

## 2 債務管理政策の概要

### (1) 総論

令和5年度において予算上発行すべき国債の総額は205.8兆円と、令和4年度当初と比べると9.3兆円減少しています。一般会計予算の歳入となる建設国債と特例国債については、前年度当初比1.3兆円減の35.6兆円となっています。また、国債発行残高は令和4年度末で1,127.9兆円に上るなど、その規模は非常に大きなものになっています。

政府は、国債以外にも政府短期証券や借入金といった形でも資金調達をしており、これらを加えると国の公的債務の残高は1,270.5兆円に達しています。また、政府は、独立行政法人等の資金調達に対し保証を付与していますが、これは独立行政法人等が公共性、公益性の高い業務を行う上で必要な資金調達を行う際に、その容易化を図るためのものであり、こうした政府保証債務の残高は29.4兆円に達していません（いずれも令和4年度末）。

政府の資金調達は、そのフローとしての調達額が大きなものとなっており、また、ストックとしての債務残高も増加の一途をたどっています。国の債務の在り方は、企業、家計等の各経済主体の金融資産選択やマクロ的な資金循環にも影響を与え、また、それらを通じて金利にも影響を及ぼし得るものです。さらに、市場における金利変動は、回りまわって国の資金調達や各経済主体の行動に影響を及ぼします。

このような点も踏まえ、できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国の公的債務（国債、政府短期証券、借入金、政府保証債務及び交付国債）が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還等の各方面にわたり行われる種々の政策のことを「債務管理政策」といいます。我が国においては、

- ① 国債の確実かつ円滑な発行
- ② 中長期的な調達コストの抑制

ということ为国債管理政策の基本目標とし、国債発行計画の策定・運営に当たり、各種懇談会等を通じた「市場との対話」を丁寧を実施し、市場のニーズを十分に踏まえた国債発行に努めるほか、国債保有者層の多様化等に取り組んでいます。

一方で、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、結果として中長期的な調達コストの上昇につながりかねません。今後とも大量の国債発行が見込まれるなかで、中長期的な需要動向を見極め、より安定的で透明性の高い国債発行に努めてまいります。

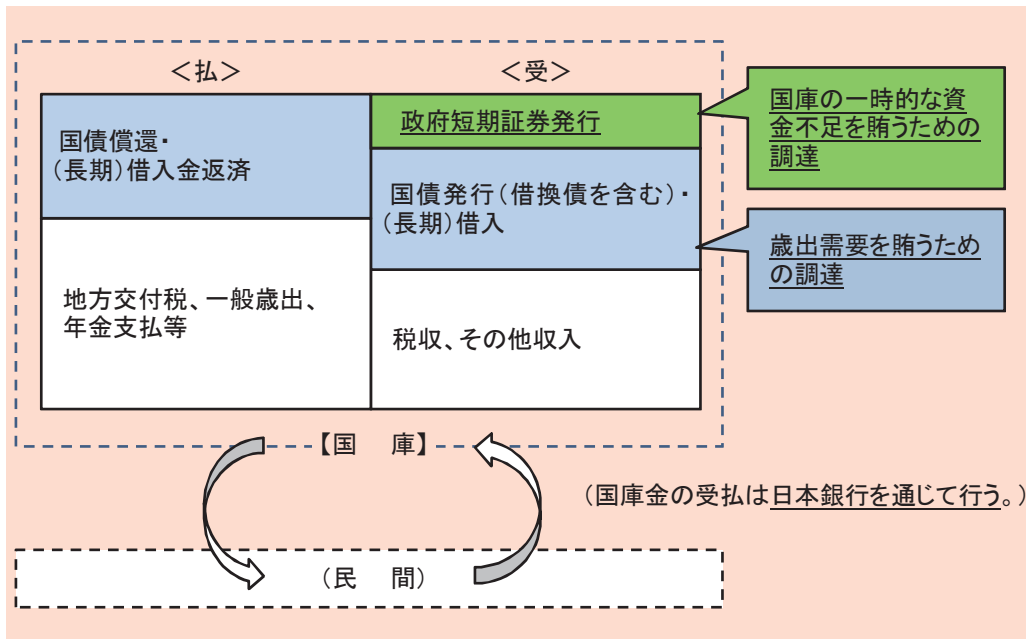
なお、IMF・世界銀行が平成13年に公表した「公的債務管理のための指針」においては、公的債務管理政策とは、「必要な政府資金調達を行う観点から、その債務を管理するための戦略を立案・執行すること」とされており、その目的として「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化すること」があげられています。

