

消えたベッドルーム

財務省国債部隊今昔物語

理財局国債企画課

課長補佐 横尾 光輔

1. ベッドルームがない！

「ベッドルームがない！」

平成18年7月末、理財局国債企画課課長補佐を命じるとの辞令を受けた筆者が、当の国債企画課に足を運んだときの第一印象であった。さかのぼること13年と4ヶ月前、財務省に入省した筆者が最初に配属されたのは、国債企画課の前身である国債課であった。

毎日日にちが変わるまで残業につぐ残業であった一年生の筆者は、翌朝の出勤に遅刻してはいけないと思い、当時国債課に別室として備えられていた通称ディーリングルームを住み処としていた時期があった。

ディーリングルームは国債の入札事務やミーティングを行うスペースであったが、ベンチが備えられていて、それをベッド代わりに仮眠をとったものであった。

10年以上のブランクを経て、旧国債課に足を運ぶとそのディーリングルームは取り払われ、課長補佐や企画官の机が並ぶほか、パーティションで仕切られたちょっとした会議スペースに形を変えていた。

というのも、国債発行額の累増とともに国債事務が増大してきたことを受けて、平成16年度より旧国債課は、国債管理政策の企画立案を行



う国債企画課と、日々の入札業務を遂行する国債業務課の二課体制となり、ディーリングルームも別室の国際業務課に引っ越していたのだ。

ベッドルーム(?)消失を含め部屋のレイアウトが大きく変わったことの他に、二課体制となったことで、かつてとは比べものにならないほど、機構の充実が図られていることも新鮮な驚きであった。

筆者が入省した平成5年当時、国債課内には、課長以下、国債調査官、6人の補佐で11の係を統率していた。それが戻ってみると、国債企画課・国債業務課で、両課長、国債調査官以外に、企画官、市場分析官が設置され、補佐も11名、係は19、総勢61名の大部隊となっていた。

量の充実ばかりではない。現在の補佐の多くの方が、筆者が一年生の頃に係長などを務めていた経験豊かな方で、引き続き国債管理政策の第一線を担っておられる。また、任期付採用等

といった形で、民間金融機関から7名もの方を登用している。例えば、現在の、日々の国債市場の分析を行う市場分析官や、国債発行計画策定の際に後年度への影響分析など債務管理分析（後述のコスト・アット・リスク分析）を行う補佐といったポストに、民間金融機関で類似の業務にあたっておられた方に来て頂いて、それぞれの知見を活かして国債管理政策に貢献してもらっている。このように質・量ともに大幅な拡充を行っている。

2. 国債を巡る状況の変化

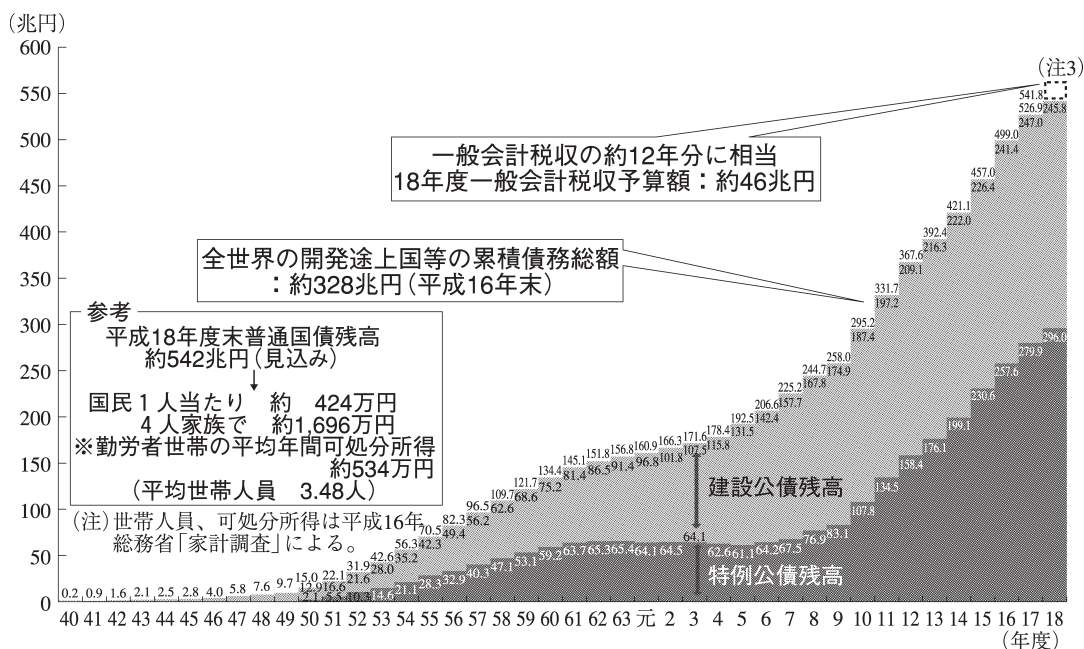
上述したように財務省国債部隊が、筆者の入省当時に比べ格段に拡充をされた背景としては、なんとと言っても国債を巡る状況が大変化を遂げているということがあげられよう。

