

国内における超々長期国債発行

現時点での発行の可能性は低い

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部

03-3591-1386

- 世界各国債利回りが軒並み過去最低水準にある。低金利環境によって調達コストが軽減する中、米財務長官は50・100年債といった償還期間が長い国債発行について言及
- 欧州を中心に、超々長期国債残高は約4000億ドルに及ぶ。発行に至った背景には、発行体による対外アピールや低コストでの資金調達等、さまざま
- 国内での超々長期国債発行は未だ実現せず。需要の持続性への不確実性や日本の国債管理政策に対するスタンスを考慮すると、現時点での発行の可能性は低い

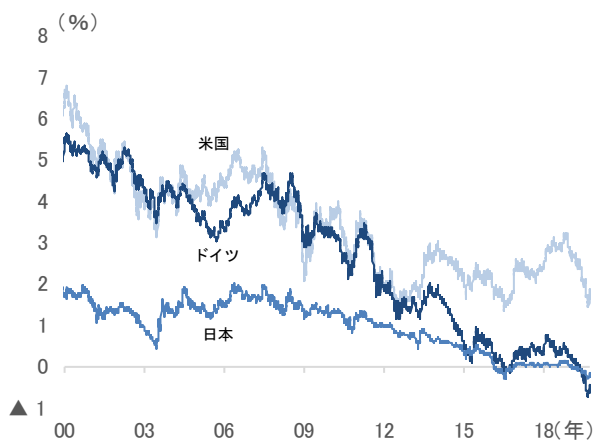
1. グローバルな低金利環境を受けた超々長期国債の発行

昨年から一転し、米国を中心に世界各国の中央銀行が利下げスタンスを示す中、グローバルな低金利環境が継続している（図表1）。米国長期金利は過去最低水準まで迫り、国内長期金利も誘導目標を下回り、一時▲0.3%をつけた。独国債利回りは30年金利も含め、全年限が一時マイナス圏に沈み、ユーロ圏の周縁国債金利は軒並み過去最低記録を更新している。

低金利環境のなかで話題に出始めているのが、50・100年債といった超々長期債¹の発行である。米国ではムニューシン財務長官が50年物国債について「来年の発行をとて真剣に考えている」と述べ、日本でも9月の国債市場特別参加者会合で複数の参加者から50年債への要望が確認された。

現在世界に残存する年限50年以上の国債残高は約4000億ドルに及ぶ（図表2）。以下では主要国の発行事例を紹介し²、米国でのこれまでの発行に関する議論を踏まえたうえで、国内での超々長期国債の

図表1 世界各国の長期金利推移



（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 超々長期国債発行残高（1996～）

	発行額 (億ドル)	発行件数
世界計	4,094	88
英国	1,913	7
中国	819	21
フランス	498	3
オーストリア	149	5
イタリア	140	6
スペイン	136	2
その他	439	44

（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

発行の可能性について考察を試みる。

2. 国外の発行事例や発行に対する議論

(1) 低格付国は財務健全性等を対外アピールする思惑がみられる

アイルランドは2016年の100年債発行を皮切りに、2018年には57年債を、続けて2019年には100年債を発行している。また、スペインは2014年と2016年にそれぞれ50年債の発行を行っている。両国の歴史を紐解けば、2009年からの欧州債務危機の最中に、当時の欧州金融安定化メカニズム（EFSM）等による財政支援を受けた経緯があるという共通点が存在している。両国は自力で資金調達を行うだけの国際的信用力を取り戻したことを対外アピールするという観点から、超々長期債の発行に踏み切ったと考えられる。アイルランドは2010年末から2013年までEFSM等から850億ユーロの支援を、同じくスペインは2012年7月から2013年12月まで最大1,000億ユーロの支援をそれぞれ受けており³、過去の財政支援を経て国内経済を立ち直らせた結果、超々長期債であっても投資家の強い需要を得られるようになったということを対外的に示す意味合いが強かったとみられる。実際にアイルランド財務大臣は、国債管理庁の2018年の年次報告書発表時のスピーチにおいて「投資家の強い需要を反映した結果、より低い金利で調達できた」ことや「2017年に比べて金利コストが約5%減少した」ことを話題に出すことで、超々長期債発行を成功事例としてアピールしようとする姿勢が伺える⁴。

