

# 参考資料

## 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とともに、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という基本的な考え方にに基づき運営
- このため、国債発行計画の策定・運用に当たり、「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

### 市場との対話

#### IMF/WB “Guidelines for Public Debt Management”

(2001年3月21日)

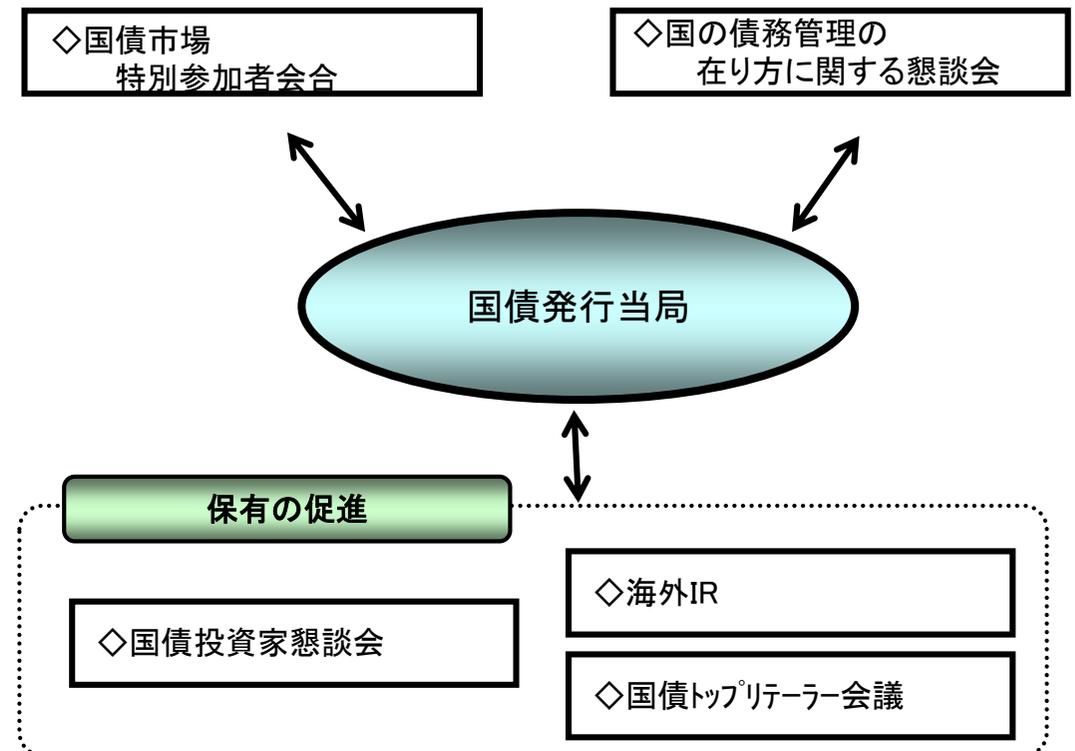
「公的債務管理政策の主たる目的は、必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点からの政府の資金調達コストを最小化すること」

#### III. Summary of the Debt Management Guidelines

##### 1. Debt Management Objectives and Coordination

##### 1.1 Objectives

The main objective of public debt management is to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk.



## 中長期的な需要に即した発行

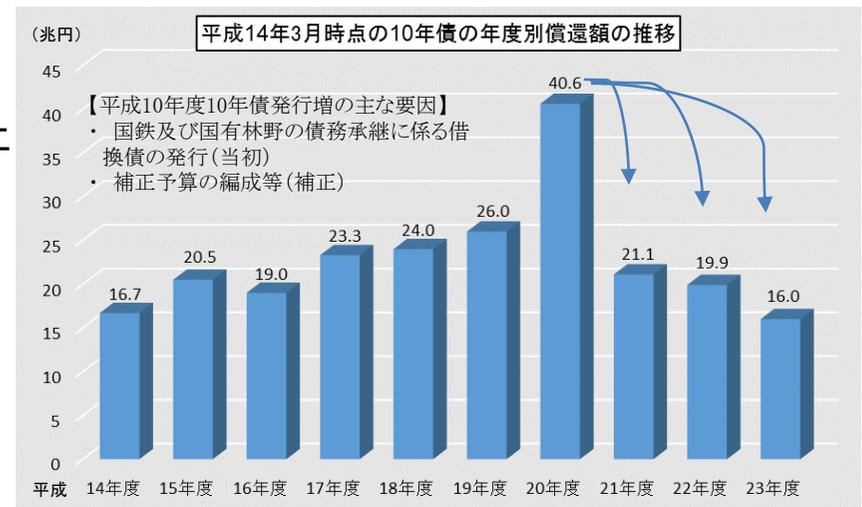
- 市場ニーズの変化に対応した国債管理政策とすることは重要であるが、一時的・短期的な需要の変化に過度に対応すれば、結果として、市場参加者にとっての透明性・予見可能性が損なわれ、国債投資に対するリスクが高まり、中長期的な調達コストの上昇につながる場合もある。
- また、年度間で、特定年限の発行額を大きく変動させたり、発行を一時取りやめたりした場合、以下のような事態が生じるおそれもある。
  - ① 連動して、満期時の償還額も大きく変動することになり、結果として償還時における国債の需給環境が不安定化(参考1)
  - ② 発行後に需給環境が大きく変化した等の場合において、オフザラン銘柄間の需給バランスが崩れ、イールド・カーブにゆがみが発生(参考2)
- 今後とも大量の国債発行が見込まれる状況において、「确实かつ円滑な国債発行」と「中長期的な調達コストの抑制」を実現するには、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

### (参考1) 「平成20年度問題」の発生と対応

例えば、平成10年度の10年債の発行額が、補正予算の編成に伴って急増したこと等を背景に、平成20年度の償還見込額が急増する、いわゆる「平成20年度問題」が生じた。このため、後年度に、買入消却の実施等の対応が迫られることになった。

### (参考2) 米国・長期国債先物の受渡適格銘柄に係る懸念

- ・ 米国では、2001年から5年間、財政状況の改善により、30年債による資金調達の必要性が薄れたことから、30年債の発行を停止。
- ・ その結果、2015年～2020年の約5年間、長期国債先物のチーペスト銘柄が特定1銘柄(2036年2月償還)に固定化される可能性。
- ・ チーペスト銘柄は、各種取引のヘッジ手段として多用されるため、需給逼迫等による市場のゆがみが懸念されている。



(注)財投資は含んでいない。

## (参考)海外当局の対応(例)

- 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。

### OECD “sovereign borrowing outlook 2014”

(2014年3月28日)

「多くの債務管理当局は、国債発行についてより柔軟で機会主義的となった。この変化は理解できるが、リスクを孕んでいる。発行計画の予見可能性は低下し(less predictable)、このことは長期的には望ましいものではない。したがって、出口に向けて、債務管理当局はより機会主義的でない発行に回帰する必要がある。透明性の高い債務管理の枠組み(transparent debt management framework)と綿密な市場との対話は、調達コストを不必要に増大させる市場のノイズを削減する手助けとなる。」

### スウェーデン “Basis for evaluation central government debt management 2016”

「魅力的な国債市場構築のためには、国債は透明性と予見可能性(transparency and predictability)をもって管理される必要がある。」

### 米国財務省 “Debt Management Overview and Quarterly Refunding Process”

「米財務省の債務管理の第一目標は、政府の借り入れ需要を長期的な最小コストで調達することである。米財務省は、当該目標達成のため、定期的かつ予見可能な方法で入札を実施し、財務省の意思決定過程の透明性を確保し、継続的に入札過程の改善に取り組むことが最善と考える。」

### ダリーブ・シン 米財務省次官補代行の講演要旨

(2016年12月6日)

米財務省は、従来から、納税者の「調達コスト最小化(minimum cost)」を基本理念に国債管理政策を運営。これに加え、1970年代に「定期的かつ予見可能な発行(regular and predictable issuance)」を採用。「定期的かつ予見可能な発行」は、国債投資のリスクを減らすことを通じて、最終的には「調達コストの最小化」に繋がるもの。

### カナダ “Debt Management Strategy for 2017-2018”

「流動的且つ十分に機能するカナダ国債市場をサポートするため、政府は、透明かつ定期的な(transparency and regularity)発行を確保するよう努める。」

## フローベースとストックベースの平均償還年限を巡る考え方について

- 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。こうした中、近年の国債発行計画策定に当たっては、足元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たところ。
- 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あるが、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)の平均償還年限に着目した運用がなされてきた。
- 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るれば、その時点における需要動向に応じた柔軟な対応が出来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。
- 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。  
(注)平成29年度以降、平成28年度計画と同発行額、同年限構成で国債発行が継続していくことを前提に機械的に試算した場合、今後少なくとも10年程度はストックベースで平均償還年限の長期化が続く見込み。
- 従って、今後は、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はないか。

# 平成30年度国債発行計画の概要

- 近年の国債の発行年限の長期化による借換債の減等により、国債発行総額は、対29年度当初比4.1兆円の減少。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）については、上記の減少に加え、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も考慮し、同7.0兆円の減額
- 年限別発行額については、これまで増額してきた30年債・40年債も含めて、バランスの取れた減額。また、流動性供給入札（ニーズに応じた既発債の追加発行）を増額し、市場の流動性低下への懸念に配慮

〈発行根拠法別発行額〉

(単位:兆円)

区 分	30年度	
	対29年度当初	
新規国債 (建設・特例国債)	33.7	▲ 0.7
復興債	1.0	▲ 0.6
財投債	12.0	-
借換債	103.2	▲ 2.8
国債発行 総額	149.9	▲ 4.1

