べて8.2兆円の減少となりました。

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については、前年度当初比0.1兆円減の34.4兆円となりました。

復興債は、前年度当初比0.6兆円減の1.5兆円の発行が予定されています。復興債は東日本大震災からの復興のための施策に必要な費用の財源に充てるため、復興特別税等の収入が確保されるまでのつなぎとして発行されるものです。

財投債は、過去に発行した財投債の満期到来額

が、平成28年度の約19.5兆円から平成29年度の約13.7兆円に5.8兆円程度減少すること等により、発行額は、前年度当初比4.5兆円減の12.0兆円となっています。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るものです。

借換債は、前年度当初比3.0兆円減の106.1兆円となっています。借換債は、過去に発行した普通国債の満期到来に伴う借換えの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。

発行総額は前年度から8.2兆円の減少となりましたが、市場参加者の流動性低下の懸念にも配慮し、市中で発行するカレンダーベース市中発行額については、減額幅を前年度当初比5.8兆円にとどめています。

平成29年度の国債発行計画(発行根拠法別)

(単位：億円)

区 分	28年度当初	28年度3次補正後		29年度当初		
	(a)	(b)	(b) - (a)	(c)	(c) - (a)	(c) - (b)
新規国債	344,320	390,346	46,026	343,698	▲622	▲46,648
建設国債	60,500	89,014	28,514	60,970	470	▲28,044
特例国債	283,820	301,332	17,512	282,728	▲1,092	▲18,604
復興債	21,564	19,037	▲2,527	15,145	▲6,419	▲3,892
財投債	165,000	196,000	31,000	120,000	▲45,000	▲76,000
借換債	1,091,144	1,092,616	1,471	1,060,790	▲30,354	▲31,825
うち復興債分	832	—	▲832	19,118	18,286	19,118
国債発行総額	1,622,028	1,697,999	75,970	1,539,633	▲82,395	▲158,365

投資家のニーズ・動向等を踏まえた発行計画

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限別配分については、市場のニーズや動向等を勘案しつつ、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。

平成29年度発行計画においては、超長期債（40年債・30年債・20年債）は、生保等の需要動向を踏まえ、40年債を前年度当初比で増額する一方、30年債は維持、20年債は減額しました。長期債（10年債）は、低金利環境が続く中での

需要減退を踏まえ減額し、中短期債（5年債・2年債・1年債）については、マイナス金利下で需要が縮小していることを踏まえ、大幅に減額しました。

「流動性供給入札」は、市場における需給がタイトな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した仕組みです。平成29年度計画においては、市場において流動性向上を求める声を踏まえ、流動性供給入札を1.2兆円増額しております。実際の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することとしています。

平成28年度国債発行計画の変更

経済対策に伴う平成28年度国債発行計画の変更

平成28年度は新興国経済に陰りが見えたのに加え、6月には英国国民が投票によってEU離脱を選択する、いわゆるブレグジットが起り、世界経済の低迷、成長の減速が心配されました。

そこで安倍政権では、世界経済のリスクに立ち向かうべく、「未来への投資を実現する経済対策」を8月2日に閣議決定されました。この閣議決定を受けて8月24日には平成28年度第2次補正予算が閣議決定されました。この補正予算には、建設国債の2.8兆円増額、財投債の3.1兆円増額等、国債発行額の変更が含まれていたため、平成28年度国債発行計画についても変更が行われました。

上述の補正予算に伴い、国債発行総額は増えましたが、前倒債を活用することなどにより、カレンダーベース市中発行額の総額は変更してありません。ただし、年限別発行額を変更しました。

具体的にはまず、40年債の発行を0.4兆円増額するとともに物価連動債を同額減額しました。経済対策の中で、現下の低金利環境を活かし、財

政投融资の手法を積極的に活用することによりリニア新幹線の全線開業を8年前倒しすることが盛り込まれたことを受け、こうしたインフラ整備に対する超長期の資金供給に対応するため、40年債の発行額を増額しました。一方、物価連動債は市況や市場参加者の意見を踏まえつつ、年間発行額を減額しました。

カレンダーベース市中発行額

(単位：兆円)

区 分	28年度当初 (年間発行額；a)	28年度（9月変更後）	
		(年間発行額；b)	(b)－(a)
40年債	2.4	2.8	0.4
30年債	9.6	9.6	—
20年債	13.2	13.2	—
10年債	28.8	28.8	—
5年債	28.8	28.8	—
2年債	27.6	27.6	—
1年割引 短期国債	25.0	25.0	—
10年物価 連動債	2.0	1.6	▲0.4
流動性 供給入札	9.6	9.6	—
計	147.0	147.0	—

