

令和2年度国債発行計画について

1. 国の債務管理の在り方に関する懇談会
(10/25)における議論①(理財局からの説明)

(基本的な考え方)

中長期的な需要に即した発行の必要性

国債管理政策の基本的目標

- ① 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
- ② 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること

- 上記目標を達成するため、国債発行計画の策定・運営に当たり、「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てきたところ
 - 一方で、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある
- ⇒ 今後とも大量の国債発行が見込まれる日本においては、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を行っていくことが重要

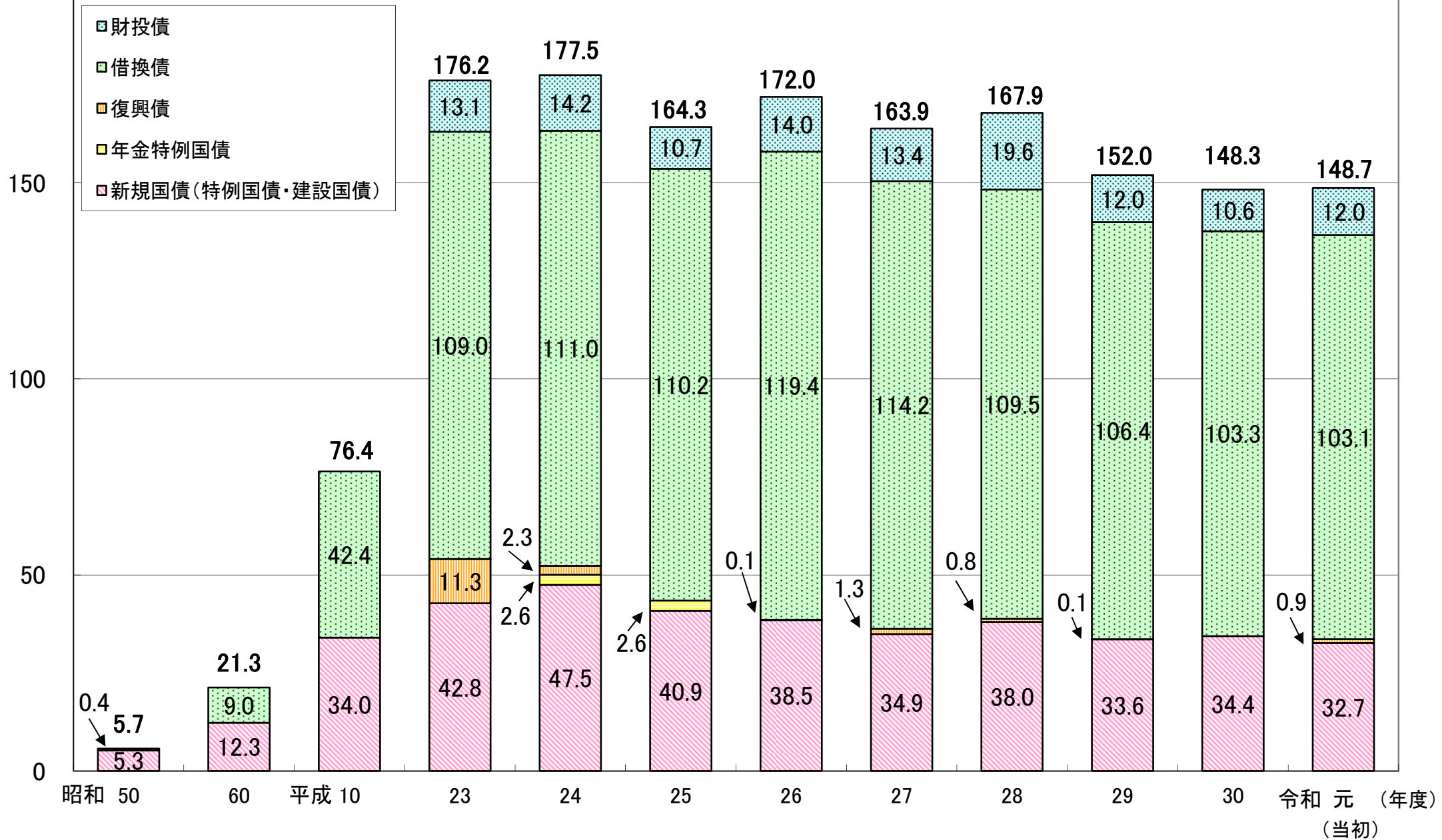
(注) 海外においても、例えば、米国が「定期的かつ予見可能な発行」(regular and predictable issuance)を債務管理の目標として掲げるなど、一部の国では、機会主義的な債務管理運営に陥るリスクを意識した対応がとられている。

(国債の発行状況と今後の見通し)

国債発行総額の推移

(兆円)

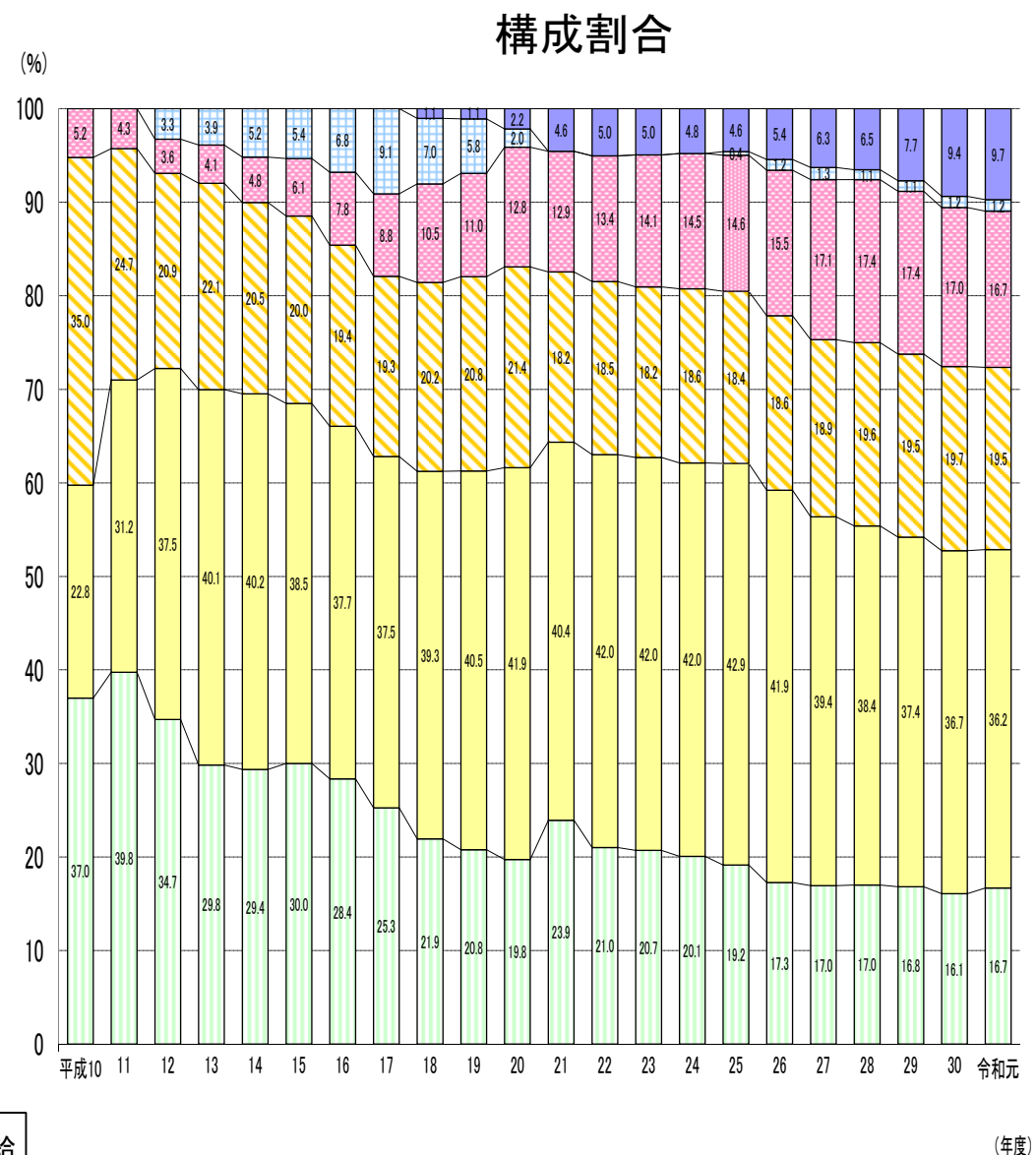
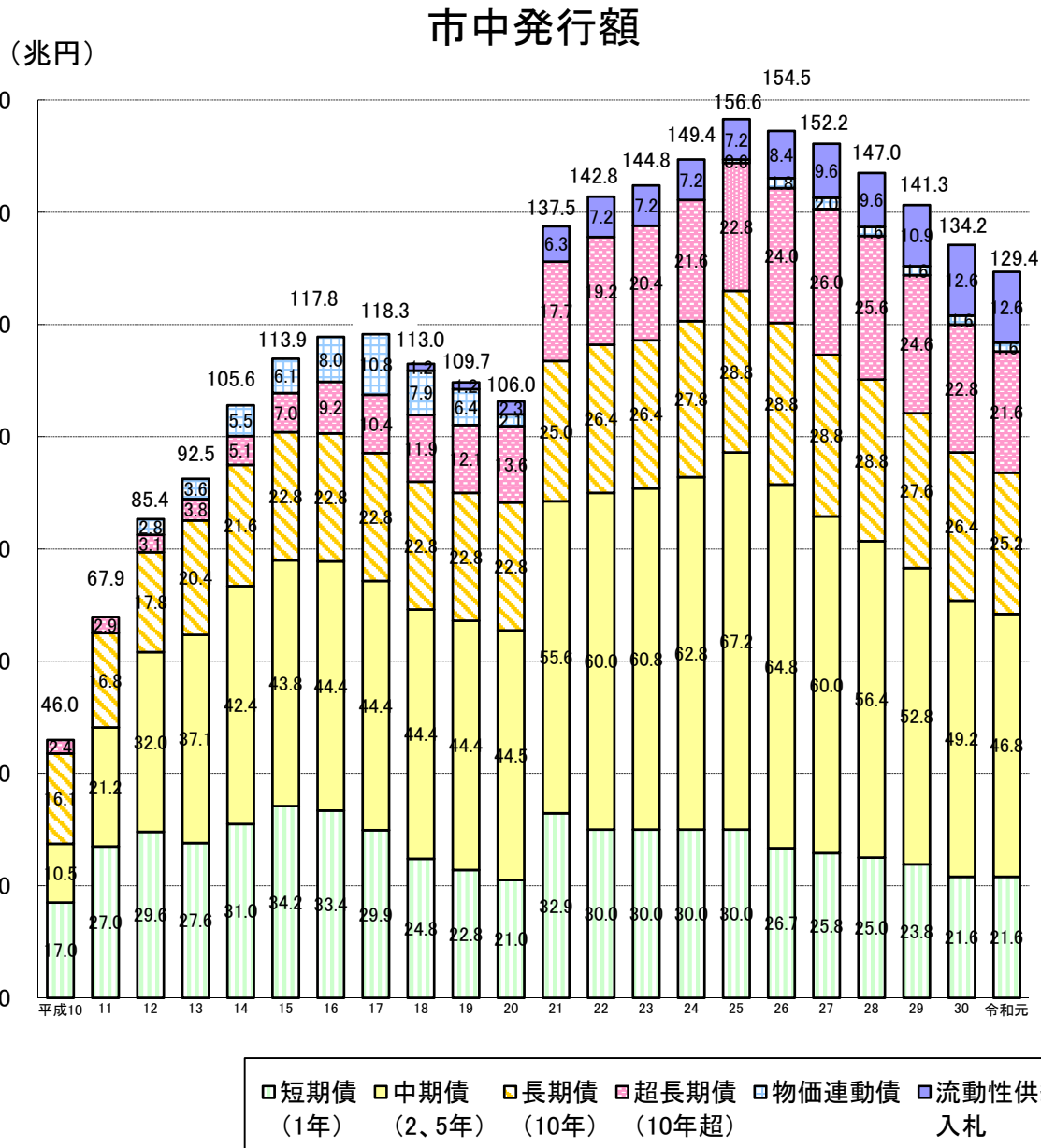
200



(注1) 平成30年度までは実績。

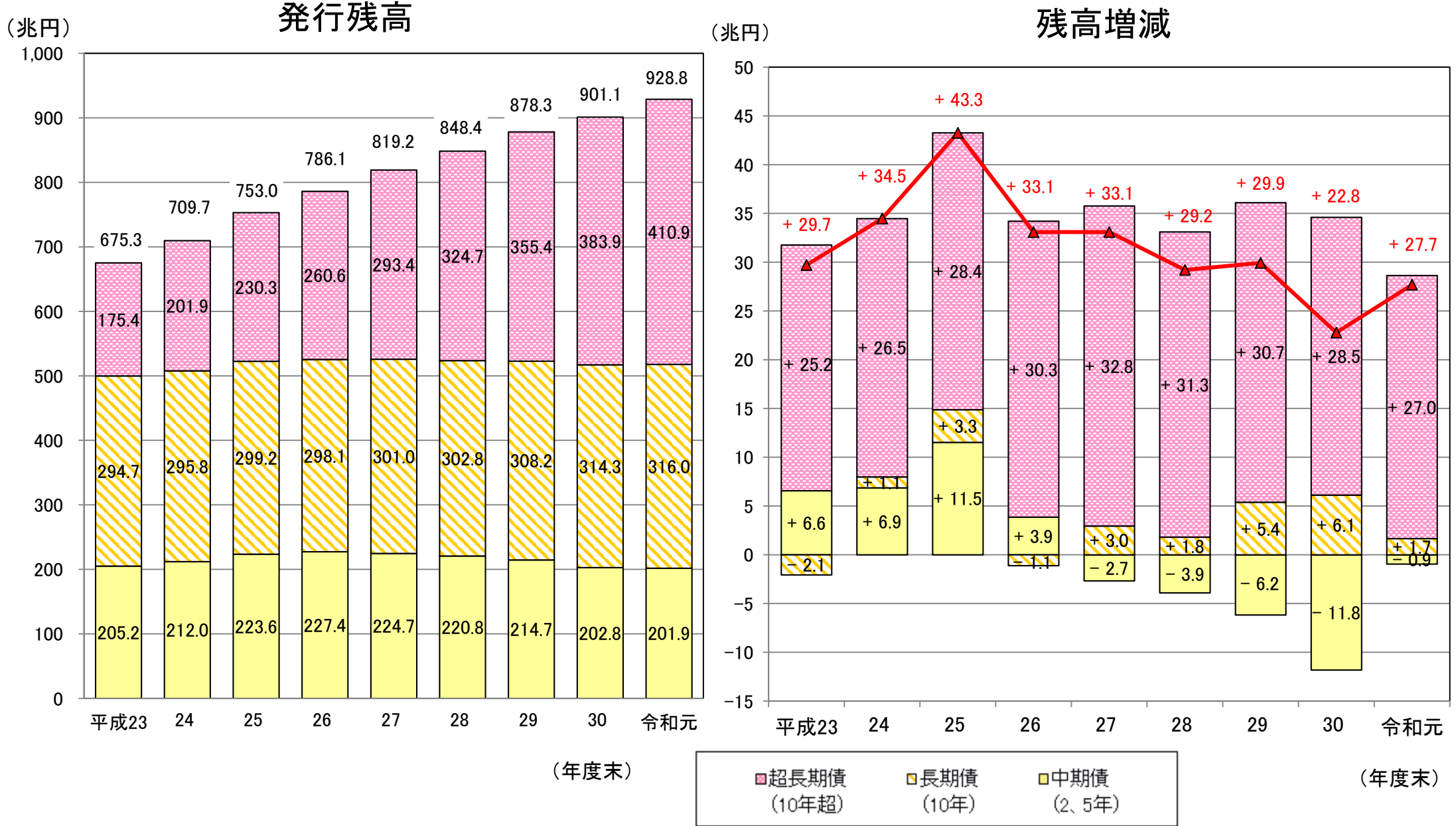
(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

