

第1部 国 債

第1章 平成元年度から平成12年度までの 国債・政府保証債の推移

序節 大量発行の持続と市場の重視へ

我が国の国債は、高度成長期には規制された「金利体系」の下でその発行がなされていた。低成長期に入って金利の自由化・弾力化や業務分野の自由化などの金融自由化が進展したが、大量に発行され累積していった国債の存在は金融市場にも多大な影響を与え、金融自由化の一因ともなった。

平成期においては国債市場と国債管理政策に従来見られなかった変化が生じて、国債政策は市場の動向に影響されるようになっていく。我が国の国債の中心である10年物長期国債は昭和40年度にシ団引受方式で再開されたが、市場の動向を反映するべく昭和末期に入札方式を導入するという変革をみた。まず引受額を入札で決める方式が導入され、次いで価格競争入札に進んだ。その後、時間の経過とともに入札による発行のウエイトが高まり、平成18年にはシ団引受方式が終了することになる。国債管理政策においては市場との直接的な対話が重視され、市場参加者と懇談してその意向を政策に反映することも試みられた。21世紀早々には公的金融の改革、機構改革も行われた。国債に関する政策は市場の動向に一層影響される方向へと変貌を遂げていった。

本巻では平成元年度から平成12年度までの期間の国債市場を取り上げる。国債を広義に解して、短期から超長期までの国債や交付国債のほかに、政府短期証券、政府保証債なども対象とする。第1章から第3章においては、この期間の国債・政府保証債等の推移を概観する。財政の状況、国債管理政策の展開、国債の発行市場と流通市場のそれぞれの状況、税制の変化、資金運用部や国債整理基金といった政府機関の動向を眺めるとともに、交付国債、政府保証債、同外債、政府短期証券、短期国債、財投債にも各1節を充てることにする。

4 第1章 平成元年度から平成12年度までの国債・政府保証債の推移

第4章では、多様化の進展として流通市場でのデリバティブ取引の展開、引受特にシ団引受の推移、発行条件と手数料の変化を取り上げる。第5章は市場との対話の進展を扱い、入札方式の変化、国債市場懇談会の開始までの事情と同懇談会での議論、更にはそれらの議論を受けて各種の措置がどのようにとられたかをたどるほか、格付の変化にも言及する。

第1節 財政の状況と国債発行額の概観¹⁾

1 各年度の予算と国債

はじめに、財政の状況を予算と国債との関係を中心にして、財務省『ファイナンス』各号などに基づいて概説する。まず平成元年度予算では、翌年度までに特例国債への依存から抜け出すことを目標に歳出を見直すなどして、特例国債は前年度当初の発行予定額に比べて1兆8200億円減である1兆3310億円の発行予定となり、建設国債（新規財源債）発行額は前年度比約1兆7000億円減の7兆1110億円となった。国債依存度は前年度当初の15.6%から11.8%に低下した。借換債を含む実績値では前年度に比べて3兆7000億円増の27兆円が発行され、残高は160兆9100億円になった（表1-1-1参照）。実績値ベースの国債依存度は前年度の11.6%から10.1%に低下した。

平成2年度予算では、特例国債発行額はゼロとなって昭和50年度以来継続していた特例国債への依存から脱却し、以後平成5年度までこの状態が続いた。建設国債発行額は前年度比約1兆5000億円減の5兆5932億円、国債依存度は8.4%になった。借換債を含む実績値では発行額は39兆円、残高は166兆3379億円になった。実績値ベースの国債依存度は10.6%になった。

平成3年度予算では、建設国債発行額を5兆3430億円と前年度当初予算に比して2500億円減額して、国債依存度は7.6%にさらに低下した。借換債を含む実績値では発行額は37兆3000億円、残高は171兆6473億円になった。実績値ベースの国債依存度は9.5%に低下した。

平成4年度予算では、建設国債発行額を7兆2800億円と前年度当初予算比で1兆9370億円の増加として、国債依存度は10.1%に上昇した。借換債を含む実績値では発行額は46兆1000億円、残高は178兆3681億円になった。実績値ベースの国債依存度は13.5%になった。

平成5年度予算では、建設国債発行額を8兆1300億円と前年度当初比8500億円増加して、国債依存度は11.2%に上昇した。借換債を含む実績値では発行額は54兆8000億円、残高は192兆5393億円になった。実績値ベースの国債依存度

は21.5%になった。

平成6年度予算では、建設国債を前年度当初予算比で2兆3800億円増の1兆5092億円発行するとともに、所得税減税等に伴う税収減に対処するものに限って特例国債を3兆1338億円発行することになった。なお、この特例国債は税制改革の年内実現によって歯止めがかかることが企図されていた。国債依存度は18.7%と高水準となった。借換債を含む実績値では発行額は54兆7000億円、残高は206兆6046億円になった。実績値ベースで国債依存度は22.4%であった。

平成7年度予算では、建設国債を9兆7469億円発行することとし、所得税減税の実施による租税収入減を補うため特例国債2兆8511億円の発行を予定した。国債依存度は17.7%となった。借換債を含む実績値では発行額は68兆4000億円、残高は225兆1847億円になった。国債依存度は実績値ベースでは28.0%となった。

平成8年度予算では、7年ぶりの償還財源の手当てがない特例国債11兆9980億円の発行を含め21兆290億円にのぼる国債発行を予定し、国債依存度は28.0%となった。借換債を含む実績値では発行額は70兆6000億円、残高は244兆6581億円であった。国債依存度は実績値ベースで27.6%となった。

平成9年度予算では、国債発行が4兆3000億円減の1兆67070億円、特例国債は4兆5000億円の減で7兆4700億円、国債依存度は21.6%に下がった。財政赤字の縮減から財政構造改革の第一歩を踏み出した。借換債を含む実績値では発行額は71兆1000億円、残高は257兆9875億円になった。国債依存度は実績値ベースで23.5%となった。

平成10年度予算では、財政構造改革法成立後初めての予算として国債減額を達成するべく、前年度当初予算より建設国債を8100億円、特例国債を3400億円、国債全体では1兆1500億円それぞれ減額して全体で15兆5570億円の発行とした。国債依存度は20.0%に低下した。借換債を含む実績値では発行額は95兆8000億円、残高は295兆2491億円になった。実績値ベースでは国債依存度は40.3%であった。

平成11年度予算では、国債発行は前年度当初予算より15兆4900億円増額して31兆500億円、うち建設国債は9100億円増の9兆3400億円、特例国債は14兆5800億円増の21兆7100億円であった。国債依存度は前年度当初比17.9ポイント増加して37.9%に上昇した。借換債を含む実績値では発行額は99兆8000億円、残高

は331兆6687億円になった。実績値ベースでは国債依存度は42.1%となった。

平成12年度予算においては、国債発行は前年度当初予算より1兆5600億円増加して32兆6100億円、国債依存度は前年度当初予算比0.5ポイント増の38.4%と上昇した。借換債を含む実績値では発行額は105兆4000億円、残高は367兆5547億円になった。実績値ベースで国債依存度は36.9%となった。

表 1-1-1 国債発行額・償還額・現存額

(単位：兆円、%)

年 度	発行額	新規国債	借換債	償還額	現存額	市中消化分	市中消化の割合
昭和63	23.3	7.4	15.9	18.3	156.8	17.8	76.3
平成元	27.0	6.5	20.5	22.9	160.9	21.6	79.9
2	39.0	7.1	32.0	33.6	166.3	33.2	85.2
3	37.3	7.2	30.1	32.0	171.6	33.0	88.3
4	46.1	9.5	36.7	39.4	178.4	38.8	84.1
5	54.8	16.2	38.6	40.6	192.5	42.8	78.1
6	54.7	16.1	38.7	40.7	206.6	46.9	85.7
7	68.4	20.9	47.5	49.9	225.2	56.5	82.6
8	70.6	22.3	48.3	51.2	244.7	54.5	77.2
9	71.1	17.8	53.3	57.8	258.0	54.9	77.1
10	95.8	30.2	65.6	58.6	295.2	69.1	72.1
11	99.8	38.3	61.5	63.4	331.7	90.5	90.7
12	105.4	36.1	69.3	69.5	367.6	101.7	96.5

(注) 額面ベース。発行額・償還額・現存額には資金運用部・日銀引受と郵便貯金資金の金融自由化対策資金応募を含む。

(出所) 大蔵省(財務省)理財局『国債統計年報』、財務省ホームページ「戦後の国債管理政策の推移」、公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』の各年版により作成。

〔注〕

- 1) 本節は『ファイナンス』各号に基づく。更に『平成財政史—平成元～12年度—』第2巻「予算」(平成25年、大蔵財務協会)も参照。

2 財政の中期展望¹⁾

特例国債の発行を契機として財政の中期的展望を提示することが必要となり、大蔵省は昭和51年度以降「財政収支試算」を策定・公表してきたが、財政の現

状を踏まえたより精緻な積上げ方式による財政計画が必要である、との国会の指摘を受けて昭和56年度に試案「財政の中期展望」を提示した。更にその後、中期的な視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛りとして「財政の中期展望」、「財政改革を進めるに当たっての基本的考え方」（抜粋は表1-1-2、及び1-1-3参照）、「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（一例は表1-1-4参照）等を予算委員会に提出するようになった。

「財政の中期展望」は将来の予算編成を拘束する財政計画ではなく、当該年度の予算における制度・施策を前提として、一定の仮定の下にこれをそのまま将来に投影した財政の姿を示し、基本的には政策的意図を反映しないものであった。

基本的な枠組みは

- (1) 一般歳出は後年度負担額推計に基づいて計上、
- (2) 公債金収入は機械的に一定額を計上、
- (3) 歳出と歳入のギャップを要調整額とし、収支不一致のまま、

とされた。歳出と歳入は各々一定の仮定を置いて別々に推計されているため、両者の間にギャップが生ずる。これが要調整額であり、各年度の予算編成において歳出の削減又は歳入の増収措置によって解消するべきものであるとされた。

「財政の中期展望」の各項目のうち、国債費と公債金収入と要調整額の推計は次のとおりで、前年度と異なる部分を中心に各年の概要を次に掲げる。¹⁾

(平成元年度)

(1) 国債費

国債整理基金への定率・差減額繰入れは平成元年度もやむを得ず停止するが、これは「財源確保法」による単年度の特例措置であり、平成2年度以降は国債整理基金特別会計法に従って国債残高の100分の1.6等を繰り入れるという前提であった。このため平成2年度の国債費は14兆3800億円であって、前年度よりも2兆7200億円の増加でその伸び率は23.3%、うち利子等は10兆4000億円であり、平成2年度～平成4年度の定率・差減額繰入れ額は2兆7200億円、2兆8000億円、2兆8600億円と見込んだ。

なお、平成3年度以降には、交付税特別会計から一般会計に振替整理した借入金及び国鉄から一般会計が承継した棚上げ債務の償還予定額を計上した。3年度では国債費は14兆8700億円が計上され、その対前年度増加額は4900億円と

見込まれた。

(2) 公債金収入

平成2年度での特例国債依存体質を脱却するという目標を前提として、特例国債は平成2年度以降ゼロとした。建設国債は平成元年度発行予定額の5兆7800億円と同額を計上した。

(3) 要調整額

予備枠を含まない要調整額は、平成2年度、平成3年度でそれぞれ3兆8700億円、3兆9400億円であり、仮にNTT株式の適切な売却等により定率繰入れを引き続き停止するとしても、なお1兆1500億円、1兆1400億円が残る。平成4年度は2兆9200億円と平成3年度より減少する。

(平成4年度)

(1) 国債費

国債費の大宗を占める利払費については、既発行分は積上げ推計により、今後発行される分は一定の条件に基づき機械的に推計して11兆4300億円とした。NTT無利子貸付制度により貸し付けられた資金は、A、B、C各タイプの償還条件に従って産業投資特別会計に償還され、その額がそのまま一般会計を通じて国債整理基金に繰り戻されるとした。なお、平成4年度予算では国債費は16兆4473億円が計上された。

定率繰入れは平成2年度予算で復活され、平成4年度予算においても実施することとされており、5年度以降も毎年度定率繰入れが実施されるとした。

(2) 公債金収入

公債金収入（建設国債）は、平成7年度以降国債残高累増体質からほぼ脱却することを目処としつつ、平成7年度に国債依存度が5%を下回る水準を仮置きして、平成5年度以降毎年度1兆1500億円ずつ機械的に均等に減額するとした。

(3) 要調整額

平成5年度3兆600億円、平成6年度3兆8200億円、平成7年度4兆1800億円となる。

(平成5年度)

(1) 国債費

利払費については既発行分を積上げ推計により、今後発行される分を機械的な推計により10兆9700億円と計上している。NTT無利子貸付制度により貸し付けられた資金は償還条件に従って産業投資特別会計に償還され、その額がその

まま一般会計を通じて国債整理基金に繰り戻されるとして推計を行っている。定率繰入れは6年度以降毎年度定率繰入れを実施するとした。なお、平成5年度予算では国債費は15兆4423億円が計上された。

(2) 公債金収入（建設国債）

平成7年度以降国債残高累増体質からほぼ脱却することを目処としつつ、平成7年度に国債依存度が5%を下回る水準を仮置きして、平成6年度以降毎年度2兆2500億円ずつ機械的に均等に減額することとし、平成8年度は平成7年度と同額と仮置きした。

(3) 要調整額

平成6年度5兆3000億円、平成7年度6兆8500億円、平成8年度5兆9500億円となる。

(平成6年度)

(1) 国債費

利払費については既発行分を積上げ推計により、今後発行される分を機械的な推計により10兆9100億円と計上している。NTT無利子貸付制度により貸し付けられた資金は償還条件に従って産業投資特別会計に償還され、その額がそのまま一般会計を通じて国債整理基金に繰り戻されるものとして推計を行っている。なお、平成6年度は「平成6年分所得税の特別減税の実施等のための公債の発行の特例に関する法律」に基づき特例国債を3兆円余発行するが、税制改革の具体的な姿が明らかでないので、この経費については推計の対象としていない。平成6年度予算で国債費は14兆3602円が計上された。

(2) 公債金収入

国債依存度が平成11年度に5%を下回る水準を仮置きし、平成6年度予算における公債金収入の額から平成7年度以降毎年度8500億円ずつ機械的に均等に減額した額を計上している。

(3) 要調整額

平成7年度7兆7100億円（新規施策等の予備枠を考慮した場合8兆3600億円）、平成8年度7兆4200億円（同8兆7700億円）、平成9年度7兆7800億円（同9兆8700億円）が見込まれる。

(平成7年度)

(1) 国債費

平成10年度の国債費の推計に当たって、減税先行とされた税制改革における

租税収入の減少を補うために「所得税法及び消費税法の一部を改正する法律の施行等による租税収入の減少を補うための平成6年度から平成8年度までの公債の発行の特例等に関する法律」（「減税特例公債法」）に基づいて発行される減税特例国債の償還期間が通常よりも短い20年とされたことに伴い、必要となる一般会計からの繰入れも含めた。なお平成7年度、平成8年度、平成9年度、平成10年度予算では、国債費はそれぞれ13兆2213億円、16兆8500億円、17兆3800億円、18兆500億円が計上された。

(2) 公債金収入

国債が累増しないような財政体質を作り上げることを目指して、中期的視点に立った財政運営を進めていく際の検討の手掛かりとして、国債依存度が平成12年度に5%を下回る水準を公債金収入推計の前提として仮置きし、平成7年度の公債金収入の額（税制改革に伴って一時的に発行する特例国債及びNTT事業償還時貸付金の財源とする建設国債を除く）から平成8年度以降毎年度9000億円ずつ機械的に均等に減額した額を計上した。

平成8年度における特例国債の欄の公債金収入は「減税特例公債法」に基づくいわゆる減税特例国債の発行による収入である。「中期展望」の税収試算上、平成8年分の特別減税を織り込んでいないため、平成8年度の特例国債の公債金収入は平成7年度のそれよりも少なくなった。

(3) 要調整額

平成8年度9兆7700億円、平成9年度9兆9600億円、平成10年度9兆5700億円となる。

(平成9年度)

閣議決定で「平成17年度までのできるだけ早期に、特例公債依存から脱却するとともに、公債依存度の引下げを図る」とされていることを踏まえ、毎年度1兆円ずつ均等に特例国債を減額する姿を仮に置いた。建設国債は平成9年度と同額と仮定した。その上で、経済計画の想定する経済の姿（名目成長率3.5%、1.75%等）や現行の制度・施策等を前提に、一定の仮定の下に歳出・歳入が推移した場合の将来の財政の姿を示し、特例国債1兆円減額のために必要な総額を要調整額として示した。試算によれば、平成10年度においては、名目3.5%の経済成長率に伴って税収が増加するとしても国債費、地方交付税、既存の制度・施策における一般歳出の増加は賄いきれず、要調整額は4兆400億円（経済成長率1.75%の場合4兆5200億円）に及ぶこととなった。

(平成10年度)

要調整額は平成11年度3.0-3.2兆円、平成12年度3.3-4.1兆円となる。なお、平成10年度、11年度、平成12年度では国債費はそれぞれ17.3兆円、17.9-18.5兆円、18.4-19.3兆円が計上された。

表 1-1-2 各年度の財政改革を進めるに当たっての基本的考え方(抄)

ない点にも留意する必要がある。
2. (今後の財政改革の進め方)
(中略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方(平成元年2月大蔵省)

1. (平成元年度予算と今後の財政改革)

(1) 平成元年度予算においては、……特例公債の発行額は前年度当初予定額に比べ1兆8200億円減額され、「平成2年度特例公債依存体質からの脱却」という努力目標の達成に向けて着実に前進するとともに、公債依存度も11.8%にまで低下するに至った。

(2) しかしながら、平成元年度末公債残高は約162兆円に達すると見込まれ、その利払い等に要する国債費は定率繰入れを停止してもなお一般会計歳出の19.3%を占めるに至っており、今後急速に進展する人口の高齢化や国際社会における我が国の責任の増大など内外情勢の変化に適切に対処しつつ、我が国経済社会の活力を維持し、国民生活の安定と充実を図るためには、財政の対応力の回復を図ることが引き続き緊要な課題である。

また、国民の理解と協力を得て税制改革を円滑に実施するためにも、行財政改革を引き続き推進する必要がある。

なお、いわゆる財政支出の繰延べや国債費の定率繰入れの停止等の臨時特例措置を引き続き講じざるを得

(3) 国債

① 国債の大量の償還・借換えを金融情勢に応じ円滑に行うため、短期の借換債の発行及び借換債の年度越え前倒し発行を活用するとともに、国債の償還財源については、当面、国債整理基金特別会計に帰属させた日本電信電話株式会社の株式の適切な売却に努めること等によりその確保を図るとともに、日本たばこ産業株式会社の株式の売却についても会社の経営状況等を踏まえて慎重に検討を進めるなど、今後とも、公債の円滑な償還を図るよう、各年度の国債整理基金の状況、歳入・歳出の動向等に即し、最大限の努力と工夫を行う。

② 特例公債の償還方法については、引き続き、四条公債と同様の方法によることとするとともに、今後の財政事情の中で、できる限り早期償還に努める。

③ 借換債を含めた総公債発行額をできるだけ抑制することにより、国民総生産に対する公債残高の比率を極力低くとどめるよう努める。

また、このような努力により、長期的に一般会計歳出に占める国債費のシェアの縮小を図る。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方（平成2年3月大蔵省）

1. ……平成2年度予算においては、財政改革の第一段階である「平成2年度特例公債依存体質からの脱却」という努力目標が達成されたところである。
 2. しかしながら、平成2年度末国債残高は約164兆円に達すると見込まれ、その利払い等に要する国債費は一般会計歳出の21.6%を占めるなど、我が国の財政事情は、先進諸外国と比較してみても依然として極めて厳しい。また、現在の財政構造には、税収の減少が生じた場合に対応し得る弾力性は極めて限られており、ひとたび景気の落ち込み等により税収減が生じた場合には、再び特例公債の発行という事態に陥らざるを得ないという脆弱性を有している。更に、いわゆる財政支出の繰延べ措置や国鉄清算事業団長期債務等の処理問題が残されていることにも留意する必要がある。
- このような財政体質が改善されない限り、財政が健全体に復したとは到底言えず、引き続き第二段階の財政改革を強力に推進していく必要がある。
3. 特例公債依存体質脱却後の中期的な財政運営の在り方については、先般、財政制度審議会の報告が出されたところである。今後は、この報告に沿って、次のとおり財政改革を進めていくこととする。

（中略）

- (2) このような基本的方向を踏まえ、今後の中期的財政運営としては、次のように進めることとする。
 - ① 国債残高の累増抑制のための方策としては、財政の景気調整機能を高め、あわせて景気・税収変動が生じて、特例公債を発行する

ことなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことが緊急の課題であることから、まず建設公債の公債発行限度額一杯の発行といった特例公債発行下の緊急避難的な措置は本来の健全財政原則に戻し、新規国債発行額の抑制により、早急に公債依存度を引き下げるよう努めることとする。

その際、公債依存度は、5%を下回る水準を一つの目処とする。なお、公債依存度は、経済社会情勢の動向と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行い得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げるよう努めることとする。

（注）公債依存度という指標は、歳入全体に占める公債収入の割合を示すものであり、個別分野の歳出、例えば社会資本整備については、中長期的展望に立って着実にその充実を図る等、適切に対処すべきものである。

- ② 国債残高の累増抑制のためのもう一つの方策である特例公債の早期償還についても、各年度の予算編成において、できるだけ努力することとする。

このため、決算剰余金について全額国債整理基金繰入れを行う等当初予算において見込み得なかった財源が生じた場合には、特例公債の償還財源として活用を図ることとする。更に、日本電信電話株式会社株式について、今後、売払収入が生じた場合には、その時々

の経済情勢、財政事情、国債整理基金の資金繰り状況、日本電信電話株式会社株式の売払収入の活用による社会資本の整備事業の財源問題等を総合的に勘案しつつ、特例公債の償還財源に充てるよう努めることとする。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方 (平成3年1月大蔵省)

1. (平成3年度予算と財政の現状)
 - (1) 平成3年度予算においては、……公債発行額は前年度当初予算に比べ2502億円減額の5兆3430億円、公債依存度は前年度当初予算に比べ0.8%ポイント低下の7.6%となり、財政の健全化に向けて新たな第一歩を踏み出すものとなった。
 - (2) しかしながら、平成3年度末公債残高は約168兆円もの巨額に達するものと見込まれ、その利払い等に要する国債費は一般会計歳出の22.5%を占めるなど、我が国の財政事情は、先進諸外国と比較してみても依然として極めて厳しい。また、多額の建設公債に依存する現在の財政構造は、ひとたび景気の落ち込み等により税収の著しい鈍化が生じた場合には、再び特例公債の発行という事態に陥らざるを得ないという脆弱性を有している。さらに、いわゆる財政支出の繰延べ措置・国鉄清算事業団長期債務等の処理問題が残されていることにも留意する必要がある。
2. (今後の財政改革の進め方)

(中略)

 - (3) また、特例公債の発行という事態は二度と生じさせてはならず、景気・税収変動が生じて、特例公債

を発行することなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことが緊急の課題であることから、公債発行対象経費の大半を常時建設公債により賄うといった特例公債発行下の緊急避難的な財政運営は、早急に本来の健全な財政の姿に戻す必要がある。このことは、財政の景気調整機能を高めるという観点からも、要請されるところである。

- (4) 以上の基本的考え方を踏まえて、今後の中期的財政運営に当たっては、来るべき本格的高齢化社会に多大の負担を残さず、再び特例公債を発行しないことを基本として、公債残高が累増しないような財政体質を作り上げることを目指すこととする。このため、引き続き国と地方を通じた行財政改革を推進し、歳出全般にわたる制度・施策の徹底した見直しに努めることにより公債発行額を極力縮減し、公債依存度の引下げを図る。あわせて、特例公債の早期償還に努める。なお、公債依存度については、5%を下回る水準を一つの目処とする。ただ、公債依存度は、経済社会情勢と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行い得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げるよう努める。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方 (平成4年1月大蔵省)

1. (平成4年度予算と財政の現状)
 - (1) 平成4年度予算においては、……公債発行額は前年度当初予算に比べ

1兆9370億円増額の7兆2800億円、公債依存度は前年度当初予算に比べ2.5%上昇の10.1%となった。

- (2) 平成4年度末公債残高は約174兆円もの巨額に達するものと見込まれ、その利払い等に要する国債費は一般会計歳出の22.8%を占めるなど、我が国財政は依然として構造的な厳しさが続いている。加えて、多額の建設公債に依存する現在の財政構造は、今後の景気・税収変動によっては、再び特例公債の発行という事態に陥らざるを得ないという脆弱性を有している。さらに、いわゆる財政支出の繰延べ措置・国鉄清算事業団長期債務等の処理問題が残されていることにも留意する必要がある。

2. (今後の財政改革の進め方)

(中略)

- (3) また、特例公債の発行という事態は二度と生じさせてはならず、景気・税収変動が生じて、特例公債を発行することなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことが緊急の課題であることから、建設公債の発行額を増加させるといった財政運営は、今後の経済情勢や財政事情等に応じ、早急に、可能な限り建設公債に依存しない財政の姿に戻す必要がある。
- (4) 以上の基本的考え方を踏まえて、今後の中期的財政運営に当たっては、来るべき本格的高齢化社会に多大の負担を残さず、再び特例公債を発行しないことを基本として、公債残高が累増しないような財政体質を作り上げることを目指すこととする。このため、引き続き国と地方を通じた行財政改革を推進し、歳出全般にわたる制度・施策の徹底した見直しに

努めることにより公債発行額を極力縮減し、公債依存度の引下げを図る。あわせて、特例公債の早期償還に努める。

なお、公債依存度については、5%を下回る水準を一つの目安とする。ただ、公債依存度は、経済社会情勢と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行い得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げよう努める。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方(平成5年1月大蔵省)

1. (平成5年度予算と財政の現状)

- (1) 平成5年度予算においては、……特例公債の発行を回避したところであるが、他方、……建設公債の発行額を増加させることとした。

この結果、公債発行額は前年度当初予算に比べ8500億円増額の8兆1300億円、公債依存度は前年度当初予算に比べ1.1%上昇の11.2%となった。

- (2) 我が国財政は、公債残高が平成5年度末には約182兆円程度にも達する見込みであり、国債費が一般会計歳出の21.3%を占め他の政策的経費を圧迫するなど、構造的な厳しさが続いている。また、平成5年度まで懸命な努力により特例公債を発行することなく予算編成を行ってきたが、我が国財政は、依然として脆弱な構造を内包している。さらに、いわゆる特例的な歳出削減措置・国鉄清算事業団長期債務等の処理問題が残さ

れていることにも留意する必要がある。

(以下省略)

2. (今後の財政改革の進め方)

(中略)

(3) また、特例公債の発行という事態は二度と生じさせてはならず、景気・税収変動が生じて、特例公債を発行することなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことが緊急の課題であることから、建設公債の発行額を増加させるといった財政運営は、今後の経済情勢や財政事情等に応じ、建設公債を可能な限り抑制した財政の姿に戻していくことが重要である。

(4) 以上の基本的考え方を踏まえて、今後の中期的財政運営に当たっては、今後の社会経済情勢の変化に財政が弾力的に対応していくため、高齢化社会に多大の負担を残さず、再び特例公債を発行しないことを基本として、公債残高が累増しないような財政体質を作り上げることを目指すこととする。このため、引き続き国と地方を通じた行財政改革を推進し、歳出全般にわたる制度・施策の徹底した見直しに努めることにより公債発行額を極力縮減し、公債依存度の引下げを図る。あわせて、特例公債の早期償還に努める。

なお、公債依存度については、5%を下回る水準を一つの目処とする。ただ、公債依存度は、経済社会情勢と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行き得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げるよう努める。

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方(平成6年5月大蔵省)

1. (平成6年度予算と財政の現状)

(1) 平成6年度予算においては、……平成5年度第2次補正予算に引き続き、定率繰入れ等を暫定的に停止することとした。

公債金については、……建設公債を増発するほか、所得税減税等に伴う税収減に対処するためのものに厳に限り、特例公債を発行することとした。この結果、公債発行額は前年度当初予算に比べ5兆5130億円増額の13兆6430億円、公債依存度は18.7%となり、平成6年度末の公債残高が200兆円を超えるものと見込まれる。

(2) このように公債残高が累増する中で、国債費が一般会計歳出の2割程度を占め他の政策的経費を圧迫するなど、我が国財政は、構造的に益々厳しさを増していることに加え、バブル経済崩壊の影響等を受け、税収が2年連続して前年度の当初見込みを下回ると見込まれるなど、誠に深刻な状況に立ち至っている。更に、いわゆる特例的な歳出削減措置・国鉄清算事業団長期債務等の問題についても留意する必要がある。

2. (今後の財政改革の進め方)

(中略)

(3) また、特例公債は財政法の基本原則に著しく反し、後世代に利払費等の負担だけを残すものであることから、景気・税収変動が生じて、こうした歯止めなき特例公債を発行することなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことは重要な