保有者層の多様化

個人投資家や海外投資家の保有促進に 取り組み、投資家層の幅を広げる

国債保有の多様化に向け、 個人投資家の国債保有促進策を実施

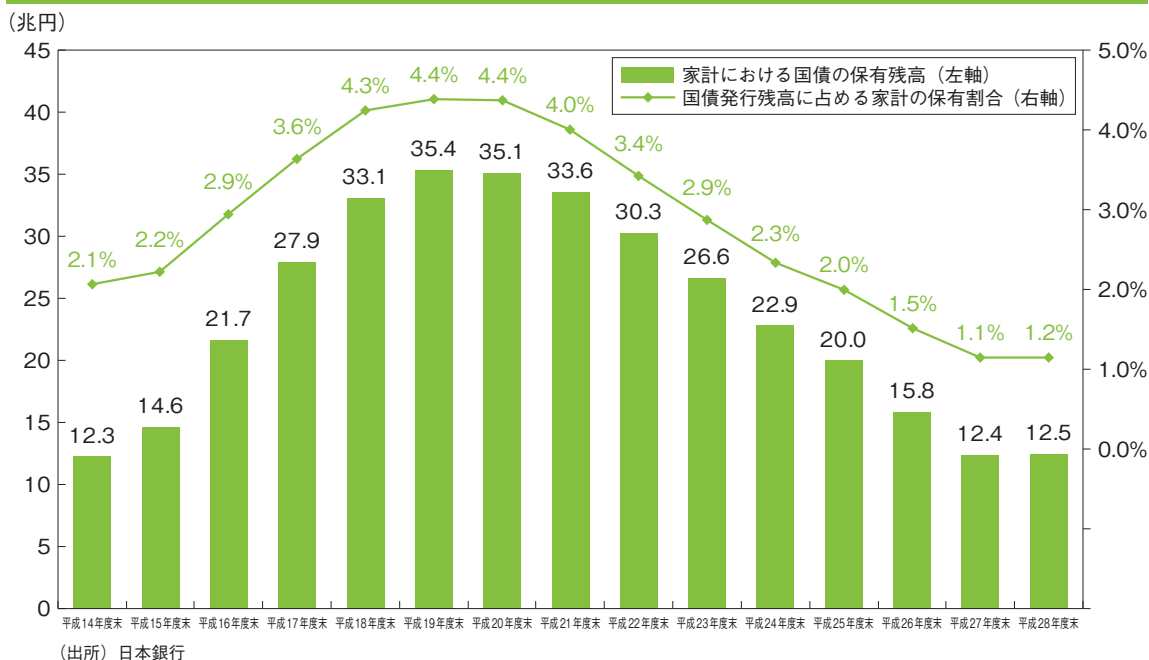
現在、日本は多額の国債残高を抱えており、幅広い投資家層が国債を保有することにより、国債の安定消化を図ることが重要な課題となっています。国債保有者が、特定の投資家層に偏れば、市場の状況が変化した場合に、市場参加者の取引が一方に流れがちな傾向にあるとの指摘もあります。そこで、長期安定的な国債保有が見込まれる保険会社・年金基金等、あるいは銀行等の金融機関と投資行動が異なる個人や海外投資家による国債保有の促進に取り組んでいます。

個人投資家の保有促進策としては、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、家計の国債保有割合は低下傾向にありますが、個人向け国債の適用利率が下限金利（0.05%）付近で推移する中、平成28年度の発行額は9年ぶりに4兆円を超えました。

財務省としては、引き続き広報活動に務め、個人向け国債に関する国民の理解を進めていきます。

家計の国債保有



海外投資家の国債保有割合は 過去最高の水準に

海外投資家の日本国債保有は、平成20年のリーマン・ショック以降、減少に転じました。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）まで落ち込んでいます。

その後は、世界的な景気回復傾向の中、各国の金融緩和等によるグローバルな投資資金の流入がありました。また、欧州債務危機を背景とした「質への逃避」といわれる動きがあり、安全資産とみなされた日本国債への需要等が見られました。これらにより、平成22年4月以降、海外投資家による日本国債の保有は増加に転じています。