〈消化方式別発行額〉

(単位:兆円)

区 分	30年度	
	対29年度当初	
市中発行分	144.1	▲ 3.9
通常の入札による 市中発行額	134.2	▲ 7.0
入札時の追加 発行分・超過収入 等	9.9	3.1
個人向け販売分	3.3	0.3
日銀乗換	2.5	▲ 0.5
合計	149.9	▲ 4.1

〈年限構成（通常の入札）〉

(単位:兆円)

区 分	30年度	
	対29年度当初	
40年債	2.4	▲ 0.6
30年債	8.4	▲ 1.2
20年債	12.0	-
10年債	26.4	▲ 1.2
5年債	24.0	▲ 2.4
2年債	25.2	▲ 1.2
1年割引 短期国債	21.6	▲ 2.2
10年物価 連動債	1.6	-
流動性 供給入札	12.6	1.8
合計	134.2	▲ 7.0

<カレンダーベース市中発行額>

(単位:兆円)

区 分	29年度当初		29年度(補正後)			30年度当初			
	(1回あたり)	(年間発行額; a)	(1回あたり)	(年間発行額; b)	(b) - (a)	(1回あたり)	(年間発行額; c)	(c) - (a)	(c) - (b)
40年債	0.5 × 6回	3.0	0.5 × 6回	3.0	—	0.4 × 6回	2.4	▲0.6	▲0.6
30年債	0.8 × 12回	9.6	0.8 × 12回	9.6	—	0.7 × 12回	8.4	▲1.2	▲1.2
20年債	1.0 × 12回	12.0	1.0 × 12回	12.0	—	1.0 × 12回	12.0	—	—
10年債	2.3 × 12回	27.6	2.3 × 12回	27.6	—	2.2 × 12回	26.4	▲1.2	▲1.2
5年債	2.2 × 12回	26.4	2.2 × 12回	26.4	—	2.0 × 12回	24.0	▲2.4	▲2.4
2年債	2.2 × 12回	26.4	2.2 × 12回	26.4	—	2.1 × 12回	25.2	▲1.2	▲1.2
1年 割引短期国債	1.9 × 2回 2.0 × 10回	23.8	1.9 × 2回 2.0 × 10回	23.8	—	1.8 × 12回	21.6	▲2.2	▲2.2
10年物価連動債	0.4 × 4回	1.6	0.4 × 4回	1.6	—	0.4 × 4回	1.6	—	—
流動性供給入札		10.8		10.9	0.1		12.6	1.8	1.7
計		141.2		141.3	0.1		134.2	▲7.0	▲7.1

(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る。

(注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2.1兆円を予定している。

(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。

(注4) 流動性供給入札のゾーン毎の発行額等は、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。

区 分	29年度 (実績見込み)	30年度当初	対29年度 (実績見込み)
15.5年超 39年未満	2.6	3.0	0.4
5年超 15.5年以下	6.6	7.2	0.6
1年超 5年以下	1.7	2.4	0.7

## 平成30年度国債発行予定額

### <発行根拠法別発行額>

(単位:億円)

区 分	30年度当初	30年度補正後	
	(a)	(b)	(b) - (a)
新規国債	336,922	343,872	6,950
建設国債	60,940	67,890	6,950
特例国債	275,982	275,982	—
復興債	9,563	9,563	—
財投債	120,000	120,000	—
借換債	1,032,371	1,032,371	—
うち復興債分	18,587	18,587	—
国債発行総額	1,498,856	1,505,806	6,950

### <消化方式別発行額>

(単位:億円)

区 分	30年度当初	30年度補正後	
	(a)	(b)	(b) - (a)
カレンダーベース 市中発行額	1,342,000	1,342,000	—
第Ⅱ非価格 競争入札等	85,000	85,000	—
年度間調整分	13,856	20,806	6,950
市中発行分 計	1,440,856	1,447,806	6,950
個人向け販売分	33,000	33,000	—
公的部門(日銀乗換)	25,000	25,000	—
合 計	1,498,856	1,505,806	6,950

※1 平成30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(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)

※2 平成30年度における前倒債の発行限度額は55兆円

(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。

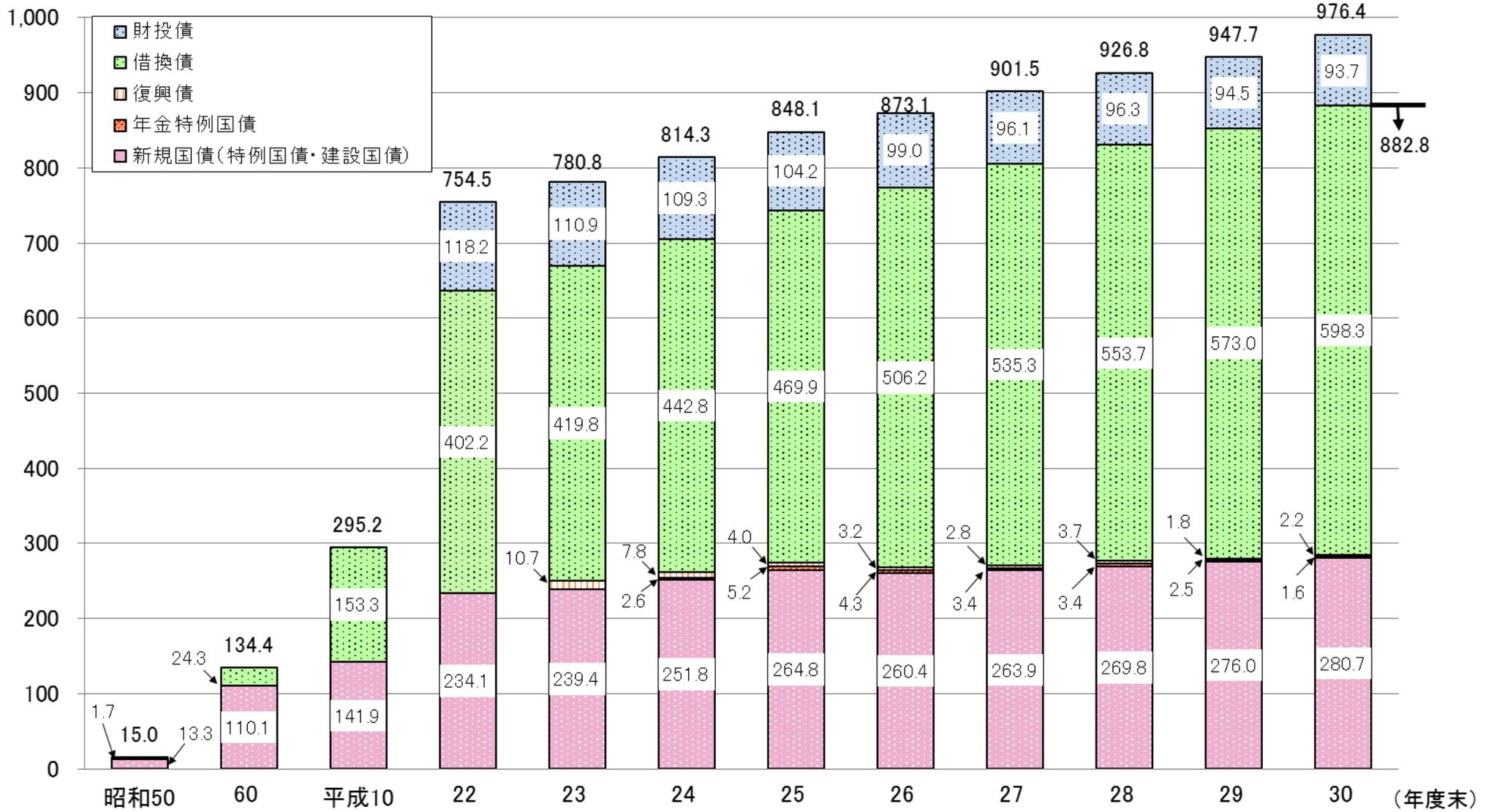
(注3) 第Ⅱ非価格競争入札とは、価格競争入札における加重平均価格等を発行価格とする、価格競争入札等の結果公表後に実施される国債市場特別参加者向けの入札をいう(価格競争入札等における各国債市場特別参加者の落札額の15%を上限)。第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額については、当該入札を実施する国債(40年債、30年債、20年債、10年債、5年債、2年債及び10年物価連動債)のカレンダーベース市中発行額の7%を計上している。

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。

# 国債発行残高の推移

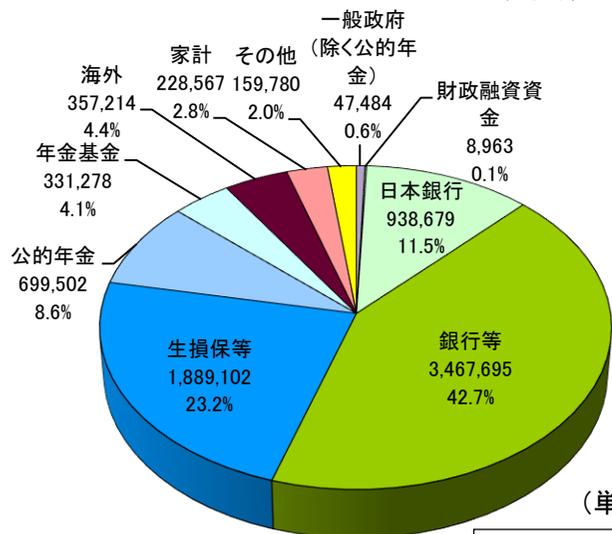
(兆円)



