

日本国債を巡る制度の変遷とそのインプリケーション ー市場機能の発展と今後ー

野村資本市場研究所 研究理事
齋藤 通雄

■ 要 約 ■

1. 第二次世界大戦後の日本は、非募債主義を原則とする財政法の下、国債発行を行わずに財政運営をスタートしたが、1965年度に転機を迎えた。それから約60年に及ぶ国債発行の歴史を振り返ると、大きく4つの期間に分けて整理することができるように思われる。
2. 第Ⅰ期は、国債発行が始まった1965年度から1974年度までで、財政法第4条に基づく建設国債の発行が中心だった期間である。この間に、国債の発行方式として、募集取扱及び引受を行うシンジケート団による、シ団引受が確立するとともに、償還方式として、今日まで続く60年償還ルールが整備された。
3. 第Ⅱ期は、1975年度から1997年度までである。この期間においては、特例法に基づく赤字国債の発行を余儀なくされ（途中バブル期には赤字国債から一時脱却したが）、国債発行額が増大するとともに、その円滑な消化を図るため、新たな発行方式として公募入札等が導入され、年限の多様化も進展した。また、引受金融機関に要請されていた国債の売却自粛要請が緩和されるなど、流通市場の発展も進んだ。
4. 第Ⅲ期は、1998年度から2012年度までで、国債管理政策が市場機能重視に大きく舵を切った期間である。発行方式として、主要先進国と同様のプライマリー・ディーラー制度が導入され、シ団引受は廃止された。また、即時銘柄統合方式の導入や流動性供給入札の導入など、流通市場での流動性を意識した発行が進んだ。さらには、5年債、30年債等の導入により、発行の軸となる年限構成が主要国と同様となり、非居住者向け非課税制度も整備されるなど、発行・流通全般にわたりグローバル・スタンダードに即した制度が整えられた。
5. 第Ⅳ期は2013年度以降で、金融政策の転換により、国債市場における日本銀行の存在感が極めて大きくなるとともに、流動性が低下したり、イールドカーブが歪んだりといった事象も発生した。
6. 2024年後半は、金融政策の再転換に伴い、第Ⅳ期がまさに出口を迎えている。日本銀行に替わる国債の買い手となるのは誰か、流動性の回復や金利形成がどのように進むのか、市場の安定を維持できるかなど、引き続き注視していく必要がある。

I 60年にわたる戦後の国債発行と市場の段階的発展

1. 戦後初期－非募債主義を原則とした我が国財政法

我が国では、第二次世界大戦時に戦費を賄うため巨額の国債発行が行われ、そのことが戦後の激しいインフレの一因となった。その反省の上に、戦後 1947 年に制定された財政に関する基本法たる財政法では、「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。」（財政法第 4 条）と規定され、非募債主義が原則とされた。

その上で、「但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、…（中略…）公債を発行し又は借入金をなすことができる」と規定し、見合いの資産が形成されるような場合には例外的に国債（いわゆる建設国債）の発行が許容された。

戦後の我が国経済は、高度成長を成し遂げ、それにより税の自然増収が大きかったことから、様々な財政需要に対しても国債発行を行わずに対応することが可能であった。

2. 国債発行 60 年の歴史とその期間区分

このような財政運営は、1964 年の東京オリンピック開催に伴う好景気から不況への経済状況の変化と、それに起因する税収の悪化により、転換を余儀なくされることになる。

1965 年度の補正予算において、財政法制定後初めての国債発行が行われ、それ以降国債発行は常態化し、今日まで、国債発行の歴史はほぼ 60 年に及ぶ。

この 60 年の間に、国債を巡る諸制度や国債管理政策も変遷を重ねてきたが、次のように大きく 4 つの期間に区分して整理することができると思われる。

第Ⅰ期 国債発行の開始とそれに伴う諸制度の整備期（1965 年度～1974 年度）

第Ⅱ期 赤字国債の発行開始と国債発行額増加に伴う年限等多様化の時期（1975 年度～1997 年度）

第Ⅲ期 プライマリー・ディーラー制度（以下、PD 制度）の導入に代表される市場機能重視への転換期（1998 年度～2012 年度）

第Ⅳ期 日本銀行（以下、日銀）の金融政策転換による国債大量購入と市場の変容期（2013 年度～）

本稿では、4 つの期間のそれぞれにおいて、国債を巡る制度の変化や政策の変更がどのように行われてきたかを、その背景とともに整理した上で、現在の視点から見た意義を考察するとともに、今後への示唆を導出することとしたい¹。

なお、本稿に記載した以外にも、国債の入札から結果発表までの時間短縮や決済期間の短縮、決済制度の整備、更には各種税制改正やレポ取引等周辺市場の整備など、市場参加者のリスク低減、国債の利便性向上等を通じて国債の発行・流通を円滑にする様々な措置・施策が講じられてきたが、紙幅の関係上、その多くを割愛せざるを得なかったことを予めお断りする。

¹ 本稿は、2024 年 12 月上旬までの情報に基づいて執筆したものである。

Ⅱ 国債発行開始と発行・償還制度の整備（1965年度～1974年度）

1. 国債発行の開始

1) 特例法制定によって始まった国債発行

高度経済成長に伴う税収増に支えられた均衡財政からの転換を余儀なくされた1965年度の補正予算において、戦後の財政法下で初めての国債発行が行われることとなった。

もともと、この国債発行は、財政法を発行の根拠法とするもの（建設国債）ではなく、特別立法によるものであった。これは、1965年度の税収が当初の見込みよりも8%近く減少する見込みとなったことへの対応として、歳入を補填するための国債を発行せざるを得なくなったという事情に起因するものと考えられる²。

2) 財政法に基づく建設国債の発行

続く1966年度からは、財政法第4条に基づく建設国債の発行が行われることとなった。国債発行額が増加すると、財政事情の健全化の必要性が訴えられ、発行額抑制の取組みが行われたり、また、好景気・経済成長によって税収が伸びることにより発行額が減少したりする時期もあったが、今日まで60年近くにわたり建設国債の発行が途切れることはなかった。

2. 発行方式（シ団引受け等）の整備

1) 財政法による日銀引受けの禁止

国債発行を開始するには、具体的な発行方式（即ち、誰を国債の買い手として想定し、どのように販売するのか）が課題となる。

第二次世界大戦時の戦費を賄うための国債発行は日銀の引受けに依存することとなったが、それが戦後のインフレを招いた反省に立って制定された財政法では、国債の日銀による引受けは原則として禁止された。財政法第5条では、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。」と規定している。いわゆる国債市中消化の原則である。

² 1965年12月20日の衆議院本会議において、当時の福田赳夫蔵相は、法案の趣旨説明で「昭和四十年におきましては、経済活動の停滞に伴い、租税及び印紙収入は、当初見込み三兆二千八百七十七億円に対し、三兆二百八十七億円と、二千五百九十億円の大幅な減少を来す見通しであります。かかる異常な事態に対処し、この減少を補うため、昭和四十年限りで臨時特例として、政府は、財政法第四条の規定にかかわらず、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行することができることとするものであります。」（国会会議録）と述べている。なお、1965年度の実際の国債発行額は、額面で2,000億円、収入金で1,972億円であった。

なお、この規定には但し書きがあり、「但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。」とされているが、この「特別の事由」としては、日銀自身が保有する国債が満期を迎えた場合の借換え（いわゆる「乗換え」）が該当するものとして扱われてきている。乗換えは、インフレにつながる通貨供給の増加を招くものではないと考えられるからである。

このような財政法の規定の下で、国債の発行方式としては、2000年頃まで約40年の長きにわたり、民間金融機関を通じた市中発行の仕組みとしてのシ団引受けと、政府部門内での取引である資金運用部による引受けの二つが大きな柱となった。

1965年度補正予算で発行された最初の国債2,000億円（額面）は、1,100億円がシ団引受け、900億円が資金運用部引受けであった。

2) 国債募集引受シンジケート団を通じた発行

市中での国債発行において、その大きな柱となったのは、国債の募集取扱い及び引受けを行うシンジケート団、いわゆる「シ団」を通じた発行であった。

シ団が活用されることとなったのは、戦後、インフラ整備のため、国債発行に先立つ形で旧国鉄及び旧電電公社が政府保証付きの債券で資金調達を行った際に、引受シ団を活用していた先例があったことが大きいと考えられる。