メキシコの2010年の100年債発行は対外債務の償還資金調達が主な理由とみられるが、100年債発行が当時の中南米では初めてであったことや、メキシコ独立運動開始から200周年の記念年と重なっていたことも少なからず影響していると考えられる。また、メキシコでは1994年末から1995年初頭にかけて通貨危機が発生し、1995年には米国や国際機関、日米欧の民間銀行より500億ドル規模の緊急支援を受けていた経緯があることから、アイルランドやスペインと同様に、経済危機からの復活を対外アピールする意図があった可能性がある。

図表3 超々長期国債発行事例

国	発行日・年限・クーポン							格付 (S&P・外貨建て長期)
アイルランド	2016/4/1	2018/3/22	2019/9/18	-	-	-	-	A+
	100年	57年	100年	-	-	-	-	
	2.350%	2.045%	1.425%	-	-	-	-	
スペイン	2014/9/8	2016/5/18	-	-	-	-	-	A
	50年	50年	-	-	-	-	-	
	4.000%	3.450%	-	-	-	-	-	
メキシコ	2010/10/12	2014/3/19	2015/4/15	-	-	-	-	BBB+
	100年	100年	100年	-	-	-	-	
	5.750%	5.625%	4.000%	-	-	-	-	
フランス	2005/2/28	2010/3/17	2016/4/19	-	-	-	-	AA
	50年	50年	50年	-	-	-	-	
	4.000%	4.000%	1.750%	-	-	-	-	
オーストリア	2012/1/26	2016/10/12	2016/11/2	2017/9/20	2019/9/5	-	-	AA+
	50年	52年	70年	100年	100年	-	-	
	3.800%	0.000%	1.500%	2.100%	0.000%	-	-	
ベルギー	2015/9/9	2016/5/6	2016/5/6	-	-	-	-	AA
	100年	50年	100年	-	-	-	-	
	2.500%	2.150%	2.300%	-	-	-	-	
英国	2005/5/27	2005/9/23	2009/10/22	2011/10/26	2013/6/26	2013/9/25	2018/5/16	AA
	51年	50年	50年	50年	55年	54年	53年	
	4.250%	1.250%	4.000%	0.375%	3.500%	0.125%	1.625%	

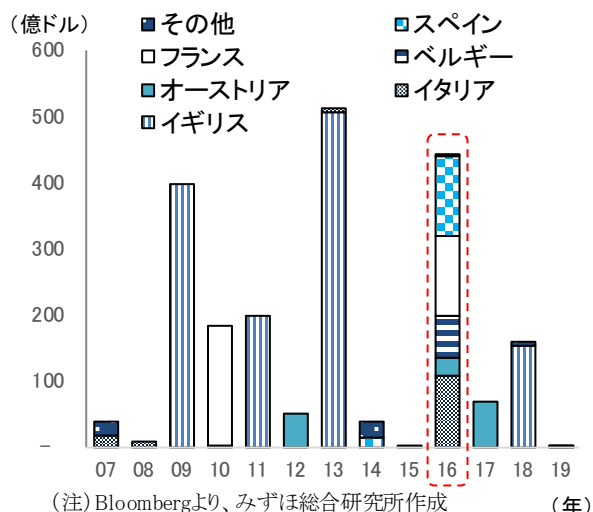
(出所) Bloomberg、各種公表資料より、みずほ総合研究所作成

（２）高格付国はかつての欧州債務危機を意識し、低金利環境下での調達を行う

比較的に高格付国に位置付けられるフランス、ベルギー、オーストリアについては、超々長期債発行によって生じる供給側（財務当局）にとってコスト面でのメリットはみられないが、2016年には当該3国を含む欧州各国で、超々長期債の発行が相次いだ

（図表4）。これは、欧州債務危機での金利急上昇を経験した欧州各国が、当時の欧州中央銀行（ECB）の金融緩和等によってもたらされた低金利環境を好機と捉えたことで、超々長期での安定調達に踏み切ったことが背景と考えられる。ただし、後述する英国のように需給双方の思惑が一致していないこともあってか、フランスとベルギーについては2016年以降の継続的な発行は行っていない。他方で、オーストリアは2017年9月と2019年9月にも超々長期債の発行を続けており、特に同国初となった2017年の100年債発行は、平均償還年限を伸ばすとともに低利での調達ができたことで財務当局としても好事例と捉えているようだ⁵。

