

# 40年国債の登場と 今後の展望

2007年11月に初めて40年国債の入札が行われた。40年国債は国内の年金・生保、海外投資家の需要を見込んで発行されたが、短期的にはまだその需要は不透明であるといえる。しかし長期的には、制度改正やLDIの視点の広がりなどに伴う需要増が期待できる。

2007年11月6日、財務省は初めて40年国債の入札を行い、発行予定額1000億円に対して5012億円の応札があり、999億円が落札された。落札利回りは2.435%、30年国債との利回り差は0.105%で、市場予想の利回り差0.08-0.09%を若干上回ったものの、無難な滑り出しとなった。財務省が現在発行している国債は既に9種類<sup>1)</sup>あり、40年債は10本目の商品となる。財務省には、種類を多様化して様々な投資家を呼び込むことで、今後の資金調達コストを安定化させる狙いがある。

## 40年国債の入札方法

今回の40年債の入札においては、その入札価格に数理的なモデルから推定した制限をつける方法が取られている。本来国債の価格は既に発行されている国債のイールドカーブを元にフェアバリューが計算されるが、従来発行されていた国債の年限は最大でも30年であったため、何らかの方法でそれを40年まで延長する必要がある。流通市場が存在しない中で、「投資家・納税者ともに不利にならない適切な条件」での仕組みを作成するために財務省が選択した方法は、アカデミックな見地から金利推定モデルを構築することであった。

このモデルでは、国債イールドカーブ（Tカーブ）がスワップカーブ（Lカーブ）とスワップスプレッド（T-Lスプレッド）に分解できることを利用して、LカーブとT-Lスプレッドをそれぞれモデル化し、それらを合わせてTカーブを作成するものとしている。「国債の金利推定モデルに関する研究会」の報告書<sup>2)</sup>によると、直接Tカーブをモデル化しなかった理由として、T

カーブは、国債市場における投資家の選好等の要因から形状が歪み、必ずしも「投資家・納税者双方にとって不利にならない適正な価格」にならない恐れがあること、一方で、Lカーブは比較的高い流動性を持って取引されていること、などが挙げられている。

このようにして計算された40年の「適正な」基準利回りは、入札における財務省内での閾値として利用された<sup>3)</sup>。入札はイールドダッチ方式<sup>4)</sup>で行われたため、証券会社は「利回り」を応札していくのだが、それがこの基準利回りを上回る場合は、財務省は発行を一部か全部とりやめることが出来る権利を行使できる。30年国債が初めて発行されたときもイールドダッチ方式が取られたが、今回のように、あらかじめモデルによって定めた上限値を用いる試みは初めてである。同省はこのような方法を取ることで、適正な価格の維持を狙っている。

## 40年国債発行の需要

順調に発行された40年国債であるが、投資家にはどのようなメリットがあり、そして財務省はどのようなニーズを見込んで発行したのであろうか。40年国債の導入に向けて議論が重ねられていた財務省の各種懇談会等<sup>5)</sup>によると、同省は国内・海外双方の需要を見込んでいる。

国内からの需要は、年金・生保におけるALMやLDI<sup>6)</sup>運用の観点から、資産・負債のミスマッチを解消し、負債のデュレーションに合わせた長期資産の構築に潜在的なニーズがあるというものである。特に生保業界においては、国際会計基準理事会（IASB）が2007年5月、保険会社の負債を時価評価する国際共通ルールを

NOTE

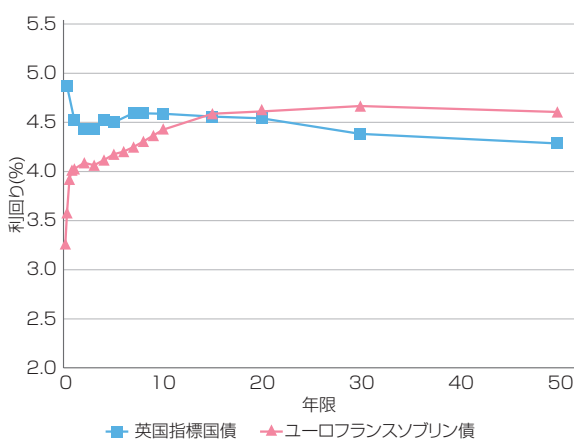
- 1) 2, 5, 10, 20, 30年の固定利付債、6ヶ月、1年の割引短期国債、変動利付債、物価連動債の9つ
- 2) 財務省HPより
- 3) ただしこのモデルによって計算された基準利回りの値は公表されない
- 4) イールドダッチ方式とは、単価で入札する方法と違い、入札参加者は引受希望額とイールド(利回り)を入札する。低い利回りから順に落札とし、発行予定額を満たす利回り水準をもって発行利回りとされる。
- 5) 「国の債務管理の在り方に関する懇談会」「国債市場特別参加者会合」「国債投資家懇談会」
- 6) Liability Driven Investment, 負債対応投資
- 7) 2007/11/5発行の日経金融新聞に、「保有債券の平均残存期間の長期化の観点から当然、購入の対象になる」「利回り曲線の形状を考慮しながら積極的に買っていく」などの大手生保からのコメントが寄せられている。
- 8) 財務省「国の債務管理の在り方に関する懇談会」より

2010年から導入するとの方針を発表しており、厳格な負債の時価評価を求める会計基準が日本でも導入される見込みである。この影響によって、超長期債券への需要が全体的に高まり、特に終身保険などの長めの負債に対して、40年国債が一定の効果を発揮することが予想されている<sup>7)</sup>。

もう一点は、海外投資家からの需要の見込みである。欧米ではイギリスで40年債と50年債、フランスで50年債が発行されており、グローバルな投資家から買が入っている<sup>8)</sup>。発行当初は流動性が懸念されていたが、今では発行は定期的に行われており、需要増を反映して現在イールドカーブは、50年金利が30年金利よりも低くなる逆イールド構造になっている(図表1)。

日本でも日本高速道路債務返済機構と日本政策投資銀行が40年債を発行しており、割安感に注目した海外投資家からの買が入っている模様である。40年国債の発行により、超長期債市場が拡大し、海外投資家の関心をより強く惹き付けることが期待されている。

図表1 イギリスとフランスの国債イールドカーブ



(出所) BloombergデータよりNRI作成

今後の課題と展望

一方で、マーケット関係者からは次のような悲観的な意見も出ている。一つ目は現段階での実需の問題である。IR資料等から推測される国内生保の負債のデュレーションは約10~15年であり、現在発行されている残存10年超の超長期国債のうち、需要が集中するのは20年国債であると考えられる。実際に国債の発行状況を見てみると、2007年3月末時点で10年超20年以下の国債の発行残高は約73.2兆円、20年超の国債は約8.5兆円であり、その市場の厚みに大きな差がついている。

さらに、もう一点課題となっているのが流動性の問題である。同様の20年超の国債である30年国債を見ると、1回の発行ロットが5000億円であり、一定の流動性が見込めるが、今年度の40年国債の発行額は1000億円であり、来年度の発行計画でも1年間で4000億円である。流動性をすぐに期待することは難しく、市場の形成はゆっくりなされていくものと考えられる。

しかし、長期的に見れば、今後、先述の会計制度の導入や、金利の上昇、LDIの視点の広がりなどがトリガーとなって、20年超の国債全体に対しての投資家の需要が一気に増え、発行額の増加や流動性供給を後押しする可能性がある。40年国債は発行されたばかりであり、今後の展開が楽しみであると言える。

Writer's Profile



中村 智光 Tomomitsu Nakamura

金融ITイノベーション研究部  
副主任研究員  
専門は金融数理モデル分析  
focus@nri.co.jp