

## 2 国債発行計画

我が国の財政状況は、令和4年度末に、普通国債残高は約1,029.2兆円、国及び地方の長期債務残高は1,247兆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。

### (1) 令和3年度における国債発行計画（補正後）

令和3年11月26日、令和3年度補正予算政府案の閣議決定にあわせて令和3年度国債発行計画を変更しました。

令和3年度の国債発行計画（補正後）においては、令和3年度補正予算に伴う新規国債の資金調達を行う（22.1兆円）とともに、財政融資資金の余裕金を活用すること等で財投債を減額（▲30.0兆円）すること等により、国債発行総額は▲11.6兆円減額の224.4兆円となりました。

令和3年度のカレンダーベース市中発行額（当初）は短期債に大きく依存（83.2兆円、全体の4割程度）しており、金利変動に対して脆弱な資金調達構造となっていたことから、カレンダーベース市中発行額の減額分（▲9.2兆円）は短期債の減額に充てました。

(図1-7) 令和3年度国債発行計画

<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
復興債分	28,710	27,375	▲1,335
国債発行総額	2,360,082	2,243,583	▲116,499

<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

(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3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も踏まえ、市場の状況を見ながら決定します。

(注3) 令和3年度における前倒債の発行限度額は20兆円となっています。

(図1-8) 令和3年度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

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)	(c)	(b)-(a)		
1年	3.5 × 12回 42.0	3.5 × 12回 42.0	—		
6ヶ月	41.2	32.0	▲9.2		

(注1) 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ます。

(注2) 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います。

(注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。

(注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。

## (2) 令和4年度国債発行計画の公表

令和3年12月24日、令和4年度予算政府案の閣議決定にあわせて令和4年度国債発行計画を公表しました。

令和4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215.0兆円となる中で、債務管理上の課題を踏まえつつ、国債市場特別参加者会合等の各種会合を通じ、市場との対話を丁寧に行い、投資家の需要や市場の動向等も踏まえて、その消化方式別の国債発行計画を策定したところです。

## (3) 各種会合における議論の概要

令和3年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、令和4年度国債発行計画について、主なものとして下記の意見がありました。

- ・ 20年債以上の発行額を維持しつつ、40年債を増額し、流動性の高い10年債以下で減額調整することで全体の発行額を維持することは、生命保険会社の運用の方向性に合致する。負債のデュレーションが長いことから、金利リスクコントロールの観点から期間のマッチングも含めて、基本的に20年債以上の超長期を中心に国債を購入している。
- ・ 残存10年以下の年限についてはイールドカーブ・コントロールの影響下であり、ある程度の増額であれば問題なく消化できている。
- ・ 2年債には減額の余地があると思うので、2年債のカレント銘柄の発行を減らして、流動性供給入札にもっと厚めに配分してもらえると国債市場の流動性向上にかなり役立つのではないかと考えている。
- ・ 中期、短期債については預金見合いという点からはマイナス金利を買っていくことは難しいものの、担保ニーズという点で一定の需要が継続していることもあり増額を希望しているが、一方でやはり国債の安定消化をこれから続けていくという点での長期化という点ではやむをえないことにはなっていくと思うので、その点を考慮して徐々に長期化する、短期債の発行減についても急に減らすのではなく、ゆっくりやっていくということでもよいのではと思う。

こうした各種会合における議論も踏まえ、令和4年度国債発行計画を策定しました。

## (4) 令和4年度国債発行予定額

参照：第 II 編第 1 章 1  
(1) 「国債の発行根拠  
法別分類」 P34)

### A 発行根拠法別発行額

令和4年度の国債発行総額は215.0兆円と、令和3年度当初に比べて▲21.0兆円の減少となりましたが、依然として極めて高い水準になっています。

内訳をみると、令和4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▲6.7兆円減の36.9兆円となりました。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4年度においては前年度当初比▲0.0兆円減の0.2兆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4年度の財投債の発行額は、前年度当初比▲20.0兆円減の25.0兆円となっています。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4年度においては、前年度当初比5.7兆円増の152.9兆円となっています。

