

# 国債管理政策の現状と課題

## —論点整理—

平成 21 年 12 月 16 日  
国の債務管理の在り方に関する懇談会

最近の国債管理政策については、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図るという基本的目標の下で、平成 15 年 12 月に財務省が取りまとめた「国債管理政策の新たな展開」に沿って、様々な取組が実施されてきた。

具体的には、「国債市場特別参加者制度」（プライマリー・ディーラー制度）が導入されるとともに、「国債市場特別参加者会合」等の国債発行当局と市場参加者との意思疎通を図る場が設けられ、国債発行計画の策定に当たって、これらを通じた「市場との対話」が定期的に開催されている。

また、国債の安定消化を促進するため、国債の商品性や保有者層の多様化や国債市場の流動性の向上に向けた取組等も実施されている。

他方で、最近の国債管理政策を巡っては、昨年秋のリーマン・ショック後に国債市場（特に、物価連動債及び変動利付債）の流動性の低下が見られたほか、累次の経済対策の策定に伴って国債が増発されることともなった。

現在の我が国の極めて厳しい財政状況の中で、今後も大量の国債発行が見込まれる。また、金融危機についても引き続き注意深い対応が求められることも併せ考えれば、財政健全化に向けた取組とともに、国債管理政策の重要性は益々高まっていると考えられる。

こうした問題意識の下、当懇談会において、「国債管理政策の新たな展開」以後の進展を振り返りつつ、金融危機への対応も含めて、国債管理政策の現状及び今後の課題について、本年 10 月 14 日以降、委員からのプレゼンテーションも含め、5 回にわたる議論を通じて論点整理を行った。この論点整理が今後の国債管理政策の運営に寄与することを期待するとともに、市場は常に変化するものであり、今後とも国債管理政策について不断の見直しを行っていくことが必要と考える。

