

# 第4章 諸外国の債務管理

## 1 諸外国の債務管理政策

### (1) 債務管理政策の枠組み

日本においては、国債管理政策の基本目標として、①国債の確実かつ円滑な発行、②中長期的な調達コストの抑制を定め、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を踏まえた国債管理に努めています。諸外国においても、基本的には同様の考え方の下で債務管理政策を実施していますが、国ごとに特色があります。

日本では毎年の予算編成に合わせ国債発行計画を策定し、年限ごとの年間発行予定額等を公表していますが、発行額等の公表方法も国によって様々です。ドイツでは前年度末に当年度の国債発行総額、年限ごとの内訳が公表されており日本に近い方法といえますが、アメリカのように、会計年度で区切ることなく、法律で定められた債務上限の範囲内で四半期ごとに必要な発行額を決定、公表している国もあります。さらに、発行総額の公表から実際に入札を行うまでの情報開示のタイミングも異なります（図2-39、図2-40）。

(図2-39) 債務管理政策

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
債務管理当局	財務省理財局	Department of the Treasury, Office of Debt Management Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service	HM Treasury, UK Debt Management Office (DMO)	Bundesministerium der Finanzen, Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH (German Finance Agency)	Ministère de l'Économie et des Finances, Direction générale du Trésor, Agence France Trésor (AFT)
債務管理政策の目標	・国債の確実かつ円滑な発行 ・中長期的な調達コストの抑制	・政府運営に必要な資金を、長期的に最小のコストで調達すること ・定期的かつ予見可能な方法で入札を実施	・リスクを考慮しながら、長期にわたる資金調達コストの最小化を図ると同時に、金融政策の目的との整合性を保つこと	・債務構造から生じる金利リスクを制限する一方で、長期間かつ市場環境を踏まえ可能な限り低コストを維持すること	・納税者のために費用を最小限に留めるよう努めつつ政府の資金需要を市場からの調達でまかなうこと
会計年度	4月～翌年3月	前年10月～9月	4月～翌年3月	1月～12月	1月～12月
国債発行計画	・毎年12月下旬に翌年度の国債発行総額、年限ごとの内訳、発行回数等を公表。(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、年度後半の発行額を変更する可能性があります。)	・四半期ごと(2月、5月、8月、11月)に年限別の発行予定額、入札日程等を公表。	・毎年3月に翌年度の国債発行総額、年限ごとの内訳等を公表。 ・具体的な発行銘柄、入札予定日は四半期ごとに公表。	・毎年12月に翌年度の国債発行計画(入札日、年限別発行額、新規/リオープン等の区分等)が公表され、以降四半期ごとに改めて入札日程を公表。	・毎年12月に翌年度の国債発行総額を公表。 ・具体的な発行額は発行日の前週に行われるPDとの会合及び当日の入札状況を踏まえて決定されます。

(出所) 各国債務管理当局 HP

(図2-40) 国債発行額、入札予定日等の公表時期

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
前年度中	発行総額 発行銘柄 入札予定額		発行総額 入札予定日	発行総額 発行銘柄 入札予定額 入札予定日	発行総額 入札予定日
前四半期中	入札予定日 ※各月の入札予定日をそれぞれ3ヶ月前に公表	発行総額(注2) 発行銘柄 入札予定額 入札予定日	発行銘柄 入札予定日(注3)	入札予定額(注1) 入札予定日(注3)	
1週間程度前	入札予定額(注1)	入札予定額	入札予定額		発行銘柄 入札予定額