## (2) 国の資金調達の枠組み

国の歳出は、本来、その年の税収やその他収入で賄うべきですが、これらで賄えない歳出需要を賄うために、国債の発行、または借入(借)を行います。また、日々の国庫の資金繰りを行う上で、一時的な資金不足を賄うため、政府短期証券の発行を行っています。以下では、これら国の資金調達の枠組みについて説明します。

借入は国債と異なり、証券の発行を伴わない資金調達形態です。

(図1) 国庫金の受払



国の財政は一般会計及び13の特別会計(令和5年4月1日現在)に区分して管理・運営されていますが、その受払は日本銀行を通じて行われています。国は、次のとおり、国債・借入金により税収等で賄えない歳出需要を賄い、政府短期証券の発行により国庫の一時的な資金不足を賄うことで、予算を支障なく執行しています。

### A 歳出需要を賄うための国債・借入金

政府は税収等で賄えない歳出需要を賄うため、国債の発行、または借入を行い、これにより調達された資金は歳入に計上されています。必要に応じてこうした資金調達を行うことによって、予算の支出を支障なく執行しています。

財務省理財局では、国債管理政策を企画・立案するとともに、その執行(国債の入札・発行及び償還等の事務、借入金の入札等)を行っています。

### B 国庫の一時的な資金不足を賄うための政府短期証券

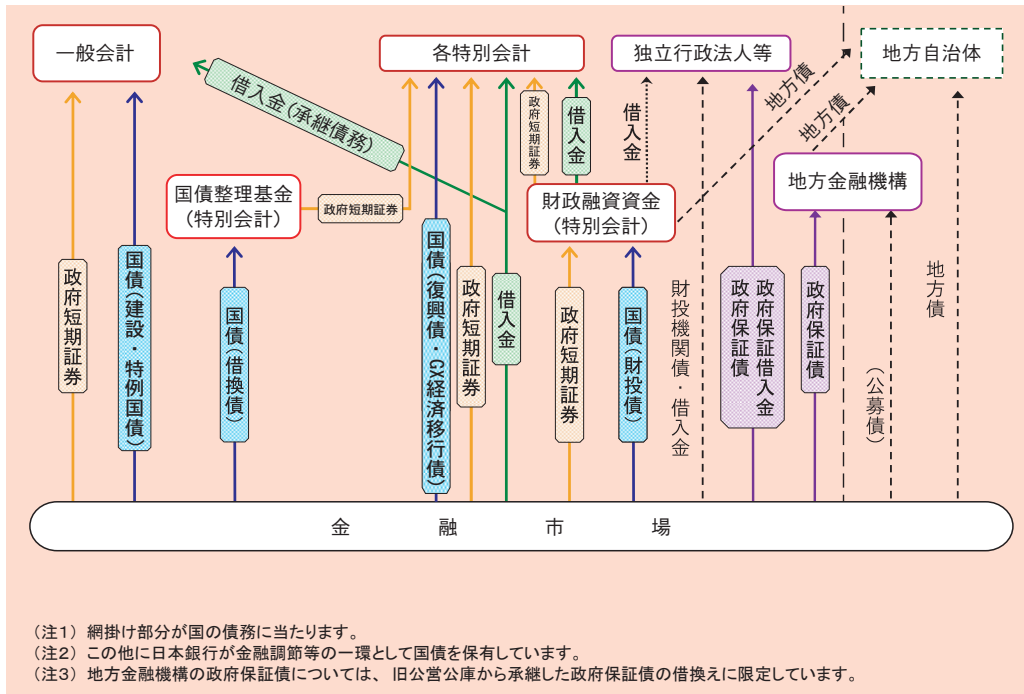
政府の財政活動として各官庁・会計においては日々、様々な国庫金の受払が行われていますが、これらの受払は全て国庫において統一的に取り扱うため、日本銀行を通じて行われています。Aで述べたとおり、国債・借入金により税収等で賄えない歳出需要を賄うための資金調達を行います。国庫金の日々の受払のタイミングのズレにより、一時的に資金が不足したり、資金に余裕が生じたりすることがあります。資金が不足した場合は政府短期証券の発行等、余裕が生じた場合は資金不足の特別会計等に対する国庫余裕金の繰替使用等により国庫金の日々の受払のタイミングのズレを調整しています(=国庫の資金繰り)(借)。

