

2 令和 2 年度国債発行計画

(1) 令和 2 年度国債発行計画の公表

我が国の財政状況は、令和 2 年度末に、普通国債残高は約 906.0 兆円、国及び地方の長期債務残高は 1,125 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、令和元年 12 月 20 日、令和 2 年度予算政府案の閣議決定にあわせて令和 2 年度国債発行計画を公表しました。

令和 2 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 153.5 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

令和元年 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 2 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。

- ・市場機能がほとんど失われている状況の中、市場機能が残っている超長期分野をどのような形で活用していくのかという視点が非常に重要であることが指摘されました。
- ・また、マイナス金利となっている中短期ゾーンについては、海外投資家にとっては比較的割安であり、一定のニーズが存在することが指摘されました。

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 2 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。

- ・増額を検討するならば、40 年債になる。ここ半年から 1 年あたりのイールドカーブ形状を見ると、10 年債に対して 40 年債はかなりフラットな状況になってきていることが発行額に対する需要の強さを表していると思うので、40 年債は増額の余地があるのではと考えている。
- ・減額するのであれば、まず流動性供給入札が考えられる。残存 5-15.5 年ゾーンについては、日本銀行による国債補完供給の要件緩和措置でニーズがなくなったことから減額余地がある。

こうした各種懇談会における議論も踏まえ、令和 2 年度国債発行計画を策定しました。

(3) 令和 2 年度国債発行予定額

A 発行根拠法別発行額

令和 2 年度の国債発行総額は 153.5 兆円と、令和元年度当初に比べて 4.7 兆円の増加となり、極めて高い水準となっています。

内訳をみると、令和 2 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▲ 0.1 兆円減の 32.6 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 2 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 2 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 2 年度においては、前年度当初比 4.8 兆円増の 108.0 兆円となっています。

(図 1-6) 令和 2 年度国債発行予定額（発行根拠法別）(注①~③)

<発行根拠法別発行額>

(単位：億円)

区 分	令和元年度当初		令和 2 年度当初	
	(a)	(b)	(b) - (a)	
新規国債	326,605	325,562	▲ 1,043	
建設国債	69,520	71,100	1,580	
特例国債	257,085	254,462	▲ 2,623	
復興債	9,284	9,241	▲ 43	
財投債	120,000	120,000	—	
借換債	1,031,404	1,079,818	48,414	
うち復興債分	18,080	16,932	▲ 1,148	
国債発行総額	1,487,293	1,534,621	47,328	

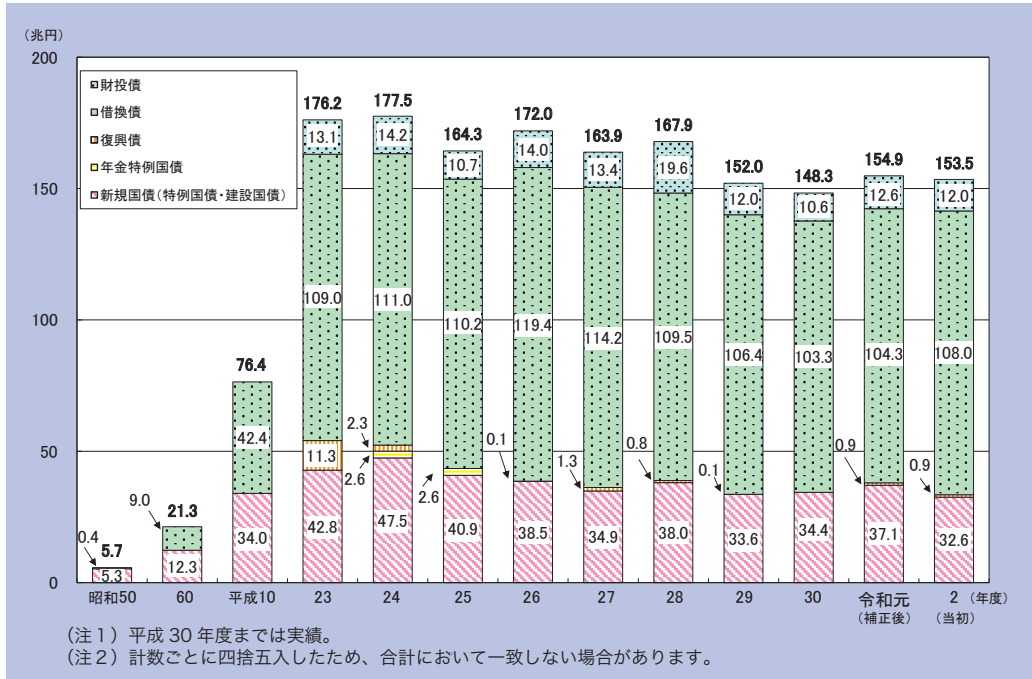
参照：第 II 編第 1 章 1 (1)「国債の発行根拠法別分類」(P36)

