

17.12.6
理 財 局**18 年度国債発行計画に関する市場関係者の見方**

国債市場特別参加者会合（11/18）及び国債投資家懇談会（11/25）において、市場参加者から出された意見の概要は以下のとおり。

1. 年限・種類別発行額について**（1）長期・超長期ゾーン**

- 長期・超長期ゾーンについては、保険会社、年金、公的部門、海外等幅広い投資家の需要拡大が引き続き見込めることから、基本的に増額の余地は大きい。
- 特に、20 年債については、需給も良好であり、増発を求める意見が強かった。
- 他方、10 年債については、需給は悪くなく、増発余地もあるとの意見が出された一方、シ団が廃止された場合には、市中消化額が実質増加となることを懸念する声もあった。
- また、30 年債については、強い投資家のニーズを基に増発を求める意見があった一方、投資家層が限られ、他の年限に比較して流動性が劣ることから、増発は市場の環境整備を待って行うべきとする意見もあった。

特別参加者会合等で出された意見（例）

・このところのイールドカーブの動きを見ると、超長期ゾーンを含めて相当フラット化してきており、他の投資家の動向等を見ても、超長期債に対するニーズは相当高い。中短期債を減額して、20 年債又は 30 年債を増額するのがよいのではないか。

・長期・超長期ゾーンは、保険会社、年金、公的部門、海外といった幅広い投資家の需要拡大が引き続き見込まれることから、基本的には増額の余地は十分あると考えている。

・30 年債については、20 年債に比べてナチュラルバイヤーが少ないという現状にあり、最近の動きを見ても、増額は難しい。増額は 20 年債を中心に行うべき。

イギリスにおいて、制度的な変更の結果、運用規制が設けられ、年金の資産を株式から債券に移行し、ALM運用の進捗が促されるということがあった。30 年債の増発を検討する場合には、もちろんマーケットの環境にもよるが、そうした制度面からの働きかけも必要となるかもしれない。

・30年債については、まだ参加者層が限られていること、ボラティリティも大きいことを考えると、買入消却や日本銀行の買入オペの対象となる等の環境整備を待って将来的に増額を図るということではないか。

・10年債については、シ団廃止の問題もあるが増額は可能であり、20年債についても増額を希望している。30年債についても、保険や年金のニーズが相当あると思っており、増額した方が流動性も向上して良いのではないかと。

・10年債は、シ団が廃止される場合には、市中消化額は実質増額となるため、現行の発行ロットである1.9兆円を据え置くべき。20年債については0.1兆円増額が可能。

(2) 中短期ゾーン

- 中短期ゾーンについては、総じて足下の需給は悪くないが、金融政策の変更があった場合の影響が比較的大きいこと、2008年度に償還のピークが来ること等から、2年債やTB1年物については、減額の候補となり得るとの指摘があった。

特別参加者会合等で出された意見（例）

・5年債に関しては現状と同額程度でよいと思う。2年債については、据え置きでもよいが、超長期債を増やすのであれば、見合いで若干減額しても良い。

・量的緩和の解除が短期ゾーンに与えるインパクトを予想することは困難であるが、これまでイールドカーブ上の文鎮のような機能を果たしてきた短期ゾーンが大きく変動した場合にカーブ全体が受けることになるマイナスのインパクトを考慮すると、特にTBについては、超長期ゾーン増額の見合いで減額できるのであれば、減額した方が良い。他方、5年債に関しては、銀行のポートフォリオのコアとしてのニーズが高く、発行額は据え置きで良い。

・2年債については、償還が2008年度にあたることを踏まえ、0.1兆円程度の減額を考慮すべき。さらに、市中消化額が減るようであれば、1年TBについても減額の候補となり得る。

・2年債については、ある程度需要もあり、1回あたりの発行額が1.7兆円という水準が定着してきたことを考えれば、市場維持という観点から発行規模を維持していくことが重要。

逆に、1年TBに関しては、発行額の半分位が日銀のオペで吸収されているという状況にあり、投資家の実需がそれほど大きくないとも考えられる。超長期ゾーンを増発する見合いで中短期ゾーンのどこかを減らすというのであれば、1年TBが良い。

(3) 変動金利・インデックス物（15 年変動利付債、物価連動債）

- 変動金利・インデックス物については、将来的に発行額を増やしていく方向であることについては異論がなかったが、来年度の対応については、意見が分かれた。
- 15 年変動利付債については、イールドカーブのフラット化等により足元需給が悪化していることや既に主要投資家のポートフォリオの相当割合を占める状況に至っていることを受け、減額を求める意見が多かったが、一時的な市況悪化により減額することは適当でないとの意見もあった。
- 物価連動債については、将来的な増発余地は高いものの、会計の問題が国内投資家にとってネックとなっており、会計処理の見直しに目処がついた後に増額を検討すべきとの意見が多かったが、現状でも小幅の増額は可能ではないかとする意見もあった。