課題である。このため、今後の経済情勢や財政事情等に応じ、建設公債の発行を可能な限り抑制した財政の姿に戻していくことが重要である。

- (4) 以上の基本的考え方を踏まえて、今後の中期的財政運営に当たっては、今後の社会経済情勢の変化に財政が弾力的に対応していくため、引き続き健全な財政運営を確保しつつ、公債残高が累増しないような財政体質を作り上げることが基本的課題である。このため、引き続き国と地方を通じた行財政改革を推進し、歳出全般にわたる制度・施策の徹底した見直しに努めることにより公債発行額を極力縮減し、公債依存度の引下げを図る。あわせて、特例公債の早期償還に努める。

なお、公債依存度については、5%を下回る水準を中期的な一つの目安とする。ただ、公債依存度は、経済社会情勢と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行い得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げよう努める。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たったの基本的考え方（平成7年1月大蔵省）

- 1.（平成7年度予算と財政の現状）
- (1) 平成7年度予算においては、……平成6年度予算に引き続き定率繰入れ等3兆2457億円を停止する等の措置を講ずるとともに、平成5年度の決算上の不足に係る国債整理基金からの繰入れ相当額5663億円の同基金への繰戻しを平成8年度まで延期す

るという臨時異例の措置を講ずることとした。……

公債金については、NTT株式の売却収入に係る無利子貸付けの繰上償還に係るものを除いた建設公債をやむを得ず増発するほか、平成7年度における所得税減税の実施等による租税収入の減少を補うため、いわゆる減税特例公債を発行することとした。この結果、公債発行額は12兆5980億円、公債依存度は17.7%となり、平成7年度末の公債残高は約212兆円に増加する見込みである。

- (2) このように公債残高が累増する中で、我が国財政は、国債費が一般会計歳出の18.6%を占め、政策的経費を圧迫するなど、構造的にますます厳しさを増している。また、国際的に比較しても、公債依存度、利払费率等が、主要先進諸国の中でも一、二を争う高い水準にあるなど、我が国財政は著しく悪化した状況にある。加えて、平成5年度決算において税収が3年連続して減少し、初めて2年連続して決算上の不足を生じるという極めて異例な事態となり、その後の税収動向にも厳しいものが見込まれている。更に、公債残高の累増に加え、国鉄清算事業団長期債務等があることや極めて厳しい状況の下における財政運営上のやむを得ざる措置として講じられた特例的な措置の中には今後処理を要するものもあるなど、財政事情は一段と深刻の度を増している。こうした足下の財政事情に加え、安定成長下の経済においては、過去見られたような大幅な税収の増加を期待することは困難であり、我が国財政は一刻も放置しておけないほどに脆弱な体質に陥って

いる。

2. (今後の財政改革の進め方)

(中略)

- (3) また、特例公債は財政法の基本原則に著しく反し、後世代に利払費等の負担だけを残すものであることから、景気・税収変動が生じて、こうした財政体質の歯止めなき悪化につながりかねない特例公債を発行することなく対応できるような弾力性を財政体質に組み込むことは重要な課題である。このため、今後の経済情勢や財政事情等に応じ、建設公債の発行を可能な限り抑制した財政の姿に戻していくことが重要である。

(中略)

- (5) 我が国財政は極めて厳しい状況にあるが、今後の中期的財政運営に当たっては、財政がその対応力を回復することにより、今後の社会経済情勢の変化に財政が弾力的に対応していくことが必要である。このため、国と地方を通じた行財政改革を強力に推進し、歳出全般にわたる制度・施策の徹底した見直しに努め、公債依存度の引下げ等を図ることにより、公債残高が累増しないような財政体質を作り上げることが基本的課題である。

なお、公債依存度については、5%を下回る水準を中期的な一つの目処とする。ただ、公債依存度は、経済社会情勢と密接に関連しており、毎年度均等に引下げを行い得るといった性格のものではないので、各年度の予算編成においては、その時々々の景気情勢や財政事情等に応じ、可能な限り公債依存度を引き下げよう努める。

(以下省略)

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方(平成8年1月大蔵省)

1. (平成8年度予算と財政の現状)

- (1) 平成8年度予算においては、……平成元年度以来7年ぶりに、当初予算段階から償還財源の手当てのない特例公債の発行を余儀なくされ、多額の特例公債を含めた公債発行額は約21兆円となった。この結果、公債依存度は28%と、いわゆるマイナスシーリングを開始した昭和58年度を上回る高い水準に至った。また、平成8年度末における公債残高は約241兆円に達する見込みである。
- (2) このように公債残高が累増するなか、国債費は税収総額の約3割に当たる約16兆円という巨額の規模となり、政策的経費を著しく圧迫している。国際的にみても、主要先進諸国がいずれも財政健全化を最優先課題としているなかにおいて、我が国財政は公債依存度、利払費率等がこれらの国と比較して一、二を争う水準にあるなど著しく悪化した状況にある。これに加え、近年講じた特例的な歳出削減措置の中には今後処理を要するものがあることや国鉄清算事業団長期債務が存在することなど、財政事情は極めて深刻である。

2. (今後の財政改革の課題)

(中略)

- (5) 我が国財政は昭和50年度から15年間にわたり特例公債に依存し続けてきたが、その間特例公債依存からの脱却と公債依存度の引下げを目標として財政改革に努めてきた。平成2年度に特例公債依存から脱却した以降は、公債残高が累増しないような体質を作り上げることを目指し、公債依存度が5%を下回る水準を中期

的な一つの目処とするとともに、将来世代への負担の転嫁そのものである特例公債発行の回避に努めてきたところである。

しかしながら、今般再び、我が国財政は特例公債を含む約21兆円に及ぶ公債に依存せざるを得ない状況となった。今後の財政改革の道筋を展望すると、かつて特例公債依存からの脱却を目指し財政改革を強力に推進していた時代と比しても極めて深刻な事態に立ち至ったと言わざるを得ない。このような財政の現状を放置することなく、財政健全化のための新たな目標とその実現に向けた方策について、幅広い議論を踏まえつつ、更に検討していくこととしたい。

(以下省略)

財政構造改革を進めるに当たっての基本的考え方 (平成9年1月大蔵省)

(中略)

- この財政健全化目標の下、平成9年度予算においては、各般の制度改革を織り込むこと等により、一般歳出の伸率を1.5%と9年ぶりの低い水準に抑制するとともに、公債減額4兆3220億円、特例公債については4兆5280億円の縮減を実現し、国債費を除く歳出を租税等の範囲内に抑制し、現世代の受益が負担を上回る状況を解消するなど、財政構造改革元年として財政健全化に向けた第一歩を踏み出したところである。

しかしながら、我が国財政は、平成9年度末において公債残高が254兆円に達する見込であるなど、引き続き危機的な状況にあり、平成10年度予算編成に向けて、早い時期から歳出の全般的見直しを進めるとともに、概算要求

段階から一層厳しい抑制に取り組むなど、更なる歳出削減のため、努力していく必要がある。

(以下省略)

財政構造改革を進めるに当たっての基本的考え方 (平成10年1月大蔵省)

- 平成9年11月に、平成15年度までの財政構造改革の当面の目標、平成10年度から平成12年度までの集中改革期間における主要な経費に係る量的縮減目標、各歳出分野における改革の基本方針等を規定した「財政構造改革の推進に関する特別措置法」(以下「財政構造改革法」という。)が成立した。
- 集中改革期間の初年度に当たる平成10年度予算においては、財政構造改革法に従って、限られた財源を重点的・効率的に配分しつつ、歳出全般について、聖域を設けることなく徹底した見直しを行い、一般歳出の規模につき前年度当初予算に対し5705億円、1.3%の縮減を達成したところである。また、長年の懸案である国鉄長期債務及び国有林野累積債務についても具体的な処理策をまとめるとともに、各般の制度・施策の見直しを行ったところである。これらにより、平成10年度予算は財政構造改革の更なる一步を進めることができたものと考えている。

しかしながら、我が国財政は、平成10年度末において公債残高が約279兆円に達する見込みであり、21世紀の我が国経済社会を健全で活力あるものとし、安心で豊かな福祉社会を実現していくためには、現在の危機的な財政状況から脱却し、様々な政策要請に十分対応できる財政構造を構築していくことが必要である。

(以下省略)

財政構造改革を進めるに当たっての基本的考え方（平成11年1月大蔵省）

（中略）

2. （平成11年度予算）

……平成11年度予算における公債発行予定額は前年度当初予算より約15.5兆円増加し、約31兆円となり、公債依存度は前年度当初予算に比べ17.9ポイント増加し、37.9%となった。

3. （財政の現状）

我が国財政は、平成11年度末において、公債残高が約327兆円に達する見込みである。他方、こうした中で、社会保障関係費について、急速な高齢化に伴いその増大が見込まれることに加え、創造的で活力に富んだ国家を目指した科学技術の振興や着実な社会資本の整備等様々な財政需要にも適切に対応していく必要がある。また、地方の財政事情についても、税収は大幅に落ち込み、巨額の財源不足が見込まれている。このように、我が国財政を巡る状況は危機的であると言わざるを得ない。

（以下省略）

財政構造改革を進めるに当たっての基本的考え方（平成12年2月大蔵省）

1. （平成12年度予算編成の考え方）

平成12年度予算は、……公共事業については、景気回復に全力を尽くすとの観点に立って編成した前年度当初予算と同額を確保するとともに、……金融面については、金融システム安定化・預金者保護を図るため、新たに預金保険機構に交付する国債の償還財源として、4兆5000億円を国債整理基金特別会計に繰り入れることとしている。

（中略）

2. （財政の現状）

(1) 我が国財政は、景気回復に向けた諸施策に伴う歳出の増大や大幅な減税の実施などにより、平成12年度予算における公債発行予定額は32兆6100億円、公債依存度は38.4%となり、平成12年度末の公債残高は364兆円、対GDP比73%、国・地方の長期債務残高は645兆円にも達する見込みとなるなど危機的状況となっている。

（以下省略）

表 1-1-3 財政事情に関する仮定計算例（抄）（計数の一例は『平成財政史—平成元～12年度—』第9巻「資料(2)」表9-131参照）

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方（平成元年2月大蔵省）

（中略）

なお、平成元年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、中期的視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛か

りを示すものとして、後年度負担額推計をもとに今後の財政事情を展望すると、別添のとおりである。

歳出の推計については、平成元年度予算における制度・施策を前提とし、一定の仮定の下に、これを将来に投影する後年度負担額推計を基本としている。

歳入については、平成元年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、等率の手法等により将来の額を算出する中期的な推計を示している。

このような意味において、本推計は、将来の予算編成を拘束するものではなく、

また、ここに計上された計数は、推計の前提等の変化に応じ、適宜見直されるべきものである。

〔算 出 要 領〕

1. 歳 出

歳出の諸経費ごとに算出した後年度負担推計額を計上した。

推計に当たっては、「世界とともに生きる日本—経済運営5カ年計画—」（昭和63年5月）（以下「世界とともに生きる日本」）で見込まれている経済指標等を参考とした。

なお、下段〔 〕内に、将来の新規施策の財源等に充てるための予備枠を考慮した場合の額を併記した。予備枠は、平成2年度から4年度までの各年度の各部門一般歳出規模に対し、それぞれ、平成2年度1.5%、3年度3.0%、4年度4.5%に相当する額とした。

2. 歳 入

(1) 税 収

「世界とともに生きる日本」で見込まれている名目成長率及び税収の過去の平均的弾性値、昭和63年に行われた税制改革の影響等を勘案して機械的に算出した税収総額を計上した。

(2) その他の収入

① 国債整理基金特別会計受入金
平成2年度及び3年度に、平成元年度と同額を計上した。

② 税外・その他収入

「世界とともに生きる日本」で見込まれている名目成長率を前提として機械的に算出した税外・その他収入総額を計上した。

(3) 公債金収入

① 特例公債 平成2年度に特例公

債依存体質から脱却することを前提として、平成2年度から4年度までゼロとした。

② 四条公債 平成2年度から4年度まで、平成元年度発行額と同額を計上した。

3. 要調整額

各年度ごとに算出した歳出と歳入の差額を計上した。

要調整額は毎年度、特例公債の発行を行わないことを基本としつつ、歳出の削減又は歳入の増収措置によって調整されるべきものである。

(1) 経常部門

経常部門歳出から

(イ) 経常部門税収（税収総額から投資部門税収を控除した額）

(ロ) 経常部門その他収入（その他収入総額から投資部門その他収入を控除した額）

を控除した額を計上した。

(2) 投資部門

投資部門歳出から

(イ) 投資部門税収（揮発油税、石油ガス税、航空機燃料税及び石油税）

(ロ) 投資部門その他収入（国債整理基金特別会計受入金、各種負担金等）

(ハ) 四条公債金収入

を控除した額を計上した。

(注) 1. 昭和63年度は当初予算額、平成元年度は予算額、平成2年度～4年度の各年度は推計額である。

2. 計数は、原則として100億円未満の端数につき、それぞれ四捨五入して計上した。

3. 本試算の計数は、整理の結果、異動を生ずることが

ある。

財政改革を進めるに当たっての基本的考え方（平成4年1月大蔵省）

（中略）

平成4年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、中期的視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛かりを示すものとして、後年度負担額推計をもとに今後の財政事情を展望すると、別添のとおりである。

歳出の推計については、平成4年度予算における制度・施策を前提とし、一定の仮定の下に、これを将来に投影する後年度負担額推計を基本としている。

歳入については、平成4年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、等率の手法等により将来の額を算出する中期的な推計を示している。

このような意味において、本推計は、将来の予算編成を拘束するものではなく、また、ここに計上された計数は、推計の前提等の変化に応じ、適宜見直されるべきものである。

〔算出要領〕

1. 歳出

歳出の諸経費ごとに算出した後年度負担推計額を計上した。

推計に当たっては、「世界とともに生きる日本—経済運営5カ年計画—」（昭和63年5月）（以下、「世界とともに生きる日本」）で見込まれている経済指標等を参考とした。

なお、下段〔 〕内に、将来の新規施策の財源等に充てるための予備枠を考慮した場合の額を併記した。予備枠

は、平成5年度から7年度までの各年度の各部門一般歳出規模に対し、それぞれ、平成5年度1.5%、6年度3.0%、7年度4.5%に相当する額とした。

2. 歳入

(1) 税収

「世界とともに生きる日本」で見込まれている名目成長率、税収の過去の平均的弾性値、平成4年度税制改正の影響等を勘案して機械的に算出した税収総額を計上した。

(2) その他収入

① 国債整理基金特別会計受入金

平成5年度以降、4年度と同額を計上した。

② 税外・その他収入

「世界とともに生きる日本」で見込まれている名目成長率を前提として機械的に算出した税外・その他収入総額を計上した。

(3) 公債金収入（四条公債）

平成7年度以降公債残高累増体質からほぼ脱却することを目処としつつ、7年度に公債依存度が5%を下回る水準を仮置きして、5年度以降毎年度1兆1,500億円ずつ機械的に均等に減額した額を計上した（中期的視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛かりを示すものとして、機械的に均等に減額しているが、これは、各年度の予算編成において、その時々を経済情勢や財政事情等に応じ、変化し得るものである）。

3. 要調整額

各年度ごとに算出した歳出と歳入の差額を計上した。

要調整額は、毎年度、公債依存度を可能な限り引き下げを基本とし、歳出の削減又は歳入の増収措置によっ

て調整されるべきものである。

- (注) 1. 平成3年度は当初予算額、4年度は予算額、5年度～7年度の各年度は推計額である。
2. 計数は、原則として100億円未満の端数につき、それぞれ四捨五入して計上した。
3. 本試算の計数は、整理の結果、異動を生ずることがある。

財政改革を進めるに当たったの基本的考え方 (平成8年1月大蔵省)

(中略)

平成8年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、中期的視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛かりを示すものとして、後年度負担額推計をもとに今後の財政事情を試算すると、別添のとおりである。

歳出の推計については、平成8年度予算における制度・施策を前提とし、一定の仮定の下に、これを将来に投影する後年度負担額推計を基本としている。

歳入については、平成8年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、等率の手法等により将来の額を算出する中期的な推計を示している。

このような意味において、本推計は、将来の予算編成を拘束するものではなく、また、ここに計上された計数は、推計の前提等の変化に応じ適宜見直されるべきものである。

〔算 出 要 領〕

1. 歳出

歳出の諸経費ごとに算出した後年度負担額推計を計上した。

推計に当たっては、「構造改革のための経済社会計画―一括ある経済・安心できるくらし―」(平成7年12月)(以下、「構造改革のための経済社会計画」)で見込まれている経済指標(名目成長率3.5%等)等を参考とした。なお、下段〔 〕内に、将来の新規施策の財源等に充てるための予備枠を考慮した場合の額を併記した。予備枠は、平成9年度から11年度までの各年度の各部門一般歳出規模に対し、それぞれ、平成9年度1.5%、10年度3.0%、11年度4.5%に相当する額とした。

2. 歳入

(1) 税収

「構造改革のための経済社会計画」で見込まれている名目成長率、税収の過去の平均的弾性値、税制改革及び平成8年度税制改正の影響等を勘案して機械的に算出した税収総額を計上した(今後の税制改正の影響は織り込んでいない)。

(2) その他収入

① 国債整理基金特別会計受入金
平成9年度以降、8年度と同額を計上した。

② 税外・その他収入「構造改革のための経済社会計画」で見込まれている名目成長率を前提として機械的に算出した税外・その他収入金額を計上した。

(3) 公債金収入

試算1、試算2及び試算3は、それぞれ以下のような仮定に基づくものである。

〔試算1〕

特例公債につき、平成9年度以降の発行額をゼロと仮定した。

〔試算2〕

特例公債につき、平成12年度

(西暦2000年度)において発行額がゼロとなることを仮定し、8年度の発行額(減税特例公債の発行額及び緊急金融安定化資金のうち6,800億円に相当する額を除く。以下同じ。)から9年度以降毎年度23,600億円ずつ機械的に均等に減額した額を計上した。

〔試算3〕

特例公債につき、平成15年度(西暦2003年度)において発行額がゼロとなることを仮定し、8年度の発行額から9年度以降毎年度13,500億円ずつ機械的に均等に減額した額を計上した。

なお、いずれについても、四条公債については、9年度から11年度まで8年度の発行額(緊急金融安定化資金のうち50億円に対応する額を除く。)と同額を仮置きして計上した。

3. 要調整額

各年度ごとに算出した歳出と歳入の差額を計上した。

要調整額は、歳出の削減又は歳入の増収措置によって調整されるべきものである。

- (注) 1. 平成7年度は当初予算額、8年度は予算額、9年度～11年度の各年度は推計額である。
2. 計数は、原則として100億円未満の端数につき、それぞれ四捨五入して計上した。
3. 本試算の計数は、整理の結果、異動を生ずることがある。

〔参考〕各試算の解説

1. 試算1、試算2及び試算3は、特例公債発行下における過去の諸試算の例にならい、それぞれ特例公債を機械的に減額する姿により、今後の中期的な

財政事情を示したものである。

2. 試算2の仮定(平成12年度特例公債発行額ゼロ)を、仮に9年度以降における一般歳出の規模の抑制のみで満たすならば、各年度における一般歳出の伸率を約△5%とする必要があるものと推計される(12年度までの間における要調整額については考慮しない)。

また、試算3の仮定(平成15年度特例公債発行額ゼロ)を、仮に9年度以降における一般歳出の規模の抑制のみで満たすならば、一般歳出の規模を8年度以降少なくとも横ばいとし続ける必要があるものと推計される(15年度までの間における要調整額については考慮しない)。

3. 試算1、試算2及び試算3において用いる経済指標を、「構造改革のための経済社会計画」において規制緩和等の構造改革が進展しない場合の経済の姿として示されているものに代えた場合(名目成長率1.75%等)、9年度から11年度までの各年度における要調整額は以下のとおりと推計される。

	9年度	10年度	11年度
試算1 要調整額	142,400	151,700	168,500
試算2 要調整額	73,600	109,200	152,200
試算3 要調整額	63,800	90,100	124,400

(注) 税収額は、平成9年度574,000億円、平成10年度593,000億円、平成11年度604,400億円と推計される。

また、この場合において、上記2と同様の推計を行うならば、試算2については、各年度における一般歳出の伸率を約△8%とする必要があるものと推計され、試算3については、各年度における一般歳出の伸率を約△3.4%とする必要があるものと推計される。

(以下省略)

中期的な財政事情に関する仮定計算例 (平成8年1月大蔵省)

この仮定計算例は、中期的な財政運営についての審議の参考に供するため、国の一般会計について、平成8年度予算の計数を踏まえ、一定の仮定の下に機械的手法により、今後の財政収支の状況を試みに計算したものである。

したがって、この仮定計算例は、将来の予算編成を拘束するものではなく、また、ここに計上された計数は、試算の前提等に応じ変化するものである。

[仮定計算例(イ)の解説]

1. 本仮定計算は、公債減額を行わず各年度における歳出・歳入のギャップを全て公債発行により賄うと仮定した場合における、平成18年度までの間の財政収支の状況を試算したものである。
2. 試算の前提は以下のとおりである。
 - 一般歳出—9年度から11年度までの間は、「財政の中期展望」における推計値を計上し、12年度以降は、各部門について同試算における11年度の伸率を用いた。
 - 地方交付税一名目成長率3.5%×弾性値1.2(税制改革、8年度税制改正の影響等を調整。)
 - 税収一名目成長率3.5%×弾性値1.1(税制改革、8年度税制改正の影響等を調整。)
 - 税外その他収入一名目成長率3.5%
 - 公債金収入(四条公債)—各年度の四条公債発行対象経費と基本的に同額を計上
(特例公債)—各年度の歳出・歳入のギャップの額から四条公債発行額に相当する額を引いた額を計上

3. 本試算の最終年度である18年度においては、公債発行額は約35兆円、うち特例公債発行額は約23兆円に達するものと推計される。公債残高は11年度には300兆円、16年度には400兆円を超え、18年度には約480兆円となり、その対GDP比は約68%となるものと推計される。

(注) 平成8年度のGDPは、8年度政府経済見通しによる額であり、9年度以降は各年度3.5%増。

4. 更に、仮に試算において用いる経済指標について、「構造改革のための経済社会計画—活力ある経済・安心できる暮らし」(平成7年12月)において、規制緩和等の構造改革が進展しない場合の経済の姿として示されているもの(名目成長率1.75%等)を18年度まで用いるならば、18年度においては、公債発行額は約49兆円、うち特例公債発行額は約36兆円となり、同年度の国債費の額は税収額のほぼ半分に達するものと推計される。公債残高は11年度には300兆円、15年度には400兆円を超え、18年度には約540兆円となり、対GDP比は約92%となるものと推計される。

[仮定計算例(ロ)の解説]

1. 本仮定計算は、平成15年度(西暦2003年度)において特例公債の発行がゼロとなることを仮置きし、一方一般歳出については、9年度以降0%、3%、5%でそれぞれ等率で伸ばした場合における、15年度までの間の財政収支の状況を試算したものである。試算が示すとおり、0%ケースの場合と比べ、3%伸率の場合は、15年度において約9兆円の追加的な歳出・歳入ギャップを何らかの形で賄うことが必要であり、更に5%伸率の場合は、約17兆円の追加的な歳出・歳入ギャップ

を何らかの形で解消することが必要であると推計される。

2. 試算の前提は以下のとおりである。
- 地方交付税一名目成長率3.5%×弾性値1.2（税制改革、8年度税制改正の影響等を調整。）
 - 税収一名目成長率3.5%×弾性値1.1（税制改革、8年度税制改正の影響等を調整。）
 - 税外その他収入一名目成長率3.5%
 - 公債金収入（四条公債）—9年度以降8年度の発行額（緊急金融安定化資金のうち50億円に相当する額を除く。）と同額を仮置き（特例公債）—8年度の発行額（減税特例公債の発行額及び緊急金融安定化資金のうち6,800億円に相当する額を除く。）から9年度以降毎年度13,500億円減額

財政構造改革を進めるに当たったの基本的考え方（平成9年1月大蔵省）

（中略）

平成9年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、中期的な視点に立った財政運営を進めていく上での検討の手掛かりを示すものとして、今後の財政事情を試算すると、別添のとおりである。

歳出の推計については、平成9年度予算における制度・施策等を前提とし、一定の仮定の下に、これを将来に投影する後年度負担額推計を基本としている。

歳入については、平成9年度予算を前提とし、一定の仮定の下に、等率の手法等により将来の額を算出する中期的な推計を示している。

このような意味において、本推計は、将来の予算編成を拘束するものではなく、また、ここに計上された計数は、推計の前提等の変化に応じ適宜見直されるべきものである。

〔算出要領〕

1. 歳出

歳出の諸経費ごとに算出した後年度負担額推計を計上した。

推計に当たっては、「構造改革のための経済社会計画—括力ある経済・安心できる暮らし—」（平成7年12月）（以下、「構造改革のための経済社会計画」）で見込まれている経済指標（名目成長率3.5%、1.75%等）等を参考とした。

なお、下段〔 〕内に、将来の新規施策の財源等に充てるための予備枠を考慮した場合の額を併記した。予備枠は、平成10年度から12年度までの各年度の各部門一般歳出規模に対し、それぞれ、平成10年度1.5%、11年度3.0%、12年度4.5%に相当する額とした。

2. 歳入

(1) 税収

「構造改革のための経済社会計画」で見込まれている名目成長率、税収の過去の平均的弾性値、平成9年度税制改正の影響等を勘案して機械的に算出した税収総額を計上した。

(2) その他収入

① 国債整理基金特別会計受入金
平成10年度以降、9年度と同額を計上した。

② 税外・その他収入
「構造改革のための経済社会計画」で見込まれている名目成長率等を前提として機械的に算出した税外・その他収入の総額を計上し

た。

(3) 公債金収入

① 特例公債

「財政健全化目標について」(平成8年12月19日閣議決定)を踏まえ、平成17年度に特例公債依存から脱却することを仮定し、9年度の発行額から10年度以降毎年度1兆円ずつ機械的に減額した額を計上した。

② 四条公債

平成10年度以降、9年度の発行額と同額を計上した。

3. 要調整額

各年度ごとに算出した歳出と歳入の差額を計上した。

要調整額は、歳出の削減又は歳入の増収措置によって調整されるべきものである。

なお、経済指標について、試算1においては、「構造改革のための経済社会計画」における規制緩和等の構造改革の成果の上に実現される経済の姿(名目成長率3.5%等)等を、試算2においては、構造改革が進展しない場合の経済の姿(名目成長率1.75%等)等を用いている。

- (注) 1. 平成8年度は当初予算額、9年度は予算額、10年度～12年度の各年度は推計額である。
2. 計数は、原則として100億円未満の端数につき、それぞれ四捨五入して計上した。
3. 本試算の計数は、整理の結果、異動を生ずることがある。

中期的な財政事情に関する仮定計算例
(平成9年1月大蔵省)

この仮定計算例は、中期的な財政運営についての審議の参考に供するため、国

の一般会計について、平成9年度予算の計数を踏まえ、一定の仮定の下に機械的手法により、今後の財政収支の状況を試みに計算したものである。

したがって、この仮定計算例は、将来の予算編成を拘束するものではなく、また、ここに計上された計数は、試算の前提等に応じ変化するものである。

〔仮定計算例の解説〕

1. ① 仮定計算例Aは、公債減額を行わず各年度における歳出・歳入のギャップを全て公債発行により賄うと仮定した場合における、2005年度までの間の財政収支の状況を試算したものである。

② 仮定計算例Bは、「財政健全化目標について」(平成8年12月19日閣議決定)において「2005年度(平成17年度)までのできるだけ早期に特例公債依存から脱却するとともに、公債依存度の引下げを図る」こととされたことを踏まえ、2005年度において特例公債依存から脱却することを仮定して同年度までの財政収支の状況を試算したものである。

2. ① 公債金収入の前提は以下のとおり。

(四条公債)：A、B共通—平成10年度以降、9年度の発行額と同額を計上。

(特例公債)：仮定計算例A—各年度の歳出・歳入ギャップの額から四条公債発行額に相当する額を引いた額を計上。

：仮定計算例B—平成17年度に特例公債依存から脱却することを仮定し9年度の発行額から10年度以降毎年度1兆円ずつ機械的に減額し

た額を計上。

- ② その他の前提は、A、Bとも以下のとおり。なお、経済指標について、A—1及びB—1においては、「構造改革のための経済社会計画—活力ある経済・安心できる暮らし」（平成7年12月）にお3.5%等）等を、A—2及びB—2においては、構造改革が進展しない場合の経済の姿（名目成長率1.75%の規制緩和等の構造改革成果の上に実現される経済の姿（名目成長率%等）等を用いている。
- 一般歳出—10年度から12年度までの間は、「財政の中期展望」（A—1及びB—1においては試算1、A—2及びB—2においては試算2）における推計値を計上し、13年度以降は、各試算における12年度の一般歳出の伸率を用いた。
 - 地方交付税—名目成長率×弾性

値1.2（9年度税制改正の影響等を調整。）

- 税収—名目成長率×弾性値1.1（9年度税制改正の影響等を調整。）
 - 税外その他収入—名目成長率等
3. 仮定計算例 A—1においては、公債発行額は17年度には約22兆円、うち特例公債発行額は約13兆円となり、公債残高は12年度には300兆円を超え、17年度には約387兆円となり、そのGDP比は約57%となるものと推計される。A—2においては、公債発行額は17年度には約27兆円、うち特例公債発行額は約18兆円となり、公債残高は12年度には300兆円を超え、17年度には406兆円となり、そのGDP比は約69%となるものと推計される。
4. 仮定計算例 B—1において、要調整額は13年度には約7兆円、17年度には約9兆円に達し、B—2においては、要調整額は13年度には約9兆円、17年度には約14兆円に達すると推計される。