まずわかりやすいのはボリュームである。筆

者が入省した平成5年当時、普通国債残高は193兆円であった。その2年前の平成3年度には17年ぶりに赤字国債の発行がゼロとなり、玉不足懸念といわれた時期もあった。それが再び景気後退の中で発行額が増加し始め、在籍中の平成6年11月末には普通国債残高200兆円を突破し、ついに大台にのってしまったと感じたものだった。

それが、いまや普通国債残高500兆円時代になっている。昭和40年に国債発行を始め、200兆円を積み上げるまで31年間を費やしたが、その後の11年間でそれまでの倍以上のスピードで国債が累増したことになる。

毎年の発行額も平成5年当時は38兆円だったものが、平成18年度発行計画によると、165兆円まで膨れあがっている。当然、月々の発行額も増えているわけで、市中発行額だけをとってみても、全体で21兆円から126兆円に、主力商



- (注)1. 普通国債残高は各年度の3月末現在額。ただし、18年度は見込み。
- 2. 特例公債残高は、国鉄長期債務、国有林野累積債務等の一般会計承継による借換国債を含む。
- 3. 平成18年度見込みの残高は、財政融資資金特別会計の金利変動準備金からの繰入（12兆円）を見込んだ額。
- 4. 18年度の翌年度借換のための前倒債限度額を除いた見込額は517兆円程度。

平成5年度及び平成18年度国債発行予定額
 <発行根拠法別発行額> (単位：億円)

区 分	5年度当初 (a)	18年度予定 (c)	(c)-(a)
新規財源債	81,300	299,730	218,430
建設国債	81,300	54,840	▲ 26,460
特例国債	—	244,890	244,890
借換債	218,023	1,082,621	864,598
財政融資特会債	—	272,000	272,000
市中発行分	—	120,000	120,000
経過措置分	—	152,000	152,000
合 計	299,323	1,654,351	1,355,028

<消化方式別発行額> (単位：億円)

区 分	5年度当初 (a)	(c)	(c)-(a)
30年債	—	20,000	20,000
20年債	10,000	103,000	93,000
15年変動利付債	—	91,000	91,000
10年債	88,000	240,000	152,000
10年物価連動債	—	20,000	20,000
5年債	2,000	252,000	250,000
2年債	12,000	216,000	204,000
短期国債	100,160	287,197	187,037
流動性供給入札	—	6,000	6,000
小 計	212,160	1,235,197	1,023,037
第II非価格競争入札	—	26,580	26,580
市中分 計	212,160	1,261,777	1,049,617
個人向け国債	—	44,000	44,000
市中分・個人向け国債 計	212,160	1,305,777	1,093,617
日銀乗換	2,000	165,574	163,574
対策資金	23,750	—	▲ 23,750
運用部引受	53,913	—	▲ 53,913
財政融資特会債経過措置分	—	152,000	152,000
(郵便貯金資金)	—	(110,000)	(110,000)
(年金資金)	—	(32,000)	(32,000)
(簡易生命保険資金)	—	(10,000)	(10,000)
郵貯窓販	7,500	31,000	23,500
公的部門 計	87,163	348,574	261,411
合 計	299,323	1,654,351	1,355,028

