

■平成19年度■

国債発行計画について

理財局国債企画課課長補佐
小宮 敦史

1. はじめに

昨年12月20日、平成19年度予算の財務省原案にあわせて19年度国債発行計画が発表された。国債発行計画の策定に当たっては、今後も国債の大量発行が続くと見込まれることから、国債の確実かつ円滑な発行のため細心の注意を払う必要がある。そのため国債市場特別参加者会合等の各種懇談会を通じた市場との対話により、市場のニーズをきめ細かく把握するように努めている。他方、足元の市場のニーズのみにとらわれず、中長期的な国債管理政策上の見地から必要な制度・仕組みを適切に整備することも必要である。

本稿では、国債発行計画の内容を中心として、19年度に展開することとしている国債管理政策の概要を説明することとしたい。

2. 国債発行総額は過去最大の減額

(1) 予算上19年度に発行すべき国債の総額は143.8兆円と18年度当初計画に比べて▲21.6兆円の過去最大の減額となった。国債発行総額が140兆円台となるのは、15年度当初計画以来4年ぶりである。(図1、図2)

内訳をみると、新規財源債は、19年度予算の財源となるものであるが、▲4.5兆円と過去最大の減額が行われている。

借換債は、過去に発行した国債の満期到来額等により発行額が決まるものであるが、18年度に財政融資特会からの12兆円の繰入金を財源とした既発国債の買入消却を行ったこと等の国債管理政策上の取組もあり、▲8.5兆円の減額を行っている。

財投債は、財政融資の新規の貸付規模のみならず、財政融資資金全体の資金繰りを勘案して決めるものであるが、19年度においては、新規の貸付規模のスリム化に加え、これまでの財投改革の結果、貸付残高が大幅に縮減されたこと等による借換えニーズの減少により、▲8.6兆円の減額を行っている。

(2) このように国債発行総額は▲21.6兆円の減額を実現したが、それがそのまま実際の市中発行額の減少につながるというものではない。19年度における国債の消化方式は大別すると、市中発行、個人向け販売、公的部門の3方式である。このうち公的部門が19年度計画では▲14.5兆円と最も大きな減額となっている。これは、第一に財投債の減額▲8.6兆円のう

(図1) 平成19年度国債発行予定額

〈発行根拠法別発行額〉

(単位: 億円)

〈消化方式別発行額〉

(単位: 億円)

区 分	18年度 当初	18年度補正後	19年度予定	
	(a)	(b)	(b)－(a)	(c)
新規財源債	299,730	274,700	▲25,030	254,320
建設国債	54,840	64,150	9,310	52,310
特例国債	244,890	210,550	▲34,340	202,010
借換債	1,082,621	1,081,855	▲766	998,060
財投債	272,000	272,000	—	186,000
市中発行分	120,000	120,000	—	110,000
経過措置分	152,000	152,000	—	76,000
国債発行 総額	1,654,351	1,628,555	▲25,796	1,438,380

- ・40年の超長期債等、新たな年限の国債について、市場のニーズに応じ、適切な条件で、機動的に発行できる体制を整備する。
- ・買入消却は、平成19年度は約1兆8,000億円実施する予定である。
- ・金利スワップ取引は、想定元本ベースで、平成19年度は1兆8,000億円を上限とする。
- ・平成19年度における前倒し債発行限度額は20兆円とする。

区 分	18年度 当初	18年度補正後	19年度予定	
	(a)	(b)	(b)－(a)	(c)
カレンダーベース 市中発行額	1,180,000	1,130,000	▲50,000	1,096,000
第Ⅱ非価格 競争入札	26,580	33,580	7,000	25,860
前倒し債発行 減額による調整分	55,197	52,401	▲2,796	62,460
市中発行分 計	1,261,777	1,215,981	▲45,796	1,184,320
個人向け国債	53,000	73,000	20,000	63,300
その他窓販	22,000	22,000	—	18,200
個人向け販売分 計	75,000	95,000	20,000	81,500
日銀乗換 財投債 経過措置分	165,574	165,574	—	96,560
(郵便貯金資金)	152,000	152,000	—	76,000
(年金資金)	(110,000)	(110,000)	(—)	(55,000)
(簡易生命保 険資金)	(32,000)	(32,000)	(—)	(16,000)
(10,000)	(10,000)	(—)	(5,000)	(▲5,000)
公的部門 計	317,574	317,574	—	172,560
合 計	1,654,351	1,628,555	▲25,796	1,438,380