(注1) 平成29年度末までは実績、平成30年度末は当初予算ベース(前倒債55兆円を含む)。

(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合がある。

# 国債(T-Billを除く)の保有者別内訳の変化 (平成25年3月末(確報)→平成30年6月末(速報))

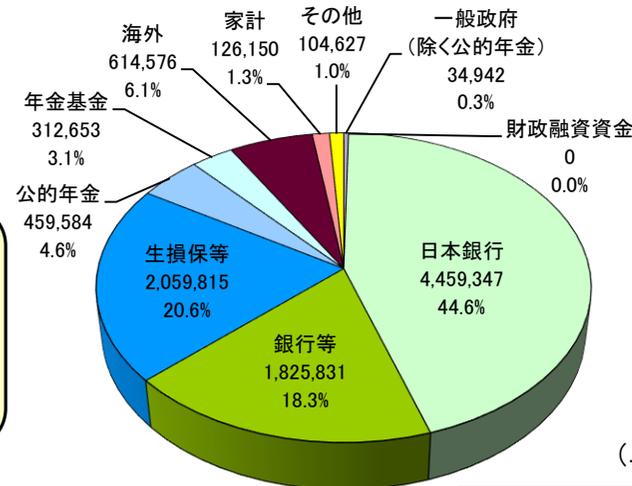


(単位：億円)

合計 812兆8,264億円



**保有額の増加**  
 - 日本銀行 +352.1兆円  
 - 海外 +25.7兆円  
**保有額の減少**  
 - 銀行等 ▲164.2兆円  
 - 公的年金 ▲24.0兆円

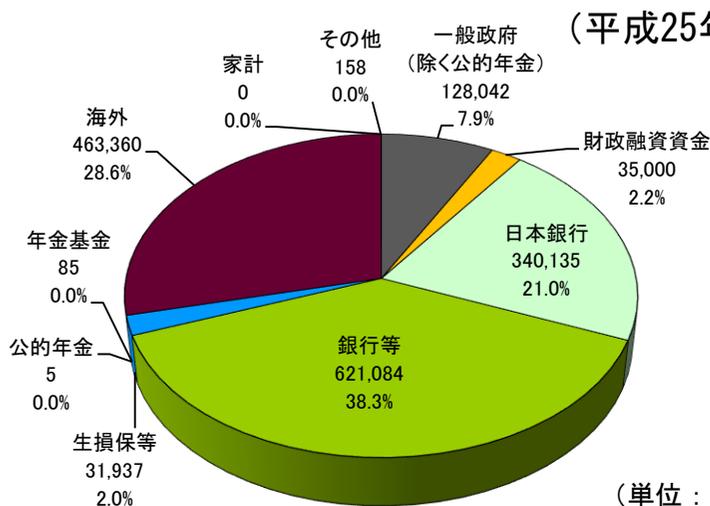


(単位：億円)

合計 999兆7,525億円

## T-Billの保有者別内訳の変化

(平成25年3月末(確報)→平成30年6月末(速報))

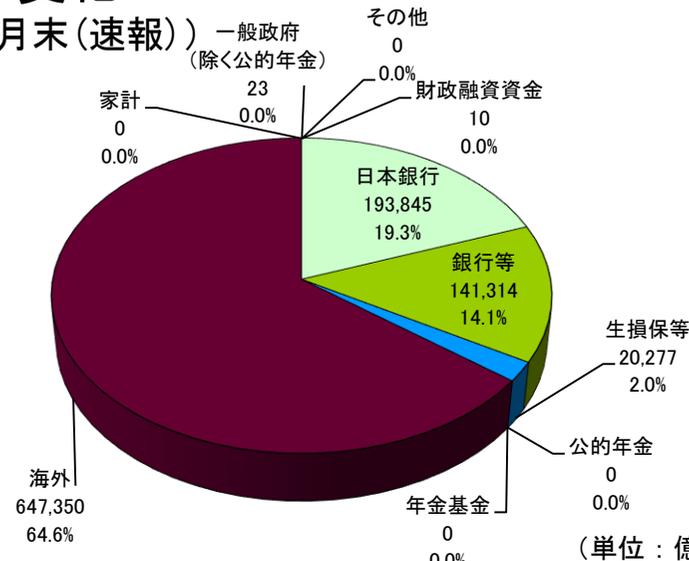


(単位：億円)

合計 161兆9,806億円



**保有額の増加**  
 - 海外 +18.4兆円  
**保有額の減少**  
 - 銀行等 ▲47.8兆円



(単位：億円)

