

# 国債発行を取り巻く現状と課題

令和3年11月29日

財務省理財局

# 目次

1. 国債管理政策の現状
2. 国債管理政策の課題
3. 参考資料

# 1. 国債管理政策の現状

## 令和3年度国債発行予定額

### <発行根拠法別発行額>

(単位：億円)

区 分	当初 (a)	補正後	
		(b)	(b)-(a)
新規国債	435,970	656,550	220,580
建設国債	63,410	91,680	28,270
特例国債	372,560	564,870	192,310
復興債	2,183	400	▲ 1,783
財投債	450,000	150,000	▲ 300,000
借換債	1,471,929	1,436,633	▲ 35,296
うち復興債分	28,710	27,375	▲ 1,335
<b>国債発行総額</b>	<b>2,360,082</b>	<b>2,243,583</b>	<b>▲ 116,499</b>

### <消化方式別発行額>

(単位：億円)

区 分	当初 (a)	補正後	
		(b)	(b)-(a)
カレンダーベース 市中発行額	2,214,000	2,122,000	▲ 92,000
第Ⅱ非価格 競争入札等	82,300	70,319	▲ 11,981
年度間調整分	782	859	77
市中発行分 計	2,297,082	2,193,178	▲ 103,904
個人向け販売分	41,000	28,405	▲ 12,595
公的部門(日銀乗換)	22,000	22,000	—
合 計	2,360,082	2,243,583	▲ 116,499

※1 令和3年度の市中からの買入消却については、市場の状況や市場参加者との意見交換も踏まえ、必要に応じて実施する。

※2 令和3年度における前倒債の発行限度額は20兆円。

(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、あらかじめ額を定めた入札により定期的に発行する国債の4月から翌年3月までの発行予定額(額面)の総額をいう。

(注3) 第Ⅱ非価格競争入札とは、価格競争入札における加重平均価格等を発行価格とする、価格競争入札等の結果公表後に実施される国債市場特別参加者向けの入札をいう(価格競争入札等における各国債市場特別参加者の落札額の10%を上限)。令和3年度当初の第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(40年債、30年債、20年債、10年債、5年債及び2年債)のカレンダーベース市中発行額の5.5%を計上している(令和3年度補正後は実績を反映した上で計上)。

第Ⅱ非価格競争入札等として、第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額のほか、カレンダーベース市中発行額と実際の発行収入金との差額の見込みを計上している。

(注4) 年度間調整分とは、前倒債の発行や出納整理期間発行を通じた、前年度及び後年度との調整分をいう。

<カレンダーベース市中発行額>

(単位:兆円)

区 分	令和3年度当初					令和3年度補正後					(b)-(a)
	(1回あたり)		(年間発行額 : a)			(1回あたり)		(年間発行額 : b)			
40年債	0.6	×	6	回	3.6	0.6	×	6	回	3.6	—
30年債	0.9	×	12	回	10.8	0.9	×	12	回	10.8	—
20年債	1.2	×	12	回	14.4	1.2	×	12	回	14.4	—
10年債	2.6	×	12	回	31.2	2.6	×	12	回	31.2	—
5年債	2.5	×	12	回	30.0	2.5	×	12	回	30.0	—
2年債	3.0	×	12	回	36.0	3.0	×	12	回	36.0	—
割引短期国債					83.2					74.0	▲9.2
10年物価連動債	0.2	×	4	回	0.8	0.2	×	4	回	0.8	—
流動性供給入札					11.4					11.4	—
計					221.4					212.2	▲9.2

(表1) 割引短期国債の年限別発行予定額

年 限	令和3年度当初		令和3年度補正後		(b)-(a)						
	(a)		(b)								
1年	3.5	×	12	回	42.0	3.5	×	12	回	42.0	—
6ヵ月					41.2					32.0	▲ 9.2

(表2) 流動性供給入札のゾーン別発行予定額

区 分	令和3年度当初		令和3年度補正後		
	(a)		(b)		
15.5年超 39年未満		3.0		3.0	—
5年超 15.5年以下		6.0		6.0	—
1年超 5年以下		2.4		2.4	—

(注1) 市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や発行状況に応じて、発行額を変更する可能性がある。

(注2) 40年債については、5月・7月・9月・11月・1月・3月の発行を予定している。

(注3) 割引短期国債は、政府短期証券と合わせて国庫短期証券として発行しており、表1の年限区分・発行額で発行することを想定しつつ、市場環境や投資ニーズに応じて、柔軟に年限区分・発行回数・発行額を調整。

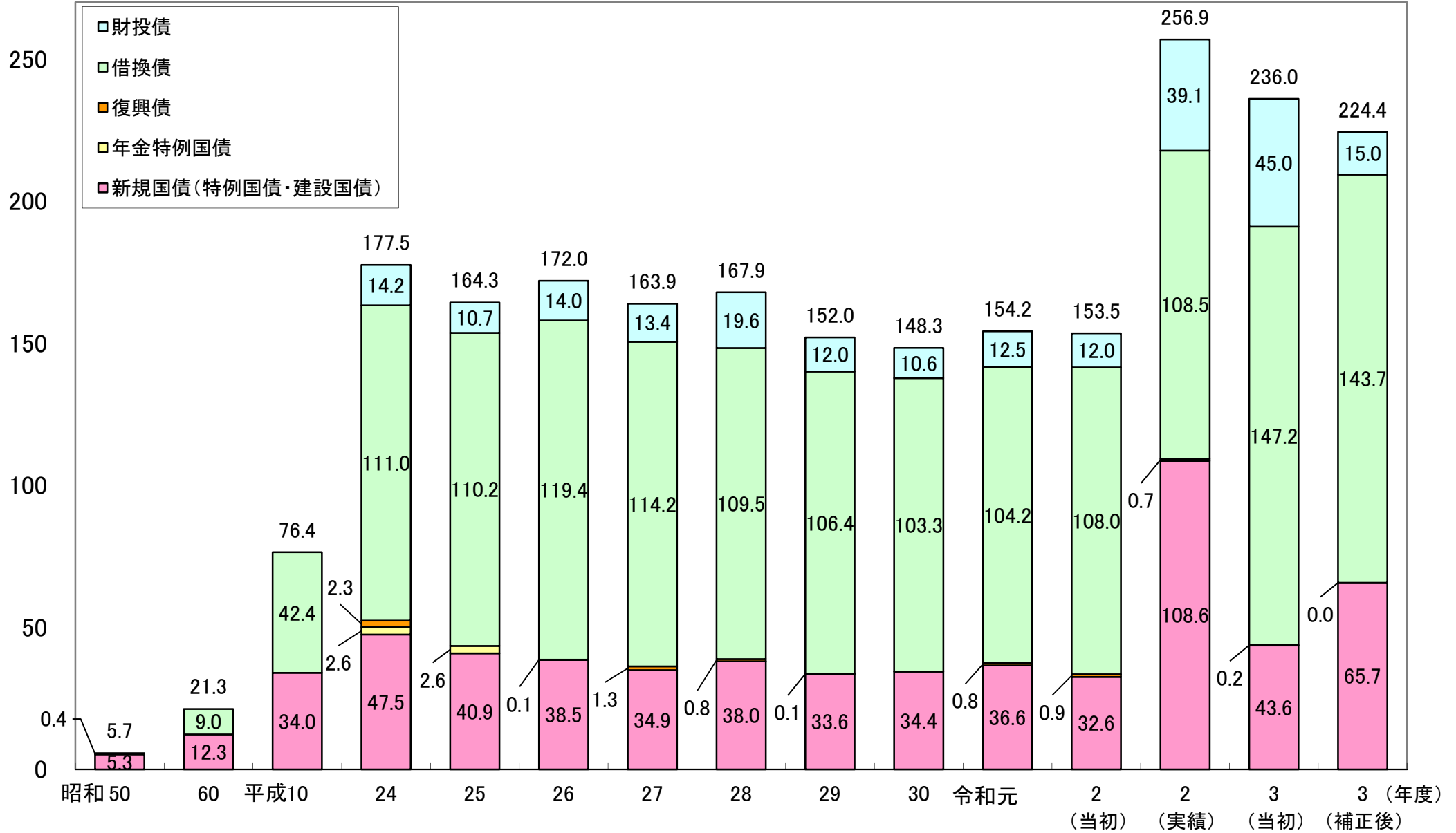
(注4) 10年物価連動債については、5月・8月・11月・2月の発行を予定し、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて、柔軟に発行額を調整。

(注5) 流動性供給入札については、表2のゾーン区分・発行額で行うことを想定しつつ、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整。

(注6) 利付債の表面利率の下限の引下げ(0.1%→0.005%)については、令和3年4月から実施。

# 国債発行総額の推移

(兆円)

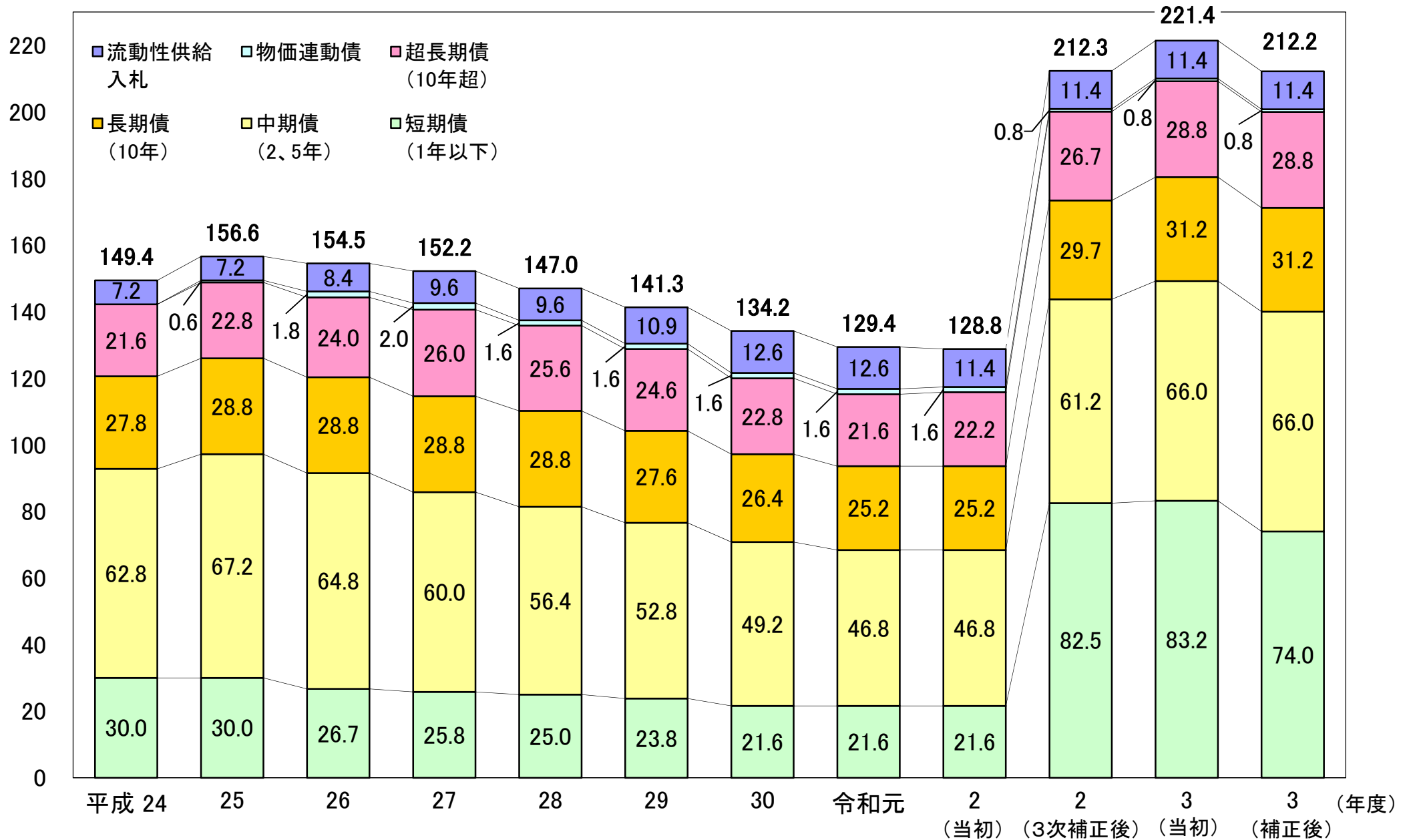


(注1) 令和元年度までは実績。

(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。

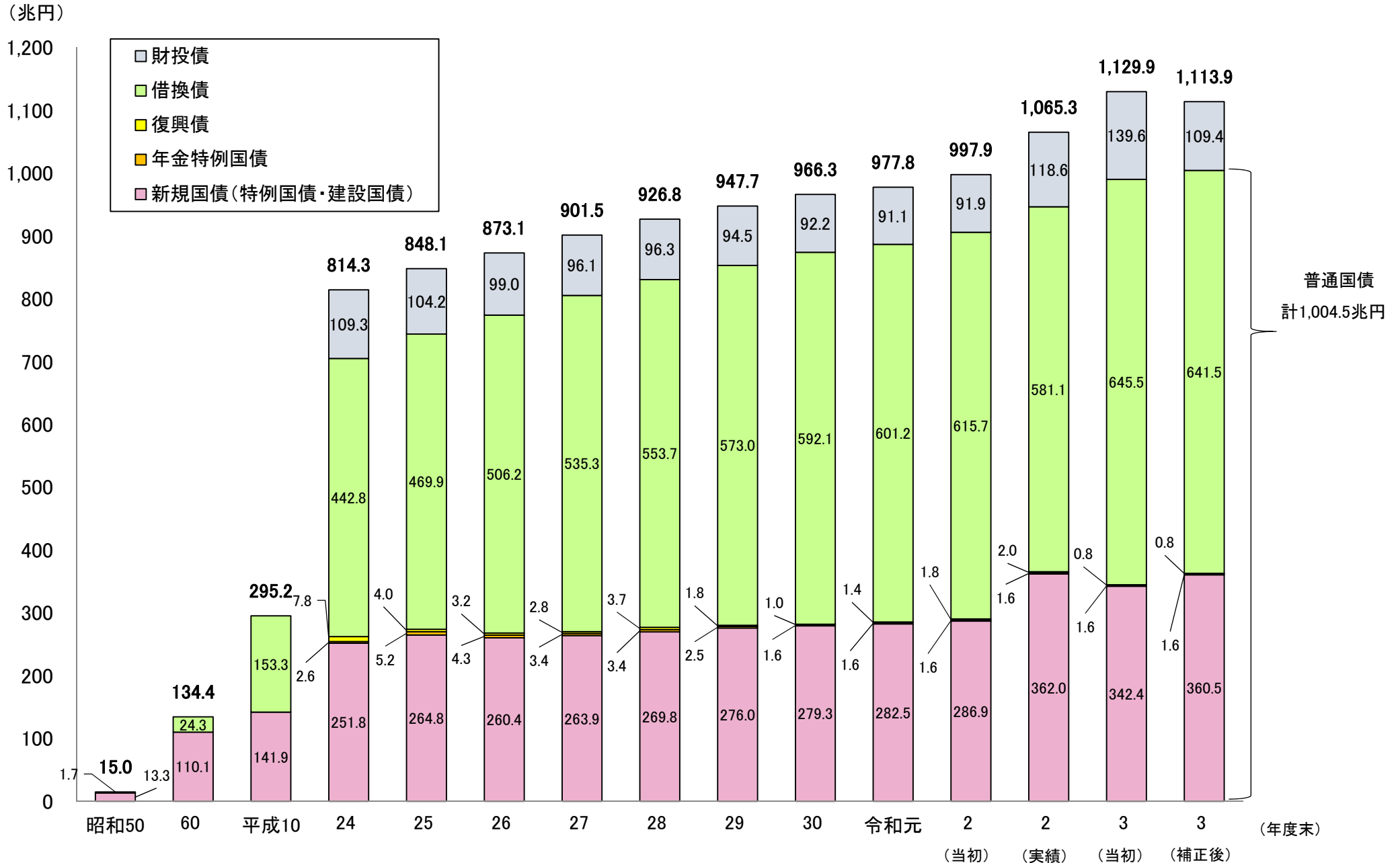
# カレンダーベース市中発行額の推移

(兆円)



