

2 令和元年度国債発行計画

(1) 令和元年度国債発行計画の公表

我が国の財政状況は、令和元年度末に、普通国債残高は約 896.7 兆円、国及び地方の長期債務残高は 1,122 兆円に達すると見込まれるなど、主要先進国の中でも最悪の水準にあります。国債管理政策を適切に実施し、国債の安定消化を図っていくことがますます重要となっています。

その中で、平成 30 年 12 月 21 日、令和元年度予算政府案の閣議決定にあわせて令和元年度国債発行計画を公表しました。

令和元年度の国債発行計画においては、借換債を含む国債発行総額が 148.7 兆円となる中で、国債市場特別参加者会合等の各種懇談会を通じ、丁寧に市場との対話を行い、投資家の需要や市場の動向等を踏まえて、その消化方式別の国債発行計画を策定したところです。

(2) 各種懇談会における議論の概要

平成 30 年 10 月に開催した国の債務管理の在り方に関する懇談会において、令和元年度国債発行計画の策定に向けた議論を開始しました。中長期的な需要動向を踏まえた国債発行の重要性、及び投資家中長期的な需要見通しについて、議論を行いました。

- ・投資家の需要動向については、投資家の運用原資のデュレーションの推移等を踏まえて、中長期的に超長期債の発行を抑制し中短期債を増額する必要性が指摘された一方で、投資家の運用原資の構造が今後変化する可能性があることも指摘されました。
- ・また、現在は超低金利環境によって利払費が抑えられているものの、これは今後も長期的に続くわけではないため、財政規律を保っていく重要性が指摘されました。

翌 11 月に開催された国債市場特別参加者（PD）会合及び国債投資家懇談会においては、令和元年度国債発行計画についての具体的な議論を行い、主なものとして下記の意見がありました。

- ・超長期債については、国債市場特別参加者・投資家とも、今年度減額した 30 年債、40 年債は、投資家のニーズもあり減額は避けた方がよいが、今年度減額を見送った 20 年債は減額可能。
- ・10 年以下のゾーンについても、ある程度の減額が可能という点で概ね一致がみられたが、2 年債や国庫短期証券については、銀行等の担保ニーズや海外投資家の強いニーズに配慮してほしい。
- ・また、流動性供給入札については、市場の状況を踏まえれば、発行総額が減少する中でも現状の発行規模を維持することが適当。

こうした各種懇談会における議論も踏まえ、令和元年度国債発行計画を策定しました。

(3) 令和元年度国債発行予定額

A 発行根拠法別発行額

参照：第 II 編第 1 章 1
(1)「国債の発行根拠法別分類」(P36)

令和元年度の国債発行総額は 148.7 兆円と、平成 30 年度当初に比べて▲ 1.2 兆円の減少となりました。

内訳をみると、令和元年度一般会計予算の歳入となる建設国債と特例国債は、前年度当初比▲ 1.0 兆円減の 32.7 兆円となりました。復興債は、東日本大震災からの復興のための施策に要する費用の財源に充てるため、復興特別税等の収入が確保されるまでのつなぎとして発行されるものであり、令和元年度においては前年度当初比▲ 0.0 兆円減の 0.9 兆円の発行が予定されています。財投債は、財政融資の新規の貸付規模のほか、財政融資資金全体の資金繰り等を勘案して決定されるものです。令和元年度の財投債の発行額は、前年度当初と同額の 12.0 兆円となっています。借換債は、過去に発行した普通国債の満期到来に伴う借換えのために発行するものであり、国債発行総額の大半を占めています。令和元年度においては、前年度当初比▲ 0.1 兆円減の 103.1 兆円となっています。

令和元年度国債発行総額は、平成 30 年度と比べて減少したものの、依然として極めて高い水準です。

(図 1 - 6) 令和元年度国債発行予定額 (発行根拠法別) (①~③)

< 発行根拠法別発行額 >

(単位：億円)