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ります。

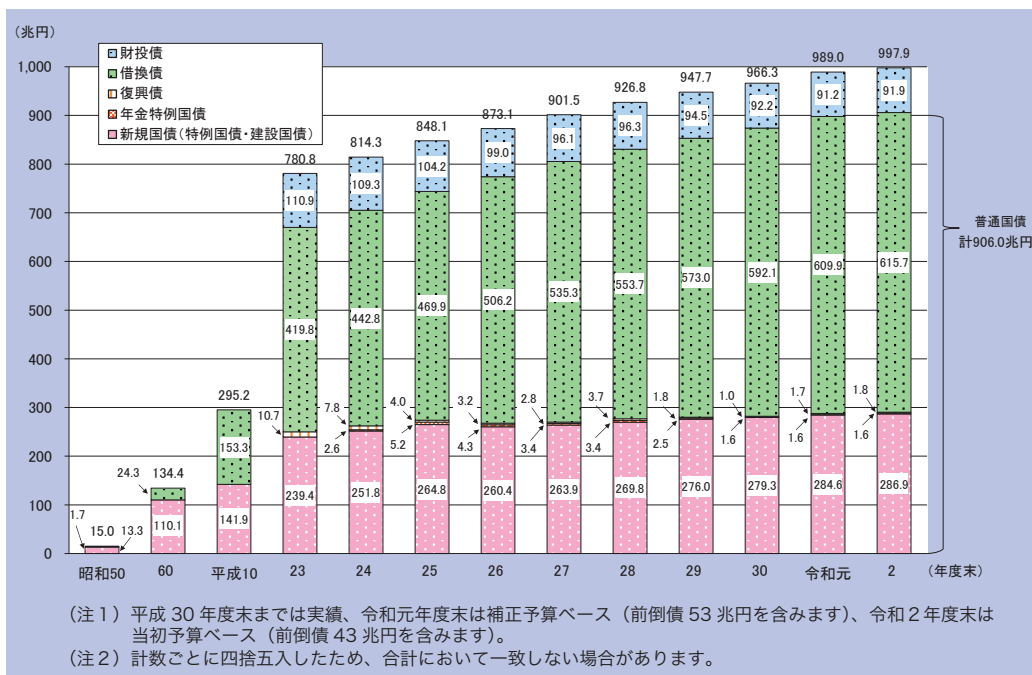
注②令和 2 年度の市中からの買入消却については、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場の状況を見ながら決定します。

注③令和 2 年度当初予算における前倒債発行限度額は 43 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 153.5 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 2 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、前年度当初比▲0.6 兆円減額の 128.8 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 2 年度は、計 8.0 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 2 年度は、足元の販売状況等を踏まえ、前年度当初比 0.1 兆円増の 4.8 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 2 年度は前年度当初と同額の 2.2 兆円となっています。

(図 1-9) 令和 2 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	令和元年度当初	令和 2 年度当初	
	(a)	(b)	(b)-(a)
カレンダーベース 市中発行額	1,294,000	1,288,000	▲6,000
第 II 非価格 競争入札等	85,640	79,884	▲5,756
年度間調整分	38,653	96,737	58,084
市中発行分 計	1,418,293	1,464,621	46,328
個人向け販売分	47,000	48,000	1,000
公的部門（日銀乗換）	22,000	22,000	—
合 計	1,487,293	1,534,621	47,328