(注) 令和元年度までは最終補正ベース。

# 国債発行残高の推移



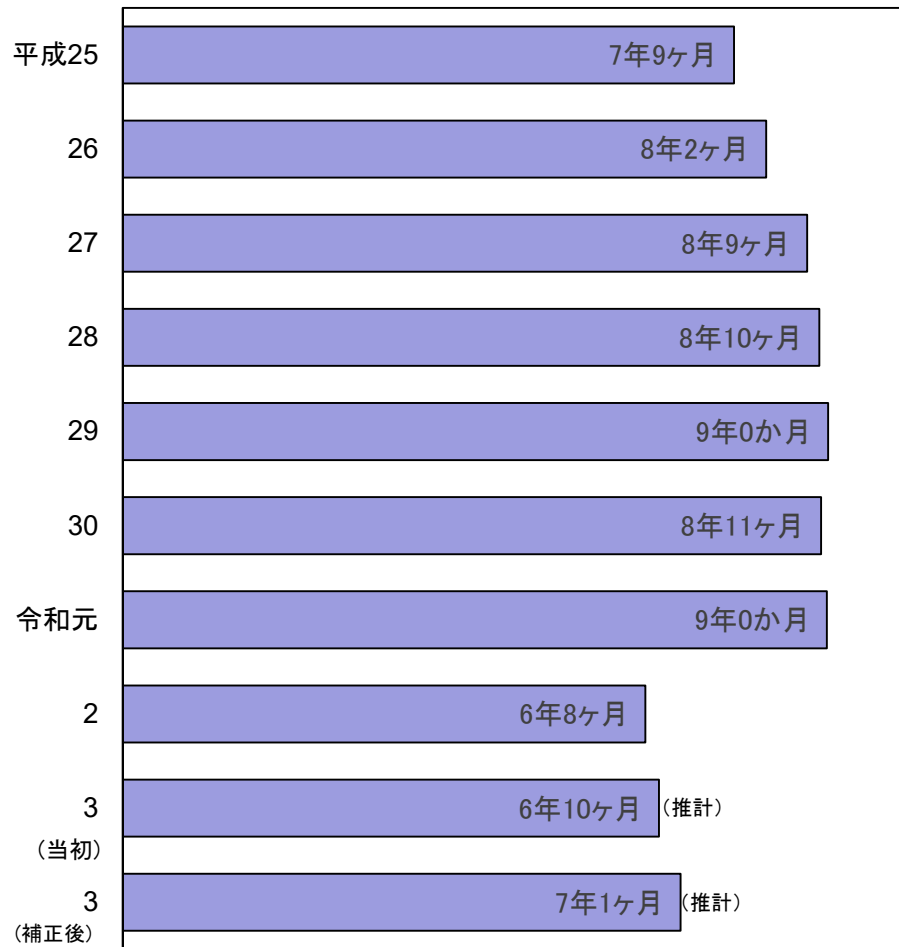
(注1) 令和元年度末までは実績、令和2年度末は当初予算ベースは前倒債43兆円を含む。令和3年度末は当初予算ベース、補正予算ベースともに前倒債20兆円を含む。

(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面がある。



# 日本国債の平均償還年限

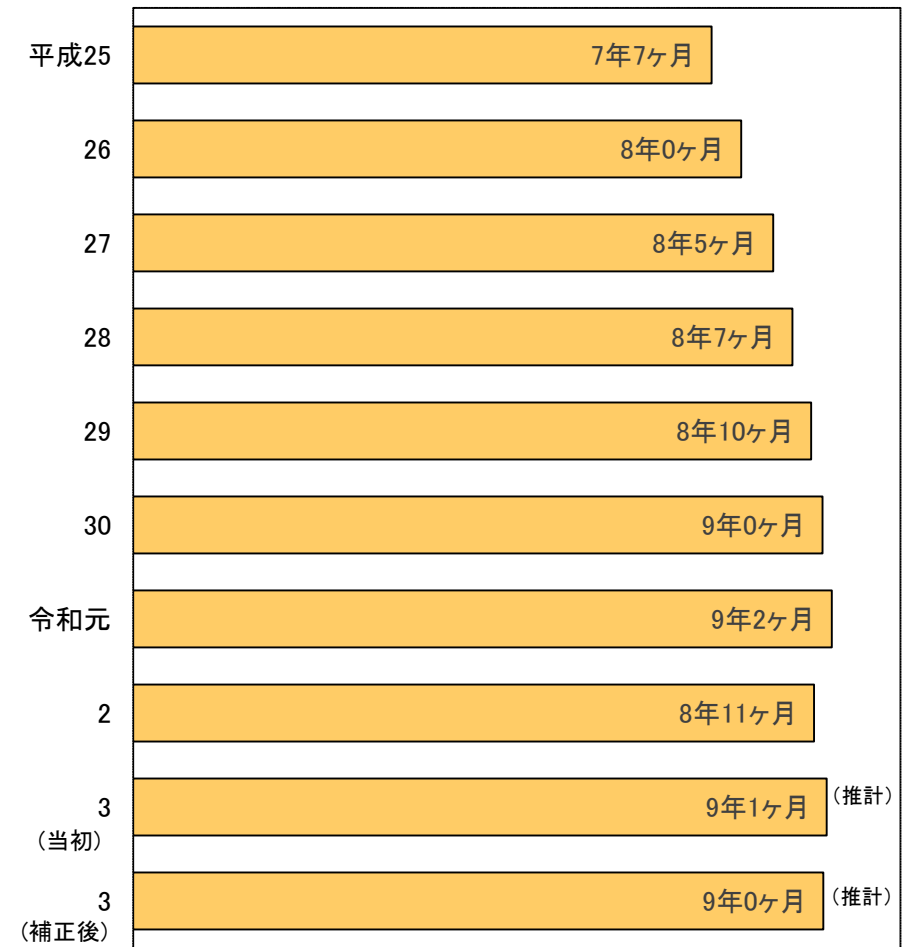
## カレンダーベース(フロー)



(年度)

(注) 令和2年度までは実績。

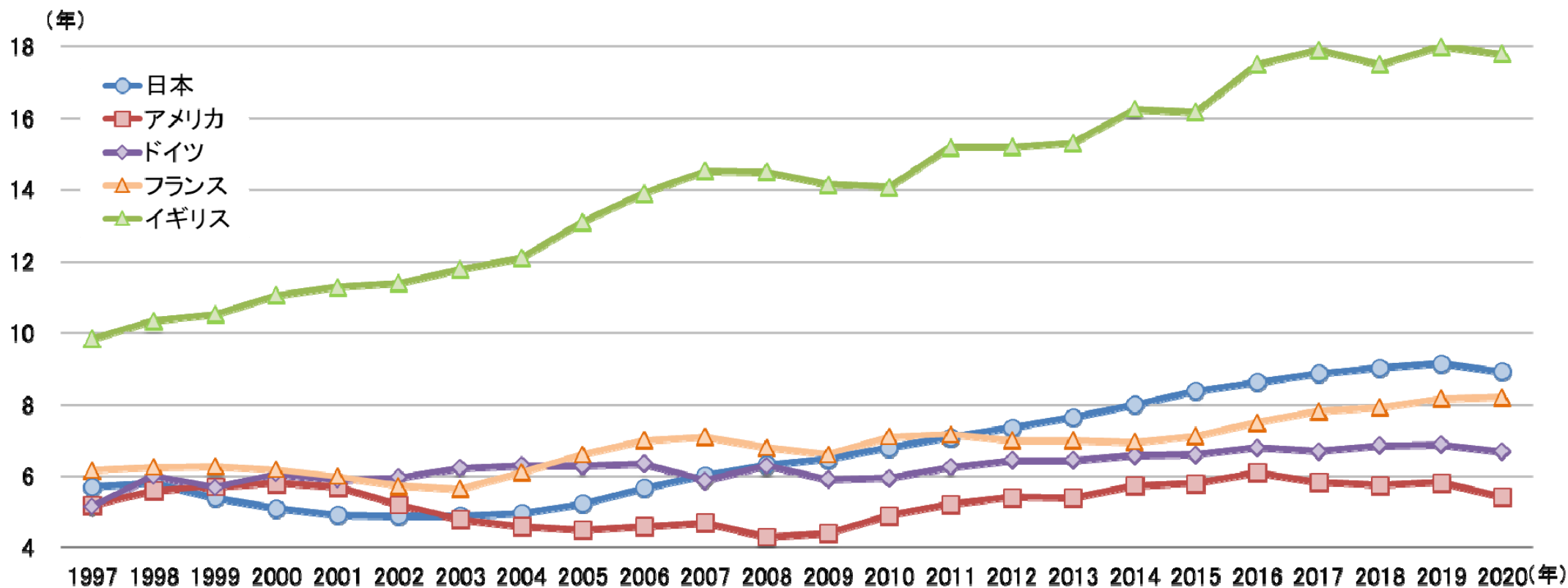
## 発行残高ベース(ストック)



(年度末)

(注) 普通国債残高。令和2年度末までは実績。

# 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	2019	2020
日本	5.7	5.8	5.4	5.1	4.9	4.9	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	9.2	8.9
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	5.8	5.4
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	18.0	17.8
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	6.9	6.7
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	8.2	8.2

(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)は含まない。

諸外国は短期債(1年以下)を含む。

(注2) スtockベース。非市場性国債は含まない。

(注3) 日本のみ翌年3月末時点、その他の国は12月末時点。

(出所) OECD、財務省

## 2. 国債管理政策の課題

# 国債管理政策の基本的目標

国債管理政策は、

- 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  
という基本的な考え方に基づき運営。

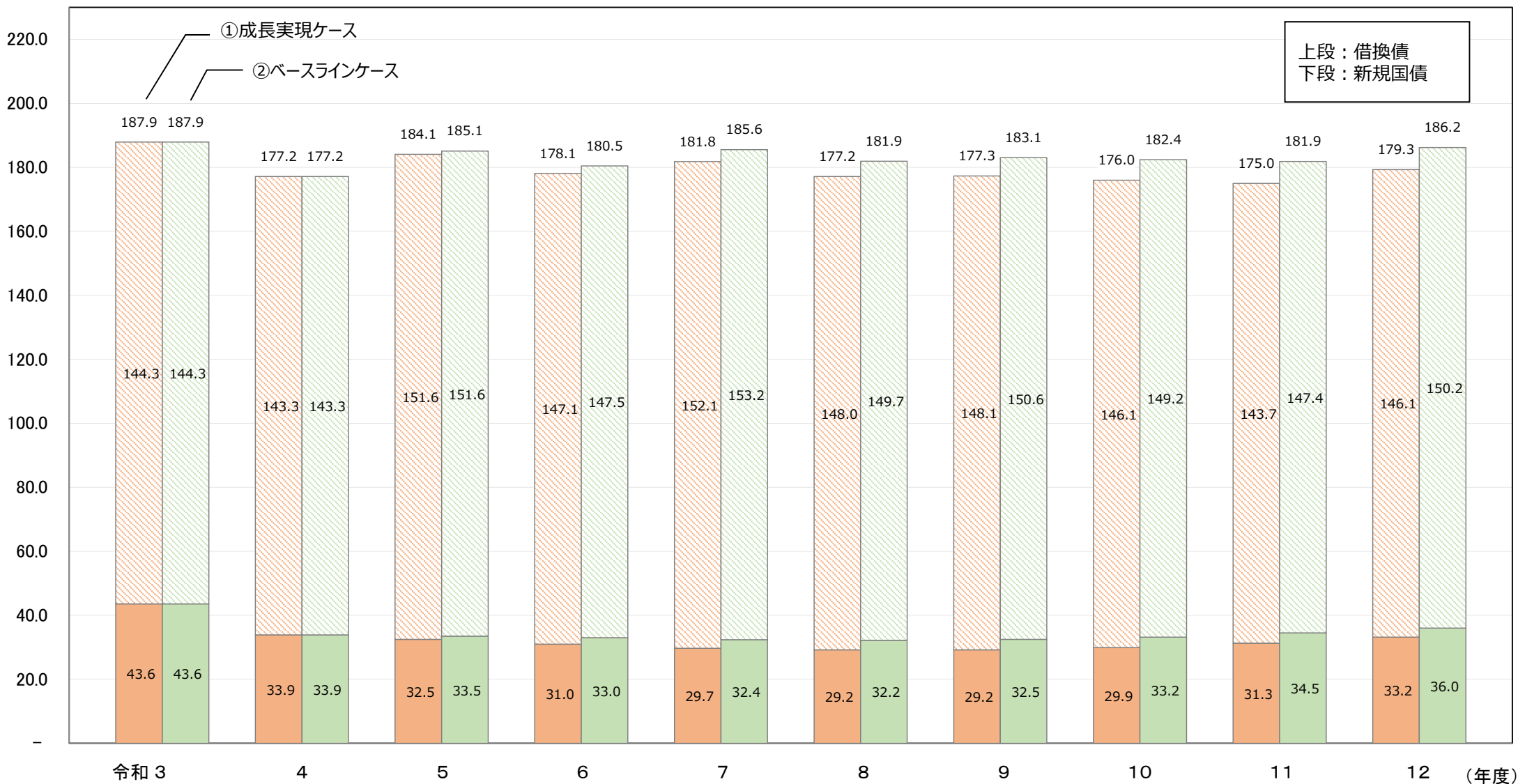
※国債を将来にわたって低コストで安定的に発行・管理するためには、財政健全化を推進し、新規財源債の発行額を抑制することが基本。

- 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」を丁寧に実施し、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。

# 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

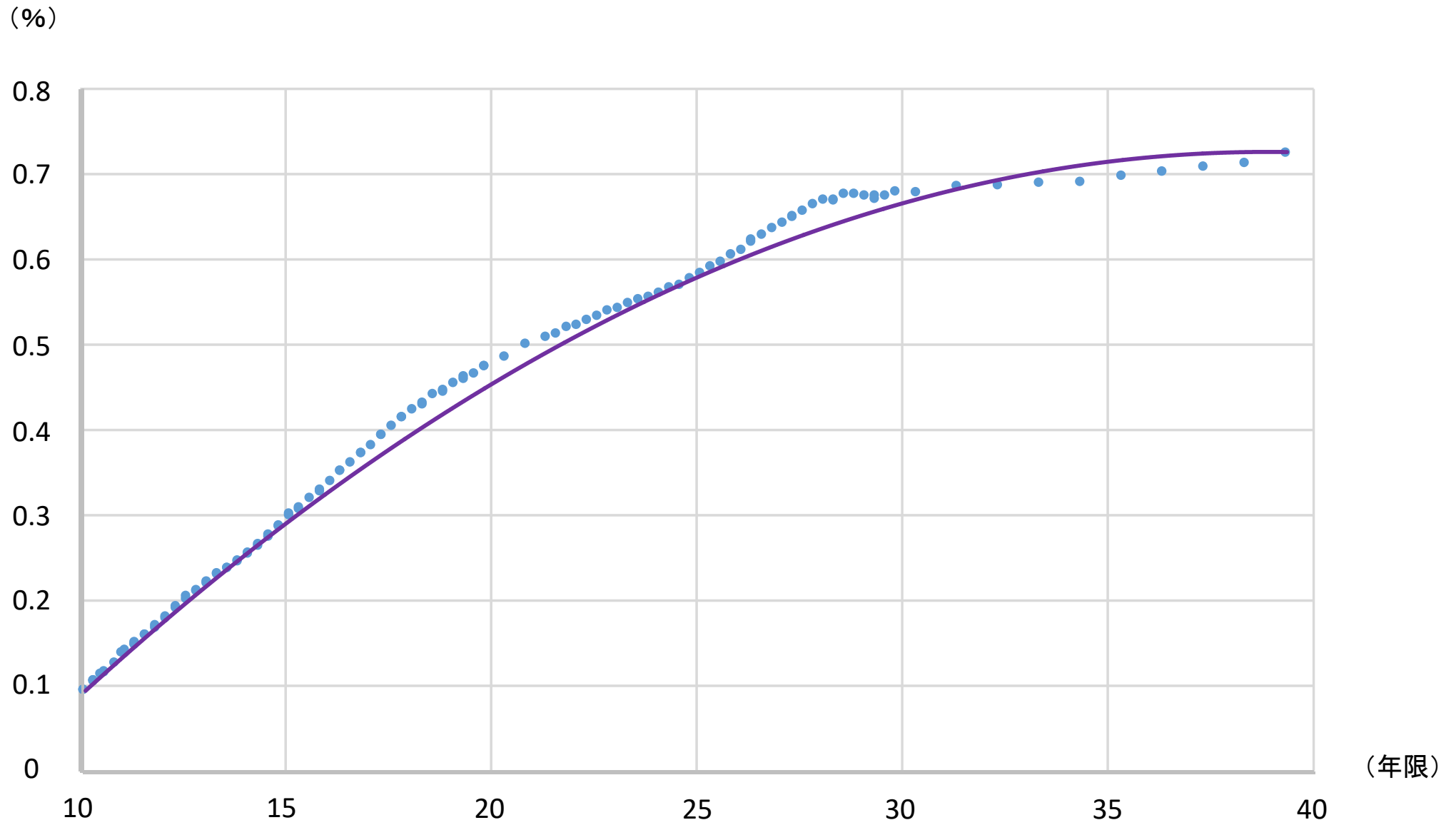
(兆円)



[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3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3年度は国債発行計画(当初)の普通国債(復興債を除く。以下同じ。)の計数。令和4年度以降は、令和3年度計画(当初)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4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3年度計画(当初)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。

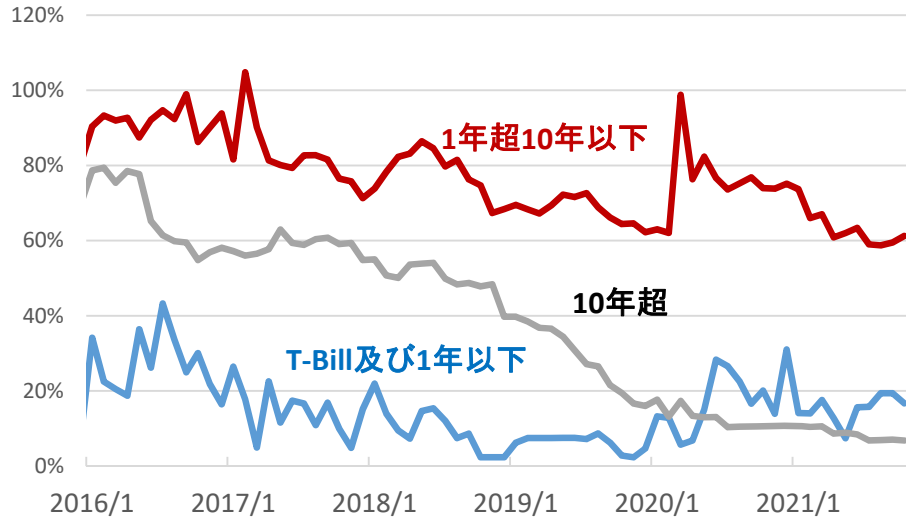
# 国債のイールドカーブ (11月25日時点)