国債引受シ団のメンバーとなった金融機関は、当初は都市銀行・地方銀行等の各種国内銀行、信用金庫、農林中央金庫、生命保険会社及び国内証券会社であった。業態別の引受シェアは、1965年度においては、都銀・長信銀が51.5%と過半を占め、次いで地銀20.5%、証券10.0%であった。

シ団への参加業態については、その後、1972年度に損害保険会社が加わり、1980年代になると外資系金融機関（外国銀行、外国証券会社）にまで拡大された。外資系を含め国内に存在する金融機関をほぼ網羅する形となり、「ナショナル・シ団」と呼ばれるに至った。

また、当初は証券会社のみが投資家に対する募集の取扱いを行い、他の銀行等は分担分の全額を自ら引き受けていたが、1980年代に銀行等の金融機関に証券業務が認められるようになると、認可を受けた金融機関において窓口販売（いわゆる「窓販」）が行われるようになった。

シ団引受け方式は、国債発行の市中消化の中心的な柱として、2005年度まで続くこととなる。

3) 資金運用部による引受け

戦後長きにわたり、シ団引受けと並んで国債発行・消化に大きな役割を果たしたのが、旧大蔵省（現・財務省）資金運用部（財政投融资担当部署）による引受けであった。

2001年度に財政投融资改革が実施されるまでの財政投融资制度では、資金運用部には、郵便貯金や公的年金の積立金の基本的に全額が預託される仕組みとなっていた。預託された資金は、各種政府系機関や地方公共団体に財政投融资を通じて貸し付けられ、金融的手法を用いた政府による財政的支援としての政策を担ったが、国債の引受けによっても運用された。

資金運用部は、国債発行当初の1965年度には発行額の4割余を引き受けたが、その後も1998年度まで、年によって変動はあるものの、国債発行額の概ね1~3割程度の引受けを続けた³。

4) 単一年限だけの国債発行

1965年度から発行が始まった国債の年限は、当初は（シ団、運用部とも）7年債であり、1971年度の途中（1972年1月発行分）から10年債に償還期間が延長された。発行年限は一つだけであり、複数の年限で国債が発行されるようになるのは、1970年代後半に赤字国債の発行が始まった後である（後述）。

3. 償還方式（60年償還ルール）の整備

1) 建設国債を前提とした減債制度の整備

1966年度から財政法に基づく建設国債が発行され、財政の国債依存が不可避となる中、国債に対する信認を確保するには、国債償還の考え方を整理しその仕組みを確立することも必要と考えられた。

新たな制度の前提となる法律改正は1967年度に行われ、1968年度から実施に移されたが、その仕組みと考え方は、次のようなものであった。

即ち、国債の満期到来時に急激に支出（償還金）が増えることのないよう、国債の満期に向け、租税等の一般財源（国債発行以外の歳入）から毎年一定額を積み立てていく。そして、満期到来時には、償還の一部は当該積立金で償還する（いわゆる「現金償還」又は「ネット償還」）とともに、残額は借換えのための国債発行（借換債発行）によって償還する。そして、満期が到来するたびにこれを繰り返すことで、国債の残高を段階的に減少させ、元々の国債の満期よりもかなり長い期間をかけて国債を償還し終える（全額が現金償還される）仕組みとしたのである。

国債を償還し終えるまでの期間については、建設国債によって形成される見合いの資産（例えば、公共事業で建設される道路や堤防など）の平均的な効用発揮期間の計算に基づき、60年とされた。資産の効用が60年続く（60年かけて減少しゼロになる）のであれば、負債も60年かけてゼロとすれば良い、との考え方である。発行した国債を60年で償還する仕組みであることから、「60年償還ルール」と呼ばれている。

³ 財政投融资改革に先立ち、資金運用部は1999年度から国債の引受額を大きく減少させたが、これが1998年12月にいわゆる「資金運用部ショック」（後述）を引き起こすきっかけとなった。

この 60 年という期間を前提として、一般財源による償還原資の積立てについては、毎年、国債残高の 100 分の 1.6 ($\approx 1/60$) という率が用いられることとされた。この率は、当時から今日まで、法律に定められた制度⁴として変わっていない。

また、残高に対して一定率で積み立てるのでは、満期が到来し一部が現金償還されて残高が減少していく過程で積立額が不足していくので、これを補うため、一般会計の決算時の剰余金の 2 分の 1 を償還財源に充てることとされている（財政法第 6 条）とともに、必要に応じて予算で補うこととされている。

なお、制度的には、国債の償還（及び利払い）は国債整理基金特別会計において行われており、一般財源から償還財源を積み立てる仕組みは、一般会計から国債整理基金特別会計への繰入れ（いわゆる「定率繰入れ」）とされ、また、一般会計の決算剰余金も国債整理基金特別会計に繰り入れられるが、紙幅の制約もあることから、国の会計区分の詳細については本稿では立ち入らない⁵。

2) 減債制度の意義と今日的評価

上記のような、一般財源からの一定率での積立てを国債償還の基本とする制度について、その意義と効果は、当時次のように大きく 3 点に整理されていた（1966 年 12 月の財政制度審議会報告から筆者要約）。

第一に、国債償還の考え方の明確化と仕組みの確立により、国債に対する信頼を確保するとともに、償還財源として一定額を先取りすることで、財政の膨張や国債残高累増に対する歯止めとなることが期待されること。

第二に、一定の償還額を毎年確保することは、財政負担を平準化し、財政運営を円滑にする効果が期待されること。

第三に、償還財源として積み立てられた資金を用いて、国債の市場価格が一時的に下落したときには国債を買い入れ（繰上償還に充て）、国債の市場価格維持にも活用できること。

これらの意義や効果のうち一点目及び二点目については、財政が建設国債のみならず赤字国債に依存するようになり、償還財源の積立て分だけ赤字国債の発行が増えていく（即ち、実質的には満期を迎える国債の全額が借り換えられている）現状においては、残念ながら薄れていると言わざるを得ないであろう。但し、だからといって単純にこの制度を無くすことは、国債償還と財政規律に対する政府のコミットメントを弱めるものと受け止められ、国債に対する信認に影響することに留意が必要である。

また、三点目に関しては、国債残高や市場での取引規模が巨額になった現在では、買入れによる価格維持は事実上不可能と言わざるを得ない。

⁴ 当時は国債整理基金特別会計法第 2 条第 2 項。現在は、その規定を引き継いだ、特別会計に関する法律第 42 条第 2 項。

⁵ 国債を償還する減債基金としての国債整理基金に関する特別会計は、戦前から設けられており、財政法第 6 条の剰余金に関する規定も、財政法制定当初から設けられていた。本文では、説明の都合上、定率繰入れを補うための剰余金としているが、経緯としては、国債償還に剰余金を活用するとの規定が先に制定されていた。

Ⅲ 赤字国債の発行と発行方式の多様化（1975年度～1997年度）

1. 赤字国債（特例公債）の発行

1970年代になると、ニクソンショック（1971年）や第一次オイルショック（1973年）に対応するための景気対策、「福祉元年」（1973年度）と呼ばれた社会保障制度の拡充等により、大幅な国債増発を余儀なくされた。

そして1975年度の補正予算において、税収が当初の見込みを3兆円以上下回る見込みとなった一方で、景気対策として公共事業の追加等を行う必要に対応するため、総額3兆4,800億円の国債の追加発行を行うこととなり、このうちの2兆2,900億円は、歳入不足を賄うための特別の法律（「昭和50年度の公債の発行の特例に関する法律」）に基づく国債、いわゆる赤字国債（特例公債）となったのである⁶。

その後も特例法に基づく赤字国債の発行は続き、「特例公債依存体質からの脱却」が財政運営の目標として掲げられたものの、現実には厳しく、いわゆるバブル景気によって税収が大幅に伸びた1990年度予算に至ってようやく赤字国債の発行はゼロとなった⁷。

しかしながら、バブルが崩壊すると、税収が減少するとともに経済対策のための財政出動を迫られ、1994年度には再び赤字国債の発行を余儀なくされることとなり、今日までその発行は続いている。

2. 年限と発行方式の多様化（公募入札、私募）

建設国債のみならず赤字国債も発行されるようになり、国債発行額が急増（1974年度の2.8兆円から1975年度には5.7兆円に倍増し、1978年度には11.3兆円と更に倍増）すると、市中発行を単一の年限でシ団引受けによって行うだけでは安定的な消化が難しくなった。