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                                      | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>【総 論】</b>                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <p><b>1. 金融危機への対応</b></p> <p>➤ 累次にわたる国債発行計画の見直し（「市場との対話」を通じ、特に以下の点に重点を置いて対応）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 物価連動債・変動利付債の発行取り止め及び買入消却の大幅増額</li> <li>◆ 経済対策に伴う国債増発の円滑な消化</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 昨年の金融危機においては、我が国の国債市場でも物価連動債・変動利付債について特に市場の混乱が見られたが、丁寧な「市場との対話」の実施等により、諸外国に比べてショックの程度は限定的であったと言える。また、大規模な国債の増発に当たっても、これまでのところ円滑に消化されている。</li> <li>・ 金融危機への対応としてとった措置は、緊急避難的なものであり、危機の度合いに応じて見直しを行っていくべきものである。</li> <li>・ これまで「市場との対話」等を中心に実施されてきた国債管理政策は、金融危機においても基本的にうまく機能したと評価できる。引き続き、将来起こり得る危機に対して機動的に対応できるよう、「備えあれば憂いなし」の姿勢で、内外のマーケットの状況、投資家の動向、制度や規制の変化に対して常にアンテナを高くし、的確な状況把握や適時の情報発信に努めることが必要である。</li> </ul>                                                                                                                                                  |
| <p><b>2. 累増する国債残高への対応</b></p>                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債発行額が増加し、今後も大量の国債発行が継続すると見込まれる中で、国債管理政策の重要性は、益々高まるものと考えられる。</li> <li>・ 国債管理政策を適切に実施していくに当たっては、財政運営への信頼が維持されること等により、国債に対する信認が確保されることが不可欠の前提となる。そのためには、財政健全化に向けた政府の強い意志を示すことが重要であり、持続的な経済成長を促す新たな成長戦略を策定するとともに、中期的な財政健全化に向けた具体的な指針・道筋を明確にすることが必要である。</li> <li>・ 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という国債管理政策の基本的目標の下、引き続き、「市場との対話」を行いつつ、予見可能性、透明性、柔軟性という基本的考え方に沿った国債発行計画の策定が必要である。国債管理政策において機会主義的な対応をとらないことが、発行当局に対する信頼感を醸成することになる。</li> <li>・ 我が国の国債保有構造は、銀行等の預金取扱金融機関の保有割合が高いが、このような状況は、市場の状況が変化した場合に取引が一方向に流れるリスクを内在しており、投資行動の異なる投資家が幅広く国債を保有することを促進することが重要である。</li> </ul> |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>【個別の論点】</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>1. 市場との対話</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p><b>（１）「市場との対話」の場</b></p> <p>➤ 市場との対話の場の設置</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 国の債務管理の在り方に関する懇談会（16 年 11 月～）</li> <li>◆ 国債市場特別参加者会合（16 年 10 月～）</li> <li>◆ 国債投資家懇談会（14 年 4 月～）</li> <li>◆ 国債トップリテラー会議（19 年 6 月～）</li> </ul> <p>➤ 国債発行計画の策定・改定プロセス</p> <p>➤ 債務管理レポートの発行（16 年 7 月～）</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債発行計画の策定・改定に当たって、「市場との対話」が定期的開催されている。これにより、国債発行の透明性や予見可能性が高まるとともに、市場のニーズを踏まえて柔軟性を持った国債発行が行われ、国債の確実かつ円滑な発行や中長期的な調達コストの抑制に寄与している。特に、金融危機後には、市場の混乱に適切に対処するため、従来にも増して丁寧に「市場との対話」が実施された。</li> <li>・ 国債市場の動向やニーズを的確に把握するための「市場との対話」は、引き続き、国債管理政策の中心的な役割を担うものとして重要である。</li> <li>・ また、「市場との対話」としての各種会合の場以外においても、恒常的に機関投資家等の意見を幅広く収集することが望ましい。</li> <li>・ 引き続き、債務管理レポートの発行等による適切なディスクロージャーに努めることが必要である。</li> </ul> |
| <p><b>（２）国債市場特別参加者（PD：プライマリー・デューラー）制度</b></p> <p>➤ PD 制度の導入（16 年 10 月）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ PD の責任：応札責任（発行予定額の 3% 以上）、落札責任（発行予定額の一定割合（原則 1%）以上）等</li> <li>◆ PD の資格：PD 会合への参加、買入消却入札や流動性供給入札への参加等</li> </ul> <p>※シ団の廃止（18 年 3 月）</p>                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債市場特別参加者（PD）制度は、「市場との対話」ともあいまって、国債の安定消化に寄与しており、PD の「資格」と「責任」についても、現状では妥当なものと考えられるが、今後の市場の状況に応じて、必要な見直しを行っていくことも考えられる。</li> <li>・ 昨年の金融危機の経験や最近の国債発行規模の拡大を踏まえれば、国債市場の流動性の維持・向上を図ることの重要性は高まっており、PD には流通市場におけるマーケットメイク機能を一層果たすことが期待される。</li> </ul>                                                                                                                                                           |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                       | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2. 国債の商品性・保有者層の多様化</b>                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>（１）商品性・保有者層の多様化（総論）</b>                                                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 我が国の国債保有構造は、銀行等の預金取扱金融機関の保有割合が高いが、このような状況は、市場の状況が変化した場合に取引が一方向に流れるリスクを内在しており、投資行動の異なる投資家が幅広く国債を保有することを促進することが重要である。</li> <li>・ このため、長期安定的な投資を行うと考えられる生保・年金や、預金取扱金融機関と投資行動の異なると考えられる個人、海外投資家による国債保有の促進に向けた取組を更に進めることが必要である。</li> <li>・ 国債の商品性及びその多様化については、時々で変化する市場の動向やニーズに的確かつ柔軟に対応していくことが引き続き必要である。</li> <li>・ 複雑な商品は市場の混乱時には脆弱なものとなりやすいという点も踏まえ、原則としては、シンプルで分かりやすい商品を提供することが重要である。</li> <li>・ 商品の多様化については、具体的なニーズや既発行銘柄の需給への影響等を踏まえた検討が必要である。また、商品の多様化は現状でも相当進んでおり、個々の銘柄ごとの流動性との関係や入札スケジュールとの関係にも留意が必要である。</li> </ul> |
| <b>（２）超長期債市場の育成</b><br>> 超長期債市場の育成<br>◆ 40年利付債の導入：19年11月<br>◆ 30年利付債の発行増額（発行ロット、頻度）、原則リオープン導入等<br>→平均償還年限は徐々に長期化（新規発行で7年5ヶ月（21年10月変更後）、残高で6年3ヶ月） | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 超長期債については、生保のALMにおけるデュレーション・マッチングの観点からのニーズが見込まれる一方、発行当局にとっても国債の平均残存年限の長期化によって将来の借換リスクの軽減を図ることができるというメリットがある。</li> <li>・ 30年債、40年債については、未だ流動性が十分とは言えない面もあり、今後とも、市場の状況を踏まえつつ、徐々に発行規模・頻度を増加させていくこと等を通じて、超長期債市場の育成に向けた取組を続けていくことが必要である。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                          |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                                                          | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>（３）物価連動債・変動利付債</b></p> <p>➤ 10年物価連動債の導入（16年3月）・15年変動利付債の発行拡大<br/>→20年10月以降発行停止中</p>                                                                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 物価連動債は、諸外国でも定着しているものであるが、インフレ期待が見込めない中で、現在は発行停止を余儀なくされている。今後、市場の状況を踏まえつつ、発行再開のタイミングを見極める必要がある。</li> <li>・ 今後の物価連動債の発行再開に向けて、現在保有比率の高い海外投資家のみならず、国内投資家の投資ニーズに対応することが必要であり、元本保証（フロア）を付与した商品やより長期の年限の商品の導入等、ニーズを踏まえた対応が必要である。</li> <li>・ 変動利付債についても、現在は発行が停止されている。変動利付債については、長期金利連動という商品は諸外国にも例の少ないものであり、また、リスク特性が複雑で分かりにくいとの指摘もあることを踏まえ、今後想定されるニーズや商品性の見直しの可能性等を見極めることが必要である。</li> </ul>                                                                                                                                                                 |
| <p><b>（４）個人投資家による保有促進</b></p> <p>➤ 個人向け国債の導入</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 10年変動金利型の導入（15年3月）</li> <li>◆ 5年固定金利型の導入（18年1月）</li> <li>◆ 3年固定金利型の導入（22年7月発行を目途）</li> </ul> <p>➤ 新型窓口販売方式の導入（19年10月）</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 個人向け国債の導入後、家計の国債保有比率は2.4%（15年3月）から5.3%（21年6月）まで増加しており、諸外国に比して特に遜色はないものの、現在は金利水準の低下等から販売は低迷している。</li> <li>・ こうした状況や、23年1月に固定5年債の満期償還が始まることを踏まえ、22年7月を目途として3年債の発行開始に向けた準備を進める必要がある。</li> <li>・ 更に個人保有の促進の観点から、調達コストや競合する民間商品にも留意した上で、             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 既存商品について、金利設定方法や中途換金制度等の商品性の見直し、</li> <li>② 全ての商品について、四半期毎の発行を3年債同様に毎月発行とすること、</li> <li>③ より短期の年限や物価連動債といった商品を導入すること、</li> </ol>             など、取扱機関の意見も踏まえつつ、幅広く検討することが考えられる。           </li> <li>・ また、並行して、個人投資家のニーズや投資に対する考え方を直接に吸い上げる取組も重要である。</li> </ul> |



| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                               | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>（５）海外投資家による保有促進</b></p> <p>➤ 海外 IR の実施（17 年 1 月～）</p> <p>→17 年 1 月以降、世界各地で 18 回の海外 IR を実施。海外 IR の手法については、日本国債の認知度向上を狙った大規模なセミナーの開催が一巡し、個別に投資家を訪問し意見交換を行う形式が増加。</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外 IR においては、これまでに 150 以上の投資家への訪問が行われ、日本経済・財政や国債管理政策の概況についての説明を通じて、海外投資家の理解促進が図られている。海外 IR の実施後、海外の国債保有比率は 4.1% (16 年 12 月) から 6.1% (21 年 6 月) まで増加しており、一定の効果が認められる。</li> <li>・ ただし、海外 IR の実施は、海外保有比率という数字そのものよりも、むしろ潜在的投資家層を発掘し、日本経済・財政等に関する海外投資家の正しい理解を促し、そうした投資家とのネットワークを構築・維持することに大きな意義があることに留意すべきである。</li> <li>・ 海外投資家の中でも運用方針や投資期間等を異にする多様な投資家が存在しており、海外 IR の展開に当たっては、既にネットワークを構築した投資家に対しては定期的な情報提供を継続するとともに、新たに IR を行う対象については、どういった投資家に力点を置くか、市場環境を踏まえて適宜判断していくことが適当である。金融危機により多くのヘッジファンドが市場から退出した現状においては、安定的に国債を保有する傾向が強い年金基金、生命保険、中央銀行等を重視し、ネットワークを構築・維持することが重要である。</li> <li>・ 海外 IR の手法としては、投資家とのネットワークの構築・維持の観点から、個別投資家訪問を中心としながら、日本国債の認知度、投資家のニーズ、効率性などを勘案し、セミナー方式を適宜組み合わせ、費用対効果の高い海外 IR を実施することが必要である。</li> <li>・ 直接投資家を訪問する以外にも、メール、電話会議等を活用しつつ、より一層積極的なコミュニケーションに努め、機動的に情報発信と情報収集をすることも必要である。特に国債市場に大きな状況変化が生じた場合に、海外を含む市場に不安を与えないよう、英語で即時に情報発信することが重要である。</li> <li>・ 現在、日本国債は国内で円滑に消化されているが、少子高齢化の進展や資金取引のグローバル化、他の主要先進国においては海外における資金調達を行っている国もあること等を踏まえると、中長期的観点からそうした資金調達の可能性も念頭におきながら、主要国の状況等についても研究しておくことが考えられる。</li> </ul> |