図表４ 欧州の超々長期国債発行額



（３）英国は需給面での利害が一致している

英国は、18世紀に永久債であるコンソル公債の発行を開始するなど、長い年限の国債を発行してきた伝統的な経緯があるが、その多くが戦費調達のためといった散発的な発行に過ぎなかった。しかし、2004年以降は財務当局が年金業界等からの強い要望を踏まえた市場参加者との協議を行うようになり、超々長期債に対する十分かつ持続的な需要を確認することで、2005年以降の安定的な超々長期債発行に繋がっている。英国では高齢化の進展に伴う財政負担軽減の一環として、公的年金の役割を一部企業年金が代替してきたため、他の先進国に比べて企業年金の役割が大きい。このため、企業年金基金（終身型）が国債市場における機関投資家として高い存在感を放っている。また、かつては企業年金基金における運用資産のポートフォリオの主役は伝統的に株式であったが、近年その座は債券に移行して資産配分の約6割を債券が占めるに至っており、債券投資の内訳は国債が約7割を占めている。そして、終身年金であるため負債のデュレーションが20年と長いことが特徴である⁶。

こうした長い年限への債券需要に対して財務当局は、イールドカーブの終点である50年債に対する強い需要により生じた逆イールド（50年債利回りに比べて50年債より年限の短い国債利回りの方が高い）環境下での超々長期債の発行をコスト効率的と捉えて、50年債等を安定的に供給している。以上から、英国は超々長期債における需要側（機関投資家等）と供給側（財務当局）との利害が一致していることが分かる。

（４）米国では未だ発行はないものの、過去には議論が盛り上がったことも

米国での超々長期債発行検討の議論は過去に何度か起こっているが、特に盛り上がりを見せたのが2016年から2017年にかけてである。当時はヘリコプターマネーが新たな政策手段として話題となって

おり、2016年11月に米国投資情報誌が歴史的に低水準な金利環境を生かした100年債発行を提言する記事を掲載したほか、2017年2月にはムニューシン財務長官がマスコミのインタビューで「新たに100年債の発行を検討している」と言及している。超々長期債の発行を財務省が検討する中で、米国債発行諮問委員会（TBAC）が財務長官に報告を行った⁷。同報告では、米国外投資家の25～30年米国債の保有比率は全体の4%に過ぎず、米国企業年金の負債サイドのデュレーションは約12年と需要先としては不確実で、生保・年金保険の米国債保有は全体の4%程度と、負債デュレーションとのマッチングを考えれば需要があるのはむしろ20年債であるといった点から、50年や100年国債に対する安定した強い需要があるとの確証はなく、必要であれば30年かそれより短い期間の国債発行を増やすことを検討すべきであるといった検証がされており、超々長期債の発行には否定的な勧告をしている。しかし、2019年になって、ムニューシン財務長官は再び超々長期債の発行を検討する考えを繰り返し述べるようになっており、かかる意向を踏まえたTBACによる再度の検証が待たれるところである。足元の債券市場ではユーロ圏を中心に利回りのマイナス化が進行し、以前にも増して債券需要は旺盛な環境となっている。また、ドラギECB総裁の呼びかけが象徴するように低インフレ対策としての財政政策を望む声が徐々に高まってきている。こうした情勢は、超々長期債発行をサポートする要素となるだろう。

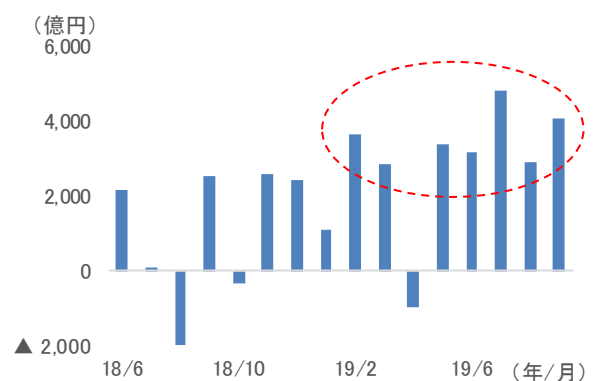
3. 日本の発行の可能性

最後に、日本についてはどうか。国内における超々長期国債発行は未だ実現していないものの、50年社債が複数の企業から発行された。これらは旺盛な需要を集め、50年という長い年限にも関わらず低利率での発行となった。過去に初めて40年国債が発行された際も、それ以前に日本高速道路債務返済機構等の政府保証債が発行されていたことを踏まえると、今後50年国債が発行される可能性も否定できない。