銘柄別のカレンダーベース市中発行額と構成割合の推移



(注) 平成30年度までは、実績。令和元年度は、当初ベース。

銘柄別の国債発行残高の推移

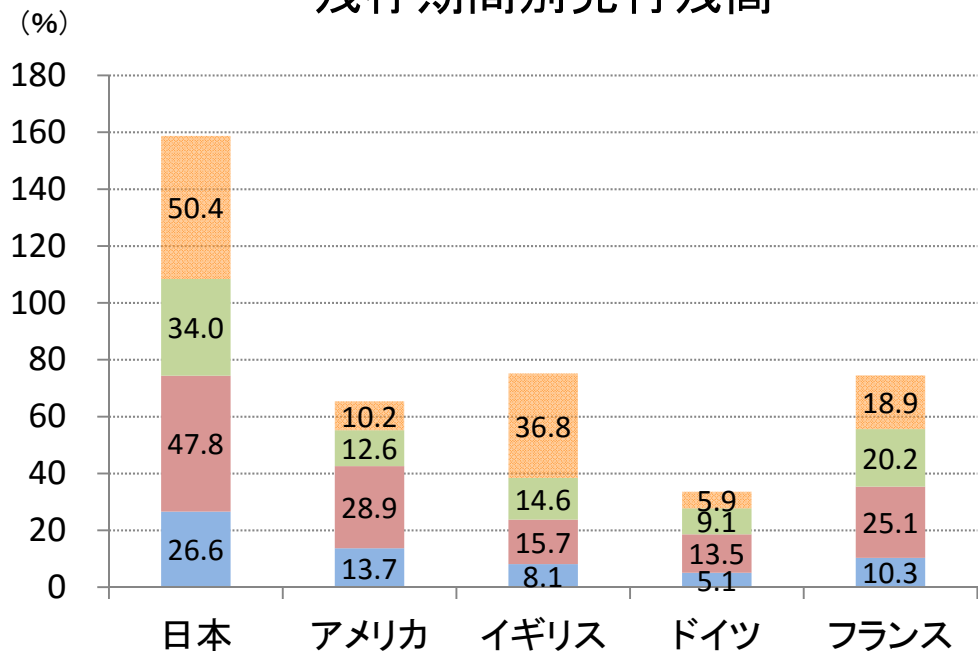


(注1) 平成30残高年度末までは実績、令和元年度末は当初予算ベース(前倒債53兆円を含む)。
 (注2) 発行は、まだ償還を迎えていない固定利付債(2年債~40年債)の発行残高の推移であり、残存期間別の推移ではない。
 (注3) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

国債の残存期間別・年限別で見た諸外国比較

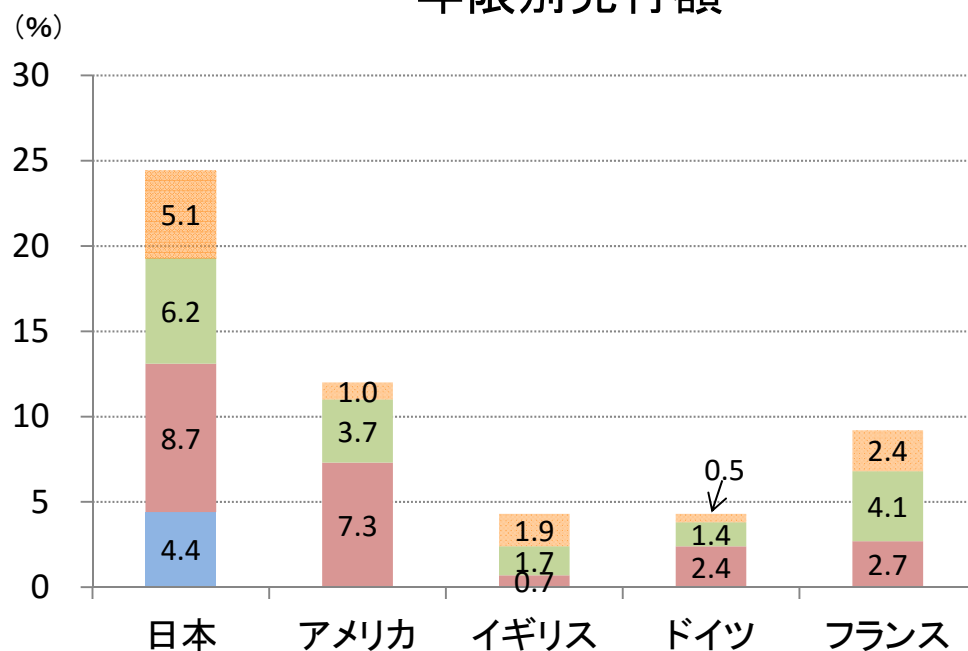


残存期間別発行残高



	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
超長期債割合(対発行残高)	31.7% [31.7%]	13.5% [11.9%]	48.9% [31.3%]	17.7% [15.6%]	25.4% [21.7%]

年限別発行額



	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
超長期債割合(対国債発行額)	20.3% [20.3%]	8.3% [7.5%]	43.7% [33.0%]	11.4% [10.4%]	26.4% [23.9%]

(出所) 各国債務管理当局HP等から財務省が試算

(注1) 超長期債は10年超。日本は普通国債ベースであり、財投債は含まれない。諸外国は市場性国債ベース。残存期間別発行残高は2018年度末時点、年限別発行額は2018年度中に発行された額。

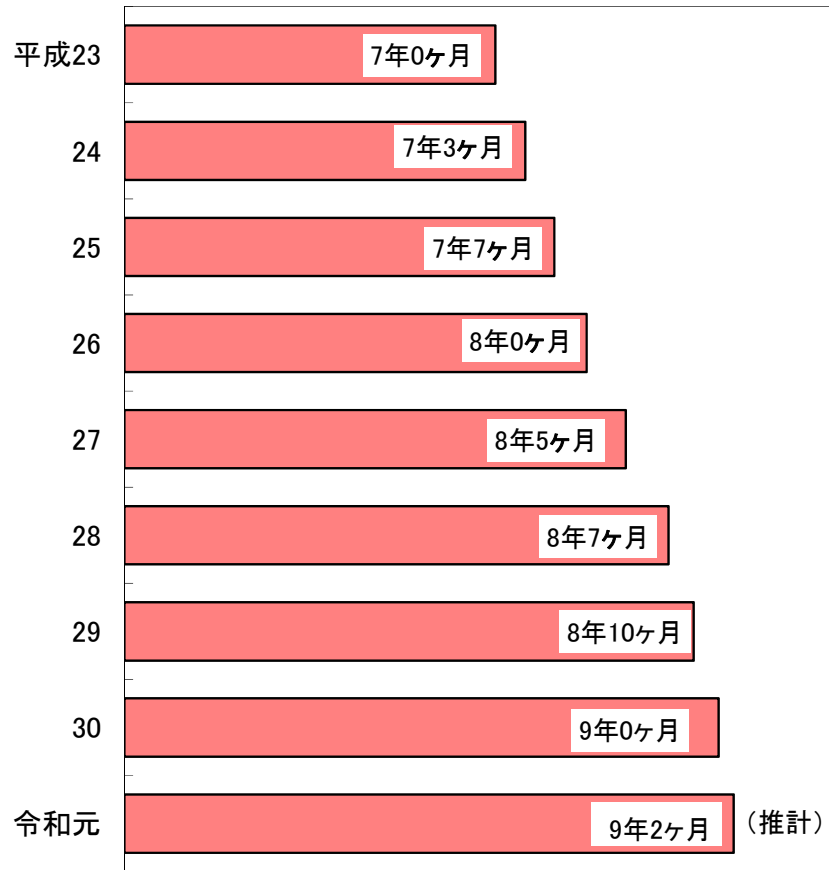
(注2) 超長期債の割合について、日本は、分母に割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)は含まない。諸外国の残存期間別残高は分母に短期債(1年以下)を含み、年限別発行額は短期債を含まない。

(注3) []は物価連動債除きの超長期債割合(残存期間別発行額は2018年度末時点、年限別発行額は2018年度中に発行された額)。

(注4) 物価連動債が発行残高に占める割合は、日本1.1%、アメリカ8.9%、イギリス20.9%、ドイツ6.4%、フランス12.5%(2018年度末)。

日本国債の平均償還年限

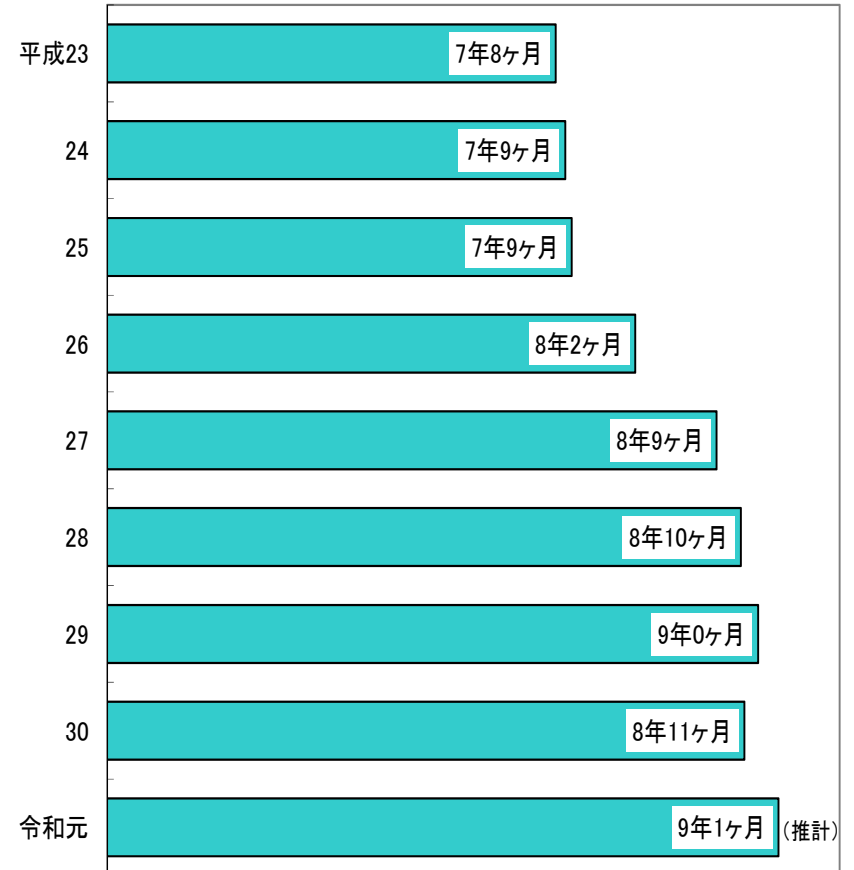
発行残高ベース(ストック)



(年度末)

(注) 普通国債残高。平成30年度末までは実績。令和元年度は、令和元年度予算分(前倒債53兆円を含む)を加算して推計。

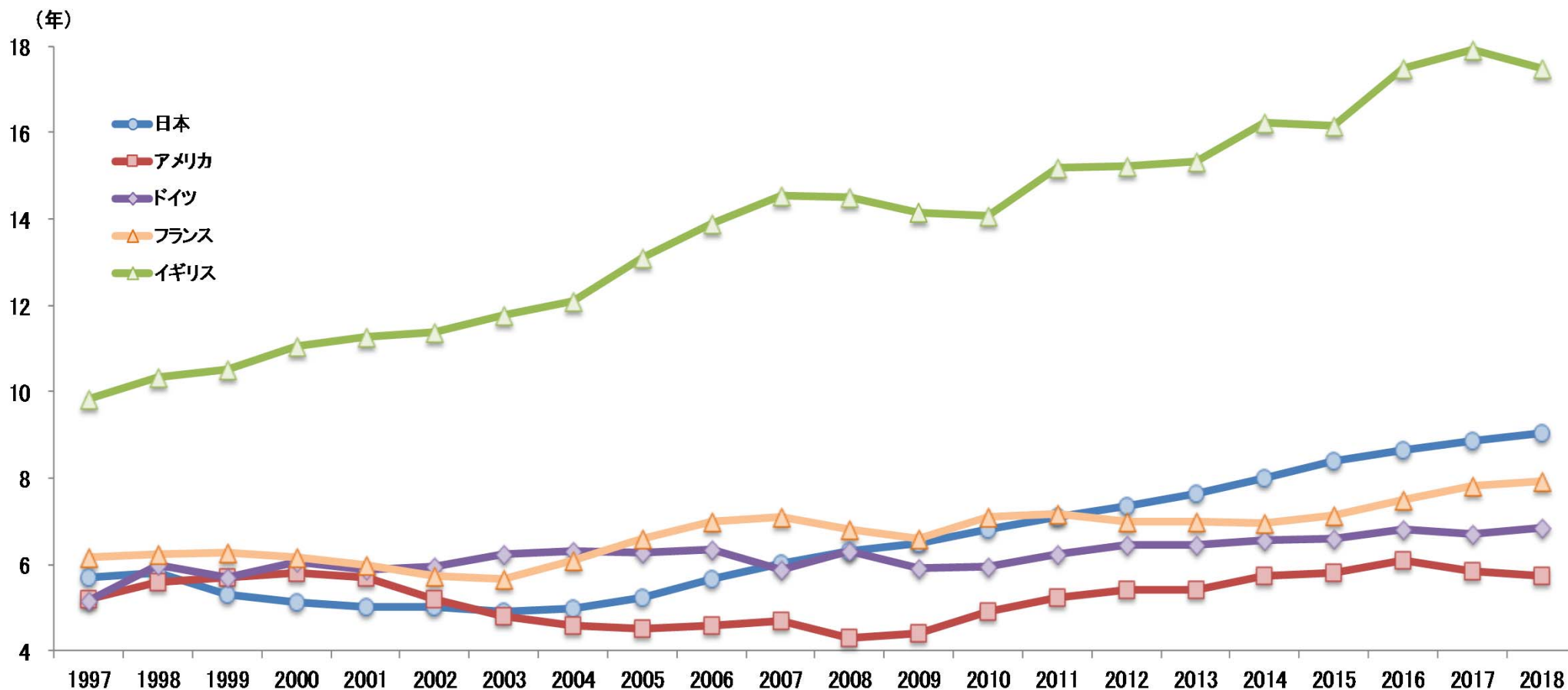
カレンダーベース(フロー)



(年度)

(注) 平成30年度までは実績。令和元年度は、令和元年度国債発行計画に基づき推計。

諸外国の平均償還年限(ストックベース)