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% から、第 II 非価格競争入札の応札上限額の引下げ影響額を控除した額を計上しています（令和元年度補正後は、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 2 年度国債発行計画の年限別発行額については、低金利環境と市場のニーズも踏まえ、40 年債を増額する一方、ニーズが低下している流動性供給入札の残存 5 年～ 15.5 年ゾーンを減額しました。

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 2 年度末の推計値）は 9 年 4 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 2 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	令和元年度当初		令和 2 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	0.5 × 6 回	3.0	0.6
30 年債	0.7 × 12 回	8.4	0.7 × 12 回	8.4	—
20 年債	0.9 × 12 回	10.8	0.9 × 12 回	10.8	—
10 年債	2.1 × 12 回	25.2	2.1 × 12 回	25.2	—
5 年債	1.9 × 12 回	22.8	1.9 × 12 回	22.8	—
2 年債	2.0 × 12 回	24.0	2.0 × 12 回	24.0	—
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		11.4	▲ 1.2
計		129.4		128.8	▲ 0.6

① 令和 2 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 回当たり 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。

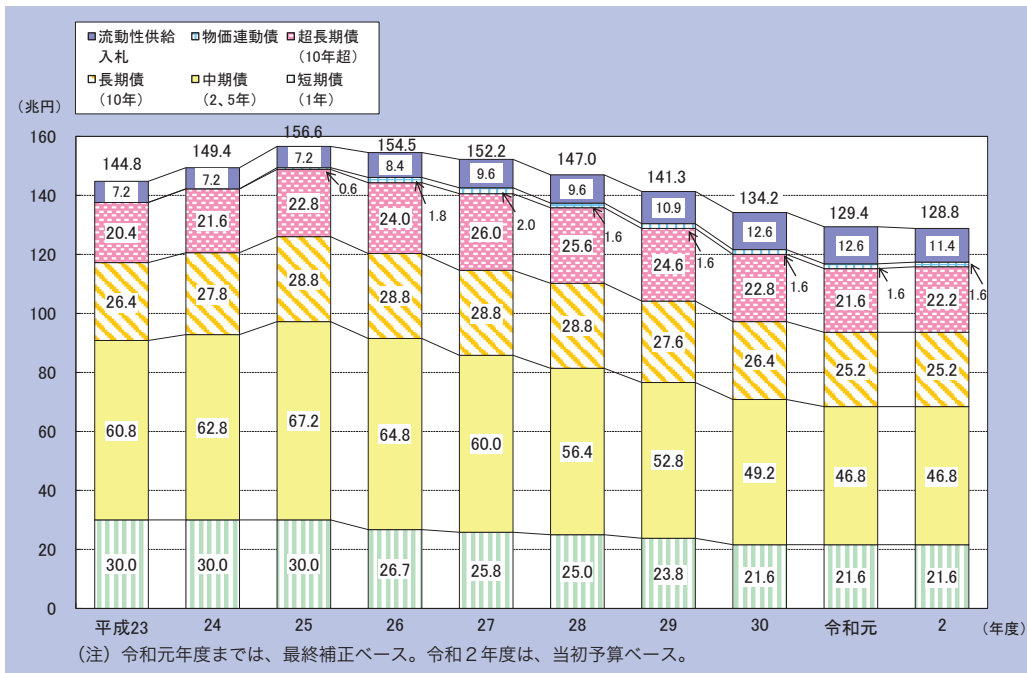
④ 流動性供給入札のゾーン区分・ゾーン毎の発行額は、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や投資ニーズに応じて柔軟に調整することとしています。