(出所) 当局資料。

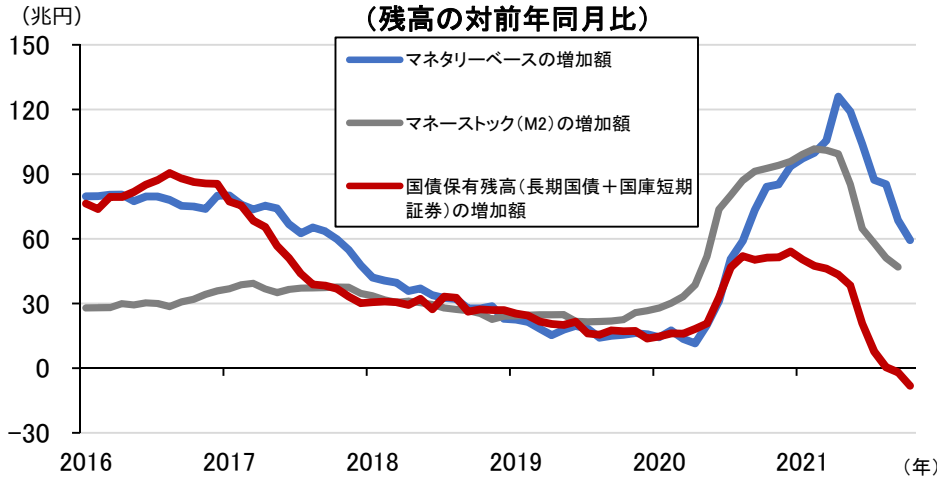
# 日銀による国債買入比率と金利の推移

## 日銀による国債買入比率の推移



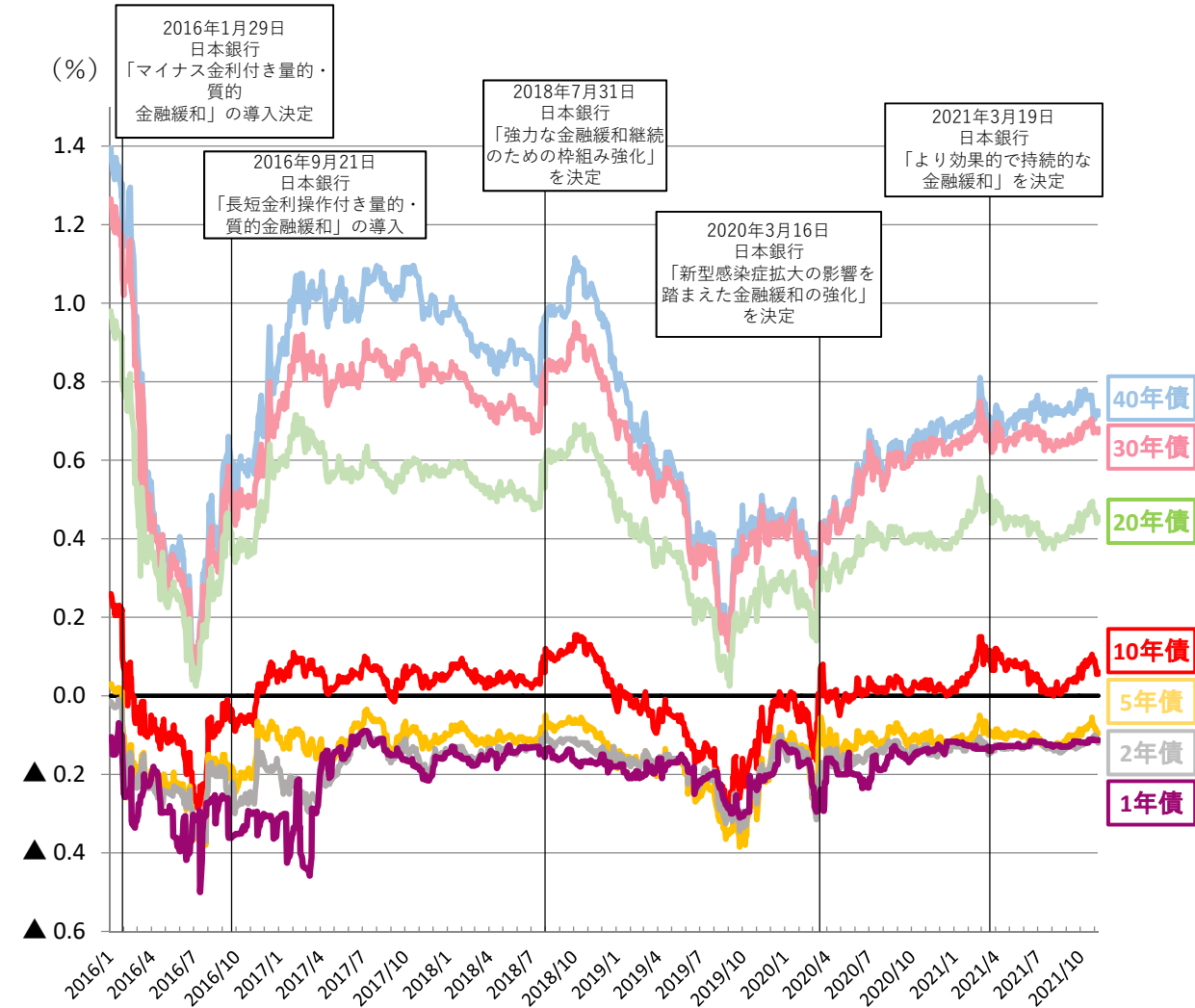
(出典) 日本銀行「オペレーション」  
 (注) 国債買入比率は、各月における国債発行額に対する日銀の国債買入額の比率を示す。

## 日銀の国債保有残高とマネタリーベース、マネーストックの増加額推移 (残高の対前年同月比)



(出典) 日本銀行「マネーストック」「マネタリーベース」  
 (注) マネーストック(M2)は、現金通貨+預金通貨+準通貨+CD

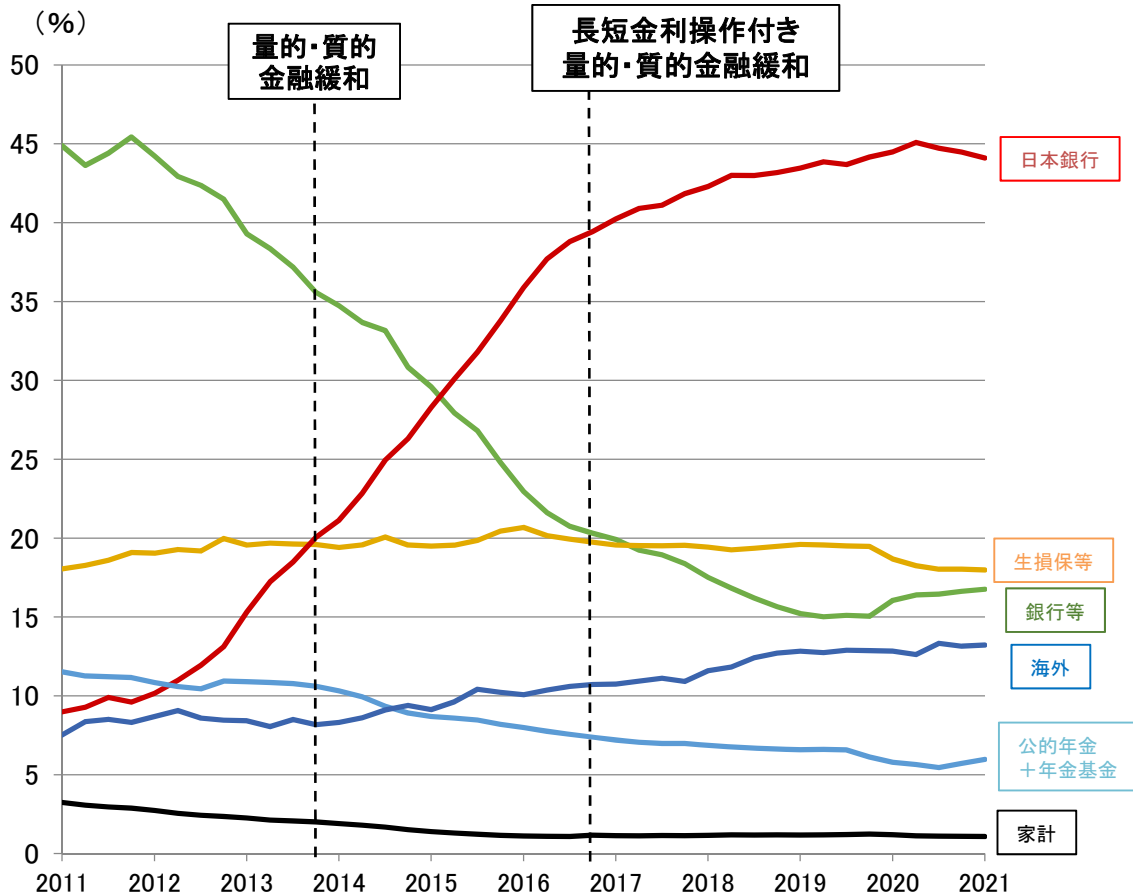
## 年限別金利の推移



(出典) 日本相互証券(単利)終値ベース (T-Billのみ引け値ベース)

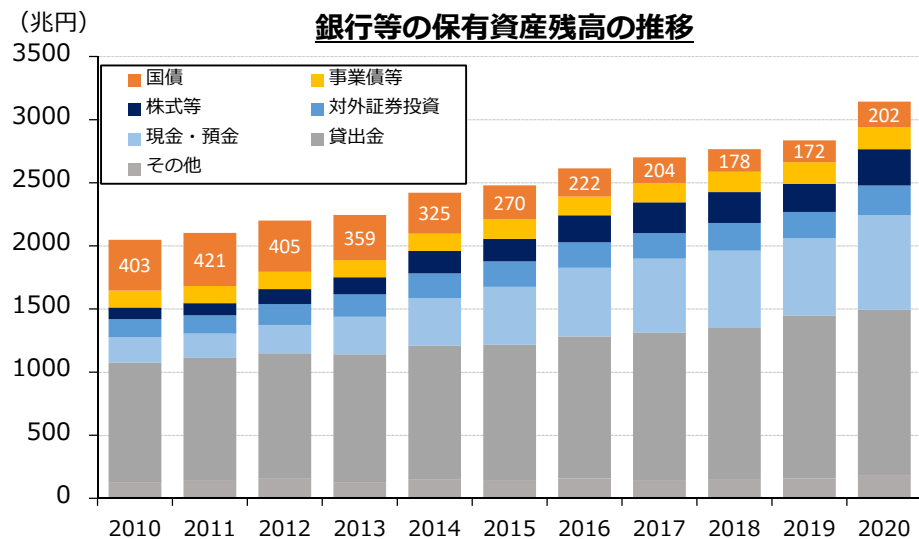
# 日銀や民間銀行等による国債保有の動向

## 国債及び国庫短期証券（T-Bill）の保有者別割合の推移



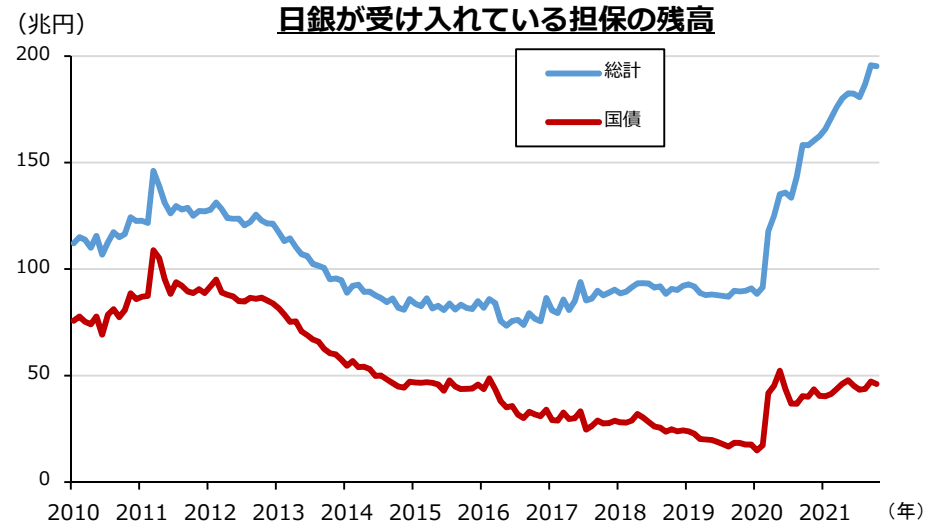
出所：日本銀行「資金循環統計」  
 (注1)「国債」は「財投債」を含む。  
 (注2)「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。  
 (注3)「生損保等」は「かんぽ生命」を含む。

## 銀行等の保有資産残高の推移



(出典)日本銀行「資金循環統計」  
 (注1)「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。  
 (注2)国債は財投債、国庫短期証券を含む。