こうした状況を受け、多様な投資家のニーズに合わせた新たな年限の国債と、シ団引受けによらない発行方式の導入が進むこととなった。

1) 発行年限多様化とシ団引受け以外の発行方式の導入

10年長期国債以外の国債として、最初に発行が開始されたのは、5年割引国債であった。5年割引国債は、1977年1月からシ団引受けにより発行されたが、主に個人投資家（家計）による購入が期待できる商品として導入されたものであり、シ団を構成する金融機関自身による保有を想定したものではなかった。

⁶ 財政法第4条により、建設国債は「公共事業費、出資金及び貸付金の財源」とされていることから、それらの予算の総額の範囲内でしか発行できず、それを超える金額の国債を発行するためには、別途の立法措置が必要とされる。

⁷ 但し1990年度の第二次補正予算においては、湾岸戦争勃発に伴う平和回復活動支援策の財源を賄うため、「臨時特別公債」が発行された。この臨時特別公債は、その償還財源として、法人及び石油製品に対する臨時特別税等の財源が確保されており、それらの財源が入るまでの「つなぎ国債」であることから、通常の赤字国債とは性質が異なるものと整理されている。

その後、投資家の多様なニーズに応えるとともにシ団の引受負担を軽減するため、1978年6月に3年利付債が、1979年6月に2年利付債が、1980年6月には4年利付債が、いずれも公募入札方式で発行されることとなった。具体的な入札方法としては、発行当局（大蔵省）が表面利率と発行予定額を決め、入札参加者は各々が購入しても良いと考える価格毎の希望量を入札し、価格の高い方から発行予定額に達するまでを順次募入（落札）とする方法が採られた。この公募入札の手法の骨格部分は、今日に至るまで継続されている。新年限としては、更に6年利付債が、1981年9月に一度直接発行され、1994年2月以降、公募入札方式で発行された。

また、長期の資金運用を行う信託銀行や生命保険会社を念頭に、満期が10年を超える長い国債（いわゆる「超長期国債」）の発行が検討され、15年変動利付債が1983年2月に信託銀行を対象に初めて直接発行された。その後、15年変動利付債は、1985年11月までの間に6回の直接発行が行われ、対象には農林中央金庫、全国信用金庫連合会、生命保険会社が加えられていった。

超長期国債については、20年利付債も導入された。1983年9月から11月に生命保険会社を対象に直接発行が行われ、1986年10月から1987年5月にかけてはシ団引受けで発行された後、1987年9月以降は公募入札方式で発行されることとなった。

更に、1975年度に発行が始まった赤字国債が満期を迎える1985年度以降、大量の国債の償還・借換えに対応する必要があるため、これを円滑に実施できるよう、1年未満の短期の割引国債も1986年2月に導入され、公募入札方式で発行された。

2) シ団方式自体の改革（入札の導入と入札割合の拡大）

シ団方式についても、全額固定シェアによる引受けであったものが、見直しが行われていく。

1984年度に外資系金融機関（外国銀行、外国証券会社）が加入し、1985年度には商工中金が加入するなど、シ団メンバーが拡大された後、1987年11月から、発行額の2割について、固定シェアに基づくのではなく入札で表明された金額に応じて引受額を決定する、引受額入札方式が導入された。

更に画期的な変化は、1989年度から、部分的価格競争入札方式が導入されたことである。それまでのシ団引受けでは、国債の発行条件（表面利率、発行価格、それらにより決まる利回り）は、完全に発行当局とシ団幹事の交渉で決められていた。このため、交渉が折り合わない場合は、国債発行が見合わせられることもあった（1980年代前半から半ばの、いわゆる「休債」）。部分的価格競争入札の導入により、シ団引受額の一部について、引受額（量）だけでなく引受価格も入札（公募入札と同様の方式）を通じて決められることになった（表面利率は、入札前に発行当局とシ団の交渉で決定）。入札に付された部分は、各社が落札となったそれぞれの応札価格で購入し、残余の固定シェアによる引受部分は、入札の募入平均価格（落札となったものの加重平均価格）で引き受けるというものである。

このようにシ団引受方式にも、引受額や引受条件（価格）の決定に市場メカニズムが浸透していくこととなった。

なお、入札に付される部分の発行額全体に対する割合は、1989年度の入札方式導入時には40%であった（残り60%は固定シェアにより引受け）が、1990年10月に60%に引き上げられ、更に2002年5月に75%、2003年5月に80%、2004年5月に85%、2005年4月には90%と段階的に増加し、2006年3月末をもってシ団引受方式そのものが廃止されるに至った。

このように、1980年代までには、短期から超長期にわたる年限構成や、入札に基づく発行条件の決定など、今日の国債発行方式の基盤となるものが概ね形成されたのである。

3. 流通市場の発展

1965年度の国債発行以降、シ団引受けで発行された国債について、引き受けた金融機関サイドには、市場での売却自粛が要請されていた。ただ、引き受けられた国債は、その多くが日銀の買いオペ（目的は成長通貨の供給であり、発行後1年以上経過したものを対象）によって市中から吸い上げられていたため、実質的な支障は少なかった。

しかし、1970年代後半になり国債発行額が急増すると、日銀に買い取られる国債の比率が低下し、金融機関からは、貸出に充てる資金を確保するため、増加する国債保有額を減らすための売却の要望が強まっていった。

その結果、1977年4月にまず赤字国債が、同年10月には建設国債も、それぞれ発行後1年を経過したものについては売却が可能となり（1年経過までは売却自粛）、国債の流通市場発展のきっかけとなった。売却自粛期間はその後短縮され、1981年には発行後3か月強に、1980年代半ばには1か月程度まで短縮されるが、完全に撤廃されたのは1995年9月であった。

更に、1980年代になると、国債を含めた公共債の窓販やディーリング業務が銀行等の金融機関も認可の下で行えるような法整備が行われ、1984年6月から国債のディーリングが開始（但し、対象債券は残存期間2年未満限定）され、1985年6月からはいわゆるフルディーリング（残存期間の制約なし）が認められることとなった。これによって、市場での売買高は急速に増え、市場の厚みが増し、市場の価格形成機能が高まった。

前述のとおり1980年代後半には、シ団引受けの下での各社の引受額の決定に入札方式が導入されたが、その少し前のタイミングで、固定シェアでの引受けがメンバー各社に売却ニーズ（また、買えない投資家にとっては購入ニーズ）を生み、流通市場の発展にも一役買っていたことは興味深い。

なお、1980年代のこのような変化は、金融機関に証券業務をどこまで認めるか、言い換えれば銀行業務と証券業務をどのように線引きするかという、証券取引法第65条問題への対応の一環でもあり、当時の金融自由化の流れと表裏一体を成すものであった。

また、市場規模の拡大に伴い、流通市場で売買する市場参加者の間でリスクヘッジ手段の必要性も高まったことから、1985年10月には東京証券取引所（当時）において長期（10年）国債の先物取引が開始された。1988年5月には超長期（20年）の先物取引も創設された。

このように1980年代までには、流通市場においても、今日の市場の基盤となる主要部分が整備されていった。

4. バブル景気と一時の平穩

赤字国債の発行開始と国債発行の急増に伴い、1980年代には国債の発行・流通の両面で様々な新しい取組みが進められたが、そのような取組みは、1990年代になると小休止する。

我が国経済がいわゆるバブル景気を迎え、赤字国債の発行からも一度は脱却し、国債発行額が抑制されたからである。バブル崩壊後、再び経済が落ち込み税収が減少するとともに、1995年1月には阪神・淡路大震災という不幸な出来事もあったため、1994年度第二次補正予算（1995年2月提出・成立）で赤字国債発行再開には至ったものの、1996年度予算を前にいわゆる「財政危機宣言」が出され、1997年には「財政構造改革法」が制定されるなど、財政規律を意識した財政運営が続けられた。こうした状況が変化を迎えるのは、1998年7月に発足した小渕内閣が、「財政構造改革法」の凍結と積極的な景気対策を打ち出し、財政政策の舵を切った1998年度である。