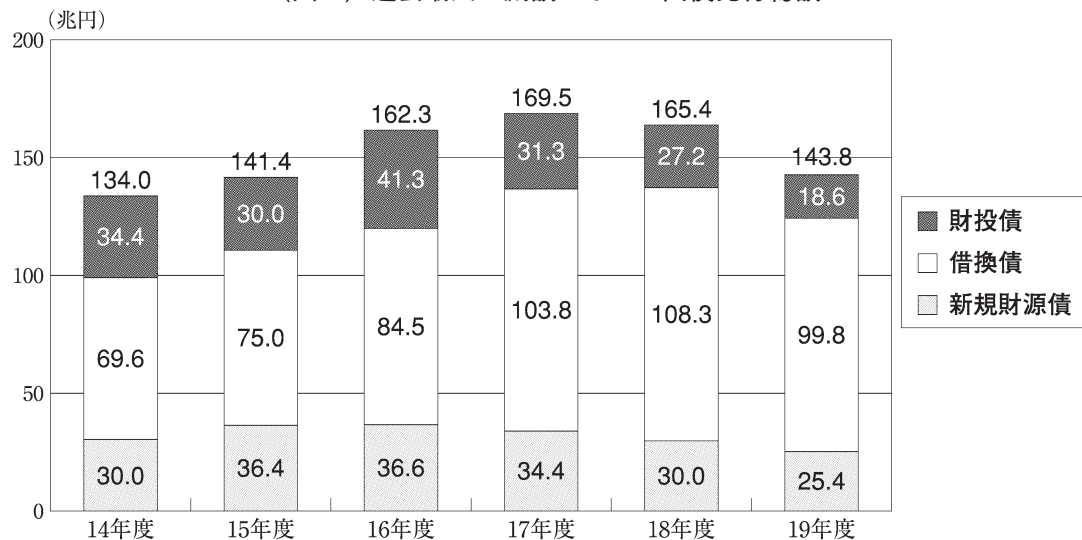
(注1) 各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。

(注2) カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ定期的に額を決めた入札により発行する国債の、4月から翌年3月までの発行予定額の総額をいう。

(注3) 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。

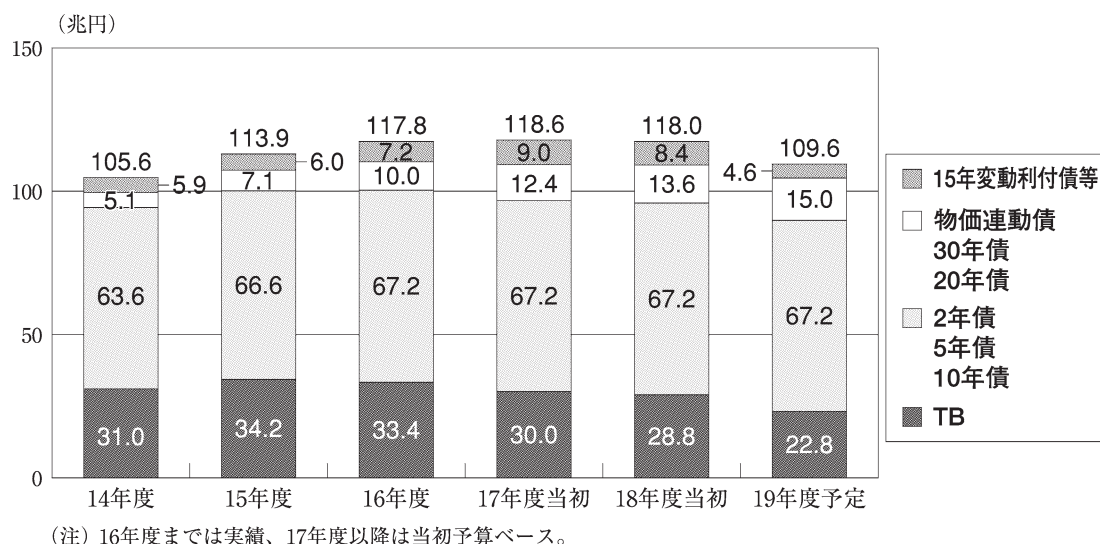
(注4) 本年より窓口販売分は「公的部門」から「個人向け販売分」に組み替えた。

(図2) 過去最大の減額となった国債発行総額



(注) 当初予算ベース

(図3) 2年連続減少のカレンダーベース市中発行額



ち▲7.6兆円が郵便貯金、年金、簡保による経過措置引受分の減額によること、第二に18年度に行った買入消却の影響もあり、日銀が保有している国債の19年度満期到来分が減少したため、日銀乗換が▲6.9兆円と大幅に減少したことによるものである。

個人向け販売分は+0.7兆円と微増であり、結果的に市中発行により消化すべき金額は▲7.7兆円の118.4兆円となった。他方、将来の円滑な国債発行のために用いられる前倒し債を、これまで「平成20年度問題」(後述)に備えて積み上げてきたが、同問題の解消に伴い、それほど多額の前倒し債を発行し続ける必要がなくなったことから、将来の円滑な国債発行に支障が生じない範囲で一定程度減額することとした。その結果、カレンダーベース市中発行額も18年度当初比で▲8.4兆円減額し、109.6兆円とした。(図3)