(図1-9) 令和4年度国債発行予定額 (発行根拠法別)

<発行根拠法別発行額>

(単位：億円)

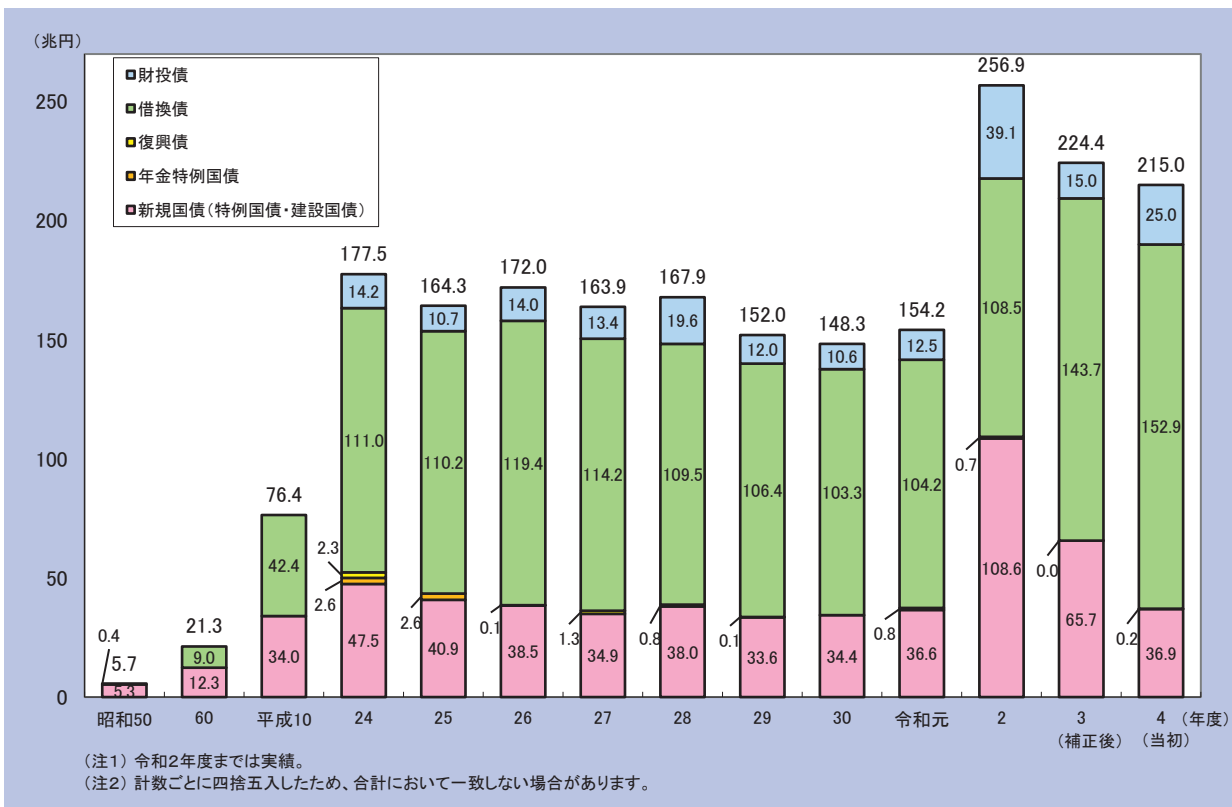
区 分	令和3年度当初	令和3年度補正後	令和4年度当初		
	(a)	(b)	(c)	(c)-(a)	(c)-(b)
新規国債	435,970	656,550	369,260	▲ 66,710	▲ 287,290
建設国債	63,410	91,680	62,510	▲ 900	▲ 29,170
特例国債	372,560	564,870	306,750	▲ 65,810	▲ 258,120
復興債	2,183	400	1,716	▲ 467	1,316
財投債	450,000	150,000	250,000	▲ 200,000	100,000
借換債	1,471,929	1,436,633	1,529,404	57,474	92,771
うち復興債分	28,710	27,375	38,589	9,879	11,214
国債発行総額	2,360,082	2,243,583	2,150,380	▲ 209,703	▲ 93,203