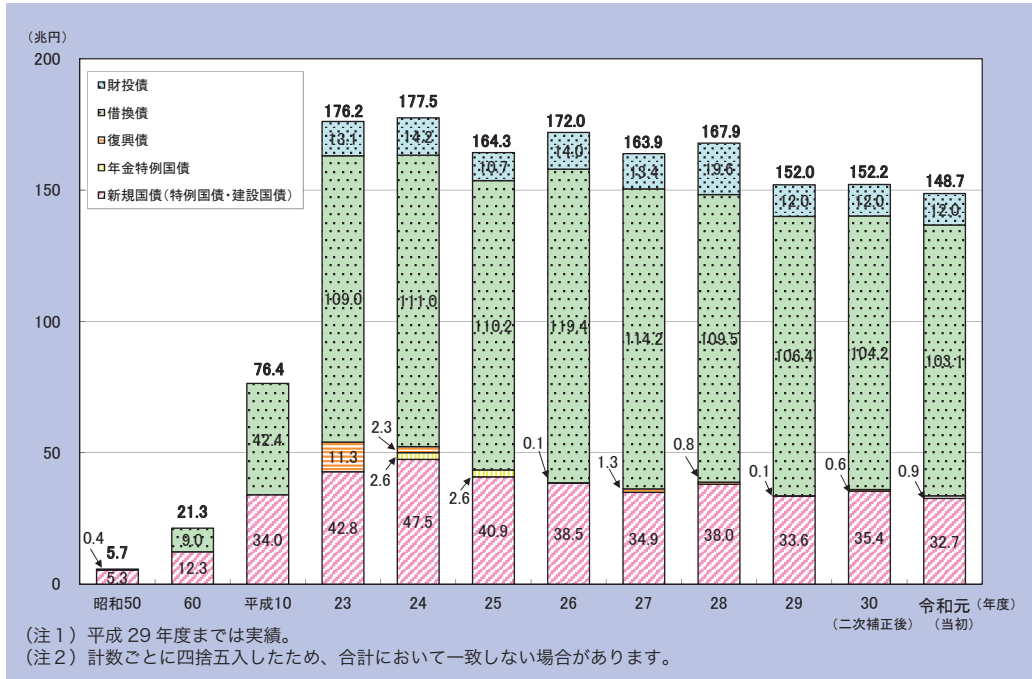
区 分	平成 30 年度当初	令和元年度当初	
	(a)	(b)	(b) - (a)
新規国債	336,922	326,605	▲ 10,317
建設国債	60,940	69,520	8,580
特例国債	275,982	257,085	▲ 18,897
復興債	9,563	9,284	▲ 279
財投債	120,000	120,000	—
借換債	1,032,371	1,031,404	▲ 967
うち復興債分	18,587	18,080	▲ 507
国債発行総額	1,498,856	1,487,293	▲ 11,563