3. 市場のニーズ・動向等を踏まえた発行計画

(1) 市中発行する国債の年限別配分については、国債管理政策上の必要性和市場のニーズ・動向との双方を踏まえ、短期から超長期までの各ゾーンにおいてバランスのとれた発行額を設定している。(図4)

銘柄別の増減を見ると、18年度当初計画に比べて増額となっているのは、30年債(+0.4兆円)と10年物価連動債(+1.0兆円)である。ただし、これらの増額は、物価連動債に係る会計処理の見直し等を受けて18年4月に行った変更(=30年債の発行ロットの増額、物価連動債の発行頻度の増加)の平年度化に止まるものである。

また、18年度当初計画に比べて減額となっているのは、15年変動利付債(▲3.8兆円)と6ヶ月物短期国債(TB)(▲6.0兆円)である。15年変動利付債については、市場のニ

(図4) カレンダーベース市中発行額

区 分	18年度当初		18年度補正後		19年度予定		(b)－(a)
	(a)				(b)		
30年債	0.5兆円× 4 回	2.0兆円	0.5兆円× 1 回 0.6兆円× 3 回	2.3兆円	0.6兆円× 4 回	2.4兆円	0.4兆円
20年債	0.8兆円×12回	9.6兆円	0.8兆円×12回	9.6兆円	0.8兆円×12回	9.6兆円	－
10年債	1.9兆円×12回	22.8兆円	1.9兆円×12回	22.8兆円	1.9兆円×12回	22.8兆円	－
5 年債	2.0兆円×12回	24.0兆円	2.0兆円×12回	24.0兆円	2.0兆円×12回	24.0兆円	－
2 年債	1.7兆円×12回	20.4兆円	1.7兆円×12回	20.4兆円	1.7兆円×12回	20.4兆円	－
TB 1 年	1.4兆円×12回	16.8兆円	1.4兆円×12回	16.8兆円	1.4兆円×12回	16.8兆円	－
TB 6 か月	2.0兆円× 6 回	12.0兆円	2.0兆円× 4 回	8.0兆円	2.0兆円× 3 回	6.0兆円	▲6.0兆円
15年変動債	1.3兆円× 6 回	7.8兆円	1.1兆円× 4 回 1.0兆円× 1 回	5.4兆円	1.0兆円× 4 回	4.0兆円	▲3.8兆円
10年物価連動債	0.5兆円× 4 回	2.0兆円	0.5兆円× 5 回	2.5兆円	0.5兆円× 6 回	3.0兆円	1.0兆円
流動性供給入札	0.1兆円× 6 回	0.6兆円	0.1兆円×12回	1.2兆円	0.1兆円× 6 回	0.6兆円	－
計	118.0兆円		113.0兆円		109.6兆円		▲8.4兆円

(注1) 市場の状況等を踏まえ、必要に応じ、年度の途中でも適宜見直すことがある。

(注2) 上記に加えて、30年債、20年債、10年債、5年債、2年債、15年変動利付債及び10年物価連動債については、価格(利回り)競争入札後に実施される国債市場特別参加者向けの第II非価格競争入札による発行が行われる(価格競争入札及び第I非価格競争入札又は利回り競争入札における各特別参加者の落札額の10%を上限)。

(注3) カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ定期的に額を定めて入札により発行する国債の、4月から翌年3月までの発行予定額の総額をいう。

ーズが減少しており、国債市場特別参加者会合等においても、減額を求める意見が強かったこと等を踏まえ、18年4月、9月の見直しに引き続き減額を行ったところである。6ヶ月物TBについては、政府短期証券(FB)も含めた債務管理を図る観点から、18年度に導入した6ヶ月物FB(6ヶ月物TBと商品性は同じ)に振り替えることにより、3ヶ月物FBの市中発行額の増加を抑制することとしている。

これらの発行額の設定に当たっては、国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会等の場を通じた市場との対話を丁寧に行っており、19年度国債発行計画は、年末の公表時には、市場に織り込まれていた。その結果、市場関係者からは、市場との対話がうまくい

っている等の高い評価を受けたところである。

(2) 現在我が国で発行されている国債の最長期は30年債であるが、近年、欧州諸国においては、年金、保険の規制変更等を契機として40年、50年といった超長期債が発行されている。こうした事例を踏まえ、市場の一部には、我が国でも30年を超える超長期債の発行を求める声もある。

現時点では、こうした新たな超長期債を既存商品のように定期発行できるだけのニーズは認められないことから、19年度国債発行計画には、定例的に発行する定番商品としては計上していない。しかしながら、国債発行当局としては、債券市場全体の発展に資するため、市場が必要とする無リスク資産を供給す