(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。

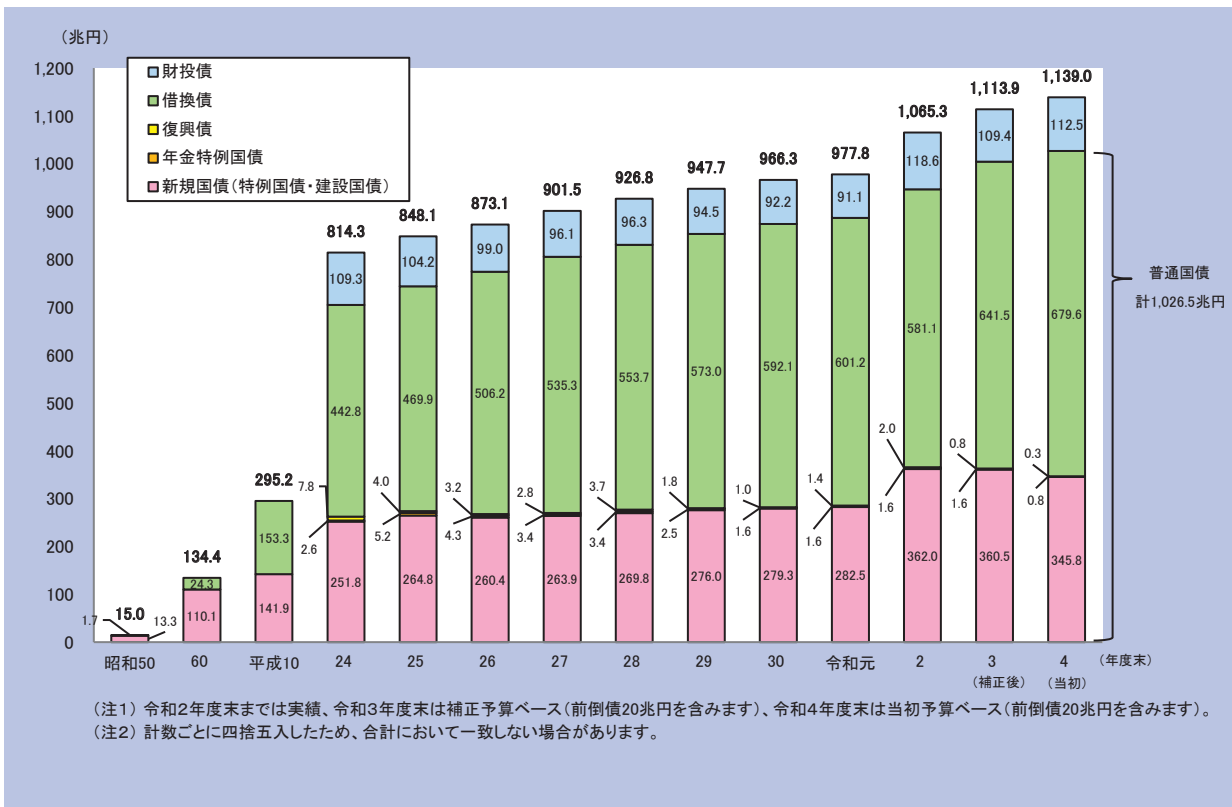
(注2) 令和4年度の市中からの買入消却については、市場参加者との意見交換を踏まえ、市場の状況を見ながら決定します。

(注3) 令和4年度当初予算における前倒債発行限度額は20兆円となっています。

(図 1 - 10) 国債発行総額の推移



(図 1 - 11) 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 215.0 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 4 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 22.8 兆円減の 198.6 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することによる超過収入を計上しており、令和 4 年度は、計 8.3 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 4 年度は、足元の販売状況等を踏まえ、前年度当初比▲ 1.2 兆円減の 2.9 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 4 年度は前年度当初と同額の 2.2 兆円となっています。