合計 100兆2,819億円

出所: 日本銀行「資金循環統計」

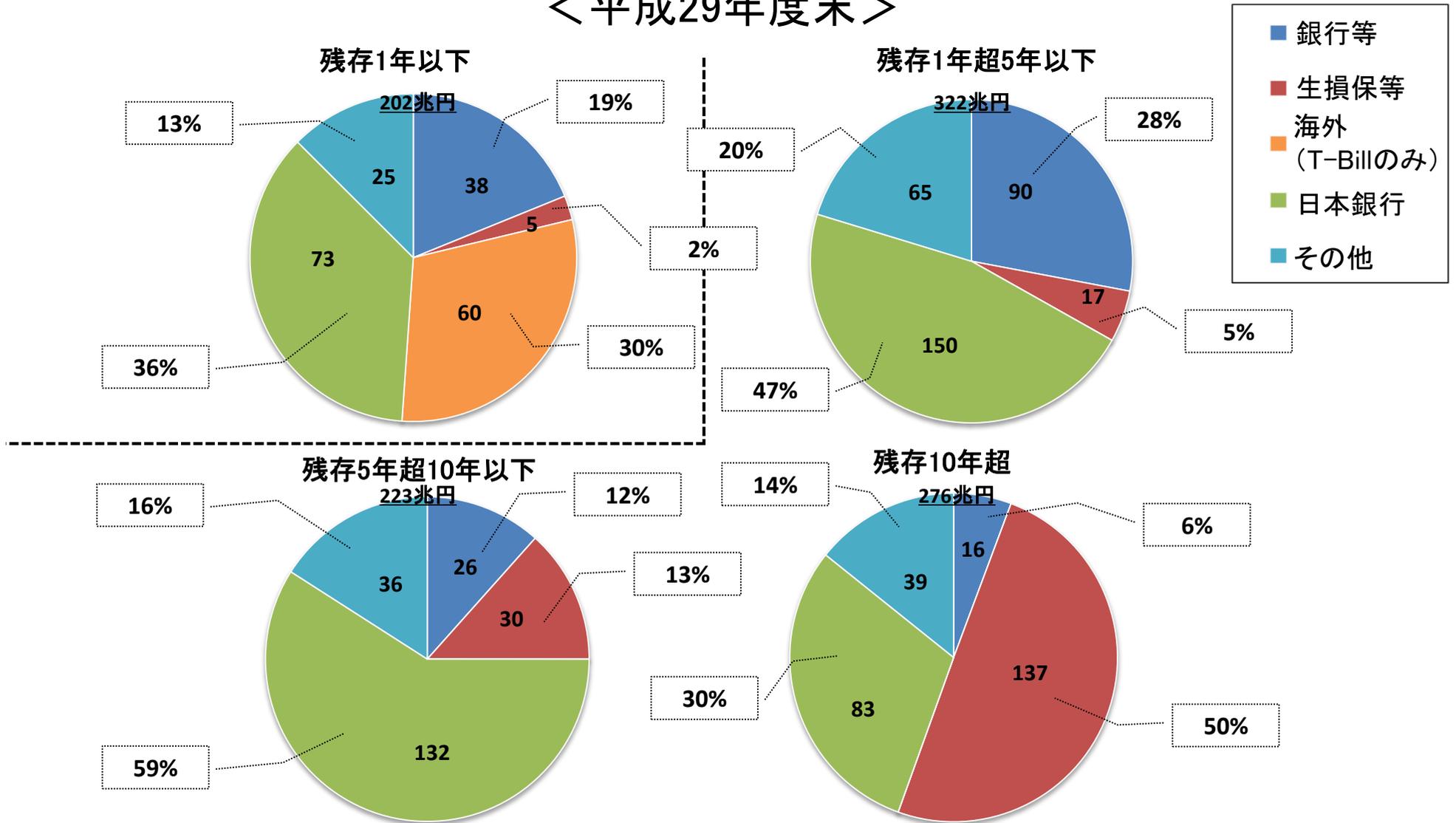
(注1)「国債」は「財投債」を含む。

(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。

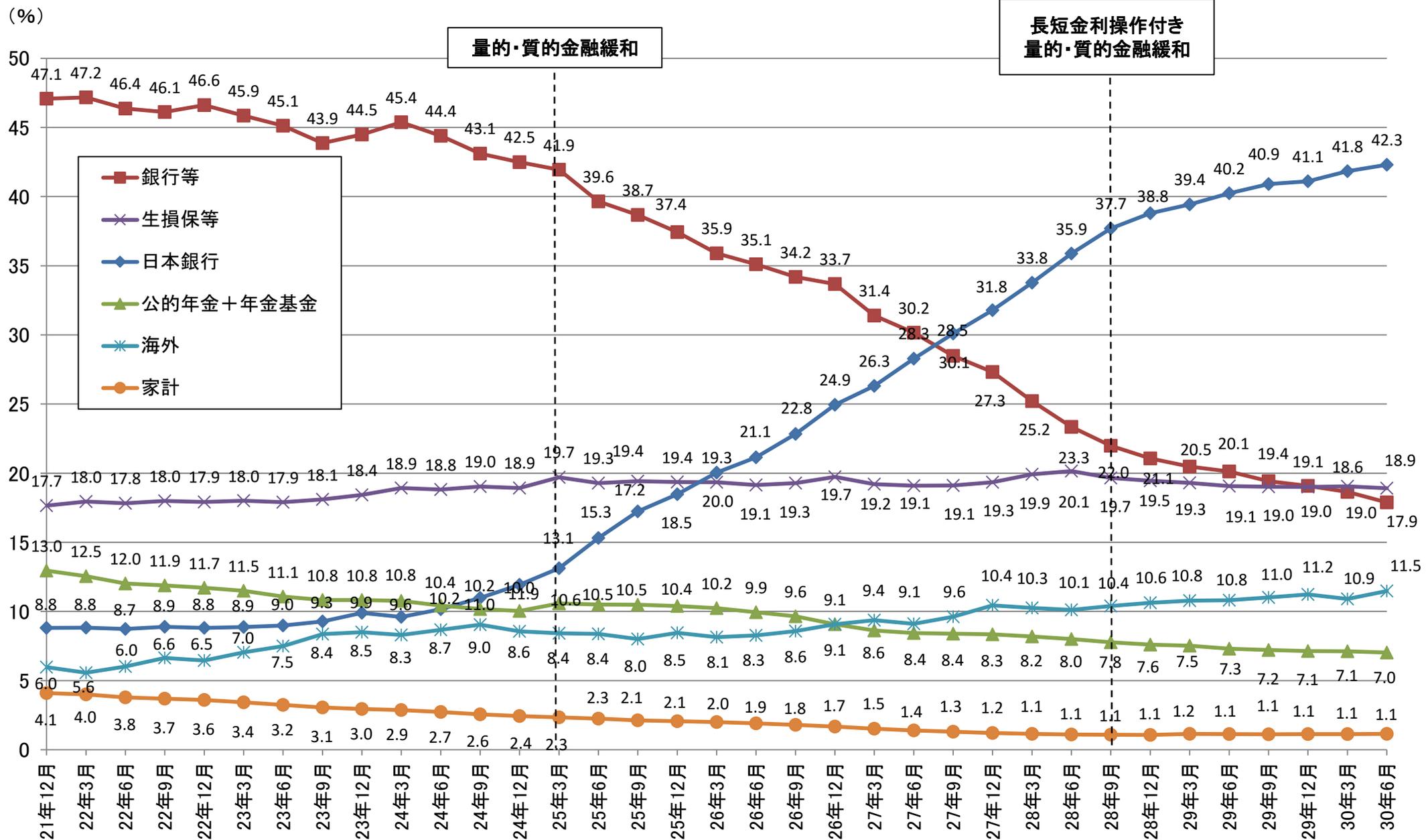
# 国債の所有者別内訳(残存期間別)

## <平成29年度末>



(出所)財務省、「資金循環統計」、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」及び「日本銀行勘定」、各社ディスクロージャー誌  
 (注1)「銀行等」は、都市銀行等(都市銀行・新生銀行・あおぞら銀行・信託銀行)、地方銀行、第二地方銀行、ゆうちょ銀行、系統金融(農林中金・JA信連・信金中金・商工中金・全信組連・労金連)。  
 (注2)「生損保等」は、生命保険(生命保険協会加盟全社)、JA共済、損害保険(大手3社)。  
 (注3)「残存1年以下」に関し、「海外」が保有する国庫短期証券(T-Bill)以外の残存1年以下の国債は「その他」に含まれる。「残存1年超」の3区分について、「海外」保有分は「その他」に含まれる。  
 (注4)「その他」は、残存期間別発行残高(額面)と各項目の合計額との差額を計上。項目毎の評価方法の違いによる調整は行っておらず、差分は、「その他」に反映される。

# 国債及び国庫短期証券(T-Bill)の保有者別割合の推



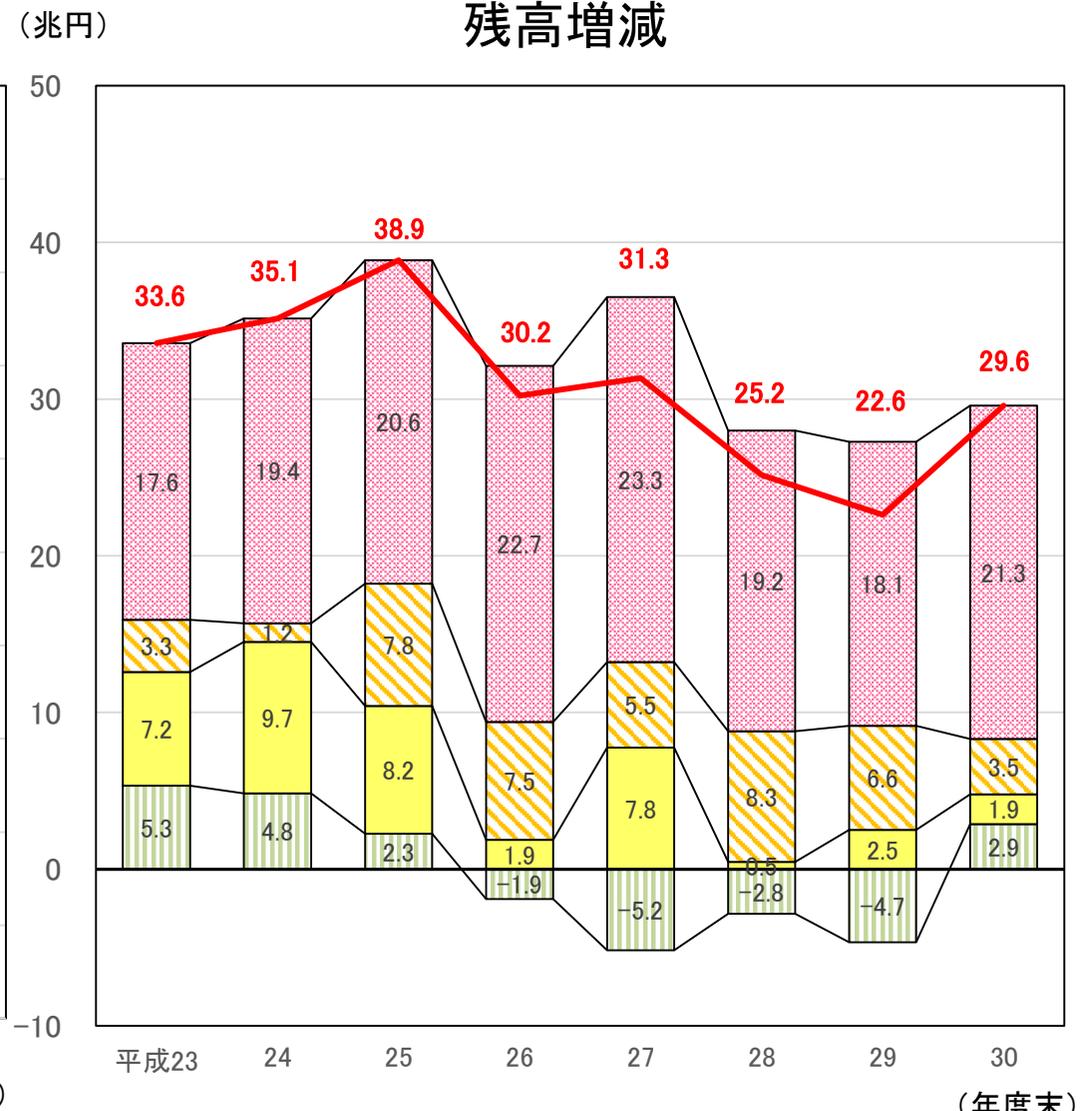
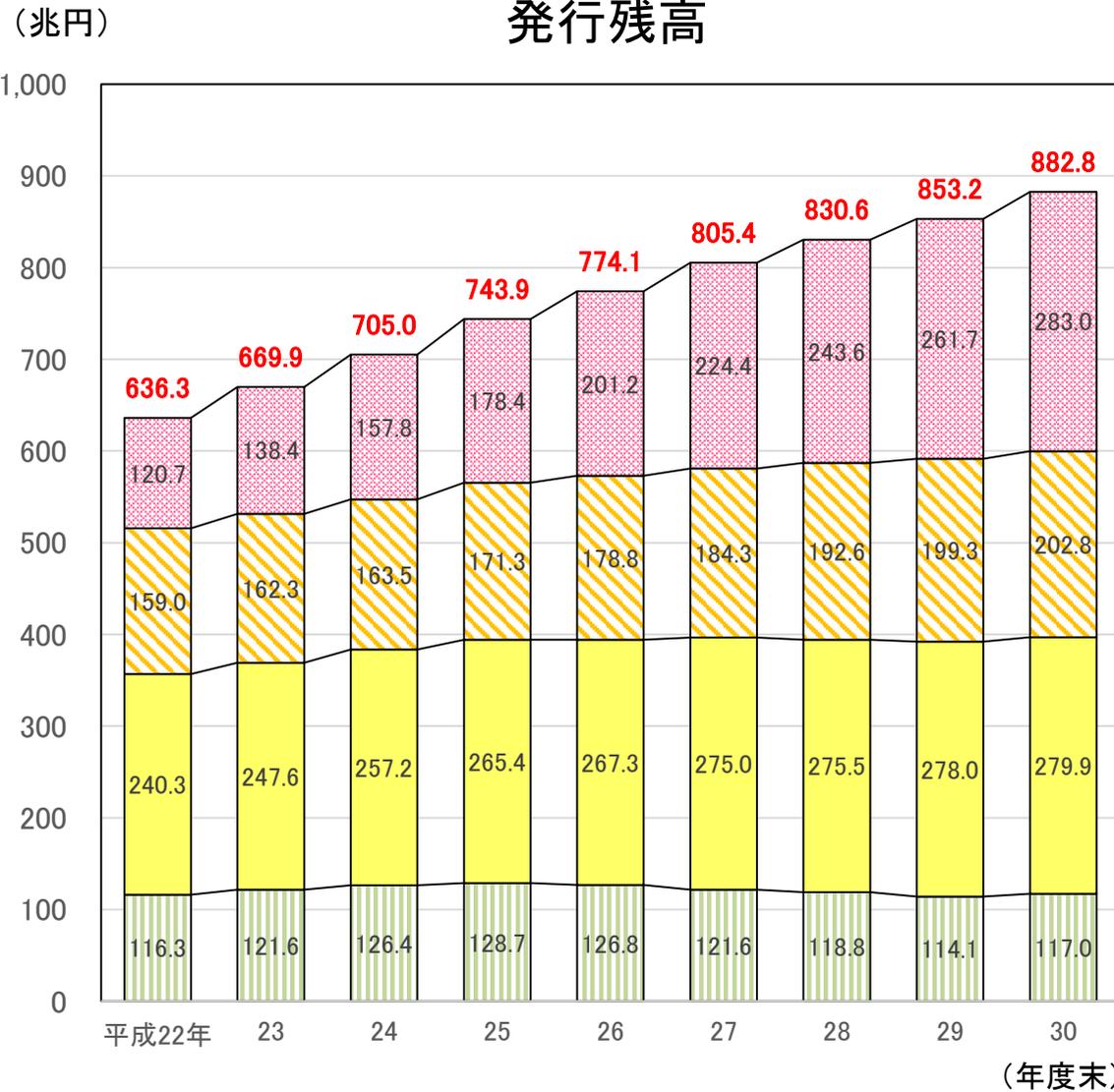
出所: 日本銀行「資金循環統計」