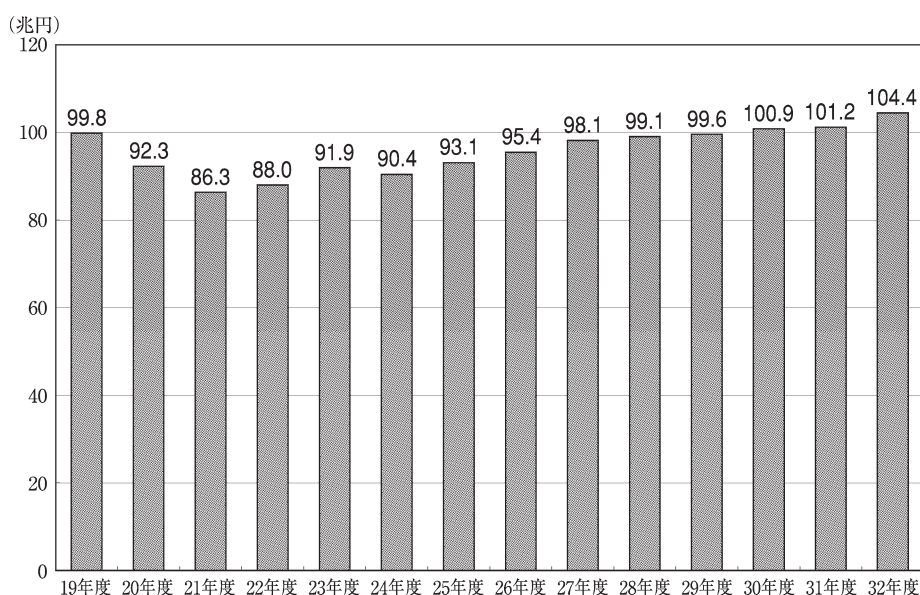
るとの観点から、市場のニーズに応じ、適切な条件の下、機動的に発行できるための体制を整備しておく必要があると考えており、その旨、19年度国債発行計画に記載したところである。

- (3) なお、国債発行計画は、市場に対し、今後1年間の国債発行予定を明示することにより、市場の予見可能性、安定性を高める役割を果たしているが、他方、市場のニーズ・動向等は変わりやすいものであるから、それを踏まえ、必要に応じ、年度の途中でも発行計画を適宜見直すことは当然あり得るものである。この場合、見直しに当たっても市場との対話を十分に行うことは言うまでもない。

4. 国の債務管理の進展

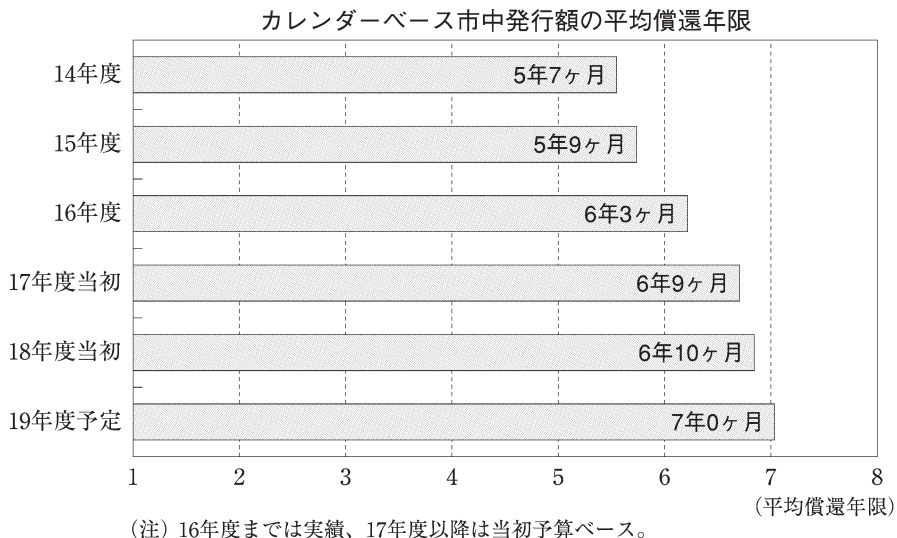
- (1) 近年の国債管理政策上の大きな課題は、平成20年度に10年債を中心とした国債の満期が集中し同年度の借換債発行額が急増しかねないといういわゆる「平成20年度問題」であった。「平成20年度問題」は18年度に財政融資資金特会からの繰入金（12兆円）を原資とした買入消却を行ったことにより解決したが、今後、同じような問題を生じないような債務管理が必要である。そのため、近年、国債の年限の多様化・長期化等により、将来の借換需要を平準化し、借換リスクを抑制するよう努めてきたところであるが、本年公表された仮定計算を見ると、今後の借換債の発行額は安定的に推移していくイメージが示されている。（図5）ちなみに、カレンダーベース市

（図5）借換債発行額は平準化の見通し
（今後の借換債発行額のイメージ）



（注）「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算（1）」（平成19年、財務省）による

(図6) 平均償還年限の長期化



中発行の平均年限を見ると、19年度計画では7.0年となっており、長期化が進んでいることがわかる。(図6)