IV 市場機能重視への転換（1998年度～2012年度）

1. 国債管理政策の思想転換とその背景

財政政策が転機を迎えた1998年度から、戦後長らく国債発行を支えたシ団制度が廃止された2005年度までは、新商品導入に留まらず国債管理政策が大きく転換された時期であった。そのような大転換の背景には、積極財政に舵が切られ国債発行額が増加し、その消化方策が要請されたことだけでなく、財政投融资に関する制度改革や、「円の国際化」に向けた我が国の金融資本市場整備の要請といった複数の要因が、ほぼ時を同じくして発生していたことがある。

1) 財政投融资改革と運用部ショック

「第二の予算」とも呼ばれた財政投融资の仕組みは、郵便貯金や公的年金の積立金について資金運用部への預託を義務付け、資金運用部はその資金を政府関係機関や地方公共団体に貸し付けることを基本としていた。また、貸付けと並行して、国債での運用も行われ、前述のとおり運用部引受けが行われるとともに、市場からの買入れも

実施されていた。

1990年代になると、行政改革の議論の中で財政投融资の見直しが議論されるようになり、1997年には大蔵省（当時）の資金運用審議会や政府の行政改革会議で、郵貯・年金の預託義務を廃止する（自主運用に移行）とともに、財政投融资の原資は市場で調達する（財投債、財投機関債等の発行による）といった財政投融资改革の基本的な方向が固められた。財政投融资改革の関連法案の成立は2000年度であり、新しい財政投融资制度は2001年度からスタートすることとなる。

また、改革前の主要な原資の一つであった郵便貯金については、1990年及び1991年の高金利期に大量に預け入れられた定額貯金（期間最長10年）が2000年及び2001年に集中満期を迎えるという事情も生じており、原資の減少はその少し前から意識されていた。一方で1998年は、金融システム不安もあり景気対策が求められたことから、資金運用部は限られた原資をそちらに振り向ける必要があり、1999年から国債の市中での買入れを停止することを決定した。

しかし、財政政策が舵を切られ、補正予算における国債の大量増発（1998年12月の第三次補正予算で12.3兆円の国債増発）で市場では既に需給悪化懸念が生じており、そこに想定外の資金運用部の買入れ停止が伝わると、国債は売られ金利は一気に上昇した（10年国債の利回りで1998年12月中旬には1%台半ばだったものが1999年2月中旬には2%台半ばまで上昇）。1998年末に発生した、いわゆる「資金運用部ショック」である。

財政投融资改革によって、資金運用部に国債の買い手としての役割が期待できなくなり、逆に財政投融资の原資調達のための国債（財投債）を発行しなければならないことに加え、資金運用部ショックによって生じた市場の混乱の鎮静化を図るためにも、国債発行当局は市場と向き合い市場のニーズを重視した国債発行の仕組みを整えることに注力せざるを得なくなった。

資金運用部ショックを受けた措置として、1999年3月から、それまでは公表されていなかった国債の入札日程（向こう3か月分）と毎回の発行予定額が事前に公表されるようになり、入札参加者や投資家が入札・購入の準備を安心して行えるようになった。

奇しくも、1998年は財金分離により金融監督部門が大蔵省から金融監督庁に移された年であり、このような発行当局側の組織体制の変更も、金融監督当局としての威光も背景として御用金的な色彩のあったシ団引受けから、基本的に市場メカニズムに依拠したPD制度に移行していったことと無関係ではなかったと考えられる。

2) 円の国際化の議論

1997年に、外国為替及び外国貿易管理法（いわゆる「外為法」）が改正されるとともに、アジア通貨危機が発生する中で過度のドル依存の見直しと円の役割拡大が期待されたことなどを背景に、円の国際化の議論は活発化した。

1998年11月に外国為替等審議会の円の国際化専門部会が取りまとめた中間論点整理では、円の使い勝手を良くするための金融・資本市場整備の具体的な方策として、

(1) それまで日銀引受によっていたFB（資金繰りのための政府短期証券）を市中公募することによって短期市場の厚みを増すこと、(2) 多様な需要に対応するための中長期国債の年限多様化とストリップス債（利付債の元本部分と利子部分を分離し、独立した債券として流通させる仕組み）の検討、(3) 国債に関する税制や決済システムの見直し、といった項目が盛り込まれた。

審議会の提言は、実際に国債発行に当たる理財局等とも水面下で調整がなされたものであり⁸、実際に1998年末には、(1) 1999年4月からのFBの市中公募、(2) 1999年度における30年債と1年物の短期国債（TB）導入、(3) 非居住者向け非課税制度の導入等が発表された。

FBの市中公募と1年物TBの導入はいわばセットになっており、FBの発行が原則として（為替介入のための資金調達等を除き）市中公募となることに伴い、それまで3か月物と6か月物で発行されていたTBを6か月物と1年物に変更するとともに、3か月物の市場をFB発行に用いるという形で整理したものである。TBとFBは、いずれも国が資金調達に用いる短期の割引債という共通の性格を有しているため、その後2009年2月からは、国庫短期証券（T-Bill）として統合発行されるようになっている。

なお、円の国際化に関するその後の議論では、1999年4月に取りまとめられた外国為替等審議会答申において、上記の1998年末に発表した各種施策を「円の国際化の観点から大きな前進であったと評価できる」とするとともに、①中期債のベンチマークとなる5年利付債の導入、②ストリップス債の検討、③即時グロス決済（RTGS）化やDVP（Delivery Versus Payment）化といった決済システムの改善等が、取り組むべき課題として提言された。これらの提言項目も、その後、順次実現されていくことになる。

3) 年限多様化とキー・マチュリティーの整備

新たな年限の国債としては、前述の1年物TBのほか、1999年9月に30年利付債、2000年2月に5年利付債、2000年11月には3年割引債が導入された。また、2000年6月からは、かつて私募（直接引受）で発行されていた15年変動利付債が、商品性を一部見直した上で公募入札により発行再開された。これらの新商品導入は、円の国際化の議論でも指摘されていた多様な投資家のニーズに応える市場整備という側面を有するとともに、新たな投資家ニーズを呼び込むことで、増加する国債発行を円滑に消化することも狙いとしたものであった。

30年債の導入に当たっては、我が国の国債入札では初めて複利の利回り（イール

⁸ 審議会の報告書等は、審議会での委員の議論を反映して取りまとめられるのは当然であるが、最終的な決定・公表の前には、記述内容と関係する部署とも調整が行われ、関係部署の意見も踏まえた表現振りとされることが一般的である。

ド) 入札方式が導入され⁹、表面利率を発行当局が決めるのではなく入札を通じて決めることとするとともに、落札者の購入価格もコンベンショナル方式（各々が応札した価格で購入）ではなくダッチ方式（全員が一律の最低落札価格で購入）によることとされた。それまで20年までであったイールドカーブが30年まで伸びることに伴い、30年という年限の適正な利回り水準を見極めにくい入札参加者に極力配慮した（表面利率が実勢金利から乖離することを避けるとともに、入札での高値掴みのリスクをなくす）入札が実施された。

5年利付債の導入は、もともと、やや複雑な背景事情を有していた。海外主要国の国債市場を見ると、発行年限の構成としては（短期及び超長期を除くと）、2年、5年、10年が軸となっている国が多いが、我が国の中期国債は、2年、4年、6年の利付債と5年の割引国債という構成となっていた。これは、5年の利付金融債を資金調達的主力とする長期信用銀行という業態（具体的には、日本興業銀行、日本長期信用銀行及び日本債券信用銀行の3行）が存在したため、5年利付債のバッティングを避けていたためである。しかし、1998年に日本長期信用銀行及び日本債券信用銀行が破綻し、1999年には日本興業銀行の現みずほ銀行への統合も発表され、そのような配慮の必要性が減少した一方、発行が増加する国債の円滑な消化や流動性の高い市場形成といった要請が高まったことを受け、1999年度第二次補正予算のタイミングで、5年利付債の導入が発表され、2000年2月、公募入札により発行が開始された。

5年利付債の導入に伴い、同年限の5年割引国債は廃止されるとともに、個人投資家のニーズへの対応としては新たに3年割引国債が導入されることとなったが、システム対応への所要期間を確保する必要があったため、3年割引国債が公募入札で発行開始されたのは2000年11月であった（その後、2002年11月発行分を最後に廃止）。また、4年債と6年債については、2000年度末まで発行が継続された後、廃止された。