超々長期国債の需要側として考えられるのは、負債サイドのデュレーションが長い生命保険会社や年金基金である。特に生保の超々長期国債に対する需要は増す可能性が高い。この背景には、2025年から適用開始予定の国際資本基準（ICS）⁸という規制への対応がある。また、生保・年金のほか、海外勢からの超長期債投資が足元で増加している。公社債店頭売買高によると、短中期の買い越しが大半の割合を占める傾向は変わらないが、2019年からのグローバルな利下げ局面に入って以降は、円転による為替ヘッジプレミアムを狙い、海外投資家の超長期債に対する買い越し額も大きくなっている（図表5）。

ただし、一時的な需要は大きいとはいえ、それが持続的かは不明である。生命保険会社の負債デュレーションは14年であり、既に資産デュレーション（12.3年）とのギャップは縮小している⁹。また、今後高齢化に伴い高齢世代のウエートが高まれば、負債側のデュレーションは短期化することになる。超々長期国債発行について、これまで国内でも米国同様に議論になったことはあるものの、財務省は需要の持続性を懸念し、発行を

図表5 海外勢の超長期国債ネット売買高



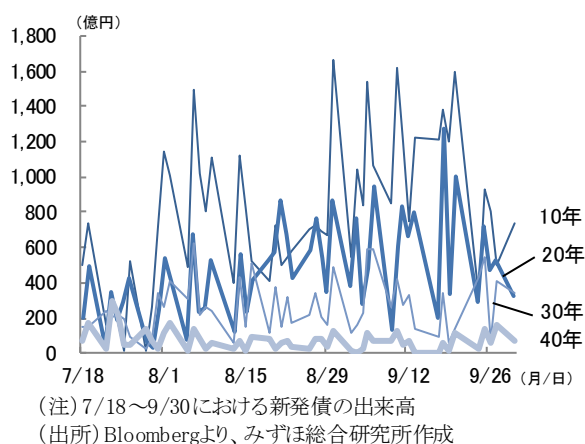
(注) 直近は2019年9月時点
(出所) 日本証券業協会より、みずほ総合研究所作成

踏み止まってきた。2016年には50年債発行との観測が出たことで盛り上がりを見せたが、直後に財務省が否定したことで鎮静化し¹⁰、今年9月にも期待を打ち消す姿勢を見せている¹¹。実際に40年債市場の動きを見ても、発行が未だに隔月であり市場残高も少ないため、流動性が厚いとは言えない（図表6）。入札方式に関しても、他の年限と同様のコンベンショナル方式に移行すべきとの議論もあるが、需要に対する不安から未だ移行できていない状態である¹²。

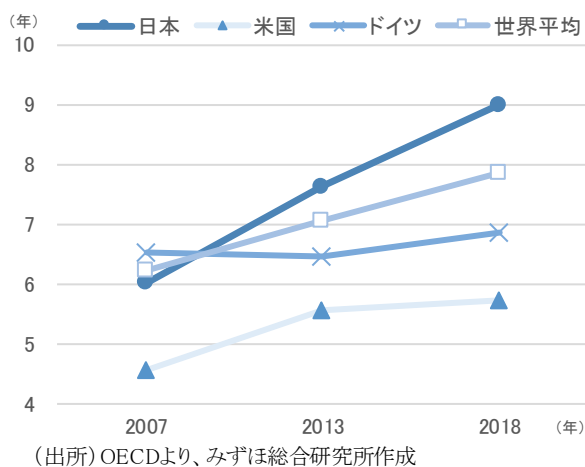
償還までの期間が長い債券の発行について発行体側から考慮すると、調達コストが上昇する一方で、借り換えリスクを軽減できるというメリットがある。実際に、日本国債発行残高の平均償還年限はリーマンショック以降の低金利環境のなかで、緩やかに長期化されてきた（図表7）。しかし足元で財務省は平均償還年限の長期化にとらわれない運営¹³をしており、2027年末までの推計をみても概ね横ばい圏で推移する見込みである¹⁴。米・独と比較しても長期化している国債の平均償還年限を更に大幅に長期化しようとする財務省の意向は現時点でみられないといえるだろう¹⁵。また欧州では、単発で超々長期国債を発行した例があるが、中長期的な需要に即して安定的な発行を行うことが重要と考えている日本の国債管理政策に対するスタンスに鑑みると、1度きりの発行は考えにくい¹⁶。