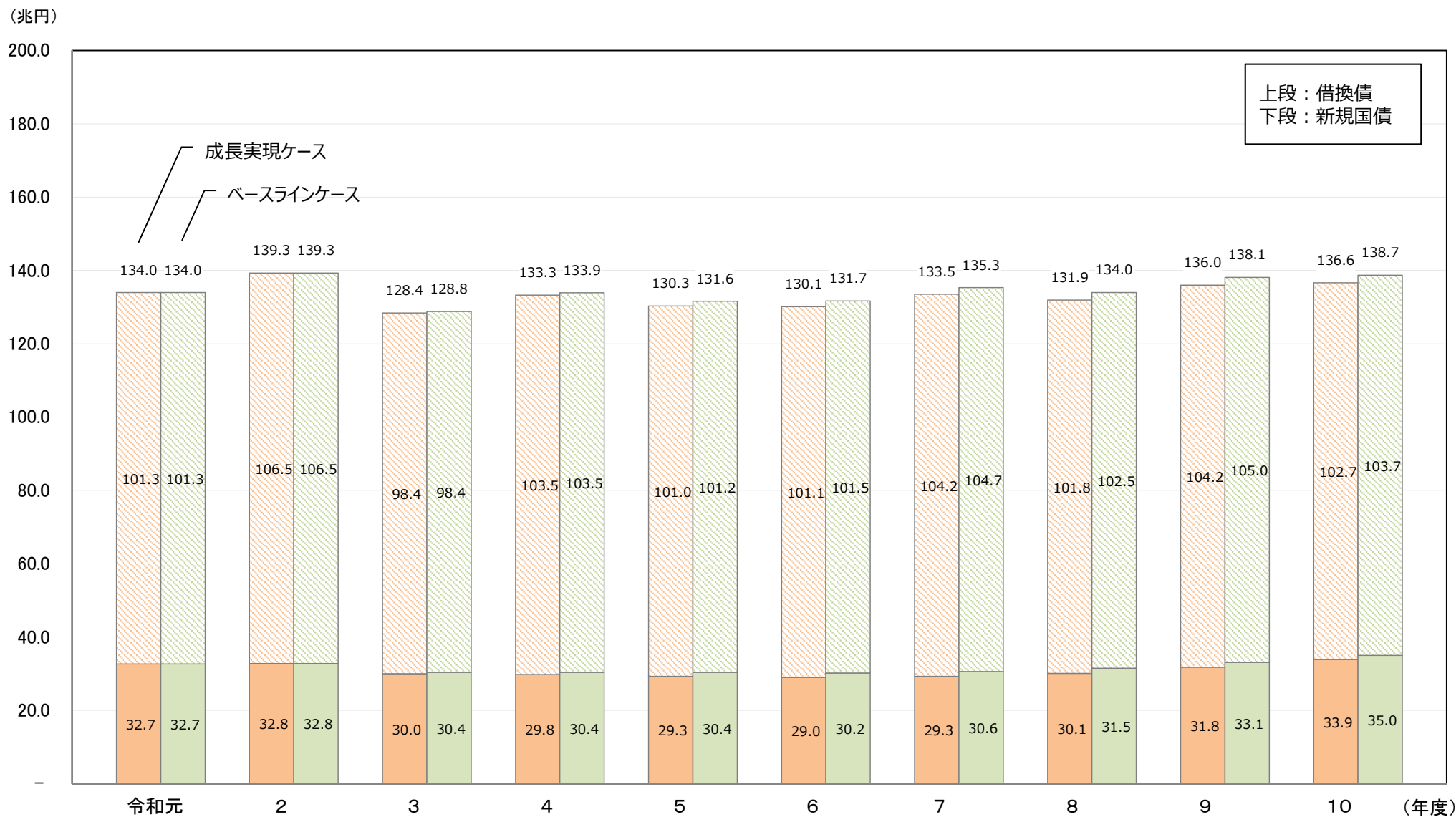
年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	5.7	5.8	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0	5.2	5.7	6.0	6.3	6.5	6.8	7.1	7.4	7.6	8.0	8.4	8.6	8.9	9.0
アメリカ	5.2	5.6	5.7	5.8	5.7	5.2	4.8	4.6	4.5	4.6	4.7	4.3	4.4	4.9	5.2	5.4	5.4	5.7	5.8	6.1	5.8	5.8
イギリス	9.8	10.3	10.5	11.1	11.3	11.4	11.8	12.1	13.1	13.9	14.5	14.5	14.2	14.1	15.2	15.2	15.3	16.2	16.2	17.5	17.9	17.5
ドイツ	5.2	6.0	5.7	6.1	5.9	6.0	6.2	6.3	6.3	6.3	5.9	6.3	5.9	6.0	6.2	6.4	6.4	6.6	6.6	6.8	6.7	6.9
フランス	6.2	6.3	6.3	6.2	6.0	5.7	5.6	6.1	6.6	7.0	7.1	6.8	6.6	7.1	7.2	7.0	7.0	7.0	7.1	7.5	7.8	7.9

(出所) OECD

(注1) 日本は普通国債の発行残高の平均償還年限であり、割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)は含まれない。諸外国は短期債(1年以下)を含む。

(注2) イギリスのみ収入金ベース。その他の国は額面ベース。

内閣府中長期試算に基づく国債発行額(財投債及び復興債を除く)の将来推計

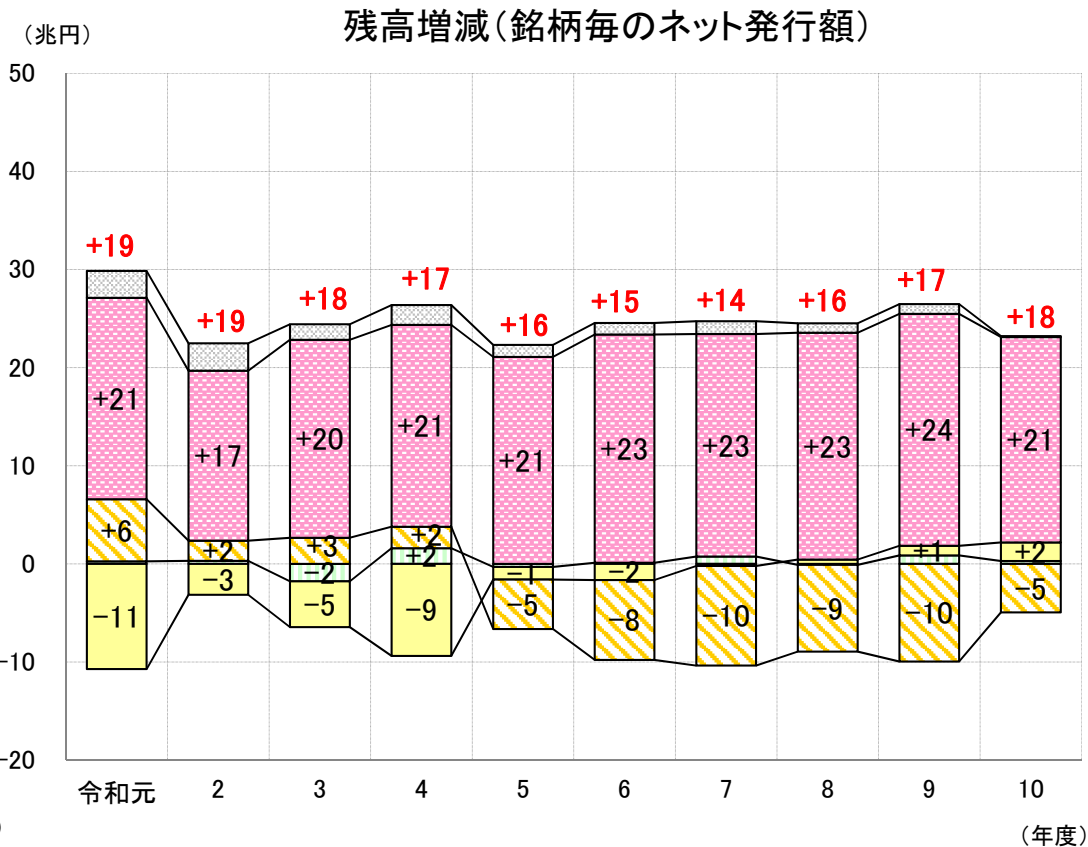
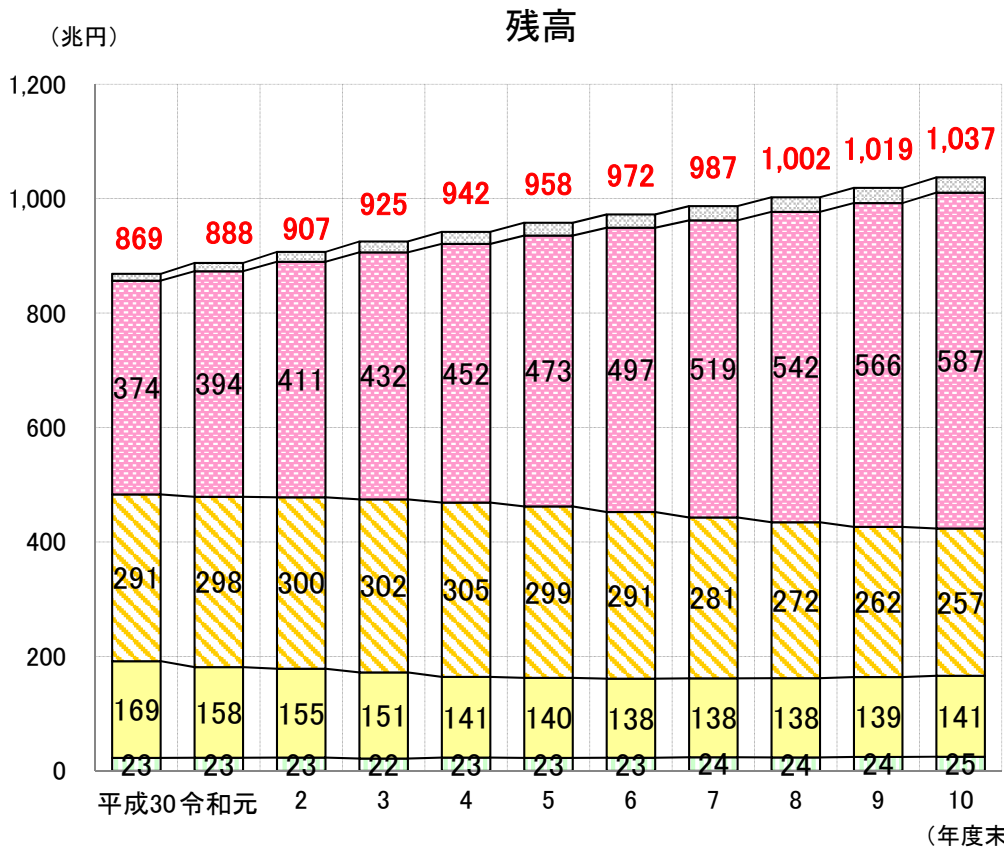


[前提]

- ・新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和元年7月)」の「成長実現ケース」・「ベースラインケース」の計数を使用。
- ・借換債 : 令和元年度は国債発行計画(当初変更後)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。令和2年度以降は、平成31年3月末の普通国債の償還予定をベースに令和元年度計画と同一の年限構成割合(注)で発行されるものとし、国債整理基金特別会計の余剰資金の活用を加味して推計。

(注) 令和2年度以降の流動性供給入札の実施額及びゾーンごとの配分額は、令和元年度計画と同一額で推移すると仮定しつつ、年限別発行額は過去の実績を基に推計。

銘柄別の国債発行残高(財投債及び復興債を除く)の将来推計



個人向け国債
 超長期債(10年超、変動利付債)
 長期債(10年、物価連動債)
 中期債(2、5年)
 短期債(1年)

平均償還年限の推計(ストック)

(年度末)

年度	平成30年	令和元年	令和2年	令和3年	令和4年	令和5年	令和6年	令和7年	令和8年	令和9年	令和10年
平均償還年限	9年1ヶ月	9年3ヶ月	9年4ヶ月	9年5ヶ月	9年5ヶ月	9年5ヶ月	9年6ヶ月	9年6ヶ月	9年6ヶ月	9年6ヶ月	9年5ヶ月

[前提]

- ・新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和元年7月)」の「成長実現ケース」の計数を使用。
- ・借換債 : 令和元年度は国債発行計画(当初変更後)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。令和2年度以降は、平成31年3月末の普通国債の償還予定をベースに令和元年度計画と同一の年限構成割合で発行されるものとして推計。ただし、国債整理基金特別会計の余剰資金の活用は加味していない。

(投資家動向)

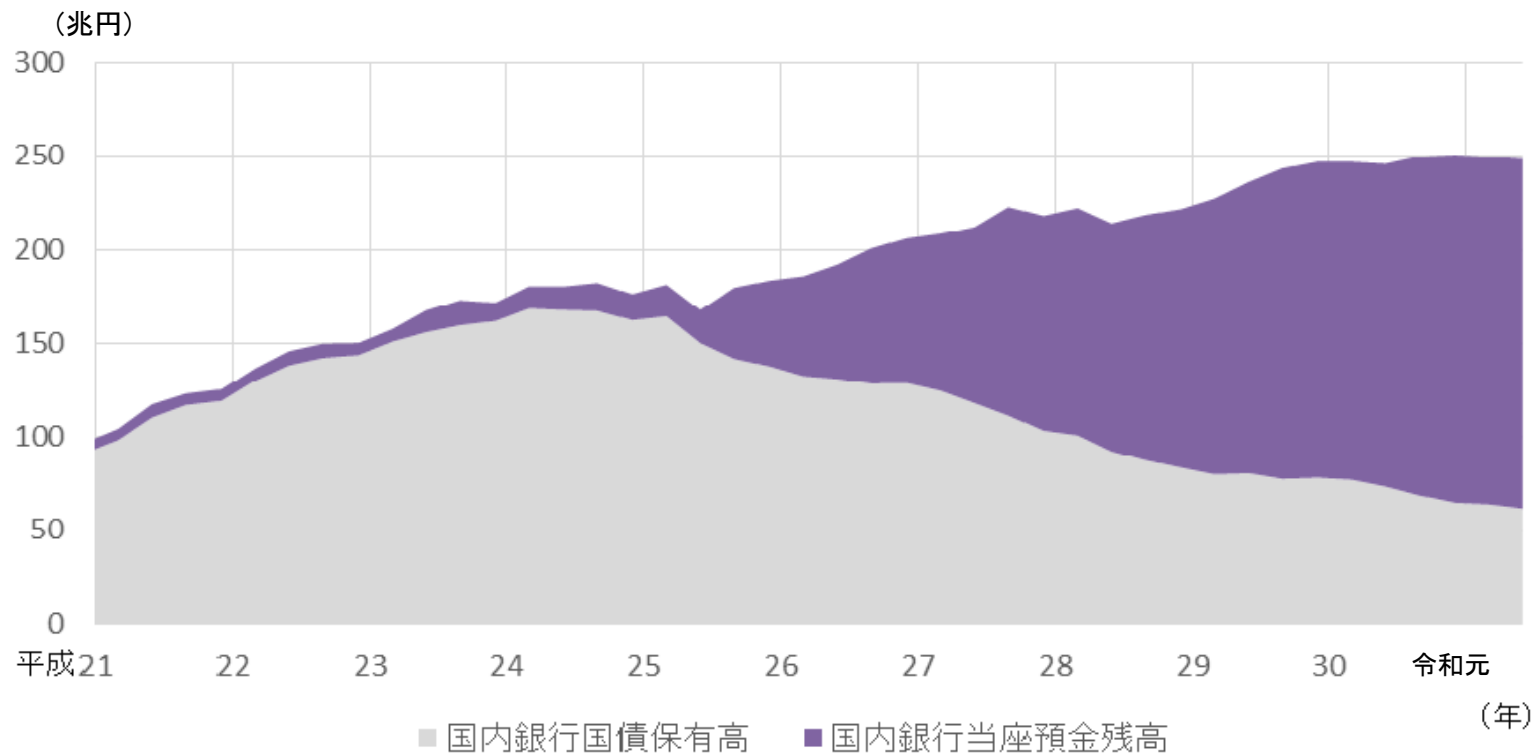
国内銀行の国債保有高の推移

●日本銀行「金融システムレポート」(2019年4月)(抜粋)

金融機関の円債投資残高は、日本銀行による大量の国債買い入れのもと、引き続き緩やかな減少傾向にある。(中略)

