

リサーチ TODAY

2013年12月18日

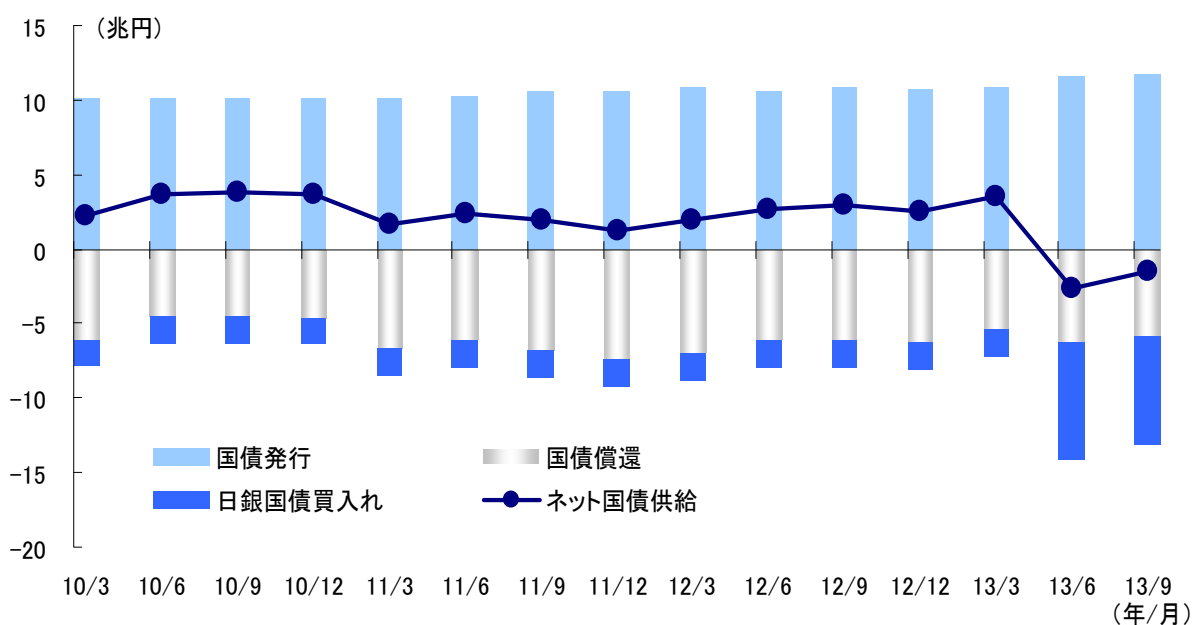
国債市場歳時記、年末の季語は国債発行計画

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

年末になってきた。債券市場歳時記、「年末の季語」は次年度の国債発行計画策定にある。2014年度予算にそって月末に財務省は国債発行計画を発表するが、その決定プロセスにおける儀式として市場との対話を行うべく一連の会合が開催されることになる¹。2014年度の発行計画におけるポイントとしては、発行年限の長期化が挙げられている。同時に、今年から発行が再開された物価連動国債の発行増加やその種類の拡大も今後の論点として考えられる。

市場が国債発行計画に注目するのは、国債の発行が債券市場の「需給」に大きな影響を与えるからである。ここで、発行は需給のうちの「供給」に影響を与える。基本的に国債を「供給」するのは政府である財務省である。ただし、実際に「供給」として機能を見るには、「ネット供給」の概念が重要になる。すなわち、今日において日銀が大量に国債の購入を行うことが既成事実化したなか、市場への供給はあくまでも日銀の購入を控除した「ネット」で考える必要がある。下記の図表は「ネット供給」の推移を示しているが、明らかに2013年度からマイナスの供給に転じるという大きな環境転換が生じたことがわかる²。国債市場の需給の局面転換が日銀の「異次元の金融緩和」でもたらされたのである。

■図表：国債ネット供給額推移



(注) ネット国債需給＝国債発行－国債償還－日銀買入れで算出

(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

下記の図表は、「異次元の金融緩和」のなかで日銀の国債買入れ計画を示す。日銀は発行国債の73%を購入している。「異次元の金融緩和」の前は31%であったことからすると、これは大きな転換である。

■図表：日銀の国債買入れ計画

(兆円)

残存期間	1年超5年以下	5年超10年以下	10年超	合計	市中発行額に対する割合
買入金額 (変更前)	3.0		0.1	3.1	31%
買入金額 (4/4発表)	3.0	3.4	0.8	7.2	73%
市中発行額	5.6	2.4	1.9	9.9	100%

(注) 1.流動性供給入札、変動利付債、物価連動債を除く

2.変更前の買入金額は、輪番オペと資産買入等基金(2012年度月平均)の合計

(資料) 日本銀行、財務省よりみずほ総合研究所作成

ここで、国債の発行計画の論議に戻ると、従来の状況であれば毎年の国債市場の「供給」を決める大きな儀式が国債発行計画であるが、先に示した新たなレジームでは本来の発行計画が実質的な「ネット供給」であるとすれば、日銀の国債購入を念頭に考える必要が生じる。もちろん、筋として日銀は独自の判断で国債購入を定めてはいるが、実際には財務省の発行計画だけでは「供給」の判断が出来ない状態にある。そうしたなか、市場のミクロ的な状況を考えるには、年限別の需給や流動性の判断も必要になる。今回、国債発行計画で流動性入札の拡大の期待が高まっているのは、このように個別銘柄への日銀の関与が強まる需給環境においては不可避なものといえる。また、実際に新たな国債が発行されることを所与に考えるなら、日銀の追加緩和策も2014年1～3月の年度内に行って「ネット供給」が明示的に市場に示されたほうが望ましいと考えられる。同時に、このような実質的な「財政ファイナンス」の状況においては、政府に常に財政規律の姿勢を示す必要があることは言うまでもない。その意味で、今年1月22日の日銀と政府の共同声明は重要だ。

1 年末には、財務省は市場との対話の一環として、発行計画の議論を、国債市場特別参加者会合、国債投資家懇談会、国の債務管理の在り方に関する懇談会等で行う。筆者は国の債務管理の在り方に関する懇談会のメンバーの一員として、12月18日の会合に参加の予定である。

2 野口雄裕「国内長期金利の行方」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年8月21日)