(注1) 前年度中に1回当たりの入札予定額を公表した上で、日本は1週間前に確定した額を公表し、ドイツは四半期ごとに確定した額を公表。

(注2) 四半期分の市中調達予定額を公表。

(注3) 四半期ごとに改めて入札予定日を公表。

(出所) 各国債務管理当局 HP

## (2) 国債の種類と発行方式

国債の発行は、入札等により市場で行うもの（市場性国債）と、個人向けに販売されるような市場を介さないもの（非市場性国債）の2種類があります。

市場性国債は、主に公募入札方式により発行されており、競争入札と非競争入札の併用が一般的です。競争入札の入札方式については、イギリス、ドイツ、フランスが日本と同様にほぼ全ての年限でコンベンショナル方式（☞①）を採用している一方で、アメリカは全ての年限でダッチ方式（☞②）を採用しているのが特徴的です。また、イギリス、フランスにおいてはシンジケーション方式による発行も行っています。ドイツでも2020年に、5年振りとなるシンジケーション発行が行われ、2021年も実施されました。

☞①各落札者が自ら入札した価格（又は利回り）が発行条件となる入札方式

☞②各落札者の入札価格（利回り）にかかわらず均一の発行条件（募入最低価格 / 募入最高利回り）となる入札方式

(図2-41) 市場性国債の種類と発行方式

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
短期債 (割引債)	3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月 (注2)	4週、8週、13週、 26週、52週、CMB(注3)	1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、 12ヶ月(注4)	3ヶ月、5ヶ月、6ヶ月、 9ヶ月、11ヶ月、12ヶ月	1年以下
中期債	2年、5年	2年、3年、5年、7年	1年超～7年	2年、5年、7年 (注5)	2年～8.5年
長期債	10年	10年	7年超～15年	10年	8.5年超～50年
超長期債	20年、30年、40年	20年、30年 (注5)	15年超～55年	15年、30年 (注5)	
その他	・物価連動債(10年)	・物価連動債 (5年、10年、30年) ・変動利付債(2年)	・物価連動債 (5～55年) ・グリーンボンド (12年、32年)(注6)	・物価連動債 (5年、10年、30年) ・グリーンボンド (5年、10年、30年) (注7)	・物価連動債 (2～30年) ・グリーンボンド (18～23年)(注8)
発行方式	コンベンショナル方式 (40年債・物価連動債は ダッチ方式)	ダッチ方式	コンベンショナル方式 (物価連動債はダッチ方式) (注9)	コンベンショナル方式 (注9)	コンベンショナル方式 (注9)

- (注1) 2022年3月末時点。
- (注2) 3ヶ月は政府短期証券(FB)のみ。
- (注3) CMB(Cash Management Bill)は、短期の資金繰りニーズに応じて適宜発行されます。
- (注4) 12ヶ月は制度上発行可能とされていますが、これまで12ヶ月の発行実績はありません。
- (注5) アメリカは2020年5月に20年債を34年振りに再発行(1986年以来)。ドイツは2020年5月に7年債及び15年債を初めて発行。
- (注6) イギリスは2銘柄のグリーンボンドを発行済み((1銘柄目)2021年9月発行、12年満期、発行額100億ポンド、(2銘柄目)2021年10月発行、32年満期、発行額61億ポンド)。
- (注7) ドイツは4銘柄のグリーンボンドを発行済み((1銘柄目)2020年9月発行、10年満期、発行総額80億ユーロ(リオープン発行含む)、(2銘柄目)2020年11月発行、5年満期、発行額50億ユーロ、(3銘柄目)2021年5月発行、30年満期、発行額60億ユーロ、(4銘柄目)2021年9月発行、10年満期、発行総額65億ユーロ(リオープン発行含む))。
- (注8) フランスは2銘柄のグリーンボンドを発行済み((1銘柄目)2017年1月発行、22年満期、発行総額309.4億ユーロ(リオープン発行含む)、(2銘柄目)2021年3月発行、23年満期、発行総額141.9億ユーロ(リオープン発行含む))。
- (注9) イギリス、ドイツ、フランスではシンジケーション方式による発行も実施されます。
- (出所) 各国債務管理当局 HP

非市場性国債は、保有を家計等に限定した個人向け国債（貯蓄性国債）が代表例として挙げられ、日本、アメリカ、イギリスで発行されています。イギリスの非市場性国債は、金利が付かない代わりに毎月抽選で当選金が支給される「くじ付き貯蓄国債(Premium Bonds)」や「グリーン貯蓄国債(固定3年)」など、ユニークな商品性が特徴です。ドイツ、フランスは、以前は個人向け国債を発行していましたが、現在は発行を停止しています。