歳入とは一会計年度における一切の収入をいい、収入とは国の各般の需要を充たすための支払の財源となるべき現金の収納をいいます。国庫の資金繰りのために発行される政府短期証券は、国の各般の需要を充たすための支払の財源を調達するために発行されるものではなく、当該年度の歳入をもって償還されるため、歳入に計上されるものではありません。

### (3) 公的な性格を有する債務

国の債務ではないものの、公的な性格を有する債務として地方債、独立行政法人等の債務があります。これらは、市場における金利形成等を通じて、国の債務管理の在り方に潜在的に影響を及ぼし得るものです。

(図2) 公的債務のイメージ図



以上を踏まえ、公的債務の概念を整理するとともに、本レポートとの対応関係を図示すると、以下のようになります。

(図3) 公的債務の概念と本レポートとの対応関係

		本レポート中の該当項目 (詳細は目次をご覧ください。)		
		第I編	第II編 (制度編)	第III編 (資料編)
(広義の) 公的債務	国の公的債務	普通国債	■ 1 令和4年度の国債市場の動向 P10	◆ 第1章 ■ 1 国債発行市場 P100
			■ 2 国債発行計画 P14	■ 2 国債流通市場 P111
			■ 3 保有者層の多様化 P24	■ 3 債務管理制度 P121
		財投債	◆ 第2章 ■ 4 税制 P70	◆ 第2章 ■ 1 政府短期証券 P133
		政府短期証券	◆ 第2章 ■ 2 借入金 P76	◆ 第2章 ■ 2 借入金 P135
		借入金	◆ 第2章 ■ 3 政府保証債務 P79	◆ 第2章 ■ 3 政府保証債務 P139
	政府保証債務	◆ 第2章 ■ 4 交付国債 P81		
	交付国債	◆ 第3章 ■ 1 地方債 P83	◆ 第3章 ■ 1 地方債 P144	
	公的債務		◆ 第3章 ■ 2 独立行政法人等の債務 P87	◆ 第3章 ■ 2 独立行政法人等の債務 P147
	地方債			
独立行政法人等の債務				

## ボックス1 国債の利回り

国債は、一定の金額を一定期間後に支払うことを国が約束して発行した債券で、発行当局（財務省）が、表面利率と償還期間をあらかじめ定めて発行されます。国債の額面（償還時に受け取る金額のこと）は一定ですが、市場参加者が実際に購入する価格は需給等によって変動するため、例えば、額面 100 円の国債が額面を下回る 95 円や上回る 105 円となることもあります。こうした購入価格に対する 1 年当たりの運用益の割合をパーセントで表示したものが国債の利回りです。