## 日銀が受け入れている担保の残高

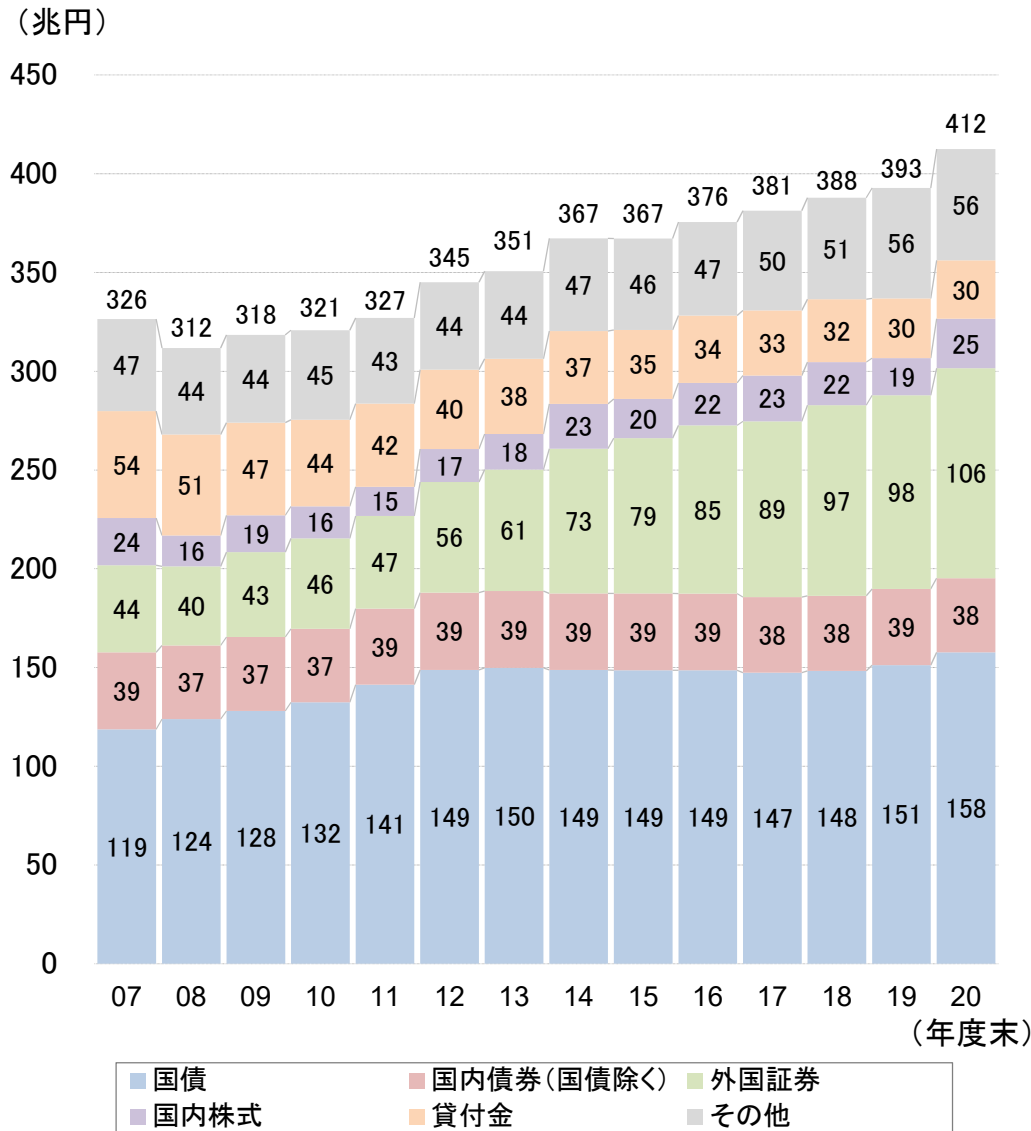


(出典)日本銀行「日本銀行が受け入れている担保の残高」  
 (注)2021年10月末時点

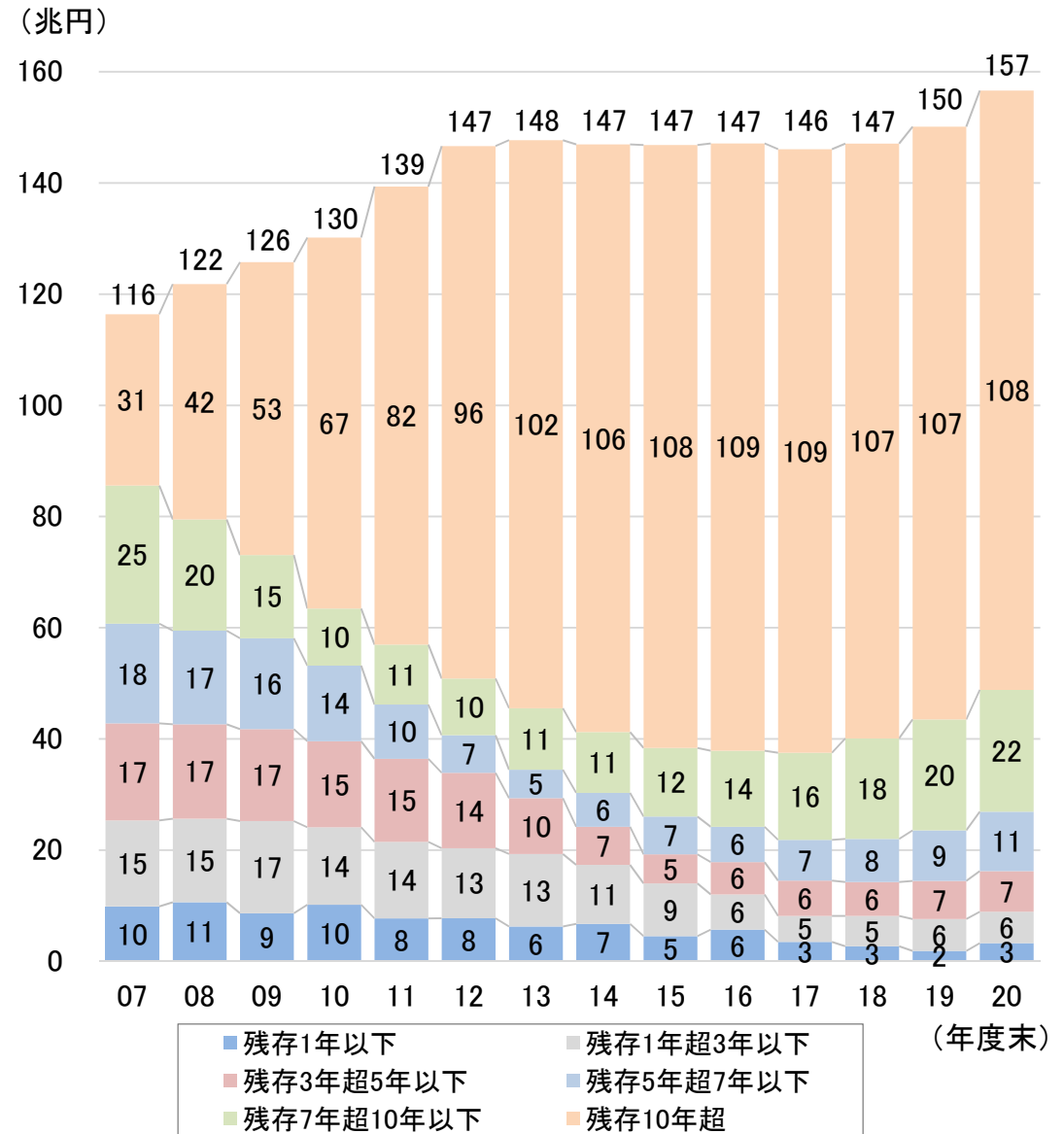


# 生命保険会社による国債保有の動向

## 資産配分(生命保険株式会社全体=42社)



## 年限別国債保有(生命保険株式会社全体=42社)

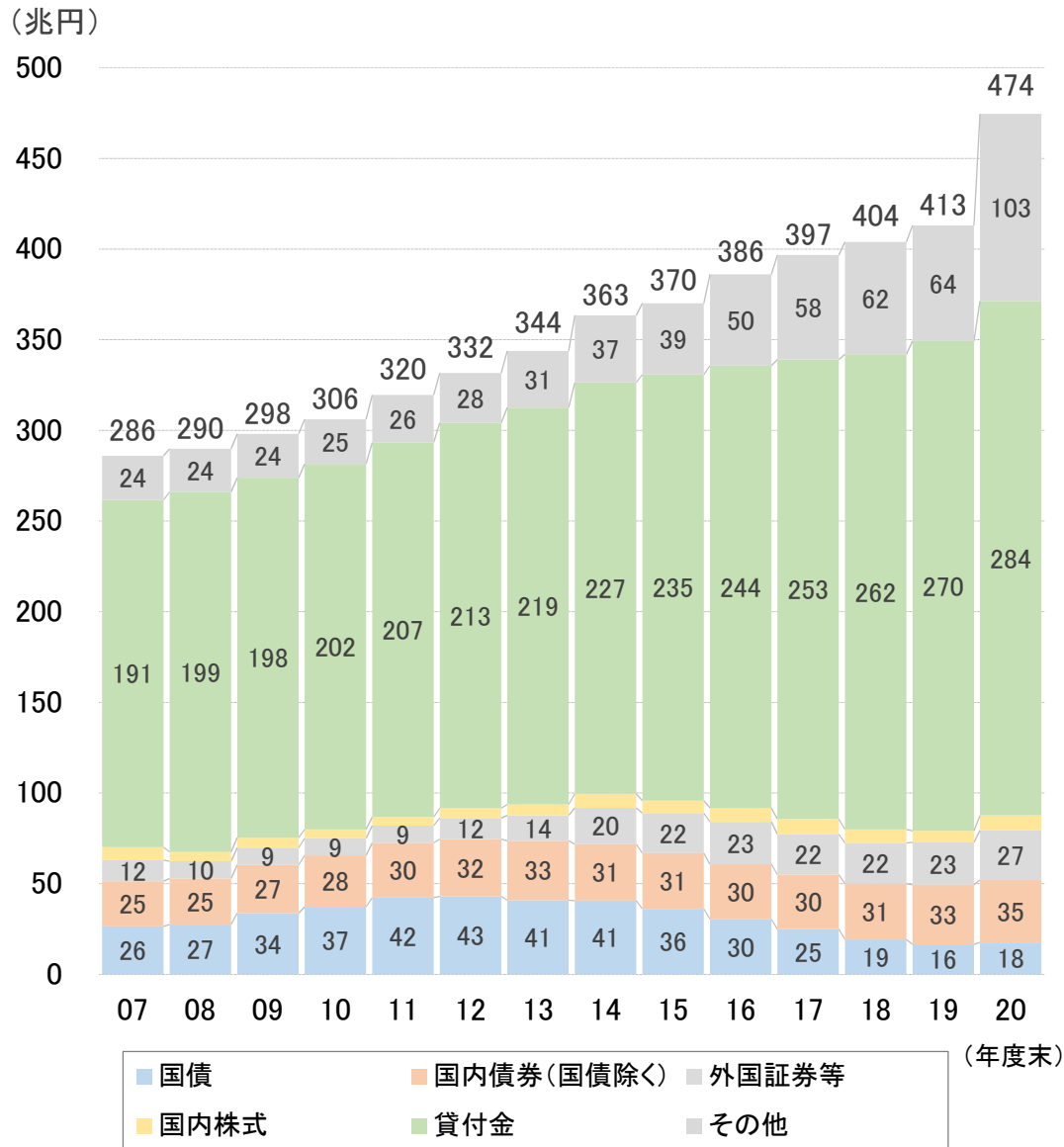


(出所) 各社ディスクロージャー誌(生命保険協会加盟42社)、インシュアランス統計号

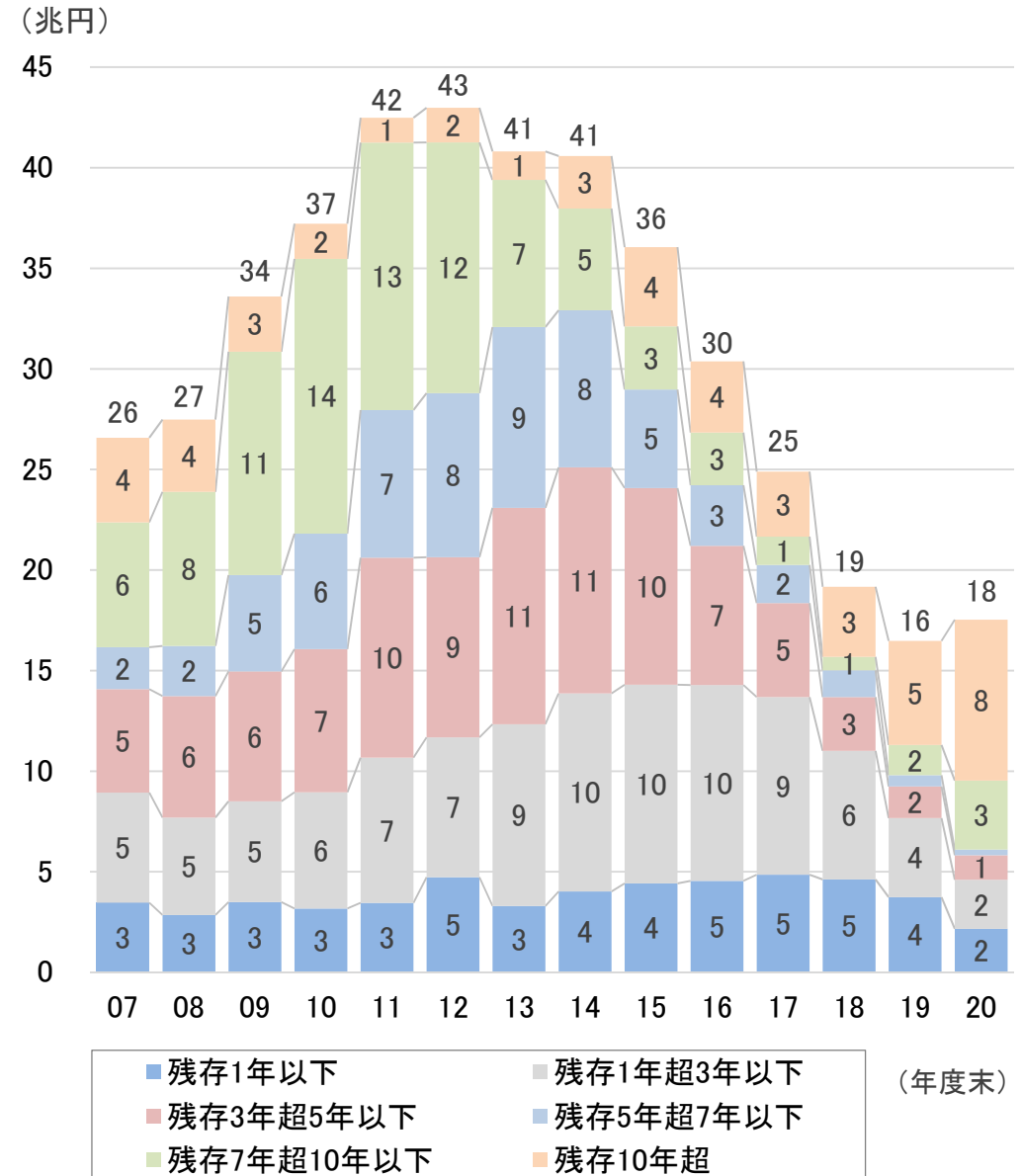
(注) 左図は会社全体の数値である一方、右図は一般勘定に限った数値であるため、合計値に差異が生じている。

# 地方銀行による国債保有の動向

## 資産配分(地方銀行全体)



## 年限別国債保有(地方銀行全体)



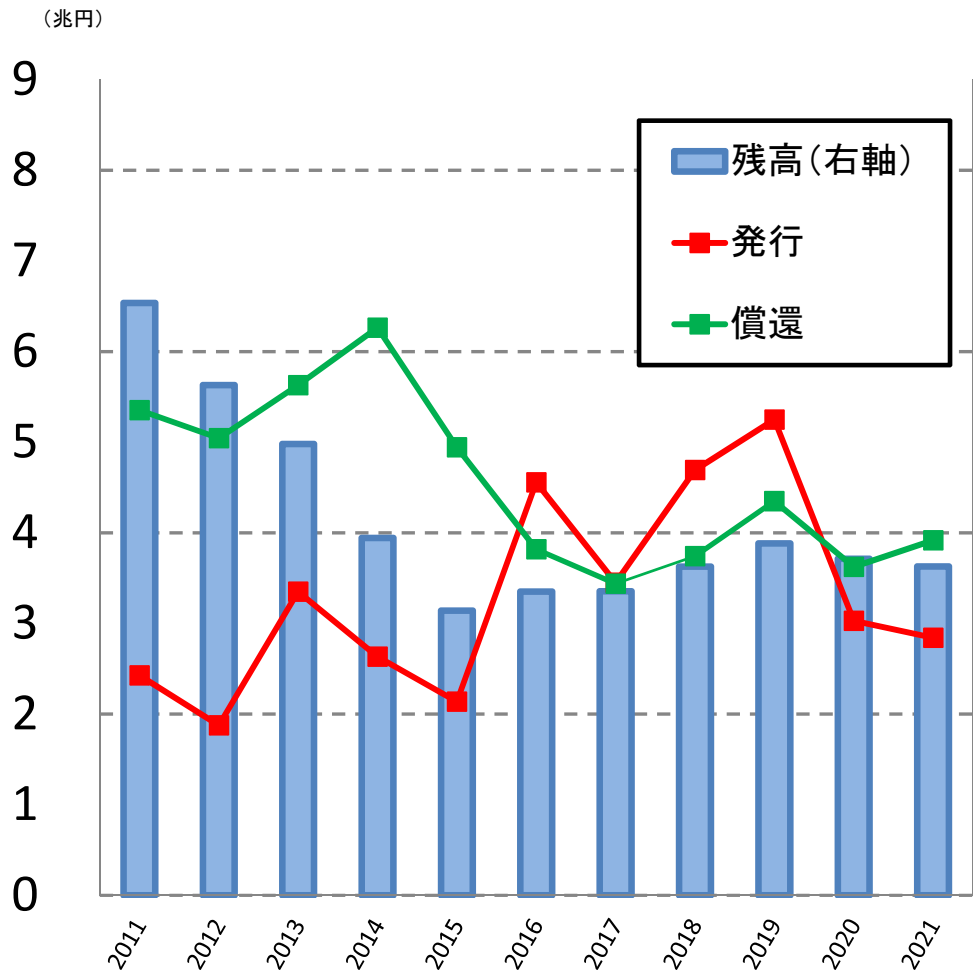
(出所) 各社ディスクロージャー誌、全国銀行協会HP

(注) 右図では四捨五入の都合により、合計において合致しない場合がある。

# 個人(家計)による国債保有の動向

○ 2021年度の発行額は、前年からのコロナ禍の影響と手数料見直しによるキャンペーン効果の減少で発行額の減少が継続している。償還額は、前年度の発行額が減少したこと等により中途換金額が減少しているが、満期償還を含めた償還額は発行額を上回っている。

個人向け国債の発行額・償還額・残高の推移

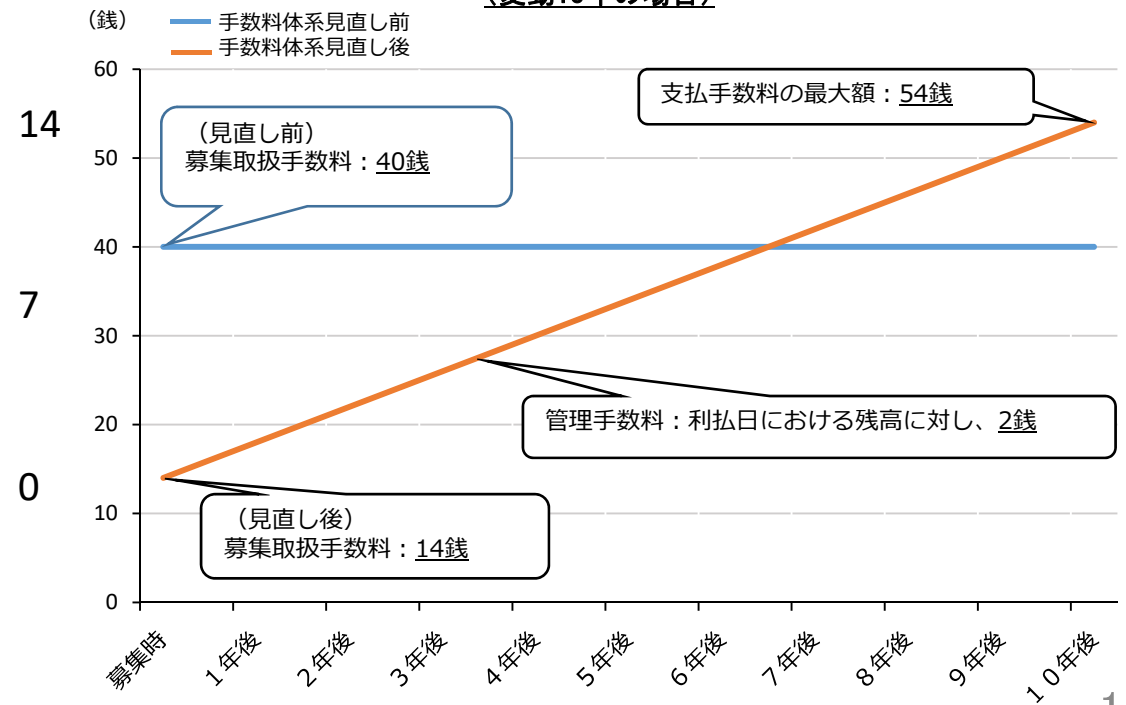


(注) 2020年度までは実績であり、2021年度は見込み。(残高は2021年10月末時点の実績)

手数料体系の見直し(2020.10~)