特別参加者会合等で出された意見（例）

・物価連動債、15 年変動利付債については、調達サイド・運用サイド双方にとって、市場リスクの分散メリットがある商品であると考えている。したがって、15 年変動利付債、物価連動債を合わせたシェアについては、引き続き増加傾向を維持するのが望ましい。

・諸外国のマーケットと比較すれば、日本国債のマーケットに占める変動金利物のシェアは低く、引き続き着実に増やすことが必要。そして、全体として変動金利物を増やしていく中で、現状シェアが多くなっている 15 年変動利付債を少し減らし、物価連動債を増やしていくという方向性を発行体として示すべき。

・物価連動債については、将来的には十分拡大余地があると考えているが、現時点では、会計の問題が国内機関投資家にとっては相当ネックとなっている。仮に、会計の問題が解決されたとしても、現実にはシステム対応や事務対応が必要となることもあり、当初計画では据え置きとしつつ、それらの問題が解決した後、場合によっては期中にも、増発の検討をすべきではないかと考えている。

・物価連動債については、今後国債発行における大きな柱とすべく、増発に向けた環境整備が望まれる。当局から制度面の改善に向けた取組の説明があったが、今後とも、当局において、こうした努力を続けていただくとともに、我々からも、国内投資家がそうした制度面の改善を望んでいるということを繰り返し申し上げていきたいと思っている。また、物価連動債に対する海外投資家のニーズは非常に大きく、今後の海外投資家の国債保有の拡大という点から考えても、物価連動債は非常に重要。

・15 年変動利付債については、従来は預金取扱金融機関の需要の拡大に合わせて増発が続いてきたが、そのセクターのポートフォリオにおいて、相当の割合を占める状況に至っている。20 年債は来年度から償還が始まるが、15 年変動利付債については、残高は当面増加一方であることと相まって、コアの需給は緩んでしまっている。

・ 3回くらい前の会合において、物価連動債の増額を提案していた人は1人もいなかったが、現時点において、逆に、減額を言う人は1人もいない。市場の状況は、2～3ヶ月するとそれくらい変わり得るものであるが、発行計画は、本来もう少し長い目で考えるべきものと考ええる。

15年変動利付債についても、目先の需給は、非常に良くないが、0.2兆円減額したからそんなに変わるのかというのが正直な感想。発行ロットを1.3兆円から1.5兆円に引き上げてから、まだ4回しか入札していないこともあり、もう少し長い目でものを考えていくべきではないか。

2. バイバック、流動性供給入札について

(1) バイバックについて

- 対象銘柄については、償還期限平準化の観点から当面 2006～2008 年度償還銘柄を対象とするという理財局からの説明に対する反対意見はなかった。
- 複数の者から、将来的には、銘柄についての制約を設けるべきでなく、特に、日銀買切りオペの非対象銘柄（30 年債、15 年変動利付債、物価連動債）を対象とすることを求める意見が多く見られた。
- 買入頻度・買入額については、毎月 0.1～0.2 兆円程度との意見が多かった。

特別参加者会合等で出された意見（例）

- ・ バイバックについては、2008 年度を中心に行う分には問題ないと思っている。
- ・ 対象銘柄については、将来的には、15 年変動利付債、物価連動債、30 年債といった日銀オペの対象外の銘柄も、対象に加えていただきたいと考えている。
- ・ 1 回あたり 0.1 兆円程度をイメージしている。買入消却については、当面 2006～2008 年度に償還される銘柄を対象とするということで良いが、将来的には、銘柄についての制約を設ける必要はないと思っている。
- ・ 買入消却については、買入額は、他の方より多少大きいかもしれないが、毎月 0.3 兆円程度と考えている。買入対象については、基本的には当局の説明に違和感はないが、今後流動性供給入札で対象となる銘柄やチーペストについては除外するのが良いのではないか。

(2) 流動性供給入札について

- 対象銘柄については、20 年債の残存 13～14 年ゾーンを中心として行うという理財局の説明に対する異論はなかったが、一部には、対象ゾーンをもう少し広げるべきとの意見もあった。
- 発行額については、結果として、流動性が不足している分以上に供給されることのないよう、少額の実施を求める意見があった。具体的には、1 回あたりの発行額は 0.8～1.2 兆円程度、発行頻度は毎月又は隔月との意見が多かった。

特別参加者会合等で出された意見（例）

- ・ 流動性をうまく供給していくということ自体は、投資家として歓迎すべきことではあるが、具体的な実施に際しては、少額で定例的に行うなどの配慮をお願いしたい。
- ・ 当初計画から大きな金額を予定して、結果として流動性が不足している分以上に供給されてしまうと、かえってイールドカーブが歪み、本来の趣旨に反することにもなりかねないため、当初は 1 回あたりの発行ロットは少額にとどめた方がよい。
- ・ 1 回あたり 0.1 兆円程度をイメージしている。流動性供給については、基本的には当局が考えている目的で行うことでよい。
- ・ 流動性供給入札については、1 回 0.2 兆円で 4 回の入札を実施するというイメージで考えている。対象銘柄については、当初は、13 年から 14 年もしくは 15 年くらいまでのゾーンとすることで違和感がない。