| 論点・これまでの取組            | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>3. 国債市場の流動性の向上</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>（１）流動性の向上（総論）</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 流動性の高い国債市場の存在は、国内外の多様な投資家による国債保有を誘引する要素となるため、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と中長期的な資金調達コストの抑制にも資する。従って、国債市場の流動性の維持・向上は、発行当局にとっても望ましい。</li> <li>・ ただし、国債流通市場を構成するのはPD等の仲介業者と投資家であり、流動性の維持・向上については、そうした市場参加者間の取引の活発化を通じた市場の自律的機能によることが基本である。発行当局は、発行段階での金額・年限・銘柄統合等の工夫によってそれを後押しする役割を有する。</li> <li>・ もっとも、現状では、国債発行残高や銘柄数が非常に多い中で、資本や保有リスク量の制約から、仲介業者にとって全ての銘柄の流動性を常に十分に提供することへの負荷は小さくなく、銘柄間の需給格差が生じやすい傾向にある。特に、昨年の金融危機のような状況においては、国債市場の流動性の低下が避けられない。実際に、物価連動債・変動利付債については、海外投資家からの売り圧力に対して市場の価格発見機能が損なわれたが、発行当局による積極的な買入消却が市場の流動性の下支えとなった。</li> <li>・ 当面、国債の大量発行の継続が見込まれる中、国債市場の流動性の確保は引き続き重要な課題となる。発行当局としては、市場の自律的機能に委ねることを基本としつつも、国債管理政策の基本目標の達成のために必要な範囲での補完的な手段の活用も有効になる。</li> </ul> |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>（２）流動性供給入札</b></p> <p>➤ 流動性供給入札の導入（18 年 4 月）及び拡充</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 規模の拡大：20 年 9 月までは月 1,000 億円（年間 1.2 兆円）→現在（21 年 7 月以降）は月 6,000 億円（21 年度計画では 6.3 兆円）</li> <li>・ 対象の拡充：20 年 3 月までは「構造的に流動性が不足しているゾーン」（残存 11～16 年）を対象→20 年 4 月からは「流動性の不足する銘柄」（残存 6～29 年）を対象</li> </ul> <p>➤ 特別流動性供給入札の導入（20 年 4 月）</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 流動性供給入札は、時々の市場のニーズに応じた国債の供給手段として、需給が特に逼迫した銘柄に対する貴重な流動性向上策となっており、最近のイールドカーブのスムーズ化にも寄与している。</li> <li>・ また、昨年からの国債増発の過程では、新発債増発と合わせて流動性供給入札の規模を拡大することで増発の影響が分散され、資金調達を全体として円滑化する効果があった。</li> <li>・ このように、流動性供給入札は、市場機能（流動性）の向上に加え、新発債発行額の抑制の面でも、補完的機能を果たしている。</li> <li>・ 現状、流動性供給入札を通じた発行は概ね順調に行われているが、金融危機や国債増発への対応の一環として規模が急拡大してきた中、こうした補完的な手段としての位置付けを明確にする必要がある。流動性供給入札の規模の拡大は、発行される銘柄の年限が事前には分からないことによる不確実性を高める面もあることも踏まえ、引き続き補完的な位置づけを逸脱しない範囲で実施していくことについて市場参加者との間で認識を共有したうえで、今後の規模・頻度・対象等の具体的な方式について検討することが望ましい。</li> </ul> |



| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>（３）買入消却</b></p> <p>➤ 買入消却入札の開始（15 年 2 月）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 従来は固定利付債だけを対象</li> <li>→18 年 12 月から変動利付債、物価連動債を対象に追加</li> <li>→20 年度には買入消却総額を年間 1.8 兆円から 3 兆円規模に拡大（年度中に 3.55 兆円に増額）、20 年 10 月以降は変動利付債、物価連動債を対象として実施</li> <li>→21 年度には買入消却総額を 4 兆円に増額</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 買入消却は、国債管理政策を巡る事情の変化に応じ、様々な目的で活用されてきた。</li> <li>・ まず、20 年度問題への対応や債務残高圧縮など債務管理上の特別の目的に応じた能動的な買入消却については、多額に上る既発国債の借換えや償還の円滑化のために有効な手段となる。</li> <li>・ それ以外の買入消却については、国債市場の流動性向上策として実施されたものである。このうち、国債市場の全部又は一部において流動性が著しく低下した場合の需給バランスの是正のための買入消却については、危機対応として市場の自律的機能を補完する効果を有する。昨年の金融危機以降の物価連動債・変動利付債を対象とした買入消却も、市場の需給改善に寄与した。ただし、このような買入消却は、危機の性質・度合いに照らして過剰な介入とならないことが必要であり、危機の改善に応じて規模等を縮小していく必要がある。現在の物価連動債や変動利付債の買入消却についても、市場の状況に応じて規模等を徐々に調整していくことが望ましい。</li> <li>・ 一方、平時の買入消却についても、時々の市場のニーズに応じた国債の吸収手段となり、国債市場の流動性の向上に資する面はあるが、ともすれば市場への過剰な介入になりかねない面があることに留意する必要がある。また、市場参加者に対して買入消却の恒常的な実施に過度の期待感を与えかねないという点にも留意が必要である。</li> </ul> |
| <p><b>（４）その他の流動性向上策</b></p> <p>➤ 利付債の発行日を原則 T（入札日）+3 に設定（20 年 4 月）</p> <p>（参考）流通市場における取組</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債のペーパーレス化（15 年 1 月）</li> <li>・ WI（入札前）取引の開始（16 年 2 月）</li> <li>・ 株式会社日本国債清算機関（JGBCC）の業務開始（17 年 5 月）</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債流通市場における流動性の向上が国債の安定消化等にもつながることを踏まえれば、流通市場におけるより一層の取引の円滑化は、国債発行当局にとっても望ましい。</li> <li>・ 現在、フェイル慣行や国債決済制度の見直しについて、日本証券業協会等を中心に検討が進められており、国債発行当局としても、市場参加者のイニシアティブによる流通市場改革に係る議論の後押しをするとともに、必要な対応をとることが望ましい。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                      | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>4. 債務管理の高度化</b>                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <p><b>（１）コスト・アット・リスク（CaR）分析</b></p> <p>➤ コスト・アット・リスク分析の活用（15 年 7 月～）<br/>→ 将来にわたる金利変動パターンについて確率的な金利モデルに基づきシミュレーションすることにより、利払費の中央値（コスト）や利払費の分布の幅の大きさ（リスク）を計測し、金利変動リスクを定量的に分析</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ コスト・アット・リスク分析による前年度発行計画との比較や年限別発行割合の変更に伴うコストとリスクの変動についての検証等、国債発行計画を策定する上での一つの参考として用いられている。</li> <li>・ 国債発行計画の策定等に当たって、将来の金利予想シナリオの信頼性を考慮しつつ目的に合わせた分析期間を設定する等、より信頼性の高い分析へ向けた取組が必要である。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p><b>（２）金利スワップ取引</b></p> <p>➤ 金利スワップ取引の導入（18 年 1 月）</p>                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金利スワップ取引には、短い年限の国債について将来の借換時の金利変動リスクをコントロールする効果等が期待できる。</li> <li>・ しかし、金利スワップ取引の導入に際し、1 回の取引額やタイミング等について極力市場に影響を与えないよう配慮することが求められ、特に昨年の金融危機時にはスワップ市場の流動性の低下も指摘されるなど、実施機会は限定的となり、これまでの取引実績は国債発行額に比べて少額に止まっている。</li> <li>・ また、40 年債の発行開始（19 年 11 月）をはじめ近年の超長期債の発行額は増加しており、年限の長期化による金利変動リスクの削減の観点では、当面は超長期債市場の育成による発行増加に期待できるものと見込まれるため、新規の金利スワップ取引を当面見合わせる考えが考えられる。</li> <li>・ 今後の金利スワップ取引の取扱いについては、今後の国債市場やスワップ市場の状況等を踏まえ、適切に対応していく必要がある。</li> </ul> |