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ります。

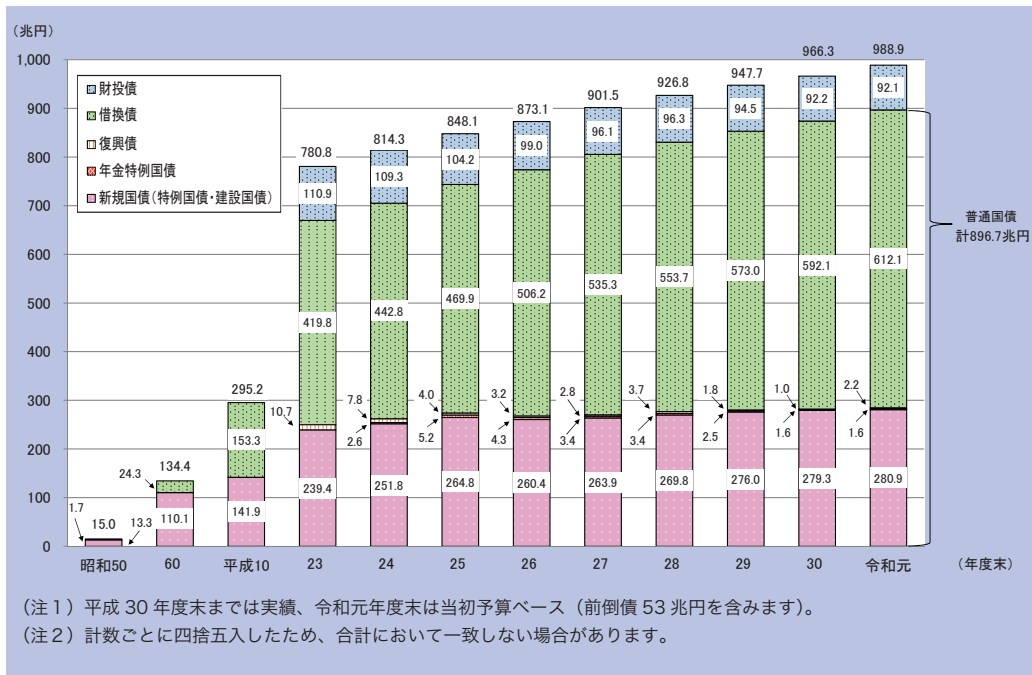
②令和元年度の市中からの買入消却については、総額 1 兆円程度を上限に実施する予定です。具体的な実施方法は、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場の状況を見ながら決定します。

③令和元年度当初予算における前倒債発行限度額は 53 兆円となっています。

(図 1 - 7) 国債発行総額の推移



(図 1 - 8) 国債発行残高の推移



B 消化方式別発行額

前節に述べた予算上必要な国債発行総額 148.7 兆円を、市中発行分、個人向け販売分、公的部門（日銀乗換）の 3 部門の消化方式によって発行します。

大半を占める「市中発行分」のうち、令和元年度に通常の入札で発行する「カレンダーベース市中発行額」(①)は、個人向け国債の販売増加等を考慮し、前年度当初比▲ 4.8 兆円減額し、129.4 兆円としています。

「第 II 非価格競争入札等」については、平成 29 年度補正後以降、第 II 非価格競争入札 (②、③) に係る発行予定額のほか、額面以上の価格で国債を発行できることによる超過収入を計上しており、令和元年度は、計 8.6 兆円としています。

「個人向け販売分」は、一般に金利動向等に応じて販売額が大きく変動する傾向が見られますが、令和元年度は、足元の販売状況等を踏まえ、前年度当初比 1.4 兆円増の 4.7 兆円としています。

また、「公的部門（日銀乗換）」については、国債発行総額や市場環境等を踏まえ、令和元年度は前年度当初比▲ 0.3 兆円減の 2.2 兆円となっています。

(図 1-9) 令和元年度国債発行予定額（消化方式別）(④、⑤)

<消化方式別発行額>

(単位：億円)

区 分	平成 30 年度当初	令和元年度当初	
	(a)	(b)	(b)-(a)
カレンダーベース 市中発行額	1,342,000	1,294,000	▲ 48,000
第 II 非価格 競争入札等	85,000	85,640	640
年度間調整分	13,856	38,653	24,797
市中発行分 計	1,440,856	1,418,293	▲ 22,563
個人向け販売分	33,000	47,000	14,000
公的部門（日銀乗換）	25,000	22,000	▲ 3,000
合 計	1,498,856	1,487,293	▲ 11,563

①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）の総額をいいます。

②第 II 非価格競争入札（第 II 編第 1 章 1 (3)「発行方式」(P41) 参照）。

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（40 年債、30 年債、20 年債、10 年債、5 年債、2 年債及び 10 年物価連動債）のカレンダーベース市中発行額の 7% を計上しています（平成 30 年度補正後は、実績を反映した上で計上）。

④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ります。

⑤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います（第 II 編第 1 章 1 (1)「国債の発行根拠法別分類」(P36) 参照）。