なお、諸外国の国債発行の特徴として、イギリスやフランスでは利付債（市場性国債）の発行に際し、年限を特定せずおおまかな区分の中で柔軟に設定しています。また、アメリカでは政府機関や年金基金など、政府勘定向けの非市場性国債の発行額が大きく、政府債務残高の2割強を占めています。

参照: 第1章1(3)B「個人向け販売」(P40)

(参考) グリーンボンドについて

図2-41に記載のあるグリーンボンドとは、企業や地方自治体等が、再生可能エネルギー事業など、地球温暖化をはじめとした環境問題の解決に資する事業に要する資金を調達するために発行する債券のことです。世界のグリーンボンド市場は日本も含め民間主体で成長してきています。

こうした中、国債としてのグリーンボンド（以下「グリーン国債」といいます。）は、2016年にポーランドが世界で初めて発行して以降、フランスをはじめとする欧州を中心に世界22ヶ国が発行しています（2022年3月時点）。フランスは、2017年1月に初めてグリーン国債を70億ユーロ発行した後、同じ銘柄をリオープン方式で毎年複数回発行しており、グリーン国債の発行残高は世界最大です。なお、アメリカ、中国、日本においてはグリーン国債の発行実績はありません（2022年3月時点）。

グリーン国債については、グリーンウォッシュ（見せかけの環境改善）との批判を避ける必要があることや、他の国債と別に発行する場合は流動性の低下が調達コストの増加をもたらす可能性がある点などに留意する必要があります。

(3) 流動性の維持・向上に関する施策

各国とも様々な方法を通じて国債市場の流動性の維持・向上に努めています。日本ではリオープン発行について、20年債と30年債では年間4銘柄、40年債と物価連動債では年間1銘柄を原則、10年債は金利が上下に大きく変動する場合（市場実勢利回りと表面利率との乖離がおおむね0.30%を超える場合）を除き年間4銘柄とし、一銘柄当たりの発行量を十分確保することで国債市場の流動性の維持・向上に努めています。また、流動性供給入札を通じて、構造的に流動性が低下している銘柄や需要の高まり等により一時的に流動性が不足している銘柄を追加発行しています。

諸外国については、アメリカ（7年以下を除く）とドイツでは、オンザラン銘柄を原則リオープン方式で発行している一方で、イギリス、フランスでは、オンザラン銘柄・オフザラン銘柄にかかわらず債務管理当局の判断で銘柄を特定して追加発行しています（図2-42）。

また、ドイツでは発行額の一部を当局が留保し、流通市場の状況を見ながら徐々に市中で売却又はレポ市場で活用する制度があります。

(図2-42) リオープン（追加）発行

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
リオープン発行あり	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 5年債（注1）</li> <li>・ 10年債（注2）</li> <li>・ 20年債</li> <li>・ 30年債</li> <li>・ 40年債</li> <li>・ 物価連動債（10年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 10年債</li> <li>・ 20年債</li> <li>・ 30年債</li> <li>・ 変動利付債（2年）</li> <li>・ 物価連動債（5年、10年、30年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中期債（1年超～7年）</li> <li>・ 長期債（7年超～15年）</li> <li>・ 超長期債（15年超～55年）</li> <li>・ 物価連動債（5～55年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2年債</li> <li>・ 5年債</li> <li>・ 7年債</li> <li>・ 10年債（注3）</li> <li>・ 15年債</li> <li>・ 30年債</li> <li>・ 物価連動債（5年、10年、30年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中期債（2年～8.5年）</li> <li>・ 長期債、超長期債（8.5年超～50年）（注3）</li> <li>・ 物価連動債（2～30年）</li> </ul>
リオープン発行なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2年債</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2年債</li> <li>・ 3年債</li> <li>・ 5年債</li> <li>・ 7年債</li> </ul>	-	-	-