参照：第 II 編 第 1 章  
1(3)「発行方式」(P39)

☞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」(P39) 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%を計上しています。

（図 1 - 12）令和 4 年度国債発行予定額（消化方式別）

（単位：億円）

区 分	令和 3 年度当初	令和 3 年度補正後	令和 4 年度当初		
	(a)	(b)	(c)	(c)-(a)	(c)-(b)
カレンダーベース 市中発行額	2,214,000	2,122,000	1,986,000	▲ 228,000	▲ 136,000
第 II 非価格 競争入札等	82,300	70,319	82,970	670	12,651
年度間調整分	782	859	30,410	29,627	29,551
市中発行分 計	2,297,082	2,193,178	2,099,380	▲ 197,703	▲ 93,798
個人向け販売分	41,000	28,405	29,000	▲ 12,000	595
公 的 部 門 (日 銀 乗 換)	22,000	22,000	22,000	—	—
合 計	2,360,082	2,243,583	2,150,380	▲ 209,703	▲ 93,203

（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）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」(P34) 参照）。

(5) 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4年度国債発行計画の年限別発行額については、令和3年度補正後と比べて、令和5年度の借換債の増加要因となる短期債を13.6兆円減額の60.4兆円としました。また、市場のニーズを踏まえ、40年債、10年債、流動性供給入札を増額する一方、2年債を減額しました。

その結果、令和4年度のカレンダーベース市中発行額は、令和3年度補正後のカレンダーベース市中発行額から13.6兆円減額しています。

これにより、カレンダーベース（フロー）の平均償還年限（令和4年度の推計値）は7年9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1-13) 令和4年度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		令和4年度当初		(c)-(a)	(c)-(b)
	(1回あたり)	(年間発行額；a)	(1回あたり)	(年間発行額；b)	(1回あたり)	(年間発行額；c)		
40年債	0.6 × 6回	3.6	0.6 × 6回	3.6	0.7 × 6回	4.2	0.6	0.6
30年債	0.9 × 12回	10.8	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	1.2 × 12回	14.4	—	—
10年債	2.6 × 12回	31.2	2.6 × 12回	31.2	2.7 × 12回	32.4	1.2	1.2
5年債	2.5 × 12回	30.0	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	2.8 × 12回	33.6	▲2.4	▲2.4
割引短期国債		83.2		74.0		60.4	▲22.8	▲13.6
10年物価連動債	0.2 × 4回	0.8	0.2 × 4回	0.8	0.2 × 4回	0.8	—	—
流動性供給入札		11.4		11.4		12.0	0.6	0.6
計		221.4		212.2		198.6	▲22.8	▲13.6

(注1) 令和4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。

(注2) 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います。

(注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。

(注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1-14) 割引短期国債の年限別発行予定額

(単位：兆円)