2年利付債については、1998年度まで、主に個人投資家を念頭に（窓販、中期国債ファンド組込み等）、毎月1,000～2,000億円程度の発行が継続されていた。しかし、資金運用部ショックによる長期金利の急騰を受けた10年債の毎月の発行額減額の受け皿として、1999年3月発行分から、一気に毎月5,000億円の発行に増額された。この増額は、もともと1999年度から行う予定だったものを前倒しで実施したものであるが、国債発行額が増加する中、円滑な消化を図るため、機関投資家も参入できる市場流動性を確保するのに必要な規模として、一回5,000億円という発行額が必要最小限と当時考えられていたことによる（上述の4年債・6年債が、5年債導入後廃止までの間、一回当たり5,000億円という発行規模が維持されたのも、同様の考え方に基づく）。

こうして、2000年代初頭には、我が国でも、2年、5年、10年という中核年限

⁹ イールド・ダッチ方式での公募入札は、1978年6月の3年利付債導入時にも用いられたが、当時は単利で行われていたと考えられる。複利利回りと価格の換算式は、日割り計算の方法（1年を365日で計算するか360日で計算するか）などの点で業者によって異なるものが用いられていたため、30年債導入時に理財局は入札発行で用いる計算式を公表した。

(キー・マチュリティー) で流動性の高い市場を形成するという、他の主要先進国と同様の国債市場が整備されることとなった。

4) 多様な投資家に対応した品揃え等のさらなる充実

2000年代始めには、年限の多様化に留まらず、新たな投資家需要を喚起し円滑な国債消化を図るため、様々な方策が新たに実行に移されていった。

円の国際化の議論で提起されたストリップス債については、元本部分と利子部分が別々の投資家に保有された場合でも管理できるようにするためのシステム対応を経て、2003年1月から実施された。

個人投資家を対象に、市場で流通するものとは異なる(個人が購入しやすい)商品性の「個人向け国債」も2003年3月に発行が開始された。当初は変動金利の10年物のみであったが、2006年に5年物、2010年には3年物が追加され、今日に至っている。

また、物価連動債(10年物)は、2004年3月に公募入札方式により発行が開始された。物価連動債は、利子や元本の支払額が物価動向(消費者物価指数)に連動するため、投資家にとってはインフレによる目減りを防ぐことができるとともに、通常の利付国債との価格差から市場における予想インフレ率を計測することができ、経済分析等にも有用なものである。

なお、前述の15年変動利付債と物価連動債は、その後、2008年に発生したリーマンショックと世界金融危機に伴うデフレの進行やイールドカーブのフラット化を受けてニーズが著しく低下し、発行停止に追い込まれた(物価連動債は、商品性を見直した上で2013年に発行再開)。

5) プライマリー・ディーラー制度導入とシ団引受けの廃止

2000年代前半の制度改革の中で最も抜本的なものは、主要先進国に倣ったPD制度の導入と、戦後の国債発行を40年にわたり支えてきたシ団制度の廃止である。

発行額が増加し続ける国債を円滑に消化するため、多様な年限・商品性の国債が導入され品揃えが充実したが、それらの発行は基本的に公募入札によっていた。発行額に占めるシ団引受けの割合の低下¹⁰に伴い、シ団の存在だけでは国債の安定消化は担保されなくなり、むしろ入札時の札割れ・未達(入札での応札額が発行予定額に達せず、予定額全額を発行できないこと)をどのように防ぐか、に発行当局の問題意識も移っていった。

諸外国で導入されていたPD制度が研究され、入札時の定量的な応札義務・落札義務を伴う日本版PD制度(国債市場特別参加者制度)が2004年10月に導入された。制度設計時にポイントとなったのは、PDとなった場合にどのような恩典を与えるか、であった。PDにならずとも国債の入札には参加できるため、追加的に応札・落札の

¹⁰ 国債発行額のうち、資金用部引受等の公的部門による消化を除いた民間消化分で見ると、1980年代まではシ団引受けがその過半を占めていたが、1990年代に割合は急速に低下し、2000年度には約2割となった。

義務を負ってもらう以上は、何らかの見返りが必要と考えられたのである。考案された恩典の中で最もメリットが大きいと考えられるのが、入札結果の判明後に、落札の加重平均価格で国債を追加的に購入できる仕組みである第Ⅱ非価格競争入札である。入札結果を見て、投資家需要が旺盛であったり、発行価格が割安と思われた場合に、追加的に購入できる権利は PD のみに与えられることとなった。また、価格競争入札と同じタイミングで実施され、加重平均価格で購入できる金額についても、PD 以外の場合（非競争入札）は原則として 1 社 10 億円までであるが、PD の場合は第Ⅰ非価格競争入札として、落札実績に応じてより多くの額を購入することができる¹¹。更に、2003 年から始まっていたストリップス債の元本と利子を分離する資格や、買入消却への参加、流動性供給入札（開始は PD 制度導入後）への参加も、PD に限定された（買入消却及び流動性供給入札については後述）。

PD 制度が順調にスタートすると、国債の安定消化確保のためのシ団制度存続の必要性は薄れ、2005 年度末をもってシ団引受けは廃止されることとなった。

6) 国債発行当局の体制整備

国債発行額の増加と、シ団制度から PD 制度への移行に代表される市場メカニズム重視の改革に合わせて、国債発行当局の体制も整備・拡充が図られた。2004 年 7 月、理財局の局次長級ポストとして国債担当審議官が新設される（それまでは財政投融资担当の次長が国債発行も所掌）とともに、一つの課であった国債課は、制度の企画・立案等を担当する国債企画課と、市場とのコミュニケーションや入札発行の実務を担当する国債業務課に分割・増強された。また、準課長級のポストとして市場分析官が設けられ、証券会社で市場経験のある人材が登用された。

この時期には、今日に至る市場との対話の枠組みも整備された。発行当局と市場関係者との意見交換の機会、シ団引受けが発行の中心であった時代には、シ団幹事との意見交換を除けばアドホックに行われる非公式のものが多かった¹²。しかし、国債発行額の増加や入札発行割合の上昇といった状況を受けて、市場の声を聞く場として、2000 年 9 月、まず国債市場懇談会の開催が始まった。この懇談会は、市場関係者（シ団代表幹事の銀行及び落札上位の証券会社）と有識者が一堂に会する形式であった。その後、2002 年 4 月からは国債投資家懇談会が開催されるようになり、国債市場懇談会のメンバーに含まれていない最終投資家（銀行、保険会社、ファンド等）との意見交換が定例化された。更に、PD 制度の導入に合わせて、2004 年 10 月以降、国債市場特別参加者会合が開催されるようになるとともに、翌 11 月からは有識者をメンバーとした「国の債務管理の在り方に関する懇談会」がスタートし、ディーラー、最終投

¹¹ このような価格競争入札の平均価格で購入できる仕組みは、入札の際、事前には発行価格がわからないため、最終投資家と入札参加者（多くは証券会社）の間で、「入札の平均価格」での予約売買契約が結ばれることが多いという市場慣行をベースとしている。

¹² 公募入札の実施に伴い、入札の前日及び入札終了後には、主要入札参加者・多額落札者を対象としたヒアリングが実施されていたし、主要入札参加者に対しては毎週定期的なヒアリングも実施されていたが、これらは意見交換というよりもデータ収集の色彩が強かった。

資家、学識経験者という、3つのグループ別での対話の体制が整った。なお、同懇談会は、2022年からはメンバーとテーマを見直した上で、「国の債務管理に関する研究会」との名称になった。

2. 発行市場から流通市場までを貫く政策ツールの整備

2000年前後における様々な制度改革は、国債の品揃えや発行方式の整備といった発行市場におけるものだけでなく、流通市場における国債の流動性向上も強く意識したものであった点で、新しい色彩を帯びていた¹³。

前述のとおり、1970年代後半から1980年代に我が国の国債流通市場は発展を見せたが、制度改革としては、金融監督面での措置も少なくなかった。これに対し、2000年前後に講じられた改革は、財金分離（大蔵省として一体だった組織の、財務省と金融庁への分離）を前提に、財務省（理財局）だけで対応可能なものが中心であった。

流動性向上のため導入された具体的な方策は、一銘柄当たりの発行量を増やすこと、流通市場に発行当局自身が参入し、流動性に課題がある銘柄を買い取ったり追加発行したりすること、などであった。