また、17年度決算剰余金(9,009億円)については、18年度補正予算において国債整理基金特会に繰り入れられることとされているが、これを全額、国債の減額に充て、国債残高の増加の抑制を図ることとしている。

- (2) 適切な債務管理を行うためには、借換リスクのほかに様々なリスクに対応することが必要である。現在、当局では、そうしたリスクを調整する手段として金利スワップ取引を行っているが、我が国が多額の債務残高を有することにかんがみ、市場関係者や民間金融専門家から、今後の金融技術や金融市場の進展に適切に対応できるようリスクヘッジ手段を更に高度化する必要があるとの指摘もなされている。

こうした指摘も踏まえ、関係の規定を整備し、従来の金利スワップ取引にそのオプショ

ン取引等を追加することとしている。

また、金利スワップ取引について、市場関係者からは、これまでに実施した取引のマーケットへのインパクトはニュートラルであったとの評価がなされていることを踏まえ、19年度の取引上限を1.8兆円(想定元本ベース)に引き上げることとしている。

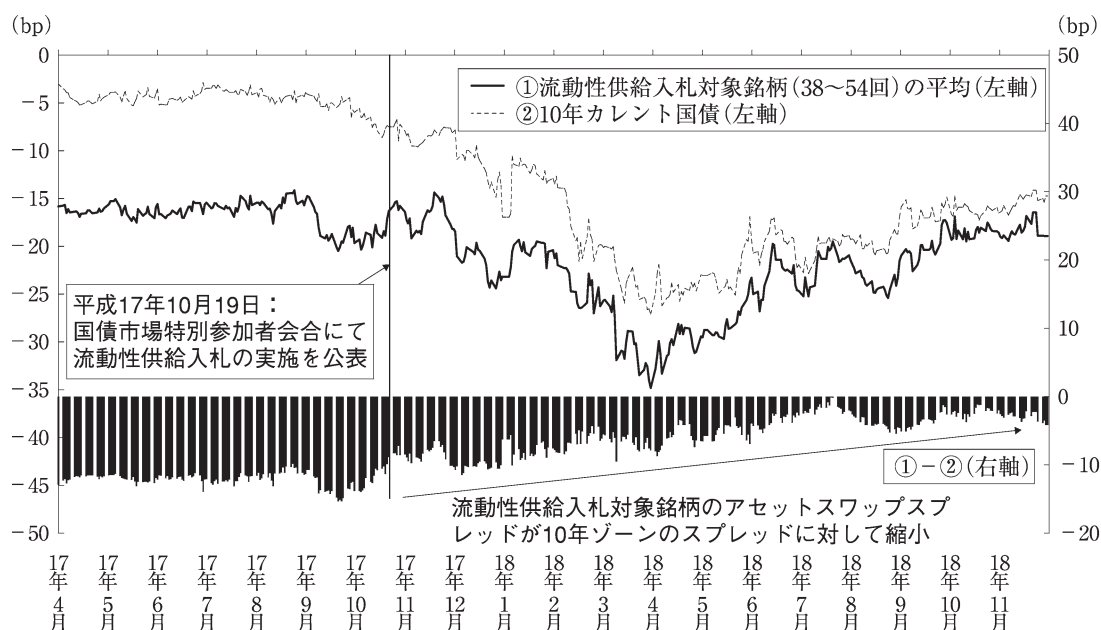
なお、こうしたリスク管理の前提として、コスト・アット・リスク分析により、リスクを定量的に把握しているところである。

5. 国債市場の流動性維持・向上

- (1) 国債を確実かつ円滑に発行し、また、中長期的な資金調達コストを抑制するためには、国債市場の流動性を向上させることは重要であり、近年、国債管理政策としてもその方向に沿った施策を実施してきたところである。

昨年も、流動性供給入札を4月から導入するとともに(月1,000億円規模)、買入消却について1月から対象銘柄を原則として全ての

(図7) アセットスワップスプレッドの推移



(出所：Bloomberg)

銘柄に拡大し（システム対応の関係により30年債は4月から、15年変動利付債、物価連動債は12月から対象化）、4月からは買入規模も月1,500億円程度に増額している。

これらの施策については、市場関係者から、国債の流動性向上に効果があったとして19年度にも継続を求める声が強かった。また、データ上も、流動性供給入札については、対象銘柄のアセットスワップスプレッドが10年ゾーンのスプレッドに対して縮小するなど対象銘柄の需給ギャップが徐々に緩和されてきているとの効果が見られる。(図7) また、買入消却については、17年12月に30年債も買入消却の対象になる旨を発表してから30年債の swaps スプレッドが拡大し30年債の割安度が修正されているという効果が見られる。