(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。

# 残存期間別の国債発行残高の推移

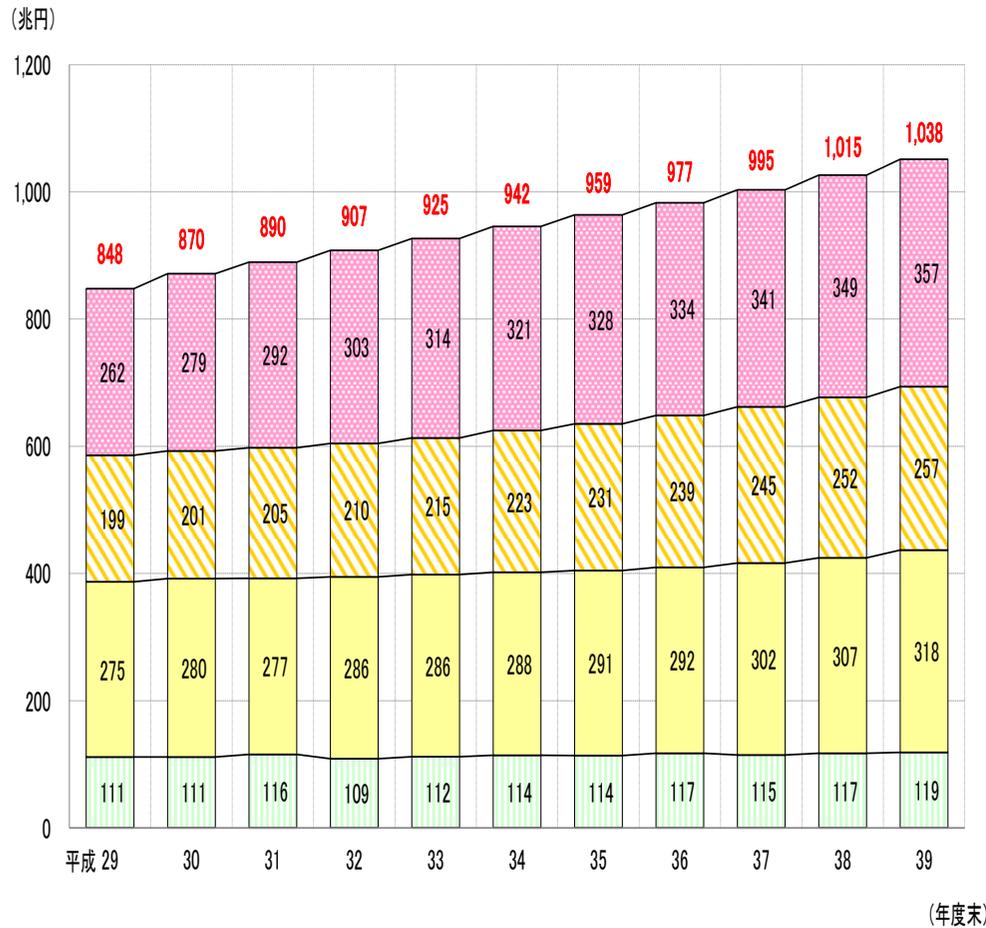


□ 1年以下 □ 1年超5年以下 □ 5年超10年以下 □ 10年超

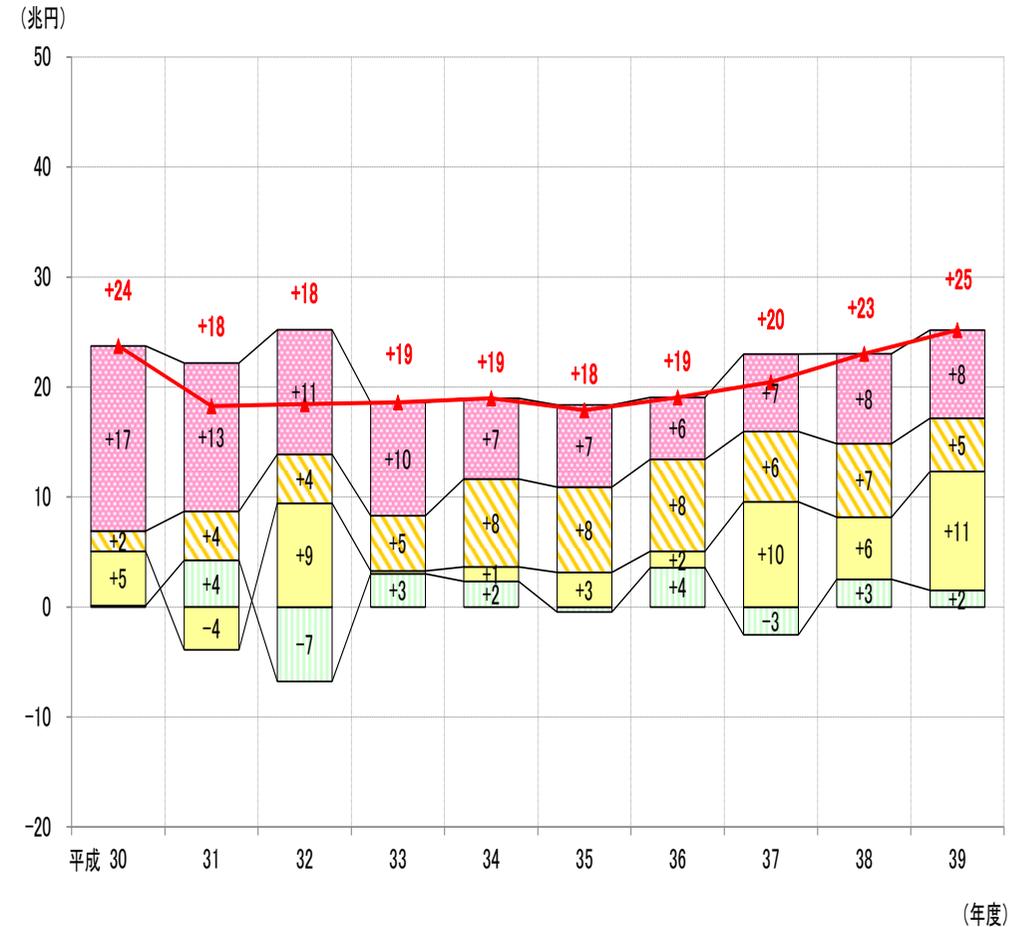
- (注1) 平成29年度末までは実績、平成30年度末は当初予算ベース(前倒債55兆円を含む)。  
 (注2) 発行残高は、まだ償還を迎えていない国債の残存期間別の推移であり、発行残高の推移ではない。  
 (注3) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