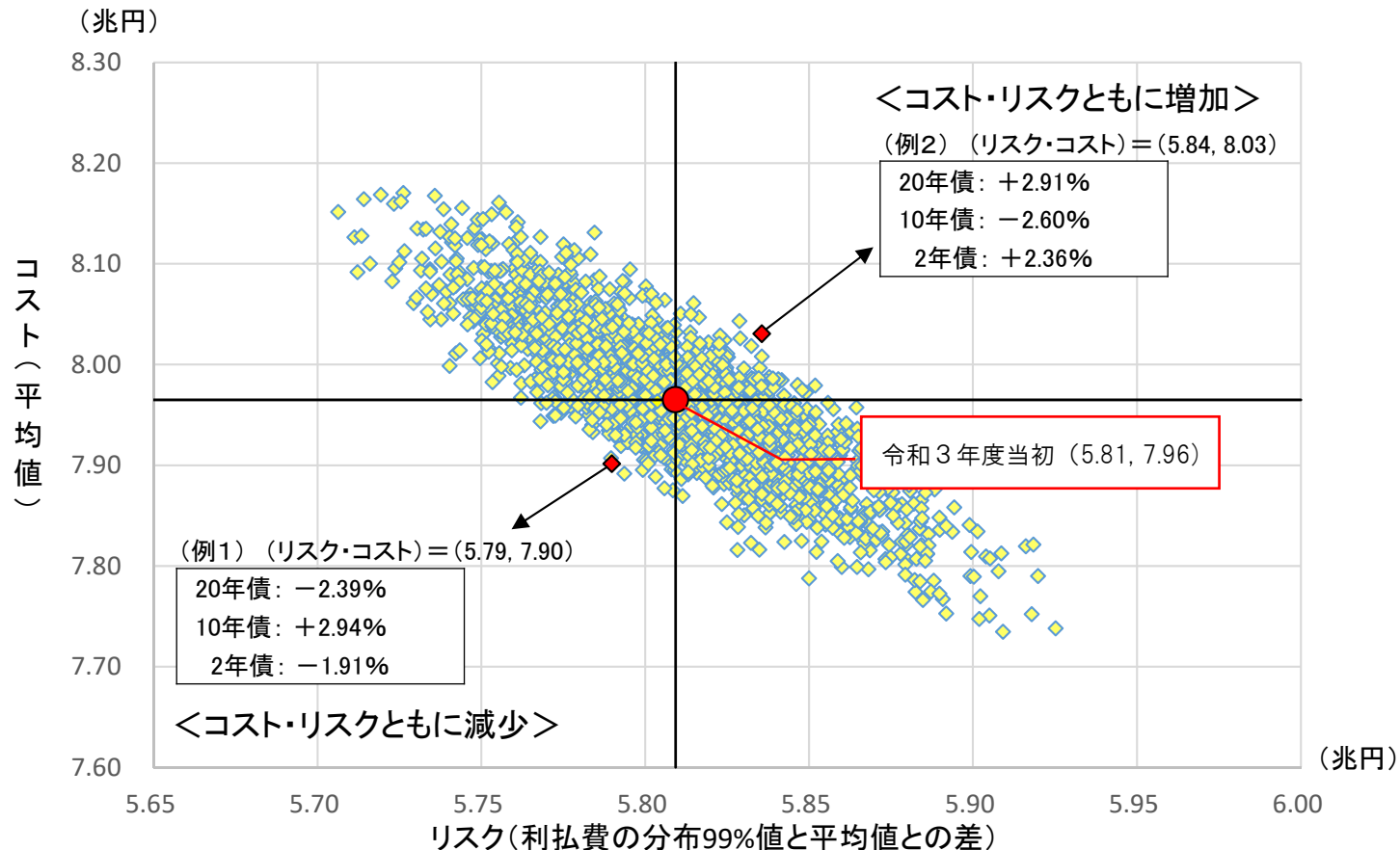
【見直し前】		【見直し後】		
	募集発行事務取扱手数料	募集発行事務取扱手数料 (a)	管理手数料の最大額 (6ヵ月あたりの管理手数料) (b)	支払手数料の最大額 (a)+(b)
固定3年	<b>20銭</b>	8銭	12銭 (2銭)	<b>20銭</b>
固定5年	<b>30銭</b>	11銭	20銭 (2銭)	<b>31銭</b>
変動10年	<b>40銭</b>	14銭	40銭 (2銭)	<b>54銭</b>

見直し後の支払手数料のイメージ (変動10年の場合)



# コスト・アット・リスク分析

- 令和3年度当初計画の年限構成割合を基準にランダムな2,000パターンの利付債の年限構成を生成（各年限の構成割合から最大±3%ポイントの範囲(注)）し、コストとリスクの関係性を分析。  
 (注) 40年債については、令和3年度当初計画の年限構成割合が2%程度であることから、±1%ポイントの範囲で年限構成を生成。
- 令和3年度当初計画を横置きした場合のコスト・リスクと比較して、以下の傾向がみられた。
  - ・ 20年債については、発行割合を減少（増加）させた場合、コスト・リスクともに減少（増加）する傾向がある。
  - ・ 10年債については、発行割合を増加（減少）させた場合、コスト・リスクともに減少（増加）する傾向がある。
  - ・ 2年債については、発行割合を減少（増加）させた場合、コスト・リスクともに減少（増加）する傾向がある。



## 【前提】

- ・ 対象国債：普通国債（年金特例債及び復興債を除く）
- ・ 分析期間：令和3年度以降10年間
- ・ 金利：確率金利モデル（HJMモデル【注1】）により生成させた各年限の金利パス3,000本を以下のように調整したものを使用。  
 【10年金利】各時点の平均値が内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和3年7月）の「成長実現ケース」における名目長期金利に一致。  
 【他年限の金利】各時点の平均値が単回帰モデル【注2】と成長実現ケースの名目長期金利からの推計値に一致。
- 【注1】 HJMモデルによる金利パスは足元のイールドカーブを基準に過去20年間のボラティリティにより生成（足元のイールドカーブは令和3年3月末を使用）。
- 【注2】 単回帰モデルは過去20年間の10年金利と他年限の金利から推計。
- ・ その他：「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」の前提と同一。

# 国の債務管理の在り方に関する懇談会での議論 (令和3年6月)

## <短期債の減額について>

- 新型コロナは未だ収束に至っておらず、依然として先行きが見通しにくい状況が続いている。政府として、その対応には引き続き万全を期す一方、過去に類を見ない規模にまで増大した国債を今後も安定的に発行・消化していくためには、国債発行総額の抑制に努めるとともに、短期債の減額による翌年度借換債の抑制等を通じて、毎年度の市中発行額の抑制・平準化を図っていくことが重要である。

## <40年債について>

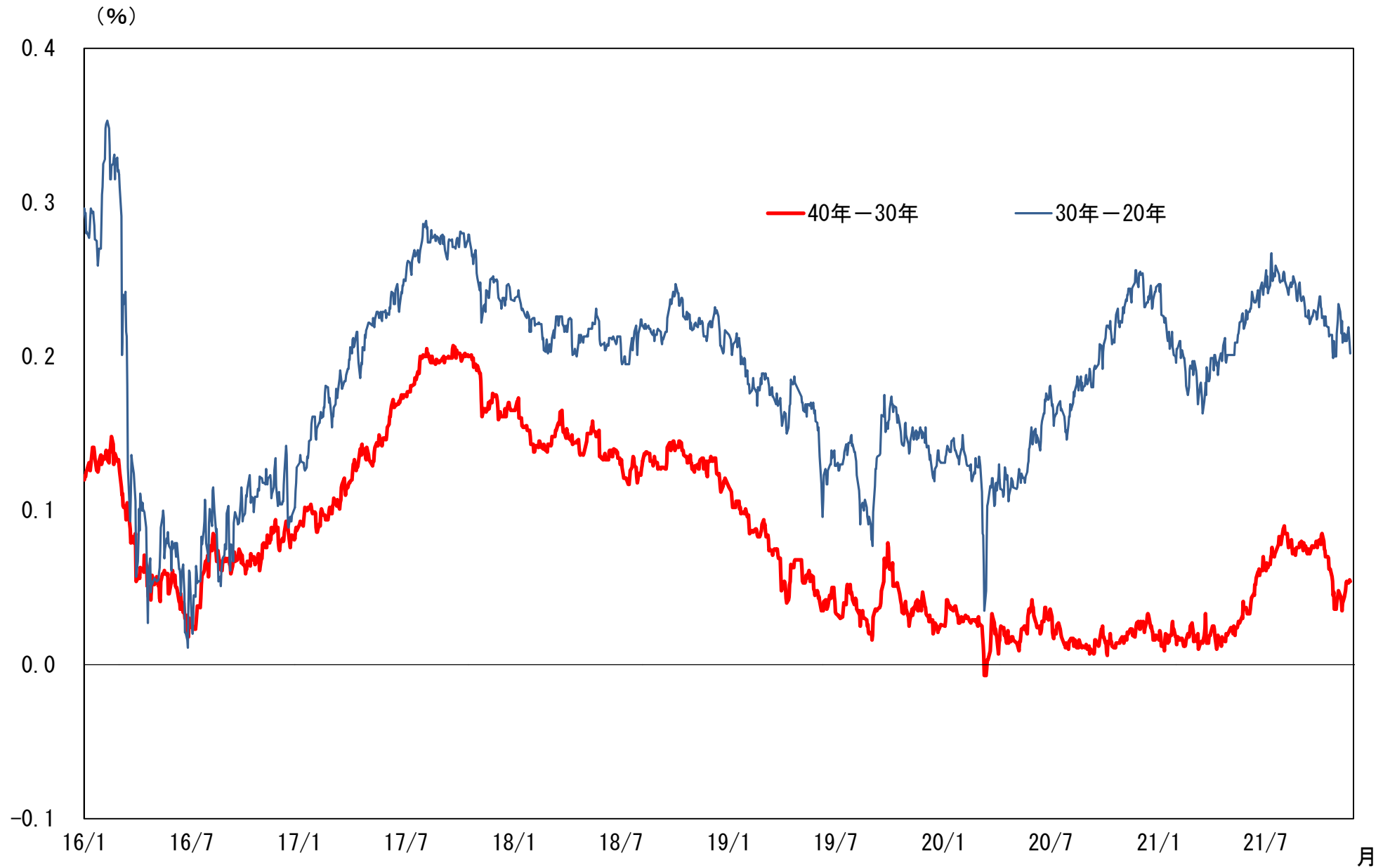
- 40年債については、市場規模が相応に拡大してきている一方で、投資家層の拡大が課題。今後、更に増額する場合は、毎月発行化やコンベンショナル方式への変更も検討課題。

# 超長期債市場拡大の経緯(40年債、30年債)

	40年債				30年債			
	発行 (予定)額 (億円)	発行 回数	銘柄数	備考	発行 (予定)額 (億円)	発行 回数	銘柄数	備考
99年度	—	—	—	—	5,000	2	2	発行開始(9月)、利回りダッチ方式
00	—	—	—	—	7,000	2	2	
01	—	—	—	—	6,000	2	2	
02	—	—	—	—	9,000	3	3	
03	—	—	—	—	16,000	4	4	
04	—	—	—	—	20,000	4	4	
05	—	—	—	—	20,000	4	4	
06	—	—	—	—	23,000	4	4	需給をみながら年度途中で1回当たり発行額を増加 (5,000億円×1回+6,000億円×3回)
07	1,000	1	1	発行開始(11月)、利回りダッチ方式	24,000	4	2	リオープン開始、価格コンベンショナル方式導入
08	6,000	3	1	リオープン開始(前年と同銘柄)	29,000	5	2	補正に伴い年度途中で1回当たり発行額・発行回数を増加 (6,000億円×4回+5,000億円×1回)
09	11,000	4	1	補正に伴い年度途中で1回当たり発行額を増加 (2,000億円×1回+3,000億円×3回)	40,000	7	2	補正に伴い年度途中で1回当たり発行額・発行回数を増加 (5,000億円×2回+6,000億円×5回)
10	12,000	4	1		48,000	8	2	
11	16,000	4	1		56,000	8	2	
12	16,000	4	1		56,000	8	2	
13	16,000	4	1		68,000	12	4	毎月化(40年債発行月は発行額を抑制 <6,000億円×8回+5,000億円×4回>)
14	16,000	4	1		80,000	12	4	40年債発行月は発行額を抑制 (7,000億円×8回+6,000億円×4回)
15	20,000	5	1		96,000	12	4	
16	28,000	6	1	物価連動債の発行減額等を踏まえ年度途中で1 回当たり発行額を増加 (4,000億円×2回+5,000億円×4回)	96,000	12	4	
17	30,000	6	1		96,000	12	4	
18	24,000	6	1	相対的な需要の弱さから前年度比減額	84,000	12	4	相対的な需要の弱さから前年度比減額
19	24,000	6	1		84,000	12	4	
20	30,000	6	1		102,000	12	4	補正に伴い年度途中で1回当たり発行額・発行回数を増加 (7,000億円×3回+9,000億円×9回)
21	36,000	6	1		108,000	12	4	

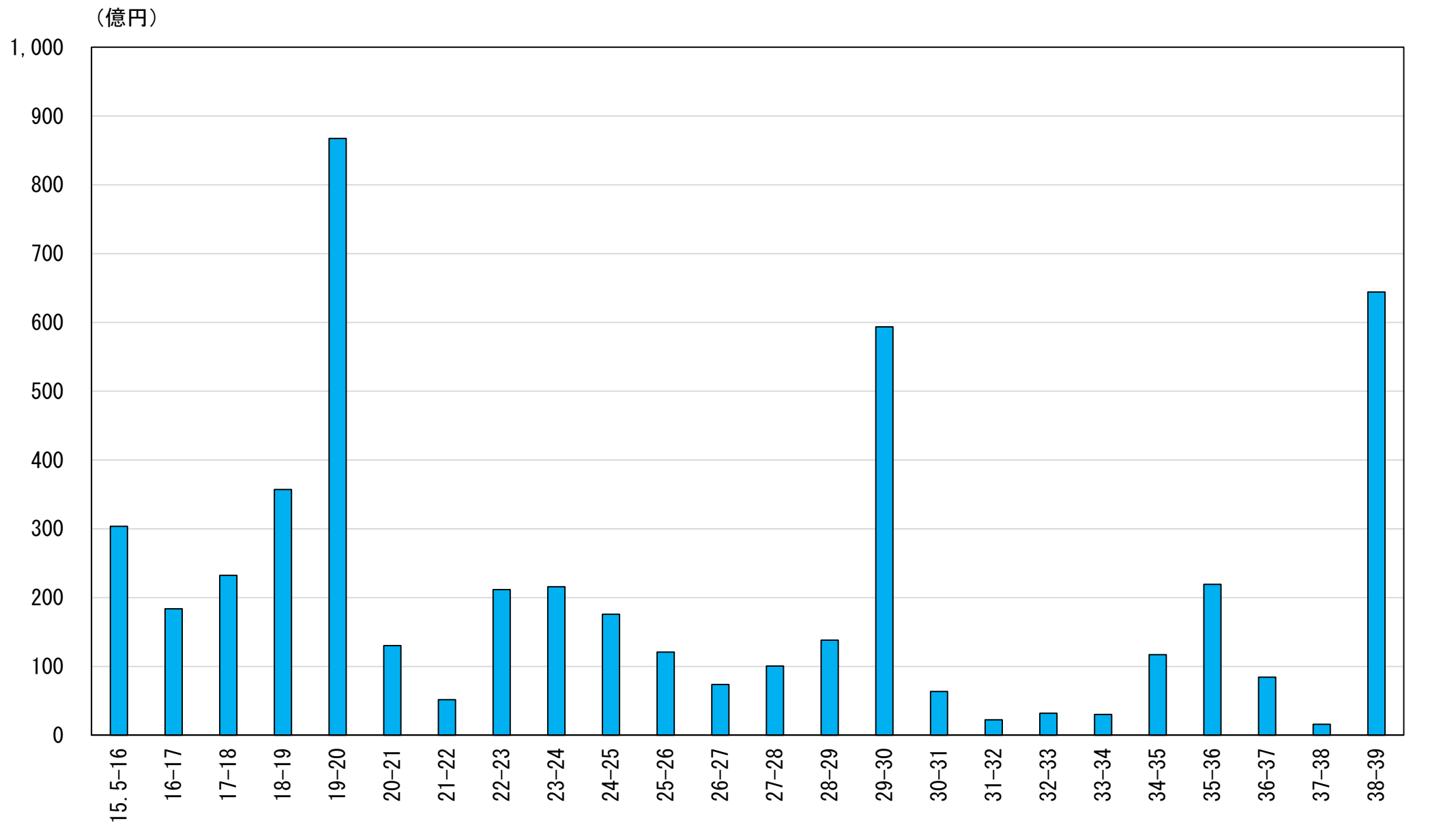
(出所)当局資料。

# ゾーン間スプレッドの動向



(出所)当局資料「金利情報」。

# 残存15.5年－39年ゾーンの流動性供給入札の状況



(注) 残存15.5年－39年ゾーンの落札額。(2020年4月～2021年10月までの平均)  
(出所) 当局資料。

(残存、年)



## 流動性供給入札の応募倍率

	残存1-5年	残存5-15.5年	残存15.5-39年
2020/4		3.75	2.39
2020/5	3.29	3.46	
2020/6		3.28	2.41
2020/7	3.76	3.90	
2020/8		3.34	2.03
2020/9	3.56	4.19	
2020/10		4.42	2.33
2020/11	3.59	3.27	
2020/12		3.93	2.64
2021/1	4.78	4.60	
2021/2		5.06	3.10
2021/3	4.00	3.66	
2021/4		4.70	3.10
2021/5	4.53	4.28	
2021/6		4.42	2.18
2021/7	4.83	3.19	
2021/8		3.10	2.16
2021/9	4.06	4.24	
2021/10		3.95	2.25
2021/11	5.54	3.18	