平成28年度も引き続き海外投資家による日本国債の保有は増加傾向で推移し、平成28年12月末には、海外投資家による国債保有割合は

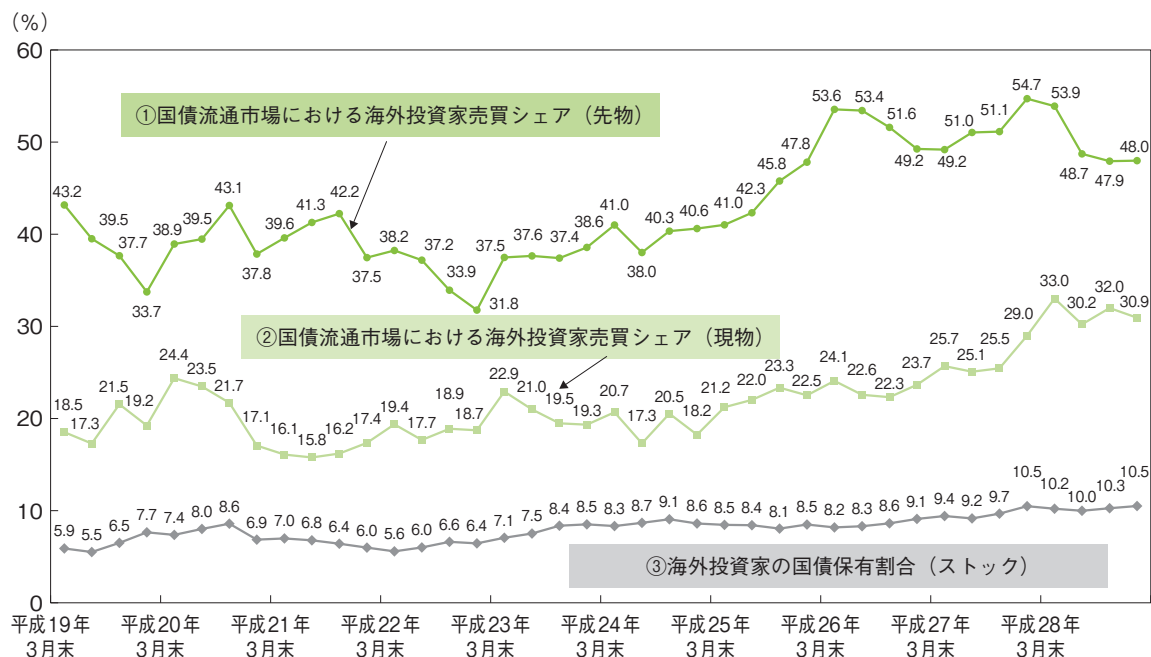
10.5%、保有額は113兆円と過去最高水準となっています。

海外投資家による日本国債への投資は、期間が1年未満である短期債の保有割合が高いことが特徴の一つです。平成28年12月末時点では国債（除くT-Bill）の保有割合が5.5%であるのに対し、国庫短期証券（T-Bill）の保有割合は50.9%となっています。

海外投資家は、流通市場において活発な取引を行う傾向があることも特徴の一つです。売買シェアを見ると、平成28年末時点で現物では30.9%、先物では48.0%となっています。

海外投資家の流通市場におけるプレゼンスは、保有割合に比べて大きく、その動向を引き続き注視するとともに、海外投資家へのIR活動にも力を入れていくことが必要です。

海外の国債等保有割合、売買シェアの推移



（注1）四半期ベース。

（注2）国庫短期証券（T-bill）を含む。②は債券ディーラー分を除いた計数。

（出所）日本銀行、日本証券業協会、日本取引所グループ

海外投資家との直接対話で ニーズをきめ細かく把握

海外投資家の分類： リアルマネー投資家とヘッジファンド

海外投資家は、大きく二つの種類に分けることができます。一つ目は、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（SWF）等のリアルマネーといわれる大口の機関投資家です。二つ目は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です。

このうち、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リアルマネー投資家であると見込まれます。

一般的に、リアルマネー投資家はヘッジファン

ドに比べて、安全性や流動性を重視し、かつ安定的に保有する傾向が強いと言われていますが、最近では幅広い海外投資家層において、ペーシス・スワップを利用した中短期債への投資が活発化しています。ペーシス・スワップとは、通貨スワップの一種で、異なる通貨の元本を一定の為替レートのもとで一定期間交換し、その間それぞれの通貨に生じる金利を交換する取引のことです。

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組み（IR：Investor Relations）を実施しています。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