表 1-1-4 国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算

平成13年2月
財務省
(単位：億円)

年度 (平成)	要償還 額	借換債 収入 ①	定率・ 差減額 繰入等 ②	一般会 計から 繰戻 ③	運用 益等 ④	財源計 ①～④	無利子 貸付	年度末 基金残 高	年度末 公債残 高	利払費
13	647,700	596,900	57,700	400	1,800	656,800	1,500	46,900	3,886,600	103,700
14	756,500	702,200	64,000	400	1,500	768,100	1,500	57,000	4,175,700	110,100
15	835,000	767,400	70,700	500	1,600	840,300	1,500	60,700	4,483,900	117,500
16	897,200	831,400	77,500	700	1,700	911,300	1,500	73,300	4,825,700	124,400
17	1,079,500	989,400	82,100	800	1,900	1,074,200	1,500	66,400	5,140,000	133,900
18	1,162,000	1,066,400	86,900	900	1,800	1,156,000	1,500	59,000	5,444,000	142,800
19	1,278,800	1,167,400	92,300	1,000	1,700	1,262,400	1,500	41,000	5,730,700	152,000
20	1,459,800	1,329,700	97,500	1,200	1,400	1,429,700	1,500	9,300	5,994,600	162,700
21	1,353,000	1,258,900	102,500	1,300	900	1,363,600	1,500	18,300	6,294,400	173,300
22	1,337,200	1,246,600	107,500	1,400	1,000	1,356,500	1,500	36,000	6,597,900	185,300
23	1,348,000	1,253,800	112,200	1,400	1,300	1,368,700	1,500	55,200	6,898,100	193,400
24	1,413,700	1,308,300	115,100	1,500	1,600	1,426,500	1,500	66,500	7,183,100	202,100
25	1,475,800	1,364,000	119,900	1,600	1,800	1,487,200	1,500	76,500	7,461,900	211,400
26	1,519,500	1,402,000	124,600	1,700	1,900	1,530,200	1,500	85,700	7,735,100	219,400

(計算の前提等)

1. 財政の中期展望を前提とする。17年度以降の新規公債発行額は、16年度の新規公債発行額と同額と仮置き。
2. 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象国債としている。
3. 借換債収入には、国債整理基金特別会計法第五条ノ二の規定により前年度に発行することが認められる借換債の収入金を含む。
4. 定率・差減額繰入等には、所得税法及び消費税法の一部を改正する法律の施行等による租税収入の減少を補うための平成六年度から平成八年度までの公債の発行の特例等に関する法律第四条の規定による一般会計からの繰入を含む。
5. 一般会計から繰戻は、一定の償還条件に基づく産業投資特別会計社会資本整備勘定への償還額が、そのまま一般会計を通じて繰り戻されるものとして計上している。
6. 運用益等には、株式の配当金収入を含む。また、13年度の運用益等には、預金保険機構特例業務基金国債の償還のため13年度までに手当された資金の額が当該国債の総額を上回ると見込まれる額を含む。
7. 無利子貸付は、産業投資特別会計社会資本整備勘定に繰り入れるための一般会計への繰入れである。
8. 利払費には、国債利子等のほか、国債事務取扱費を含む。
9. 計算を行うに当たり、次の仮定を置いている。
 - (1) 運用利回りは、過去の政府短期証券割引歩合等に基づく。
 - (2) 剰余金の発生は、見込まない。
10. 四捨五入のため、計において一致しない場合がある。
11. 計算の前提の変化等により、上記の各計数は異動するものである。

(出所) 財務省ホームページ

〔注〕

- 1) 『国の予算』各年度版を参照。

3 財政構造改革法

平成9年1月に橋本龍太郎内閣総理大臣を議長とする財政構造改革会議が発足し、歳出の改革と縮減の具体的方策の検討を行った。3月の同会議において、今後の議論のよりどころとするため、以下の「財政構造改革5原則」が示された。

財政構造改革5原則

1. 財政構造改革の当面の目標は、平成15年とする。——財政健全化目標の閣議決定（財政赤字対GDP比3パーセント、赤字国債発行ゼロ）は、平成17年までのできるだけ早期——
2. 今世紀中の3年間を「集中改革期間」とする。歳出の改革と縮減は、「一切の聖域なし」とする。「集中改革期間」中においては、主要な経費について具体的な量的縮減目標を定める。
3. 当面の平成10年度予算においては、政策的経費である一般歳出を対平成9年度比マイナスとする。
4. あらゆる長期計画（公共投資基本計画など）について、その大幅な縮減を行う。歳出を伴う新たな長期計画は作成しない。
5. 国民負担率（財政赤字を含む）が50パーセントを超えない財政運営を行う。

財政構造改革のための各種の方策と枠組みを法律によって明確にするべく、財政構造改革法が平成9年11月に成立した。この法律は、財政構造改革を推進するための当面の目標を定めるのみならず、具体的な歳出の改革と縮減のための方策や枠組みも定めた。財政構造改革の当面の目標は次のように設定された。

- ・平成15年度までに国及び地方公共団体の財政赤字の対GDP比を3%以下とし、赤字国債の発行をゼロとする。
- ・平成15年度までに特例公債依存から脱却し、公債依存度を引き下げる。
- ・各分野の歳出を対前年度同額以下にする上限枠（キャップ）を設定する。

しかし、成立直前に北海道拓殖銀行や山一証券が破綻するなど金融不安が顕在化し、また平成9年4月に消費税率を3%から5%に引き上げたことが消費低迷を招いたとの批判があった。さらに、赤字国債の発行を減らし続ける目標が平成10年度と平成11年度の合計4兆円に上る特別減税追加の足かせになった。

これらのために財政構造改革法は改正され、次のような内容の改正法が平成10年5月に成立した。

- ・赤字国債発行額の毎年度縮減規定を改正して「弾力条項」を盛り込み、経済情勢などに応じて赤字国債の発行制限を柔軟に停止できるようにする
- ・平成15年度までに赤字国債発行額をゼロにするとの財政健全化目標を2年繰り延べし、平成17年度とする
- ・主要経費別のキャップ制は維持するものの、社会保障費の上限枠は平成11年度に限って特例措置として外す

などであった。更に平成10年12月には財政構造改革法停止法が成立して同法の効力は期限を定めず全面的に凍結され、キャップ制は撤廃された。

第2節 国債管理政策の展開¹⁾

国債管理政策と発行市場の整備は次のように進められた。まず銘柄を多様化するべく新種の国債が発行された。短期国債（TB）としては昭和61年から公募入札方式で発行されていた6か月物割引債に加えて、3か月物割引債が平成元年9月から、1年物割引債（表1-2-1参照）は平成11年4月からそれぞれ導入され、入札方式で発行された。3か月物割引債は平成12年3月まで発行された。政府短期証券（FB）は平成11年度にそれまでの大蔵省証券などが統合され公募入札が始められた。FBとTBは第1部第3章第4節と同第5節でそれぞれ詳しく述べる。

中期債は従来からの5年物割引国債（シ団引受で昭和52年に発行開始）、3年物利付国債（入札方式で昭和53年6月に発行開始、ただし昭和63年に終了）、2年物利付国債（入札方式で昭和54年に発行開始）、4年物利付国債（入札方式で昭和55年に発行開始）に続いて、6年物利付国債（その大蔵省告示は表1-2-2参照）が平成6年2月から、5年物利付国債が平成12年2月から、3年物割引国債が平成12年11月から、それぞれ入札方式で導入された。なお、5年物利付国債は前記の1年物TBと後述の30年物公募債よりも少し遅れて導入されたが、その導入についての平成10年度における検討の事情は表1-2-3で伺える。他方、5年物割引国債は平成12年9月に、4年物と6年物の利付国債は平成13年3月に、3年物割引国債は平成14年11月にそれぞれ廃止され、中期債は2年物と5年物の利付国債のみとなった。

超長期債は従来からの20年物（昭和61年9月から入札方式で発行。なお、昭和58年に直接発行されたことがある）に続いて、30年物のうち私募の割引国債（大蔵省告示は表1-2-4参照）が平成2年3月に、公募の利付国債が平成11年9月から入札方式で、15年物変動利付の公募債（大蔵省告示は表1-2-5参照）が平成12年6月から入札方式で、それぞれ発行された。なお、15年物は昭和58—昭和60年に7回にわたって直接発行されたことがあった。30年物公募債の導入についての検討は表1-2-6のように行われた。この入札に際し、利回り競争・ダッチ方式が採用されたが（大蔵省告示は表1-2-7参照）、その理由は中期利付国債の導

入時と同じく、初めての入札で前提となる利率がないためであったとみられる(表1-2-8の『証券業報』の記事参照)。変動利付債は、従来の固定金利タイプに加えて特徴のある国債を出すことによって円滑な消化を促すために発行された。

入札による発行は、昭和53年に3年物利付中期国債について開始され、短期国債(昭和61年)、超長期国債20年物(昭和62年)にも始められた。10年物には、昭和62年11月に引受手はその希望引受額を表明する引受額入札方式が導入され、次いで元年4月に部分的入札が導入され価格競争を行った。当初40%であった入札による発行の割合は平成2年10月、平成14年5月、平成15年5月、平成16年5月、平成17年4月に拡大し、平成18年4月には100%となってシ団引受は終了した。市場参加者の増員(平成元年度など)、入札結果発表時刻の繰上げ(平成2年2月など)も行われ、さらに平成10年4月には中期国債の定率公募入札が廃止されて非競争入札になり、平成11年4月実施分からは入札スケジュール・発行予定額の事前公表が行われるようになった。

その他、銘柄統合ルール改定(平成2年4月)と即時銘柄統合(リオープン)方式の導入(平成13年3月)、繰上償還条項の撤廃(平成11年1月債から)、国債市場懇談会の開始(平成12年9月)もあった。

なお、市場参加者の増員は第1部第4章第2節と第5章第1節で、入札の関連事項と国債市場懇談会は第5章第1節と同第2、3節でそれぞれ取り上げることとし、以下の本節では銘柄統合ルールの弾力化と即時銘柄統合方式の導入、及び繰上償還条項の撤廃のみについて説明する。

表 1-2-1 短期国債の発行

大蔵省告示 第148号

国債の発行等に関する省令(昭和57年大蔵省令第30号)第5条第11項の規定に基づき、平成11年4月20日に発行した割引短期国債の発行条件等を次のとおり告示する。

平成11年5月18日

大蔵大臣 宮澤 喜一

一	名称及び記号	割引短期国庫債券(第二百九回)
二	発行の根拠法律及びその条項	国債整理基金特別会計法(明治三十九年法律第六号)第五条第一項
三	発行方法	価格を競争に付して行われる入札発行
四	募入決定の方法	各申込みのうち応募価格の高いものからその応募額を順次割り当てる。

五	発行額	額面金額で七千九百九十八億六千万円
六	払込金額	七千九百八十六億六千六百二十一万円
七	額面金額の種類格	千万円、五千万円、一億円及び十億円の四種
八	発行日	平成十一年四月二十日
九	発行価格	額面金額百円につき九十九円八十五銭〇厘以上のそれぞれの応募価格
十	募入平均価格	額面金額百円につき九十九円八十五銭〇厘
十一	償還期限	平成十二年四月二十日 ただし、償還期が銀行休業日に当たるときは、その翌営業日に償還金を支払う。
十二	償還金額	額面金額百円につき百円
十三	元金支払場所	日本銀行の本店、支店、代理店、国債代理店及び国債元利金支払取扱店並びに取扱郵便局
十四	入札参加者	大蔵大臣から通知を受けた者
十五	払込期日	平成十一年四月二十日

(出所) 「官報」平成11年5月18日。

表 1-2-2 6年利付国債の発行

○ 大蔵省告示 第60号

国債の発行等に関する省令(昭和57年大蔵省令第30号)第5条第8項の規定に基づき、平成6年2月28日に発行した利付国債の発行条件等を次のとおり告示する。

平成6年3月7日

大蔵大臣 藤井 裕久

一	名称及び記号	利付国庫債券(六年)(第二回)
二	発行の根拠法律及びその条項	国債整理基金特別会計法(明治三十九年法律第六号)第五条ノ二
三	発行方法	価格を競争に付して行われる入札発行(以下「価格競争入札発行」という。)並びに利率及び発行価格を定めて行われる入札発行(以下「定率公募入札発行」という。)
四	募入決定の方法	
イ	価格競争入札発行	各申込みのうち応募価格の高いものからその応募額を順次割り当てる。
ロ	定率公募入札発行	各申込みの応募額を案分により割り当てる。
五	発行額	
イ	価格競争入札発行	額面金額で三千三十八億円

ロ	定率公募入札発行	額面金額で六千万円
六	払込金額	
イ	価格競争入札発行	三千四十四億八千二百二十九万円
ロ	定率公募入札発行	六千十六万八千円
七	額面金額の種類	五万円、十万円、百万円、千万円、一億円及び十億円の六種
八	発行日	平成六年二月二十八日
九	発行価格	
イ	価格競争入札発行	額面金額百円につき百円十二銭以上のそれぞれの応募価格
ロ	定率公募入札発行	額面金額百円につき百円二十八銭
十	利率	年三・三パーセント
十一	初期利子	平成六年八月二十日を支払期とし、次の算式により算出した金額を支払う。ただし、支払期が銀行休業日に当たるときは、その翌営業日に支払う（以下、次号、第十三号及び第十四号において規定する期日について同じ。） $\text{額面金額又は登録金額} \times (3.3) / (100) \times ((\text{平成}6\text{年}2\text{月}28\text{日から平成}6\text{年}8\text{月}20\text{日までの日数}) / (365))$
十二	第二期以後の利子	毎年二月二十日及び八月二十日を支払期とし、各支払期において、その日以前六月間に属する利子を支払う。ただし、利子支払期の開始前に元金の償還を行う場合には、元金の償還期を利子支払期とし、元金の償還期までの利子を支払う。
十三	終期利子	平成十二年二月二十一日を支払期とし、次の算式により算出した金額を支払う。 $\text{額面金額又は登録金額} \times (3.3) / (100) \times ((1) / (2) + (1) / (365))$
十四	償還期限	平成十二年二月二十一日 ただし、繰り上げて償還することがある。
十五	償還金額	額面金額百円につき百円
十六	元利金支払場所	日本銀行の本店、支店、代理店、国債代理店及び国債元利金支払取扱店並びに取扱郵便局
十七	入札参加者	大蔵大臣から通知を受けた者
十八	払込期日	平成六年二月二十八日

(出所) 「官報」平成6年3月7日。

表 1-2-3 国債の償還年限の多様化（5年債）（抄）

平成10年12月7日
大蔵省理財局国債課

国債の償還年限の多様化について

1 経緯及び現状

- (1) 国債については、従来より、円滑な発行・消化、財政負担の軽減等の観点から、市場のニーズを踏まえつつ、償還年限の多様化を進めてきたところである。

（参考）平成10年度の国債（民間消化分）の年限構成

（単位：億円）

20年債	24,000
10年債	185,000
6年債	51,000
5年債（割引債）	2,000
4年債	51,000
2年債	23,900
TB（6カ月、3カ月）	170,079
計	506,979

- (2) 特に現下においては、円の国際化との関連で「我が国の国債の商品性を一層向上させるための方策として、償還年限の更なる多様性が望ましい。」との意見があり、また、平成10年度の第三次補正予算に伴って国債の市中消化額が10.4兆円追加されたこと等を背景として、市場における国債の「荷もたれ感」が台頭しており、今後の国債の安定消化のために可能な限り年限の多様化を進めていく必要がある。
- (3) このような現状をふまえ、償還年限の一層の多様化を図るとした場合には、具体的に次のような方策が検討課題となる。

超長期債：30年債の導入

TB：1年物の導入

中期債：5年利付債の導入（4年債と6年債の5年債への統合）

- (4) これらについては、以下のような検討を踏まえ、平成11年度から30年債及び1年物TBを導入することとし、5年利付債の導入問題については、継続検討という取扱いとすることが考えられる。

（中略）

4. 5年利付債の導入の検討

5年利付国債の導入については、従来より、市場関係者（証券、銀行、生損保等）から、投資対象としての5年という年限の重要性、いわゆるベンチマーク金利の形成等を理由として、これを望む声があり、最近の円の国際化に関する議論の中でも、また、30年債に関するヒアリングにおいても、改めて、強い要望が表明されている。

このような5年利付国債の導入を要望する意見の中で、関係者は一般的に、「中期債について、4年債と6年債を統合して、5年債に一本化すれば、市場のニーズからみて、相当量の発行増・消化増が可能となる。」と述べているので、5年利付債の導入は今後の国債の消化対策となり得るものと考えられる。

他方、市場関係者の中で、興銀、農中、全信連等の金融債発行機関は、5年利付国債の発行に対して、従来より、金融債との競合を理由として反対しており、

（中略）

以上の状況に鑑み、5年利付債の導入の問題については、「引き続き今後も検討していく。」という取扱いとせざるをえないものと考えられる。

表 1-2-4 30年私募国債の発行

○ 大蔵省告示 第74号

国債の発行等に関する省令（昭和57年大蔵省令第30号）第7条第3項の規定に基づき、平成2年3月28日に発行した割引国債の発行条件等を次のとおり告示する。

平成2年4月13日

大蔵大臣 橋本 龍太郎

一	名称及び記号	割引国庫債券（三十年）（第一回）
二	発行の根拠法律及びその条項	国債整理基金特別会計法（明治三十九年法律第六号）第五条第一項
三	発行方法	大蔵大臣の指定する者による応募
四	発行総額	額面金額で三百六十五億八千七百四十万円
五	額面金額の種類	五万円、十万円、五十万円、百万円、三百万円、千万円及び一億円の七種
六	発行日	平成二年三月二十八日
七	発行価格	額面金額百円につき十六円九十一銭
八	償還期限	平成三十一年十二月三十一日 ただし、繰り上げて償還することがある。なお、償還期が銀行休業日に当たるときは、その翌営業日に償還金を支払う。
九	償還金額	額面金額百円につき百円
十	元利金支払場所	日本銀行本店
十一	払込期日	平成二年三月二十八日

(出所) 『官報』平成2年4月13日。

表 1-2-5 15年変動利付国債の発行

○ 大蔵省告示 第199号

国債の発行等に関する省令（昭和57年大蔵省令第30号）第5条第11項の規定に基づき、平成12年6月20日に発行した利付国債の発行条件等を次のとおり告示する。

平成12年7月10日

大蔵大臣 宮澤 喜一

一	名称及び記号	利付国庫債券（変動・十五年）（第八回）
二	発行の根拠法律及びその条項	財政法（昭和二十二年法律第三十四号）第四条第一項及び国債整理基金特別会計法（明治三十九年法律第六号）第五条第一項
三	発行方法	基準金利との利回り格差を競争に付して行われる入札発行
四	募入決定の方法	各申込みのうち利回り格差の数値が小さいものからその応募額を順次割り当てる。

五	発行額	額面金額で五千九百九十三億円 うち、財政法第四条第一項の規定に基づき発行した利付国債については、額面金額で四千二百億円、国債整理基金特別会計法第五条第一項の規定に基づき発行した利付国債については、額面金額で千七百九十三億円
六	払込金額	五千九百九十三億円
七	額面金額の種類	十万円、百万円、千万円、一億円及び十億円の五種
八	発行日	平成十二年六月二十日
九	発行価格	額面金額百円につき百円
十	利率	年当たり、各利払期における利子計算期間開始日前に行われた、発行から償還までが九年五か月超の十年利付国債の直近における割当額入札の結果に基づき算出された複利利回り（以下「基準金利」という。）から〇・八パーセントを控除した率。
十一	初期利子	平成十二年十二月二十日を支払期とし、次の算式により算出した金額を支払う。ただし、支払期が銀行休業日に当たるときは、その翌営業日に支払う（以下、次号、第十三号及び第十四号において規定する期日について同じ）。 $\frac{\text{額面金額}}{\text{登録金額}} \times \frac{0.90}{100} \times \left(\frac{1}{2} + \frac{1}{365} \right)$
十二	第二期以後の利子	毎年六月二十日及び十二月二十日を支払期とし、各支払期において、その日以前六月間に属する利子として、次の算式により算出した金額を支払う。 $\frac{\text{額面金額}}{\text{登録金額}} \times \frac{\text{基準金利} - 0.81}{100} \times \frac{1}{2}$
十三	終期利子	平成二十七年六月二十二日を支払期とし、次の算式により算出した金額を支払う。 $\frac{\text{額面金額}}{\text{登録金額}} \times \frac{\text{基準金利} - 0.81}{100} \times \left(\frac{1}{2} + \frac{2}{365} \right)$
十四	償還期限	平成二十七年六月二十二日
十五	償還金額	額面金額百円につき百円
十六	元利金支払場所	日本銀行の本店、支店、代理店、国債代理店及び国債元利金支払取扱店並びに取扱郵便局
十七	入札参加者	大蔵大臣から通知を受けた者
十八	払込期日	平成十二年六月二十日

(出所) 「官報」平成12年7月10日。

表 1-2-6 国債の償還年限の多様化（30年債）（抄）

平成10年12月7日
大蔵省理財局国債課

国債の償還年限の多様化について

（中略）

2. 30年国債の導入

(1) 導入の理由

超長期債としては、現在20年債を3ヶ月に1回（各回6,000億円）定例的に発行しているところであるが、欧米諸国の例を見ると、超長期債の主力は30年物であり、米国では30年国債が流通市場の代表的な銘柄となっている。

一般に超長期債の発行には、借換負担の軽減、適正な満期構成の維持というメリットがあり、このほか、現在のように比較的低い金利水準の下では長期的な利払負担を軽減するというメリットがあることから、市場の状況から可能な限り、より長期の年限債として30年物を発行することが望ましいと考えられる。

(2) 市場のニーズ

30年債に対するニーズ等について市場関係者からヒアリングを行ったところを総合すると、次のとおりである。

① 超長期債に対する市場のニーズ

は、生損保等、長期の資金を保有する一部の機関投資家に限られている。

② これらの投資家も、ALMの観点から30年物への運用が可能となることを一般論としては歓迎しているものの、現在のような金利水準では実際に超長期物を積極的に購入する意欲は乏しい。

③ 発行方式としては、投資判断の自主性の確保等の観点から、公募入札方式が最も望ましい。

このような市場の感触に鑑みれば、来年度に公募入札によって30年債を発行した場合には、一部の投資家層が関心を示しつつも、その応札姿勢は総じて慎重なものとなるのではないかと考えられる。このため、発行頻度及び発行額については、市場のニーズに照らして無理のないものとする必要がある。

(3) 発行の具体案

以上を改まえ、平成11年度に30年国債を導入することとし、発行方式、発行額等を次のようなものとすることとしたい。

発行方式：公募入札方式

発行頻度：年2回（6月及び12月）

発行額：年間総額4,000億円（2,000億円×2回）

（以下省略）

表 1-2-7 公募30年債

大蔵省告示第305号

国債の発行等に関する省令（昭和57年大蔵省令第30号）第5条第11項の規定に基づき、平成11年9月20日に発行した利付国債の発行条件等を次のとおり告示する。

平成11年10月4日

大蔵大臣 宮澤 喜一

一	名称及び記号	利付国庫債券（三十年）（第一回）
二	発行の根拠法律及びその条項	財政法（昭和二十二年法律第三十四号）第四条第一項及び平成十一年度における公債の発行の特例に関する法律（平成十一年法律第三号）第二条第一項
三	発行方法	利回りを競争に付して行われる入札発行
四	募入決定の方法	各申込みのうち応募利回りの低いものからその応募額を順次割り当てる。
五	発行額	額面金額で千九百九十六億円 うち、財政法第四条第一項の規定に基づき発行した利付国債については、額面金額で千二百九億六千七百七十万円、平成十一年度における公債の発行の特例に関する法律第二条第一項の規定に基づき発行した利付国債については、額面金額で七百八十六億三千二百三十万円
六	払込金額	千九百八十億三百二十万円
七	額面金額の種類	五万円、十万円、百万円、千万円、一億円及び十億円の六種
八	発行日	平成十一年九月二十日
九	発行価格	額面金額百円につき九十九円二十銭
十	利率	年二・八パーセント
十一	初期利子	平成十二年三月二十日を支払期とし、次の算式により算出した金額を支払う。ただし、支払期が銀行休業日に当たるときは、その翌営業日に支払う（以下、次号及び第十三号において規定する期日について同じ）。 $\text{額面金額又は登録金額} \times 2.8/100 \times 1/2 + 1/365$
十二	第二期以後の利子	毎年三月二十日及び九月二十日を支払期とし、各支払期において、その日以前六月間に属する利子を支払う。
十三	償還期限	平成四十一年九月二十日
十四	償還金額	額面金額百円につき百円
十五	元利金支払場所	日本銀行の本店、支店、代理店、国債代理店及び国債元利金支払取扱店並びに取扱郵便局
十六	入札参加者	大蔵大臣から通知を受けた者
十七	払込期日	平成十一年九月二十日

(出所) 「官報」平成11年10月4日

表 1-2-8 日本証券業協会「平成11年度の公社債市場」(抜粋)
 (『証券業報』(日本証券業協会)、平成12年6月)

4) 国債の償還年限の多様化等

国債の発行市場においては、11年度は発行額が増額される中、投資家のニーズに対応するため、利付国債については11年9月に30年もの、12年2月に5年もの、短期国債(TB)については11年4月から1年もの新たに発行されるなど発行年限の多様化が図られた。なお、30年ものでは入札に際し、利回り競争入札・ダッチ方式^(注)が採用された。

(注) この方式は、中期利付国債の導入時に、初めての入札で前提となる利率がないため採用されたことがあるが、30年利付国債の入札の場合も同様の理由から同方式になったものとみられる。同方式では、応募のあった利回りの低いものから順次割り当てていき、その結果決まった募入最高利回りの小数第一位までを表面利率とする。そして、この表面利率のもとで募入最高利回りから算出した単一の価格を発行価格とし、落札額全額に適用する。

1 銘柄統合ルールの弾力化(平成2年4月債から)

国債をより流動的にするためには1銘柄当たりの発行量を増やすことが必要であり、我が国の国債流通市場においては発行量の多い特定の銘柄が指標銘柄として取引の中心となっていた。一方、従来の「銘柄統合規定」では、四半期ごとに利払いと償還期日が決まっており、長期国債の銘柄が細分化されていたため、ディーリングの対象として扱いにくいと指摘されていた。こうしたことを考慮して、大蔵省は平成2年4月債から10年物について銘柄統合の規則を改定し、銘柄統合しやすくした。従来は同一四半期内の制限があったが、改定後は3四半期(最長11か月)前までに同一の表面利率の国債が発行されていればそれと統合することができるようになり、大型の指標銘柄が生まれやすくなった。

銘柄統合の要領は以下のとおりである。

10年物について、

- (1) 同一四半期内に発行されたものは、たとえ発行月が違っていても同じ償還月とされて統合されていたが、平成2年4月債からは、3四半期前までに発行されて同じ表面利率を持ちかつ残存期間が9年超であれば、同一回号として初期利払日以降に銘柄が統合されることになった。ただし、

借換債以外は年度を越えて廻れない。

- (2) 発行の根拠法が異なっている場合には原則として銘柄統合しないが、借換債については建設国債と特例国債のいずれか一方とだけ銘柄統合できる。
- (3) 新規国債は建設国債、特例国債とも年度を越えた統合はできない。
- (4) 同じ償還日の10年債の償還予定額が5兆円程度を超える場合には銘柄統合は行わない。ただし、銘柄が統合されないために市中流通量が1兆円を下回る場合には統合が考慮される。

このようなルールによって、4～6月発行の銘柄に統合可能であるのは前年7月以降発行の新銘柄、7～9月発行の銘柄に統合可能であるのは前年10月以降発行の新銘柄、10～12月発行の銘柄に統合可能であるのは当年1月以降発行の新銘柄、1～3月発行の銘柄に統合可能であるのは前年4月以降発行の新銘柄、となった。

なお、指標銘柄は業者間の取引において昭和50年代前半に自然発生したものであり、その要件は市中向け発行量が多く流動性が高いこと、残存期間が長いこと、クーポン・レートがある程度高いこと、保有先に偏りがなく、流通利回りが最近発行された国債の表面利率に近いことなどであった。ただし、取引の大部分が指標銘柄に集中し、流動性が高いため割高になっていた影響で、長期金利がファンダメンタルズを反映しにくく、より低い水準にとどまっており、金利体系にひずみが生じているといった指摘もあった。その後、取引が分散化して特定の銘柄に集中しなくなったこと、長期金利は残存期間が最も長い債券である最長期物の利回りであるべきである、と考えられるようになったことなどにより、指標銘柄は平成11年3月に廃止となった。指標銘柄の推移は次のとおりである。

53回債（クーポン7.5%）	昭和58年9月以降
59回債（クーポン7.3%）	昭和59年9月以降
68回債（クーポン6.8%）	昭和60年5月以降
78回債（クーポン6.2%）	昭和61年1月以降
89回債（クーポン5.1%）	昭和61年11月以降
105回債（クーポン5.0%）	昭和62年11月以降
111回債（クーポン4.6%）	昭和63年12月以降