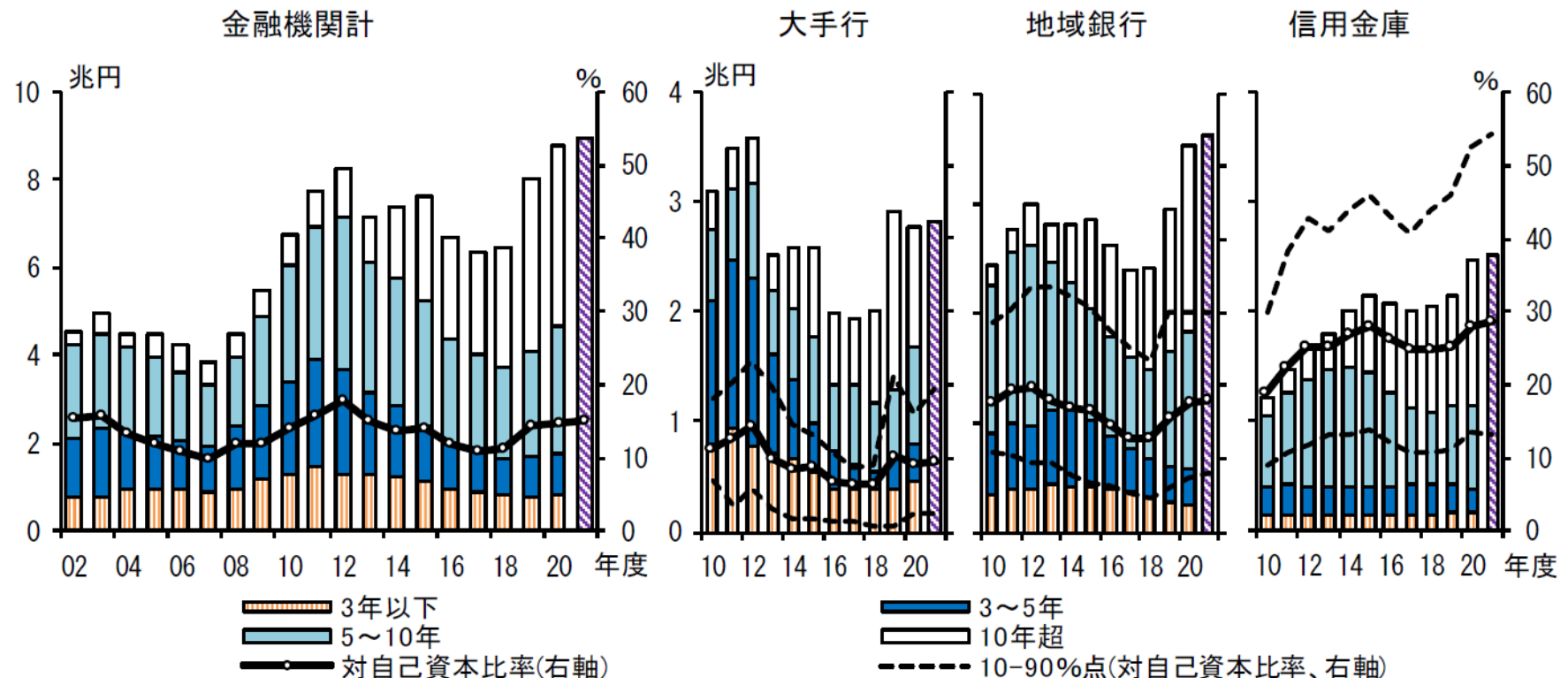
(出所)当局資料。

# 金融機関の円債の金利リスク量

日本銀行「金融システムレポート」(2021年10月号)より抜粋

金融機関の円債投資にかかる金利リスク量は、データが遡れる2002年度以降の既往ピークの水準となっている。(中略)感染症拡大以降は、財政支出の拡大等を背景とする預金流入の拡大もあって、いずれの業態も投資残高を増やしてきたことでリスク量は増加している。(日本銀行資料より)

図表IV-3-1 金融機関の円債の金利リスク量

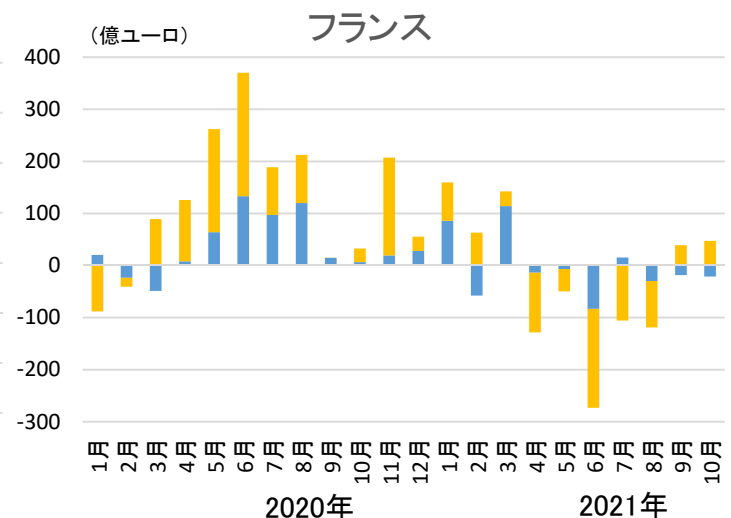
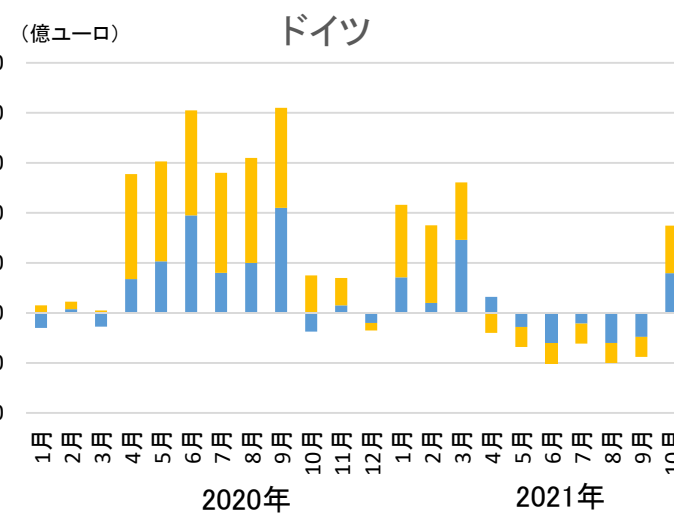
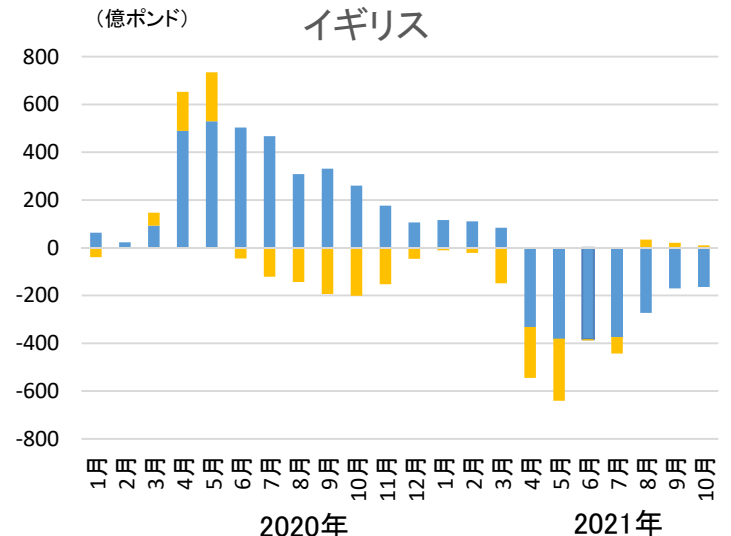
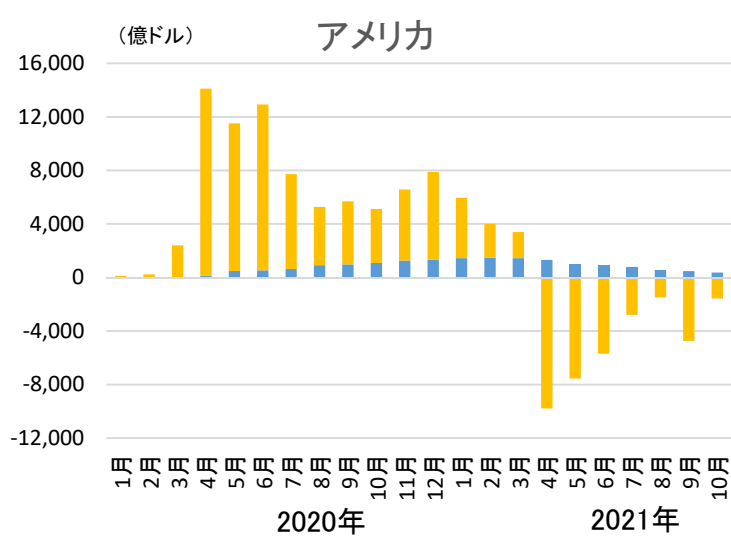
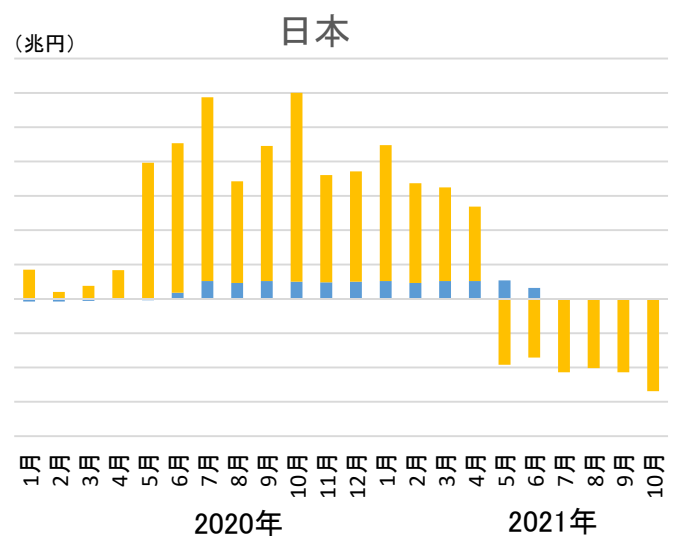


(注) 1. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。直近の2021年度の計数は2021年8月末の試算値。  
 2. 自己資本は、国際統一基準行の2012年度以降は普通株式等Tier1資本(GE1資本)、国内基準行の2013年度以降はコア資本、それ以前はTier1資本を表している(経過措置を除くベース)。特に断りのない限り、以下の図表も同様。  
 (資料) 日本銀行

### 3. 參考資料

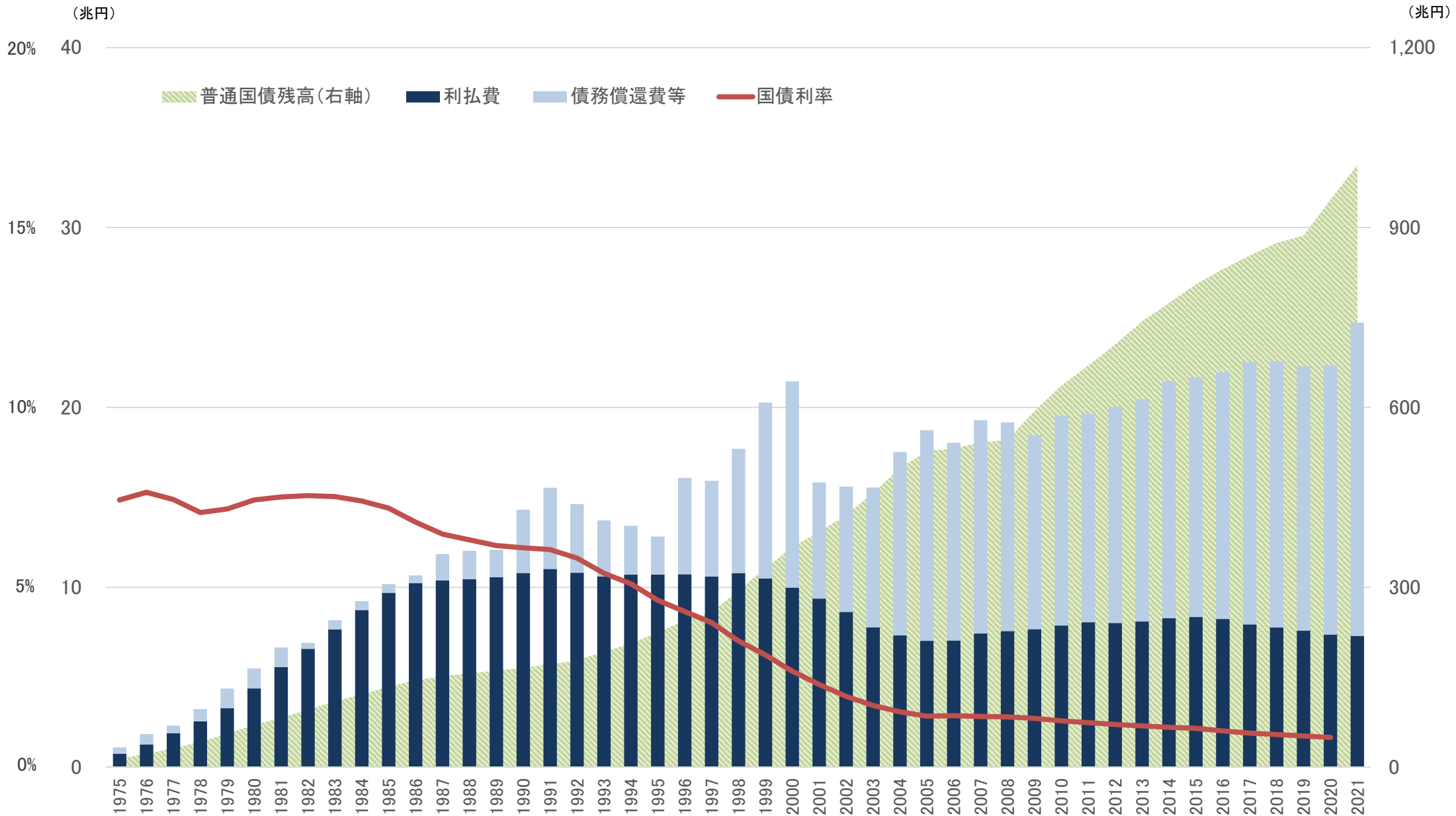
# 2020年1月～2021年10月における諸外国の国債発行額増加量(前年同月比)

■ 利付債発行額(前年同月比)      ■ 割引債発行額(前年同月比)



(注1) 2021年10月末時点。入札日ベースにて作成。  
 (注2) 利付債は、物価連動債及び変動利付債(アメリカのみ)を含む。  
 (出所) 各国債務管理当局HPから財務省にて算出