1) 即時銘柄統合方式の導入

発行後の国債のセカンダリー・マーケットにおける流動性を高めるには、一銘柄当たりの発行額が多い方が望ましい。このような観点から、一度発行した国債について、その表面利率が市場の実勢利回りから大きく乖離していない場合には、当該銘柄（発行順の「〇回債」というナンバリング）を追加発行する（銘柄統合）、ということは従来から行われていた。

しかしながら、（かつての）銘柄統合では、ある銘柄の国債が複数回発行された場合、初回の利払期に支払われる利子の額が異なっていた。これは、初回の利子計算期間が、複数回発行された各々の発行日を基準に起算されていたことによる（例えば、当初発行のものは6か月分の利子を受け取れるが、翌月に追加発行されたものは5か月分の利子しか受け取れない）。そのため、初期利払日までは事実上別銘柄として管理¹⁴する必要が生じ、発行後初期利払日までの数か月にわたり、銘柄統合による流通量拡大の効果が発現しなかった。

このような不都合を解消するべく、2001年3月、追加発行直後から同一の銘柄として管理が可能となる、即時銘柄統合方式が導入された。その具体的な方法は、同一銘柄で追加発行する場合には、初回利子の起算日を先に発行されたものに揃えることに

¹³ このような考え方は、必ずしも資金運用部ショック後に始まったわけではない。国債課長が編者となって毎年刊行されていた『国債』（財団法人大蔵財務協会発行）の1997年版（浜田恵造編）では、「現在の国債管理政策の基本的方向」として「国債市場における『発行市場と流通市場の一体化』を志向するものであるといえよう」と記載されており（48頁）、1990年代後半には国債発行当局で意識されていたことがうかがえる。

¹⁴ 具体的には、初期利払日までは、「〇回債」という回号に枝番を付けて管理されていた。

よって初回利子額が同じになるようにするとともに、国に過大な利払い負担を生じないように（追加発行分については、発行日より前から利子計算期間が始まってしまうため）、当初発行分の発行日から追加発行分の発行日までの期間に対応する経過利子相当額を、国債購入者から国に払い込んでもらう形で精算する、というものである。

一銘柄当たりの発行額増大による流動性向上という効果を高めるため、銘柄統合については、その後、（金利水準がたまたま同程度の場合に限ったアドホックな銘柄統合ではなく）数か月にわたり同一銘柄での発行を継続することを原則とするところまで活用が進められていく。

2) 買入消却と流動性供給入札

2000年代は、国債発行の局面における銘柄統合の改革に留まらず、流通市場の流動性に着目した新しいオペレーションが導入された点でも画期的であった。即ち、流通市場において買い手がつかず割安に放置されているような銘柄を発行当局が買入れるとともに、流通市場で需給がタイトで割高になっているような銘柄は発行当局が供給（追加発行）することが考えられたのである。前者は買入消却として、後者は流動性供給入札として制度化された。

発行当局による国債の買入れは、それまでは、相続税の納税に当たり物納された国債や、選挙の際に供託金として預けられ没収された国債などの買入れに限られていた。また、1970年代後半からの国債大量発行局面においては、国債整理基金の有利運用との位置付けで、実質的には国債市況の買い支えを狙いとした買入れも行われた（1979年度から1992年度にかけて断続的に実施）が、国債整理基金残高の余裕資金の範囲内という金額的制約から、相場への影響は限定的であった。

これに対し、2003年2月に開始された入札による買入消却は、借換債の発行を原資として行うもので、規模の面での制約は小さいが、債券市場全体の相場（金利及びその裏側にある価格）に影響を与えることを狙いとしたものではなく¹⁵、買入れ対象とする銘柄の低流動性を意識して導入されたものであった。

このような借換債発行を原資とした買入消却は、その後、国債の満期構成の調整にも活用される¹⁶とともに、リーマンショック後の金融環境の変化を受けて投資家からのニーズが著しく減退した15年変動利付債及び物価連動債の市場からの吸収にも用いられることとなった。

一方、流動性供給入札は、2006年4月に始まった。当初は既発行の20年債の一部銘柄（残存11～16年程度）を対象に、毎月、一回当たり1,000億円の入札として実施されたが、その後、対象年限が拡大されるとともに、入札一回当たりの発行額も増加

¹⁵ 借換債を発行して（＝供給増）買入れる（＝需要増）という手法から、需給への影響は全体としてはほとんどニュートラルにならざるを得ず、相場全体の買い支え的な意味は持ち得ない。

¹⁶ 前述のとおり1998年度に財政政策が転換され国債が大量に増発されたが、その多くを10年債増発に頼ったことから、2008年度の国債の満期到来額が2007年度対比で急増するという「2008年問題」が生ずることとなり、その解決のため、2008年度に満期が到来する国債を事前に買入消却するという方策が講じられた。

し、近年では 5,000 億円規模で実施されていることが多い。

流動性供給入札は、名称のとおり、投資家のポートフォリオにはまってセカンダリー・マーケットに供給されにくく、市場で割高になっている既発行の銘柄の国債を追加発行することにより、当該銘柄の流動性を向上させることを狙いとしている。流動性の改善に寄与するだけでなく、市場で割高となっているものを発行することにより、発行当局にとっては、調達コストを下げる効果も期待でき、また、5年や10年、20年といった定番の年限以外のゾーンにおける投資家の需要開拓にもつながる。このような、当初の発行から期間が経過した銘柄を追加発行する手法は、海外主要国では「タップ (tap)」と呼ばれる発行方式として以前から存在しており、それを参考に我が国にも導入されたものである。

V 日本銀行の存在感拡大と市場の変容 (2013 年度～)

1. 金融政策の大転換—異次元緩和の導入

前章で見たように、2000 年代の中頃までには、今日の国債管理政策の主要ツール（国債の品揃え、発行方式、市場参加者とのコミュニケーションの枠組みなど）は一通り整備がなされた。

2000 年代後半になると、リーマンショックに端を発した世界的な経済・金融危機が我が国の国債市場にも影響を及ぼし、15 年変動利付債及び物価連動債の発行停止と市場からの多額の買入消却を余儀なくされるなどの事態は生じたものの、通常の利付債を中心とした国債市場の構造に大きな影響を与えるものではなかった。

国債市場に大きな変化をもたらしたのは、市場全体へのインパクトの大きさから“バズーカ”とも称された、日銀の「量的・質的金融緩和政策」の導入である。この大規模な金融緩和措置の導入は、2013 年 3 月に就任した黒田総裁の下で同年 4 月に決定された。

この大規模緩和において、日銀は、消費者物価上昇率 2%の物価目標を、2 年程度を念頭にできるだけ早期に実現するため、「量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」として、国債の買入れについては、長期国債の日銀保有額を 2 年間で 2 倍にすること、買入れの平均残存期間を 3 年弱から 7 年程度に延長すること、などを決定した。

その後、2014 年 10 月には、保有国債の年間増加ペースの拡大（約 30 兆円追加し約 80 兆円に）、平均残存期間の 7～10 年程度への延長が決定され、2015 年 12 月には、平均残存期間の 7～12 年程度への更なる延長が決定されるなど、日銀の国債買入れは、より長期を対象に、また、より大量に実施されることとなった。

さらに、2016 年には、1 月に、短期金利をマイナスとする政策が導入され、9 月には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」の導入決定により、長期金利（10 年物国債金利）を概ねゼロ%程度で推移するよう、国債の買入れを行うこととされた（平均残存期間の定めは廃止）。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」は、若干の見直しを

伴いつつも、その後、2024年3月に解除されるまで継続された。なお、この「長短金利操作」については、「イールドカーブ・コントロール」(YCC)とも呼ばれ、日銀自身もそのような表現を用いているが、イールドカーブを全体にわたって(短期から超長期まで)コントロールしようとするものではなく、ショートエンド(オーバーナイト)と10年ゾーンの二つのポイントをターゲットにしたものであり、そのことが後にイールドカーブに歪みを生じさせることになる(後述)。

このように長期国債を大量に買い入れ、長期金利の水準にもコミットするという施策は、金融政策としてはかなり異例のものであり、しかもそれが長期間にわたって継続されることとなったが、その結果、我が国の国債市場の状況も、大規模緩和前とは大きく様相を変えることとなった。