119回債（クーポン4.8%）	平成元年12月以降
129回債（クーポン6.4%）	平成3年2月以降
145回債（クーポン5.5%）	平成4年8月以降
157回債（クーポン4.5%）	平成5年11月以降
164回債（クーポン4.1%）	平成6年5月以降
174回債（クーポン4.6%）	平成7年2月以降
182回債（クーポン3.0%）	平成8年2月以降
203回債（クーポン1.8%）	平成10年9月-11年3月。

2 即時銘柄統合（リオープン）方式の導入（平成13年3月債から）

平成2年4月債からの銘柄統合方式では、統合がなされるのは初期利払日以後であり、取引が頻繁で統合の要求も多い初期利払日までの期間内には統合はされていなかった。そこで、このような方式に代わって平成13年3月債からリオープン方式が採られた。この方式では、国債発行の際に既発債と同一のクーポン・元利払い日を設定し、同一の回号を付けて、発行時からその国債を既発債と同一銘柄として取り扱うこととなった。この方式によると、後から発行される国債の最初の利払い日には半年分の利子が支払われるが、実際の発行日から利払い日までの期間は半年に満たないため、追加発行分を発行日に買い付けた投資家は経過利子を払うことで既存の債券と同一回号で処理することが可能になった（初期利払月と償還月の具体例については表1-2-9参照）。

表 1-2-9 リオープン

初期利払月と償還月（5年債、10年債及び20年債）

13年3月債以降

発行月	初期利払月	償還月
3、4、5月	9月	3月
6、7、8月	12月	6月
9、10、11月	3月	9月
12、1、2月	6月	12月

(参考：現行)

発行月	初期利払月	償還月
1、2、3月	9月	3月
4、5、6月	12月	6月
7、8、9月	3月	9月
10、11、12月	6月	12月

(注) その他の年限債は、原則として、発行月の6か月後を初期利払期とし、発行月から各年限の年数後の応当月を償還月とする。

(出所) 国債市場懇談会「第6回会合配付資料」

3 繰上償還条項の撤廃（平成11年1月債から）

平成11年1月発行の国債から、券面記載の繰上償還条項を削除し、かつ、既発債についても繰上償還を行わないことを、大蔵省は平成10年年末に再度表明した。これに先立ち、地方自治体28団体が平成10年10月発行分から公募地方債の同条項を削除していた。繰上償還が額面価格で行われると、投資家は市場価格が高くてもそれだけの収入を失い、償還期限までの利子を受け取ることができなくなる。また、再投資をしようにも高価格、つまり低金利であるから、高利回りの再投資先もないという二重の損失を被る。

さらに、大蔵省理財局によれば、財政コスト削減の見地から繰上償還を実施する場合、国債保有者が償還期限までの利子を受け取ることができなくなって国債保有に対する安定性を著しく損ない、その結果、国債の発行条件の悪化をもたらして必ずしも財政負担の軽減につながらないのみならず、国債の消化そのものに重大な支障が生ずる恐れがある。

このような理由で、繰上償還を行う考えのない旨の国会答弁が再三なされていた。なお、戦後は戦前・戦中に発行された五分利公債、四分利公債、三分半利公債などを除き、国債の繰上償還は実施されていない。

4 他国との比較

欧米諸国、とりわけ米国などの経験を生かして我が国の国債管理政策を更に進めることが期待された。1990年代後半から2000年代初頭にかけて、米国では次のような政策が採られた。

1997年（平成9年） 5年物と10年物の物価連動国債の発行開始

1998年（平成10年） 30年物の物価連動国債と物価連動型貯蓄国債の発行開始

2000年（平成12年） 買入消却の開始、リオープンの定例化

物価連動国債（インフレーション・インデックスト・ボンド）はイスラエル、カナダなどに続いて米国でも1990年代半ばから検討が続けられていたが、連邦準備理事会が有用性を評価して実現に進んだ。これらの政策の経験は我が国の後年の国債管理政策に影響を与え、平成13年3月のリオープンの導入、平成15年2月の買入消却の開始、平成16年3月の物価連動国債の導入につながった。

また、本巻第1部第5章第2節及び同第3節で言及する国債市場懇談会は、米国の国債発行諮問委員会を参考にした。更に、国債市場特別参加者制度も米国のプライマリー・ディーラー制度に範を仰いだ。

〔注〕

- 1) 本節は公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』各年版）による。

第3節 国債発行の状況¹⁾

公社債引受協会・日本証券業協会の「各年度の公社債市場」(『公社債年鑑』所収)、野村総合研究所『公社債要覧』などによると発行に関して次のような推移が見られた(本章第1節に前掲の表1-1-1参照)。

まず平成元年度は国債総発行額(額面ベース、実績。以下同じ)が27兆398億円で前年度に比べて3兆7370億円増、そのうち新規債が6兆5014億円(資金運用部引受・金融対策資金引受・郵便局窓販分を含む)、借換債は20兆5384億円であった(表1-3-1参照)。財政再建の進展に伴い新規の国債発行額は圧縮されたが、表1-1-1の市中消化は厚くされて21兆6000億円となり、全体に占める割合は79.9%となった。消化方式別では、シ団引受の割合が前年に比べて7%ポイント減少し、公募入札が12%ポイント増加した(表1-3-1参照)。

市中消化の内訳(収入金ベース、以下同じ)は表1-3-2と図1-3-1のようであった。このうち短期国債は33.6%を占め、発行額は前年の倍増であった。長期国債は48.4%を占めたが、これは4月に部分的入札制度の導入が予定されており、それに備えてわずかしか減額が行われなかったためであった。

平成2年度は災害復旧費や多国籍軍への追加支援を中心にした中東貢献関係経費を組み込んだ補正予算が編成された。同年度の国債総発行額は39兆323億円で前年度比約12兆円増、そのうち借換債は31兆9662億円であった。消化方式別では、市中消化は11兆6000億円増の33兆2000億円となった。シ団引受の割合が前年度に比べて4.5%ポイント減少し、公募入札が11%ポイント増加した。種類別の発行額では長期国債と短期国債が大幅に増加した。長期国債(市中消化に占める比率は48%)の増加は、補正予算で増額され、併せて次年度借換債の前倒し発行が増えたためであり、短期国債(市中消化の37%)の増加は、市場ニーズが強かったことと、多国籍軍支援のための臨時特別国債(湾岸国債)9689億円が発行されたことによる(湾岸平和回復臨時措置法は表1-3-3参照、また湾岸国債の詳細は後記第1部第3章第5節参照)。

なお、国債の年度をまたぐ前倒し発行は財政制度審議会が昭和59年にまとめた「報告」で提言された。提言を受けて改正された国債整理基金特別会計法で

は、翌年度における国債の整理や償還のために予算をもって国会の議決を経た額を限度として、借換国債を発行できるようになった（表1-3-4参照）。

平成3年度では国債総発行額は37兆2958億円で、前年度より1兆7365億円減少した。そのうち借換債は30兆1021億円であった。消化方式別では、市中消化は微減の33兆円となった。シ団引受の割合は前年に比べて2.7%ポイント増加し、資金運用部引受が5.2%ポイント減少した。日本銀行の乗換が2年ぶりに復活した（乗換について表1-3-5参照）。なお、乗換についての日本銀行の説明は第1部第4章第2節で取り上げる。種類別では長期国債の発行が引き続き増加した。これは当初計画で増額され（市中消化の45%）、また次年度借換債の前倒し発行も増えたためである。

平成4年度は国債総発行額が46兆1460億円で、前年度より8兆8503億円増であった。そのうち借換債は36兆6631億円であった。消化方式別では市中消化が約6兆円増の38兆8000億円となった。シ団引受の割合が前年に比べて4.7%ポイント減少し、資金運用部引受は乗換分が前年度の3倍に膨らんで割合は8.7%ポイント増加した。公募入札はウエイトが微減した。種類別では長期国債と短期国債が引き続き増加した。長期国債の増大は、当初計画で増額され、補正予算でも上積みがあり、また次年度借換債の前倒し発行も増えたためであり、短期国債の増加は短期金融市場拡充の要請があったためである。短期国債の市中消化総額に占める割合は44%となった。

平成5年度では景気対策で補正予算が2度組まれた。財源確保のため国債発行が増加して、総額は54兆8015億円で前年度に比べ8兆6555億円増であった。そのうち借換債は38兆6332億円、市中消化は約4兆円増の42兆8000億円となった。消化方式別ではシ団引受の額はほぼ変わらなかったがそのウエイトは前年に比べて微減し、資金運用部引受は0.9%ポイント増加した。種類別では中期国債（5兆1916億円）を中心に増加した。これは、投資家が金利上昇を予想して、長期債に比べ金利反転リスクが小さい中期債への志向を高めたためである。市中消化に占める比率は長期国債が39.5%、中期国債19.0%は、短期国債は36.9%となった。

平成6年度は景気対策のほか、ウルグアイ・ラウンド合意に伴う農業対策、阪神・淡路大震災の災害復旧への対応などで国債が発行された。なお、平成6年分の所得税の特別減税による税収減を補うために「平成六年分所得税の特別

減税の実施等のための公債の発行の特例に関する法律」によって特例国債が発行され、また所得税法・消費税法改正に伴う税収減を補うために「所得税法及び消費税法の一部を改正する法律の施行等による租税収入の減少を補うための平成六年度から平成八年度までの公債の発行の特例等に関する法律」により、平成六年度から平成八年度まで特例国債が発行された。さらに、第2次補正予算に伴う「阪神・淡路大震災に対処するための平成六年度における公債の発行の特例等に関する法律」(表1-3-6参照)には、年度末に発行が集中するのを避けるべく、赤字国債の発行について平成7年度の6月まで発行時期を延ばせるとの出納整理期間発行規定を盛り込んだ。12月には9000億円の前倒し発行が行われた。

総額は54兆7247億円で前年度比768億円減、そのうち借換債は38兆6539億円であった。消化方式別では、2度にわたる補正予算増額のほとんどが民間消化に向けられて、市中消化が4兆1000億円増の46兆9000億円となった。シ団引受のウエイトは前年度に比べて2.6%ポイント増加し、公募入札も5.1%ポイントの増加であった。資金運用部引受は額が1/3に減りウエイトも10.2%ポイント減少したが、日本銀行のウエイトは3.5%ポイント増加した。資金運用部の引受が減少したのは、主要原資である平成5年度の郵便貯金の純増額が前年同期に比べて約2割減少したのに加えて、貸付金は1割伸び、金融債の財投引受け分も増加したためである(資金運用部引受の状況は表1-3-7、保有の状況は表1-3-8をそれぞれ参照)。市中消化に占める比率は長期国債が39.2%、中期国債が20.3%、短期国債は35.7%となった。

平成7年度においては総事業規模約14兆円の景気対策のため国債発行が増加して総額は68兆4306億円となり、前年度に比して13兆7059億円増加した。そのうち借換債は47兆4938億円であった。市中消化は約10兆円増の56兆5000億円となった。消化方式別ではシ団引受の額は微増したがそのウエイトは前年度に比べて3.4%ポイント微減し、資金運用部は引受額が3倍増、ウエイトは6.3%ポイント増加した。種類別では超長期国債が1兆9000億円に増加した。これは、低金利下で一部の投資家が高クーポンの20年債に投資したこと、低コストの資金の調達が目指されたことによる。市中消化に占める比率は長期国債が36.3%、中期国債が24.5%であり、短期国債は33.8%であった。

平成8年度は公共事業を増額した補正予算で建設国債発行が増加して総額は

70兆6385億円となり、前年度より2兆2079億円増であった。そのうち借換債は48兆3144億円であった。消化方式別では、資金運用部の資金拡大からその引受額が大幅に増加してウエイトが4.1%ポイントアップとなったため、市中消化は2兆円減少して54兆5000億円となり、シ団引受のウエイトが2%ポイント、公募入札のウエイトが3.3%ポイント、それぞれ減少した。種類別では、超長期国債が前年度の前倒し発行が影響して前年度より減の1兆6000億円となった。市中消化に占める比率は中期国債は7兆6626億円で構成比は22.8%、長期国債は12兆円で構成比35.5%、短期国債が37.0%であった。

平成9年度では総発行額は71兆838億円の前年度に比して4453億円増であり、そのうち借換債は53兆2989億円であった。市中消化は微増の54兆9000億円となった。消化方式別では、資金運用部が対前年度比1.1%ポイント上昇、日本銀行が同1.4%ポイント下落の他はほとんど変わらなかった。市中消化に占める比率は、種類別で、超長期国債が4.8%、中期国債は20.3%、長期国債は36.2%、短期国債は38.6%であった。「日本国有鉄道清算事業団の債務の負担の軽減を図るために平成九年度において緊急に講ずべき特別措置に関する法律」(表1-3-9参照)に基づいて、年度末に日本国有鉄道清算事業団の債券約3兆円を国の一般会計が引き継ぎ、国債とした。

平成10年度は景気低迷による税収減と経済対策のために国債発行が増加した。11月に社会資本整備8兆円、恒久的減税6兆円など総額約20兆円の「緊急経済対策」を作成した。国債発行の総額は95兆8429億円となり、前年度比24兆7591億円増であった。そのうち借換債は65兆6495億円であった。市中消化は約14兆円増の69兆1000億円となった。消化方式別では、資金運用部と日本銀行が対前年度比でそれぞれウエイトを約2%ポイント上昇させたのに対し、公募入札は4.7%ポイント下落した。市中消化に占める比率は、超長期国債が5.2%、中期国債は22.8%、長期国債は35.0%、短期国債は37.0%であった。中期国債の構成比上昇は円滑な消化に配慮して年限別の振り分けが行われたためである。「日本国有鉄道清算事業団の債務等の処理に関する法律」(表1-3-10)と「国有林野事業の改革のための特別措置法」(表1-3-11)に基づいて、10月に国鉄清算事業団の債券約9兆3000億円と国有林野事業の累積債務のうちの約2兆8000億円をともに国の一般会計が引き継ぎ、借換債を発行した。

また、大蔵省は平成11年3月から発行スケジュールを四半期毎にホームペー

ジに事前公表することになった。その発表時期は3、6、9、12月の長期年国債の入札日の1週間前であり、12月は10年国債の入札がないため通常月で長期国債の入札日に該当する日の1週間前であった。

平成11年度も景気対策が打たれた。6月に「緊急雇用対策及び産業競争力強化対策」0.5兆円、11月に「経済新生対策」約18兆円が作成され社会資本整備などに充当された。これらのために国債発行は増加して総額99兆8065億円となり、前年度より3兆9636億円増加した。そのうち借換債は61兆4760億円であった。市中消化は約21兆円増の90兆5000億円となった。消化方式別では、資金運用部と郵便貯金が対前年度比でそれぞれウエイトを14.9%ポイント、2%ポイント下げ、その分が公募入札の18.4%ポイント上昇をもたらした。後の第1部第2章第3節でも触れるように、資金運用部など公的部門の消化減は、前年度来の経済対策により資金運用部の貸付増が予想されたこと、高金利で預け入れられた定額郵便貯金の満期が接近して支払い原資が必要となったことなどのために、これらの部門の資金繰りが厳しくなったことによる。市中消化に占める比率は、超長期国債が4.2%、中期国債は31.3%、長期国債は24.7%、短期国債は構成比39.8%であった。これら以外に政府短期証券の公募入札が開始されて年度末残高は40兆5930億円となった（政府短期証券については第1部第3章第4節参照）。

平成12年度でも景気対策がなされ、10月に「日本新生のための新発展政策」11兆円が策定されて公共事業などに充てられた。そのために国債発行が増加し、総発行額は前年度より5兆5852億円増の105兆3917億円となった。そのうち借換債は69兆2532億円であった。市中消化は11兆2000億円増の101兆7000億円となった。消化方式別では、資金運用部の引受がゼロになり、日本銀行と郵便貯金資金も対前年度比でそれぞれ微減した。公募入札は更にウエイトを高め76.5%になった。市中消化に占める比率は、超長期国債が6.9%、中期国債は37.5%、長期国債は20.9%、短期国債は34.7%であった。全額入札発行となった政府短期証券の年度末残高は44兆8400億円となった。

次に金融機関による窓口販売（窓販）であるが、これは長期利付国債・中期利付国債・割引国債について昭和58年度に開始され、昭和62年9月には20年物利付国債（入札分）についても始められた。昭和58年度から昭和63年度までの窓販は金融機関引受け総額に対する比率（窓販比率）で33.5%、55.2%、63.2%、

45.2%、48.7%、42.4%と推移した。

その後の推移は以下のとおりである（表1-3-12参照）。平成元年度は新発債の発行条件と市場実勢の乖離が解消せず消化は低迷し、そのため窓販も大幅に減少して、その金融機関引受け総額に対する比率は13.8%となった。平成2年度は14.9%とわずかに増加したが、次年度以降は低迷して平成3年度は8.1%と初めて1ケタ台になり、平成4年度は5.5%、平成5年度5.1%、平成6年度4.0%となった。平成7年度は債券相場がおおむね堅調であったこと、資金運用難から国債への需要が増加したことから販売額増となり、比率も5年ぶりに上昇して5.5%となった。平成8年度には販売額は減少したが金融機関引受け総額が減少したため比率は6.6%に上昇した。その後は販売額が伸び悩み、比率は平成9年度3.7%、平成10年度3.2%、平成11年度3.7%、平成12年度1.6%と振るわなかった。

表 1-3-1 普通

新規・借換発行分

年度	発行額	内 訳					
		市中引受分	うち証券	日本銀行	資金運用部	郵便貯金	公募入札分
昭和62	95,300.1	33,253.0	9,192.9	—	30,066.4	9,948.9	22,031.8
	177,385.7	58,376.0	18,896.2	14,160.7	37,413.2	121.9	67,313.9
	272,685.8	91,629.0	28,089.1	14,160.7	67,479.6	10,070.8	89,345.7
		33.6	10.3	5.2	24.7	3.7	32.8
63	73,551.9	33,322.8	12,676.8	—	5,124.1	12,472.5	22,632.5
	159,476.1	49,030.7	16,410.0	10,919.9	26,463.2	9,786.4	63,275.9
	233,028.0	82,353.5	29,086.8	10,919.9	31,587.2	22,259.0	85,908.4
		35.3	12.5	4.7	13.6	9.6	36.9
平成元	65,014.0	26,687.2	11,973.2	—	13,379.7	10,900.0	14,047.0
	205,383.5	49,712.6	22,796.0	—	25,870.2	13,046.8	116,753.9
	270,397.5	76,399.8	34,769.2	—	39,250.0	23,946.8	130,800.9
		28.3	12.9	—	14.5	8.9	48.4
2	70,661.0	39,785.9	22,136.7	—	11,952.7	8,315.0	10,607.4
	319,661.7	53,044.1	29,628.9	—	28,571.9	16,744.3	221,301.4
	390,322.6	92,830.0	51,765.6	—	40,524.6	25,059.3	231,908.8
		23.8	13.3	—	10.4	6.4	59.4
3	71,936.5	45,538.8	29,694.7	—	10,832.8	6,055.2	9,509.7
	301,021.1	53,188.1	31,392.1	4,192.4	8,500.0	21,395.1	213,745.5
	372,957.6	98,726.9	61,086.8	4,192.4	19,332.8	27,450.3	223,255.2
		26.5	16.4	1.1	5.2	7.4	59.9
4	94,829.1	55,319.7	35,062.2	—	19,369.7	14,359.9	5,779.7
	366,631.3	45,224.1	26,725.0	4,242.2	45,001.2	22,974.8	249,189.0
	461,460.4	100,543.9	61,787.2	4,242.2	64,371.0	37,334.7	254,968.7
		21.8	13.4	0.9	13.9	8.1	55.3
5	161,683.4	76,800.0	43,584.9	—	30,105.8	21,467.0	33,310.6
	386,331.6	33,615.6	19,864.3	9,486.8	51,116.2	15,568.4	276,544.5
	548,015.0	110,415.6	63,449.2	9,486.8	81,222.0	37,035.4	309,855.1
		20.1	11.6	1.7	14.8	6.8	56.5
6	160,707.8	78,449.7	41,963.0	—	4,979.5	18,535.7	58,742.9
	386,539.1	45,985.2	27,307.6	28,244.0	20,036.0	13,971.8	278,302.3
	547,246.9	124,434.8	69,270.6	28,244.0	25,015.5	32,507.5	337,045.1
		22.7	12.7	5.2	4.6	5.9	61.6

国債の発行状況

(単位：億円)

年度	発行額	内 訳					
		市中引受分	うち証券	日本銀行	資金運用部	郵便貯金	公募入札分
7	209,368.2	84,861.7	47,861.7	—	33,512.6	16,962.5	74,031.4
	474,938.1	47,420.5	29,631.9	20,393.6	40,863.2	15,431.9	350,828.7
	684,306.3	132,282.3	77,493.6	20,393.6	74,375.8	32,394.4	424,860.2
		19.3	11.3	3.0	10.9	4.7	62.1
8	223,240.8	102,119.9	69,840.3	—	49,682.7	23,915.5	47,522.6
	483,144.1	20,106.3	13,337.5	30,309.7	56,063.2	8,579.8	368,085.1
	706,384.9	122,226.3	83,177.8	30,309.7	105,745.9	32,495.3	415,607.8
		17.3	11.8	4.3	15.0	4.6	58.8
9	177,849.3	78,549.3	53,912.4	—	47,760.9	16,483.0	35,056.2
	532,988.7	43,611.9	28,762.6	20,281.1	66,893.6	17,406.1	384,795.9
	710,837.9	122,161.1	82,675.0	20,281.1	114,654.5	33,889.1	419,852.1
		17.2	11.6	2.9	16.1	4.8	59.1
10	301,933.8	97,762.3	68,165.8	—	109,417.2	25,752.7	69,001.6
	656,495.2	65,351.3	45,501.7	50,430.4	60,213.0	27,999.0	452,501.5
	958,429.0	163,113.6	113,667.5	50,430.4	169,630.2	53,751.7	521,503.2
		17.0	11.9	5.3	17.7	5.6	54.4
11	383,304.9	156,402.0	106,775.5	—	—	30,990.5	195,912.4
	614,760.1	13,711.1	9,269.4	37,527.1	28,016.1	4,693.0	530,812.8
	998,065.0	170,113.1	116,044.9	37,527.1	28,016.1	35,683.5	726,725.2
		17.0	11.6	3.8	2.8	3.6	72.8
12	361,385.2	121,662.5	87,265.2	—	—	8,695.3	231,027.4
	692,531.5	57,609.6	38,404.6	37,301.0	—	22,799.7	574,821.1
	1,053,916.6	179,272.1	125,669.8	37,301.0	—	31,495.0	805,848.5
		17.0	11.9	3.5	—	3.0	76.5

(注) 額面ベース。各年度の1行目は新規発行額、2行目は借換発行額、3行目は両者の合計額、4行目はそれぞれの割合。

(出所) 大蔵省(財務省)理財局『国債統計年報』各年度版により作成。

表 1-3-2 国債発行

	30年 固定利付 国債	20年 固定利付 国債	15年 変動利付 国債	10年 固定利付 国債	6年 固定利付 国債	5年 固定利付 国債
元年度	—	9,000	—	72,000	—	—
シェア	—	6.0	—	48.4	—	—
2年度	—	10,000	—	90,000	—	—
シェア	—	5.3	—	47.8	—	—
3年度	—	9,000	—	96,000	—	—
シェア	—	4.2	—	45.1	—	—
4年度	—	12,000	—	98,000	—	—
シェア	—	5.4	—	44.4	—	—
5年度	—	12,500	—	108,000	6,000	—
シェア	—	4.6	—	39.5	2.2	—
6年度	—	15,000	—	122,000	18,000	—
シェア	—	4.8	—	39.2	5.8	—
7年度	—	19,000	—	130,000	35,000	—
シェア	—	5.3	—	36.3	9.8	—
8年度	—	16,000	—	120,000	30,000	—
シェア	—	4.7	—	35.5	8.9	—
9年度	—	16,000	—	120,000	25,000	—
シェア	—	4.8	—	36.2	7.5	—
10年度	—	24,000	—	161,000	41,000	—
シェア	—	5.2	—	35.0	8.9	—
11年度	5,000	24,000	—	168,000	55,000	16,000
シェア	0.7	3.5	—	24.7	8.1	2.4
12年度	7,000	24,000	28,000	178,000	25,000	114,000
シェア	0.8	2.8	3.3	20.9	2.9	13.4

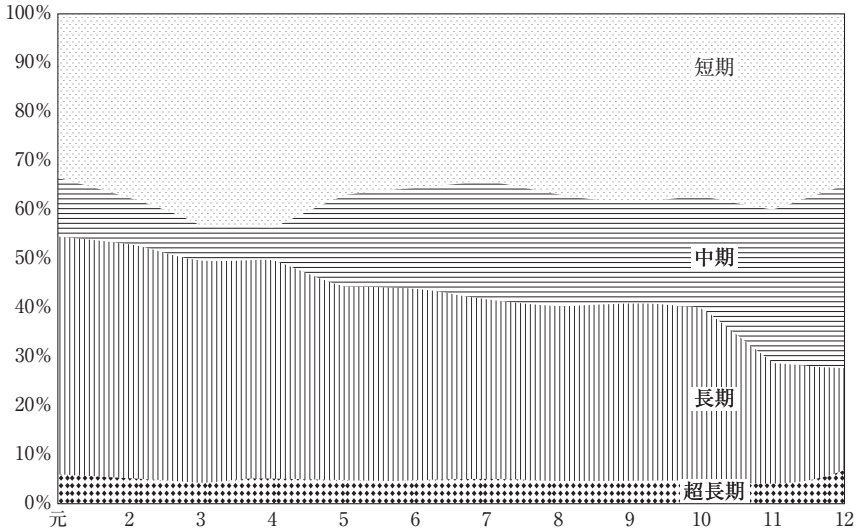
額（収入金ベース）

（単位：億円、％）

	5年 割引 国債	4年 固定利付 国債	3年 割引 国債	2年 固定利付 国債	TB	合計
元年度	3,884	—	—	14,000	50,000	148,884
シェア	2.6	—	—	9.4	33.6	100.0
2年度	2,830	—	—	15,300	70,000	188,130
シェア	1.5	—	—	8.1	37.2	100.0
3年度	2,727	—	—	13,000	92,000	212,727
シェア	1.3	—	—	6.1	43.2	100.0
4年度	2,544	—	—	12,000	96,000	220,544
シェア	1.2	—	—	5.4	43.5	100.0
5年度	2,416	30,000	—	13,500	101,000	273,416
シェア	0.9	11.0	—	4.9	36.9	100.0
6年度	2,435	30,000	—	12,400	111,000	310,835
シェア	0.8	9.7	—	4.0	35.7	100.0
7年度	2,282	33,000	—	17,600	121,000	357,882
シェア	0.6	9.2	—	4.9	33.8	100.0
8年度	2,226	30,000	—	14,400	125,000	337,626
シェア	0.7	8.9	—	4.3	37.0	100.0
9年度	2,161	26,000	—	14,400	128,000	331,561
シェア	0.7	7.8	—	4.3	38.6	100.0
10年度	2,114	40,000	—	21,600	170,000	459,714
シェア	0.5	8.7	—	4.7	37.0	100.0
11年度	2,090	55,000	—	84,000	270,000	679,090
シェア	0.3	8.1	—	12.4	39.8	100.0
12年度	1,232	25,000	3,000	152,000	296,000	853,232
シェア	0.1	2.9	0.4	17.8	34.7	100.0

（出所） 財務省理財局『債務管理レポート2011』、『債務管理レポート2012』により作成。

図 1-3-1 国債発行の内訳



(出所) 財務省理財局『債務管理レポート2011』、『債務管理レポート2012』により作成。

表 1-3-3 湾岸地域における平和回復活動を支援するため平成2年度において緊急に講ずべき財政上の措置に必要な財源の確保に係る臨時措置に関する法律(平成3年3月13日法律第2号)

(中略)

第3章 一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入れの特例

(中略)

第3条 政府は、第7章に定めるところにより第48条第1項に規定する臨時特別公債の償還に充てるため、平成3年度において一般会計から国債整理基金特別会計に2017億486万5000円を繰り入れるほか、平成4年度から平成6年度までの間において991億6166万5000円に達するまでの金

額を一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れるものとする。

第4章 法人臨時特別税
第1節 総則
(中略)

(納税義務者)

(中略)

第6条 法人は、基準法人税額につき、この法律により、法人臨時特別税を納める義務がある。

(課税の対象)

第7条 法人の各課税事業年度の基準法人税額には、この法律により、法人臨時特別税を課する。

第5章 石油臨時特別税
第1節 総則
(中略)

(課税物件)

第28条 原油及び石油製品並びにガス状炭化水素には、この法律により、石油臨時特別税を課する。

第6章 臨時特別公債の発行等

(中略)

(臨時特別公債の発行)

第48条 政府は、財政法(昭和22年法律第34号)第4条第1項の規定にかかわらず、平成2年度の一般会計補正予算(第2号)により追加される歳出の財源に充てるため、当該補正予算をもって国会の議決を経た金額の範囲内で、平成3年度から平成6年度までの間における第3条の規定による一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入金並びに平成3年度及び平成4年度における前2章の規定による法人臨時特別税及び石油臨時特別税(第50条及び第51条において「臨時特別税」と総称する。)の収入によって償還すべき公債(以下「臨時特別公債」という。)を発行することができる。