金融機関の円債残高(国債、地方債、社債等)を業態別にみると、地域銀行では引き続き緩やかな減少が続いているほか、大手行でも足もと幾分減少した。資金利益の確保や、日銀当座預金の積み上がり抑制、担保需要等の観点から一定の円債保有残高は必要としつつも、一部で金利低下を受けた益出し売却の動きがみられた。

日銀の当座預金残高と国内銀行の国債保有高



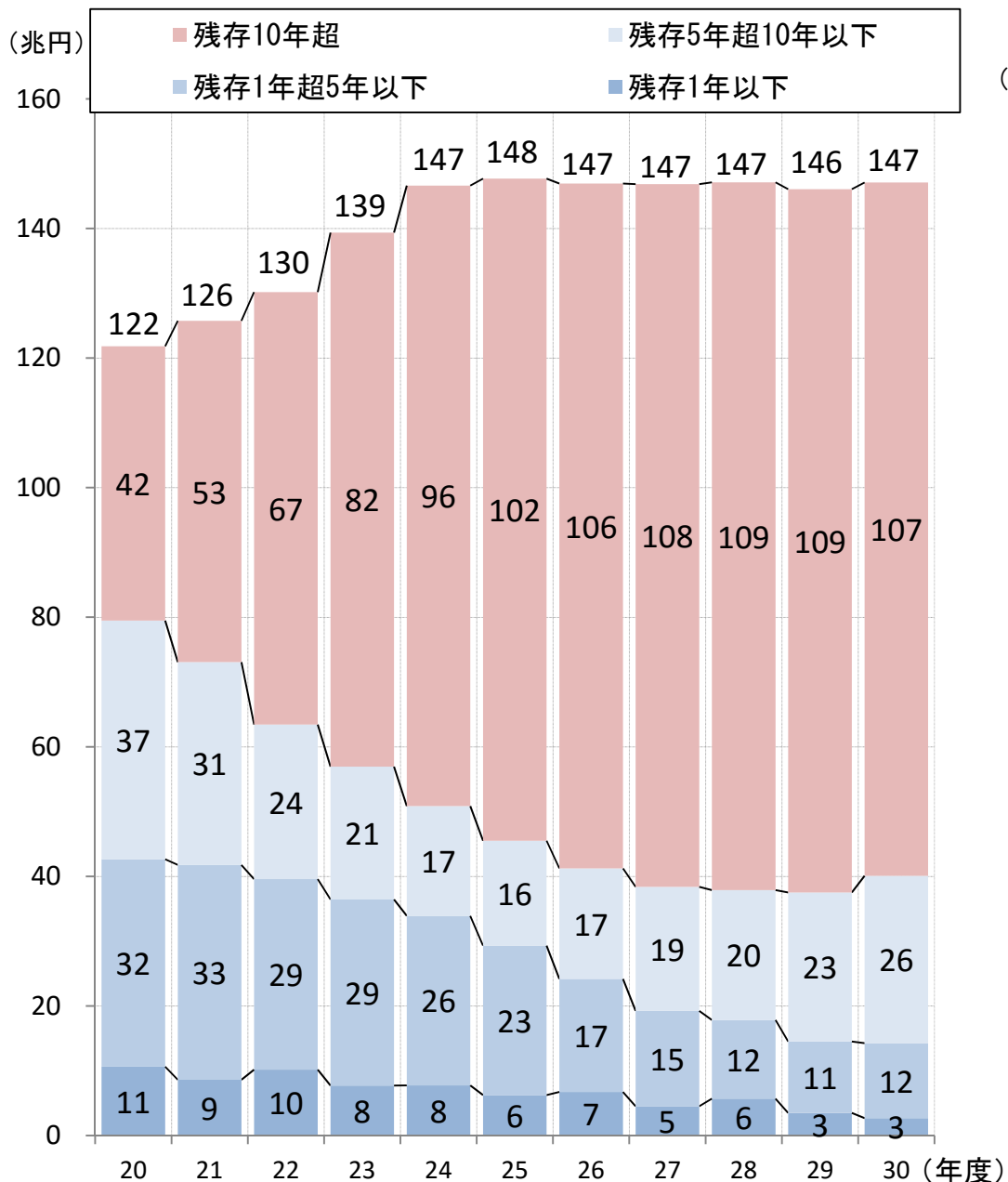
(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」及び「業務別の日銀当座預金残高」

(注1) 「国内銀行」は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行を対象とする。

(注2) 四半期ごとの3ヶ月平均値を用いている。2019年第3四半期分は、7・8月のデータをもとに作成。

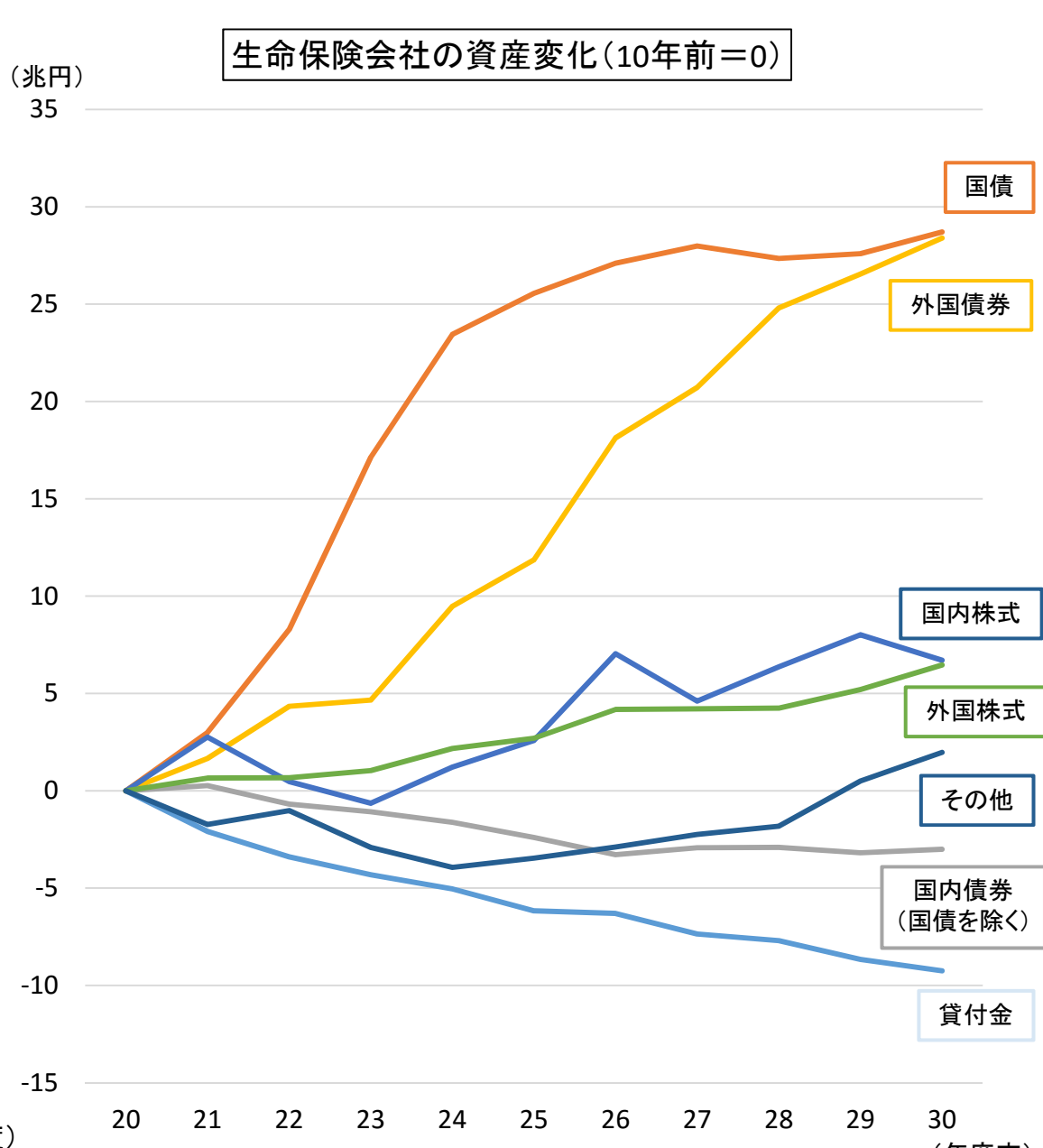
生命保険会社の投資行動

生保の国債保有残高の推移



(出所) 各社ディスクロージャー誌(生命保険協会加盟全社)

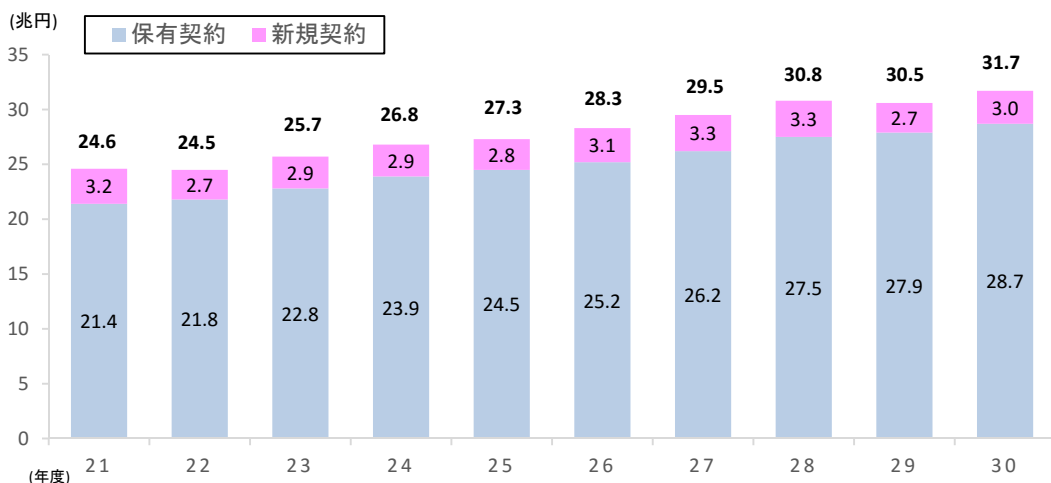
生保の保有資産の推移



(出所) 各社ディスクロージャー誌【大手9社(日本生命、第一生命、住友生命、明治安田生命、三井生命、朝日生命、太陽生命、大同生命、富国生命)】

生命保険会社の保険関係収支等

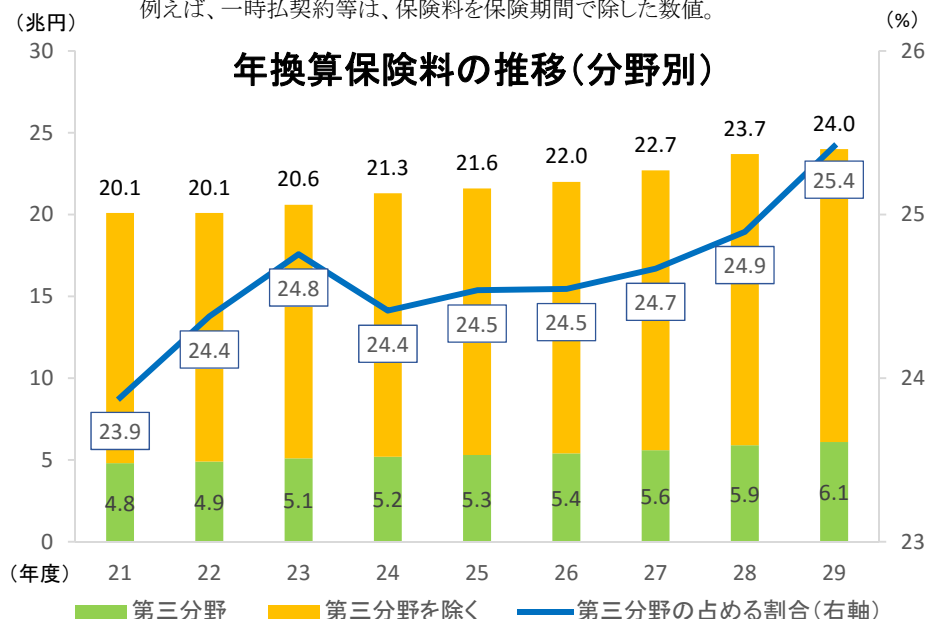
年換算保険料の推移(保有契約+新規契約)



(出所) 生命保険協会「生命保険事業概況(収支状況)」

(注) 「年換算保険料」とは、保険料の支払方法に応じ、1年あたりの保険料に換算した金額。例えば、一時払契約等は、保険料を保険期間で除した数値。

年換算保険料の推移(分野別)



(出所) 生命保険協会「生命保険の動向」

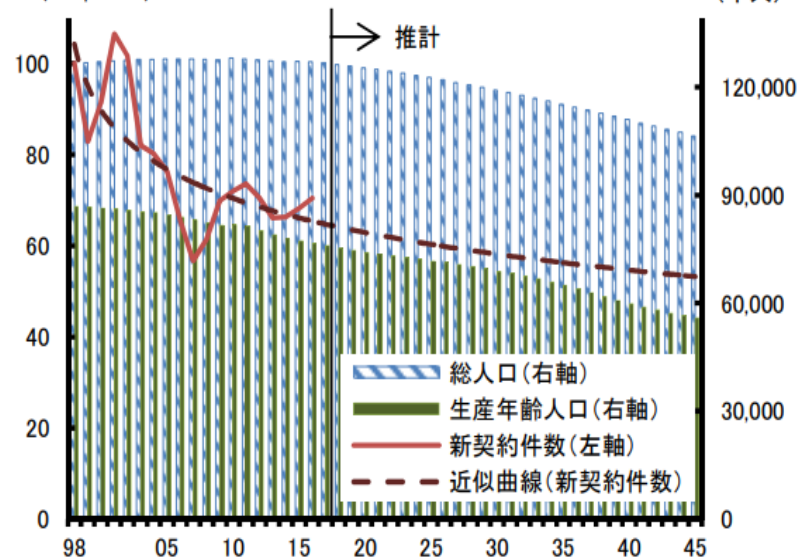
(注1) 第三分野には、医療保障給付、生前給付保障給付、保険料振込免除給付(障害を事由とするものは除く)等に該当する部分の年換算保険料が含まれている。

(注2) かんぽ生命を除く。

●金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～」(平成30年9月)より

我が国の生産年齢人口の減少等により、国内保険市場の縮小の可能性がある中、収入保険料の量的拡大を前提とするビジネスモデルは、全体としては持続できない可能性がある。他方で、長寿化による医療・介護負担や老後の生活資金の増加、デジタルイゼーションや自動運転技術の進展による新たなリスクの出現等に伴い、新たな保険ニーズが出現する可能性があり、こうした経営環境の変化に対応していくことは、経営上の重要な課題である。