(注1) 元利払日と表面利率が同一の場合のみ、リオープン発行。

(注2) 金利が上下に大きく変動する場合（市場実勢利回りと表面利率との乖離がおおむね0.30%を超える場合）を除き、リオープン発行。

(注3) グリーン国債を含みます。

(出所) 各国債務管理当局 HP

## (4) プライマリー・ディーラー制度

プライマリー・ディーラー（以下「PD」といいます。）とは、もともとはアメリカにおける政府公認ディーラーのことを指します。PDの指定に当たっては、あらかじめマーケットメイク能力や財務内容、国債入札への参加実績等で審査されます。PDに指定された者はFRBが公開市場操作をする際にニューヨーク連銀と直接取引を行う資格が与えられ、また、当局との定期的な会合に参加し意見交換をすることができません。同時に、PDは国債入札への応札やマーケットメイク、当局への情報提供など一定の責任が生じます。このように、国債市場に関する特別な資格及び責任を有する者をPDとして定め、国債市場の流動性、効率性、安定性等の維持・向上を図る仕組みを一般的にPD制度と呼んでいます。

今日では、日本における国債市場特別参加者制度をはじめ、類似の制度が各国に存在していますが、図2-43のとおり、PDの責任、資格は国によって様々です。

(図2-43) プライマリー・ディーラー制度

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ（注1）	フランス	
名称	国債市場特別参加者	Primary Dealers	Gilt-edged Market Makers (GEMMs)	Bietergruppe Bundesemissionen (Bund Issues Auction Group)	Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT)	
導入時期	2004年	1960年	1986年	1990年	1987年	
メンバー数 (2022年4月現在)	20社	25社	17社	32社	15社	
責任	応札	・全ての入札への参加 ・発行予定額の100/n%以上 ※nは国債市場特別参加者の数	・全ての入札への参加 ・発行額/PD数	・全ての入札への参加 ・直近半年間の発行総額の5%以上（義務ではなく目標）	—	・全ての入札への参加
	落札	<短期>直近2四半期の発行総額の0.5%以上 <短期以外>直近2四半期の発行総額の1%以上	—	各セクター(利付債、物価連動債)ごとに、直近半年間の発行総額の2%以上(義務ではなく目標)	1年間の発行総額(デュレーションで按分)の0.05%以上	各セクター(短期債、中期債、長期債・超長期債、物価連動債)ごとに直近1年間の発行総額の2%以上(注2)
	マーケットメイク	十分な流動性を提供	マーケットメイクのシェアを0.25%以上に維持	流通市場で直近半年間の2%以上の取引シェア(義務ではなく目標)	—	流通市場で直近1年間の2%以上の取引シェア
	情報提供(提供先)	財務省	ニューヨーク連邦準備銀行	英国債務管理庁(DMO)	—	フランス国債庁(AFT)
資格	独占参加	—	・競争入札 ・買入消却 ・シンジケーション 等	・競争入札 ・非競争入札 ・買入消却 等	・競争入札 ・非競争入札 (競争入札落札額の25%以下) ・シンジケーション 等	
	定例会合等(相手先)	・財務省【年5回程度】	・財務省【四半期ごと】 ・ニューヨーク連邦準備銀行【年1回】	・英国債務管理庁(DMO)【四半期ごと】 ・財務省【年1回】	—	・フランス国債庁(AFT)【定期的】

(注1) ドイツの「Bund Issues Auction Group」は、メンバーのみが入札に参加できるという点ではPD制度と類似していますが、指定要件は「EU域内に本拠を構える金融機関」というだけであり、入札において一定の落札義務はあるものの、応札義務や発行当局との意見交換などがないことから、諸外国のPD制度とは異なるものとされています。

(注2) フランスの落札責任は、表中の条件が「4つのセクター(短期債、中期債、長期債・超長期債、物価連動債)のうち、3つのセクターで直近1年間の発行総額の2%以上かつ4つのセクターの平均が直近1年間の発行総額の3%以上」の条件を満たす必要があります。

(出所) 各国債務管理当局HP