2 臨時特別公債の発行は、平成3年6月30日までの間、行うことができる。この場合において、同年4月1日以後発行される臨時特別公債に係る収入は、平成2年度所属の歳入とする。

(臨時特別公債等の償還)

第49条 臨時特別公債及び当該臨時特別公債に係る借換国債(国債整理基金特別会計法(明治39年法律第6号)第5条第1項又は第5条ノ2の規定により起債される借換国債をいい、当該借換国債

につきこれらの規定により順次起債された借換国債を含む。次条第2項及び第51条において同じ。)については、平成6年度までの間に償還するものとする。

第7章 臨時特別税の収入の用途等

(臨時特別税の収入の帰属及び用途)

第50条 平成3年度及び平成4年度における臨時特別税の収入は、当該各年度の国債整理基金特別会計の歳入に組み入れるものとする。

2 前項の規定により平成3年度及び平成4年度の国債整理基金特別会計の歳入に組み入れられた臨時特別税の収入は、臨時特別公債(当該臨時特別公債に係る借換国債を含む。次条及び第52条第1項において同じ。)の償還に要する費用(割引の方法により発行した場合においては、発行価格に相当する部分に限るものとし、借換国債を発行した場合においては、当該借換国債の収入をもって充てられる部分を除く。次条において同じ。)の財源に充てるものとする。

(一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入金の用途)

第51条 平成3年度から平成6年度までの間における第3条の規定による一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入金は、臨時特別公債の償還に要する費用のうち前条第2項の規定により臨時特別税の収入をもって充てられる部分以外の部分の財源に充て、なお残余があるときは、臨時特別公債以外の公債(財政法第4条第1項ただし書の規定により

発行された公債（当該公債に係る借換国債を含む。）を除く。）の償還に要する費用の財源に充てるものとする。

（国債整理基金特別会計法の適用に関する特例）

第52条 臨時特別公債は、国債整理基金特別会計法第2条第2項の規定の適用については、国債とみな

さない。

2 第48条第2項に規定する平成3年4月1日以後発行される臨時特別公債は、国債整理基金特別会計法第2条ノ2第1項の規定の適用については、同年3月31日に発行されたものとみなす。
（以下省略）

表 1-3-4 法律第83号（昭和60年6月28日）

◎国債整理基金特別会計法の一部を改正する法律

国債整理基金特別会計法（明治39年法律第6号）の一部を次のように改正する。

第五条を次のように改める。

第五条 政府ハ各年度ニ於ケル国債ノ整理又ハ償還ノ為必要ナル額ヲ限度トシ借換国債（当該年度内ニ償還スベキモノヲ含ム）ヲ起スコトヲ得前項ニ規定スル当該年度内ニ償還スベキ借換国債ノ募集金ハ国債整理基金特別会計ノ歳入外トシテ之ヲ国債整理基金ニ編入スベシ

国債整理基金ハ第一項ニ規定スル当該年度内ニ償還スベキ借換国債ノ償還ノ為国債整理基金特別会計ノ歳出外トシテ使用スルコトヲ得

第五条の次に次の一条を加える。

第五条ノ二 政府ハ翌年度ニ於ケル国債ノ整理又ハ償還ノ為予算ヲ以テ国会ノ議決ヲ経タル額ヲ限度トシ借換国債ヲ起スコトヲ得

（以下省略）

表 1-3-5 日本銀行の乗換による引受額（実績ベース、単位兆円）

年度	引受額
S63	1.1
H1	0
2	0
3	0.4
4	0.4
5	0.2
6	2.8
7	2.1
8	3
9	2
10	5.1
11	3.7
12	4
13	6.1
14	3.4

（注）平成元、2年度は乗換による借換を停止。

（出所）郵貯資金研究協会『郵便貯金資金運用の概説』（2003年）。

表 1-3-6 阪神・淡路大震災に対処するための平成六年度における公債の発行の特例等に関する法

律（平成7年3月1日法律第17号）

(趣旨)

第一条 この法律は、阪神・淡路大震災に対処するために必要な財源を確保するため、平成六年度における公債の発行の特例に関する措置を定めるとともに、財政法（昭和22年法律第34号）第四条第一項ただし書の規定により平成六年度において追加的に発行される公債についての発行時期及び会計年度所属区分の特例に関する措置を定めるものとする。

(特例公債の発行等)

第二条 政府は、財政法第四条第一項ただし書の規定、平成六年分所得税の特別減税の実施等のための公債の発行の特例に関する法律（平成六年法律第二十八号）第一条の規定及び所得税法及び消費税法の一部を改正する法律の施行等による租税収入の減少を補うための平成六年度から平成八年度までの公債の発行の特例等に関する法律（平成六年法律第百八号）第一条第一項の規定により発行する公債のほか、平成六年度の一般会計補正予算（第2号）において見込まれる租税収入の減少を補い、及び当該補正予算により追加される歳出の財源に充てるため、当該補正予算をもって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。

2 前項の規定による公債の発行は、平成七年六月三十日までの間、行うことができる。この場

合において、同年四月一日以後発行される同項の公債に係る収入は、平成六年度所属の歳入とする。

3 政府は、第一項の議決を経ようとするときは、同項の公債の償還の計画を国会に提出しなければならない。

4 政府は、第一項の規定により発行した公債については、その速やかな減債に努めるものとする。

(財政法第四条第一項ただし書の規定による公債に係る発行時期及び会計年度所属区分の特例)

第三条 財政法第四条第一項ただし書の規定により平成六年度の一般会計補正予算（第2号）をもって国会の議決を経た金額の範囲内で発行する公債のうち同項ただし書の規定により同年度の一般会計補正予算（第1号）をもって国会の議決を経た金額を超え、同項ただし書の規定により同年度の一般会計補正予算（第2号）をもって国会の議決を経た金額に達するまでの分の額に相当する額の公債の発行は、平成七年六月三十日までの間、行うことができる。この場合において、同年四月一日以後発行される同項ただし書の公債に係る収入は、平成六年度所属の歳入とする。

附 則

この法律は、公布の日から施行する。

表 1-3-7 国債発行と運用部引受の推移（収入金ベース）

(単位：億円、%)

年度	国債発行額 (A)	運用部引受額 (B)	B/A
	実績	実績	実績
元……	217,183	41,181	19
2……	259,652	38,659	14.9
3……	256,057	19,370	7.6
4……	310,329	55,910	18.0
5……	379,869	69,231	18.2
6……	393,717	22,000	5.6
7……	466,238	53,507	11.5
8……	483,007	89,760	18.6
9……	498,900	97,053	19.5
10……	764,310	152,459	19.9
11……	775,979	28,000	3.6
12……	862,737	—	

(注) 日銀、運用部乗換を含む。

(出所) 大蔵省(財務省)『財政金融統計月報』各号により作成。

表 1-3-8 財投計画と運用部の国債保有

(単位：兆円)

年度	郵貯残	郵貯増減	財投原資 実績	財投計画 実績	原資-計画	運用部の 国債保有 (年度末)	運用部 国債保有の 前年との差
S63	125.9	8.5	32.2	29.5	2.7	58.7	5.0
H1	134.6	8.7	35.2	33	2.2	55.6	-3.1 *1
2	136.3	1.7	37.8	35.8	2	56.9	1.3
3	155.6	19.3	49.5	38.2	11.3	63.6	6.7
4	170	14.4	48.1	46.1	2	64.8	1.2
5	183.5	13.5	55.4	52.5	2.9	61.7	-3.1 *2
6	197.8	14.3	50.3	50.3	0	55.9	-5.8 *2
7	213.4	15.6	52.9	42.2	10.7	62.4	6.5
8	224.9	11.5	50.9	45.9	5	64.6	2.2
9	240.5	15.6	57.2	46.6	10.6	81.5	17.0
10	252.6	12.1	65.6	54.4	11.2	93.0	11.5
11	260	7.4	45.8	45.8	0	73.8	-19.2 *3
12	249.9	-10.1	38.7	35	3.7	72.7	-1.1 *3
13	239.3	-10.6	24.2	24.3	-0.1	76.0	3.3

(注) *1 国債発行減に伴う引受減。

*2 不況対策で原資不足。

*3 郵貯満期で資金不足。

(出所) 郵貯資金研究協会『郵便貯金資金運用の概説』(2003年)。

表 1-3-9 日本国有鉄道清算事業団の債務負担軽減特措法

日本国有鉄道清算事業団の債務の負担の軽減を図るために平成九年度において緊急に講ずべき特別措置に関する法律（抄）

（平成9年6月6日法律第73号）

（中略）

（一般会計による債務の承継等）

第二条 政府は、平成10年3月31日において、額面金額の合計額が3兆35億円に相当する政令で定める日本国有鉄道清算事業団債券に係る事業団の債務（同日前に支払期が到来した利息に係るものを除く。以下「特定債務」という。）を、一般会計において承継する。

2 政府は、前項の規定により特定債務を一般会計において承継したときは、その時において、事業団に対し、特定債務の額に相当する額の長期の資金を無利子で貸し付けたものとする。

3 前項の規定による貸付金の償還に関し必要な事項は、政令で定める。

（以下省略）

表 1-3-10 国鉄債務処理法

日本国有鉄道清算事業団の債務等の処理に関する法律（抄）

（平成10年10月19日法律第136号）

（中略）

第二章 事業団の債務の処理

（一般会計による債務の承継）

第二条 政府は、この法律の施行の時に、その時における事業団の第一号から第四号までに掲げる長期借入金に係る債務及び当該債務に係る利子（この法律の施行の日（以下「施行日」という。）以前に発生している利子のうち施行日以後に支払われることとされているものに限る。）

に係る債務並びに第五号及び第六号に掲げる債券に係る債務（施行日前に支払期が到来した利子に係るものを除く。）を、一般会計において承継する。

一 附則第七条の規定による廃止前の日本国有鉄道清算事業団法（昭和61年法律第90号。以下「旧事業団法」という。）第四十条第一項の規定による長期借入金に係る債務（事業団が土地の譲渡契約と併せて締結した金銭消費貸借契約において当該土地の譲渡の対価の支払を受ける債権と相殺することが約されているものを除く。）

二 日本国有鉄道の長期借入金に係る債務

三 附則第十条の規定による改正前の日本国有鉄道改革法（昭

和61年法律第87号) 第二十四条第二項の規定により日本国有鉄道が承継した日本鉄道建設公団の長期借入金に係る債務

四 旧事業団法附則第九条第二項の規定により承継した日本鉄道建設公団の長期借入金に係る債務

五 日本国有鉄道清算事業団債券に係る債務

六 鉄道債券に係る債務

- 2 前項の規定により政府が承継する債務のうち、政府が貸し付けた長期の資金に係るもの及び政府が引き受け、かつ、当該承継の時において保有する債券に係るものの償還期限は、平成11年3月31日までの間において政令で定める日とする。

(国債に関する法律の適用等)

第三条 前条第一項の規定により政府が承継する債務に係る日本国有鉄道清算事業団債券及び鉄道債券については、国債に関する法律(明治39年法律第34号。第六条及び第八条を除く。)その他の法令中国債に関する規定を適用する。

- 2 日本国有鉄道清算事業団債券及び鉄道債券であって前条第一項の規定による承継の際現に社債等登録法(昭和17年法律第11号)の規定による登録を受けているものについては、当該承継の時に、当該登録に係る登録機関は、当該登録の抹消を行うとともに、当該登録を受けている事項を日本銀行に通知するものとする。

3 日本銀行は、前項の通知を受けたときは、当該通知を受けた事項の登録を行うものとする。

4 前項の規定による登録は、国債に関する法律の規定による登録とみなす。

5 前条第一項の規定により政府が承継した債務に係る日本国有鉄道清算事業団債券及び鉄道債券については、同項の規定による承継の日以後二週間、国債の登録(相続、遺贈、合併、強制執行その他これらに準ずる事由による移転の登録を除く。)を請求することができない。国債の登録の除却についても、同様とする。

(中略)

(一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入れ)

第六条 政府は、次に掲げる債務の償還を確実にを行うため、特別会計に関する法律(平成19年法律第23号)の規定による繰入れを適切に行うものとする。

一 日本国有鉄道の経営する事業の運営の改善のために昭和六十一年度において緊急に講ずべき特別措置に関する法律 第二条第一項の規定により政府が承継した債務

二 日本国有鉄道清算事業団の債務の負担の軽減を図るために平成二年度において緊急に講ずべき特別措置に関する法律(平成二年法律第四十五号) 第二条第二項の規定により政府が承継した債務

三 日本国有鉄道清算事業団の

債務の負担の軽減を図るために
平成九年度において緊急に講ず
べき特別措置に関する法律第三

条の特定債券に係る債務
(以下省略)

表 1-3-11 国有林野事業の改革のための特別措置法

国有林野事業の改革のための特別措置法（抄）
法律第134号（平成10年10月19日）

（中略）

第四章 財務の健全化

第一節 債務の処理

（借入金の一般会計への帰属等）

第十五条 政府は、この法律の施行の時に於いて、その時における事業勘定の負担に属する次に掲げる債務を、一般会計に帰属させる。

- 一 平成7年9月29日までに借り入れられた借入金に係る債務
- 二 前号に掲げる債務に係る利子であつて、この法律の施行の日以前に発生しており、かつ、同日以降に支払われることとされているものに係る債務

2 前項の規定により一般会計に帰属する債務のうち政府が貸し付けた資金に係るものの償還期限は、平成11年3月31日までの間において政令で定める日とする。

（以下省略）

表 1-3-12 金融機関窓販の状況

（単位：億円、％）

年度	平成元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
都銀	3310	3682	1438	1086	961	747	1203	925	219	215	513	99
地銀	292	330	198	221	176	271	546	494	279	145	225	156
信託銀	576	614	384	209	324	234	337	285	67	31	32	29
生保	640	668	538	372	563	539	405	441	578	508	380	283
金融機関計	5778	6129	3068	2129	2399	2201	3010	2570	1373	1498	1861	797
引受額に占める比率	13.8	14.9	8.1	5.5	5.1	4.0	5.5	6.6	3.7	3.2	3.7	1.6

（注）長期国債、割引国債の計。

（出所）公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』各年版、全国銀行協会。

〔注〕

- 1) 本節は公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』各年版）、野村総合研究所『公社債要覧』を参照。

第2章 国債発行をめぐる

第1節 国債流通市場の推移¹⁾

1 国債売買高の推移

公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』所収の「各年度の公社債市場」によって流通市場での売買の推移をたどる。国債売買高は表2-1-1のとおりである。

平成元年度は前年度に比べ全体で13%減少したが、うち長期国債が13%減であったのに対し、短期国債は59%増加した。これは、長期国債は長期金利の先行きが不透明であって投資家が売買を控えたのに対し、短期国債は8月以降毎月発行されるようになり発行額が増加したことによる。現先は、これまで売買高の多かった政府短期証券がその残高の減少から現先取引高も減じて、国債全体ではマイナス15%となった。併せて国債先物も眺めると（第4章に後掲の表4-1-3参照）、その売買は市場開設後初めて減少し対前年度比96%となったが現物に比べると微減であり、先物の売買規模は初めて公社債全体の現物売買高を上回った。市場では本節で後述のように債券貸借取引が始まり、債券店頭オプション取引も開始された。なお、債券店頭オプション取引と平成2年度開始の国債先物オプション取引の詳細については第1部第4章第1節で述べる。

平成2年度の売買高は前年度に比べ全体で12.7%減となった。そのうち長期国債が18%減であったが短期国債は2.4倍に増加した。これは、短期金融市場を拡充するべく発行量が増大したこと、短資会社に短期国債ディーリングが認可され業者間売買が活発になったことなどのためであった。国債の現先売買は12%増加したが、国債先物は16%減少した。東京証券取引所では平成2年5月

に国債先物オプション取引が開始された。

平成3年度の売買高は前年度に比べ全体で23.7%減、内訳は長期国債が42%減であったのに対し、短期国債は2.5倍増であった。国債の現先売買は8%、国債先物は22%、国債先物オプションは40%、それぞれ減少した。損失補填を行っていたという証券不祥事が明るみに出て、売買高へ影響した。

平成4年度の売買高は前年度に比べ全体で25.8%増加、うち長期国債が11%減、短期国債はほぼ倍増であった。国債の現先売買は40%、国債先物は5%とそれぞれ増加したが、国債先物オプションは29%減少した。

平成5年度の売買高は前年度に比べ全体で3.3%減、内訳は長期国債が2%増加、中期国債は約3倍増、20年債はほぼ倍増、短期国債は5%増であった。国債の現先売買は6%減となったが、国債先物は16%、国債先物オプションは37%それぞれ増加した。

平成6年度の売買高は全体で前年度に比べ6.4%増加、うち長期国債は17%減、中期国債はほぼ倍増、20年債は3%増、短期国債は20%減であった。国債の現先売買は52%増、国債先物は12%減、国債先物オプションは26%増であった。市場では、本節で後述のように、日本相互証券と仲立証券が債券先物から計算した理論価格と市場価格の差であるベースを呼び値とする売買仲介業務を国内証券では初めて2月から開始した。またこれも本節で後述のように、国債の移転登録と資金決済を同時に処理できる日本銀行の債券・資金同時決済(DVP)システムが4月から稼働した。

平成7年度の売買高は前年度に比べ全体で12.0%増加、うち長期国債が18%増、中期国債は43%増、20年債は17%減、短期国債は6%減であった。現先売買は国債で6%増、国債先物は4%増、国債先物オプションは2%減であった。市場制度の変化としては、日本相互証券が従来の5・10日決済を廃止して、約定日から8営業日目(T+7)に毎日決済を行うローリング決済に11月に移行したことが挙げられる。従来の5・10日決済では約定から決済まで8~11日もかかっていた。また、本節で後述のように、日本証券業協会が12月に債券貸借取引を活性化すべく見直しを行って担保によって裏打ちされた取引にして、現金担保に対する付利制限と取引担保金の額の下限規制を廃止した。これについても本節で後に述べる。

平成8年度の売買高は前年度に比べ全体で18.3%減少した。うち長期国債が

5%減、中期国債は1%減、20年債は6%減、短期国債は27%減であった。国債の現先売買は27%減、国債先物は7%減、国債先物オプションは8%増であった。市場では、平成8年4月に現金担保付債券貸借（「日本版レボ」）取引が開始された。また、円滑な発行消化のために制度の改善についての提言がシ団からなされ、それに応じて、20年債の発行を4月債から四半期に1度にして発行ロットを拡大し、5年物割引国債の条件設定をより実勢を反映するようにした。10月からは日本証券業協会が協会の店頭で行う業者間取引に、東京証券取引所が同所での大口取引に、それぞれローリング決済を導入した。これは、民間グループのグループ・オブ・サーティー（G30）が平成元年に導入を勧告したのに従ったものであった。なお、世界の金融・証券の専門家が参加して昭和53年に設立されたグループ・オブ・サーティーは国際金融に関して政策提言を行っている。

平成9年度の売買高は前年度に比べ全体で4.6%増、うち長期国債が8%増、中期国債は6%減、20年債は56%増、短期国債は6%増であった。現先売買は国債で2%減、国債先物は9%減、国債先物オプションは4%増であった。市場制度の変更としては、約定日から4営業日目（T+3）に決済する期日の短縮が平成9年4月に行われた。

平成10年度の売買高は前年度に比べ全体で1.7%増、うち長期国債が14%減、中期国債は増減なし、20年債は33%増、短期国債は11%増であった。国債の現先売買は24%減、国債先物は3%減であった。政府短期証券は日本銀行による売りオペの停止により現先売買が大幅に減少し、前年比510兆円減の33兆円と激減した。

なお、改正証券取引法の施行で、上場国債の小口取引（額面百万円以上千万円未満）などにあった取引所集中義務が平成10年12月に撤廃された。従来から国債の売買は店頭での大口取引が大半であり、東証での小口取引の全体に占める割合は1%程度であったが、集中義務が撤廃以降は小口取引が更に減少した。また、第1部第1章第2節で触れたように指標銘柄が平成11年3月に廃止となった。

平成11年度の売買高は前年度に比べ全体で5.4%減少し、うち中期国債は2.2倍増であった。平成12年度の売買高は前年度に比べ全体で1.9%減であった。

表 2-1-1 債券売買高

(単位:兆円)

年度	店頭+取引所					店頭(東京)			取引所		現先			
	国債	FB	政保債	国債(*1)	うち長国(*1)	国債	FB	政保債	国債	政保債	国債(FB含む)		国債	FB
平成元	3,085	387	18	2,462	2,386	3,018	387	18	67.4	0	1,009	623	387	4
2	2,693	542	17	2,106	1,967	2,614	542	17	79.2	0	1,130	588	542	3
3	2,055	427	22	1,440	1,135	2,020	427	22	35.6	0	1,041	615	427	3
4	2,585	528	30	1,654	1,011	2,573	528	30	11.9	0	1,458	932	526	2
5	2,500	602	29	1,735	1,034	2,490	602	29	10.0	0	1,366	764	602	2
6	2,659	869	24	1,444	856	2,651	869	24	7.8	0	2,084	1,215	869	1
7	2,978	807	28	1,569	1,006	2,967	807	28	11.1	0	2,214	1,409	805	2
8	2,434	569	25	1,388	957	2,422	569	25	11.7	0	1,614	1,045	569	1
9	2,545	542	25	1,503	1,033	2,537	542	25	7.9	0	1,581	1,042	539	1
10	2,588	33	20	1,836	888	2,585	33	20	2.7	0				
11	2,447	1,379	17	1,987	922	2,447	1,379	17	0.0	0				
12	2,400	1,570	33	2,051	1,387(*2)	2,400	1,570	33	0.0	0				

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』、野村総合研究所『公社債要覧』の各年版により作成。

(注) 店頭売買高は「売り」と「買い」の合計。現先を含む。
 売買高に日銀オペ、インター・ディーラー・ブローカー会社を含む。
 取引所は出来高の往復計算。
 (*1) これらの列のみ現先を含まないが、(*2)は現先を含む。

〔注〕

- 1) 以下は公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」(『公社債年鑑』各年版)による。

2 店頭気配の公表

以下では流通市場のいくつかのトピックスを取り上げる。店頭市場における価格公示機能を拡充するため、日本証券業協会は証券会社やディーリング認可金融機関からの報告に基づいて店頭気配を一般に公表している。その方法については、表2-1-2 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値発表制度について(詳細版)」が示すとおりである。

平成3年末までは、店頭市場の動向を的確に反映する指標性のある銘柄の「指標気配」が毎日、機関投資家向けに、また個人等小口投資家向けには、指

標気配公表銘柄以外のうち種類ごとに償還年別・利率別に区分された店頭売買の標準となる銘柄の「標準気配」が週1回、それぞれ発表されていたが、平成4年1月以降、非上場債券のうちの代表的な銘柄の気配が「店頭基準気配」として1本化され、毎日発表されるようになった。店頭基準気配は種類別・償還年別・利率別に区分して公表された。また、店頭基準気配には一定の値幅制限が設けられており、それまで週1回発表されていた標準気配による値幅制限に比べると、金融情勢により即したものとなった。さらに、平成8年1月の適債基準の撤廃等により、公社債市場は普通社債を中心に拡大し、その商品性・年限等が多様化した。流通市場においては発行体の信用力が取引価格決定の重要な要素となっており、このような環境の変化に対応するため、市場動向や発行体の信用力を反映させた実勢価格として基準気配が発表されることとなった。

その後、平成10年には市場集中義務撤廃に伴う制度改善が行われ、従来、基準気配の発表銘柄が非上場の公募公社債のうちから選定されていたのを改め、指標性のある上場国債等についても基準気配が発表されるようになった。平成12年には信頼性向上のための改善が図られ、それまでは公募債のうち「固定利付」及び「満期一括償還」等の要件を満たすものに限定されていた基準気配銘柄の選定対象が拡大されて、変動利付債券等も含められることとなった。平成13年度には、時価会計制度の本格的導入に伴い、気配発表制度の目的が売買の参考であることを明確にするために、基準気配の名称に代えて「売買参考統計値」とされた。

表 2-1-2 公社債店頭売買参考統計値発表制度（抄）

公社債店頭売買参考統計値発表制度について（詳細版）

平成19年10月1日

＜本制度の趣旨＞

大量かつ多様な公社債の売買を円滑に成立させるためには、店頭取引が有効な手段であります。店頭取引は売手・買手間の相対取引であることから、その売買の内容は第三者には分かりません。しかし、流通市場の大勢を占める店頭取引

における市場実勢（売買価格、レート等）を広く投資者に知らせることは、公社債の公平でかつ公正な価格形成を図るうえでも、また、投資者保護の見地からも重要なことであります。

日本証券業協会（以下「本協会」といいます。）では、このような公社債の店頭取引の特性等に鑑み「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を設けております。同制度は、昭和41年3月に、公社債店頭基準気配発表制度としてスタートし、平成14年8月から「公社債店頭売買参考統計値発表制度」に改定いたしました。制度の趣旨・目的等につきましては、継

承しております。

(中略)

現在の指定報告協会員一覧

- 証券会社 (21社)
- SMBC フレンド証券株式会社
- クレディ・スイス証券株式会社
- ゴールドマン・サックス証券株式会社
- JP モルガン証券株式会社
- ドイツ証券株式会社
- 日興シティグループ証券株式会社
- ビー・エヌ・ピー・バリバ証券会社
- みずほ証券株式会社
- 三菱 UFJ 証券株式会社
- モルガン・スタンレー証券株式会社
- リーマン・ブラザーズ証券株式会社
- 岡三証券株式会社
- コスモ証券株式会社
- 新光証券株式会社
- 大和証券エスエムビーシー株式会社
- 東海東京証券株式会社
- 野村証券株式会社
- 丸三証券株式会社
- みずほインベスターズ証券株式会社
- メリルリンチ日本証券株式会社
- UBS 証券会社

<制度の概要等>

1. 公社債店頭売買参考統計値発表制度の概要等

本制度は、本協会が指定する公社債の売買業務等に精通し、かつ、気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保された協会員（以下「指定報告協会員」といいます。）からの店頭における公社債の実勢価格を反映した気配値報告に基づき、本協会が統計処理を行い算出した売買参考統計値を発表することによって、投資者並びに協会員の便宜を図ることを目的としています。（指定

報告協会の指定に係る運用については、参考2を御参照願います。）

(1) 選定銘柄（売買参考統計値が発表される銘柄）の選定

選定銘柄とは、公募公社債（本邦内において発行されるものであって、払込元本、利金及び償還元本の全てが円貨である債券に限ります。ただし、新株予約権付社債を除きます。）のうち、指定報告協会員から所定期日までに本協会に対して報告対象銘柄として届出のあった銘柄であり、かつ、6社以上が報告対象銘柄として選択した銘柄をいいます。

また具体的な選定手続き（選定条件、選定期等）につきましては、「選定銘柄に係る売買参考統計値の発表開始日及び最終発表日の取扱いについて」（公社債・金融商品委員会決議）に則って行っています。

選定銘柄の選定対象につきましては、固定利付・満期一括償還以外の銘柄（例えば、変動利付債券、ステップ・アップ（ダウン）債券、分割償還債券等）も対象としています。固定利付・満期一括償還以外の銘柄につきましては、原則として、単価のみの表示（利回り・利率は表示しない）としています。

選定銘柄からの除外（廃止）は、報告対象銘柄として選択する指定報告協会員が6社未満となった時点で行います。なお、指定報告協会員がやむを得ない事由（システムトラブル等）により、気配報告を辞退した場合において、当日の報告会社数が6社未満となった場合には、当日（翌日付発表分）の売買参考統計値が発表されません（選定銘柄から除外される訳ではありません。）

(中略)

(2) 指定報告協会員からの気配値報告等

指定報告協会員は、選定銘柄のうち自社が届出を行った銘柄について、当日の午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる気配を、原則として、午後4時30分までに、本協会に報告します。

本制度における「気配」とは、売り気配（売りたい値段）と買い気配（買いたい値段）の仲値を指します。

本協会は、指定報告協会員からの気配の報告に基づき売買参考統計値を公表します。

(中略)

(3) 売買参考統計値の発表

売買参考統計値とは、指定報告協会員から報告を受けた気配の「平均値」、「中央値」、「最高値」、「最低値」の4つの値をいいます。

2. 公社債店頭売買参考統計値の発表データ形式等

ホームページ上で表示しております「公社債店頭売買参考統計値表」の表示形式及びダウンロードデータ形式につきましては、「公社債店頭売買参考統計値の発表データ形式等について」（参考1）を御参照ください。

3. 格付マトリクス表について

本協会は、平成9年4月より、「格付マトリクス表」を作成し参考情報として

発表しております。格付マトリクス表は、平成8年1月の適債基準撤廃後の公社債市場において、市場参加者等の中で「格付け情報」の重要性が高まってきたことなどに鑑み、格付けの普及、啓蒙及び投資者へ提供する投資情報の拡充を図るために、格付け及び社債の残存年数ごとに複利回り等のマトリクス表を格付け機関別に作成し、発表しているものです。発表形式等につきましては、「格付マトリクス表結果ダウンロードデータについて」を御参照ください。

4. 過去発表分の公社債店頭売買参考統計値等について

本協会では、平成14年8月5日より、過去発表分の公社債店頭売買参考統計値及び格付けマトリクスデータ（8月6日発表分以降）について、CSV形式によるダウンロードを可能としました。ただし、本サイトでは、種別・銘柄コード別・償還年限別の検索機能は付加しておりません。