我が国の人口と新規契約件数(生保(個人保険))の推移



(注1) 総人口及び生産年齢人口は、各年度10月1日時点。

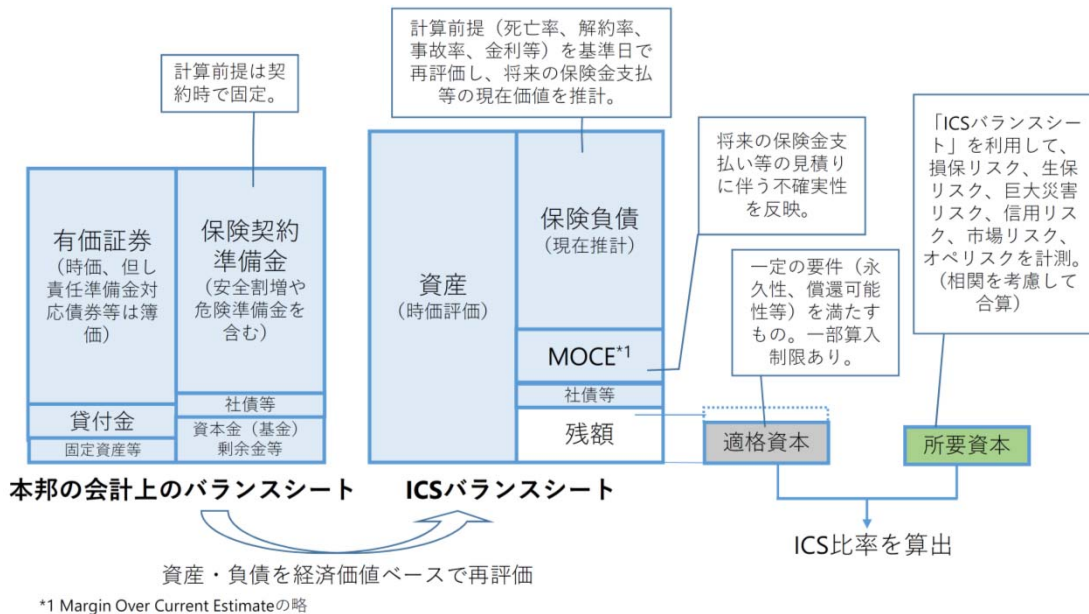
(注2) 新規契約件数(生保(個人保険))は、日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命、太陽生命、三井生命、朝日生命及び富国生命の合算値。

生命保険会社の投資行動

- 国際的に活動する保険グループに対して、2025年から国際資本基準(ICS)が導入される見込みである。
- 日本における経済価値ベースのソルベンシー規制についても導入が検討されており、規制導入後のデューレーション・マッチングを目的とした超長期債へのニーズの変化を注視する必要がある。

経済価値ベース資本規制の概要

ICSは、①保険会社の資産、負債を経済価値ベースで評価した上で、②ストレス環境下で発生するリスク量(所要資本)を計測し、③それに対する資本(適格資本)の十分性を評価するための基準。



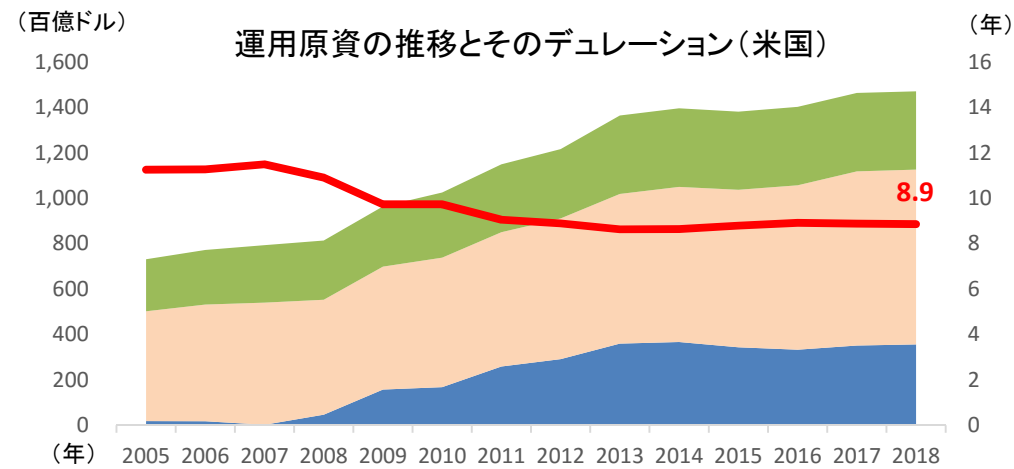
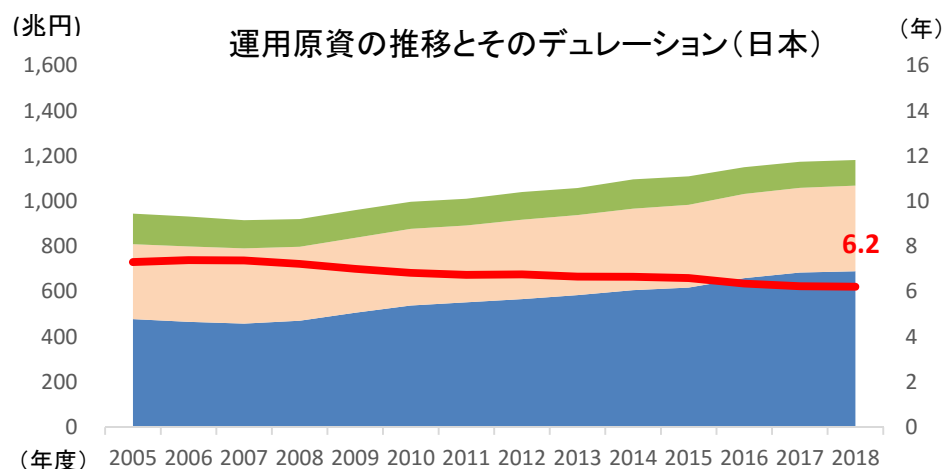
(出所)経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 第一回事務局説明資料 (令和元年6月26日 金融庁)

経済価値ベース資本規制の導入スケジュール

2018	2019	2020	2021	2022	...
	ICSの開発				
	ICS Ver 2.0 完成予定				
		Ver2.0完成後5年間のモニタリング期間			
		2025年から適用開始			
		日本における経済価値ベースのソルベンシー規制の検討			

投資家の運用原資とそのデュレーションの推移(日米比較)

- 国債の主要な投資主体である預金取扱機関・保険会社・企業年金の運用原資の金額とその平均デュレーションを機械的に試算(具体的には、預金取扱機関の預貸ギャップ、保険負債、民間の確定給付年金の負債を運用原資とし、平均デュレーションは、運用原資の総額とデュレーション(注2)を加重平均して算出)
- 日本は、間接金融のウエイトが大きい構造であり、預金取扱機関の運用原資の占める割合が大きいことから、米国と比して平均デュレーションが短く、低下傾向
- 米国は、金融危機後の預貸ギャップの拡大に伴い平均デュレーションが短期化したが、足下では横ばい



(出典) 日銀「資金循環統計」、FRB ”Financial Accounts of the United States”、OECD

(注1) 預貸ギャップは、預金取扱機関の預金と貸出の差として算出。

(注2) 各運用原資のデュレーション(仮定)

預貸ギャップ：0.5年(日米大手各社ディスクロージャー誌より財務省が試算)

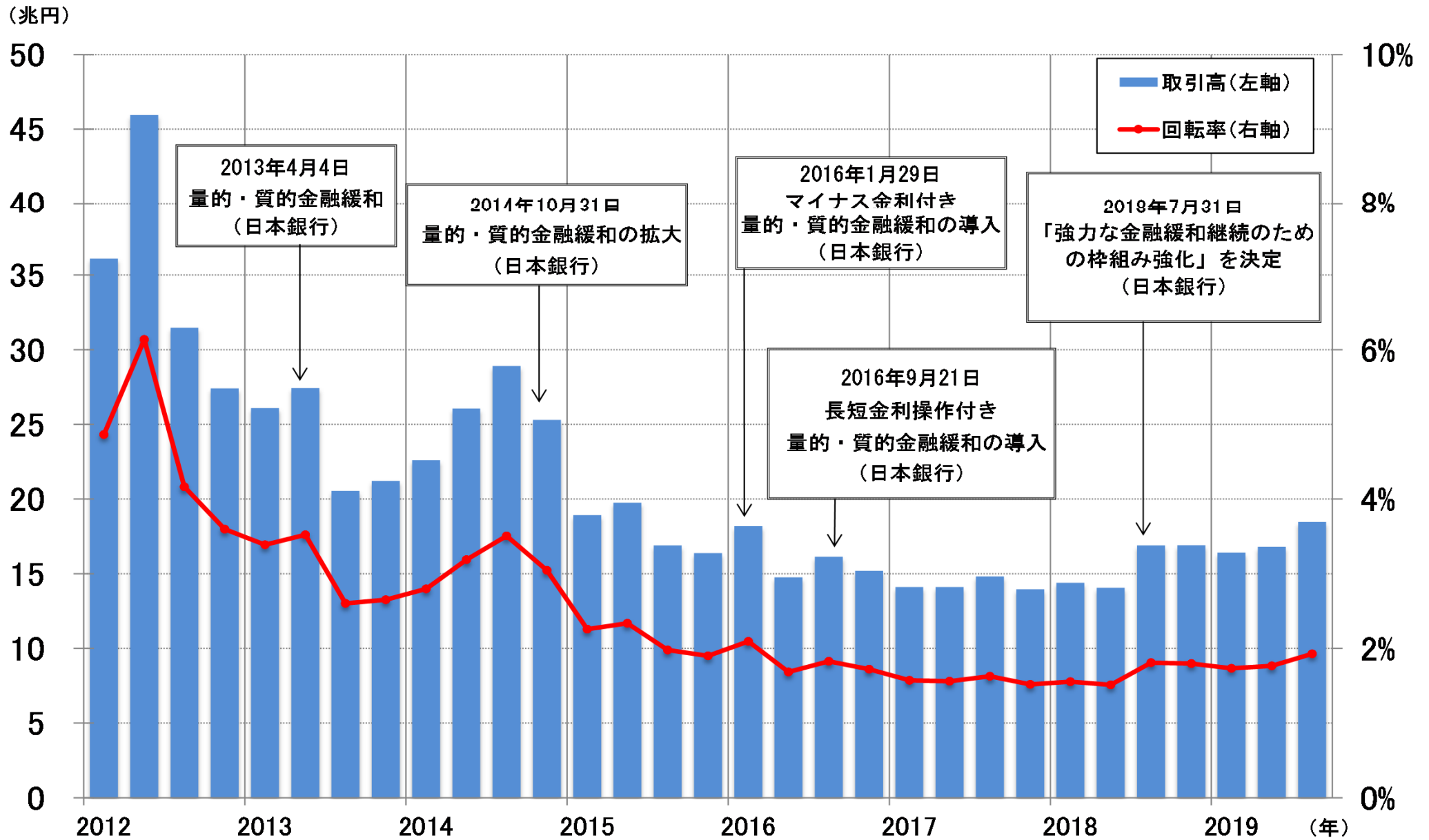
保険負債：日本14.0年、米国11.3年(日銀レビュー「生命保険会社の国際比較」(2017年)より)

確定給付年金の負債：日本15年、米国12年(TBAC (FY2017 Q2)において、米国12年、英国20年とされていることを踏まえ、日本については15年と仮置き)

(注3) 国債の平均償還年限はストックベース。日本は普通国債を対象としており、米国は短期債(1年以下)を含む。

(国債市場の流動性の状況)

投資家の国債取引高と回転率

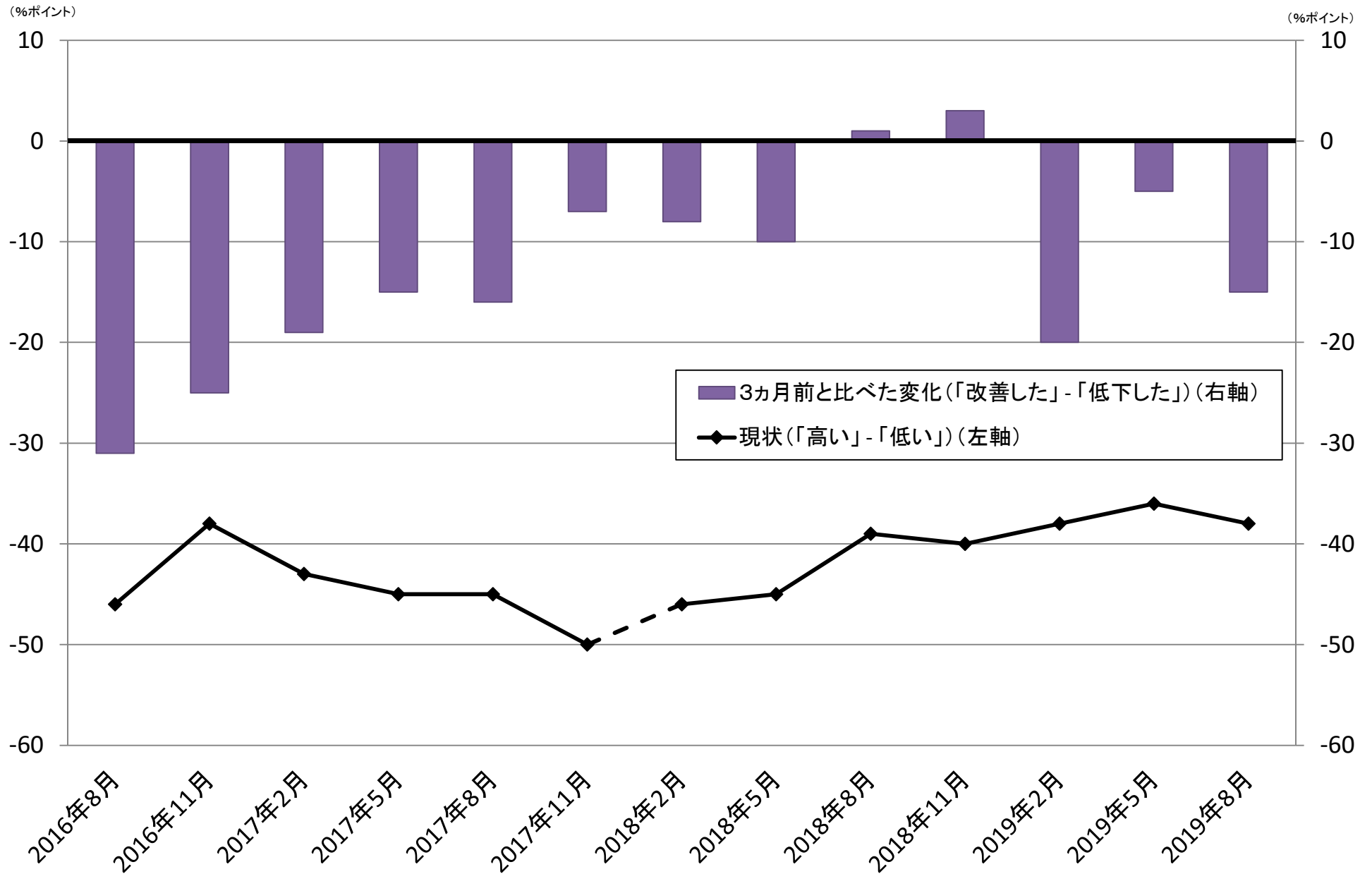


(出所) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」、日本銀行「公社債発行・償還および現存額」

(注1) 取引高は、債券ディーラー間の取引及び「その他」(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等)を除く、投資家の国債グロス買入額の月額平均。

(注2) 回転率は(月間平均買入高/月末平均残高)で計算。

債券市場の機能度(市場関係者の見方)