海外投資家のタイプと投資行動

- JGB（日本国債）市場に参加する海外投資家は、大きく分けて、「リアルマネー投資家」と「ヘッジファンド」の2つが存在するが、その投資行動は大きく異なっている。

リアルマネー投資家

- 保有資金を国債を含む有価証券等に長期にわたって投資する傾向が強い。
- JGBの主要な投資家層。

- ✓ 中央銀行（外準運用当局）
→安全性・流動性を重視。JGBの主要な投資家。
- ✓ 投資顧問
- ✓ 年金基金
- ✓ 生命保険
- ✓ ソブリン・ウェルス・ファンド

ヘッジファンド

- 一定程度のリスクを取ったうえでレバレッジを効かせ、高いリターンを追求。
- 短期かつ投機的な取引を行うことが多い。

- ✓ マクロ系－景気・物価動向等のマクロ・シナリオに基づいて積極的に金利リスクを取った運用を実施。
- ✓ レラティブ・バリュー系－イールド・カーブの歪みに着目し、金利スワップを多用して利益を追求。
- ✓ CTA（Commodity Trading Advisor）系－過去の相場データから数理的な手法によりトレンドを抽出し、運用。

海外IRの目的

1. 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
2. 国債及び日本経済に関する正確かつタイムリーな情報提供
→ 長期安定保有の促進
3. 海外投資家の動向及びニーズの的確な把握
→ 国債管理政策へのフィードバック

(第44回国の債務管理の在り方に関する懇談会(平成29年5月31日)配布資料抜粋)

期安定的な保有を促すことなどを目的としています。

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。海外IRの手法は、海外投資家の動向や市場環境の変化、「国の債務管理の在り方に関する懇談会」等の意見を踏まえ、投資家のニーズに応じた方法を取り入れています。

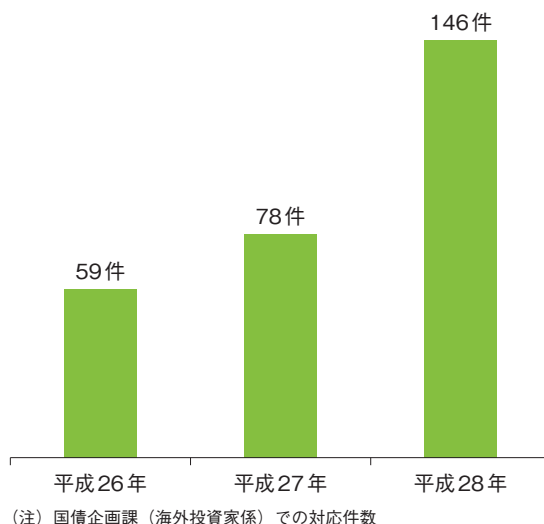
当初は、日本国債の認知度向上のため、各地で大人数を対象としたセミナー形式を中心に実施してきましたが、近年では、こうした取組みによる認知度の向上等を受け、セミナー形式のみならず、個別投資家訪問も強化しています。投資家と直接対話することで、投資家ニーズのよりきめ細かい把握と対応が可能となり、日本国債の更なる理解にとって有意義なものになると考えています。

平成28年度は14カ国を訪問 現地セミナーでの講演も実施

平成28年度においては、アジア地域・大洋州において新規にニュージーランドを訪問したほか、マイナス金利採用国の債務管理当局との意見交換も実施(6か国)しました。その結果、北米、欧州、アジア等において、全10回の海外IRでは、14カ国、20都市を訪問し、現地投資家との面談に加え、現地のセミナーに参加、講演を行いました。

6月には、坂井副大臣(当時)がシンガポールを訪問し、海外投資家向けセミナーにおいて講演を行い、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。

国内における海外投資家等との個別面談



近年では、アジア地域から日本への債券投資が増加していることも踏まえ、外準運用担当者の情報交換の場である地域外準運用管理フォーラム(アジア開発銀行主催)に参加し、アジア・大洋州地域の機関投資家等を対象とした日本国債の説明も積極的に行っているほか、6月の国の債務管理の在り方に関する懇談会での示唆を踏まえ、アジアの年金やヘッジファンドにも多数訪問しています。

このほか、海外投資家を招いた国内のセミナーでの講演や、来日する海外投資家との個別面談も重点的に行っています。

近年は、IR活動による認知度の向上を受け、過去面談した投資家からの訪問を受けるなど、財務省に面会を希望する投資家が増加しており、平成28年度は多くの海外投資家との面談を実施しました。

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