なお、公社債店頭基準気配の過去分データにつきましては、本協会ホームページでは御覧いただくことができません。本協会事務所において一部閲覧可能ですが、データ提供等は行っておりません。

(以下省略)

3 債券の空売りと貸借

金融機関・証券会社による債券の空売りは商品勘定の債券について約定日ベースでのみ認められていたが、平成元年5月から決済日ベースでも認められるようになった。これに伴い、空売りした債券を決済日以前に買い戻さない場

合には、債券貸借により借り入れた債券を受渡しに用いることが可能となった。平成元年末からは金融機関が投資勘定で保有する債券にも空売り・貸借取引が認められた。貸借取引の対象はエクイティ関連債以外のすべての債券であり、貸借期間は1年以内、原則として有担保で担保金には付利を認めると定められた。債券の空売りと貸借についての大蔵省証券局からの事務連絡と日本証券業協会の理事会決議はそれぞれ表2-1-3と表2-1-4のとおりである。

債券貸借取引市場の動きを日証金（日本証券金融株式会社）の仲介業務における成約額でみると、発足当初は貸し債関係の合計基準が未決定であったことなどから低調であったが、その後債券の貸手として農林系金融機関、生命・損害保険会社、地方銀行などが参入して市場は拡大し、平成2年1月には相場急落で空売りに伴う債券貸借需要が増え、年度全体では約5兆円に上った。相対型市場は仲介市場の数倍程度の規模であった。

表 2-1-3 債券の空売り・貸借の取扱い
事務連絡（抄）

平成元年5月12日
大蔵省証券局流通市場課長
大蔵省証券局業務課長

債券の空売り及び貸借の取扱いについて

証券会社が行う債券の空売り（約定日において既発行の債券を現物を保有しないで売却することをいう。以下同じ。）及び商品有価証券勘定に係る債券の貸借については、債券の円滑な取引及び証券会社経営の健全性の確保の観点から下記によることとしたので、了知のうえ貴管下証券会社をよろしく指導されたい。

記

I. 債券の空売り

1. 空売りの限度

証券会社においては、銘柄毎の債券の空売り残高（約定ベースで把握する。）の合計額が商品有価証券勘

定で保有する債券の残高（約定ベースで把握する。）を上回る場合には、当該差額を債券先物取引の売建玉の純残高に加えた金額が、当該証券会社の純財産額を超えないこととする。

2. 空売りの受渡し

空売りを行った場合において、受渡日以前に買戻しを行わないときは、Ⅱで定める債券の貸借により借り入れた債券を、受渡しに用いるものとする。

II. 債券の貸借

1. 対象証券

① 国債証券（略）

2. 貸借期間

借入日から返済日までの期間は1年を超えないものとする。

3. 取引担保金（略）

4. 取引担保金の代用

(1) 取引担保金は、有価証券、コマーシャルペーパー、定期預金契約・譲渡性預金契約・通知預金契約に基づく債券、金銭信託の受益

権、銀行保証または貸借対象債券の表示されている通貨以外の通貨（以下「代用有価証券等」という。）をもって代用できるものとする。

5. 取引担保金に対する付利

取引相手方から受け入れた取引担保金（代用有価証券等を除く。）に付利する場合の金利は、「有担保コール無条件物出し手レートマイナス1%」の水準を上回ってはならない。

表 2-1-4 債券の空売り・貸借取引の取扱いの日本証券業協会決議（抄）

平成4年7月30日
理 事 会 決 議
改 正
平成5年4月21日
平成6年2月16日
平成7年5月24日

債券の空売り及び貸借取引の取扱いについて

この理事会決議は、協会員が店頭において行う債券の空売り及び商品有価証券勘定に係る債券の貸借取引（以下「債券貸借取引」という。）に関し、債券貸借取引契約の締結、対象債券の範囲、取引の方法等について必要な事項を定め、貸借取引を公正かつ円滑ならしめ、もって公社債市場の健全な発展に資することを目的とする。

1. 法令・規則等の遵守

協会員は、取引相手方（他の協会員を含む。以下同じ。）との間で、債券の空売り及び貸借取引を行うに当たっては、この理事会決議によるほか、証券取引法その他関係法令、諸規則を遵守しなければならない。

2. 定義

この理事会決議において、次の各号に

掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

(1) 債券の空売り

約定日において既発行の債券を現物を保有しないで売却することをいう。

(2) 債券貸借取引

当事者の一方（貸出者）が、他方（借入者）に債券を貸し出し、当事者間で合意された期間を経た後、借入者が貸出者に当該銘柄と同種、同量の債券を返済する債券の消費貸借取引をいう。

① 貸出者

債券貸借取引において債券の貸出を行う者をいう。

② 借入者

債券貸借取引において債券の借入を行う者をいう。

③ 個別取引

個別の債券貸借取引をいう。

④ 個別契約

当事者が個別取引に関し締結する契約をいう。

⑤ 貸借期間

債券の貸借が行われる期間として、個別契約で定めるものをいう。

⑥ 貸借料

借入者が貸出者に対して債券貸出の対価として支払う金銭として、個別契約で定めるものをいう。

⑦ 貸借料率

貸借料算定の基準となる料率で、当事者双方が金利その他諸般の情勢を考慮して協議のうえ、パーセントをもって年率で定めるものをいう。

⑧ 対象銘柄

債券貸借取引の対象となる債券の銘柄として、個別契約で定めるものをいう。

⑨ 貸借数量

対象銘柄の額面総額として、個別契約で定めるものをいう。

⑩ 取引実行日

個別契約で定める貸借取引期間の開始日をいう。

⑪ 取引決済日

個別契約で定める貸借期間の終了日をいう。

⑫ 時価

市場相場があるものについてはその最終価格又は気配値、市場相場がないものについては、合理的かつ適正な価格又は気配値をいう。

3. 債券の空売り

(1) 協会員は、債券の空売りを行った場合は、次の各号に掲げるいずれかの方法により受渡しを行うものとする。

① 受渡日以前に買戻しを行う方法

② 受渡日以前に買戻しを行わず、債券の貸借取引により借り入れた債券を受渡しに用いる方法

(2) 協会員が債券の空売りにおいて取り扱う債券は後記5に掲げるものとする。

4. 債券貸借取引契約の締結

(1) 協会員は、債券貸借取引を開始するときは、あらかじめ取引相手方との間において、「債券貸借取引に関

する基本契約書」(以下「基本契約書」という。)を取り交わすとともに、当該契約書を整理、保管するものとする。

(中略)

5. 貸借取引対象債券の範囲

協会員が債券貸借取引において取り扱う債券は、次の各号に掲げるものとする。

① 国債証券

② 地方債証券

③ 特別の法律により法人の発行する債券

④ 社債券(転換社併券及び新株引受権付社債券を除く。)

⑤ 外国又は外国法人の発行する債券で前各号の性質を有するもの

6. 貸借期間

債券貸借取引の期間は、1年を超えないものとする。

7. 取引担保金の受入

(1) 協会員は、債券貸借取引において貸出者となる場合には、借入者から取引実行日までに取引担保金を受入れられるものとする。ただし、借入者が国、地方公共団体(それらに準ずる別表に定める者を含む。)及び「証券会社に関する省令」第2条の13第1項各号に掲げる者(それに準ずる別表に定める者を含む。)である場合には、取引担保金を受け入れなくてもよいものとする。

(2) 取引担保金の額は、貸借対象債券の時価に100分の105を乗じた額を下回らない範囲内とする。ただし、担保繰り等やむを得ない事情がある場合には、担保金を受け入れなくともよいものとする。

(3) 前記(2)に定める取引担保金を受け入れなくともよい貸出の総残高は、会員にあっては当該会員の純財産額

の5パーセントを超えないものとし、特別会員にあっては当該特別会員の自己資本の額の5パーセントを超えないものとする。

(中略)

8. 取引担保金の追加差入

協会員は、債券貸借取引において、貸出者になっている場合に、相場の変動等により取引相手方に計算上の損失が発生している場合等で協会員が必要と認めるときは、借入者から取引担保金の追加差入れを受け入れるものとする。

10. 取引担保金に対する付利

協会員は、借入者から現金で受入れた取引担保金に付利する場合の金利は、「有担保コール翌日物出し手レート－1%」の水準を上回らないものとする。ただし、割引短期国庫債券又は政府短期証券を貸付対象とする場合は「有担保コール翌日物出し手レート」の水準を上回らないものとする。

9. 取引担保金の代用

- (1) 前記7及び8の取引担保金は、有価証券等をもって代用することができる。

(以下省略)

4 業者間取引

債券の円滑な売買には証券会社・金融機関のディーラー機能が必要となる。ディーラーは取引を円滑に進めるために一定の在庫を保有して、投資家の売りと買いに対して買い向う、あるいは売り向かう必要がある。つまり、ディーラーとして十分に機能するためには、債券の適切な在庫を保有することが必要である。他方、在庫を過大に増大させれば相場変動に伴うリスクも大きくなる。このように在庫の過不足を調整するために業者間売買が行われる。

債券の業者間売買の主な仲介会社（ブローカーズ・ブローカー、BB）としては、証券会社が出資して昭和48年に設立された日本相互証券がある。その取引の相手方は証券会社・外国証券会社に限定していたが、昭和60年に債券ディーリング認可を受けた金融機関も加えた。なお、日本相互証券の取扱高は表2-1-5のとおりである。

平成元年に仲立証券が国内勢としては2番目のBBとしてできたが、平成12年9月に清算した。平成6年には、日米包括経済協定など金融サービス分野での市場開放圧力の高まりへの配慮から、欧米の証券仲介会社、ガーバン・インターナショナル証券とキャンター・フィッツジェラルド証券が参入を認められた。他にトウキョウフォレックス証券（平成12年、ガーバンと合併）、上田短資

証券、日短ブローカーズ証券（ともに平成9年に参入）が活動した。

平成13年1月には証券取引所外で国債を電子売買する私設取引システム（PTS）業務がエムティーエスジャパン証券とガーバン東短証券に対して認可された。両社はコンピューターのスクリーン上で売り手と買い手が希望利回りを提示し、条件が合えば自動的に契約するシステムを採用した。平成14年4月からは複数の大手証券会社が組んで運営するシステム会社、エンサイドットコム証券が稼働した。

業者間取引の価格公示については、平成2年にまとめられた証券取引審議会の基本問題研究会第2部会の報告「国際的な資本市場の構築を目指して」でその機能の強化と拡充が求められた（表2-1-6参照）。これを受けて、日本相互証券は平成3年から取引量の多い国債5銘柄の出来値・出来高・4本値（始値・高値・安値・終値）を投資家向けに公表するようになった。更に平成10年には国債全銘柄の参考価格の公表を始めた。これは、改正証券取引法の施行によって取引所集中義務が撤廃されたため、東京証券取引所が上場国債全銘柄の価格を公表することが出来なくなり、BBが市場への価格情報の提供機能を引き継いだものである。

表 2-1-5 国債流通市場の規模 （単位：兆円）

年度	取引所売買高	店頭売買高	BB 取扱高
昭和63	74.9	3,314	902
平成元	67.4	3,013	818
2	79.2	2,609	709
3	35.6	2,016	461
4	11.9	2,570	610
5	10.0	2,487	524
6	7.8	2,650	368
7	11.1	2,965	338
8	11.7	2,421	277
9	7.9	2,537	273
10	2.7	2,585	208
11	0	2,447	190
12	0	2,400	230
13	0	2,312	249

(注) 対象は利付国債と割引国債（短期国債を含む）。取引所と店頭での売買高はそれぞれ、各取引所の出来高の往復計算と東京店頭の売り買いの合計。BBの取扱高は日本相互証券の売り買いの合計。

(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』の各年版により作成。

表 2-1-6 証券取引審議会基本問題研究会部会報告「国際的な資本市場の構築を目指して」(抄)
平成2年6月15日

(中略)

第5章 諸規制・諸慣行の見直し・撤廃
(中略)

第2節 流通市場
(中略)

4. 債券等の流通性

(1) 我が国の債券流通市場の現況を見ると、売買高に占める国債の割合が極端に高く、政府保証債、地方債、事業債等国債以外の一般債の流通性は極めて低くなっている。

一般債の流通性の低い原因としては、①一銘柄当たりの発行量が小さく、流通市場で反復継続して取引するのに適さない、②価格公示及びディーラーのマーケット・メイク機能が十分でない、③抽選償還制度が存在するほか、受渡・決済制度が不備であり、名義移転に要する期間が長期にわたる例が見られること等が挙げられている。

(2) 市場における価格形成が練れたものとなり、その市場実勢が発行条件に反映されるためには、社債等の流通性を高めることが重要である。そのためには、次の諸点で改善が図られる必要がある。

① 発行ロットの拡大等
発行市場と流通市場との関係か

らみて、そもそも発行残高がある程度以上の水準にならなければ、流通市場の機能も限られたものにならざるを得ない。したがって社債等の流通性を向上させる観点から、一銘柄当たりの発行ロットが大きくなるような環境整備を行うことが重要である

また、債券発行後の銘柄統合により一銘柄当たりの発行残高を拡大することも有効であり、このためには、異なる銘柄の利払期、償還期限を一致させることができるよう償還年限の弾力化等所要の条件整備が図られる必要がある。

② 価格公示機能の拡充

現在、証券業協会等により価格公示の行われている債券の銘柄はごく一部にすぎず、また、迅速な情報伝達がなされるのは、特定の端末機を保有するディーラーや大口機関投資家に限られるなど、債券の価格公示機能はなお改善の余地がある。

このため、今後とも店頭市場における価格公示については、対象銘柄の拡大やよりリアルタイムに近い形で、より広い投資家層への迅速な情報提供を促進することが必要であり、これによりディーラー間の競争を通じて価格形成の透明性、公正性の向上が期待できるものと考えられる。

5 国債ベース取引の開始

ベースス、つまり変換係数を用いて債券先物価格から計算した理論価格と市

場価格との差は、金利の見通しのほかに現物の需給、先物の限月交代などによって変化するため、それに着目して取引をする市場参加者が増えていた。債券の業者間取引の仲介を行う日本相互証券、仲立証券の2社はベーススと呼び値とする売買仲介業務を平成6年12月に開始した。市場参加者は先物価格からみて妥当と判断した価格で国債を売買でき、価格変動リスクを軽減できることになった。

ベーススによる国債取引要項は次のとおりである。

- (1) 取扱債券は、長期国債先物取引の取引限月の受渡決済日に残存期間が7年以上ある長期国債で、対象先物限月は国債先物の直近2限月である。
- (2) 注文単位は最低単位額面10億円でその整数倍である。
- (3) 国債の約定価格の算出式は、〔約定価格＝先物価格×変換係数＋ベースス〕であり、先物価格は東京証券取引所の長期国債先物取引における引け値、変換係数は東京証券取引所の発表する係数である。

6 レポ市場とレポ・オペ

従来の債券貸借取引において、市場金利の低下に伴い事実上現金担保取引を困難としていた「現金担保に対する付利制限」が平成8年1月に撤廃された。制度改正の趣旨は、平成7年9月発表の「経済対策」において、債券貸借取引の現金担保に対する付利制限を廃止する旨が盛り込まれたことを受け、債券貸借取引の活性化を図る観点から、同取引の現金担保に対する付利制限及び取引担保金の額の下限規制が廃止されたものである。

改正の内容は、

① 現金担保の付利制限の廃止

現行の現金担保に対する付利の制限、つまり日本証券業協会の理事会決議（前掲表2-1-4）の第10条、「有担保コール翌日物出し手レートマイナス1%」の水準を上回らないものとする。ただし、割引短期国債又は政府短期国債を貸付対象債券とする場合は「有担保コール翌日物出し手レートの水準を上回らないものとする」を廃止し、改正後の「債券の空売り及び貸借取引の取り扱いに関する規則」（表2-1-7）の第7条2項で、「現金担保に対して付利することができる」とした。

② 取引担保金の額に係る下限規制の廃止

債券貸借取引において貸出者となる場合に受け入れる取引担保金の額に係る下限規制、つまり日本証券業協会の理事会決議（前掲表2-1-4）の第7条2項の「貸借対象証券の時価に100分の105を乗じた額を下回らない範囲内とする」を廃止し、改正後の規則（後掲表2-1-7）の第7条1項で、「取引担保金の額は、貸借対象債券の時価を基準に、貸出者と借入者の合意のもとに決定するものとする」とした。

平成8年4月に現金担保付の債券貸借市場（レポ市場）が創設された。この市場が誕生した背景は、長期債の現先には有価証券取引税がかかり、これに代わって債券と資金が円滑に交換できる市場が待望されていたこと（なお有価証券取引税は平成11年3月末に廃止）、平成7年のベアリングス証券の破綻をきっかけに無担保の債券貸借のリスクが注目されて担保付取引への選好が高まったこと、国債取引はローリング決済移行したがその円滑な運営には債券貸借市場の整備が不可欠であるとの認識が高まったこと、などであった。

レポ市場は規模が拡大し、他の短期金融市場との金利裁定も強まり短期金融市場として重要になっていった。またレポ取引は国債を実質的な担保としていて、かつ日々値洗いが行われるためリスク回避手段が整っており、日本銀行がオペを行うのに際し債権保全上優れていること、簿価変動を伴わないためオペ参加者が入札に応じやすいこと等が長所であった。

日本銀行は平成9年11月、レポ市場向けの公開市場操作（レポ・オペ、国債借入オペ）を開始した。日本銀行はオペ対象先から期間を定めて入札で国債を借り入れ、担保金を相手先に差し入れる形で資金供給を行う。この期間が終了する日に日本銀行は相手先に国債を返して借入料を支払い、相手から担保の返却を受けて、担保金への金利を受け取る。

レポ・オペの基本的なスキームは次のとおりである。借入先は、日本銀行取引先の金融機関、証券会社等、借入対象は利付国債（銘柄を指定しないジェネラル取引）、担保金額は借り入れる国債の時価総額に一定の比率（基準担保金率）を掛けた金額、レポ・レートの決定は入札方式による。借り入れた国債の値洗いを日々行い、担保金額に過不足が生じた場合には、日本銀行は借入先からの請求に基づき調整を行う（マージンコール方式）。

平成11年1月にレポ・オペで対象外であった4年物中期国債と6年物の国債

を対象に加えた。また、平成11年4月の政府短期証券の公募入札制への移行を契機として、平成2年1月から実施されていた短期国債の現先オペと政府短期証券の現先オペを統合して短期国債オペが創設された。

レポ・オペは平成9年度に20回実施され、平成10年3月末のレポ・オペ残高は6.9兆円に達した。

平成13年4月に「新現先取引」が始まった。その契機は、外国為替等審議会の平成11年4月の答申「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—」の「金融・資本市場における環境整備」の項において、我が国のレポ市場では現金担保付の貸借という独自の形態ではなく、グローバル・スタンダードに沿った売買形態での取引を推進する必要があるとの指摘がなされたことであった（表2-1-8参照）。これを受けて、リスク管理手法などが盛り込まれた新現先取引が導入された（日本証券業協会理事会決議「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」の一部改正は表2-1-9に示されている）。

表 2-1-7 日本証券業協会の空売り・貸借取引規則（抄）

債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則

（日本証券業協会 改正平成4年12月20日）

（目 的）

第1条 この規則は、協会員が店頭において行う債券の空売り及び商品有価証券勘定に係る債券の貸借取引に関し、債券貸借取引契約の締結、対象債券の範囲、取引の方法等について必要な事項を定め、貸借取引を公正かつ円滑ならしめ、もって公社債市場の健全な発展に資することを目的とする。

（法令・規則等の遵守）

第2条 協会員は、取引相手方（他の協

会員を含む。以下同じ。）との間で、債券の空売り及び貸借取引を行うに当たっては、この規則によるほか、金融商品取引法（以下「金商法」という。）その他関係法令、諸規則を遵守しなければならない。

（定 義）

第3条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 債券の空売り 約定日において債券を有しないで売却することをいう。

2 債券貸借取引 当事者の一方（貸出者）が、他方（借入者）に債券を貸し出し、当事者間で合意された期間を経た後、借入者が貸出者に当該銘柄と同種、同量の債券を返

済する債券の消費貸借取引をいう。

イ 貸出者 債券貸借取引において債券の貸出を行う者をいう。

ロ 借入者 債券貸借取引において債券の借入を行う者をいう。

ハ 個別取引 個別の債券貸借取引をいう。

ニ 個別契約 当事者が個別取引に関し締結する契約をいう。

ホ 貸借期間 債券の貸借が行われる期間として、個別契約で定めるものをいう。

ヘ 貸借料 借入者が貸出者に対して債券貸出の対価として支払う金銭として、個別契約で定めるものをいう。

ト 貸借料率 貸借料算定の基準となる料率で、当事者双方が金利その他諸般の情勢を考慮して協議のうえ、パーセントをもって年率で定めるものをいう。

チ 対象銘柄 債券貸借取引の対象となる債券の銘柄として、個別契約で定めるものをいう。

リ 貸借数量 対象銘柄の額面金額として、個別契約で定めるものをいう。

ヌ 取引実行日 個別契約で定める貸借取引期間の開始日をいう。

ル 取引決済日 個別契約で定める貸借期間の終了日をいう。

ヲ 時価 合理的かつ適正な価格又は気配値をいう。

(債券の空売り)

第4条 協会員は、債券の空売りを行った場合は、次の各号に掲げるいずれかの方法により受渡しを行うものとする。

1 受渡日以前に買入れを行う方法

2 受渡日以前に買入れを行わず、債券貸借取引により借り入れた債券を受渡しに用いる方法

3 受渡日以前に買入れを行わず、債券等の現先取引、債券貸借取引、金商法第28条第8項第6号に規定する有価証券関連デリバティブ取引のうち同項第4号に規定する取引及び銀行法第10条第2項第14号に規定する金融等デリバティブ取引において担保として受け入れた債券のうち、契約により消費できる債券を受渡しに用いる方法

2 協会員が債券の空売りにおいて取り扱う債券は第6条に掲げるものとする。

(債券貸借取引契約の締結)

第5条 協会員は、債券貸借取引を開始するときは、あらかじめ取引相手方との間において、「債券貸借取引に関する基本契約書」(以下「基本契約書」という。)を取り交わすとともに、当該契約書を整理及び保管するものとする。

(中略)

(貸借取引対象債券の範囲)

第6条 協会員が債券貸借取引において取り扱う債券は、次の各号に掲げるものとする。

- 1 国債証券（金商法第2条第1項第1号に掲げる国債証券をいう。以下同じ。）

(中略)

(取引担保金の受入)

第7条 協会員は、債券貸借取引において貸出者となる場合には、原則として借入者から取引実行日までに取引担保金を受け入れるものとする。取引担保金の額は、貸借対象債券の時価を基準に、貸出者と借入者の合意のもとに決定するものとする。

- 2 協会員は、借入者から現金で受け入れた取引担保金に対して付利することができる。

(取引担保金の追加差入)

第8条 協会員は、債券貸借取引において、貸出者になっている場合に、

相場の変動等により取引相手方に計算上の損失が発生している場合等で協会員が必要と認めるときは、借入者から取引担保金の追加差入れを受け入れるものとする。

(取引担保金の代用)

第9条 前2条に定める取引担保金は、次の各号に掲げる有価証券等をもって代用することができるものとし、その受入れの際の代用価額は、その前日における時価に当該各号に掲げる率を乗じた額を超えない額とする。ただし、借入者が上場会社又はこれに準ずる法人であって、経済的、社会的に信用のある取引相手方である場合には、有価証券等の種類は当事者間の合意によることのできるものとし、代用価額は、受け入れる有価証券等の時価を基準とした合理的な額とすることができる。

- 2 国債証券 100分の90

(以下省略)

表 2-1-8 外国為替等審議会答申（抄）

21世紀に向けた円の国際化
—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—

平成11年4月20日

円の国際化については、昭和60年（1985年）3月の外国為替等審議会（以下、外為審と言う）の答申において積極的に進めるとの考え方が示され、国内金融・

資本市場の規制緩和、自由化措置と並行して、非居住者にとっての円の使い勝手を良くするためのユーロ円市場の育成、東京オフショア市場の創設等が行われてきた。

しかしながら、円の国際化の現状を見ると、日本の経済規模等に比較し必ずしも十分な円の国際化が進んでいるとは言えず、むしろ最近については後退していると思われる面もある。他方、日本を巡る最近の世界の経済・金融情勢を見てみ

ると、ドルへの過度の依存がその原因の一つと考えられるアジア通貨危機の発生や、ドル一極の国際通貨体制に大きな影響を与える可能性を含んだユーロの登場に見られるように円の役割を再検討すべき出来事が生じてきており、また、日本においてもいわゆる「ビッグバン」により金融・資本市場の抜本的自由化が進められ東京市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場として育成しようとしている。

このような内外の経済・金融情勢の変化の中で、円の国際的役割を高めていくこと、そのためには日本として何をなすべきかが、21世紀を目前に控え、改めて今日的課題として問われている。

(中略)

Ⅲ. 円の国際化を進めるに当たっての課題<円の国際化のために何をなすべきか>

1. 提言

- (1) 日本経済の安定的成長と金融システムの再建 (略)
- (2) 円の価値の安定 (略)
- (3) アジア各国の為替制度における円の役割の見直し (略)
- (4) 円の国際化を進めるための環境整備の推進

円の国際化を進める上で、円の利便性を高めるとともに、安心して利用できるようなインフラの整備が必要である。先進各国でも規制緩和、市場開放が進み、国際経済・金融面でのグローバル化の中で、通貨の使い勝手の良さが通貨が国際的に使用される上での最低限の必要条件になってきている。特に非居住者にとっての円での資金運用・調達の利便性を高める環境整備が、準備通貨

として、また金融・資本取引に使われる通貨として円の役割を高めるために重要である。その際、国際的な基準、慣行にも配慮した整備に留意する必要がある。

① 金融・資本市場における環境整備

イ. 当審議会の前回答申に沿い、金融システム改革のフロントランナーとしての外為法の改正が行われ、内外資本取引の自由化、外国為替業務の完全自由化等、クロスボーダー取引の自由化は既に実施されたところである。

また、本専門部会が平成10年11月12日に公表した「中間論点整理」においては、円の国際化を進める上で不可欠の環境整備として、短期金融市場の厚みを増すような措置や、海外の投資家が日本の国債に投資しやすくするような仕組等の必要性が特に指摘された。こうした提言に沿って、昨年末、政府は、次のような措置を含む円の国際化推進策を発表し、その後所要の法令整備等を実施している。

- (イ) 平成11年4月よりFB（政府短期証券）の市中公募入札発行を開始する。
- (ロ) 平成11年4月1日以後に発行され、一括登録等の一定の要件を満たすTB（短期割引国債）・FBの償還差益につき、その発行時の源泉徴収を免除し、外国法人についてはその償還差益につき原則非課税とする。
- (ハ) 非居住者・外国法人が支払いを受ける利付国債の利子で、

一括登録等の一定の要件を満たし、平成11年9月1日以降計算期間が開始するものにつき、源泉徴収を免除する。

(注) 有価証券取引税及び取引所税は、平成11年3月31日をもって廃止する。

- (二) 平成11年度より30年国債及び1年物TBを導入し、国債の償還年限の一層の多様化を図るとともに、平成11年1月以後発行の国債より繰上償還条項を撤廃する。

これらは、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。

ロ. 金融・資本市場については、

その利便性向上の観点から、引き続きその整備を図っていくことが重要であり、ビッグバンを一層推進していく観点からも、当面以下のような課題につき積極的に取り組んでいくことが望まれる。

- (イ) 日本のレポ市場は、現在、現金担保付債券貸借という独自の形態となっているが、非居住者の参入を促す上から、有価証券取引税撤廃を踏まえ、欧米で採られている売買形態での取引を推進していくための環境整備を早急に行うべきである。

(以下省略)

表 2-1-9 条件付売買の理事会決議の改正 (抄)

現先売買取引等における参加者間のリスク軽減及び利便性向上等に係る「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」(理事会決議)の一部改正について

日本証券業協会・平成12年10月31日

本協会は、去る10月31日の理事会において、「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」(理事会決議)の一部を改正し、平成13年4月1日から施行することとした。

今般の改正は、国債の大量発行に伴い債券市場の流通性向上が喫緊の課題となる中で、債券等と資金を相互に融通する機能を併せ持つ広義レポ取引が急速に拡大することが予想されることから、本協会においても、従来の現先取引制度の安全性、健全性向上の観点から所要の規定

の整備を図ったものである。

「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」(理事会決議)の一部改正の趣旨・骨子、新旧対照表並びに「現先取引の整備・拡充についてのパブリック・コメント」は、それぞれ以下のとおりである。

「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」(理事会決議)の一部改正について
1. 趣旨

円の国際化のための諸施策により我が国の短期金融市場の機能が拡充される一方、国債の大量発行に伴い債券市場の流動性向上が喫緊の課題となる中で、債券等と資金を相互に融通する機能を併せ持つ広義レポ取引が果たす役割は、ますます重要なものと認識されている。そのような中では、日本国内の現先市場参加者においても、より健全でリスクの少ないグローバル・スタンダードに合致した取