| 論点・これまでの取組                                                                                                                                                                             | 基本的考え方（評価及び課題）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>（３）金利情報の提供</b></p> <p>➤ 国債金利情報の提供の開始（21 年度内を目途）<br/> → 主要年限の国債金利情報を財務省ホームページに掲載。具体的には、流通市場における実勢価格に基づいてコンスタント・マチュリティー・ベースの金利を算出し、その結果を日々公表。過去データについては算出結果を精査の上、公表対象期間を見極めて対応</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国・英国等の主要諸外国においては、財務省等の国債の発行・管理当局や中央銀行がホームページ上に自国の国債金利情報を公表している。財務省においても入札時の価格や金利に関する情報を公表しているものの、流通市場における所謂実勢金利に関する情報提供は行われていない。</li> <li>・ 国債金利情報の提供を開始することにより主要諸外国と同水準の仕組みが整うとともに、広く一般に参照可能なデータとなり、一般投資家や海外投資家が投資判断材料の一つとして活用することが期待される。また、研究機関等による金利情報の取得に関する利便性の向上にも資するものと考えられる。更に、日々のイールドカーブの形状を容易に把握できるようになることから、イールドカーブの推移分析、年限別ボラティリティの算出等にも活用できると考えられる。</li> </ul> |

## 国の債務管理の在り方に関する懇談会 メンバー

|         |    |                    |             |                 |                          |
|---------|----|--------------------|-------------|-----------------|--------------------------|
| 伊藤      | 直紀 | みずほ投信投資顧問(株)取締役副社長 | 根本          | 直子              | スタンダード&プアーズ マネジング・ディレクター |
| 翁       | 百合 | (株)日本総合研究所理事       | 幡鎌          | 俊行              | 三菱UFJ証券(株)常務取締役          |
| 幸田      | 真音 | 作 家                | 藤井          | 眞理子             | 東京大学先端科学技術研究センター教授       |
| 竹内      | 宏  | 大和住銀投信投資顧問(株)専務取締役 | 益戸          | 正樹              | バークレイズ・キャピタル証券(株)副会長     |
| (座長) 田中 | 直毅 | 国際公共政策研究センター理事長    | 宮田          | 孝一              | (株)三井住友銀行専務執行役員          |
| 谷本      | 道久 | 住友生命保険相互会社常務取締役    | 吉田          | 一生              | 農林中央金庫常務理事               |
| 富田      | 俊基 | 中央大学法学部教授          | 吉野          | 直行              | 慶應義塾大学経済学部教授             |
| 那珂      | 通雅 | シティグループ証券(株)取締役副社長 | ロバート・フェルドマン | モルガン・スタンレー証券(株) | 経済調査部長                   |
| 中村      | 善二 | 野村證券(株)執行役員        |             |                 |                          |

以上 17名

(敬称略、五十音順)

(平成21年12月16日現在)