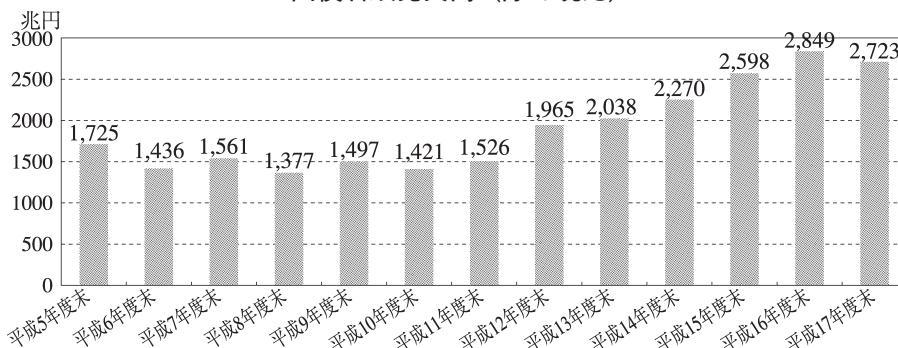
- (注1) 各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。
 (注2) 平成5年度の5年債は割引債であり、平成18年度の5年債は利付債である。
 (注3) 金利スワップ取引については、想定元本ベースで、平成18年度において1兆2,000億円を上限とする。
 (注4) 平成18年度の第II非価格競争入札に係る発行予定額については、当該入札を実施する国債のカレンダーベース市中発行額の3%を計上している。

品である10年債の発行ロットで見ても8,000億円から1.9兆円に拡大している。

これだけの金額を消化するためには、さまざまな調達手段を講じる必要があったのだろう。かつては10年債が市中発行額の約4割を占めるほど一つの商品に依存した国債発行計画であったが、その後、多様化が図られ、いまでは30年債、20年債、15年変動利付債、10年債、10年物価連動債、5年債、2年債、1年物TB、6ヶ月物TB、個人向け国債(10年変動金利型、5年固定金利型)と商品ラインナップがそろい、10年債の市中発行額シェアは約2割になっている。

商品が増えればその分事務も増える訳で、加えて、政府短期証券、借入金の入札事務なども加わり、かつては入札回数も月5回程度であったものが、今や月に17回程度、ほとんど毎週4件程度の入札をこなさなければならぬほどになっている。

国債店頭売買高（除く現先）



(注) 国債店頭売買高

1. 現先売買高を含む売り買い合計、額面ベース
2. T B-FB を含む

(出所) 日本証券業協会／東証

(注：政府短期証券の発行については、従来、定率による公募発行であった（ただし、応募額が発行額に達しなかった場合には、その残額を日本銀行が引受けるものとなっていた）が、平成11年より価格競争による公募入札方式となっている。また交付税特別会計等特別会計の借入金についても、平成12年より公募入札が導入されている。）

発行市場のボリュームが増える一方で、流通市場も格段に大きなものとなっている。国債の売買高をみると、平成18年3月末時点で現物（国債店頭売買高（除く現先））は約2,732兆円と平成5年当時（1,725兆円）を大きく凌駕している。