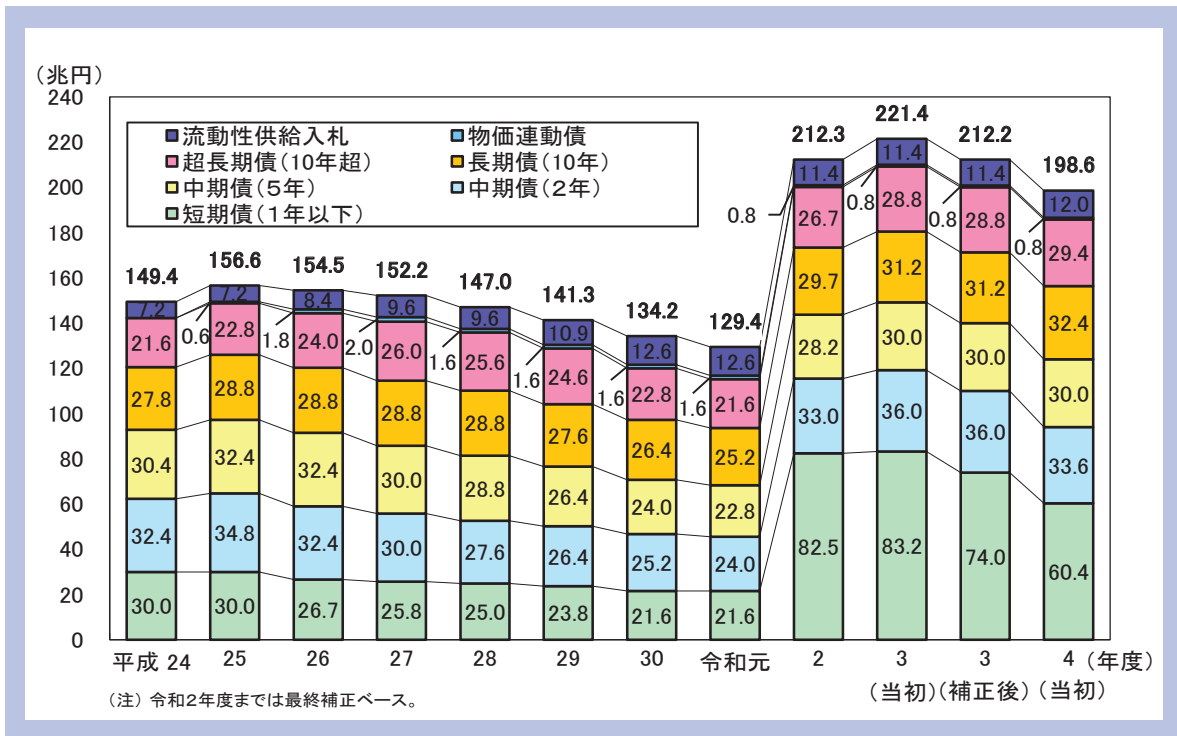
区分	令和3年度当初		令和3年度補正後		令和4年度当初		(c)-(a)	(c)-(b)
	(a)	(b)	(c)	(c)-(a)	(c)-(b)			
1年	3.5 × 12回	42.0	3.5 × 12回	42.0	3.5 × 12回	42.0	—	—
6ヶ月		41.2		32.0		18.4	▲22.8	▲13.6

(図1-15) 流動性供給入札のゾーン毎の発行額

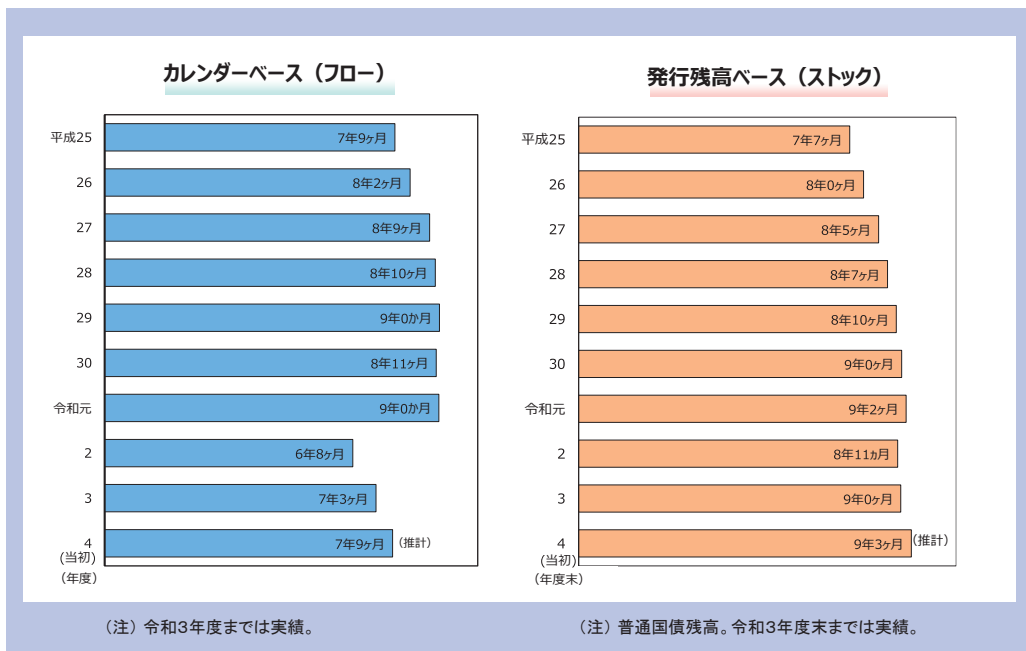
(単位：兆円)

