

19 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（11/17）及び国債投資家懇談会（12/1）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

- 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ものの、近年増額を続けたゾーンであり、また、来年度にいきなり需要が旺盛になるとは考え難く、基本的には現状維持でよいとの意見が多かった。
- 一方で、20 年債及び 30 年債については増発の余地はあり、特に 30 年債については、発行量も少ないため、流動性の観点からも増発が適当であるとの意見もあった。
- 10 年債については、発行量も相当規模になっており、現状維持でよいとの意見が出された。

特別参加者会合等で出された意見（例）

- ・ 20 年債、30 年債は、今年度増額しており、30 年債は市場流動性が向上している過程であるため、現状を維持した方が良い。10 年債についても、現状維持で良いと思う。
- ・ 長期・超長期ゾーンは生保、年金、海外等からの潜在的なニーズが引き続き強く、特に 20 年債は、国内外で人気商品となりつつあるため、何らかの調整が必要になる場合には 20 年債を増額するべき。
- ・ 30 年債は、生保、年金、非居住者等に潜在的な需要があり、今後も育てていくべき市場であるため、増額の方向。ただし、1 回当たり 0.6 兆円に増額してからまだ 2 回しか発行していないので、来年度は上期は 0.6 兆円×2 回を維持し、下期に 1 回当たり 0.7 兆円へ増額したらどうか。
- ・ 長期・超長期ゾーンは、大きな流れとして投資家からの需要が潜在的にあると思うが、来年度に関しては、例えば制度的に生保の時価会計の導入が具体化しているわけではないし、いまだインデックス運用をしている年金基金が多いといったことを考えると、少なくとも来年度いきなり需要が旺盛になるとは考え難く、実際にそのような話も聞いてはいない。これまで増やしてきた流れの中で現状のままで良い。

- ・ 超長期ゾーンは、マッチング運用の流れから生保・年金等の需要が強いことに加えて、最近、銀行勢も安定運用のニーズから、金融政策変更の影響を受けにくいこのゾーンの売買量を増やしていることもあり、増発の余地がある。10年債は、発行量も相当規模になっていることから据え置きで良い。
- ・ 発行総額がまだ少ない20年や30年といった超長期ゾーンに増額の余地があるのではないかと。これまで20年債は年々増額、30年債は微増だったことを考えれば、30年債の方が増額しやすいと思われるが、主要な投資家である生保や年金のニーズを反映した上で、どの年限をどの程度増額するかを検討すれば良い。
- ・ 20年債、30年債といった超長期債の拡充をお願いしたい。特に、30年債の更なる増発をお願いしたい。
- ・ 超長期は、生保・年金からのALMのマッチング・ニーズがあるため増額は可能。一方で、バイ・アンド・ホールドが前提となる投資家が多いため、既発債の流動性が向上しないという問題もある。したがって、新発債を増額するよりも、流動性供給入札で増額してはどうか。
- ・ 20～30年の間にイールドカーブの空白期間があり、これは継続的に30年を発行することにより自然体で完結することができるが、たとえば、25年債を発行して早期にイールドカーブを繋げることも検討課題と成りうる。
- ・ 超長期セクターの発行額は不変で良い。潜在ニーズは間違いなくあるが、多くの年金基金において、大きな長期化の動きは今のところ見られていない。
- ・ 10年債は色々な投資家からのニーズがあるが、既に年間20兆円を超える発行額となっているため、安易に増額しない方が良い。

(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、日銀の金融政策の影響を受けやすく、利上げへの期待感が高まるにつれ消化が厳しくなる可能性もあるため、減額の候補となり得るとの意見があった。
- 特に、TB(6M)及びTB(1Y)は、日銀の短国買い切りオペに相当額が入っているなど荷持たれ感があること、また、5年債は、発行量が最も多く、投資家の需要も減退していることから、減額は可能との意見があった。

—— 特別参加者会合等で出された意見（例） ——

- ・ いずれの年限についても、現状から変更する必要はない。短期は金融政策の変更の影響を受けやすくなるものの、市場の動向を早め早めに織り込む中で、売り買いが交錯し、TB1Yでも参加者が増える傾向がある