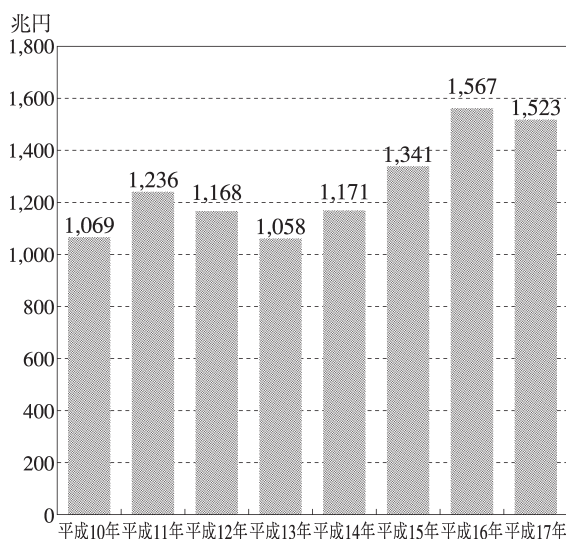
また、特に大きな変化として感じたのは、金利スワップ市場の発展である。金利スワップの取引残高は、いまや、主要ディーラー間だけでみても1,500兆円を超え、国債市場に大きな影響を与えている。

余談ながら、こうしたことを反映してか、国債部隊内でのミーティングで日々のスワップ市場の動向が報告されるようになっていたのは驚きだった。

旧国債課でも、毎日、市場が閉まると、その日の市況を証券会社や銀行のディーラーの方々にヒアリングして、夕刻に全員集まってミーティングを開いていたが、各員が担当の金融機関のディーラー等から聞いたことをそのまま報告し合うようなプリミティブな形の会議であった。

それが現在では、ミーティング時間が翌朝に変更されて、その分だけよりシステムティックなミーティングになっている。

主要ディーラーによる金利スワップ取引残高



(出所) 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告（吉国委統計）」

具体的にいうと、債券相場、短期市場、一般債市場、スワップ市場、テクニカル分析、経済指標、外国市場と主要なマーケットの動向について、市場関係者からのヒアリングを元にした分析が各担当から報告される。一般公務員の言語空間とは異なる空間が形成される時間帯で、一年生のころのプリミティブなミーティングさえ面食らったが、現在でも（業界用語を含む）金融用語の電子辞書が早く売り出されないかと心待ちにしている状態である。

3. 国債管理政策の発展

上述のように発行市場、流通市場が変貌を遂げる中であって、国債管理政策も変化を遂げている。

後述するように多面的な新展開が図られているが、筆者自身にとって分かりやすく且つエポックメイキングに感じたのは、シ団制度廃止と5年利付国債の登場だった。

シ団制度とは、国債の募集・引受を目的として、我が国の主要金融機関（平成18年3月時点で1,201機関）により組織された国債募集引受団（シンジケート団）が総額引受を行う制度のことである。昭和40年の国債発行開始以来、国債消化の中核を担ってきたスキームであった。平成元年には発行額の40%部分について価格競争入札が導入され、順次その割合は拡大されていったが、シ団制度そのものは維持されていた。これは、万が一の未達という場合に備えて、国債消化の安全弁としての機能が重視されていたということであろう。ところが前述するように、そもそもシ団発行の対象となる10年債のシェアが低下してきたこと、また安全弁に頼ることなく順調に国債が消化されてきた実績等を踏まえ、ついに平成18年3月発行の10年債を最後にシ団

はその歴史に幕を閉じた。（注：シ団に代わって、諸外国でも採用されているプライマリーディーラー制度が我が国でも16年10月から採用されている。プライマリーディーラー制度とは、国債市場において重要な役割を果たし、特別な資格及び責任を伴い国債管理政策の策定・遂行に協力する大手証券会社・銀行（プライマリーディーラー）と国債発行当局である財務省等とが協力して国債の安定的な消化の促進と国債市場の流動性の維持・向上等を図る制度である。）