# 残存期間別の国債発行残高(財投債及び復興債を除く)の将来推計

## 残高



## 残高増減

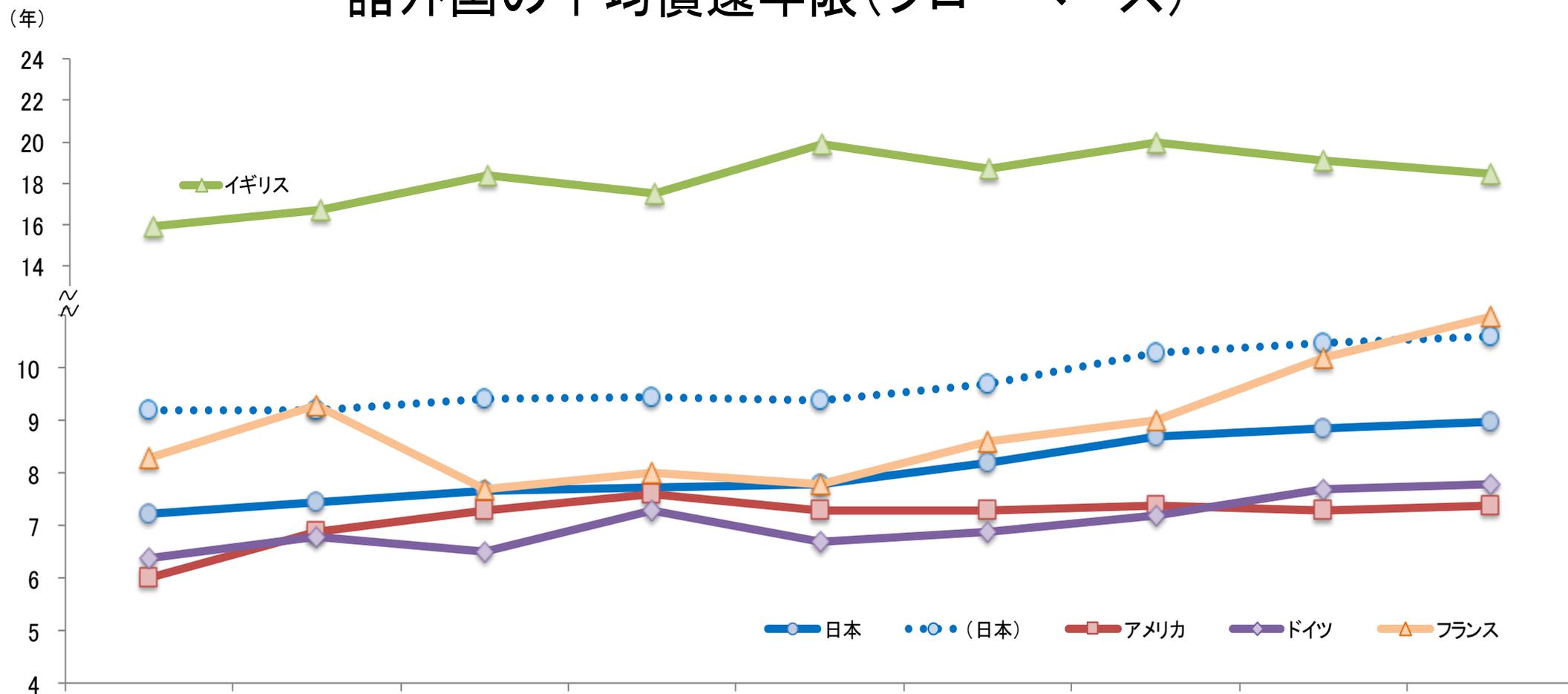


■ 残存10年超    
 ■ 残存5年超10年以下    
 ■ 残存1年超5年以下    
 ■ 残存1年以下

### [前提]

- ・ 新規国債 : 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成30年7月)」の「成長実現ケース」の計数を使用。
- ・ 借換債 : 平成30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。)の額を使用。平成31年度以降は、平成30年3月末の普通国債の償還予定をベースに平成30年度計画と同一の年限構成割合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。前倒債の発行額は、平成30年度計画ベースの見込額を使用。

# 諸外国の平均償還年限(フローベース)



年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
日本	7.2	7.5	7.7	7.7	7.8	8.2	8.7	8.9	9.0
(日本)	(9.2)	(9.2)	(9.4)	(9.4)	(9.3)	(9.7)	(10.3)	(10.4)	(10.6)
アメリカ	6.0	6.9	7.3	7.6	7.3	7.3	7.4	7.3	7.4
イギリス	15.9	16.7	18.4	17.5	19.9	18.7	20.0	19.1	18.5
ドイツ	6.4	6.8	6.5	7.3	6.7	6.9	7.2	7.7	7.8
フランス	8.3	9.3	7.7	8.0	7.8	8.6	9.0	10.2	11.0

(出所) 各国債務管理当局HPから財務省が試算

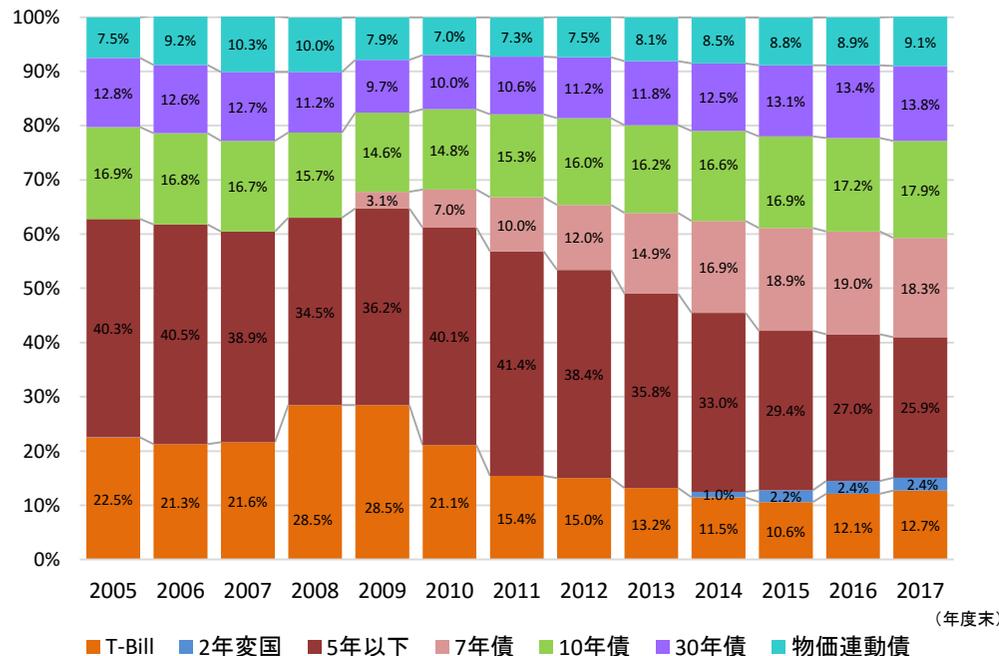
(注1) 日本はカレンダーベース。割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)を除く。アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスは短期国債(1年以下)を除く。

(注2) (日本)は、割引短期国債(TB)を除いて、諸外国とベースを合わせたもの。

## 米国の平均償還年限を巡る議論

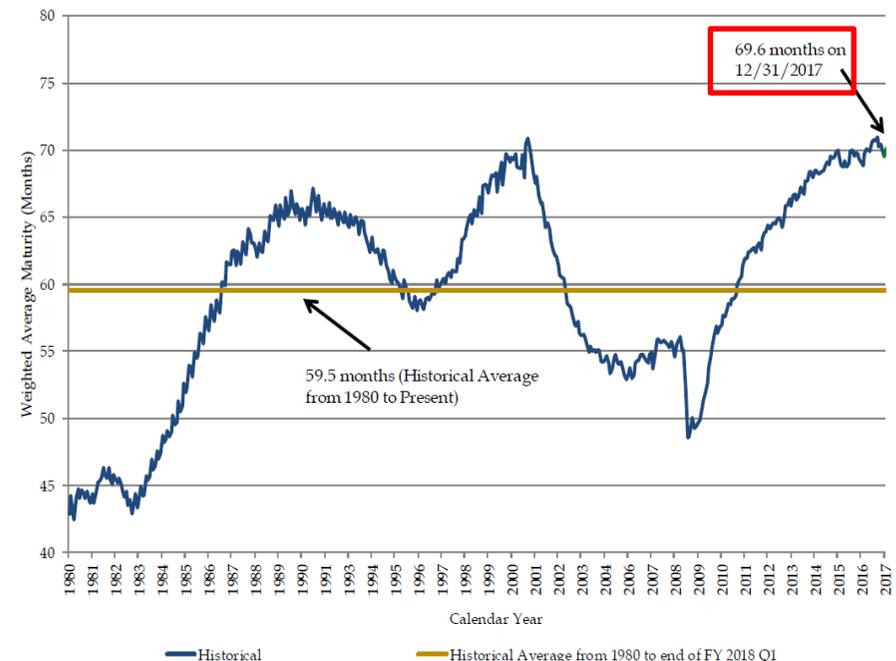
- 平均償還年限を更に延ばすことによって得られるリスクの削減効果は、平均償還年限が短かった際に延ばすことによって得られた効果に比べて減少
- 平均償還年限は、調達リスクを評価するために有用な指標であるが、発行戦略の結果であって目標そのものではない  
(TBAC Reports to the Secretary (11/1/2017))
- 平均償還年限に対する特定の方向性があるわけではなく、むしろ短中期債を中心とした発行増額を行えば、平均償還年限はおおよそ現在のレベル(約70ヶ月)で安定する見込み  
(TBAC Reports to the Secretary (1/31/2018))

米国の国債発行残高(T-Billを含む)