例えば、額面 100 円の国債を購入した場合を考えると、運用益の中には、

- ① 1 年分の利子収入（「インカムゲイン」＝表面利率（クーポン）で表されるもの）と、
- ② 額面と購入価格の差額（「キャピタルゲイン（キャピタルロス）」）を 1 年当たりで換算したものが含まれるため、国債の利回りは以下の式で表すことができます。

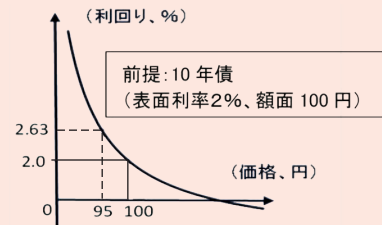
（図 B 1-1）単利利回りの計算式

$$\text{利回り} = \frac{\text{① 1年分の利子収入 (円)} + \frac{\text{② 額面(100円) - 購入価格(円)}}{\text{償還期間(年)}}}{\text{購入価格(円)}} \times 100$$

(最終利回り、単利、税引き前、%)

①の利子収入は、発行時に定められた表面利率により金額が確定し、償還まで変わりません。一方、②の購入価格は、購入するタイミングによって変動します。したがって、国債の利回りは変化します。上式（図 B 1-1）の国債の価格と利回りの関係を、表面利率 2% の 10 年債（額面 100 円）で見たものが図 B 1-2 ですが、価格が下落（100 円→95 円）すれば、利回りは上昇（2.0%→2.63%）することになります。逆に、価格が上昇（95 円→100 円）すれば、利回りは低下（2.63%→2.0%）することになります。

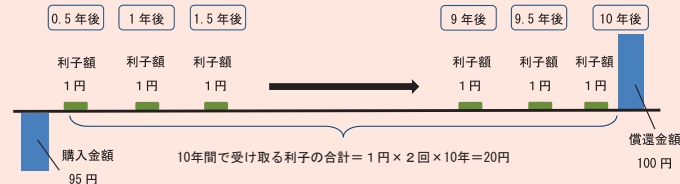
（図 B 1-2）利回りと価格の関係



（注）図は利回りと価格の関係のイメージ

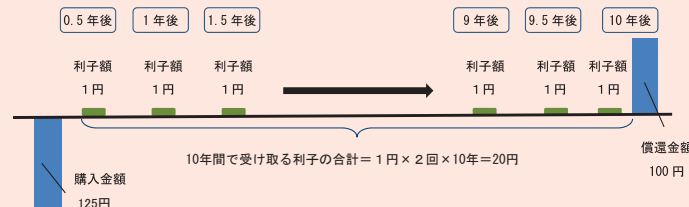
下図（図 B 1-3）は、10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を購入した場合の、購入から償還までの資金の受払いを表すキャッシュフロー図です。例えば、当該国債を 95 円で購入し償還まで保有した場合は、利子収入（20 円）と額面と購入価格の差額（5 円）の合計（25 円）が運用益になります。これを 1 年当たりで見ると、利子収入（2 円）とキャピタルゲイン（0.5 円）から、利回り（単利）は約 2.63% となります。

（図 B 1-3）10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 95 円で購入した場合のキャッシュフロー図



近年、国債の利回りがマイナスとなることがあります。例えば、10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 125 円で購入し償還まで保有した場合は、利子収入（20 円）と額面と購入価格の差額（▲ 25 円）の合計（▲ 5 円）が運用損となります（図 B 1-4）。これを 1 年当たりで見ると、利子収入（2 円）と 1 年当たりのキャピタルロス（▲ 2.5 円）から、利回り（単利）は▲ 0.40% となります。

（図 B 1-4）10 年債（表面利率 2%、額面 100 円）を 125 円で購入した場合のキャッシュフロー図



このようなマイナス利回りの国債を購入した場合、償還まで保有すると、利子収入と償還金額の合計が購入金額を下回り、損失が発生します。しかしながら、償還を迎える前に購入価格を上回る価格で売却することができれば、結果として利益を得られます。