(図 1 - 11) 流動性供給入札のゾーン毎の発行額

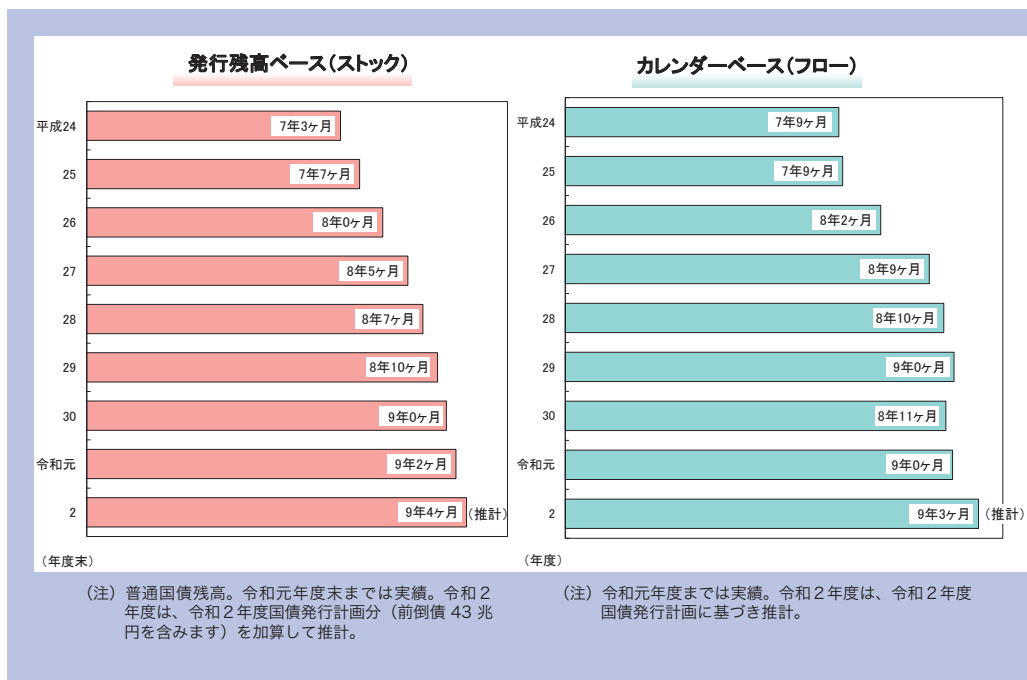
(単位：兆円)

区分	令和元年度 (実績見込み)	令和 2 年度当初	対元年度 (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	6.0	▲ 1.2
1 年超 5 年以下	2.4	2.4	—
合計	12.6	11.4	▲ 1.2

(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 2 マイナス金利下で国債を発行した場合の「超過的な収入」について

① マイナス金利下における「超過的な収入」

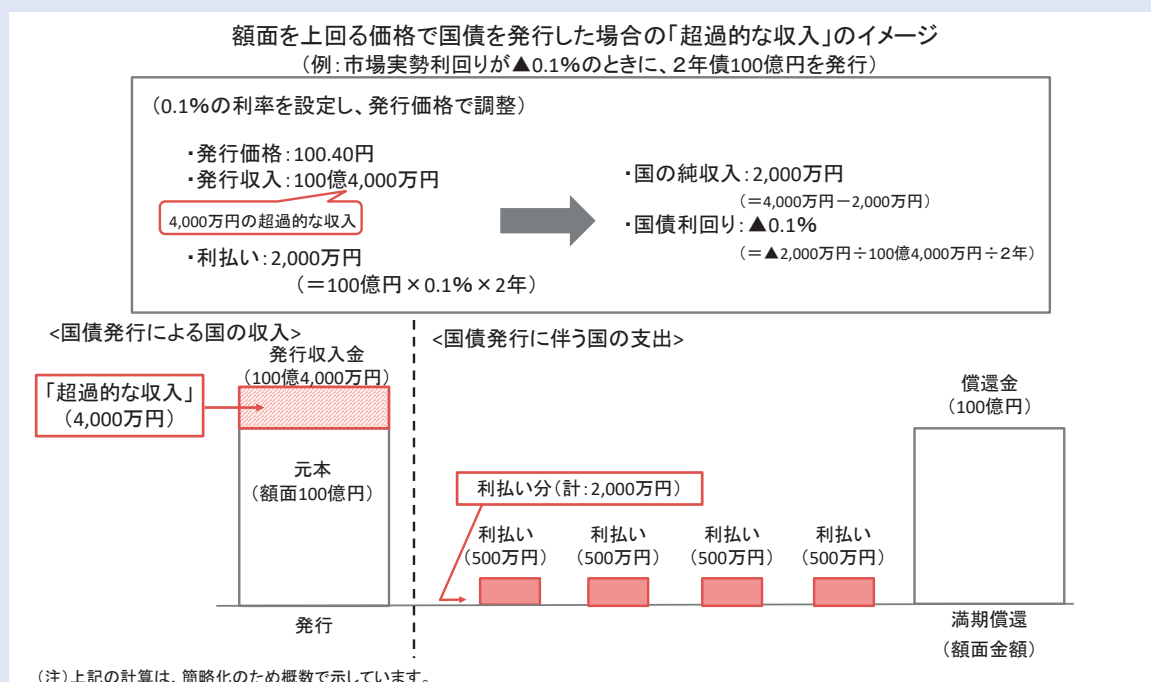
コラム 1 「国債の利回り」で説明したとおり、国債は、発行当局が、表面利率と償還期間をあらかじめ定め たうえで発行しています。