(出所) 米国財務省 “TBAC Discussion Charts(2018Q1)”, Treasury Directを元に財務省にて作成

平均償還年限の推移

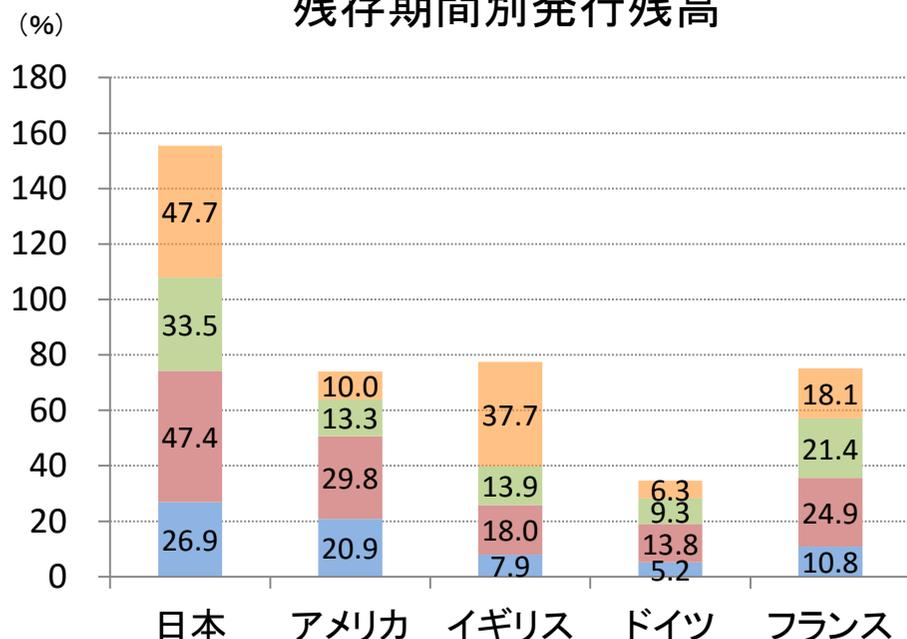


(出所) 米国財務省 “TBAC Discussion Charts(2018Q1)”

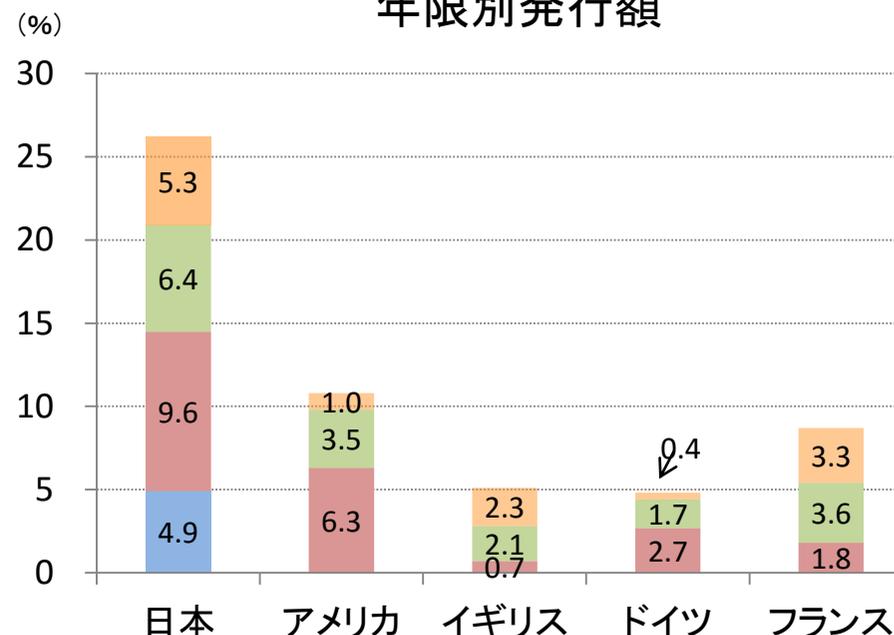
# 国債の残存期間別・年限別で見た諸外国比較



## 残存期間別発行残高



## 年限別発行額



超長期債割合(対発行残高)	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
	30.7% [30.7%]	13.4% [11.7%]	48.7% [30.8%]	18.1% [16.9%]	24.1% [20.1%]

超長期債割合(対国債発行額)	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
	20.1% [20.1%]	8.9% [8.0%]	45.1% [31.6%]	8.0% [7.1%]	38.1% [31.9%]

(出所) 各国債務管理当局HP等から財務省が試算

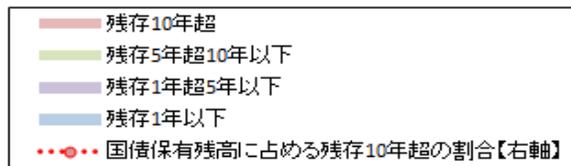
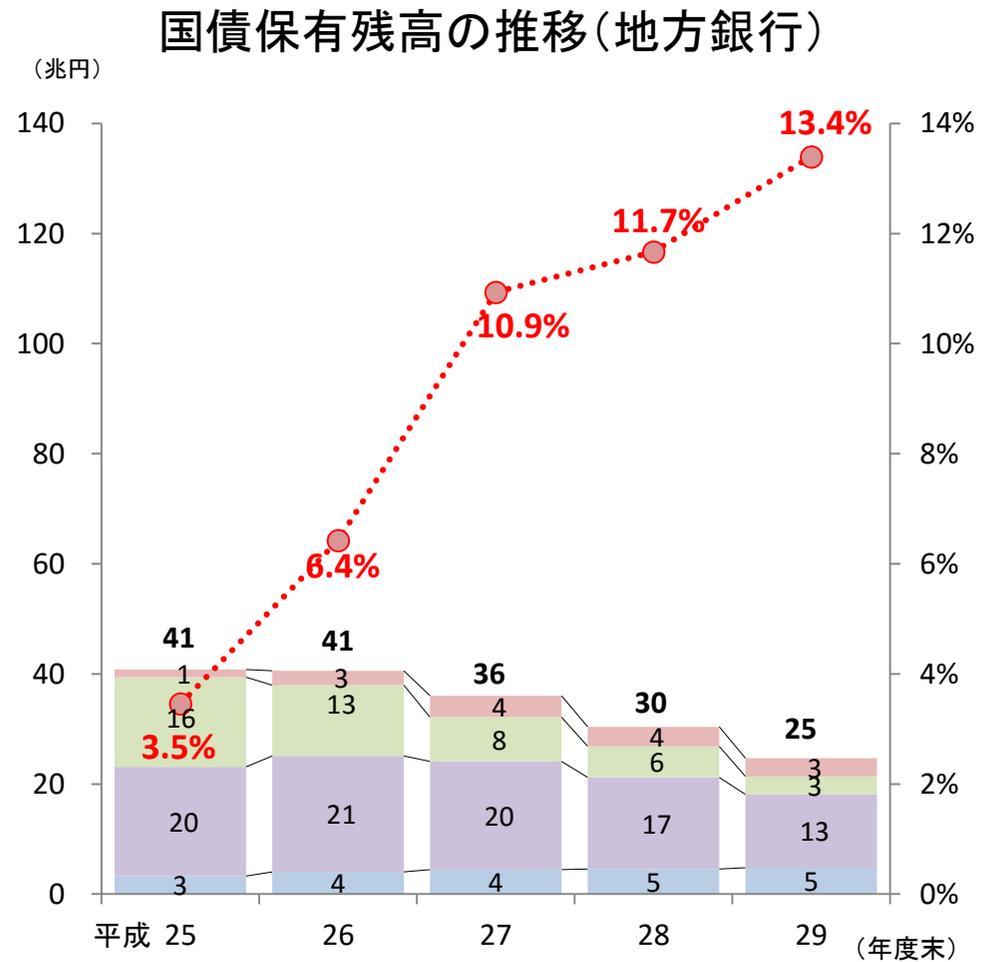
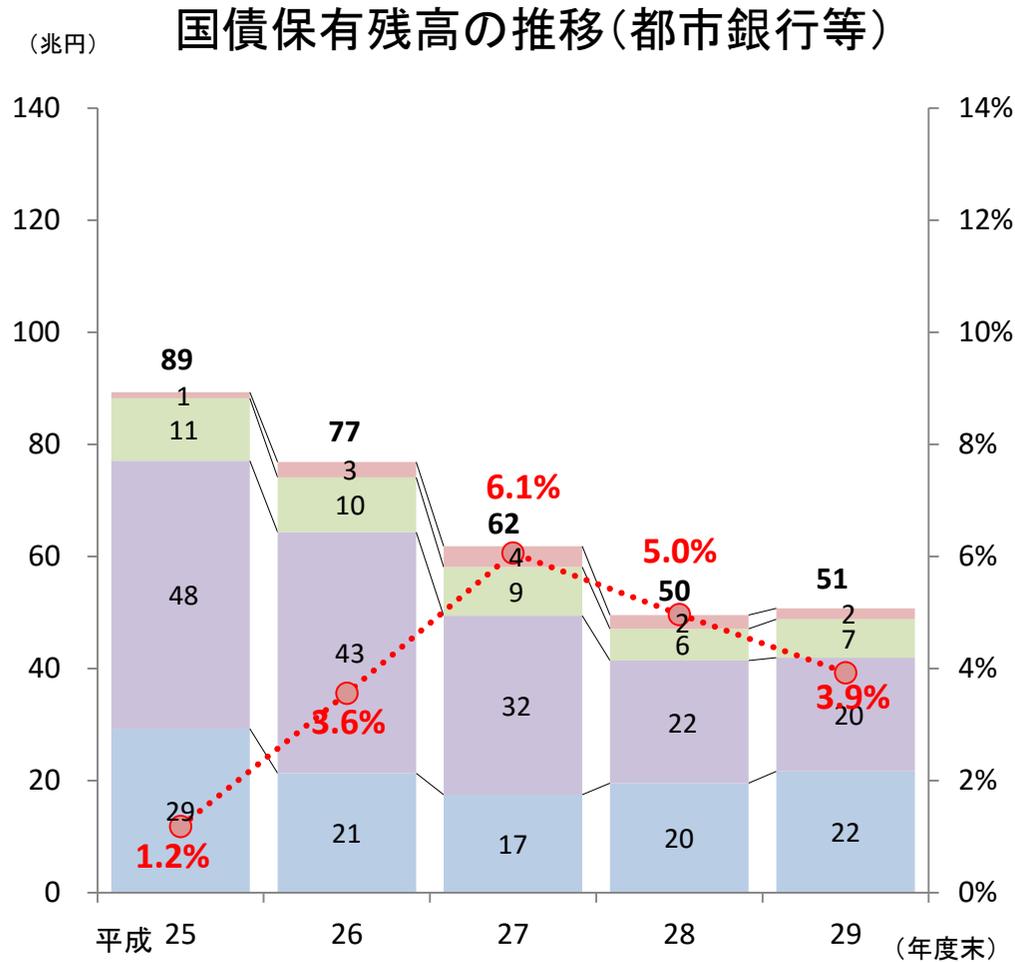
(注1) 超長期債は10年超。日本は普通国債ベースであり、財投債は含まれない。諸外国は市場性国債ベース。残存期間別発行残高は2018年3月末時点、年限別発行額は2017年度時点。