5年利付国債については、実は、筆者が入省した時点でも検討されていた。当時の筆者の上司が検討ペーパーを作成していたが、その参考資料として歴代の担当補佐が作成した検討ペーパーをかき集めた覚えがあり、新たに配属になった流通担当補佐がまず取りかかる新商品開発の一丁目一番地として、幾度となく検討されていたようだ。しかし、その度に、同じ年限の既存債券との競合がネックとなり実現には至っていなかった。その代わりという訳でもないだろうが、当時は、4年利付国債、6年利付国債の発行を開始した。

その後、何度検討を繰り返したか定かではないが、ついに平成11年度発行計画より5年利付国債が商品ラインナップに加わった。いまや競合が懸念されていた商品を発行していた金融機関はいずれも名前を変え、形態も変わり、日本金融界の変遷を思わされる。

新商品という点では、入省当時の自分であれば理論上の仮想の商品と思ったであろう商品が定着している。15年変動利付国債と物価連動国債である。前者は平成12年6月より、後者については16年3月より発行が開始されている。基本的に新商品の開発は、財務省が一人よがりにはできるものではなく、あくまで投資家からのニーズを踏まえて行われるものであるが、これら

国債等所有者別残高（各国比較）

	政府等		中央銀行		金融機関		海外		個人		その他		合計
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	
日本 (2006年6月末) (億円)	2,872,754	43.6%	791,741	12.0%	2,168,250	32.9%	356,328	5.4%	278,898	4.2%	123,165	1.9%	6,591,136
アメリカ (2006年6月末) (億ドル)	6,690	14.1%	7,664	16.1%	5,650	11.9%	20,291	42.6%	6,183	13.0%	1,119	2.4%	47,596
イギリス (2006年3月末) (億ポンド)	8	0.2%	76	1.7%	2,867	64.3%	1,183	26.5%	302	6.8%	22	0.5%	4,460
ドイツ (2005年12月末) (億ユーロ)	5	0.0%	44	0.3%	5,140	34.5%	7,054	47.4%			2,639	17.7%	14,883
フランス (2005年12月末) (億ユーロ)	204	1.2%	62	0.4%	10,465	62.7%	5,521	33.1%	366	2.2%	65	0.4%	16,683

- (注) 1. 各国の国債等の内訳は以下のとおり。
 日本：普通国債、財投債 米：政府勘定向け（年金等）に発行する非市場性国債を除く連邦債 英：国債（ギルト・短期国債） 独：国内債券（地方債等含む。） 仏：譲渡性長期債（ユーロ建、地方債等含む。）
 2. 日本の「政府」には、財政融資資金、郵便貯金、簡易生命保険を含む。
 各国で所有者の分類が異なっているため、各所有者に含まれる内訳は必ずしも一致しない。
 3. 米国は額面ベース、その他は時価ベース。
 4. 単位未満は四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。各計数は速報値。
 (出典) 日本：資金循環統計（日銀） 米：Flow of Funds Account for the United States (FRB) 英：Blue Book (Office for National Statistics) 独：Deutsche Bundesbank Monthly Report (Deutsche Bundesbank) 仏：Comptes financiers trimestriels France (Banque de France)