表面利率については、入札時点の市場実勢利回り等を踏まえて設定していますが、下限は 0.1% となっており、現在のようなマイナス金利下においては、入札時点の市場実勢利回りが、表面利率を下回る状況が多く見られます。

市場実勢利回りより高い表面利率となる場合、将来、高い利子収入が得られるその国債を、多くの市場参加者が買い求めようとするため、入札における発行価格（＝購入者から国への払込額）は、額面（＝満期時の国の支払額）を上回るようになります。

例えば、2 年債（額面 100 億円）の入札時点の市場実勢利回りが▲ 0.1% のとき、表面利率は 0.1% になります（図 c 2-1）。このとき、発行価格は 100.40 円（ $= (100 + 0.1 \times 2) \div (100 + \blacktriangle 0.1 \times 2) \times 100$ ）となります。この国債を額面で 100 億円発行した場合、国の発行収入は 100 億 4,000 万円となり、4,000 万円の「超過的な収入」が発生することとなります。一方、償還までの 2 年間で国が支払う利払いは 2,000 万円となりますので、国の純収入は 2,000 万円と、市場実勢利回り相当額 2,000 万円（ $= 100 \text{ 億 } 4,000 \text{ 万円} \times \blacktriangle 0.1\% \times 2 \text{ 年}$ ）に見合った金額になります。

（図 c 2-1）額面を上回る価格で国債を発行した場合の「超過的な収入」



このように発行価格と額面のみに着目すると、国債発行時において国には「超過的な収入」が発生していますが、その代わりに、国は、将来、市場実勢利回り（▲ 0.1%）よりも高い利払い（0.1%）が必要となるため、長期的に見れば国の「超過的な収入」は市場実勢利回りを上回る利払いによって減殺され、実勢水準利回りの水準に見合った収入を得る（又は、コストが発生する）こととなります。

② マイナス金利下における適切な債務管理の推進の取組み

①で述べたように、低金利環境下においては入札時点の市場実勢利回りが表面利率を下回ってしまい、国債発行時点においては額面を上回る発行収入が発生します。この結果、実際の国債発行収入が当初予定していた国債発行収入を上回り、国債発行において計画と実績に乖離が生じることとなります。

適切な債務管理の推進の観点から、こうした国債発行における計画と実績の乖離を是正するため、発行当局では下記の取組みを行っています。

- ① 平成 30 年度国債発行計画以降、入札における発行価格が額面を上回る分を考慮して、額面ベースで定める「カレンダーベース市中発行額」を少なめに設定
- ② 現在、0.1%となっている表面利率の下限を引き下げ、入札時点の市場実勢利回りと表面利率の乖離を是正

発行当局としては、こうした取組み等により、引き続き適切な債務管理に努めてまいります。

コラム 3 平均償還年限について

(フローベースとストックベース)

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です。こうした中、かつて、国債発行計画策定に当たっては、足下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ました。

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すが、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）の平均償還年限が着目されてきました。

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れば、その時点における需要動向に応じた柔軟な対応ができなくなり、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があります。