ため、さほどネガティブには捉えていない。

- ・ 2年債及び5年債は現状維持とし、減額するとすれば、TB1Yを1回当たり0.1兆円減の1.3兆円×年12回としてはどうか。TB1Yを減額することについては、市場は金融政策の変更をある程度想定している状況であり、今後利上げへの期待感が高まるにつれて、消化が厳しくなる可能性があるため、金利急騰を抑制する意味でも減額した方が良い。
- ・ 金融政策の変更が見込まれる中、今後、全体の発行額の減額が視野に入ってくると、2年債と5年債の減額の可能性を考える必要もあるが、減額するとすれば、FB3Mへの需要が弱くなっていることも踏まえ、TB6MのFB6Mへの振替えや、将来の借換債の抑制を優先した方が良いのではないか。
- ・ TB1YとTB6Mは日銀の短国買いオペに相当額が入ってしまっているようであり、セカンダリーでのニーズも見えないことから投資対象としてのニーズは少なく、TB6MとTB1Yは減額の余地があるのではないか。
- ・ 短中期債ゾーンは、日銀の金融政策の不透明感が強い中で、振らされる状況が続いている。特に5年債は、恒常的に投資家にはまる額が少なくなっている。市中発行額が今年度よりも相応に減るということであれば、現在の需給環境を鑑みて、5年債の発行量を1回当たり0.1兆円減額するのが良い。
- ・ 中短期ゾーンの中では、TB6MとTB1Yの余剰感が強い。TB6MとTB1Yとでは、TB6Mを若干減額すべき。ただ、金利の上昇懸念がでた場合、一番リスクプレミアムがつくのが3か月ものであるため、FB3Mの減額も併せて他年限への分散を検討すべき。
- ・ 5年債は毎月2.0兆円の供給が行われているが、これはゼロ金利や量的緩和政策の下で、投資家が安心して買えたため増額されてきたもの。今後、政策金利の引き上げが予想される状況においては、中期ゾーンへの投資は少々慎重にならざるを得ない。継続的な利上げが見込まれると、2年や5年については投資家の需要が減退し、いずれかのタイミングで需給悪化が表面化することが考えられる。当面はTB6MとTB1Yを減額の対象とすることで良いが、その先のことも考え、2年や5年についても減額を視野に入れておくべきではないか。
- ・ 5年債を減らすべき。ただし、このゾーンの主な投資家である銀行業界では、来年の4月以降適用されるBISのバーゼルⅢにあわせて負債サイドの精緻化を進めているところであり、コア預金をどう認定するか等によるが、今後も5年のニーズはある程度コンスタントにあり、急に減ることはない。
- ・ 短期はイーールドカーブを形成するために月1回の発行を維持し、TB6Mを減額する場合は、FB3MをFB6Mに振り替えることで6ヶ月物の発行量を維持してほしい。また、米国では、金利上昇から1年くらい経ってからMMFが増えていたため、金利上昇が継続していけば、マネーファンドへのニーズが高まると考えており、短期債の供給量は維持してほしい。
- ・ 中短期は、利上げがある程度織り込まれれば、必ず需要が出てくると思うので、短期的な見方によって、発行量を減額する必要はない。むしろ、国債費の削減ということ言えば、金利が低いうちにこのゾーンを発行しておくということも一案かと思う。

(3) 変動金利・インデックス物(15年変動利付債、物価連動債)

- 15年変動利付債については、発行額の減額やバイバックの対象となるなどにより需給改善期待は高くなっているものの、引き続き需給バランスは緩んでおり、依然として理論値対比で割安な状況が続いていることから、減額を求める意見が多かった。
- 物価連動債については、潜在的ニーズはあり増発余地は高いものの、まだ国内投資家層の広がりが進んでいないこと、長期的に育てていくべき市場であることから現状維持でよい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)

[15年変動債]