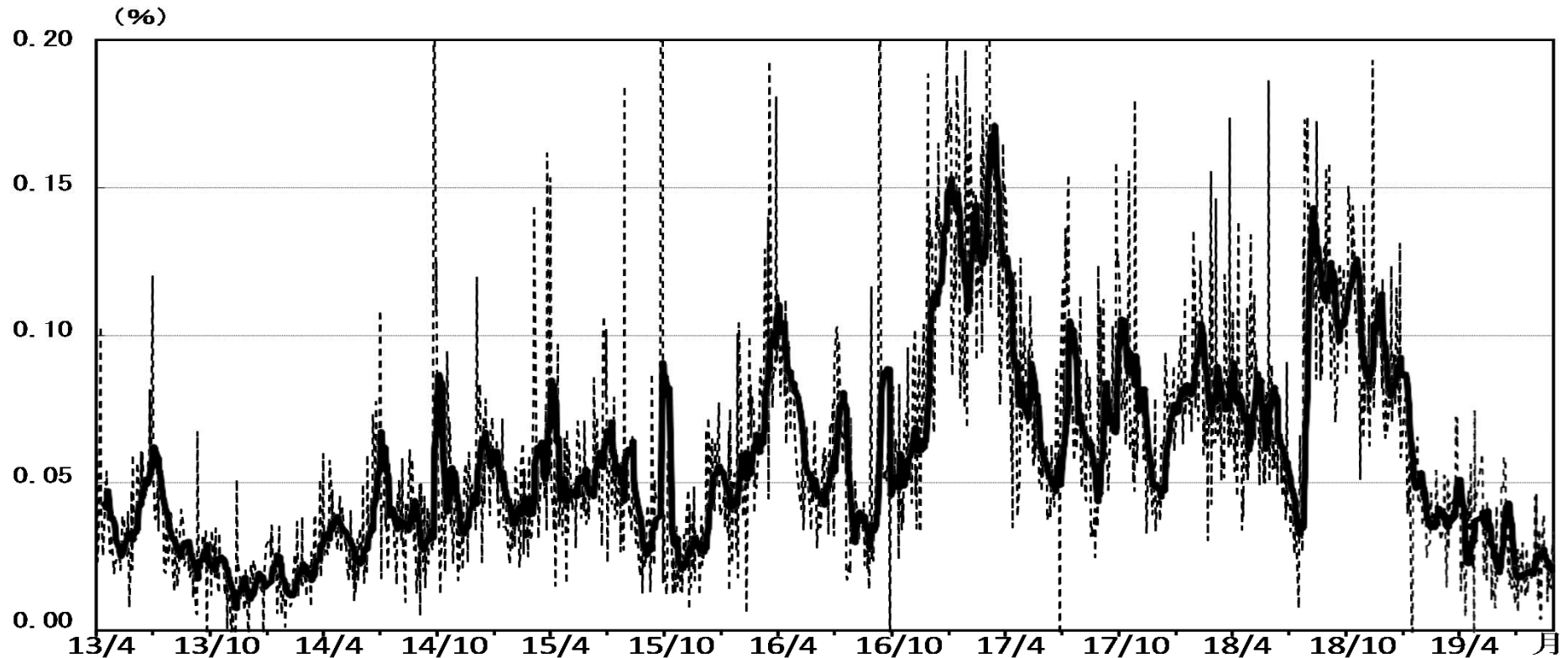
(出所) 日本銀行「債券市場サーベイ」

(注) 2018年2月調査より、調査対象先に大手機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等)が追加された。

GC-SCスプレッドの推移(出来高加重平均)

- レポ取引には、資金貸借的な性格のGC (General Collateral) レポ、債券貸借的な性格のSC (Special Collateral) レポがある。
- GC-SCスプレッドとは、GCレポレートとSCレポレートの差分で、銘柄毎に上乘せされる貸借料率を表す。一般に、借り入れる銘柄の国債が希少なほど、GC-SCスプレッドは大きなプラス値をとる。

(注) GCレポレート = 「金利」 - 「債券全般の貸借料率」
SCレポレート = 「金利」 - 「特定銘柄の貸借料率」



(出所) 日本銀行「国債市場の流動性指標」

(注1) SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均。

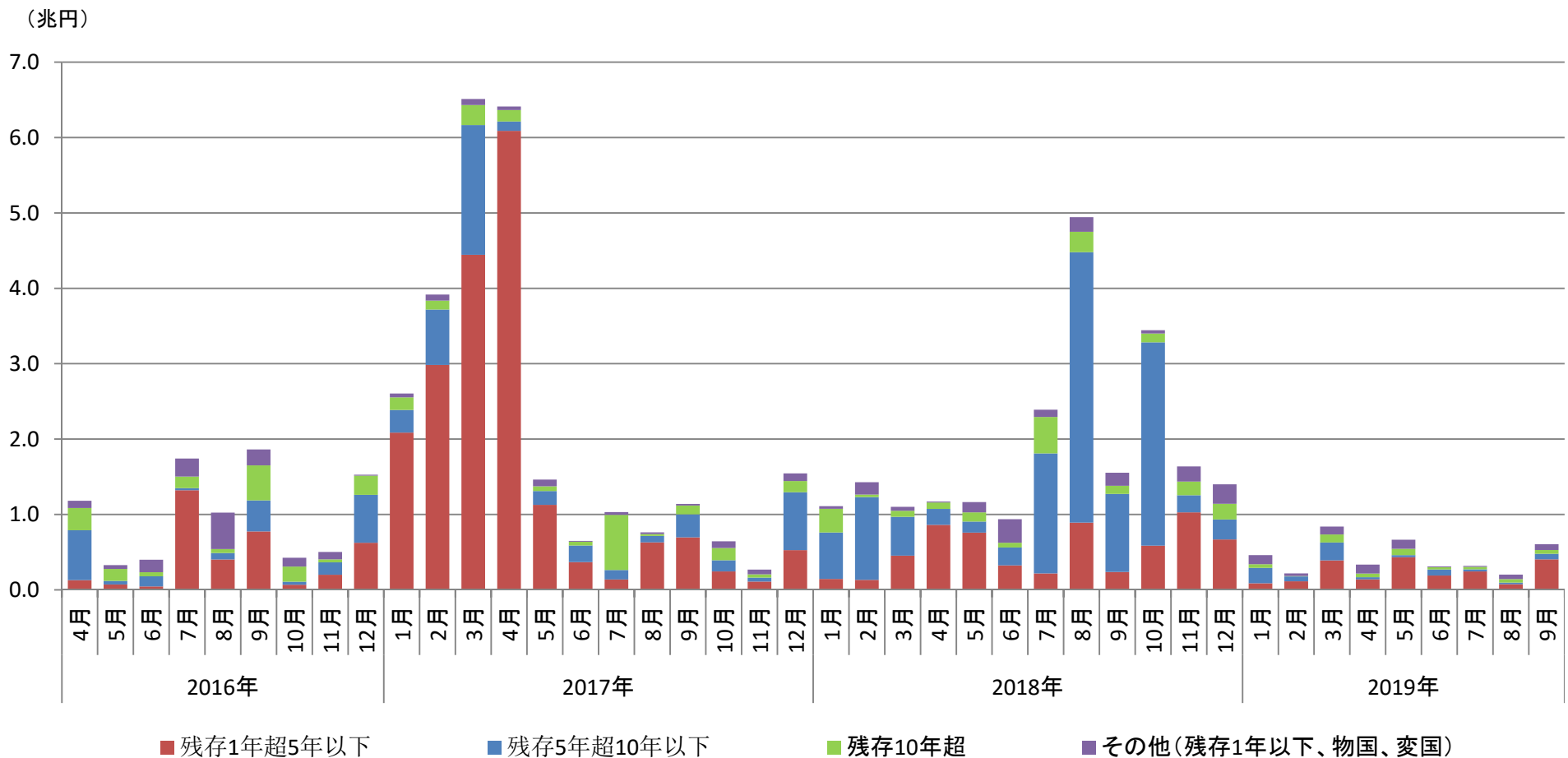
(注2) GCレポレート(東京レポレート)は18/4月末まではT/N、18/5月以降はO/N。

(注3) GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。

(注4) 太線は後方10日移動平均。直近は8月末。

国債補完供給の落札額(ゾーン別)

- 日銀による国債補完供給は、日銀が保有する国債を一時的かつ補完的に供給するもの。
- 借入側は、市場で需給が逼迫した銘柄の国債を一定の金利を支払うことで、日銀から借りることができる。

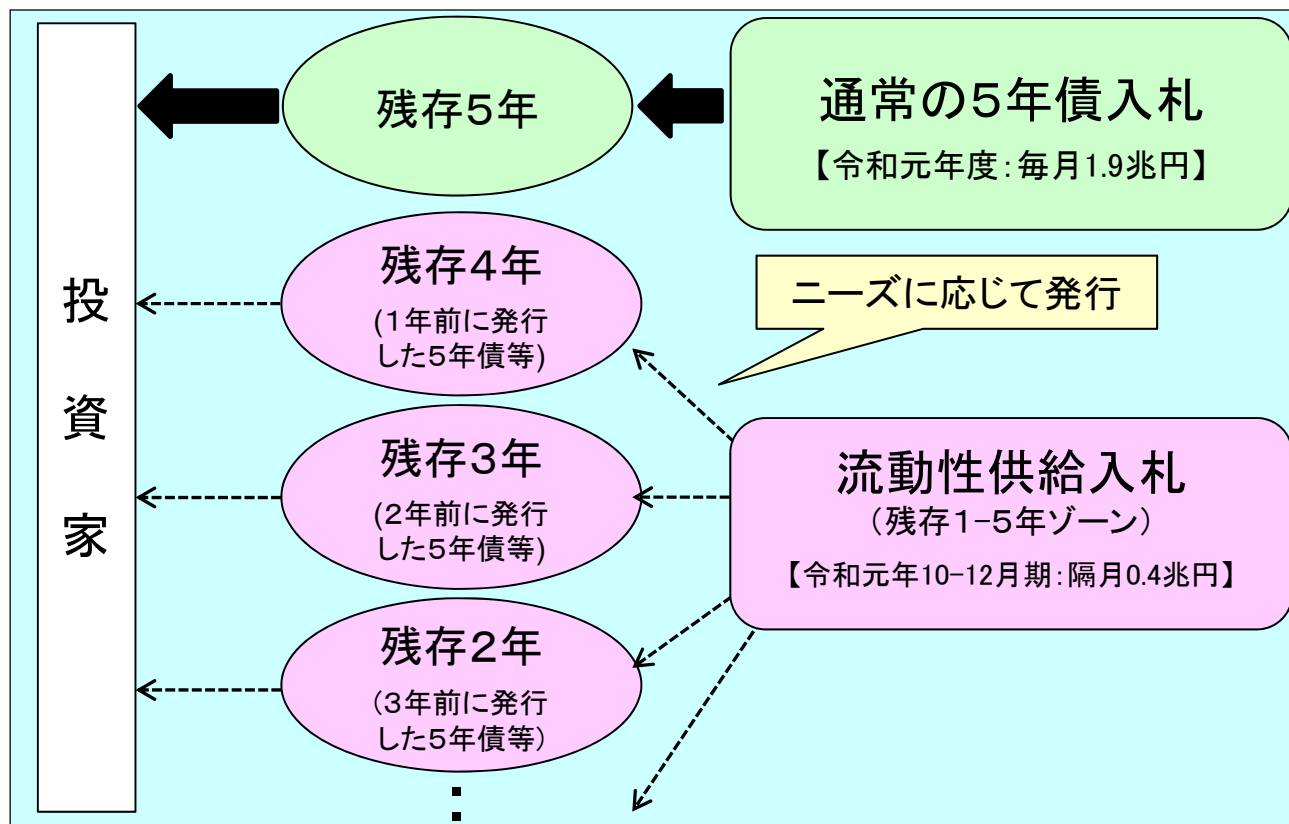


流動性供給入札について

- 流動性供給入札は、過去に発行した国債を追加発行することにより、市場における需給の不均衡を解消し、市場機能を向上させることを目的とする仕組み。
- 具体的には、国債市場特別参加者(21社)に対して、各対象ゾーン(残存1-5年、残存5-15.5年、残存15.5-39年)毎に、ゾーン内の全銘柄を追加発行の対象として入札を実施。入札における各応募のうち、市場価格との差が大きいもの(価格の高いもの)から順次、発行予定額に達するまで発行。

(注) 流動性供給入札は、平成18年4月に導入。令和元年度発行計画では、残存1-5年:2.4兆円、残存5-15.5年:7.2兆円、残存15.5-39年:3.0兆円を発行予定。市場環境の変化に応じ、ゾーン毎の発行額を機動的に調整。

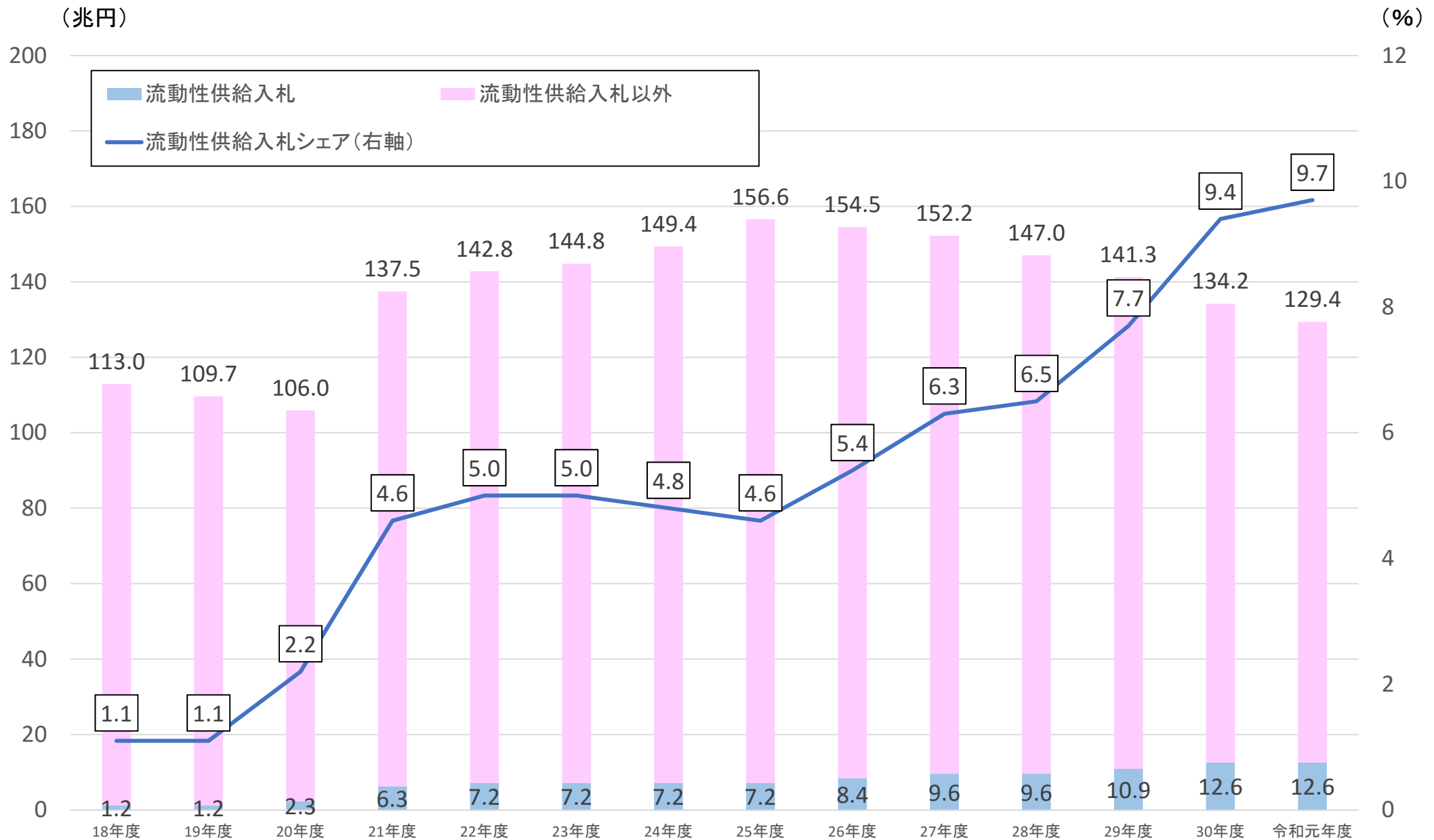
<流動性供給入札のイメージ>



【通常の入札と流動性供給入札の違い】

	通常の入札	流動性供給入札
入札参加者	金融機関等 234社	国債市場 特別参加者 21社
発行銘柄	1銘柄	対象ゾーン内の 全銘柄
入札方法	価格の高いもの から落札	市場価格との差が 大きいもの(価格の 高いもの)から落札