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です。

したがって、当局としては、現在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あると考えています。

(参考) 50 年国債、100 年国債等の新たな超長期国債を巡る考え方

安定的な国債管理政策の運営のため、市場ニーズを踏まえた国債発行や、国債の商品性の多様化は国債管理政策上の重要な検討課題となっており、1 年から 40 年まで多様な年限の国債を発行しています。

近年は、低金利環境を背景に 50 年国債や 100 年国債といった新たな超長期国債の発行に注目が集まることがありますが、日本においては、あえて 50 年国債や 100 年国債を発行しなくても、既存の国債により必要な額を調達できている状況にあります。

一般に、超長期国債の発行を増やせば、短い年限の国債を出した場合に生じる当面の債務償還及びその借換えの際の金利上昇リスクを回避することが可能になります。他方、超長期国債の調達金利は、短い年限のものより高くなるため、利払費は増加することとなります。このように、超長期国債の発行については、リスクとコストがトレード・オフの関係にあります。

また、超長期国債を含め、国債の確実かつ円滑な発行と、中長期的な調達コストの抑制を図るためには、中長期的な市場ニーズに即して発行することが不可欠です。

コラム 4 コスト・アット・リスク分析

① 目的

令和元年 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 2 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。国債管理政策を実施する上で、将来の金利変動はリスク（不確定要素）であり、中長期的視点から資金調達コストを抑制するためには、リスクを定量的に把握し、管理することが重要です。

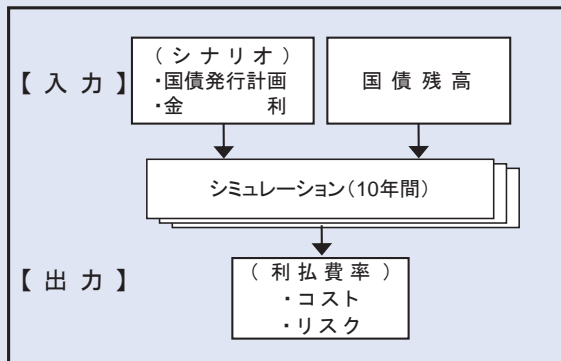
財務省では、国債発行計画策定にあたって、市場との対話に加え、定量的な分析としてコスト・アット・リスク（Cost at Risk、以下、「CaR」という）分析の結果を参考としております。

もっとも、CaR 分析をはじめ定量的な分析だけで国債発行計画を策定されるべきではなく、市場との対話を基にした投資家需要や市場流動性の維持・向上の必要性など、総合的な判断の下で国債発行計画を策定することが重要です。

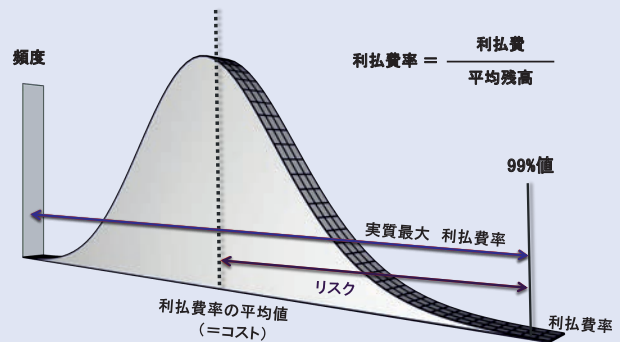
② CaR 分析とは

CaR 分析とは、将来金利の時系列推移を確率金利モデルで表現し、国債発行計画や国債残高から生じる将来の利払費率の分布を計測することで、その特徴を把握するものです。本分析においては、将来 10 年間の「利払費率の平均値（コスト）」と「その変動の程度（リスク）」を推計しています。