なお、利回りの計算方法には、上記で説明した「単利」利回りのほか、利子収入の再投資による収益を考慮した「複利」利回りがあります。

## ボックス2 マイナス利回りの日本国債の需要

ボックス1「国債の利回り」で説明したとおり、近年、中短期ゾーンの国債の利回りがマイナスとなることがあり、投資家がマイナス利回りの国債を購入して償還まで保有すると、利子収入と償還金額の合計が購入金額を下回り、損失が発生します。

しかしながら、マイナス利回りの国債を購入した投資家が、償還を迎える前に購入価格を上回る価格でその国債を売却すれば、たとえマイナス利回りの国債を購入したとしても、結果として利益を得ることが可能となります。例えば、金融政策の影響や「質への逃避」の動き等により国債価格が上昇し、その結果、購入価格を上回る価格で売却することができた場合は、利益を得ることが出来ます。

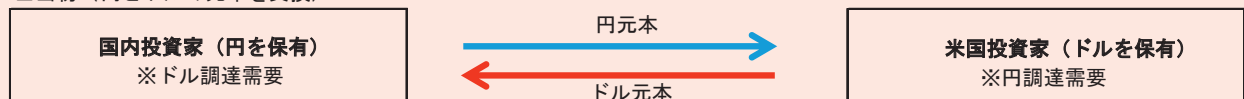
また、金融機関は日本銀行から資金を借り入れる際や、金融機関同士で為替取引やデリバティブ取引等をする際に、担保として国債を差し入れることがあります。例えば、日本銀行は、国債等を適格担保として円資金やドル資金を供給する様々なオペレーションを実施しており、そのオペレーションの担保に用いるために国債が購入されることがあります。特に、令和2年以降は、日本銀行において「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」が導入されるなど、日本銀行の資金供給が拡大し、それに伴い、担保としての国債需要が高まりました。

あるいは、外貨を保有する投資家（主に海外投資家）は、日本国債の購入を通貨ベース・スワップと組み合わせることで、利益を得ることが可能となります。

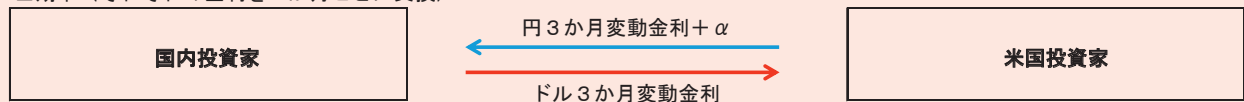
通貨ベース・スワップとは、異なる通貨の元本を、一定の為替レートのもとで一定期間交換し、その間、それぞれの通貨に生じる変動金利を交換する取引のことです。下の図B2-1は、例としてドル円の通貨ベース・スワップ（以下、ドル円ベース）の取引概要を示したものです。図B2-1中の $\alpha$ はベース・スプレッドと呼ばれ、円金利に対する「上乗せ金利（年率）」を意味しており、通貨間の需給に応じて変動します。例えば、「円金利の支払が増えても円を調達したい」といった円調達需要が強ければ $\alpha$ に上昇圧力がかかり、逆に「円金利の受取が減ってもドルを調達したい」といったドル調達需要が強ければ $\alpha$ に低下圧力が掛かることとなります。近年のドル円ベースにおいては、ドルの調達需要が強いことから、どの年限のドル円ベースでも、 $\alpha$ はおおむねマイナスで推移しており、この $\alpha$ がマイナスの状態であることを「ドル資金の調達においてプレミアムが発生している」などと言います。