の国債の場合、それぞれ金利リスク、物価上昇リスクへのヘッジというニーズに対応した商品ということになる。

これら国債の多様化は機関投資家向けにばかり行われているわけではない。平成15年1月からは個人向け国債の発行が開始されている。

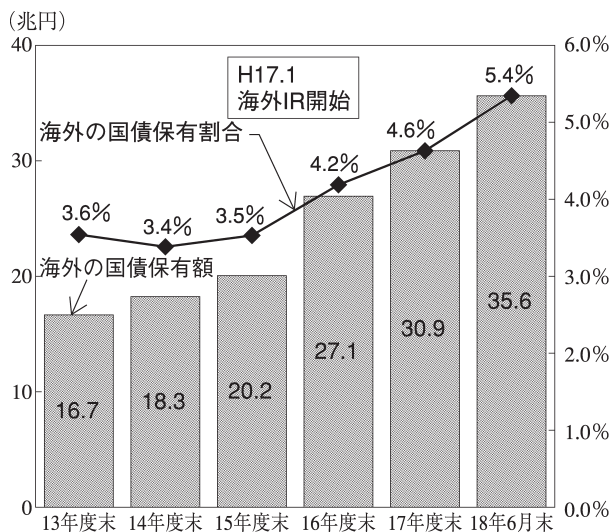
従来より、我が国の国債保有は公的部門や市中金融機関に偏っている状況にある。入省当時の自分には当然のように思っていたが、このような状況のままでよいのかという点について現在の国債発行当局は問題意識を持っている。つまり、同じようなビジネスモデル、同じような運用方針で市場に臨む主体が大勢を占めていると、相場が一方向に振れやすいのではないかとことである。しかも、昔に比べ金融機関の数も減り、従って国債運用についての意思決定主体の数も減っている。もっと多様な運用主体

に国債を保有してもらおう方が国債市場の安定につながるのではないかとことである。

このような観点から、諸外国に比べ保有割合の低い個人層にもっと国債を保有してもらえないかということが個人向け国債発行の動機である。かつて5年割引国債の発行や、特別マル優制度、それに現在も継続している郵貯窓販など個人向け発行の促進策を講じてはいたが、個人保有だけにターゲットを絞った商品というのはこれまでなかった。しかも、第一号商品は満期10年ながら途中換金有りの変動金利商品、購入額1万円からと、個人の利便性に配慮した設計となっている。もっと満期が短い商品をとという声に応じて、5年固定金利の個人向け国債の発行も開始したところである。

その他、保有者層の多様化という点では、海外投資家もターゲットである。新聞報道等にも

海外の国債保有の推移



(出所) 資金循環統計 (日本銀行)

取り上げられたが、平成17年1月には、日露戦争当時の戦費調達のため高橋是清がロンドンに出向いて以来といわれる、海外での日本国債に関する投資家説明会(海外IR)をロンドンとニューヨークで開催した。その後も引き続き、欧米やアジアの主要都市で開催している。また、税制の見直しも行われ、諸外国同様、一定の要件を満たす非居住者については源泉徴収が免除されている。こうした取り組みもあって、近年海外投資家の保有額は増加しており、また流通市場での取引であっても無視できないプレゼンスとなっているという。

こうしたIR活動は何も海外に限ったことではない。読者の皆様の中には、本木雅弘さんと小雪さんの個人向け国債のポスターをみかけた方もいらっしゃるだろう。こうした販売促進のためのイメージ戦略に加えて、国債管理政策の透明性を向上し国民の理解を得ていくことが政策遂行上ますます重要になってきているとの認識から、従来から、国債等に関する各種の統計

資料を公表している他、パンフレットやレポートの充実に努めているところである。「日本国債ガイドブック」、「債務管理レポート」、「国債ニュースレター」といった出版物は財務省のホームページにも掲載されているのでご覧頂ければ幸いである。

また一方的に情報を発信するばかりではなく、市場関係者からの意見を聴くということにも努力している。何も昔は市場からの声を聴いていなかったというわけではない。筆者が国債課に入り立ての頃、入札を担当する課長補佐の電話は「開かずの電話」と呼ばれていた。証券会社等市場関係者から電話がかかってくる、あるいは当の補佐が市場の様子を聞くためこちらから電話をかけたりと、受話器が上がりっぱなしの状態になっていたのだ。(例えば前述のミーティングに当たってのヒアリングのように)そういう努力は今も続いているのだが、プライマリーディーラーを対象とした「国債市場特別参加者会合」や、生命保険会社等機関投資家を対象にした「国債投資家懇談会」を年に数回開催し、よりシステマティックに意見交換できるような体制が整っている。

その他、金融工学の進展が国債管理政策に少なからず影響を与えていると感じる点がある。国債発行当局による金利スワップ取引の導入とコスト・アット・リスクによる債務分析である。

