

2 市場のニーズ・動向等を踏まえた発行計画

カレンダーベース市中発行分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ます。

(1) 短期～超長期の各ゾーンにおいてバランスのとれた発行額

平成20年度のカレンダーベース市中発行額（図7）の銘柄別の増減を見ると、平成19年度当初計画と比べて増額となっているのは40年債（＋0.4兆円）、流動性供給入札（＋0.6兆円）です。40年債については、保険・年金などの機関投資家の長期運用ニーズに対応するため、増額して定期発行（0.2兆円×2回）することとしました。流動性供給入札については、平成20年度より対象銘柄を大幅に拡充することとしない、通期分として、毎月0.1兆円、計1.2兆円を計上することとしました。

また、平成19年度当初計画と比べて減額となっているのは15年変動利付債（▲1.6兆円）、5年債（▲1.2兆円）、6ヶ月物割引短期国債（▲2.7兆円）です。15年変動利付債については、19年度下期に1回の発行ロットを1兆円から0.7兆円に減額し、年間発行額を3.4兆円としたところですが、依然として理論価格と実勢価格との乖離が続いており、発行当局としても割安な条件での発行を強いられている状況にあります。こうした状況の下、国債市場特別参加者会合でも一致して更なる減額を求める意見が出されていたところであり、平成20年度の国債発行計画においては、1回の発行ロットを更に引き下げて、0.6兆円×4回、年間発行額を2.4兆円に減額することとしました。

5年債については、国債の主力商品の1つですが、国債市場特別参加者や投資家の間で、政策金利の見通しが難しくなっていること等から需給が緩んでいるとの見方が多いこと等を踏まえ、1回の発行ロットを0.1兆円減額し、1.9兆円×12回、年間発行額を22.8兆円に減額することとしました。6ヶ月物割引短期国債については、政府短期証券の市中発行額の増加が求められている状況の下で、6ヶ月物政府短期証券に振り替える形で減額し、3ヶ月物政府短期証券の市中発行額の増加を抑制することとしました。

6ヶ月物割引短期国債の発行額について、3.3兆円と総額しか記載していないのは、20年度中を目途に割引短期国債と政府短期証券の総合発行を実施することとしており、これにより、割引短期国債の発行額及び発行ロットをきめ細かく設定することが可能となるからです。

この結果、カレンダーベース市中発行分の平均償還年限は7年4ヶ月と対前年度比で4ヶ月長期化しました（図8）。

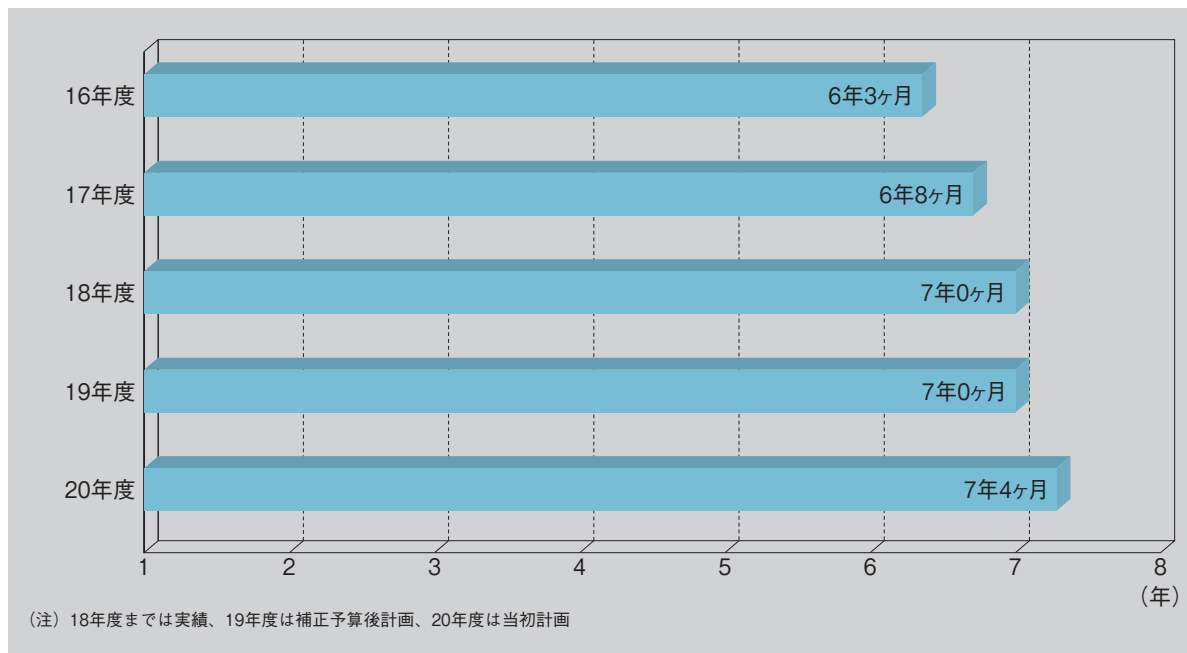
これらの発行額の設定に当たっては、国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会等の場を通じた市場との対話を丁寧に行っており、平成20年度国債発行計画は、年末の公表時には、市場に織り込まれていました。市場関係者からは、「市場実勢を反映したバランスのとれた計画となった」等の好意的な評価を受けたところです。