カレンダーベース市中発行額のうち流動性供給入札が占める割合

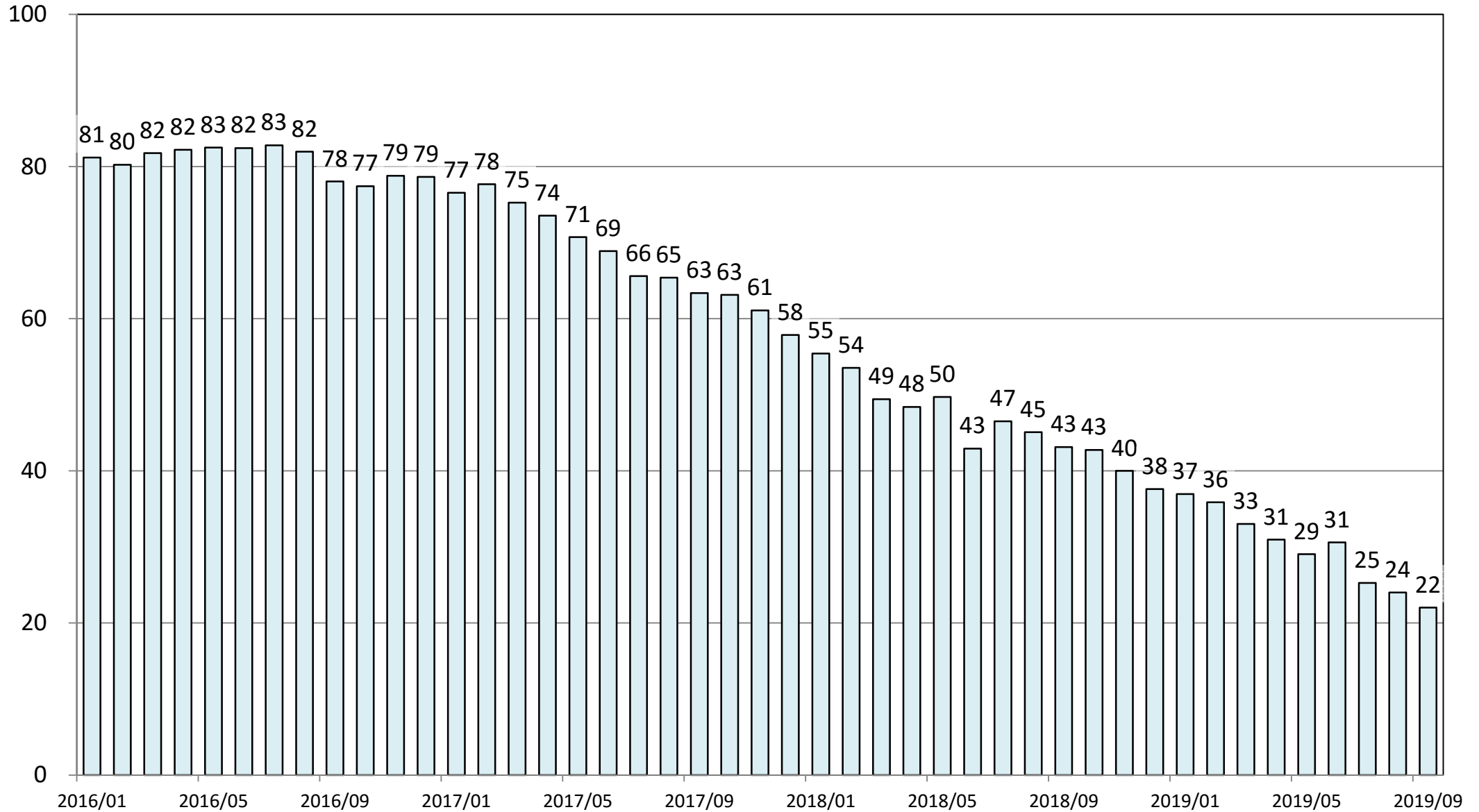


(注) 平成30年度までは実績。令和元年度は当初ベース。

日本銀行の国債買入れペース

日本銀行の国債保有残高(B/S)の対前年同月比

(兆円、前年同月比)



(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」

(適切な債務管理の推進)

コスト・アット・リスク分析(前回との比較)

令和元年度以降の各年度に発行する年限構成割合を
令和元年度国債発行計画の年限構成割合(注)で据え置いた場合のコストとリスクの関係

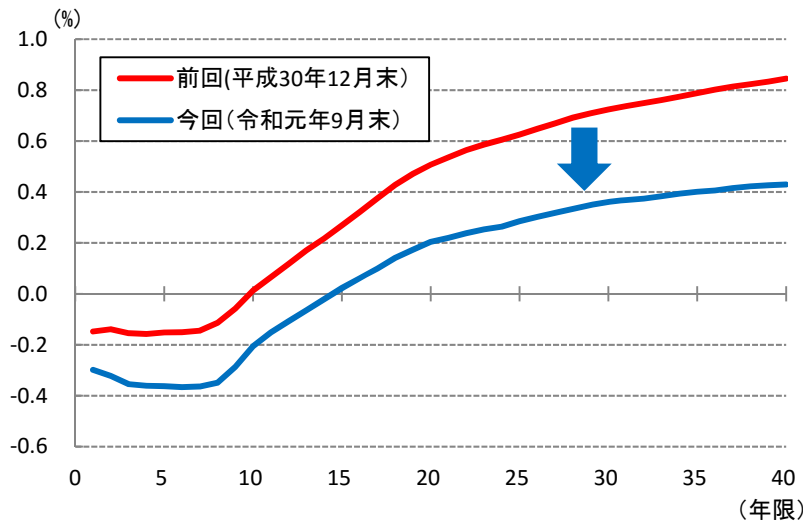
■ コスト・アット・リスク(CaR)分析

確率金利モデル(HJMモデル)を用いて将来にわたるイールドカーブの時系列推移(金利パス)を3,000本生成し、金利パスと国債発行計画のパターンから生じる利払费率(=利払費/平均残高)の平均値(コスト)とその変動の程度(リスク)を把握するもの。

※HJMモデルによる金利パスは足下のイールドカーブとボラティリティにより生成。

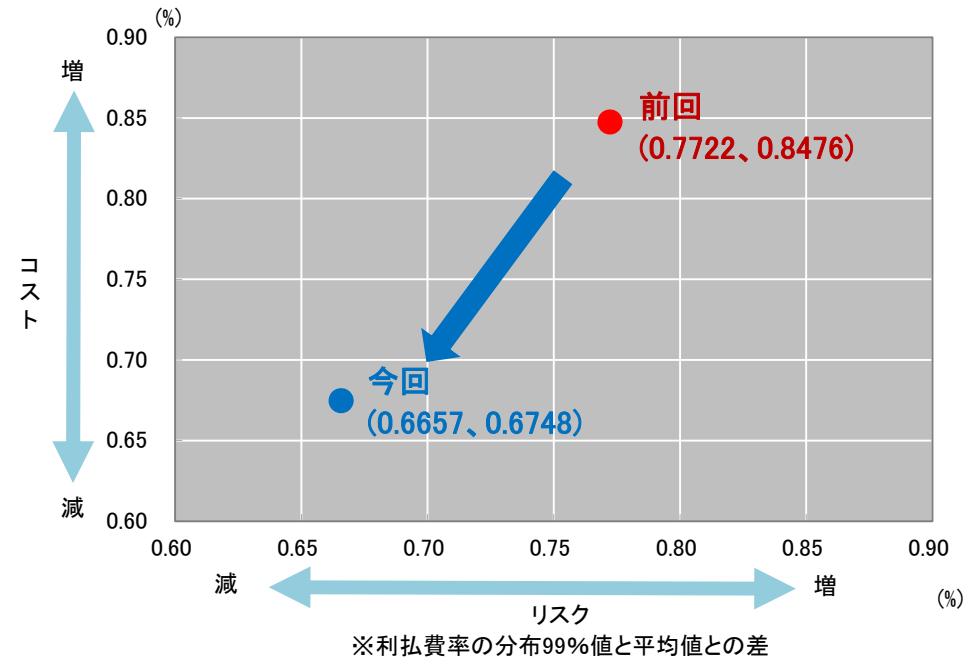
前回と比べて金利の水準とボラティリティの低下により、コストとリスク共に減少(コスト▲0.1728%、リスク▲0.1065%)

イールドカーブ



※前回: 第50回「国の債務の在り方に関する懇談会(令和元年6月12日)」試算時

コストとリスクの関係(前回との比較)



[前提]

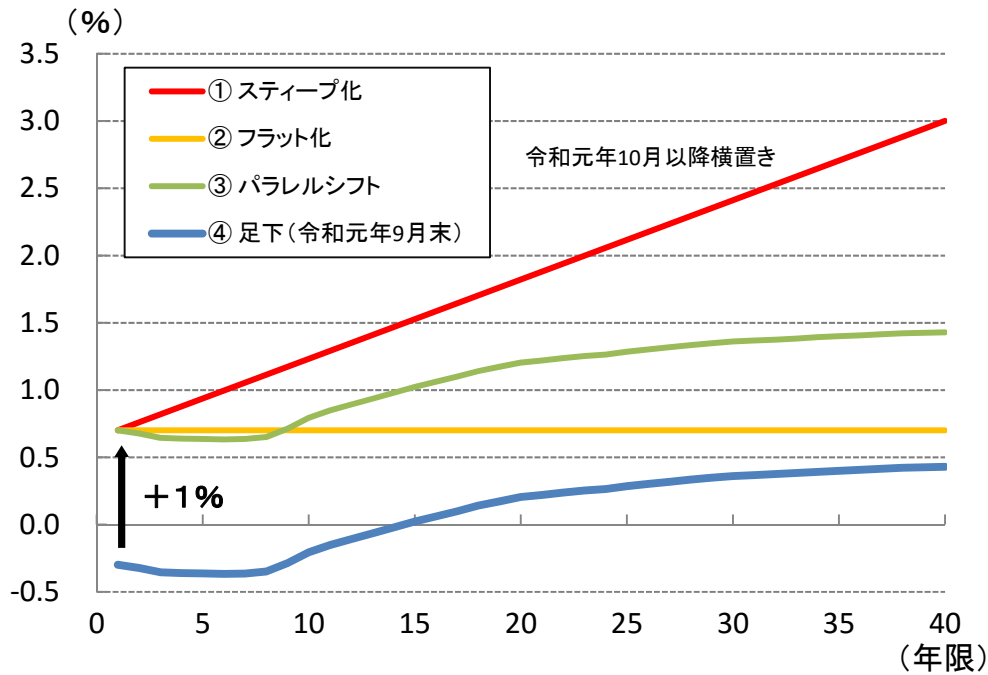
- 分析期間 : 10年間(今回: 令和元年度以降、前回: 平成30年度以降)
- 金利 : 足下(今回: 令和元年9月末、前回: 平成30年12月末)の金利を基準に過去20年間(足下以前)のボラティリティにより生成。
- 対象債務 : 普通国債(年金特例債及び復興債を除く)
- 国債発行額 : (新規国債) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和元年7月)」の「成長実現ケース」(借換債) 各年度の償還額に基づく借換債の額

(注) 財投債、流動性供給入札を除く。個人向け国債の年限別発行割合については、令和元年度計画を横置き。

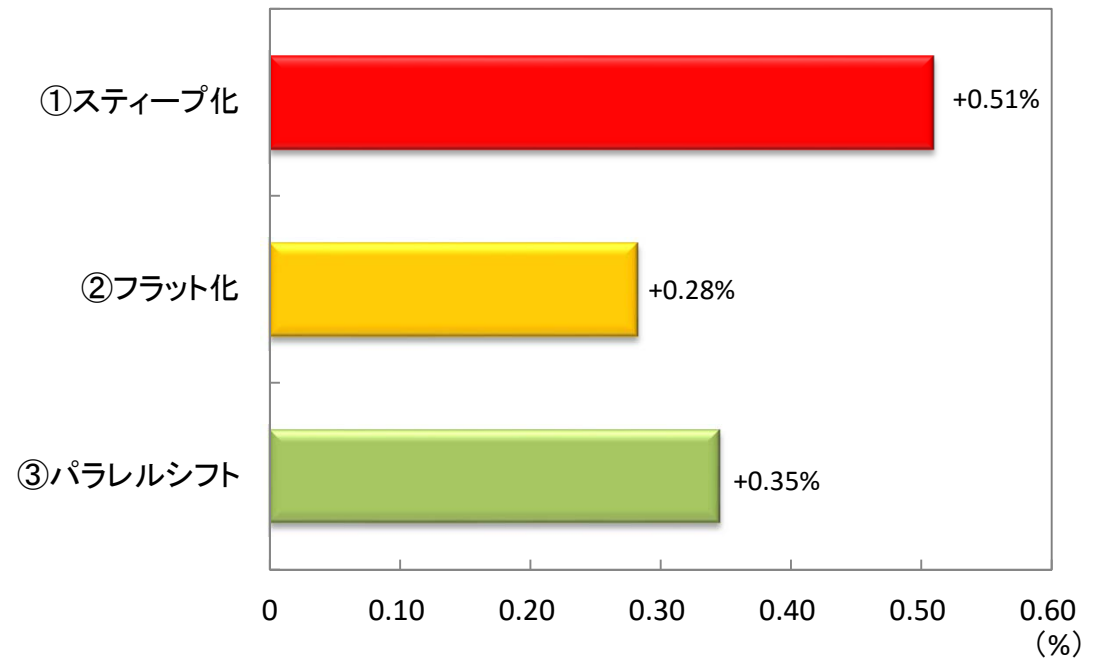
イールドカーブの形状変化に伴う利払费率への影響

足下のイールドカーブの形状を変化させた場合の利払费率(令和元年度～10年度)を推計

イールドカーブ



利払费率(平均)の増加
(各ケース - ④足下のケース)

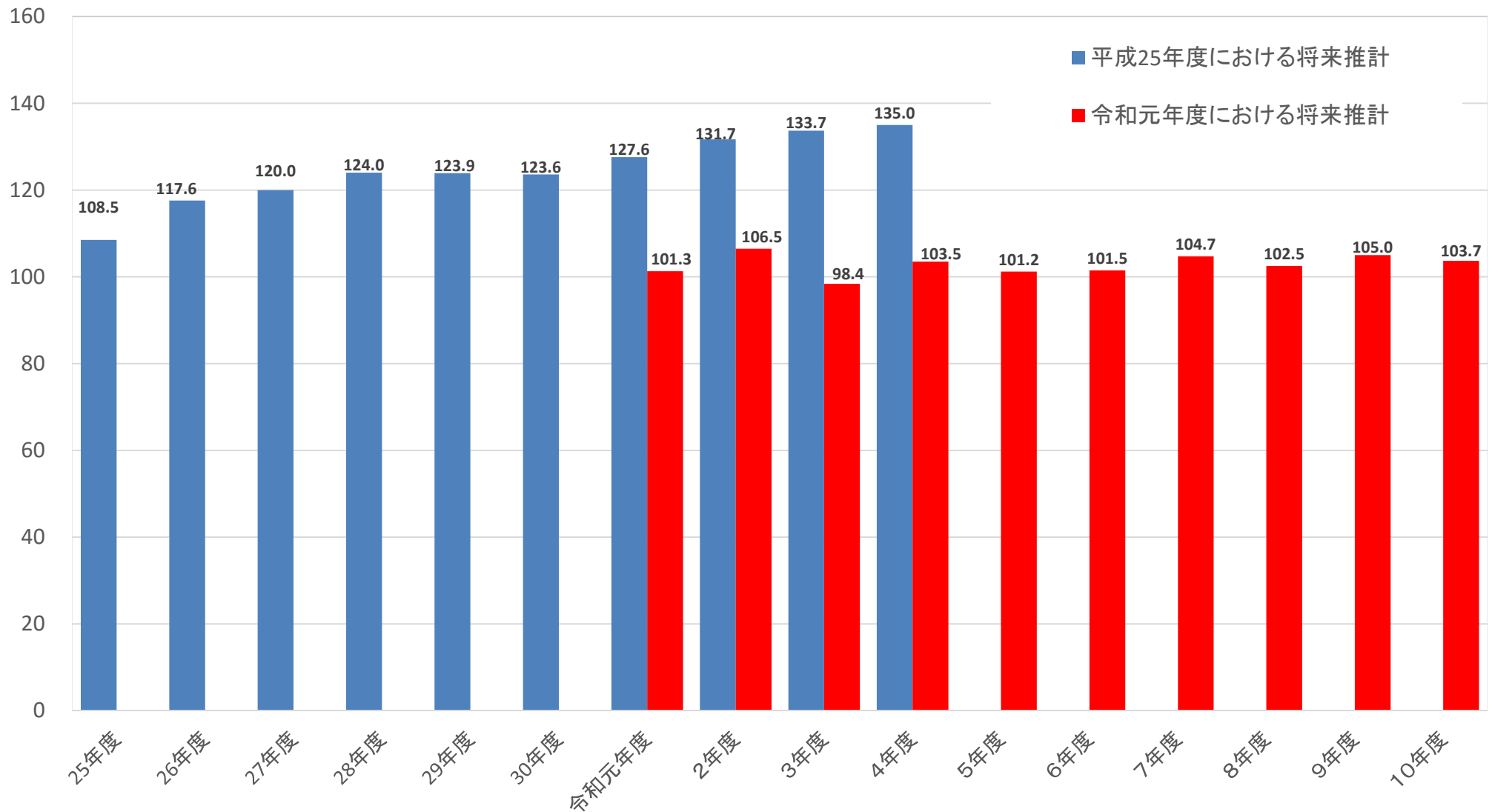


[前提]