当局がデリバティブ取引を行うなど、昔は想像もしなかったことだが、先述したように15年変動利付国債や10年個人向け国債の導入により国債発行計画は金利変動リスクを抱えることになり、このように国債管理上発生する様々な金利変動リスクをヘッジするために、発行当局でも金利スワップ取引を導入している(実際の取引実務は民間から登用した方が担当し、ここでも民間出身者の知見・経験が活かされている)。

10年先まで楽しみたい。

財務省



秋の個人向け国債

<変動金利型10年満期個人向け国債(最低クーポン保証付)>

9月13日募集開始

個人向け国債
変動10
半年ごとに適用金利が変わる
「変動金利タイプ」

募集期間 **9月13日(水)～10月2日(月)**

金融機関によっては、募集期間内であっても募集を終了する場合があります。

第16回債 初回の利率の適用利率(年率) **4.00%**

1万円単位で購入できる。中途換金が可能で最低金利も保証した安心・手軽な国債です。お気軽に金融機関窓口にご相談ください。

一貯蓄の先に。それぞれの個人向け国債一
情報入手は、こちらから。

財務省ホームページ www.mof.go.jp 国債情報ダイヤル **0570-059310**

個人向け国債お知らせメール
個人向け国債に関する最新情報やイベントに開催するサービス(個人向け国債
の購入や返済状況の確認)など、お役立ちの情報をメールでお知らせします。

個人向け国債
パンフレット

変動10
個人向け国債 変動10年

固定5
個人向け国債 固定5年

◎国債には、「個人向け国債」以外にも、満期が2年、5年、10年、20年、30年の固定金利型や、満期が15年の変動金利型のものなどもあります。詳しくは、金融機関窓口におたずねください。

一方、コスト・アット・リスク分析とは、こうした金利変動リスクを定量的に把握・分析し、国債管理政策に活用しようという試みである。具体的には、国債発行計画のうち発行額を所与として、年限構成の変化による利払費の水準や変動リスクをシミュレーションしてみ、発行計画策定の参考としている。先述の「開かずの電話」の補佐は数学にめっぽう強い方で、同様の分析を行ったことがあった。筆者が国債課を卒業する際に、それを参考に分析してみると、当時の係長から卒業論文のテーマとして申しつけられ、当時まだ財務省の中でも珍しかったエクセルで試みたことがあった。結果は金利の分散を上手く織り込めず、短期国債の発行を増やせば利払費が低下するという陳腐な結論しか得られなかった覚えがある。そのような原始的な分析ではなく、いまや専門のシステムを使用して何百通りのシミュレーションを行っている。

4. 変わらぬ目標

振り返って比較してみると13年半前に比べれば変わった点が多いが、それだけブランクを空けて戻ってきてみても変わっていない部分ももちろんたくさんある。

いろいろあるが、最も強調すべき点は、13年半前も（さらにその昔も）今も（さらに今後将来も）、財務省国債部隊は、「確実かつ円滑な発行」と「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な目標を達成するために業務を遂行しているという点であろう。

13年半前に国債課に配属されたときに、先輩から、「国債課は財政と市場の両面の勉強になるよ」と言われたことを覚えている。本人の無精なところもあって実際にどの程度蓄積できたかどうか分からないが、業務を左右される要因

が予算編成であったり、日々の市況であったりしたのは確かである。またその両者が求める解が必ずしも一致しないこともあった。国債部隊に久しぶりに戻ってきて、この点について、ある上司が、財政制度に具現されている民主主義と、日々の市況のベースとなっている市場主義との間での葛藤といったような表現をしたことが印象的である。

その葛藤の中で、財務省国債部隊が求めているかなければならないのは、「確実かつ円滑な発行」と「中長期的な調達コストの抑制」であり、この2点のためにたゆまぬ切磋琢磨が求められると自戒の念をこめて改めて思う次第である。

(以上)

なお、本稿中意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である。