(注2) 超長期債の割合について、日本は、分母に割引短期国債(TB)を含み、政府短期証券(FB)は含まない。諸外国の残存期間別残高は分母に短期債(1年以下)を含み、年限別発行額は短期債を含まない。

(注3) [ ]は物価連動債除きの割合(残存期間別発行額は2018年3月末時点、年限別発行額は2017年度時点)。

(注4) 物価連動債が発行残高に占める割合は、日本0.9%、アメリカ8.5%、イギリス24.9%、ドイツ6.2%、フランス11.9%(2018年3月末)。

# 銀行の国債保有動向



(出所) 各社ディスクロージャー誌

(注) 「国債保有残高の推移(都市銀行等)」は、『都市銀行・新生銀行・あおぞら銀行・信託銀行』、「国債保有残高の推移(地方銀行)」は、『地方銀行・第二地方銀行』を対象とする。

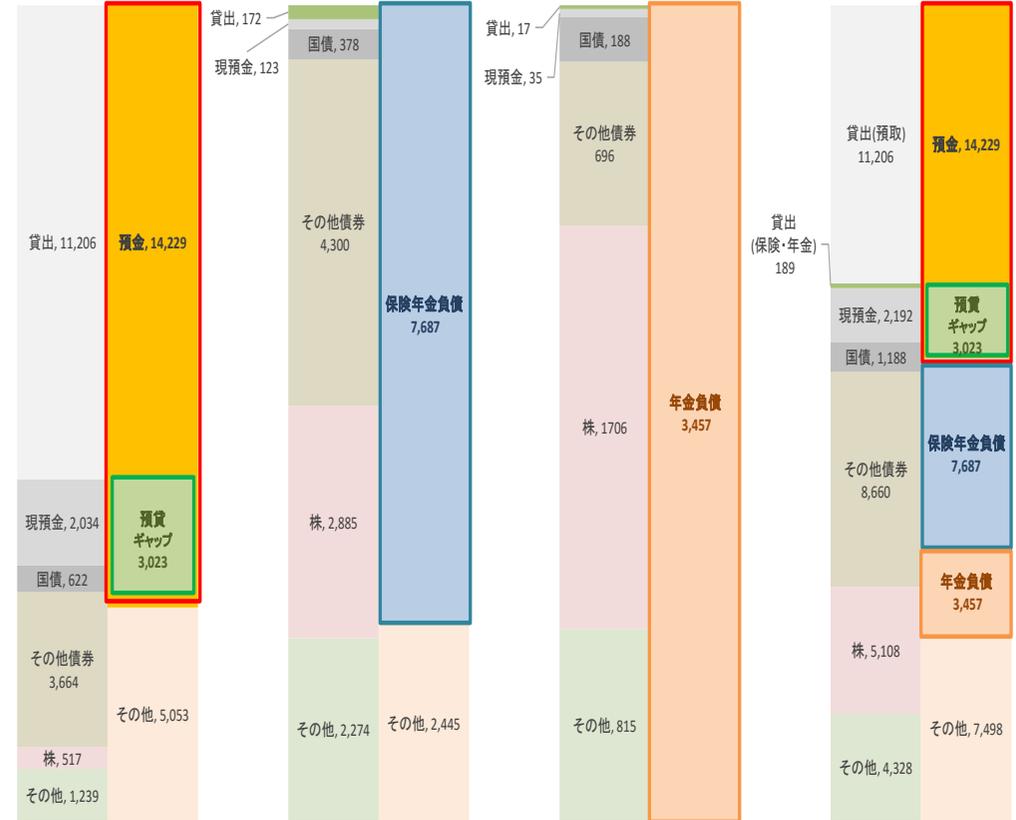
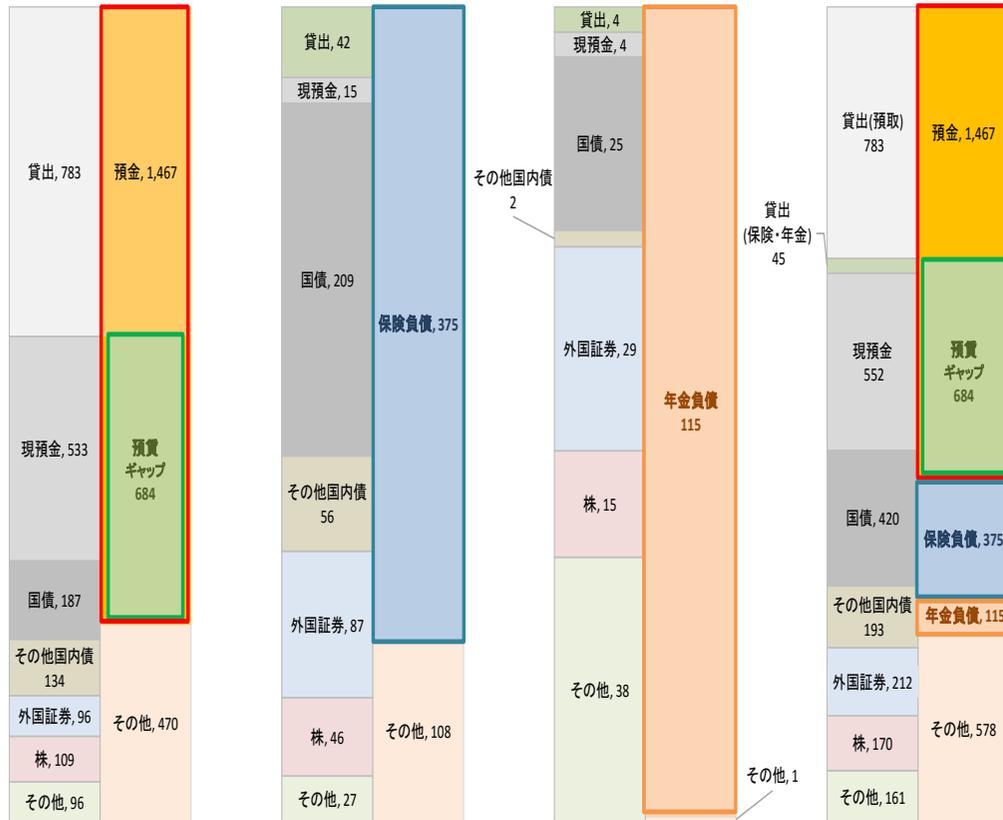
# 日米の預金取扱機関・保険・確定給付型年金のバランスシート

【日本】預金取扱機関・保険・確定給付型年金のバランスシート

【米国】預金取扱機関・保険・確定給付型年金のバランスシート

(2018年3月末)  
(単位:兆円)

(2017年12月末)  
(単位:10億ドル)



預金取扱機関

保険

確定給付型年金

合計

預金取扱機関

保険

確定給付型年金

合計

(出典) 日銀「資金循環統計」、FRB ”Financial Accounts of the United States”

(注1) 確定給付型年金は、日本は資金循環統計の「確定給付型年金」、米国はFinancial Accounts of the United Statesの Private Pension Funds: Defined Benefit Plans

(注2) 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。

# 前倒債について

## 前倒債の考え方

- 年度間の国債発行の平準化等のため、翌年度に発行する予定の借換債の一部を前倒して発行することが認められている。
- 借換債の前倒し発行(前倒債)により、
  - ・満期償還が集中した場合の影響の緩和、
  - ・各年度の国債市中発行額の大幅な変動の抑制、を通じ、安定的な国債発行と、中長期的なコスト抑制につながる

(参考1) 特別会計に関する法律(抄)

第47条 国債整理基金特別会計においては、翌年度における国債の整理又は償還のため、予算をもって国会の議決を経た金額を限度として、借換国債を発行することができる。

(参考2) 平成30年度特別会計予算総則(抄)

第9条 国債整理基金特別会計において、「特別会計に関する法律」第47条第1項の規定により平成30年度において翌年度における国債の整理又は償還のため借換国債を発行することができる限度額は、55,000,000,000 千円とする。

## 前倒債発行額の推移(平成25年度分以降)

(単位: 億円)

年度(平成)	24年度発行 (25年度分)	25年度発行 (26年度分)	26年度発行 (27年度分)	27年度発行 (28年度分)	28年度発行 (29年度分)	29年度発行 (30年度分)	30年度発行 (31年度分)
発行額	113,607	232,758	288,341	422,509	451,046	494,407	(限度額 550,000)