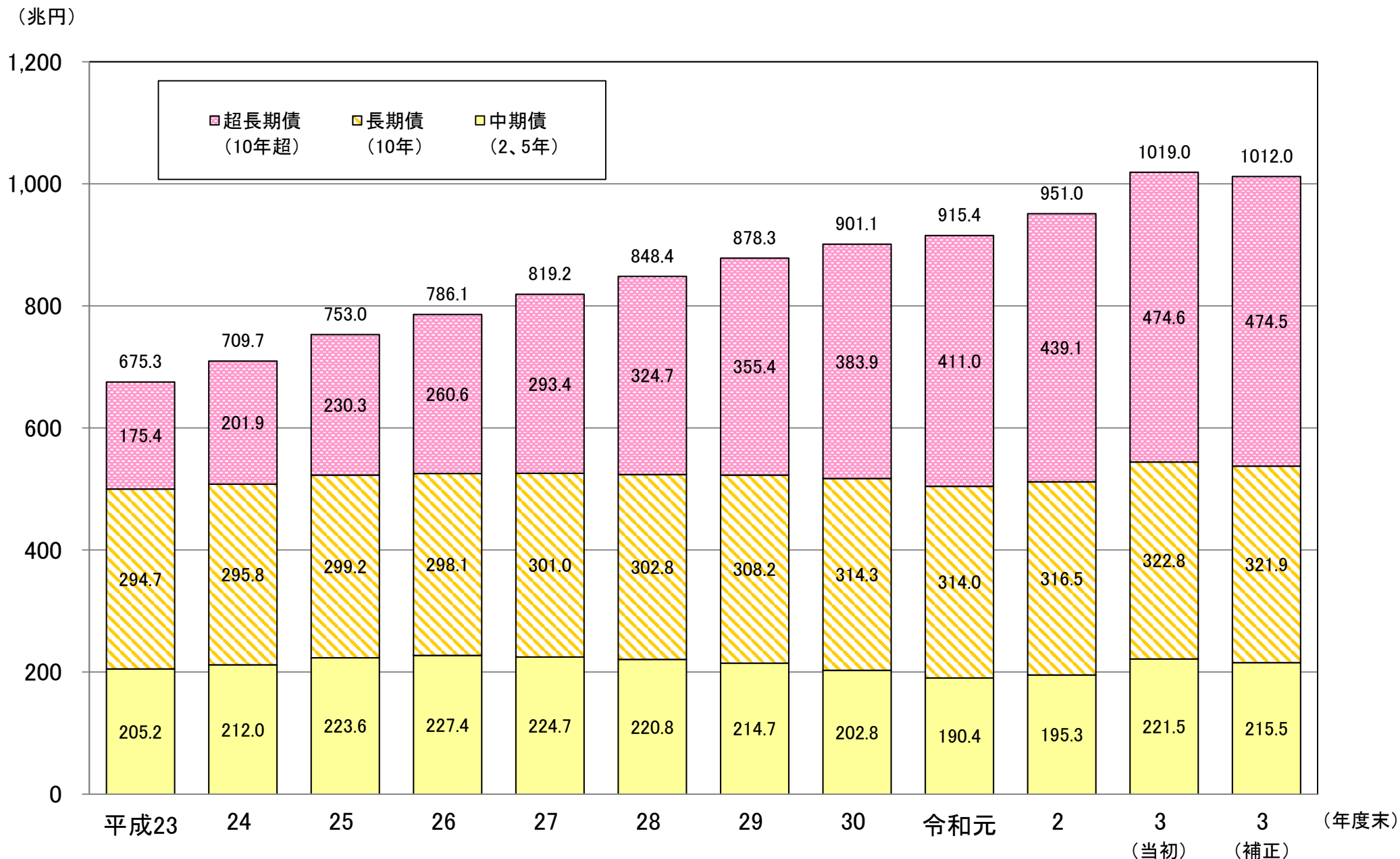
# 債務償還費と利払い費の推移



(注1) 国債利率は普通国債の利率加重平均。

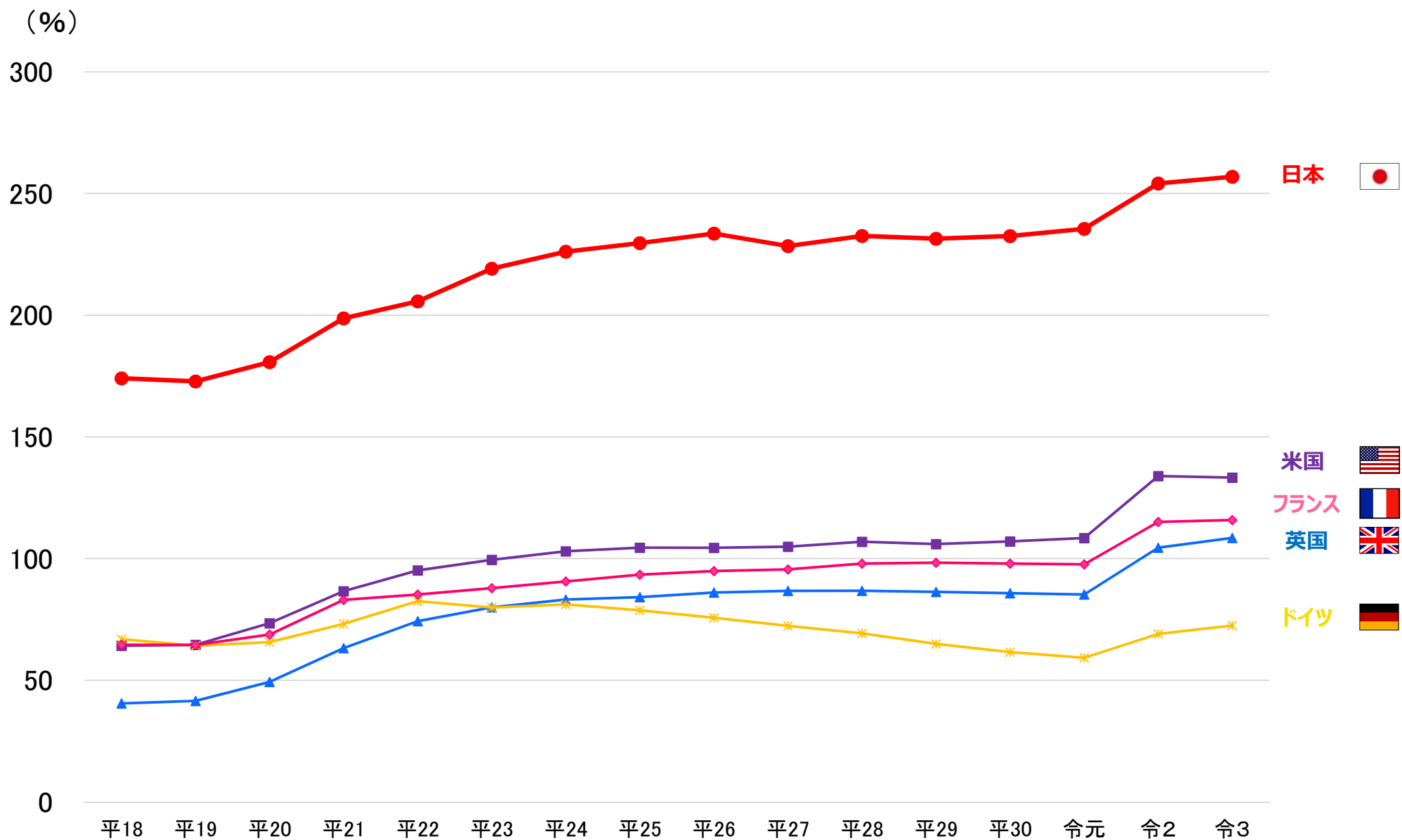
(注2) 2020年度までは実績。2021年度は補正予算。

# 年限ゾーン別の国債発行残高の推移



(注1) 令和2年度末残高までは実績、令和3年度末は当初予算ベース、補正予算ベースともに前倒債20兆円を含む。  
 (注2) 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。

# 債務残高の国際比較



(出所)IMF “World Economic Outlook” (2021年10月)

(注1) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの)ベース。

(注2) 日本は、2020年及び2021年が推計値。日本以外の国は、2021年が推計値。

# 主要格付け会社による格付け

## 主要格付け会社によるソブリン格付け一覧

(自国通貨建長期債務 2021/11/5現在)

	Moody's	S&P	Fitch
Aaa/AAA	アメリカ ドイツ カナダ	ドイツ カナダ	アメリカ (↓) ドイツ
Aa1/AA+		アメリカ	カナダ
Aa2/AA	フランス 韓国	イギリス フランス 韓国	フランス (↓)
Aa3/AA-	イギリス	アイルランド	韓国 イギリス
A1/A+	<b>日本</b> 中国	<b>日本</b> 中国	中国 アイルランド
A2/A	アイルランド	スペイン (↓)	<b>日本 (↓)</b>
A3/A-			スペイン
Baa1/BBB+	スペイン		
Baa2/BBB	ポルトガル	イタリア (↑) ポルトガル	ポルトガル
Baa3/BBB-	イタリア		イタリア
Ba1/BB+			
Ba2/BB		ギリシャ(↑)	ギリシャ
Ba3/BB-	ギリシャ		

(↑) は、アウトルックがpositiveとなっていることを示す。

(↓) は、アウトルックがnegativeとなっていることを示す。

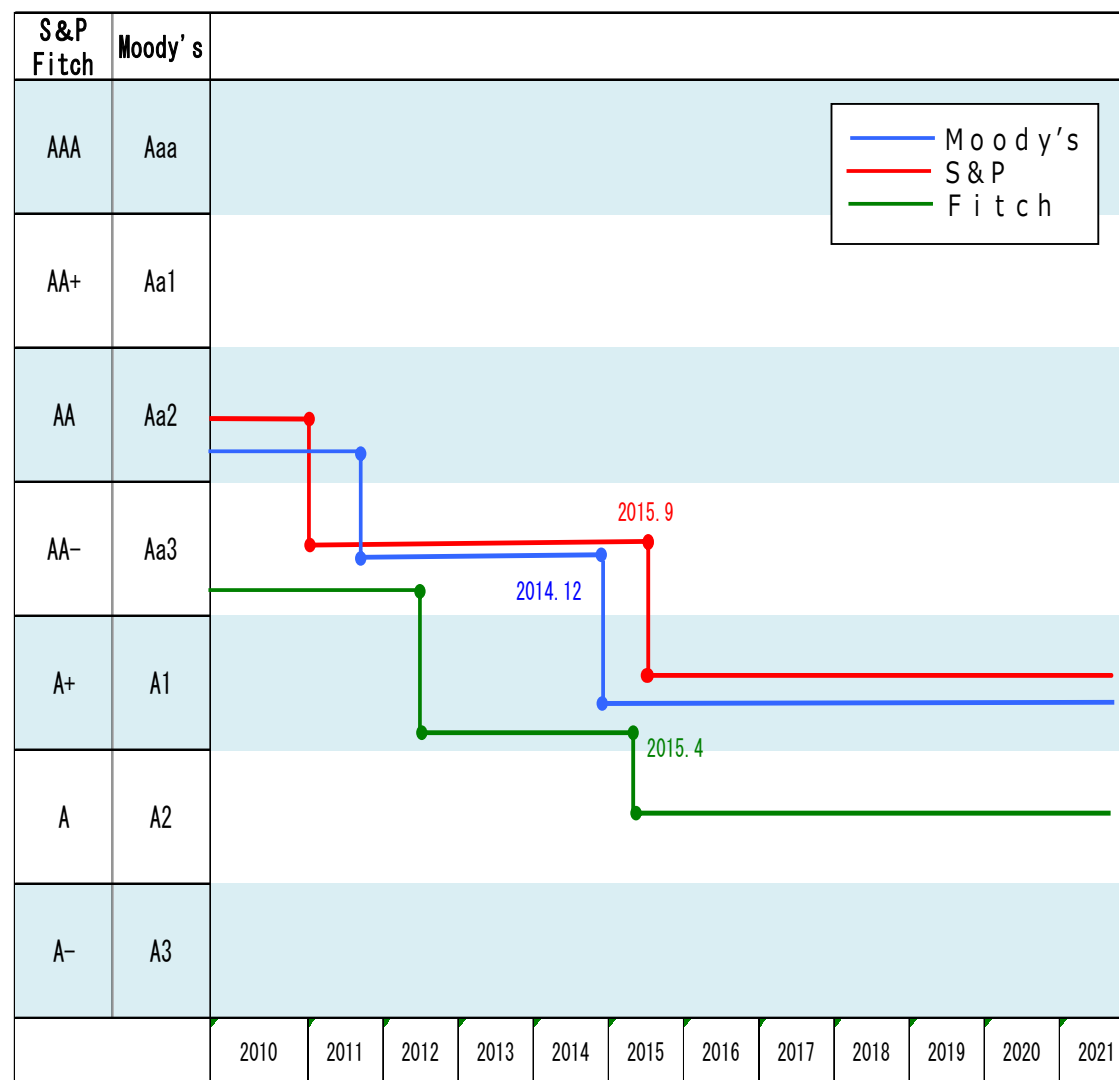
(注) 各社の最新の日本の格付動向は、Moody's : 格付維持 (2019/10/24)

Fitch : 格付維持 (2021/8/12)

S&P : 格付維持 (2021/4/21)

(出所) 各社ホームページ

## 主要格付け会社による日本国債格付けの推移

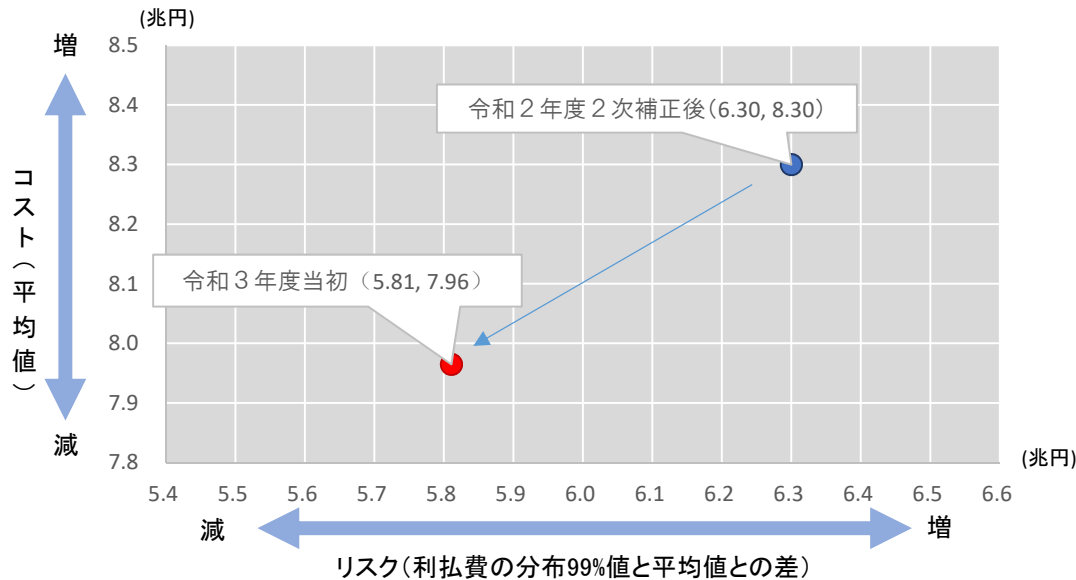




# コスト・アット・リスク分析

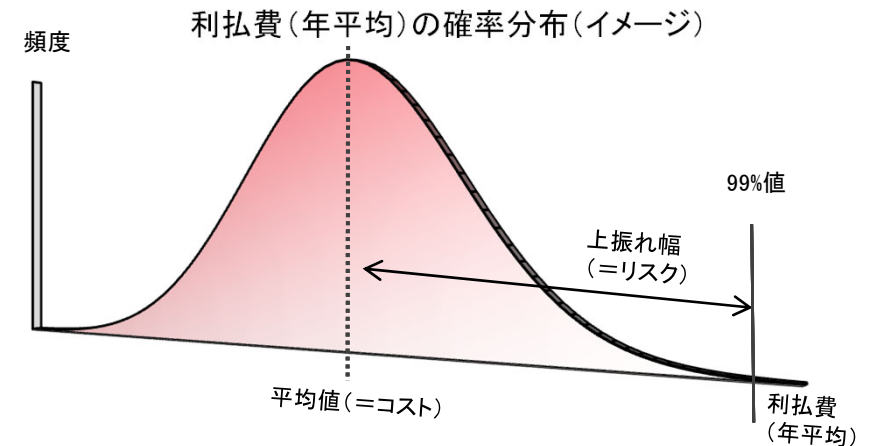
- 令和2年度2次補正後の推計（令和2年11月4日「国の債務の在り方に関する懇談会」において公表）と比較して、金利パスの生成に用いる過去20年間の金利変動のボラティリティが低下したことなどにより、コスト・リスクともに減少。

コストとリスクの関係



＜分析の基本的な考え方＞

- 将来10年間のイールドカーブ※の時系列推移3,000本を前提として、国債発行計画や国債残高から生じる利払費（年平均）の「平均値（コスト）」及び「平均値からの上振れ幅（リスク）」を推計  
 ※ 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和3年7月）の「成長実現ケース」における名目長期金利を基に推計