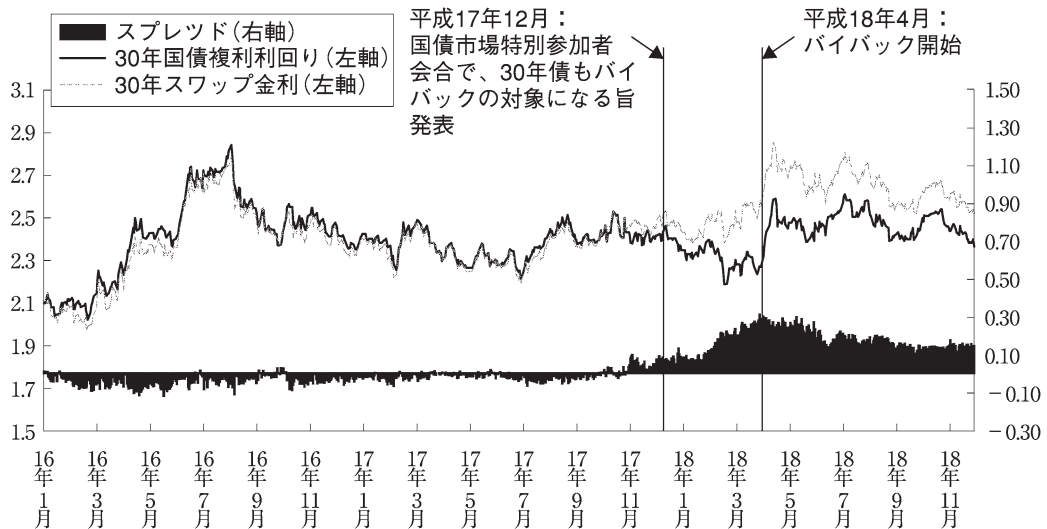
(図8) このように、流動性供給入札や買入消却の効果については、市場関係者の声だけ

でなく客観的にもその効果が示されていると考えられることから、19年度においても、流動性供給入札については月1,000億円規模で当面上半期に実施することとし、買入消却については月1,500億円程度で継続することとしている。

- (2) 30年債、物価連動債については、それぞれ1回の発行ロットが0.6兆円、0.5兆円と小さく、流動性が低いため、相場が個別銘柄の需給要因に左右されやすく、流通市場での売買が行いづらい等の指摘が海外投資家等からなされている。こうした指摘を踏まえ、30年債、物価連動債について、原則リオープン方式を導入して1銘柄当たりの流動性を拡大することとした。また、同時に30年債の入札方式について、従来のイールド・ダッチ方式から価格コンベンショナル方式に変更することとした。

(図8) 30年債の流動性向上について

＜スワップスプレッドの推移＞



- ・バイバック実施の発表後、スワップスプレッドが拡大。
- ・スワップの同年限の金利に対して、国債金利が低下しているということであり、30年債の割安度の修正を示している。
- ・ただし、20年物との関係では、スワップの20年－30年スプレッドに比べ、国債のスプレッドはいまだ大きく、30年債の割安感は若干残っている。

6. 市場との対話の強化

- (1) 前述のとおり、多額の国債を市中に確実かつ円滑に発行するためには、国債管理政策上の必要性と市場のニーズ・動向との双方を十分に踏まえる必要があり、そのためには当局と市場との対話を丁寧に行い、意思の疎通を図ることが不可欠である。

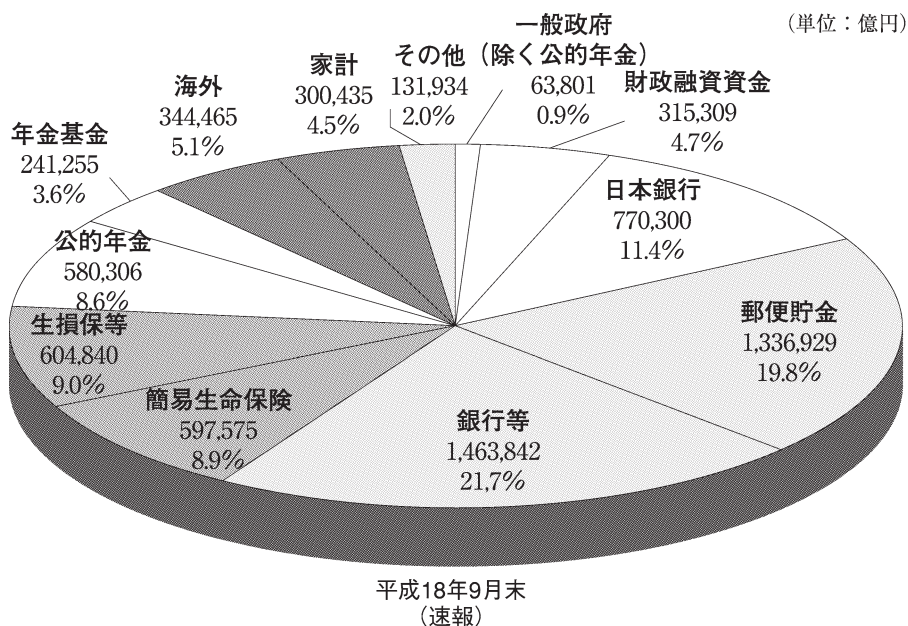
そこで、市場関係者の声をさらによく聞くとともに、当局から市場に対する情報提供・情報発信を迅速かつ充実したものとし、引き続き市場との対話を強化していくこととしている。