引手法の導入が期待される場所である。

今般、本協会においては、従来の現先取引制度に「リスク・コントロール条項」、「一括清算条項」等を加えることによって、取引の安全性、健全性の向上を図るため、別紙のとおり「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」（理事会決議）の一部を改正することとする。

2. 骨子

(1) リスク・コントロール条項等の新設

以下に掲げるリスク・コントロール条項及び取引利便性向上のための条項は、協会員と顧客との間の契約により、その効力を有することとなる。

① 売買金額算出比率（ヘアカット率）の適用

協会員は、個別現先取引のスタート売買単価及びスタート売買金額を算出するに当たり、顧客との間の合意により売買金額算出比率を用いることができるものとする。

② 担保の管理等（マージン・コールの導入）

協会員は、個別現先取引において、顧客に対して純与信額を有する場合は、取引期間中いつでも顧客に対し、通知により少なくとも純与信額と同額の担保金を差し入れるよう要求することができるものとする。

③ 再評価取引（リプライシング）の適用

協会員は、個別現先取引において、顧客との間の合意により、再

評価取引を行って純与信額を解消することができるものとする。

④ 取引対象債券等の差替え（サブステイテューション）の適用

協会員は、個別現先取引において、顧客との間の合意により、取引対象債券等の差替えを行うことができるものとする。

(2) 一括清算条項の新設

「債券等の現先取引に関する基本契約書」（以下「基本契約書」という。）の条項の中に「債務不履行が生じた場合の一括清算に関する取扱い」を記載することとする。

(3) 現先取引契約の締結等

協会員は、現先取引を開始するときは、あらかじめ顧客との間において、基本契約書を取り交わすとともに、当該契約書を整理、保管するものとする。また、協会員は、基本契約書に基づき、現先取引の約定が成立したときは、その都度、顧客に対して、「債券等の現先取引に関する基本契約書に係る個別取引明細書」を交付するものとする。この改正に伴い、現行の個別取引契約書方式を廃止することとする。

(4) その他

その他所要の規定の整備を図ることとする。

3. 実施時期等

この改正は、平成13年4月1日より施行する。ただし、この改正理事会決議施行の日から平成13年9月30日までの間に締結する現先取引契約については、改正前の方法によることができるものとする。

（以下省略）

7 国債の債券・資金同時決済（DVP）システムの稼働

国債の登録制度は、明治39年に国債権者等の権利保全などを目的として、「国債ニ関スル法律」に基づき設けられた。政府からの委任に基づき登録機関としての役割を果たす日本銀行に対し、国債権者である個人・企業等が直接登録する。この制度の下では、国債の売買等を行った場合、日本銀行に備え付けられた登録簿へ国債登録名義人の変更等として記載することにより第三者への対抗要件が具備される。登録制度の長所としては、元利金の受領が簡易になること、債券保有による盗難・紛失などのリスクを減少させること、さらに債券管理が簡便であることなどがあげられる。公社債は登録債で発行されるものが大部分で、一般的に金融機関は登録する機会が多く、個人は本券で応募する機会が多かった（日本銀行金融研究所『新版わが国の金融制度』平成7年、野村総合研究所「公社債の登録制度」『公社債要覧』平成4年参照）。

国債振替決済制度は昭和55年2月に開始された。この制度に参加する銀行や証券会社は投資家の保有国債を保護預かりして顧客帳簿を作り、預かった国債を受寄機関である日本銀行に寄託して日本銀行も参加者帳簿を作る。このように、国債証券（券面）の存在を前提として、国債の権利を帳簿上の振替によって移転させた。国債の売買、担保取引等に伴う証券の受渡し決済は、登録者の名義変更や現物債の授受ではなく、日本銀行に備え置かれた参加者帳簿及び同制度に参加する金融機関等が管理する顧客帳簿上の口座振替によった。取り扱い対象は、税金の源泉徴収を適用されない金融機関、証券会社、国、非課税法人などの機関の保有国債に限られていた。この制度により、国債受渡しが簡便になり、保管の合理化が進み、国債担保金融が円滑になるなどの効果があった。

その後、昭和58年からの金融機関による国債窓口販売開始でこの制度は拡充され、個人がマル優（少額貯蓄非課税制度）・特別マル優（少額公債非課税制度）など非課税枠内で保有する国債も日本銀行に寄託できるようになった。

なお、以上のような、登録債、振替決済債に加えて現物債という3種類の国債が併存する複雑な状況は税制優遇や電子取引の推進の障害となる、との指摘もなされていた。

ところで日本銀行金融ネットワーク・システム（日銀ネット）は、日本銀行と市中金融機関等との間をオンライン化し、各種事務手続の効率化、ペーパー

レス化を図ることを目的として昭和59年から開発されたものである。これは資金決済を行う営業（当座預金）系と国債系の2つのシステムから成り立っている。平成2年5月から国債系システムを稼働させ、国債流通市場における国債の登録、振替決済と入札事務をオンライン処理した。これにより、日本銀行と市中金融機関等の国債関係事務処理の効率化、登録国債の移転登録と振替決済国債の口座振替事務の安定的な運営・処理、入札発行事務とシ団10年債の募集・引受発行事務の機動性・迅速性の確保、などが図られるようになった。

平成6年4月からは日銀ネットの国債系システムと営業系システムとをリンクさせ、国債の受渡し（移転登録・口座振替）と資金の受払い（日本銀行の当座預金における入金・引落し）の同時決済（DVP, delivery versus payment）を開始した。これによって、証券の決済と資金決済の時点差から生ずるリスクが解消され、国債取引の安全性が高まった。また東京証券取引所は、同システムを通じて、国債の大口取引と先物取引の受渡・決済を行うことを平成7年4月から開始した。

DVPシステムの概要は次のとおりである。

- (1) 取扱対象は国債の登録債（日本銀行に置かれている登録簿で名義を変更する）および振決済（振替決済債。受寄機関、つまり日本銀行に寄託された債券）の売買取引で、オンライン処理されているものである。
- (2) 決済方法は、ネットの国債系・営業系両システムをリンケージすることにより、国債の移転登録請求（登録債）や口座振替（振決済）と参加者の当座預金間での代金振替を同時に実行するが、その際証券・資金の両方の残高を確認する。
- (3) 利用資格は日銀ネットの国債系・営業系システムの利用者、もしくは国債系のみ利用者である。
- (4) システムの利用は任意であり、利用者も個別取引ごとに利用するか否かの選択が可能である。

なお、日本証券業協会と公社債引受協会が共同で設置した決済制度等専門委員会が平成6年6月にとりまとめた「債券決済制度の改善について」と題する中間報告書では、国債と社債の登録制度を比較して次のように述べている。

「市場が必要としている債券の決済制度を構築するためには、現在の社債等登録

制度（社登法）の基本的な枠組の中では相当に困難であるが、登録国債の決済制度では何故同様の問題が発生しないのだろうか。日本銀行が提供する登録国債に関する決済の仕組においては集約（一般）処理もDVPも利用可能である。集約（一般）処理に関しては、国債の登録制度においても「受付順序原則」（請求の受付順序に従って移転登録等を実行する）は存在している（「優先処理」）が、受渡当日における決済時点までの請求は、当該時点で全て同時に受理されると構成し、これに基づいて一定の時刻に一括して処理しているとの理解が一般的である。80年代の国債の流通市場の拡大に伴う現実の要請からの順序性に対する弾力的な解釈である。

しかし、こうした解釈が可能なのは、国債とその他の債券を規定する法制度の枠組が異なることと、日本銀行とその他の登録機関の立場が異なることに由来するのではないかと考えられる。国債に関しては明治39（1906）年制定の「国債ニ関スル法律」が最も基本的な枠組を定めるとともに大正11（1922）年制定の「国債規則」がこれを補完しているが、その中には国債の個別性・特定性は一切必要とされないということとともに、受付順序に従って登録を行うべきとの明文規定も存在しない。日本銀行は国債に関する効率的かつ安全な決済サービスの提供を能動的に行うことを市場から期待されており、当然にそれを行う信用力と能力があるとも一般に考えられている。こうした点が順序性について明文規定を定めた社登法や、受動的に業務の遂行を求められる国債以外の債券の登録機関と異なる所であり、弾力的な解釈が可能なる理由であると考えられる。登録請求等のシステム化やDVPの提供についても同様の考え方に沿ったものだと思う。

国債の振替決済制度の利用状況が当初期待されたように拡大しなかった例から、「登録」制度の有効性を主張する意見もある。また、順序性の問題の解決や「集約（時点）処理」導入の可否も振替制度と自動的に結びついている訳ではないのも事実であるが、登録制度の枠の中でそうしたサービスを提供できたのは国債の特殊性によるところが大きいと考えられる。さらに両者の機能に大きな差異がなくなった結果、登録制度を利用した場合の税制上の取扱いについて利用者がメリットを見出したことが国債の振替決済制度が大きな発展をみない理由であろう。市場の望む決済サービスは集中化された信用力と能力の高い機関によって能動的に提供されるべきであるということが、国債の例から導かれる教訓であって、そうした仕組は社登法の基本的な枠組では不可能だと考えられる。

8 即時グロス決済

金融取引の拡大・グローバル化が進み、決済システムのリスク対策が必要とされ、とりわけ証券決済システムに係る決済リスク対策は急を要する課題であったので、日本銀行は国債の即時グロス決済（RTGS）を平成13年1月に開始した。即時グロス決済は、各取引先の資金や国債の受払いの個々についてその全額を決済する方式である。従来は、一定の時刻に各取引先の資金や国債の受払いの差額分のみを決済する時点ネット決済が行われていた。時点ネット決済では、決済に必要な国債・資金が全ての受払いについての差額のみであるため効率性が高いように見えるが、一つの決済が行えない場合には全ての決済をいったん停止して差額の計算を最初からやり直す必要があり、決済の遅延などにより決済システム全体に大きな影響を及ぼすシステムミック・リスクのおそれがある。国債の取引契約から受渡しまでに生じるこのような決済リスクを最小にして、システムミック・リスクの発生を回避するのが即時グロス決済の利点である。なお、RTGS化の枠組みについての日本銀行の説明は表2-1-10参照。

その後、RTGSの完全化に関して日本銀行に対し早急な取組みが要請され、平成13年4月に日本銀行は「国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」として、一部時点決済の解消についての今後のスケジュールを表2-1-11として示した。さらに、国債決済のRTGSの対象取引に国債発行・払込みが平成14年6月に、国債現先オペが同年11月にそれぞれ追加された。

平成13年1月の即時グロス決済化に際し、国債決済に関する市場慣行として、フェイル慣行（取引当事者の信用力とは異なる理由により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず決済、つまり債券の受渡しが行われぬ〔フェイル〕の場合、デフォルト扱いとせずこれを容認して一時的に決済を保留する状態）に関するルール、迅速・円滑な決済を確保するための慣行（標準的な決済タイムテーブルの策定、決済金額の小口化ルール）、決済額・件数の削減のルール（ネットティング・ルール）などが整備された。

我が国の国債取引に関するフェイル慣行に関しては、日本証券業協会が取りまとめた「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」や「債券等のフェイルの解消に関する規則」（表2-1-12参照）において、フェイルが発生した場合の

取扱いやフェイル状態が長期間継続した場合の解消方法に関する基本的な規則が定められている。またレポ取引については、同協会の規則である「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」（前掲表2-1-7）や「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」において基本契約書の参考様式が定められている。このほか、市場参加者の集まりである債券現先取引等研究会が債券貸借取引及び債券現先取引の「Best Practice Guide」や「フェイルに関する覚書」、更にこれらに関する Q&A などを作成して、これらが我が国のフェイル慣行となっている（表2-1-13参照）。

即時グロス決済化後には、フェイルの慣行は徐々に定着して発生件数は低水準にとどまり、決済リスクが高まる状況も回避されているとの指摘がある（表2-1-14参照）。

表 2-1-10 RTGS 化の枠組み（抄）

説明する。

国債決済の「RTGS 化」の 枠組みについて

1998年（平成10年）9月4日
日本銀行

1. はじめに

日本銀行では、日本銀行当座預金決済の「RTGS 化」について、西暦2000年末までの実現を目指して、現在システム開発作業に取り組んでいる。……日本銀行では今般、国債決済の「RTGS 化」についても、当預決済の「RTGS 化」と同様に、西暦2000年末までに実現する方針を正式に決定し、その基本的な要件を固めた。本ペーパーでは、国債決済「RTGS 化」の枠組みを説明することで、関係者の方々が「RTGS 化」に対応していく上で必要な各種決済慣行の見直しや、システム対応等のご参考に供したい。以下では、国債決済「RTGS 化」の範囲、国債DVPに関連する新設機能、CPU 接続および稼働時間延長などについて、順次ご

2. 国債決済の「RTGS 化」の範囲

日銀ネットにおける国債決済については、西暦2000年末までに、原則として当日入力による「優先処理」（＝即時グロス決済）のみとし、「一般処理」（＝時点ネット決済）は廃止する。

但し、以下に掲げる3種類の国債取引にかかる決済については、事務処理体制の変更やシステム対応の規模が大きく、西暦2000年末までの対応が困難であることなどから、当分の間、現行同様に午後3時の「一般処理」によることとする。これらの3種類の取引の決済についても、西暦2000年末までに日本銀行当座預金決済および国債決済の「RTGS 化」を実施した後、極力早い段階での「RTGS 化」実現を目指す。

- (1) 日本銀行が保護預りを行う外国中央銀行等による国債取引（略）
- (2) 国債発行・払込においてオンラインにより資金の払込を行う場合の国債取引（略）

- (3) 長国オペ等に伴う国債取引のうち、日本銀行等が譲受人となるもの(略)

3. 「国債 DVP 同時担保受払」機能の提供

(1) 機能の概要

「RTGS化」実現後における国債 DVP 取引の円滑な決済を可能とするために、以下の点を骨子とする「国債 DVP 同時担保受払」機能を新たに提供することとする。なお、同機能の利用者は、日銀ネット国債系参加者のうち、日本銀行との間でオンライン当座預金取引を行っている先に限ることとする。

- 1) 日銀ネット国債系参加者が DVP により国債を譲受ける場合には、譲受国債 (FB を含む) を日本銀行に担保として差入れ、日本銀行から日中当座貸越を受け、当該資金を代金の支払に充当する。
- 2) 日銀ネット国債系参加者が DVP により国債を譲渡する場合には、日本銀行に担保として差入れている国債を受戻すことで譲渡国債を手当し、譲受人から受領した代金を日中当座貸越の返済に充当する。
- 3) 同一の取引において、国債の譲受人および譲渡人がともに「国債 DVP 同時担保受払」機能を利用する場合には、上記1) および2) における合計6つの処理が同時に実施されることとなる。

(2) 利用対象取引

「国債 DVP 同時担保受払」機能は、日銀ネット国債系参加者間での国債決済、および国債オペ等 (FB・TB オペ、国債買切オペ、レポオペ、国債現先オペ、資金運用部・国債整理基金による対市中取引をいう) に伴う国債

決済において、各取引当事者が任意に利用できることとする。

もっとも、譲渡人または譲受人が自己保有分以外の国債の取引を行う場合等には、「国債 DVP 同時担保受払」機能を利用できない扱いとする。

(3) 利用方法(略)

4. 国債 DVP における新設機能

日銀ネットにおける国債 DVP 取引の基本的な仕組みは、1) 譲渡人が日本銀行に対して「当座預金口座への入金と同時に自己が保有する国債の受払を依頼する」旨の入力を行い、2) 次に、譲受人がその入力内容を確認した後、日本銀行に対して「国債を譲受けると同時に、当該国債の代金を自己の当座預金口座から引落す」旨を依頼する入力を行ったうえで、3) 譲受人の入力時に国債および資金の残高が不足していない場合には決済が実行される作りとなっている。国債決済の「RTGS化」実現後を展望すると、大量の国債 DVP 取引について円滑な決済を確保するためには、譲受人および譲渡人両者の入力 that 正確かつ迅速に行われることが重要である。従って、日本銀行では、国債 DVP 取引 (「国債 DVP 同時担保受払」機能を利用する場合を含む) において資金受渡にかかる譲受人の入力が迅速に行われるように、幾つかのサポート機能を手当する。

具体的には、1) 譲受人が入力するに当たって、国債受渡にかかる譲渡人の入力内容に誤り等があった場合に、譲受人が譲渡人に対して、「譲渡人の入力内容の確認を依頼する」旨を通知する機能、2) 個々の取引を処理する都度、国債受渡にかかる譲渡人の入力から資金受渡にかかる譲受人の入力までの所要時間をこれら双方に通知する機能、3) 譲受人が入力した時点で、譲渡人の国債残高不足により

取引の決済ができない場合に、譲渡人によるその旨を通知する機能、の3つである。

なお、日本銀行では、国債決済の「RTGS化」とは別に、現在国債DVP取引の対象となっていない振込国債預り口

について、「RTGS化」の実現と同時に国債DVP取引を導入し、国債DVP取引の対象を振込国債全体に拡大する方向で基本的な要件の検討を進めている。

(以下省略)

表 2-1-11 RTGS化追加措置スケジュール (抄)

国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて

2001年(平成13年)4月24日

日本銀行

日本銀行当座預金決済および国債決済については、本年初の即時グロス決済化(RTGS<Real Time Gross Settlement>化)の実施後4か月の間、支障なく円滑な決済が続いており、スムーズにRTGSに移行できたものと判断されます。今回のRTGS化に伴い、わが国決済システムにおけるシステムミック・リスクが大きく削減されたものと考えています。

日本銀行は、こうした状況を踏まえて、さらにRTGS化の趣旨を徹底する観点から、本年初の段階では見送ったものの早期にRTGS化を実現することとしていた一部の国債決済に関する案件の実施スケジュールを以下のとおり固めましたので、お知らせします。

このほか、RTGS下で一層安全かつ効率的な決済を実現するための施策も講じることとしておりますので、その概要および実施スケジュールを、あわせてお知らせします。

なお、各案件の詳細については、検討が終了次第、取引先金融機関等に逐次連絡していく予定です。

1. 国債決済のRTGS化

本年初以降も「一般処理(午後3時)」の扱いとしている一部の国債決済については、今後以下のスケジュールに沿って、検討、システム開発等の準備作業を進め、RTGS化を実現していく予定です。

- (1) 国債発行・払込においてオンラインにより資金の払込を行う場合の国債取引

平成14年央を目途にRTGS化を実現する予定です。

- (2) 日本銀行が保護預りを行う外国中央銀行等による国債取引

以下の2段階によりRTGS化を進めることとしています。

- (a) 外国中央銀行等が振込国債を引渡す取引(当日中に受入れた振込国債を引渡す取引を除く)

平成13年中を目途にRTGS化を実現する予定です。

- (b) 外国中央銀行等からの保護預りにかかるその他の国債取引(外国中央銀行等が振込国債を受入れる取引、当日中に受入れた振込国債を引渡す取引等)

上記(a)実施後の極力早い時期にRTGS化を実現する方向で、外国中央銀行等の預り金にかかる資金決済のRTGS化とあわせて検討中です。外国中央銀行等が当日中に受入れる国債を引渡す取引については、従来同様、「一般処理(午後3時)」により決済されることとなります。

(3) オペ等の対市中国債取引

オペ等の対市中国債取引については、(i)短期国債現先オペにかかる全ての取引、(ii)国債借入(レポ)オペや財政融資資金・国債整理基金の対市中国債売買のうち、日本銀行や財政融資資金・国債整理基金が国債の渡し方となる取引について、本年初からRTGS化を実施済みです。

その他の取引については、現状「一般処理(午後3時)」の扱いとなっていますが、これらについても、今後、以下の2段階によりRTGS化を進めることとしています。

- (a) 条件付取引(国債借入(レポ)オペ、財政融資資金による対市中条件付売買のうち、日本銀行や財政融資資金が国債の受け方となる取引)

平成14年中を目途にRTGS化を実現する予定です。

- (b) その他の取引(国債買入オペおよび短期国債売買オペにかかる全ての取引ならびに財政融資資金・国債整理基金による対市中国債売買のうち財政融資資金・国債整理基金が国債の受け方となる取引)

上記(a)実施後の極力早い時期にRTGS化を実現する方向で検討中です。

2. CPU接続先の拡大

日本銀行は、本年1月のRTGS化を機に、コンピュータ接続(以下、「CPU接続」といいます。)の対象業務を、従来の外国為替円決済制度関係事務に加え日本銀行当座勘定取引および国債関係事務まで拡大し、36の取引先金融機関等との間でCPU接続を行っています。

日本銀行では、今後も、当座預金決済および国債決済を一層効率的にする観点から、希望先を対象に、CPU接続の拡大を順次行っていく方針です。

具体的には、現在、10先強の金融機関等から新たなCPU接続の利用希望が寄せられており、平成13年中の利用開始に向けて対応を進めています。また、その他の金融機関等からの利用希望についても随時受付けていく予定です。

3. 国債振替決済制度における利払口振替期間の短縮

なお、日本銀行では、国債振替決済制度における利払口振替期間について、国債の利払日における振替決済事務の集中や、利払口振替期間中の国債の未決済残高累増を回避する観点に立ち、本年8月20日以降の利子支払期にかかる利払口振替期間より、現行の5営業日を1営業日に短縮することとしています(本年4月4日公表「国債振替決済制度における利払口振替期間の短縮について」ご参照)。

表 2-1-12 債券等のフェイル解消規則
(抄)

債券等のフェイルの解消に関する規則
(日本証券業協会 平成12年9月8日)

(目 的)

第1条 この規則は、協会員間及び協会員と顧客との間の債券等(次条において定義するものをいう。)の受渡しにつきフェイル(次条において定義するものをいう。)が生じた場合の取扱いについて

必要な事項を定め、もって債券等の店頭売買その他の取引に係る受渡しの円滑化を図ることを目的とする。

(定義)

第2条 この規則において次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

- 1 フェイル 受方協会員が、その渡方協会員から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、本来受渡しが合意されていた債券等（以下「対象債券等」という。）を受け渡されていないことをいう。
- 2 受渡不履行 受方協会員がその渡方協会員に対し対象債券等受渡しの対価を完全に支払済みの状態又は対象債券等の受渡しと引換えに支払える状態であるにもかかわらず、予定されていた決済日後10営業日を超える期間、受方協会員に対し当該債券等が受け渡されていないことをいう。
- 3 債券等 社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）第2条第1項各号に規定する「社債等」のうち、以下のものをいう。
 - イ 社債
 - ロ 国債
- 4 受方協会員 渡方協会員との間で、渡方協会員から対象債券等の店頭売買その他の取引に係る受渡しを受

ける旨を約した協会員をいう。

- 5 渡方協会員 店頭売買その他の取引に係る決済を行うため、受方協会員又はその渡方協会員等に対し対象債券等を受け渡す義務を負う協会員をいう。
- 6 同種債券等 受方協会員とその渡方協会員（以下「甲」という。）との間、甲とその渡方協会員（以下「乙」という。）との間、又は乙とその渡方協会員との間（以下、丙、丁等と続いた場合も同じ。）において対象債券等と、その種類、利札、満期及びこれらに類する債券等の利回りに影響を及ぼす特性を含む（ただし、これらに限らない。）属性に関して、類似の種類、条件かつ数量の債券等で、対象債券等に代わるものとして別途合意されたものをいう。
- 7 パイ・イン 受渡不履行を解消するため、本規則の規定に従い、対象債券等又は同種債券等を市場価格で買い入れることをいう。
- 8 再通知協会員 受渡不履行に関するパイ・イン通知をその渡方協会員に対し再通知する協会員をいう。
- 9 営業日 協会員の休業日でない日をいう。
- 10 ループ フェイルの取引のみで完結している三者以上の同一当事者間の債券等

受渡義務の循環をいう。

(フェイル解消の誠実努力義務)

第3条 受方協会員及びその渡方協会員は、フェイルが発生している取引において、当該フェイルの状態を解消するため誠実に努力しなければならない。

(受渡不履行の解消方法)

第4条 受方協会員は、受渡不履行の取引を決済するため、次の各号に定める方法のうち、いずれか一の方法を採ることができるものとする。

- 1 その渡方協会員との間の合意に基づき、当該渡方協会員から、対象債券等に代えて同種債券等の受渡しを受けること。
- 2 その渡方協会員との間の合意に基づき、当該渡方協会員との間で対象債券等の反対売買を行うこと。
- 3 次条以下において規定する手続に従い、受渡不履行になっている対象債券等又は同種債券等のバイ・インを実行すること。

(バイ・インの通知)

第5条 バイ・インは、受渡不履行が継続している状態において実行することができるものとし、かつ、受方協会員が対象債券等又は同種債券等を取得するために行われるものとする。

(中略)

(バイ・インの実行)

第7条 バイ・インの実行は、次の各号に定めるところに従い行うものとする。

- 1 指定されたバイ・イン約定日(又は、対象債券等が移転手続中であるため次号に従って期限が延長された場合には翌営業日)の正午(日本時間)までに、バイ・イン通知に記載された債券等が受方協会員に受け渡された旨の通知が行われず、又は他の方法によっても対象債券等に関する取引が決済されていない場合、受方協会員は、対象債券等又は同種債券等のバイ・インを実行することができる。本条に従い行うバイ・インは、受方協会員が、自己の名をもって、その渡方協会員の計算において行うものとする。
- 2 前号の規定にかかわらず、バイ・インのための新たな取引を約定する前に、受方協会員がその渡方協会員から、対象債券等についてバイ・イン約定日の営業時間終了時までに移転される旨の書面による通知をバイ・イン約定日の正午(日本時間)までに受け取った場合には、受方協会員はバイ・イン通知において指定したバイ・イン約定日の翌営業日以降でなければバイ・インを実行できないものとする。
(以下省略)

表 2-1-13 フェイル慣行（抄）

「わが国におけるフェイル慣行の一層の定着に向けて—フェイル慣行の意義・役割と米国の取り組み事例を中心に—」

日本銀行金融市場局
2009年（平成21年）10月
（「日銀レビュー」2009-J-12）

わが国では、リーマン・ブラザーズ証券破綻後のレポ市場の混乱を受けて、市場関係者の間でフェイル慣行定着に向けた問題意識が一段と高まった。米国でも低金利環境におけるフェイル多発の抑制策としてフェイルチャージ慣行が導入されるなど、様々な対策が検討され、既に幾つかの施策が実施されている。わが国でフェイル慣行を定着させるためには、同慣行の意義や役割を踏まえ、幅広い市場参加者の間でフェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成し、これを実現するための制度的枠組みや個社体制の整備を図っていくことが重要である。今般、日本証券業協会が設置したワーキング・グループの検討がこうした市場横断的な成果に結実していくことが望まれる。

1. はじめに

わが国では、国債決済の RTGS 化が図られた2001年1月にフェイル慣行が導入された。フェイル慣行整備の背景には、RTGS システムの下で、決済事務の増大や取引の連鎖による決済の遅延、ループの発生などが避けられないことから、市場流動性の確保や決済の円滑化のためには一定のフェイル発生が不可避との認識があった。もともと、その後も同慣行は十分に定着せず、債券・レポ市場における取引の効率性や市場流動性を歪める場

面がみられるとの指摘があった。2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券の破綻に起因してフェイルが多発する状況でも、これを容認しない先が多いことが、レポ取引の混乱に拍車をかけたとの認識から、市場関係者の間でフェイル慣行に関する問題意識が一段と高まった。

こうした中、2009年5月、日本証券業協会（日証協）が「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」を設置した。同 WG は上記問題意識の高まりを映じて、最終投資家を含む幅広い業態や市場参加者団体の代表者に加え、金融庁・財務省・日本銀行がオブザーバーで参加するなど、フェイル慣行の定着に向け、市場横断的な検討体制となった。

フェイル慣行の定着に向けては、債券やレポ取引の幅広い市場参加者（経営層を含む）において、同慣行の意義や役割について理解促進を図りつつ、フェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成すること、更にそうした対応を可能とする制度的枠組みや個社体制の整備が重要との指摘が多い。

こうした点を踏まえ、本稿では、フェイルに関する基本的な事項（デフォルトとの違い、発生メカニズム等）を解説した後、市場流動性や緊急時の対応との関係について説明を行い、改めてフェイル慣行の意義や役割を確認する。次いで、フェイル慣行に関する議論を深めていく参考として、米国での国債取引にかかるフェイル慣行見直しの動向を紹介し、最後にこれまでの市場参加者との意見交換で聞かれた、わが国のフェイル慣行見直しのポイントについて述べる。

（中略）

4. 結びにかえて

米国と同様、わが国でもリーマン・ブラザーズ証券の破綻後の混乱を経験し、レボ市場の整備、とりわけ、フェイル慣行に関する問題意識が高まった。日本銀行は、同証券破綻以降、主要な市場参加者と意見交換を続けてきたが、その際には、市場参加者の経営層までフェイル慣行に関する理解を浸透させることと、同慣行の定着に向け改善策等を検討することの重要性を指摘する先が多くみられた。

具体的には、低金利環境下でのフェイル回避の経済的インセンティブ付けやフェイルの受け手の便益向上を通じ、フェイル多発を抑制しつつ、フェイル慣行の定着を図る観点から、米国のようなフェイルチャージの導入を求める意見が多く聞かれた。また、フェイルを容認するにしても、安易なフェイルや意図的なフェイルは抑制すべきとの観点から、フェイル解消の誠実努力義務を改めて確認するとともに、その具体化（例えば、貸借取引で生じたショートポジションのカバーを決済日までに行うことの義務化、フェイル発生銘柄の公表等）を求める意見が聞かれた。更にフェイルの早期解消やリスク管理強化の観点から、バイ・インの期間短縮やフェイル取引へのマージンコールの導入を挙げる先もみられた。このほか、フェイル発生時の対応に配慮した日中の取引・決済スケジュールの見