# 金融危機における国債管理政策をめぐる動き

## 金融危機における取組

### ➤ 平成 20 年（2008 年）

- ◆ 9 月 16 日 リーマン・ブラザーズの破綻
- ◆ 9 月 29 日 20 年度補正予算（1 次）に伴う国債発行計画の変更

- ◆ 9 月 30 日 国債発行計画の変更（9 月変更）
  - ✓ 物価連動債の減額、流動性供給入札の増額
  - ✓ 物価連動債の買入消却予定額の増額

- ◆ 10 月 20 日 国債発行計画の変更（10 月変更）
  - ✓ 物価連動債・変動利付債の買入消却予定額の増額
  - ✓ 物価連動債・変動利付債の年内発行取止め
  - ✓ 20 年債・流動性供給入札の増額

- ◆ 12 月 20 日 21 年度国債発行計画の策定、20 年度補正予算（2 次）に伴う国債発行計画の変更

- ✓ 20 年度及び 21 年度の物価連動債・変動利付債の買入消却予定額を増額
- ✓ 20 年度補正予算（2 次）による国債発行総額の増額（11.3 兆円）に対し、主に前倒債発行額の大幅減で対応

### ➤ 平成 21 年（2009 年）

- ◆ 4 月 27 日 21 年度補正予算に伴う国債発行計画の変更

- ✓ 21 年度補正予算による国債発行総額の増額（16.9 兆円）に対し、入札による市中への発行額の増額で対応



# これまでの国債管理政策の主な取組

(「国債管理政策の新たな展開」(平成 15 年 12 月 3 日)公表以降を中心に)

## 市場との対話

### 〔市場との対話〕

- 市場との対話の場の設置
  - ◆ 国の債務管理の在り方に関する懇談会 (16 年 11 月～)
  - ◆ 国債市場特別参加者会合 (16 年 10 月～)
  - ◆ 国債投資家懇談会 (14 年 4 月～)
  - ◆ 国債トップリテラー会議 (19 年 6 月～)
- 国債発行計画の策定・改定プロセス
- 債務管理レポートの発行 (16 年 7 月～)

### 〔国債の円滑な発行の確保〕

- 国債市場特別参加者制度の導入 (16 年 10 月)  
※シ団の廃止 (18 年 3 月)
- 割引短期国債・政府短期証券の統合発行 (国庫短期証券) の開始 (21 年 2 月)

## 国債の商品性・保有者層の多様化

### 〔商品性の多様化〕

- 超長期債市場の育成 (40 年利付債の導入 (19 年 11 月) 等)
- 10 年物価連動債の導入 (16 年 3 月)・15 年変動利付債の発行拡大  
→20 年 10 月以降発行停止中

### 〔保有者層の多様化〕

- 個人向け国債の導入
  - ◆ 10 年変動金利型の導入 (15 年 3 月)
  - ◆ 5 年固定金利型の導入 (18 年 1 月)
  - ◆ 3 年固定金利型の導入 (22 年 7 月発行を  
目途)
- 新型窓口販売方式の導入 (19 年 10 月)
- 海外 IR の実施 (17 年 1 月～)

# これまでの国債管理政策の主な取組

(「国債管理政策の新たな展開」(平成 15 年 12 月 3 日)公表以降を中心に)

## 国債市場の流動性の向上

- 流動性供給入札の導入 (18 年 4 月) 及び拡充
  - ◆ 特別流動性供給入札の導入 (20 年 4 月)
- 物価連動債及び 30 年債の原則リオープン化 (18 年 12 月)
- 買入消却入札の開始 (15 年 2 月)
- 利付債の発行日を原則 T (入札日) +3 に設定 (20 年 4 月)

(参考) 流通市場における取組

- 国債のペーパーレス化 (15 年 1 月)
- WI (入札前) 取引の開始 (16 年 2 月)
- 株式会社日本国債清算機関 (JGBCC) の業務開始 (17 年 5 月)

## 債務管理の高度化

- コスト・アット・リスク (CaR) 分析の活用 (15 年 7 月～)
- 金利スワップ取引の導入 (18 年 1 月)
- 国債金利情報の提供の開始 (21 年度内目途)