2. 国債市場の変容

日銀による大量の国債買入れは、市場における金利と流動性の低下をもたらした。また、YCC導入後は、ボラティリティも低位で推移する期間が長くなった。

国債発行当局にとっては、安定して低金利で資金調達ができる恵まれた環境が続いたとも言える。日銀による国債買入れの年限長期化は、国債の発行年限の長期化を可能とし、発行体である政府にとっては将来の金利上昇に対する備えを作ることも可能となった。

しかし、他方で市場参加者にとっては、収益機会が失われる厳しい局面が継続したと言えよう。

日銀が国債買入れのために実施するオペレーションについては、一回のオペで購入できる規模には限度があるため、オペが頻繁に実施されることとなり、場合によっては、国債発行入札の当日に当該年限を対象に含む買入れオペが実施されることもあった。このような状況を受けて、入札で落札した国債を短期間のうちに(市場の変動リスクに晒されずに)日銀のオペで売却して利鞘を稼ぐ「日銀トレード」と呼ばれる取引が広がった。また、収益機会の減少に伴い、証券会社・運用会社においては、人員面で体制が見直され、国債のディーラーやトレーダーの数が削減された社も少なくなかった。

YCC導入後、10年国債の金利はゼロ%程度という目標に沿って推移し、金融政策による長期金利のコントロールは可能であるかに見えたが、実際には、長期金利が極めて低い水準に止まったのは、マクロ経済環境(特に物価の状況)がそれを許容していたからであったと考えられる。

2022年、ロシアのウクライナ侵攻を機に、資源価格の急騰等によりグローバルにインフレ圧力が高まり、それに対応するため欧米の主要中央銀行が利上げを進めるようになると、日本でも物価の上昇に伴い金利にも上昇圧力がかかるようになった。そして、日銀の政策継続が難しいと考える海外投機筋の売り仕掛けがそれに拍車をかけた。

YCCの下での0%程度という10年国債の利回り目標の許容変動幅については、日銀は、2018年7月に±0.2%程度、2021年3月に±0.25%程度としていた。

金利上昇圧力が高まった 2022 年 4 月下旬以降、日銀は、10 年債利回りを許容変動幅内に抑え込むため、連日、指値オペを実施することとなり、その結果 10 年債利回りは 0.25% の上限にほぼ張り付くような形で推移した。しかし、このような 10 年ゾーンを対象とした金利上昇抑制措置は、イールドカーブの形状を歪ませることとなった。10 年ゾーンだけがその前後の年限に比べて金利が低くなり、イールドカーブはフタコブラクダのような形状となってしまった。また、このようなイールドカーブの歪みを受け、2022 年 6 月、日銀が指値オペを国債先物取引の受け渡しに使われる最割安銘柄（チーペスト）となっている 7 年ゾーンで実施すると、先物と現物の相関が崩れ、先物取引のヘッジ機能にも支障が生ずることとなった。

大規模金融緩和に伴い国債市場の流動性がある程度低下するところまでであれば、低金利環境を維持することに伴う副作用として、国債発行当局を含む債券市場関係者全体にとってやむを得ない範囲内と言えたかもしれない。しかし、上記のような市場の歪みや先物の機能不全は、10 年以外の（特に超長期の）年限の国債入札に悪影響を及ぼし得るとともに、国債の金利水準をベンチマークとして発行される一般債（地方債、社債等）にまで混乱をもたらすものであり、日銀が YCC に固執することの債券市場全体に与える負の側面は大きくなり過ぎた。

3. 金融政策の修正－「普通の金融政策」へ

日銀は、2022 年における上記の状況を受け、10 年国債利回りの許容変動幅を拡大せざるを得なくなった。

2022 年 12 月の金融政策決定会合においては、「債券市場では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能が低下している。国債金利は、社債や貸出等の金利の基準となるものであり、こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある」と市場に生じている問題を認めた上で、「市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため」に変動幅を±0.5%程度まで拡大した。

2023 年 7 月には、同年 4 月に新たに就任した植田総裁の下、変動幅について±0.5%程度を「目途」としつつ、YCC を「より柔軟に運用する」として、指値オペの水準を 1.0% に設定し、実質的に 1% までの範囲内での金利変動が容認されることとなった。実際、10 年債の利回りは、同年 8 月には 0.6% 台、9 月になると 0.7% 台で推移することとなる。

このように長期金利が変動するようになるとともに、イールドカーブが傾きを増してくることは、日本の債券市場参加者にとっては、失われていた収益機会の回復を意味した。国際的に見ても、2022 年以降の金融政策における急速な利上げによって欧米主要国のイールドカーブが逆イールドとなっている中、順イールドの日本の金利マーケットは相対的に運用が行いやすい面もあり、海外ヘッジファンドでは円金利トレーダーを獲得・増員して運用体制を強化する動きも生じた。

一方で、日銀が実施している債券市場サーベイを見ると、2022年に急速に悪化した市場の機能度は、2023年2月を底に反転し改善が見られたものの、2024年に至るまで水準としてはなお低い状態が続いている¹⁷。

2024年3月19日の金融政策決定会合で、日銀は、2%の物価目標の実現が見通せる状況に至ったとし、「これまでの『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たした」として、マイナス金利政策を解除し、短期金利（オーバーナイトの無担保コールレート）の誘導目標を0~0.1%程度とするとともに、長期金利については利回り目標を設定せず、長期国債の買入れをこれまでと概ね同程度の金額で継続するという、買入れ金額の設定だけに改めた。金融政策決定会合後の記者会見で、植田総裁は、「普通の金融政策を行っていくことになる」と述べ、約11年に及んだ異次元の金融緩和は終了することとなった。

その後同年7月19日には、短期金利の誘導目標を0.25%程度に引き上げるとともに、長期国債の買入れについて、段階的に減額し、2026年1~3月期には買入額をほぼ半減させるという買入減額計画を決定・公表した。

2013年以降11年間にわたり、大規模金融緩和の下で、日銀は、発行される利付国債のほぼ4分の3に当たる量を買入れてきた。今後、公表された計画どおり買入減額が進めば、フローで見た場合の国債市場における買い手は、日銀中心から民間投資家中心へと徐々に戻っていくこととなる。

一方、国債残高（短期国債を除く）に占める日銀の保有比率は、2013年3月末の11.6%から2024年3月末には53.2%にまで上昇した。公表された計画どおり買入減額が進んでも、ストックである残高に占める日銀保有比率は、2026年3月末でもなお5割近い比率を占める見込みであり¹⁸、その後も、保有国債の売却にまで踏み込まない限り、日銀による国債保有額の減少には時間を要することが見込まれる¹⁹。

VI 結び：今後の展望と課題

本稿では、戦後の日本の国債発行の歴史を大きく4つの期間に区分して俯瞰してきた。

これらの期間を通じた大きな流れとして、国債管理政策における取組みや国債発行における変化については、幾つかの点が指摘できよう。

¹⁷ 例えば2024年6月4日・5日に開催された債券市場参加者会合に日銀金融市場局が提出した資料参照（日本銀行「『債券市場参加者会合』第19回議事要旨」2024年6月27日）。

¹⁸ 資金循環統計による日銀の国債（短期を除く）保有額は、2024年3月末で約576兆円であり、そこから、2024年度及び2025年度の国債買入額（実績及び公表された計画に基づく）と償還到来額を加減すると、2026年3月末で約533兆円に減少すると見込まれる。一方、同統計による国債の総額は、2024年3月末で約1,082兆円であり、2025年度予算の姿が現時点では未定であるものの、2026年3月末で約1,100兆円程度まで増加すると仮定した場合、日銀保有比率は48%程度となる。

¹⁹ 仮に2026年度以降の国債買入がゼロとなる場合でも、日銀保有国債の満期到来予定額は、2026年度、2027年度と約60~70兆円であることから、保有残高がそれに応じて減少するとしても、2027年度末でなお400兆円を超える規模となる。