- ・ 12月からバイバックの対象に加わるとともに、発行額の減額が予定されていることから、需給改善期待は高くなってきているが、投資家には引き続き高アルファ物を売却したいニーズが残っていることから、1.1～1.2兆円×年4回に減額することが望ましい。ただし、流動性を確保するため、最低限1銘柄1.0兆円は発行するべきと考えている。
- ・ 15年変動債と物価連動債はこれまでも発行額の見直し等を行い、需給の改善が図られてきたが、15年変動債は、依然として国債のイールドカーブから算出される理論値と比べて割安な状況が続いている。
- ・ 理論値対比で割安な状態が続いており、結果的にコスト高になってしまっている。また、個人向け国債の変動10年の発行が着実に進んでいる状況では、変動債の比率を増やす必要はないのではないか。
- ・ 12月から買入消却の対象になるうえ、このところ減額を続けてきているので、流動性を維持することを考えると、絶対量として1銘柄1.0兆円は少なくとも維持するべき。今後の買入消却において、荷持たれ感のあるスプレッドアルファの高い既発債の消化状況などの様子を見てはどうか。
- ・ 12月からバイバックが開始されるが、これまでの含み損が大きく、投資家がハイαの既発銘柄をすぐに処分できる状況にないことから、需給改善にはしばらく時間がかかる。償還が開始されるのが当分先ということもあり、バイバックと同時に発行減額によって荷持たれ感を解消していくことが必要ではないか。
- ・ 需給環境は改善されつつあると思われるが、固定金利の負債を持つ投資家は買いづらく、理論値対比ではまだまだ割安な状況であることから、発行回数を減らすなどして減額してはどうか。
- ・ 全年限・種別の中で唯一減額を考えて良いと考えるのが15年変動債である。この商品は時々需要に応じて発行量を調整するべき商品と考えており、需要にある程度の一巡感があるのであれば、削減すべきである。

[物価連動債]

- ・ 国内の投資家層がまだ広がっていないため、海外投資家が主体の市場になっており、需給が一方向に傾きやすい状況に変わりはない。したがって、市場の発展をしばらく見守るためにも、現状を維持するべき。
- ・ 将来的にニーズが高まると思われ、このマーケットを育てていくことは賛成。ただ、期待以上に客層の広がりが進んでこないという現状や、保有層が海外投資家に偏っていることもあるので、もうしばらく現状を維持しながら、保有層の広がりを見ていく、あるいは育てていくという方向性を考えている。
- ・ 国内の投資家層が広がっているという感じがしないが、それは投資家が期待インフレ率が上昇していくイメージをまだ持てないからではないか。現時点では増額は控えた方が良いが、将来的にはニーズが高まってくる商品であるという見方は市場でも一致しており、今後の投資家層の広がりを確認しながら、増額を検討していけば良い。
- ・ 間違いなく中長期的に育てていきたい商品である。言い換えると、絶対に潰してはいけない商品であるので、4月に増発したことから、この状況で様子を見て、市場が育っていくのを静観するのが良い。
- ・ 世界的に見て日本の物価連動債の位置付けが低いということもあり、増額を行うことにより、海外投資家の日本の物価連動債に対する相対的な位置付けを高めていくということを考えてはどうか。国内の需要は、まだあまり盛り上がってはいないと思うが、この商品を育てていくことは非常に重要である。物価は上がることは簡単であっても、下がることは難しく、低インフレは長く続くものではないと考えている。そのため、物価連動債の位置付けというのは、短期的には難しいところもあるが、長期的には非常に重要となってくると思う。

2. 流動性供給入札について

- 現行の対象ゾーンには、まだまだ強いニーズがあることから、引き続き対象とすべきであり、増発も可能であるとの意見が多かった。また、20年、30年の増額に替え、流動性供給入札を増発することで、超長期ゾーンの増発となるのではないかとこの意見もあった。

—— 特別参加者会合等で出された意見（例） ——

- ・ 毎月0.1兆円で下半期も続行しているが、引き続き現在の対象ゾーンに関してはかなりの需要があり、是非増やしていただきたい。
- ・ 入札結果が常に強いことから分かるように、まだまだ増発の余地はある。現在対象になっている銘柄を一部変えると新たなニーズも出てくることから、毎月0.2兆円でも0.3兆円でも消化は可能である。

・敢えて増額するのであれば超長期債であるが、超長期セクターは、ここもと増額の方向性が続いていること等から、基本的には現状維持とし、流動性供給入札において超長期セクターの発行を増やす形で需要に応じて行けばよいのではないか。