- (2) 具体的には、18年12月より入札結果の公表を迅速化し、また、今後国債ホームページ (<http://www.mof.go.jp/jgb.htm>) を刷新する等、情報の発信を強化することとしている。市場との対話の主な舞台である各種懇談会についても、国債投資家懇談会等のメンバーを拡大し、国債市場特別参加者会合ともあわせて、市場との対話を拡充・強化している。

7. 保有者層の多様化

- (1) 我が国の国債保有構造を見ると、銀行等の金融機関の保有割合が高く、個人や海外投資家の保有割合が低い。(図9) そのため、市場の状況が変化した場合に、市場参加者の取引が一方向に流れがちな傾向にあるとの指摘

(図9) 国債の所有者別内訳



(注) 「銀行等」には「その他市中金融機関」を含む
出典：日本銀行 資金循環統計

がある。

こうした点を踏まえ、当局としては、これまで国債の保有者層の多様化、特に個人や海外投資家による国債保有の促進に取り組んできたところである。

- (2) 個人投資家については、個人向け国債を主力商品として保有促進に取り組んできた結果、家計の国債保有額は着実に増加してきている。

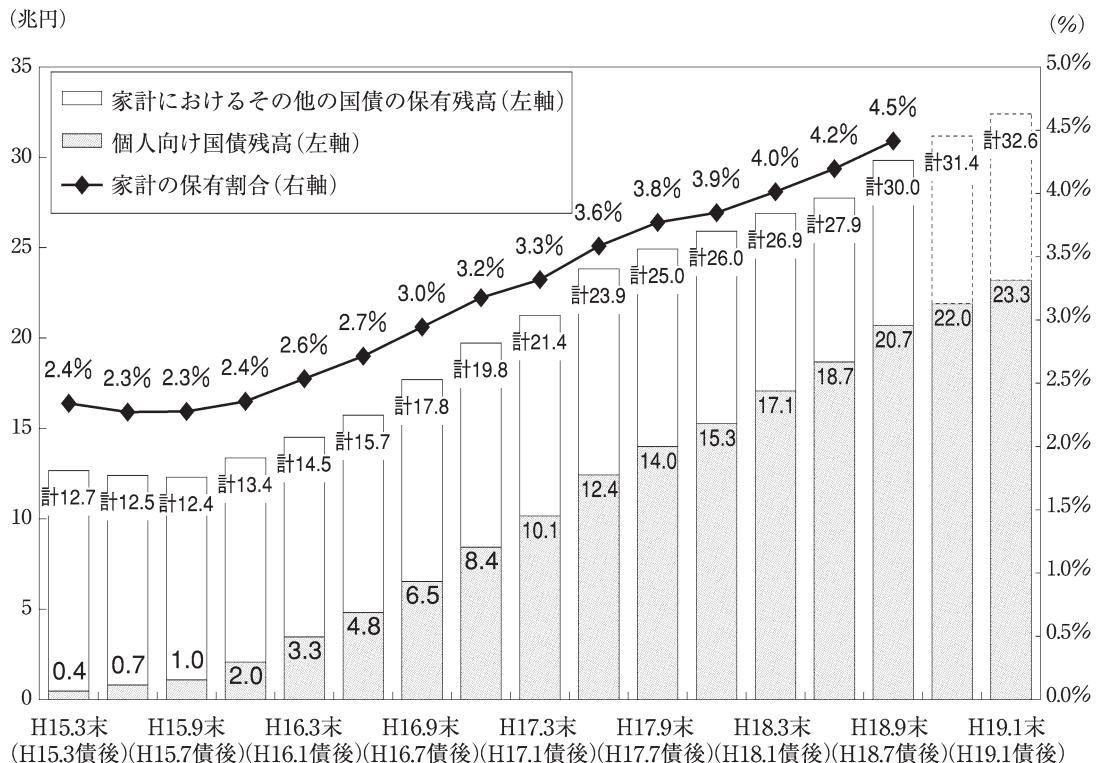
(図10) このように個人向け国債は、18年1月から5年固定金利型を導入したこと等により順調に販売されているが、今後の課題としては、小口投資家への浸透や若年層、新規顧客の開拓が考えられるところである。そのため個人向け国債の販売を行っている金融機関等が、その販売に積極的に取り組むことが出来るようなインセンティブの付与等、販売促

進策を実施することとしている。

- (3) 個人向け国債以外では、これまで郵便局による窓口販売が個人に対する国債販売の主要なチャネルとなっており、民間金融機関で個人向けに国債の販売を行っている機関の数はそれほど多くない。また、個人向け国債以外の国債の募集期間は1週間程度と短い状況である。このような販売体制では、個人が国債を購入しようとしてもなかなか購入しにくいとの声が聞かれていた。