（図 c 4-1）CaR 分析のフレームワーク



（図 c 4-2）利払費率の分布図（イメージ）

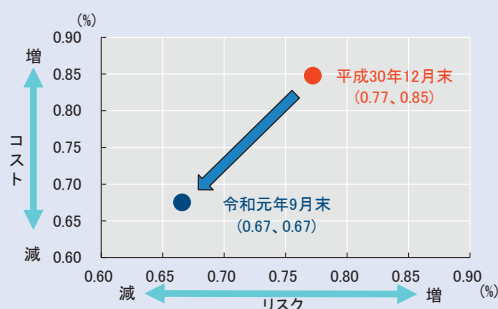


③ コストとリスクの推計

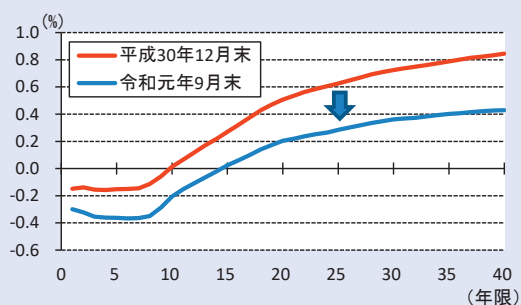
以下は、「国の債務管理の在り方に関する懇談会」（令和元年 10 月開催）における CaR 分析になります。図 c 4-3 は、コストとリスクについて、「足下のイールドカーブ（令和元年 9 月末：青）」または「過去のイールドカーブ（平成 30 年 12 月末：赤）」を前提に推計したものです。

足下のイールドカーブを前提としたコストとリスクは、過去のイールドカーブを前提としたものと比較して、コスト減・リスク減となっております。これは、「金利環境の変化」が要因で、金利水準及びボラティリティが全体的に低下していることが作用しています（図 c 4-4）。

（図 c 4-3）コストとリスクの関係



（図 c 4-4）イールドカーブ



〔前提〕

- ・分析期間 : 10 年間（令和元年 9 月末：令和元年度以降、平成 30 年 12 月末：平成 30 年度以降）
- ・金利 : 令和元年 9 月末（または平成 30 年 12 月末）の金利を基準に過去 20 年間のボラティリティにより生成
- ・対象債務 : 普通国債（年金特例国債及び復興債を除く）
- ・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」
- ・借換債発行額 : 各年度の償還額に基づく借換債の額

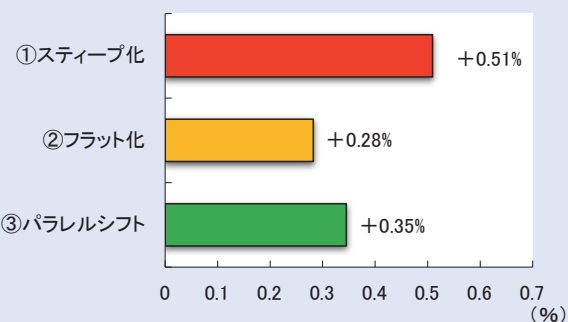
（注）財投債、流動性供給入札を除く。個人向け国債の年限別発行割合については、令和元年度計画を横置き。

④ 非連続的な金利上昇による利払费率への影響

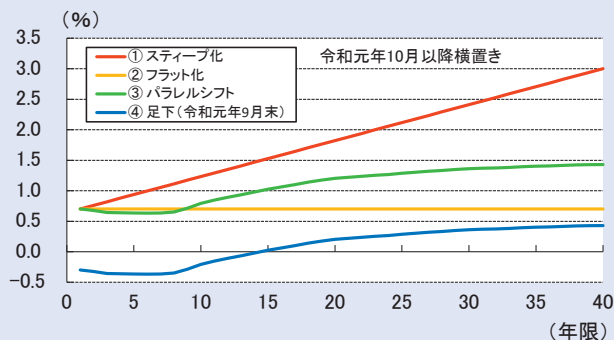
上記の CaR 分析は足下（令和元年 9 月末）の低金利環境を踏まえたものであり、非連続的な金利上昇による利払费率への影響も見ることがあることから、足下のイールドカーブを機械的に上昇（①スティープ化、②フラット化、③パラレルシフト）させた場合の利払费率について、足下（④）と比較を行ったものが以下になります（図 c 4-5、図 c 4-6）。

イールドカーブの形状の変化によって利払费率も大きく変化することから、このような点も含めて今後の国債発行を考えることが重要です。

（図 c 4-5）利払费率（平均）の変化



（図 c 4-6）各ケースのイールドカーブ



（注）金利の前提：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年金利との差が2.3%程度（過去の1年金利と40年金利の最大金利差）となるように線形補間）。