(図B2-1) 通貨ベース・スワップ（ドル円ベース）のスキーム図

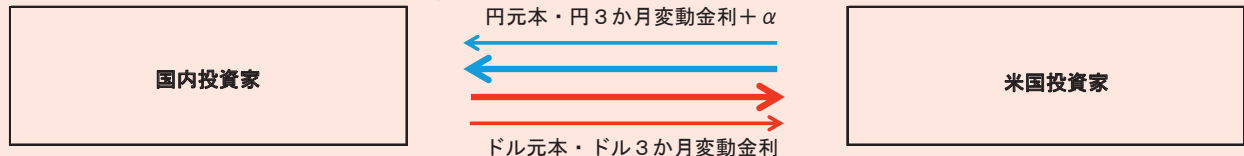
■当初（円とドルの元本を交換）



■期中（それぞれの金利を3か月ごとに交換）



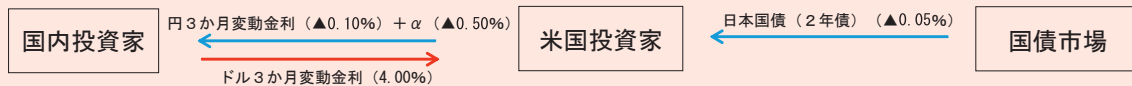
■満期時（最後1回分の金利、及び元本を交換）



例えば、2年物の $\alpha$ （満期が2年のドル円ベースのベース・スプレッド）を▲0.50%（50bp）と仮定すると、図B2-1の米国投資家が2年物のドル円ベースを利用した場合、米国投資家には3か月ごとの「ドル3か月変動金利の受取」と「円3か月変動金利 + (▲50bp)の支払」が、2年間にわたり発生します。ここで、米国投資家が▲50bp分の金利を支払うということは、50bp分の金利の受取となることを意味します。各種金利水準を勘案すると、この50bp分の金利を受け取れるために、米国投資家はドルを円にスワップし日本国債に投資する方が、自国の米国債に投資するより、より高い利回りを得ることが出来ることとなります。

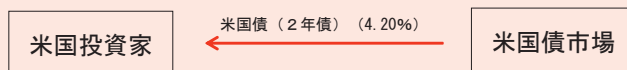
(図 B 2-2) 米国投資家がドルを円にスワップし日本国債に投資する場合と、自国の米国債に投資する場合の比較 (2年物ドル円ベーススを利用) (図 B 2-1 の期中の部分における取引)

(1) 2年物のドル円ベースス+日本国債 (2年債) 購入



→米国投資家は、 $4.00\% - (\blacktriangle 0.10\% + \blacktriangle 0.50\%) + (\blacktriangle 0.05\%) = 4.55\%$ の年間利回りとなる

(2) 米国債 (2年債) 購入



→米国投資家は、4.20%の年間利回りとなる

→よって (1) と (2) を比較すると、 $4.55\% - 4.20\% = 0.35\%$ の利回り差となる

図 B 2-2 は、米国投資家がドルを円にスワップし日本国債に投資する場合と、自国の米国債に投資する場合について比較したものです (それぞれの金利水準は仮定の値です)。米国投資家がドルを円にスワップし日本国債に投資する場合 (2年物ドル円ベーススを日本国債 (2年債) の購入と組合せ)、米国投資家の年間利回りは、簡易的に計算すると「ドル3か月変動金利 (4.00%) - (円3か月変動金利 (▲0.10%) + α (▲0.50%)) + 日本国債 (2年債) (▲0.05%)」で合計 4.55%となる一方、自国の米国債に投資する場合 (米国債 (2年債) を購入)、「米国債 (2年債) (4.20%)」となります。したがって、米国投資家はドルを円にスワップし日本国債に投資するほうが、自国の米国債に投資するより、その差額の利回り 0.35% (= 4.55% - 4.20%) 分、より高い利回りを得ることができます。

(注1) 円3か月変動金利、ドル3か月変動金利が変動しない前提で説明していますが、実際には円、ドル3か月変動金利は、3か月ごとにその時点の金利に変動します。

(注2) 円3か月変動金利、ドル3か月変動金利を固定化するための金利スワップ取引等については、説明の簡略化のため割愛しています。