(4) 市場のニーズ・動向等を踏まえた発行計画

国債発行計画におけるカレンダーベース市中発行額の年限構成については、市場のニーズや動向等を勘案しつつ、国債管理政策上の要請を踏まえて超長期から短期までの発行額を決定しています。

令和元年度国債発行計画の年限別発行額については、市場のニーズも踏まえつつ、超長期（20年債・30年債・40年債）、長期（10年債）、中短期（1年債・2年債・5年債）の各ゾーンでバランスを取って減額を行いました。

具体的には、超長期債（20年債・30年債・40年債）については、平成30年度国債発行計画で減額した30年債と40年債の発行額を維持しつつ、減額を見送った20年債の毎月の発行額を▲0.1兆円減額し、年間▲1.2兆円の発行減額としました。長期債（10年債）、中短期債（1年債・2年債・5年債）については、低金利下で実需が限定的であることから、2・5・10年債の毎月の発行額をそれぞれ▲0.1兆円減額し、年間▲1.2兆円の発行減額としました（図1-10）。なお、1年債については、割引短期国債の減額を行わない一方で、国庫の資金繰りのために発行している政府短期証券の毎月の発行額を毎月0.2兆円減額することとしており、国庫短期証券としての総額は、年間▲2.4兆円の減額となります。

これにより、発行残高ベース（ストック）の国債平均償還年限（令和元年度末の推計値）は9年2ヶ月となる見込みです。

なお、流動性供給入札のゾーン区分・ゾーン毎の発行額や物価連動債の発行額等は、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します（図1-11）。

(図1-10) 令和元年度カレンダーベース市中発行額 (①~④)

<カレンダーベース市中発行額>

(単位：兆円)

区分	平成30年度当初		令和元年度当初		(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 (①)	0.4 × 6回	2.4	0.4 × 6回	2.4	—
30年債	0.7 × 12回	8.4	0.7 × 12回	8.4	—
20年債	1.0 × 12回	12.0	0.9 × 12回	10.8	▲1.2
10年債	2.2 × 12回	26.4	2.1 × 12回	25.2	▲1.2
5年債	2.0 × 12回	24.0	1.9 × 12回	22.8	▲1.2
2年債	2.1 × 12回	25.2	2.0 × 12回	24.0	▲1.2
1年 割引短期国債 (②)	1.8 × 12回	21.6	1.8 × 12回	21.6	—
10年物価連動債 (③)	0.4 × 4回	1.6	0.4 × 4回	1.6	—
流動性供給入札 (④)		12.6		12.6	—
計		134.2		129.4	▲4.8