(図7) 平成20年度カレンダーベース市中発行額

	19年度（当初）			19年度（9月変更後）			19年度（補正後）			20年度（当初）		
	ロット	頻度	小計	ロット	頻度	小計	ロット	頻度	小計	ロット	頻度	小計
40年債	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.2	× 2	= 0.4
30年債	0.6	× 4	= 2.4	0.6	× 4	= 2.4	0.6	× 4	= 2.4	0.6	× 4	= 2.4
20年債	0.8	× 12	= 9.6	0.8	× 12	= 9.6	0.8	× 12	= 9.6	0.8	× 12	= 9.6
10年債	1.9	× 12	= 22.8	1.9	× 12	= 22.8	1.9	× 12	= 22.8	1.9	× 12	= 22.8
5年債	2.0	× 12	= 24.0	2.0	× 12	= 24.0	2.0	× 12	= 24.0	1.9	× 12	= 22.8
2年債	1.7	× 12	= 20.4	1.7	× 12	= 20.4	1.7	× 12	= 20.4	1.7	× 12	= 20.4
1年物割引短期国債	1.4	× 12	= 16.8	1.4	× 12	= 16.8	1.4	× 12	= 16.8	1.4	× 12	= 16.8
6ヶ月物割引短期国債	2.0	× 3	= 6.0	2.0	× 3	= 6.0	3.0	× 2	= 6.0			3.3
15年変動利付債	1.0	× 4	= 4.0	1.0 0.7	× 2 × 2	= 3.4	1.0 0.7	× 2 × 2	= 3.4	0.6	× 4	= 2.4
10年物価連動債	0.5	× 6	= 3.0	0.5	× 6	= 3.0	0.5	× 6	= 3.0	0.5	× 6	= 3.0
流動性供給入札	0.1	× 6	= 0.6	0.1	× 12	= 1.2	0.1	× 12	= 1.2	0.1	× 12	= 1.2
市中発行分計	109.6兆円			109.6兆円			109.6兆円			105.1兆円		

(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、40年債、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。
(注4) 19年11月に40年債を0.1兆円発行。

(図8) カレンダーベース市中発行額の平均償還年限



(2) 市場の状況に応じた機動的な発行計画の見直し

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ますが、市場のニーズ・動向等が変化した場合には、市場と綿密に対話しつつ、適宜見直す必要があります。

平成19年度においては、9月にカレンダーベース市中発行額を見直し流動性供給入札の年度下期継続に伴う増額（+0.6兆円）及び15年変動利付国債の減額（▲0.6兆円）を行いました。12月には19年度補正予算に伴い、国債発行計画を変更しましたが、カレンダーベース市中発行額については6ヶ月物割引短期国債の発行ロットを3兆円×2回に変更しました。

平成20年度においても、必要に応じ、年度の途中でも機動的、柔軟に発行計画を見直します。

米国サブプライムローン問題が、昨年夏以来、米国を中心にグローバル経済及び金融マーケットを揺さぶり続けています。サブプライムローンとは、クレジットカードの延滞履歴がある等、信用力の低い個人を対象とした米国の住宅融資です。残高は、新聞報道等によれば、平成18年末時点で、米国の住宅ローン全体の約15%、1兆5,000億ドル程度とされています。

サブプライムローン問題は、米国の住宅価格の上昇が止まり、返済に行き詰まる個人が急増したことに端を発します。そして、昨年7月の格付機関によるサブプライム関連証券の大量格下げという異例の事態を受けて、サブプライム関連証券の価格が急落しました。併せて、金融機関の損失拡大や信用収縮への懸念が高まったことから、株式マーケットも急落し、また、債券マーケット及び為替マーケットのボラティリティも高まりました。さらには、多額の証券化商品が、欧州の金融機関・投資家に保有されていたことから、欧州マーケットにも飛び火するに至りました。

こうした状況下で金融マーケットに登場するのが、「質への逃避」というキーワードです。「質への逃避」とは、金融マーケットが混乱し、先行きへの不安感が高まった時に、相対的にリスクが低く、かつ流動性が高い投資対象へ動くことです。具体的には、株式から債券、債券の中でも国債へ、国債の中でも長期ゾーンから中期ゾーンへというマネーの動きのことを一般的に指します。その結果、国債の金利は低下し、利回り曲線は、スティープ化傾向（10年国債利回り－2年国債利回りのスプレッドが拡大傾向）を強めることとなりますが、実際、ここ10年間でも何度か発生しています（図参照）。

1度目は、短期間ではあったものの、ヘッジファンド危機です。ヘッジファンドLTCMが、平成10年8月のロシア財政危機をきっかけに破綻寸前まで追い込まれました。しかし、米国連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ（3回、計75bp）及び金融機関の資金融通により、短期間で終息し、実体経済に対しては、ほとんど悪影響はありませんでした。

2度目は、平成12年から平成13年にかけてのIT（情報技術）バブル崩壊です。過度に高まったITへの期待がバブル崩壊を招きました。さらに、平成13年9月の同時多発テロも加わり、米国経済は景気後退期に突入します。これに対して、米国政府は、財政・金融政策を総動員しました。平成13年当初は6.5%あった政策金利を最終的には1%まで引き下げたほか、平成13年に誕生したブッシュ政権は、平成15年にかけて大幅減税を実施しました。

もっとも、この時期の日本の利回り曲線の動きは、米国やドイツの動きとは異なり、フラット化（スプレッドが縮小）傾向にありました。この背景として、まず指摘されるのが、平成13年3月から平成18年3月まで日本銀行が実施した量的金融緩和政策です。これにより政策金利は、ほぼゼロに張り付くことになりました。また、銀行貸出が低迷する一方で、不良債権の償却原資を確保するために行った金融機関の消去法的国債買い（平成15年6月に10年国債利回りは0.5%割れの水準まで低下）も背景として挙げられます。

そして、3度目が今回です。まず、米国の利回り曲線がスティープ化し始め、ドイツ、日本が少し遅れてスティープ化し始め、マーケットでは、サブプライムローン問題に対して楽観論、悲観論が交錯しつつも、「質への逃避」の動きが見られました。

（図） 日米独イールドカーブ形状（10年－2年）の推移