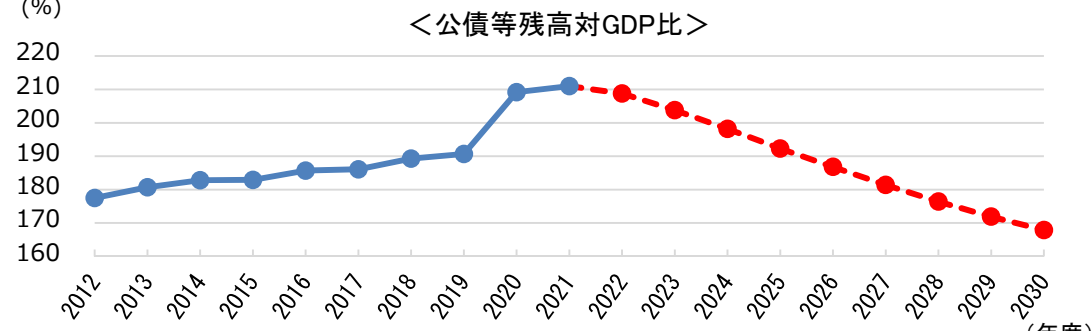
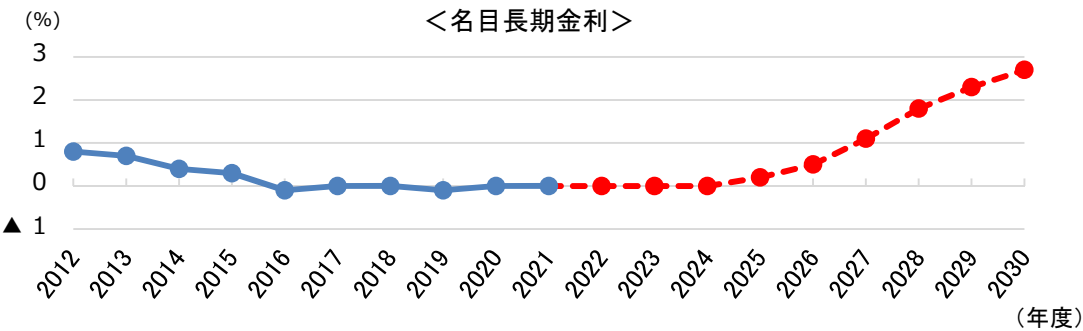
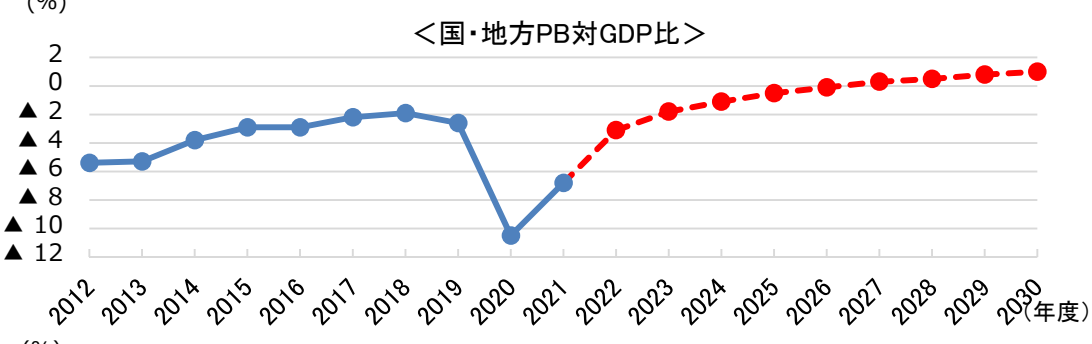
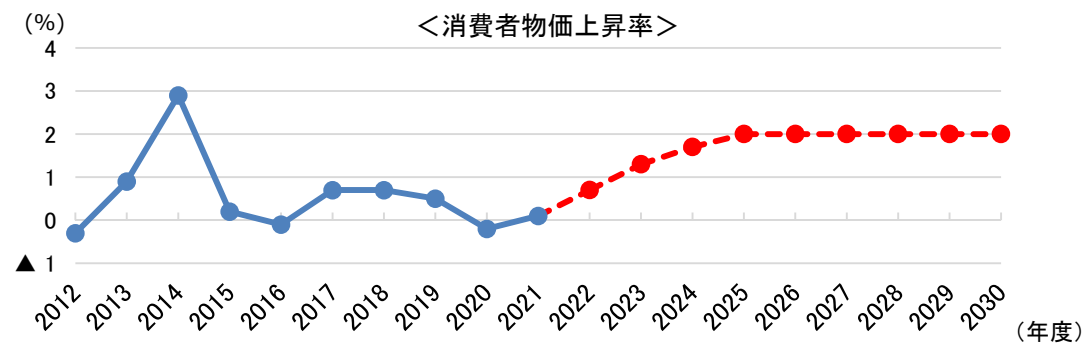
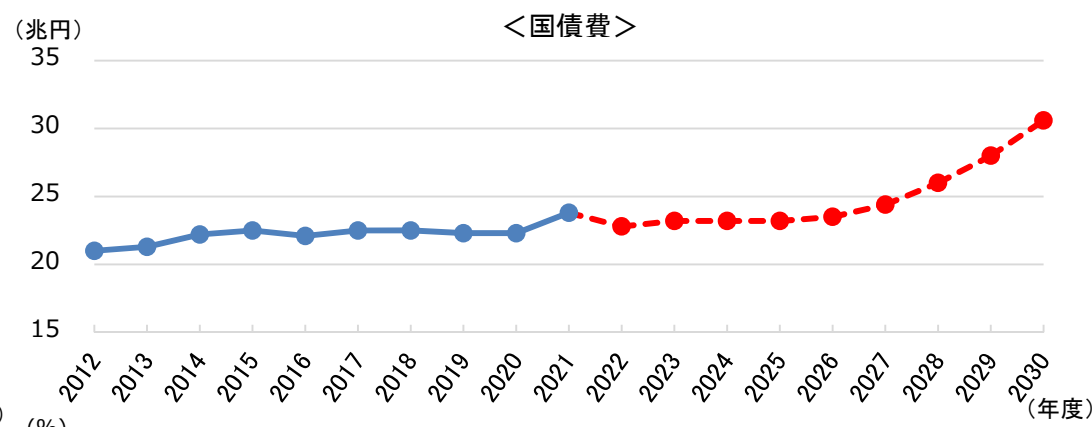
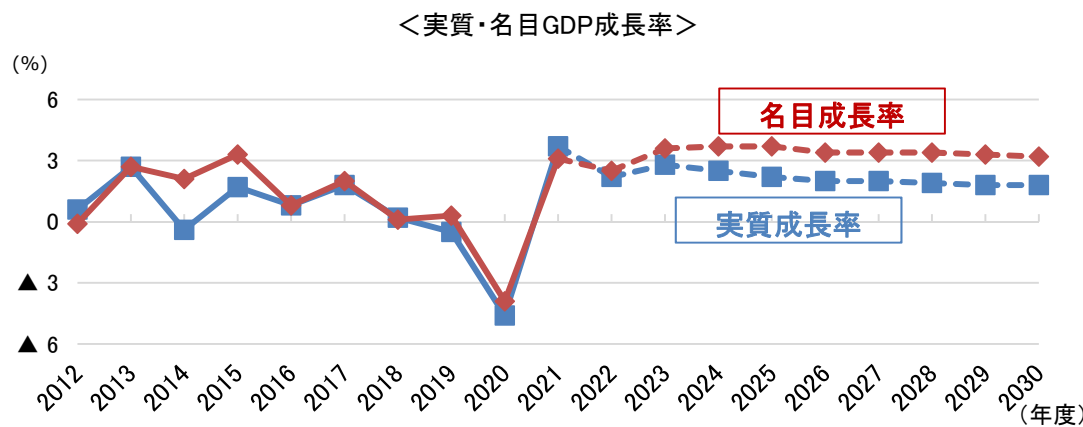


〔前提〕

- ・対象国債 : 普通国債（年金特例債及び復興債を除く）
- ・分析期間 : 令和3年度以降10年間
- ・金利 : 確率金利モデル（HJMモデル【注1】）により生成させた各年限の金利パス3,000本を以下のように調整したものを使用。  
 [10年金利] 各時点の平均値が内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和3年7月）の「成長実現ケース」における名目長期金利に一致。  
 [他年限の金利] 各時点の平均値が「単回帰モデル【注2】と成長実現ケースの名目長期金利からの推計値」に一致。  
 （注1）HJMモデルによる金利パスは足元のイールドカーブを基準に過去20年間のボラティリティにより生成（足元のイールドカーブは令和3年3月末を使用）。  
 （注2）単回帰モデルは過去20年間の10年金利と他年限の金利から推計。
- ・その他 : 「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」の前提と同一。

# 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」における「成長実現ケース」の概要

＜成長実現ケース＞ GDP成長率は、新たな成長の原動力となるグリーン、デジタル、地方活性化、子ども・子育てを実現する投資の促進やその基盤づくりを進め、潜在成長率が着実に上昇することで、実質2%程度、名目3%程度を上回る成長率を実現。



(出典)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和3年7月21日 経済財政諮問会議提出)

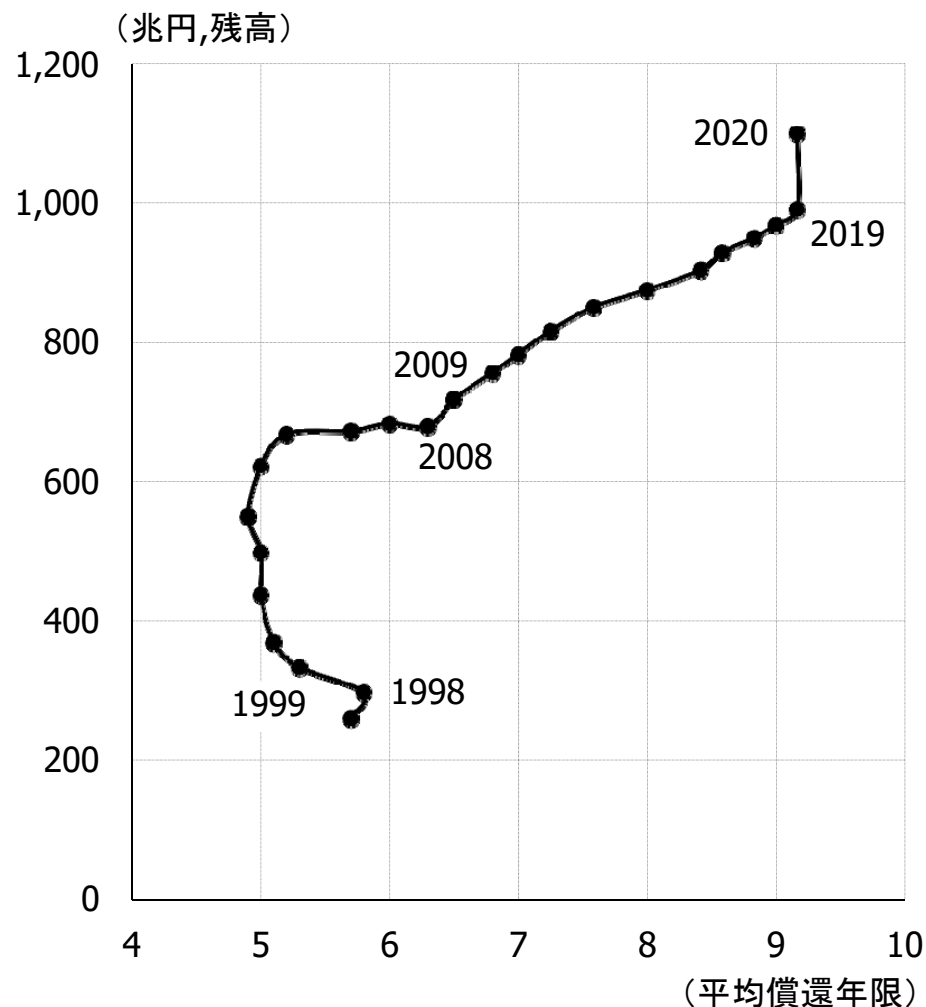
(注)国・地方の公債等残高対GDP比は、試算期間内において、安定的な低下が見込まれる一方、長期金利の上昇に伴い、低金利で発行した既発債のより高い金利による借換えが進むことに留意が必要。

# 3-1. 急速な償還年限短期化の修正

急速な償還年限短期化に伴う借換リスク増加抑制のため、適切な時期に償還年限を長期化

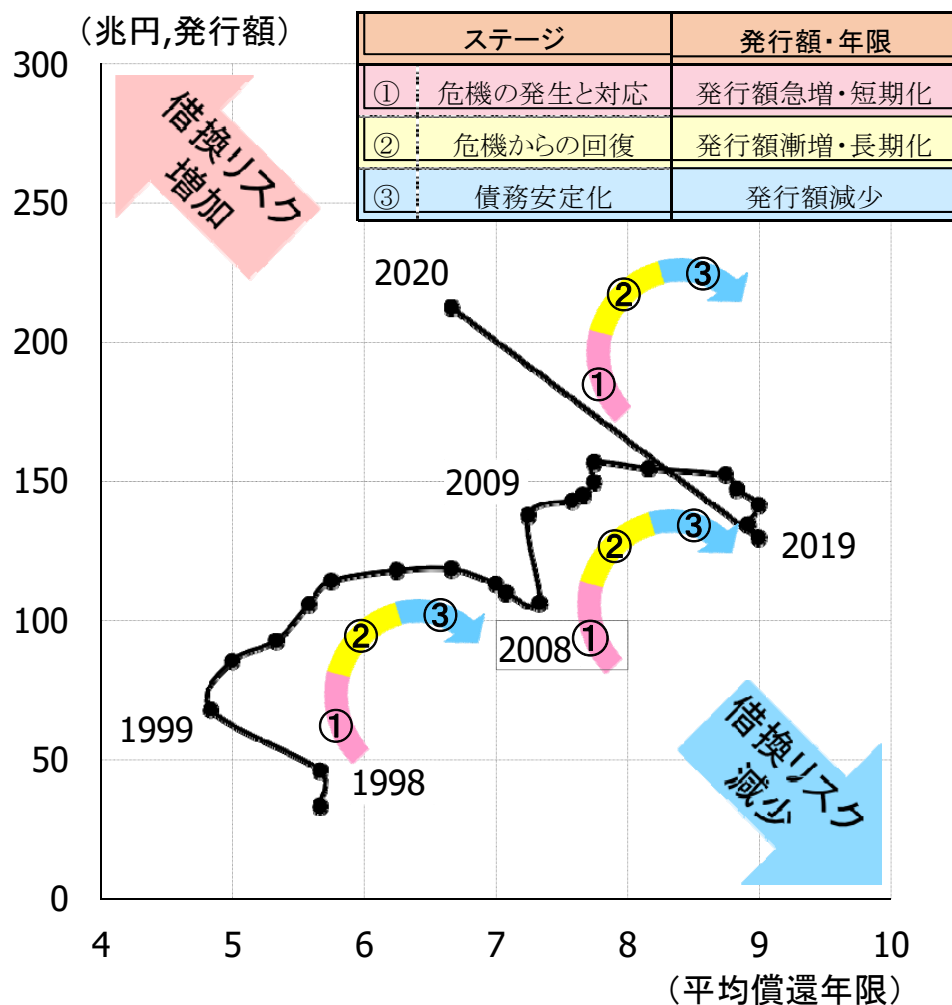
- 過去実績から、①発行額急増・短期化 ②発行額漸増・長期化 ③発行額減少 というサイクルが確認できる
- 適切な時期にフローベースの償還年限を長期化(②へ移行)し、借換リスク増加を抑制

【図表1】国債発行残高と平均償還年限(ストックベース)



(資料)財務省より作成

【図表2】市中発行額と平均償還年限(フローベース)



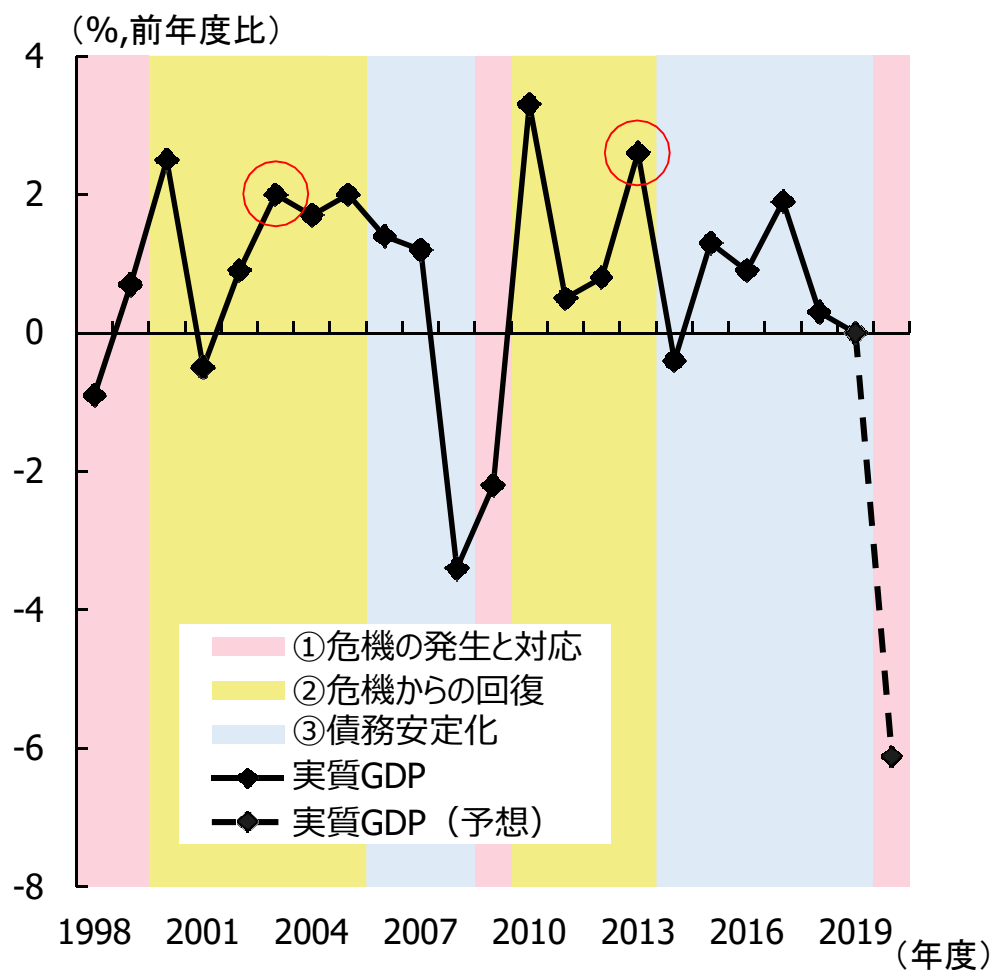
(資料)財務省より作成

# 3-2. 投資家のリスク許容度への留意

償還年限長期化で市中供給される金利リスク量の増加を勘案し、投資家のリスク許容度に留意

- 前述の発行サイクルにおける年限長期化の期間(②以降)は、市中供給されるリスク量の増加が見込まれる
- リスク量の蓄積が突発的な金利上昇を誘発した過去の実績を踏まえ、投資家のリスク許容度に留意

【図表1】国債発行サイクルと実質GDPの推移



(注) 2020年度実質GDP(予想)はESPフォーキャスト調査を利用  
(資料) 財務省、内閣府、日本経済研究センターより作成

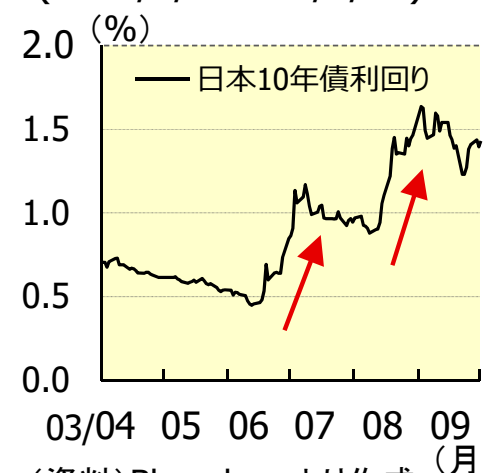
【図表2】直近各サイクルでの金利リスク量増減

(億円/bpv)

サイクル	② 回復	③ 安定化	① 発生
期間(年度)	2010 - 2013	2014 - 2019	2020
発行	+ 2,022	+ 2,520	+ 155
日銀買入	-608	-2,525	+ 10
市中供給(計)	+ 1,414	-6	+ 165
(月平均)	+ 29	-1	+ 33

(資料) 財務省、日本銀行より作成

【図表3】VaRショック  
(2003/4/1-2003/9/30)



【図表4】大規模金融緩和後  
(2013/1/1-2013/6/30)