以上のことから、日本で50年国債を発行する現時点での可能性は低いと考える。100年債に関しては、需要側の資産サイドのデュレーションが過度に長期化するリスクや国債の60年償還ルール¹⁷を考慮すると、発行の可能性はさらに低いだろう。

図表6 年限別日本国債の出来高



図表7 各国債の平均償還年限



¹ ここでは償還期間が50年以上の債券を超々長期債と定義する。
² 中国は市場が未成熟のため、ここでの議論は除く。
³ 駐日欧州連合代表部公式ウェブマガジン2014年3月号「債務危機を脱したアイルランドとスペイン」を参照。
⁴ アイルランド国債管理庁「Speech by Minister Paschal Donohoe at the launch of the NTMA Annual Report 2018」を参照。
⁵ オーストリア財務省「REPUBLIC OF AUSTRIA DEBT MANAGEMENT ANNUAL REVIEW 2017」を参照。
⁶ 財務省財務総合政策研究所「イギリスの平均償還年限とその背景 - 国債の需要と供給両面からの分析 -」を参照。
⁷ 米国財務省「Report to the Secretary of the Treasury from the Treasury Borrowing Advisory Committee of the Securities Industry and Financial Markets Association」を参照。
⁸ 保険監督者国際機構（IAIS）による国際的に活動する保険会社グループ（IAIGs）を対象にした規制。これまでは負債を原価評価していたが、規制適用後は資産・負債ともに経済価値ベースで時価評価を実施する必要がある。これにより、金利低下時に負債価値がこれまでよりも大きくなり純資産が減少することになるため、資産と負債のギャップを縮小させるために年限が長い債券に対するニーズが旺盛になっている。
⁹ 金融機構局、「生命保険会社の国際比較－バランスシート構成の違いと金融安定への含意－」、日銀レビュー・シリーズ

ズ 2017-J-4 を参照。

- ¹⁰ ロイター記事「50年債発行検討の事実はない＝財務省理財局」（2016年7月27日、<https://jp.reuters.com/article/50-year-jgb-idJPKCN1070BC>）
- ¹¹ 第82回国債市場特別参加者会合（令和元年9月24日開催）議事要旨には、理財局は「（50年債の発行に関して）長期的に安定した発行が可能となるような強いニーズがマーケットにあるのか甚だ疑問に感じている。（中略）まずは、40年債の市場育成が重要であると考えており、50年債の発行については検討の俎上にも載っていない状況にある」旨回答したとある。
- ¹² 第80回国債市場特別参加者会合（平成31年3月22日開催）議事要旨には、「当局としては、40年債の市場は以前よりも成熟してきており、流動性も徐々に向上しているものの、他の年限と比べれば投資家層がまだ限られており、イールドカーブの端であることによって価格が変動しやすいことを踏まえ、多くの皆様から御意見をいただいているとおり、利回りダッチ方式を維持することによって安定的な消化を図ることが望ましいのではないかと考えている」とある。
- ¹³ 第41回国債の債務管理の在り方に関する懇談会（平成28年4月26日開催）資料3には、「今後は、毎年度のフローベースの平均償還年限の長期化には必ずしもとらわれず、国債の保有者層の構造や主要投資家の負債構成等を注視しつつ、ストックベースの平均償還年限の適正な水準を見極めながら国債発行計画の策定に取り組んでいくことが適切ではないか」とある。
- ¹⁴ 第48回国債の債務管理の在り方に関する懇談会（平成30年10月22日開催）資料2の11ページを参照。
- ¹⁵ 第47回国債の債務管理の在り方に関する懇談会（平成30年6月15日開催）資料4には、「平均償還年限を更に伸ばすことによって得られるリスクの削減効果は、平均償還年限が短かった際に延ばすことによって得られた効果に比べて減少(TBAC Reports to the Secretary (11/1/2017))」とある。
- ¹⁶ 債務管理レポート2018には、「急激な需要の変化に応じて、年度間で、特定年限の発行額を大きく変動させたり、発行を一時取りやめたりした場合、連動して満期時の償還額も大きく変動し、償還の「コブ」ができることで償還時の需給環境が不安定化したり、将来イールドカーブが歪んだりする可能性」とある。
- ¹⁷ 建設国債及び特例国債の償還については、借換債を含め、全体として60年で償還し終えるという考え方が採用されている。

[共同執筆者]

市場調査部	宮本凌	ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任研究員	川田遠人	hayato.kawada@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任研究員	長谷川直也	naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。