① 令和元年度において、40年債は5月・7月・9月・11月・1月・3月の発行を予定しています。

② 1年割引短期国債と1年政府短期証券を合わせた1年国庫短期証券としての総額は、1回あたり1.9兆円の発行を予定しています。

③ 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することとしています。

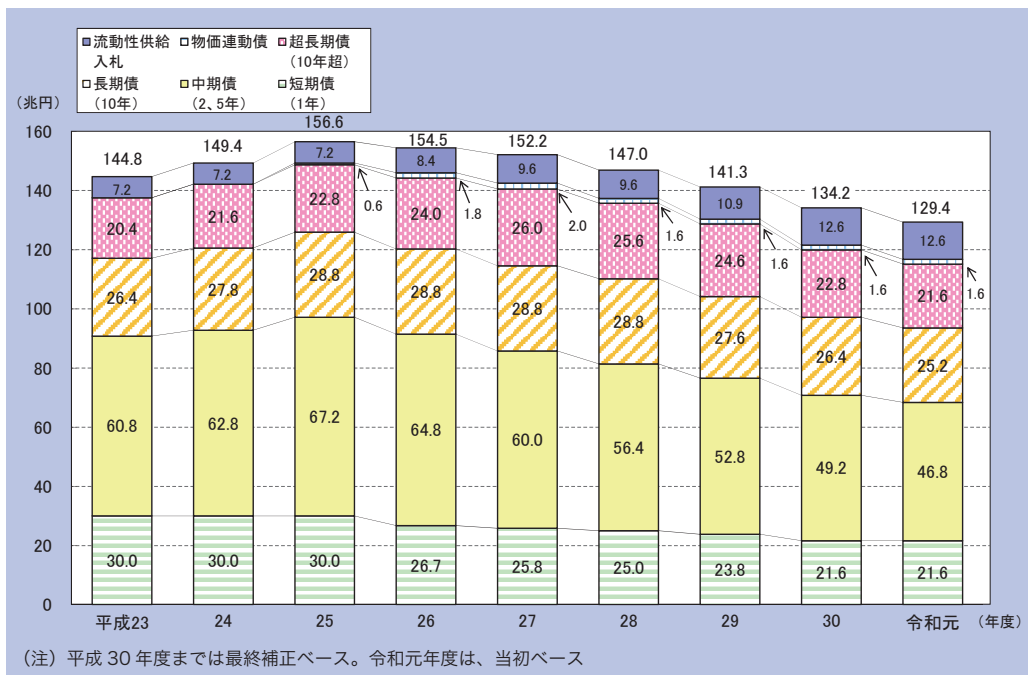
④ 流動性供給入札のゾーン区分・ゾーン毎の発行額は、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整することとしています。

(図 1 - 11) 流動性供給入札のゾーン毎の発行額

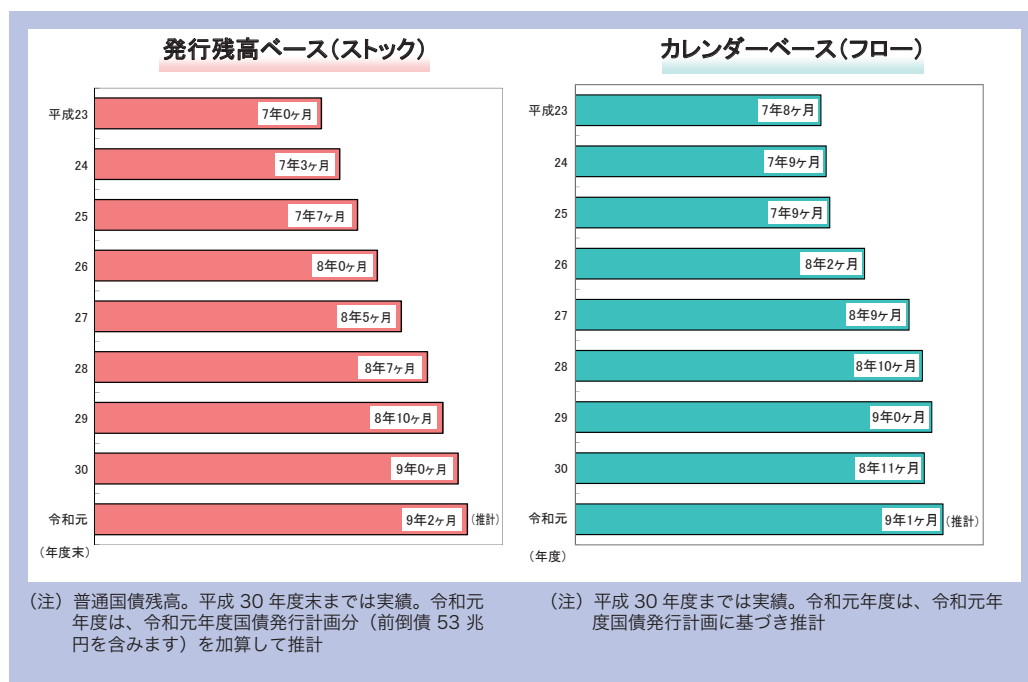
(兆円)