区分	令和3年度当初	令和3年度補正後	令和4年度当初		
			(c)	(c)-(a)	(c)-(b)
15.5年超 39年未満	3.0	3.0	3.0	—	—
5年超 15.5年以下	6.0	6.0	6.0	—	—
1年超 5年以下	2.4	2.4	3.0	0.6	0.6
合計	11.4	11.4	12.0	0.6	0.6

(図1-16) カレンダーベース市中発行額の推移



(図1-17) 国債の平均償還年限





## (6) 令和4年度国債発行計画の変更

令和4年5月17日、令和4年度補正予算政府案の閣議決定にあわせて令和4年度国債発行計画を変更しました。

令和4年度の国債発行計画（補正後）において、令和4年度補正予算に伴う国債発行額の2兆7,009億円増額は、年度間調整分（来年度の償還に充てるために、今年度中に前倒して発行することにしてきた借換債の減額）でまかない、通常の入札による市中発行額（カレンダーベース市中発行額）は変更しないこととしています。

(図1-18) 令和4年度国債発行計画（補正後）

(単位：億円)

区分	令和4年度当初 (a)	令和4年度補正後	
		(b)	(b)-(a)
新規国債	369,260	396,269	27,009
建設国債	62,510	62,510	—
特例国債	306,750	333,759	27,009
復興債	1,716	1,716	—
財投債	250,000	250,000	—
借換債	1,529,404	1,529,404	—
55復興債分	38,589	38,589	—
国債発行総額	2,150,380	2,177,389	27,009

区分	令和4年度当初 (a)	令和4年度補正後	
		(b)	(b)-(a)
カレンダーベース 市中発行額	1,986,000	1,986,000	—
第II非価格 競争入札等	82,970	82,970	—
年度間調整分	30,410	57,419	27,009
市中発行分 計	2,099,380	2,126,389	27,009
個人向け販売分	29,000	29,000	—
公的部門（日銀乗換）	22,000	22,000	—
合計	2,150,380	2,177,389	27,009

(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4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4年度における前倒債発行限度額は20兆円となっています。

## ボックス3 コスト・アット・リスク分析

### 1 目的

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。

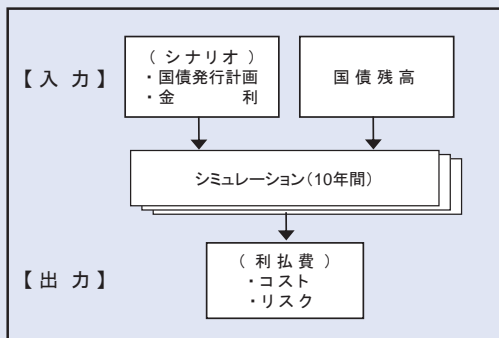
財務省では、国債発行計画策定にあたって、市場との対話に加え、定量的な分析としてコスト・アット・リスク（Cost at Risk、以下、「CaR」という）分析の結果を参考としております。

もっとも、CaR 分析をはじめとする定量的な分析だけで国債発行計画を策定するべきではなく、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。