そのため、郵政公社が民営化され民間銀行(ゆうちょ銀行)となることにあわせて、19年10月以降、それまで郵政公社のみで行われていた募集取扱方式の利付国債(2年債、5年債、10年債)の窓口販売を、銀行等の民間金融機関においても行えることとし、金融機

(図10) 家計の国債保有額は着実に増加



(注1) H18.12及びH19.1現在の家計の国債保有額については、未だ日本銀行より公表されていないため、家計におけるその他の国債の保有残高についてH18.9末の金額を仮置きしている。

(注2) H19.1現在の個人向け国債の残高は、これまでの発行累計額約 24.6兆円から、中途換金により国が買い取った個人向け国債を消却した金額約 1.3兆円を差し引いた金額。

関の窓口やネット上での販売を通じ、個人の国債購入を容易にしたいと考えている。

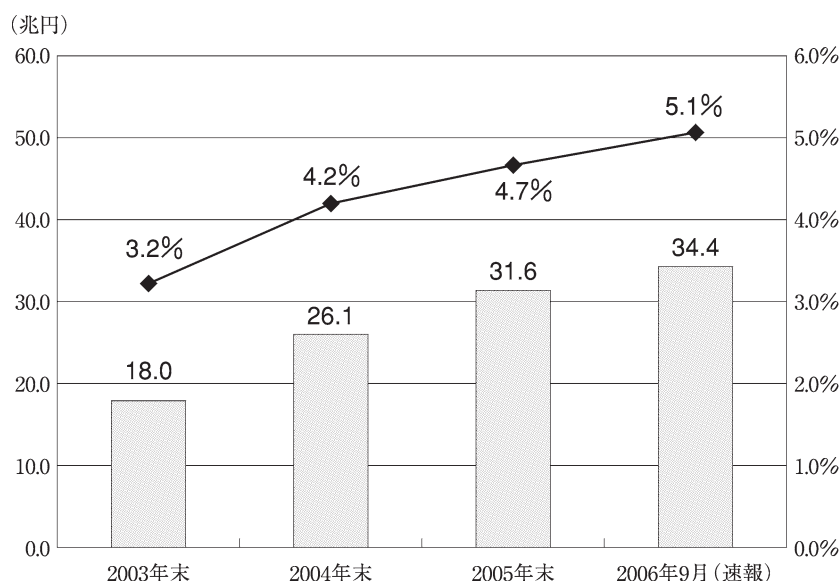
なお、この新たな窓販スキームの導入に当たっては、システム開発が必要な点もあることから、一部は20年度に実施することになると見込まれる。

- (4) 海外投資家の保有促進については、17年1月以降、欧州、米国、アジア等において、国債に係る海外説明会（海外 IR）を実施し、日本国債や経済・財政状況等について、海外投資家に対して直接説明し、これらの正確な理解を促すことに努めているところである。

こうした努力もあり、海外投資家の国債保有も最近着実に増加している状況である。（図 11）

今後の海外 IR については、日本経済・日本国債に関する知識・理解の程度や債券運用の姿勢が多様な海外投資家に的確に対応するため、大規模な説明会、少人数会合、個別投資家訪問等を併用するほか、民間の投資情報会議との連携など多様な開催方式を取り入れていく予定である。19年は、まず3月上旬に欧州で海外 IR を実施する予定である。

(図11) 最近の3年間で海外投資家の国債保有額は倍増



8. その他

国債に係る手数料を抜本的に見直し、大幅な削減を段階的に実施することとしている。見直しによる経費節減効果は、一般会計ベースで19年度▲100億円以上、21年度までに▲600億円以上となる見込みである。

また、18年9月以降、公募地方債の発行方式が個別条件方式に完全移行したことにより、市場公募地方債を発行する地方自治体には、地方債発行に関し、より専門性の高い能力が求められている。国債発行当局は、民間金融専門家の採用等を通じて専門家の育成に努めており、これまでの知識やノウハウを地方に還元し、債券市場の発展に資するとの観点から、地方自治体の地方債担当職員向けに実務研修を導入することとしている。

9. おわりに

以上が、19年度国債発行計画と国債管理政策の概要である。

19年度は過去最大の減額を実現したとは言え、今後も国債の大量発行が続くことが見込まれる中、国債の確実かつ円滑な発行と中長期的な調達コストの抑制に取り組む必要性は少しも変わるものではない。もちろん、その前提としては、財政構造改革の推進により国債に対する信認を確保していくことが最も重要であるが、その上で、国債発行当局としては、引き続き市場との対話を丁寧に行い、また、民間の金融専門家の知見を積極的に活用することにより、国債管理政策の適切な運営に努めていきたい。

※ なお、本文中意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である。