区分	平成 30 年度 (実績見込み)	令和元年度当初	対 30 年度 (実績見込み)
15.5 年超 39 年未満	3.0	3.0	—
5 年超 15.5 年以下	7.2	7.2	—
1 年超 5 年以下	2.4	2.4	—
合計	12.6	12.6	—

(図 1 - 12) カレンダーベース市中発行額の推移



(図 1 - 13) 国債の平均償還年限



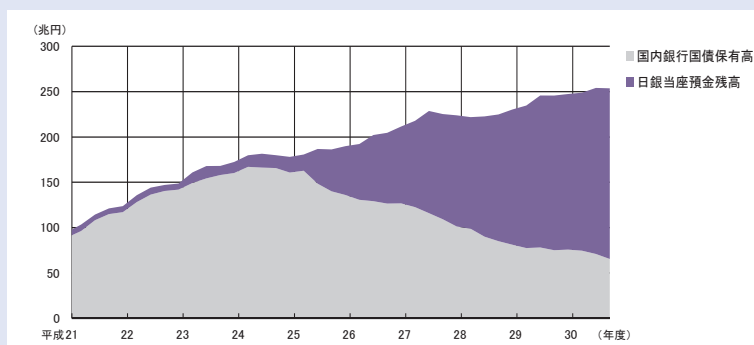
コラム 3 投資家の需要動向 (国債の運用原資とそのデュレーションの推移)

① 投資家別の需要動向

平成 30 年 10 月に、「国の債務管理の在り方に関する懇談会」を開催し、令和元年度国債発行計画の策定に向けた議論をスタートさせました。同懇談会では、当局から中長期的な需要動向を踏まえた国債発行の重要性や、中長期的な需給動向の見通しについて説明しました。ここでは主に投資家の需要動向について紹介します。

中期債・長期債の主要な投資家は銀行です。日本銀行による量的・質的金融緩和が始まった平成 25 年度以降、銀行は国債の保有残高を大きく減らしてきました。これは、金利低下に伴い、国債の保有により収益を出すことが難しくなっていることによります。ただし、担保の確保等のために、銀行も一定程度の国債を保有する必要があるとの指摘もあり、足元では残高減少が下げ止まりつつあります。

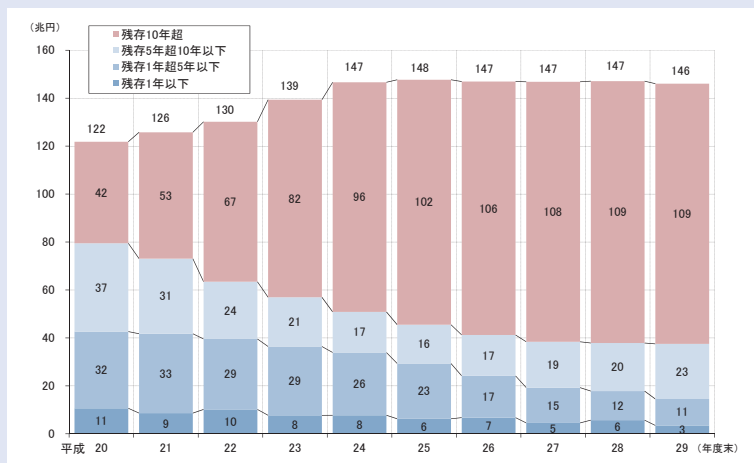
(図 c 3-1) 日銀の当座預金残高と国内銀行の国債保有高



(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します。
 (注2) 四半期ごとの3ヶ月平均値を用いています。平成30年第3四半期分は、7月及び8月のデータを基に作成。
 (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」

超長期債の主要な投資家は生命保険会社です。近年、生命保険会社では、負債と資産のデュレーションを合わせるALMマッチングの観点から、国債の保有残高を増やしつつ、保有する国債を中・長期債から超長期債へ入れ替えることで、資産のデュレーションの長期化を進めてきました。ただし、ここ2～3年は、生命保険会社の国債の保有残高の増加が一服しています。この背景には、現在の低金利環境下において、資産と負債のデュレーションのマッチングを進めると、保険商品の予定利率に比べて保有国債の利回りが低くなり、逆ザヤが固定化してしまうという事情があります。