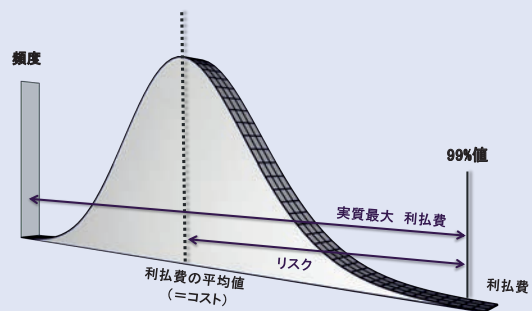
### 2 CaR 分析とは

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 B 3-1) CaR 分析のフレームワーク



(図 B 3-2) 利払費の分布図 (イメージ)

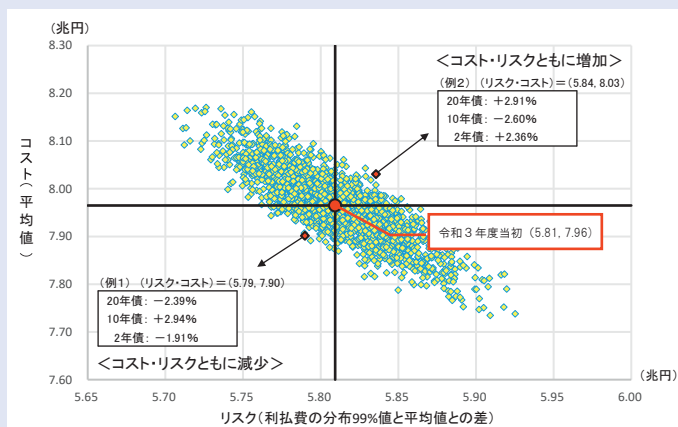


### 3 コストとリスクの推計

図 B 3-3 は令和 3 年 11 月 29 日の「国債市場特別参加者会合」において当局が提出した資料です。

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し、コストとリスクの関係性を分析したものです。令和 3 年度当初計画を横置きした場合と比較して、20 年債、2 年債については、発行割合を減少させた場合、10 年債については、発行割合を増加させた場合に、コスト・リスクともに減少する傾向が見られました。

(図 B 3-3) コスト・アット・リスク分析  
(第 96 回 国債市場特別参加者会合資料 (令和 3 年 11 月 29 日))



- [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
  - ・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」の計数を使用。
  - ・借換債：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。
  - ・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。

## ボックス4 国の債務管理の在り方に関する懇談会の総括と後継会議について

### ① 「国の債務管理の在り方に関する懇談会」の総括

「国の債務管理の在り方に関する懇談会」は、国の債務管理について、有識者から中長期的な視点でご意見・ご助言をいただく場として、2004年11月の開始以降、これまで「国債管理政策の現状と課題—論点整理—」（2009年12月）や「議論の整理」（2014年6月）を行ったほか、商品性・保有者層の多様化や国債市場の流動性の維持・向上等の個々の課題について、幅広く議論を行ってきました。

2021年6月に開催された最後の懇談会では、日本国債の発行・消化を取り巻く環境が一層厳しさを増している中、より多角的な観点から、中長期的な国債管理政策について議論・検討していくことが重要と考えられることを指摘したところです。

### ② 「国の債務管理に関する研究会」の開催

新型コロナ対応等により国債発行総額が大幅に増大する中、債務管理の枠組みの精緻化に向けてより技術的な側面を議論していく必要があることから、有識者から専門的なご意見をいただくため、新たな議論の場として2022年6月より「国の債務管理に関する研究会」を開催することとしました。

本研究会のメンバーについては、金融市場を含む幅広い分野に識見がある学識経験者・マーケット参加者を、多様性を確保しつつ人物本位で選定することを基本的な考え方としております。

#### <メンバー>

上山 毅弘	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社執行役員 フィクストインカムグループ長
小枝 淳子	早稲田大学政治経済学術院教授
篠 潤之介	早稲田大学国際学術院准教授
滝澤 美帆	学習院大学経済学部教授
戸村 肇	早稲田大学政治経済学術院教授

以上 5名  
(敬称略、五十音順)