- (1) 年限の多様化や、プレーンな固定利付債以外の国債の発行など、商品性の多様化が進められてきた。
- (2) 発行方式についても、シ団による固定シェアでの引受けから始まった後、入札が活用されるようになったほか、入札の方式も、コンベンショナル方式での価格競争入札だけでなくイールド・ダッチ方式も導入され、非価格競争入札も拡充されるなど、市場メカニズムを活用しつつ円滑な消化を促進するための工夫が進められてきた。
- (3) 流通市場への配慮が高まり、流動性向上を企図した施策が拡充されてきた。
- (4) 上記のような国債管理政策における新たな取組み、改革の進展は、国債の発行・消化に課題が生じたときに多く見られた。
- (5) ここまで本稿では触れてこなかったが、国債発行に伴う資金調達コスト（国債残高の平均金利）は、ほぼ一貫して低下してきた。これは、低コストで資金を調達すべく取り組んできた発行当局の努力の成果でもあるが、何よりもマクロ経済環境と、それを背景にした金融政策の影響が大きい。本稿の整理による第Ⅱ期の終盤に起きたバブル崩壊以降、政府は利払い負担を増加させることなく多額の国債残高を積み上げることが可能であった²⁰。

上記のような点を踏まえて、日銀が支配的となっていた国債市場からの出口という現在の立ち位置と今後の展望を考えると、幾つかの論点と取り組むべき課題が見えてくる。

一つは、国債市場における流動性と市場機能の回復である。大規模緩和の11年という期間は、あまりに長かったと言えよう。債券市場の現場には、金利変動・金利上昇を知らず、押し目買いや戻り売りといった相場への対応経験のないディーラー、トレーダーも増えた。このような環境で、市場の急激な変動を回避しつつ、流動性や市場機能をできるだけ速やかに回復していく必要がある。市場で取引を行う民間主体の体制整備等が必須であるが、民間市場参加者の取組みをサポートするため、国債発行当局や日銀も状況を見ながら必要な対応を講じていかなければならない。

第二に、日銀が買入れを減らす中、日銀に替わる国債の買い手、安定的保有者となる投資家は誰か、そして、その新たな投資家にスムーズにバトンタッチできるか、という論点である。この点については既に論じたものがある²¹ので重複は避けるが、既存の発行手法・品揃えだけでは消化に困難を来すような事態が生ずるようであれば、過去の同様の局面でもそうであったように、投資家の潜在的なニーズを掘り起こせるような新たな商品や新たな発行手法の開発も必要となるであろう。

第三に、1990年代後半から長きにわたり続いてきた、インフレ率がゼロ近傍（マイナスを含む）の期間が終わり、2%の物価上昇が定着する可能性が出てきた現在の状況を考

²⁰ 決算が公表されている直近の2023年度と30年前の1993年度を比較すると、年度末の普通国債残高は1993年度の193兆円から2023年度には1,054兆円と5倍強に増加しているが、一般会計の利払費は10.6兆円から7.4兆円へとむしろ減少している。これは、平均金利が約8分の1近くに下がったことを意味している。

²¹ 齋藤通雄「日本銀行による国債買入れの減額と国債管理政策上の対応課題」『野村資本市場クォーターリー』2024年秋号。

えると、今後、新たな金利水準の形成がどうなるか、また、その下で市場の安定をどのように確保できるか、という論点がある。長期金利の形成に織り込まれるインフレ期待が、これまでのようにゼロではなく 2%となっていくのであれば、金利は上昇に転じるとともに、高い金利が債務残高全体に波及する過程で巨額の利払費増加が生じることとなる。1,000兆円超の債務残高全体について仮に金利が 2%上昇すれば、毎年の利払費は今よりも 20兆円高い水準になる。このような利払費増加に対して財政運営面での確な対応がなされず、単純に国債増発で賄われるようであれば、日本国債に対する信認にも大きく影響することが懸念され、市場での安定的な消化に困難を来す恐れもある。

約 30年にわたって続いてきたゼロ・インフレと、それを前提とした国債市場、そして財政運営が大きな転換期を迎えているのであれば、それぞれの政策当局にもこの 30年間の「常識」とらわれない取組みが必要とされる。

戦後国債史の第Ⅳ期が終盤を迎え、来たる第Ⅴ期がどのようなものになるのか、我々は今その移行期にいる。

(参考文献、資料)

財務省理財局自身が毎年度取りまとめているものとして、『債務管理レポート』及び国債発行計画。

財務省広報誌『ファイナンス』に掲載された理財局の担当者による解説、例えば、松重友啓・河西修「『公的債務管理政策に関する研究会』報告書及び『国債管理政策の新たな展開』について」『ファイナンス』2004年3月号。辻貴博「国債市場特別参加者制度について」『ファイナンス』2004年12月号。

浜田恵造編『国債』（1997）財団法人大蔵財務協会。

財務総合政策研究所「第7巻 国債」、「第15巻 資料（3） 租税・国債」『昭和財政史－昭和27～48年度』。

財務総合政策研究所「第5巻 国債・財政投融资」、「第9巻 資料（2） 租税・国債」『昭和財政史－昭和49～63年度』。

財務総合政策研究所「第5巻 国債・財政投融资」、「第9巻 資料（2） 租税・国債」『平成財政史（平成元～12年度）』。

【参考資料】

参考資料1 戦後の主な国債管理政策の変遷

年度	国債管理政策等	財政政策等
1965	1966.1 シ団引受開始(7年債)	補正予算で歳入補填債発行
1966		当初予算で建設公債発行
1967		現在の減債制度確立(60年償還ルール)
1971	1972.1 国債の償還期限延長(7年→10年)	ニクソン・ショック
1975		財政危機宣言 補正予算で特例公債発行
1976	1977.1 割引国債(5年)発行開始	昭和55年度特例公債脱却目標設定
1978	1978.6 中期国債(3年)の公募入札開始	
1979	1979.6 中期国債(2年)の公募入札開始 1980.1 中期国債ファンド発売	機関車論 昭和59年度特例公債脱却目標設定
1980	1980.6 中期国債(4年)の公募入札開始	
1981	1981.9 6年債の直接発行	増税なき財政再建
1982	1983.2 15年変動利付国債の直接発行	ゼロ・シーリング
1983	1983.4 金融機関による国債の募集の取扱い開始 1983.9 20年債の直接発行	昭和65年度特例公債脱却目標設定 マイナス・シーリング
1985	1985.6 国債整理基金特別会計法の改正 ①短期国債、借換債前倒し発行 ②電電株式等の同基金への帰属 1985.10 国債先物取引開始 1986.2 短期国債の公募入札開始	日本電電公社、日本専売公社民営化 ブラザ合意
1986	1986.10 20年債のシ団引受開始	基礎年金制度導入
1987	1987.9 20年債の公募入札開始	日本国有鉄道民営化
1989	1989.4 シ団10年債の部分的入札制導入	消費税導入(3%)
1990		特例公債発行脱却
1993	1994.2 6年債の公募入札開始	
1994		阪神・淡路大震災→補正予算で特例公債発行
1997		財政構造改革法成立
1998	1999.3 入札日程及び発行額の事前公表	財政構造改革法停止 資金運用部ショック
1999	1999.4 TB1年物の公募入札開始 1999.9 30年債公募入札開始 2000.2 5年利付債導入	
2000	2000.6 15年変動利付国債の公募入札開始 2000.9 国債市場懇談会の開催開始 2000.11 3年割引債の公募入札開始	介護保険制度導入
2001		財政投融资改革実施
2002	2002.4 国債投資家懇談会の開催開始 2003.1 ストリップ債の導入 2003.2 買入消却の入札開始 2003.3 個人向け国債の導入	
2003	2004.3 物価連動国債の発行	
2004	2004.10 国債市場特別参加者制度の導入 2005.1 国債にかかる海外説明会(海外IR)開始	
2005	2006.1 新型個人向け国債(固定利付型)の導入 2006.3 シ団の廃止	
2006	2006.4 流動性供給入札の導入 2007.1 FB6か月物導入(TB6か月物からの振り替え)	2011年度PB黒字化目標設定
2007	2007.6 トップリテラー会議の開催開始 2007.11 40年債の公募入札開始	
2008	2008.12 15年変動利付国債・物価連動国債の発行予定額の減額(2009年2月発行取り止め)等 2009.2 TB・FBの統合発行(T-Bill)を開始	後期高齢者医療制度導入 リーマン・ショック
2010	2010.7 個人向け国債固定3年債発行開始(募集は6月から)	2020年度PB黒字化目標
2011	2012.1 個人向け復興国債発行開始(募集は12月から)	東日本大震災→補正予算で復興債発行
2013	2013.10 物価連動国債の発行再開	日銀による量的・質的金融緩和政策開始

(出所) 財務省『債務管理レポート』より一部筆者修正