- 金利 : パラレルシフト (全年限：足下+1%)、フラット化 (全年限：パラレルシフト後の1年金利)、スティープ化 (全年限：パラレルシフト後の1年金利と40年金利の差が2.3%となるように線形補間) (注) 過去の1年金利と40年金利の差は最大2.3%程度
- 新規国債発行額 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和元年7月)」の「成長実現ケース」の計数を使用。
- 借換債発行額 : 令和元年度は国債発行計画(当初変更後)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の額を使用。令和2年度以降は、平成31年3月末の普通国債の償還予定をベースに令和元年度計画と同一の年限構成割合で発行されるものとして推計。ただし、国債整理基金特別会計の余剰資金の活用は加味していない。

借換債発行額の将来推計の変遷

(兆円)



(注1) 平成25年度における将来推計は、「平成25年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算[試算A-1]」及び「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」(平成25年3月財務省)を前提として試算。

(注2) 令和元年度における将来推計は、「中長期の経済財政に関する試算」(令和元年7月内閣府)の「ベースラインケース」を用いて試算。

フローベースとストックベースの平均償還年限を巡る考え方について

- 国債管理政策においては、調達コストと借換リスクのトレードオフの関係を考慮しつつ適切な満期構成を図るのが基本。こうした中、近年の国債発行計画策定に当たっては、足元の低金利環境等を踏まえ、国債の平均償還年限の長期化を推進してきたところ。
- その際、本来、金利上昇リスクへの対応という国債管理政策上の観点から重視すべきなのは国債発行残高(ストックベース)に係る平均償還年限であるが、従来は、統計としての把握のしやすさ等から、カレンダーベース市中発行額(フローベース)の平均償還年限に着目した運用がなされてきた。
- しかしながら、引き続きフローベースの平均償還年限の長期化を前提に毎年度の国債発行計画を策定しようとするれば、その時点における需要動向に応じた柔軟な対応が出来なくなり調達コストの増加を招く懸念があるほか、市場環境の変化時に急激な短期化を余儀なくされれば、国債管理政策への市場の信認が低下するおそれ。
- また、国債発行残高の増加に伴い、毎年度のフローベースの年限構成の変化がストックベースの平均償還年限に及ぼす影響は低下しており、仮にフローベースの平均償還年限を現状程度に維持した場合であっても、ストックベースの平均償還年限は、当分の間は今後とも安定的に推移する見込み。
(注)平成29年度以降、平成28年度計画と同発行額、同年限構成で国債発行が継続していくことを前提に機械的に試算した場合、今後少なくとも10年程度はストックベースで平均償還年限の長期化が続く見込み。
- 従って、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。

前倒債について

前倒債の考え方

- 年度間の国債発行の平準化等のため、翌年度に発行する予定の借換債の一部を前倒して発行することが認められている。
- 借換債の前倒し発行(前倒債)により、
 - ・満期償還が集中した場合の影響の緩和、
 - ・各年度の国債市中発行額の大幅な変動の抑制、を通じ、安定的な国債発行と、中長期的なコスト抑制につながる

(参考1) 特別会計に関する法律(抄)

第47条 国債整理基金特別会計においては、翌年度における国債の整理又は償還のため、予算をもって国会の議決を経た金額を限度として、借換国債を発行することができる。

(参考2) 令和元年度特別会計予算 予算総則(抄)

第9条 国債整理基金特別会計において、「特別会計に関する法律」第47条第1項の規定により平成31年度において翌年度における国債の整理又は償還のため借換国債を発行することができる限度額は、53,000,000,000 千円とする。

前倒債発行額の推移(平成25年度分以降)

(単位:億円)

年度	平成24年度発行 (平成25年度分)	平成25年度発行 (平成26年度分)	平成26年度発行 (平成27年度分)	平成27年度発行 (平成28年度分)	平成28年度発行 (平成29年度分)	平成29年度発行 (平成30年度分)	平成30年度発行 (令和元年度分)	令和元年度発行 (令和2年度分)
発行額	113,607	232,758	288,341	422,509	451,046	494,407	524,631	(限度額 530,000)

発行計画と実績の比較

27年度

28年度

29年度

30年度

元年度

<発行根拠法別発行額>

(単位:兆円)

区 分	当初 (A)	実績		当初 (A)	実績		当初 (A)	実績		当初 (A)	当初 (A)		
		(B)	(B)-(A)		(B)	(B)-(A)		(B)	(B)-(A)				
新規国債 (建設・特例国債)	36.9	34.9	△ 1.9	34.4	38.0	3.6	34.4	33.6	△ 0.8	33.7	34.4	0.7	32.7
復興債	2.9	1.3	△ 1.5	2.2	0.8	△ 1.4	1.5	0.1	△ 1.4	1.0	-	△ 1.0	0.9
財投債	14.0	13.4	△ 0.6	16.5	19.6	3.1	12.0	12.0	△ 0.0	12.0	10.6	△ 1.4	12.0
借換債	116.3	114.2	△ 2.1	109.1	109.5	0.4	106.1	106.4	0.3	103.2	103.3	0.0	103.1
国債発行総額	170.0	163.9	△ 6.2	162.2	167.9	5.7	154.0	152.0	△ 1.9	149.9	148.3	△ 1.6	148.7

<消化方式別発行額>

(単位:兆円)

区 分	当初 (a)	実績		当初 (a)	実績		当初 (a)	実績		当初 (a)	当初 (a)		
		(b)	(b)-(a)		(b)	(b)-(a)		(b)	(b)-(a)				
市中発行分	157.3	151.2	△ 6.1	152.2	155.3	3.1	148.0	145.6	△ 2.4	144.1	141.1	△ 3.0	141.8
カレンダーベース 市中発行額	152.6	152.2	△ 0.4	147.0	147.0	0.0	141.2	141.3	0.1	134.2	134.2	0.0	129.4
カレンダーベース 市中発行額の超過収入	-	1.8	1.8	-	2.7	2.7	-	1.5	1.5	1.5	2.0	0.5	1.9
第Ⅱ非価格競争入札	4.4	9.0	4.6	5.6	8.6	3.0	7.5	8.3	0.8	7.0	7.4	0.4	6.7
年度間調整分	0.3	△ 11.7	△ 12.1	△ 0.4	△ 2.9	△ 2.5	△ 0.7	△ 5.6	△ 4.9	1.4	△ 2.6	△ 3.9	3.9
前倒債の取崩し	0.3	△ 13.4	△ 13.8	△ 0.4	△ 2.9	△ 2.4	△ 0.7	△ 4.3	△ 3.6	1.4	△ 3.0	△ 4.4	3.9
出納整理期間発行 の増加	-	1.7	1.7	-	△ 0.0	△ 0.0	-	△ 1.2	△ 1.2	-	0.5	0.5	-
個人向け販売分	2.3	2.2	△ 0.1	2.0	4.6	2.6	3.0	3.5	0.5	3.3	4.7	1.4	4.7
日銀乗換	10.4	10.4	-	8.0	8.0	-	3.0	3.0	-	2.5	2.5	-	2.2
合計	170.0	163.9	△ 6.2	162.2	167.9	5.7	154.0	152.0	△ 1.9	149.9	148.3	△ 1.6	148.7

(参考)前倒債発行額の推移

(単位:兆円)

年度	平成26年度発行 (平成27年度分)	平成27年度発行 (平成28年度分)	平成28年度発行 (平成29年度分)	平成29年度発行 (平成30年度分)	平成30年度発行 (令和元年度分)
発行額	28.8	42.3	45.1	49.4	52.5

国債発行計画の見積もりに関する最近の取り組み

【第Ⅱ非価格競争入札】

- 第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額については、過去の実績を踏まえつつ、対象銘柄の市中発行額に対する割合を見積もって発行計画に計上。
- これまでの実績を踏まえ、28年度以降段階的に引上げ。
(27年度発行計画(当初):3.75% ⇒ 28年度発行計画(当初):5% ⇒ 29,30,元年度発行計画(当初):7%)

【カレンダー市中発行額の超過収入】

- 現下の金利低下局面においては、カレンダーベース市中発行額(額面)と実際の発行収入金の差額によって、収入金が上振れる傾向。
- このため、29年度発行計画(補正時)からこの上振れ分の見込み額を発行計画に計上。
(29年度発行計画(補正):1.5兆円、30年度発行計画(当初):1.5兆円、令和元年度発行計画(当初):1.9兆円)
(注)発行計画上は、「第Ⅱ非価格競争入札等」の内数で計上

そのうえで、下記についての検討も必要か。

- 計画と実績の乖離状況に応じた、年度途中における国債発行計画の見直し。
- 乖離の主な要因となっている仕組みの見直し。

予見可能な国債発行に係る諸外国の考え方

アメリカ

- 会計年度は10月～翌年9月。国債発行計画の公表は、予算編成過程とは切り離されており、2、5、8、11月の各月初に以後3か月間の年限毎の発行額と入札日程を公表。
- 具体的には、国の借入需要見込み、四半期末の国庫のキャッシュバランス、国債償還額に基づき、市場の状況も踏まえて、各年限債の発行額を決定。

ドイツ

- 会計年度は1月～12月。毎年7月頃に閣議決定される翌年度予算案を踏まえて、会計年度が始まる直前の12月に予算成立に併せて国債発行計画を公表。国債発行計画では、年限別発行額、入札日等を公表。
- 必要に応じ、各四半期末に、政府の資金需要、市場の状況を踏まえて、翌四半期の発行計画を修正。

イギリス

- 会計年度は4月～翌年3月。予算書は11月頃に公表。3月に発表される春季財政演説(経済見通しに対する見解等)を踏まえて、会計年度が始まる直前の3月に国債発行計画を公表。発行計画の見直しは、4月(前会計年度の「新規資金必要額の実績に応じた修正」と、11月頃(予算書で公表される経済財政見通しに基づく修正)の年2回実施。
- 国債発行計画では発行総額のほか、短期、中期、長期、物価連動債の各々の発行額合計を公表。

フランス

- 会計年度は1月から12月。毎年9月下旬に閣議決定される予算案を踏まえて、会計年度が始まる直前の12月に国債発行計画を公表。その後、翌年9月下旬に、当該年度の財政収支見直し等を踏まえ当年度発行計画を修正(主に短期債等で調整)。
- 国債発行計画では、発行総額、年間入札日程等を公表。具体的な発行年限や各入札時の発行額等については、PDからのヒアリングに基づき決定し、各入札日の1週間前(短期債は前営業日)に公表。なお、発行額については年限毎ではなく複数の年限の合計が示される。

2. 国の債務管理の在り方に関する懇談会 (10/25)における議論②(当日の議論の概要)

国債管理政策の現状に対する意見等の概要①

- 今の金利のイールドカーブで言うと12~13年のところまでマイナスのゾーンであることを考えると、現在は市場機能がほとんどなくなっている状況であり、市場機能が残っているところは超長期分野のみとなっている。…（中略）…特にこれだけの超低金利の状況になってくると、超長期分野をどのような形でまだ市場機能が残っている分野と位置付けて、それを活用していくのかという視点が非常に重要。
- 沈んでしまっている短中期ゾーンについては、外国人の方から見れば比較的割安であるという状況であるため、その部分は実は、外国人にとっては市場機能が残っている部分になる。
- 昨年から経済環境がだいぶ変わってきたということで、市場機能の低下にどう対応していくのか。一時的なものであれば多少許容できたものであっても、これが長期化するのであれば、対応方針についてももう少し考えていかなければならないフェーズに来ている。
- 国債市場や金利市場でも市場機能を維持することは大事。マクロ的なビルト・イン・スタビライザー機能や財政規律を喚起する機能があるからだ。例えば、テクノロジーやイノベーションを使用して、市場機能・取引動機を喚起するという考え方もある。
- 中小の金融機関において、超長期債の比率がこれだけ高まっていることは、ブルーデンスの観点からもきちんと見ておく必要があると感じる。
- 国債のマーケットで一番流動性が高いのは長期国債先物取引で、現物で見ると7年債を売買しているのと同義になるが、10年債は先物でヘッジができるが、20年債、30年債は離れてしまってヘッジがだいぶ難しくなっている。

国債管理政策の現状に対する意見等の概要②

- 中長期的な視点で平均償還年限を考えるには、最適な残存年数について検討することが大切。日本ではストックで見た政府部門の国債保有率が高いので、金利上昇のリスクをかなり政府が負っているという状況。理論上は、超長期ゾーンを出すと、需要が効く中ではイールドカーブがスティープ化していくと考えられるが、今後こうした議論を深めていくのが望ましい。
 - 一方的に長期化する必要はないが、昨今の低金利環境を踏まえると、市場機能が残るのは長いゾーンしかなくなるという状況も考えられ、このあたりの年限をどうしていくかが重要。
 - 2025年のICS導入及び、国内における経済価値ベースの規制の導入を考えると、効率的にデュレーションギャップを埋めるには、30年、40年に関する需要は相変わらず続くのではないか。一方で、やはり海外の方が投資機会が多く、マーケットも魅力的であり、こうしたところでリターンをあげていくという投資行動は今後も続くと考えられ、規制の観点からだけで国債のみに投資していくというのは考えにくく、おそらく2025年時点でもギャップが残って、超長期への需要も残っていくと感じている。
-
- 中長期的に前倒債の水準を適正化していくことは必要であり、実績を踏まえた第Ⅱ非価格競争入札額の計上や、前倒債の取り崩しを多めに計上することを当初の計画に盛り込むなど、市場の予見可能性をクリアにした上で、前倒債の残高等の適正化を図るべきではないか。
 - 将来推計によると、来年度発行額と再来年度発行額に10兆円程度の差が存在しており、予見可能で安定的かつ円滑な発行、消化という基本目標の観点から、前倒債の活用により発行額の平準化を行う必要がある。こうした国債の安定的な消化のためには、前倒債の減額は、長い視点から徐々に行っていくことが重要。