(図 c 3-2) 生命保険会社の国債保有残高の推移

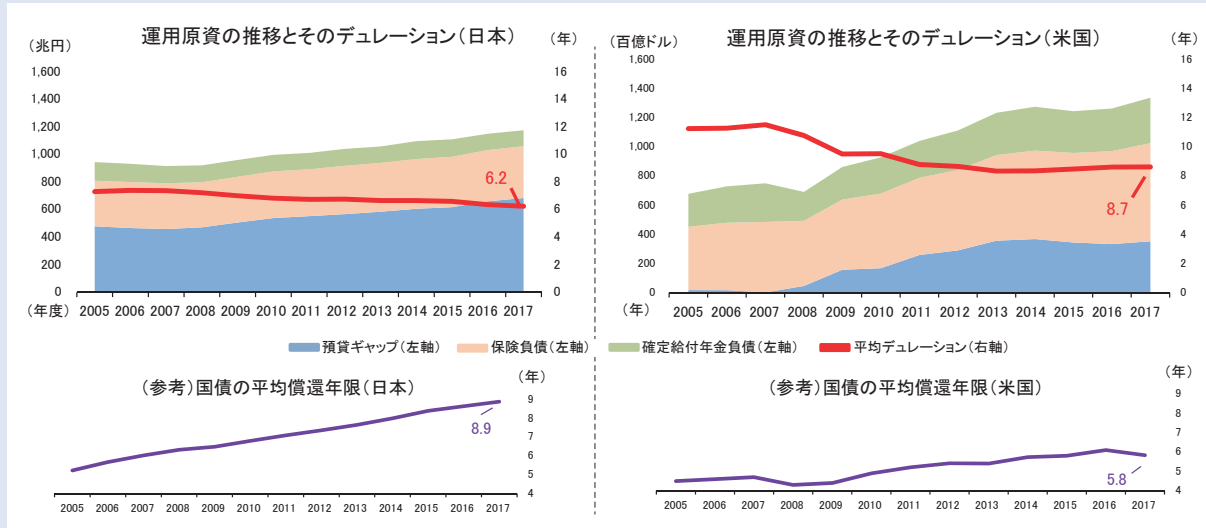


(出所) 各社ディスクロージャー誌 (生命保険協会加盟全社)

② 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）

次にマーケット全体における国債の運用原資とそのデュレーションについての分析です。図c3-3は、預金取扱機関・生命保険会社・年金の負債のうち、国債投資の原資となり得るものを「国債の運用原資」と定義した上で、各資金のデュレーションの加重平均をとり、運用原資全体のデュレーションを機械的に算出して日米比較したものです。預金取扱機関は「預貸ギャップ」、生命保険会社はその「負債」、年金は「民間の確定給付年金の負債」をそれぞれ各主体の運用原資として用いています。

(図c3-3) 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）



(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）を含みます。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、FRB“Financial Accounts of the United States”、OECD

日本については、間接金融のウェイトが大きい構造となっており、預金取扱機関の運用原資全体に占める割合が大きいことから、アメリカと比較して平均デュレーションが短くなっています。また、アメリカについては、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ていますが足元では横ばいとなっています。

運用原資はあくまでも潜在的に国債投資に向かい得る資金であり、その全てが国債投資に向かっているわけではないため、運用原資の平均デュレーションと国債の平均償還年限を単純に比較することはできません。しかしながら、アメリカに比べて短期の運用原資が多い日本において、その投資対象である国債の平均償還年限がアメリカより長いという構造になっており、こうした観点では、日本においては潜在的に投資家が金利リスクを抱えている可能性があります。

発行当局としては、投資家の個別の需要動向に加え、こうした投資家の需要の全体像を分析・把握した上で、中長期的な需要動向を見極め安定的な国債発行に努めていく必要があります。