直しを求める意見も多数聞かれており、日証協のWGでもこうした切り口から検討が進められている。

先にみたとおり、フェイル慣行の定着度合いについては、日米で大きな差異がある。もっとも、フェイル容認の効用と問題点を踏まえ、低金利環境におけるフェイルへの対応のあり方を模索する両国での取組みは、結果的に類似の検討項目に辿りついた形となっている。このため、先行する米国の検討や、既に実行された施策の評価は、わが国における検討でも参考になると考えられる。

フェイル慣行の見直しで重要なことは、これらの検討を通じて、債券・レボ市場における幅広い市場参加者間で、フェイル慣行の役割や意義を踏まえ、フェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成していくことである。こうした理解の上に各種の対策が講じられることで初めて、本来の狙いである緊急時の対応力の強化、更に市場流動性の向上や決済の円滑化が実現可能になると考えられる。日本銀行としては、今般のWGでの検討が、こうしたコンセンサスの形成と、これを実現するための制度的枠組みや個社体制の整備といった市場横断的な成果として結実していくことを期待しており、引続きこうした取組みを支援していくことが必要と考えている。

表 2-1-14 RTGS 化後の国債取引に関する市場慣行（抄）

「RTGS 化後の国債取引に関する市場慣行について」

2001年7月
河西慎・菅野浩之・加藤毅

（[日銀マーケット・レビュー] 2001-J-7）

2001年初から実施した即時グロス決済（RTGS）下の決済を円滑に行うため、各種の市場取引・決済に関するルール（市場慣行）が作られた。この際、従来からその必要性が指摘されており、欧米

でも一般的な「フェイル慣行」が市場慣行の一つとして整備された。フェイル慣行は、国内の従来の決済実務と大きく異なるため、当初、その意義や仕組みが十分に理解されていない状況がみられたが、最近では市場参加者の間で次第に定着してきている。フェイル慣行を含め、新たな市場慣行は、市場参加者がその合理性への理解を深め、様々な取引を経験する中で徐々に定着が図られるものである。また、その前提として、新たな市場慣行のスムーズな定着を促す制度面や市場インフラ面の整備が不可欠である。フェイル慣行については、例えば、各市場参加者の事務処理体制や国債を利用した即日スタートの資金運用市場などの整備が早期に進められることが望まれる。

RTGS 化後の国債市場と市場慣行

日本銀行では、2001年初、当座預金決済および国債決済の即時グロス決済 (RTGS: Real Time Gross Settlement) 化を実施した。国債市場の取引高は、実施直後の1月に一時的に減少したが、2月には回復し、その後は昨年を上回る水準で推移している。また、決済面でも支障なく円滑な決済が行われている。

(中略)

わが国のフェイル慣行

フェイルの発生状況

市場参加者の間では、フェイル慣行の定着状況を把握するため、フェイルの発生状況に関する統計が必要であることが確認された。日本銀行では、市場参加者からの要望を受け、2001年1月よりフェイルの発生状況についてアンケート調査を開始し、その結果を公表している。

調査結果をみると、フェイルの発生件

数は、1月が99件となった後、2月が296件、3月が616件と増加した。その後4月は492件、5月は474件、6月は392件と減少してきている。国債決済件数と比較したフェイル発生率でみると、0.1~0.3%台と、フェイル慣行が定着している欧米に比べ低水準に止まっている。なお、フェイルが継続する期間は平均して約1.2日となっており、ほぼ1日でフェイルが解消されていることがうかがわれる。

こうした状況から、導入後半年が経過する中で、市場参加者の間で徐々にフェイル慣行が受け容れられてきている様子が見られる。また、フェイル発生率は低水準であり、フェイルが多発して決済リスクが高まるといった状況も回避されている。この点で、フェイル慣行は、市場に安定的に定着してきていると言える。当初は、現在の金利環境下、フェイルをした場合のコストが低いため、安易にフェイルを起こす可能性が懸念されていた。しかしながら、そうした事態は回避されている模様であり、実際に発生するフェイルはループが絡むものが多いようである。

また、これまでのところフェイルの大半は、取引件数の多い証券会社、短資会社などの仲介業者間で発生しており、機関投資家を巻き込んだフェイルは限定的なものに止まっている。

もっとも、フェイルの発生が低水準に止まっていることについては、市場参加者が経済合理性を超えて必要以上にフェイルの回避に注力しているからではないかとの見方もある。実際、日中の国債決済の順序付け管理を厳格に行っているとか、受け渡す国債を前日に確保する (これは、国債の在庫コストを増大させる)、取引相手方との連絡を緊密に行うといっ

たことを心掛ける市場参加者が多い。こうした約定部署（フロント）・決済部署（バック）の両面での、フェイル多発の回避やループ解消のための様々な努力や工夫が、フェイルの発生を低水準に止める大きな要因となっているのは確かである。

（中略）

結びにかえて

前述のとおり、RTGS化の円滑な実現には、新たに導入された各種の市場慣行が重要な役割を果たした。今後も、国債

市場を安全かつ効率的な市場として維持・発展させていくためには、適切な市場慣行の存在が欠かせない。このためには、個々の市場慣行がもつ経済合理性への理解を広めつつ、市場環境の変化に応じた弾力的な見直しや必要な市場インフラの整備を検討することが重要であろう。日本銀行としても、国債取引の円滑性・効率性を高めるよう、市場参加者の間で市場慣行や市場インフラの整備が一段と進むことを期待しており、引続きこうした取組みをサポートしていくことが必要と考えている。

第2節 国債の税制

以下では国債に関する税制の変化の概略を掲げる。

1 個人の利子等に対する税制

- (1) 利付国債の利子は昭和63年4月より一律源泉分離課税で、利子を受け取る際に所得税15%、地方税5%が徴収された。非課税貯蓄制度は昭和63年に原則廃止されたが、その後は次のとおり一部が残された。

① 老人等に対する少額貯蓄非課税制度（老人等マル優）

年齢65歳以上の者、障害者、母子家庭等が対象で、一定の手続きを行い預入等された元本350万円（平成5年末まで300万円）を限度とする預貯金等（国債を含む）の利子が非課税であった。

② 老人等に対する少額公債非課税制度（老人等特別マル優）

国債・公募・地方債のみを対象としたもので、対象者は老人等マル優と同様であるが、これとは別枠で元本350万円（平成5年末まで300万円）までの利子が非課税となっていた。

③ 勤労者財産形成住宅貯蓄（財形住宅）・勤労者財産形成年金貯蓄（財形年金）

勤労者が給料からの天引きにより、勤務先を通じて住宅の建設・老後の年金の目的のため貯蓄（国債を含む）をする場合に、両方合わせて元本550万円（平成5年末まで500万円）までの利子が非課税となる。

- (2) 割引国債の償還差益に対しては源泉分離課税で、発行時に18%の源泉徴収がなされる。

2 法人の利子等に対する税制

(1) 課税法人

利付国債の利子には個人の場合と同様に、昭和63年4月より所得税15%、地

方税5%の税率により源泉徴収される。ただし、法人の場合には、法人税・地方税の法人税割から国債の所有期間に係る利子に対する所得税・地方税の利子割に相当する額が控除される。また、納付するべき法人税等がない場合には還付請求できる。

割引国債・短期国債の償還差益については発行時に18%の税率による所得税が源泉徴収されるが、割引国債については法人税から国債の所有期間に相当する所得税額が控除され、また、短期国債については法人税から所得税額が全額控除された。平成11年度から割引短期国債・政府短期証券に係る源泉徴収課税を免除した（平成11年度の税制改正要綱は表2-2-1参照）。

（2）非課税法人

利付国債の利子に対する課税は、非課税法人が保管の委託・登録を行い、利子を受け取るまでに非課税申告書を税務署に提出した場合に限り、その所有期間に相当する所得税・地方税の利子割が課されない。

割引国債・短期国債の償還差益は発行時に18%の税率による所得税が源泉徴収されるが、割引国債は償還時に申請によりその所得税の所有期間に相当する額が還付され、短期国債の償還差益は償還時に全額還付（通期控除）された。平成11年度から割引短期国債・政府短期証券に係る源泉徴収課税を免除した（前掲表2-2-1参照）。

（3）海外投資家

平成4年度に流通市場を拡大するべく、外国法人が保有する割引短期国債の償還差益を非課税とした。平成11年度に円の国際化を促すために、非居住者・外国法人が日本銀行の国債振替決済制度を通じて保有する国債の利子の非課税化を行った（前掲表2-2-1参照）。これは、欧米諸国と同様に、国債利子に対する非居住者非課税の原則を取り入れたものであった。具体的には、平成11年4月に発行する政府短期証券・短期国債から償還差益に対する源泉徴収（税率20%）を免除し、非居住者・外国法人が受ける中・長期国債の利子についてもその計算期間の初日が平成11年9月以降であるものは免除となった。この制度では税務当局が本当に外国人かどうか確認するのが容易なため国債振替決済制度に参加する金融機関に国債を直接預ける海外投資家のみが対象とされたが、

海外投資家は欧米のグローバル・カストディアン（資産管理金融機関）を利用することが多く、この場合は免除を受けられないため不満が生じていた。そこで、平成13年度から適格外国仲介業者となったグローバル・カストディアンを通じて非居住者・外国法人が保有する国債も利子が非課税となる措置がとられたが、日本と租税条約を締結している国に本拠を置くグローバル・カストディアンに対象が限定された（平成13年度の税制改正要綱は表2-2-2参照）。なお、これらの経緯については後掲第5章第3節で取り上げる。その後15年度から、一定の事業法人（資本金額が1億円以上の者）が支払いを受ける国債の利子について源泉徴収を免除することになった。

表 2-2-1 平成11年度税制改正要綱

平成11年度税制改正の要綱（抄）
平成11年1月12日（閣議決定）

現下の厳しい経済情勢等を踏まえ、景気に最大限配慮して、所得税及び法人税について恒久的な減税を実施するとともに、住宅建設及び民間設備投資の促進、経済・金融情勢の変化への対応等の観点から適切な措置を講ずることとし、次のとおり税制改正を行うものとする。

（中略）

四 金融関係税制

1. 有価証券取引税及び取引所税の廃止等

- (1) 有価証券取引税は、平成11年3月31日をもって廃止する。
- (2) 取引所税は、平成11年3月31日をもって廃止する。
- (3) 上場株式等に係る譲渡所得等の源泉分離選択課税制度については、平成13年3月31日まで適用する経過措置を講じた上、廃止する。

2. 円の国際化に資する税制上の措置

- (1) 非居住者・外国法人の受け取る

一括登録国債の利子に対する源泉徴収の免除等

① 非居住者・外国法人（国内に営業所等を有する金融機関等一定の者を除く。）が支払を受ける一括登録国債の利子については、次のイからハマまでを要件として、その利子計算期間のうち当該国債が一括登録を受けている期間に対応する部分の金額に対する所得税を課さないこととし、源泉徴収を免除する。

イ. 非居住者・外国法人が、金融機関等の国内の営業所において、最初に国債振替決済制度の寄託口座に対象国債の寄託を行う際、非課税の適用を受ける旨、その者の氏名又は名称及び住所又は所在地等一定の事項を記載した申告書を、当該金融機関等及び利子支払者を經由して税務署長に提出していること

ロ. 非居住者・外国法人は、上記イの申告書を提出する際、上記イの金融機関等に対し本人確認書類を提示することと

し、かつ、当該金融機関等により氏名又は名称及び住所又は所在地につき確認を受けていること

ハ、非居住者・外国法人が当該国債の利子の支払を受ける時まで、その者の氏名又は名称及び住所又は所在地、当該国債の一括登録期間等を証する書類が、上記イの金融機関等から利子支払者を経由して税務署長に提出されていること

② 非居住者・外国法人がその利子計算期間の中途において取得した国債で次に掲げる要件を満たすものについては、当該国債の前保有者の一括登録期間を非居住者・外国法人の一括登録期間に含めることとする。

イ、非居住者、外国法人、指定金融機関等又は公共法人等が保有していた一括登録国債であること

ロ、前保有者の国債の一括登録期間と非居住者・外国法人の国債の一括登録期間とが継続していること

ハ、非居住者・外国法人から国債の寄託を受けている金融機関等が、前保有者から国債の寄託を受けていた金融機関等から前保有者の一括登録期間等一定の事項につき書面により通知を受けていること

③ 上記①の源泉徴収免除の適用を受ける非居住者・外国法人に対して利子の支払をする者は、その非居住者・外国法人の氏名又は名称及び住所又は所在地、

利子の支払総額等一定の事項を記載した調書を税務署長に提出しなければならないものとする。

(注) 上記①から③までの措置は、平成11年9月1日以後にその計算期間が開始する利子について適用する。

(2) 指定金融機関等の源泉徴収免除制度及び公共法人等の利子非課税制度について、対象となる国債利子の範囲から個別登録国債の利子を除外する。

(注) 上記の改正は、平成13年1月1日以後にその計算期間が開始する利子について適用する。

(3) 特定短期国債等に係る源泉徴収の免除等

① 短期国債及び政府短期証券（その発行されるもののすべてが発行と同時に一括登録されるものに限る。以下「特定短期国債等」という。）については、その発行時における券面金額から発行価額を控除した金額に対する所得税の源泉徴収を免除する。

(注) 短期国債には、平成11年4月以降に発行が予定されている償還期間が6か月超1年以下のものを含めることとする。

② 外国法人が特定短期国債等（その発行日から償還日までの期間を通じて一括登録がされたものとして一定の証明がされたものに限る。）につき支払を受ける償還差益（一定のものを除く。）については、法人税を課さない。

(以下省略)

表 2-2-2 平成13年度税制改正要綱

平成13年度税制改正の要綱（抄）

平成13年1月16日
閣議決定

最近の経済情勢等を踏まえ、企業組織再編成に係る税制を整備するほか、住宅投資及び中小企業の設備投資の促進を図るとともに、社会経済情勢の変化に対応する等の観点から所要の措置を講ずることとし、次のとおり税制改正を行うものとする。

（中略）

四 金融関係税制

（中略）

- 3 非居住者・外国法人の一括登録国債の利子非課税制度について、非居住者・外国法人が、日本銀行及び税務署長の承認を受けた海外の適格外国仲介者を經由し、国債振替決済制度上の直接・間接参加者の国内の営業所等を通じて一括登録国債を寄託した場合には、租税条約上の情報交換条項の利用を前提とする一定の本人確認手続等を整備した上、非課税の対象とする。

（注）上記の改正は、平成13年4月1日以後に支払われる一括登録国債の利子について適用する。

3 有価証券取引税ほか

（1）有価証券取引税

証券会社等が譲渡した場合には譲渡価額の1万分の1、証券会社等以外の者（個人を含む）が譲渡した場合には譲渡価額の1万分の3の有価証券取引税が課されていた。平成10年度からは証券会社等が譲渡した場合には譲渡価額の1万分の0.5、証券会社等以外の者が譲渡した場合には譲渡価格額の1万分の1.5となった。

ただし、有価証券を目的物とする消費貸借及びその終了の場合における譲渡、売出の方法によって有価証券を発行する場合における譲渡、相続税法等の規定による国税の物納のためにする譲渡、買入れの方法により償還する場合における当該買入れに係る譲渡等の譲渡には課税されない。なお、1年以内の償還期限をもって発行される国債については課税されなかった。

有価証券取引税は平成11年3月末をもって取引所税とともに廃止された（前掲表2-2-1参照）。

（2）取引所税

平成2年に取引所税法の全部改正がなされて先物取引及びオプション取引の全てを課税対象とした。証券取引市場において行った国債先物取引に対しては売買約定金額の1万分の0.1、オプション取引に対してはオプション料（プレミアム金額）の1万分の1の取引所税がそれぞれ課された。平成10年度からは国債先物取引に対しては売買約定金額の1万分の0.05、オプション取引に対してはオプション料（プレミアム金額）の1万分の0.5となった。平成11年3月末をもって取引所税は廃止された（前掲表2-2-1参照）。

（3）消費税

譲渡に係る売買委託手数料については、平成元年度からその手数料額の100分の3の消費税が課されていた。国内公社債の譲渡や国内債券投資に係る利子及び償還差益については消費税は非課税であるが、証券取引所へつなぐ場合の委託手数料等国内債券投資に係る取次手数料には、その手数料額の100分の3の消費税が課されていた。その後は平成9年4月に5%（地方消費税含む）への税率の引上げがあった。

第3節 資金運用部

資金運用部は国債発行額のかなりの部分を引き受けてきた。引受条件は入札での落札平均価格と同じである。資金運用部による引受（その実績は第1部第1章第3節に前掲の表1-3-7参照）と対市中売買の推移は次のとおりである（公社債引受協会「各年の公社債市場」『公社債年鑑』各年版参照）。

平成元年度、資金運用部は4兆1181億円の国債を引き受けた。平成2年度は3兆8659億円の引受を行うとともに、乗換による借換の一部を停止した。これは、国債発行額が圧縮される中で公的部門の応募を減らし、市中消化への配分を厚くするためであった。平成3年度の引受けは1兆9370億円であり、平成4年度は5兆5910億円で前年度の3倍増であった。平成5年度以降も平成6年度を除き平成10年度まで毎年度5兆円以上を引き受けたが、平成11年度には2兆8000億円に減少した。

資金運用部の売買の状況は表2-3-1のとおりである。資金運用部は平成5年1月から市中に発行された国債を買い入れたが、これは資金運用を目的としたものであり、その結果、国庫内に滞留していた資金を市場に還流させることにつながった。市中からの直接買入としては初めてであった。平成5、6年度には財政投融资資金を不況対策に使用し財政投融资を拡大したことから、資金運用部の原資が不足したため保有国債の売却を行った。6年度末の国債保有額は前年度に比べて5兆8000億円減少した（前掲第1部第1章第3節の表1-3-8参照）。平成9、10年度は財政投融资のスリム化が目標とされ、計画外運用、つまり国債買入れが増加した。

平成11年1月から資金運用部が国債市場での買入れを停止するとの方針を平成10年12月に決めたため、国債価格が急落して長期金利が上昇した。運用部は月平均2000億円の国債を買い入れていた。この買入れの停止は運用部ショックと呼ばれた。停止の理由は、平成10年4月の「総合経済対策」（特別減税の上積みなど総額16.7兆円）と11月の「緊急経済対策」（前記の第1部第1章第3節参照）により資金運用部の貸付が急増すると予想されたこと、地方財政対策のために交付税特別会計への貸付が膨らんだこと、平成2年度と平成3年度に高金利で

預け入れられた定額郵便貯金の10年の満期が近づいて将来の支払い原資の確保が必要となったことなどにより、資金運用部の資金事情が厳しさを増したためであった。この間の事情は表2-3-2に掲げた国会での質疑にもうかがえる。

その後平成11年2月16日に、資金運用部による国債買入再開と、長期国債の発行額を前月比4000億円減らして1兆4000億円とし減額分は中期国債に振り替えるとの措置が発表され、4月以降も継続された。平成11年度には、郵便貯金の大量満期の到来で資金運用部資金が不足して国債引受けが急減した（引受けの推移は前掲第1章第3節の表1-3-7参照。またこの間の状況については後記第4章第2節も参照）。

平成12年度は保有する国債を買い戻し条件付きで売却する売り現先取引を初めて行い、資金運用部は資金の調達側となった。これは、表1-3-8に示されているように、財政投融资の原資である郵便貯金のうち高金利で受け入れた分が集中満期を迎えて平成12-13年度に残高が大幅に減り、財政投融资の資金繰りに不安が出ていたことへの対応策である。また、資金運用部の資金不足に備えるために平成11年11月に日本銀行と表2-3-3のように合意したが、その内容は、資金運用部が保有している国債を短期間の買い戻し条件付きで市場に売却して資金調達を行い、それでもなお不足する場合は日本銀行が一時的に債券購入に応じることであった（日本銀行の対応方針については表2-3-4参照）。

平成13年度からは資金運用部による国債の定額買い入れを打ち切った。それまでは毎月市中から買い入れていたが、財政投融资の改革後は余資が生じた場合にのみ市中買い入れを実施することとした。この点について、理財局は平成12年12月の国債市場懇談会において次のように説明した。

「13年度からは、財政投融资改革が実施され、新しい特別会計（財政融資資金特別会計）は、郵貯や年金の預託金の運用から、自ら国債（財投債）を発行して必要な資金を調達し、財政投融资を実施する仕組みとなる。

したがって、財政融資資金特別会計が、国債を買入れるために国債（財投債）を発行することは通常想定しにくいと、財政投融资改革後は毎月一定額の買入れを行うことは困難である。」

「13年4月以降の財政融資資金による国債の市中買入れについては、財政融資資金の資金状況により判断されるものであることから、あらかじめ確たる具体的な金額を申し上げ得るような性格ではないことをご理解頂きたい。

13年度において、財政融資資金（資金運用部資金）の保有国債、これは買入れる分も含めてであるが、これを市中へ売却、すなわち売切することは考えていない」（国債市場懇談会（第4回）議事要旨）。

表 2-3-1 資金運用部の国債対市中売買

(単位：億円)

年度	売買内容	備考
平成 2		乗換による借換の一部停止
4	買3,208	
5	買5,732, 売3,049	92-93年度に財政投融资資金を不況対策に使用
6	売1,915,	財投拡大で、資金運用部原資不足
8	買18,196	
9	買24,221	
10	買2,000/月	
11	買 N/A	買い越し急減。保有減（郵貯大量満期で運用部資金不足）
12		保有減。売り現先（郵貯大量満期で運用部資金不足）

(注) 買い切り、売り切りのみ。10年度以後データなし。

(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』の各年版により作成、11年度以降は戸原つね子『公的金融の改革』（2001年、農林統計協会）。

表 2-3-2 国会での質疑（抜粋）

第145回・衆・大蔵委員会-4号（平成11年02月09日）議事録

○仙谷委員

（中略）

さてそこで、もう一遍、十一年度国債発行予定の問題に戻ります。

結局、この国債発行、出てきたのを今拝見しますと、十年と十一年を比べますと、民間の消化部分が二十三兆六千億ふえているんですね。これは大きい金額です。そして、資金運用部の引き受け部分が九兆二千四百五十九億円マイナスになっているんですね。これも大変大きいマイナスであります。つまり、資金運用部が財政投融资の方でお金が必要になったからもうそんなに

は引き受けられませんよということが、この民間引き受け二十三兆六千二百七十九億円になって出てきておるんだらうなと私は思うわけでございます。

そうだとすると、極めて安易な方法は、この分全部日銀に引き受けてもらえば事は済む、そういういいかげんな考え方があるのかなと私は今度の日銀引き受け問題で考えるわけでありすけれども、結局、今の民間の金融機関を中心にして、こんな消化能力が、余力があるのかなのかということなんだろうと思うんですね。この点については、理財局といましようか、大蔵省の方は、いや、このぐらいだったら十分こなせるんだ、こういうお考えでしょうか。

○中川（雅）政府委員 まず、十一年度における資金運用部の国債引受予定額

は二兆八千億円ということをごさいますして、十年度当初予定額十二兆四百五十九億円に比べて九兆二千四百五十九億円の減少になっております。これは、今先生御指摘のとおり、昨年四月の総合経済対策及び十一月の緊急経済対策の実施のための財政投融资の大幅な追加に加え、十一年度の財政投融资計画におきましても、現下の厳しい社会経済情勢に対応するため、景気回復に十分配慮して財政投融资資金の活用を図ることとしたところでございます。このように、資金運用部に対して相当規模の資金需要が生じていることや、郵便貯金等の原資の動向等を総合的に勘案して、このような引受額としたところでございます。

それで、今のお尋ねの、民間の消化がふえているわけでございますけれども、この点につきましては、シンジケート団をはじめ市場関係者の方々に、十一年度におきます発行額、また、こういった年限のものを幾らというようなことにつきまして御了解をいただいております。したがって、十一年度の発行につきましては、私どももいたしましては、円滑な消化が図られる。もちろん、その時々々の市場のニーズや市場の実勢に即した適切な発行条件を設定するなど、いろいろ工夫をしていかなければならないことは当然でございますけれども、発行、消化について、私ども、不安は持っておりません。

第145回・参・財政・金融委員会4号（平成11年03月12日）議事録より抜粋

○伊藤基隆君 大蔵省は、一九九八年十一月の緊急経済対策以降、資金運用部における国債引受割合を減らしてき

ております。九九年度当初予算案では国債発行額七十一兆一千億円、新規財源債、借換債含めての額であります。これに対して運用部の引き受けは借りかえのみで二兆八千億円でございませう。発行額が前年よりも十三兆円余りふえるのに、引受額が九兆円余りも減る計算でありまして、その結果、市場には前年度に比べて二十三兆円も余分に国債が出回ることになります。

この発行と引き受けのちぐはぐな対応は一体どういうことから起こってくるのでしょうか。同じ大蔵省で扱っていることでそういうことが起こっております。これは資金運用部の限界を示すものなのか、あるいは二〇〇一年の財政改革をにらんだ予備の対応が始まっているのだろうか。市場への影響、二十三兆円というものが市場に出回るといふことに対する影響をどう考えておられるのか。大蔵大臣の考え方をお聞かせいただきたいと思ひます。

○政府委員（中川雅治君） 資金運用部の国債の引き受けでございますけれども、平成十一年度におきましては、ただいま先生御指摘のように二兆八千億円の借換債の引き受けを予定しているわけでございます。これは、ただいま大臣から申し上げましたように、平成十一年度の財政投融资計画等におきまして資金運用部に対しまして相当規模の資金需要が生じてきていることや、あるいは郵便貯金等の原資の動向等を総合的に勘案いたしまして資金運用部の引き受けが二兆八千億円程度になったわけでございます。

従来から、国債発行計画の中で資金運用部の引き受ける割合と申しますのは、その時々々の資金運用部の資金需要あるいは原資の事情等を勘案いたしま

してかなり大きく年によって変動しているわけでございます。従来、時系列で見てもいろいろな年がございます。それはそれぞれの年の国債発行額全体の状況、資金運用部の資金需要あるいは原資の事情等がそれぞれの年によって変動していることによるものでございます。

結果といたしまして、先生今御指摘のように、民間消化分が平成十年度の三次補正後に比べますと十兆円程度、十年度の当初に比べますと二十三兆円程度ふえるという形になるわけでございます。この点につきましては、昨年末、市場関係者の方々と十分に意思疎

通を図りまして、シ団引き受けにつきまして十年債で二十兆、公募入札で四十兆、これは二十年債、六年債、四年債等の年限債でございますが、また短期国債につきましては二十二兆、こういったような発行計画でもってシ団関係者とも合意を見て国債発行等懇談会の御了解もいただいたところでございます。

私どもといたしましては、これから市場のニーズを十分踏まえて適切な発行条件等を設定することによりまして、円滑かつ確実な消化が期待できるというように考えているところでございます。

表 2-3-3 資金運用部の資金繰りについての対応（1999年11月の大蔵省と日本銀行の合意）

郵便貯金の集中満期時における
資金運用部の資金繰りについて

大蔵省と日本銀行は、平成12、13年度の郵便貯金集中満期時における資金運用部の資金繰りに関し、下記のとおり対応することとした。

記

- (1) 郵便貯金の集中満期時（平成12、13年度）における資金繰り方策として、資金運用部はその保有する国債を活用し、対市中の売現先を行う。
- (2) 資金運用部が行う対市中の売現先において、その入札に未達等が生じた場合、またはその時々の資金運用部の要調達額がその時点の平準的な

1回当たりの入札額を上回る場合には、日本銀行は、一時的に資金運用部の売現先（期間3か月以内）の相手方となることにより、所要の資金を供給する。

- (3) 資金運用部は、その全体の要調達額に達するまで対市中の売現先残高を漸次増加させていくこととする。その過程で、日本銀行は、必要と認める場合には、一定金額の範囲内で、3か月を越えて日本銀行を相手方とする売現先の継続（ロール・オーバー）に応じる。
- (4) 資金運用部が日本銀行を相手方として行う売現先の期間利回りは、市場実勢等を勘案して定める。
- (5) 大蔵省と日本銀行は、以上の実施に当たり相互に密接な連絡を行うこととし、金融市場情勢の急変等必要な場合には更なる協議を行い適切に対応する。

表 2-3-4 日本銀行の運用部の資金繰りへの対応

(日本銀行『調査月報』平成12年1月号)

資金運用部の資金繰りに対する日本銀行の対応について

日本銀行は、11月5日、郵便貯金集中満期時における資金運用部の資金繰りにかかる対応方針について、以下のとおり対外公表を行った。

平成11年11月5日
日本銀行

資金運用部の資金繰りに対する日本銀行の対応について

1. 日本銀行は、平成12、13年度の郵便貯金集中満期時における資金運用部の資金繰り方策に関して、大蔵省からの依頼を受けて協議を行ってきたが、今般、大蔵省との間で、別紙のとおり対応していくことで基本的な合意をみた。今回の措置の基本的考え方は、資金運用部が必要とする資金については、資金運用部自らが市場から調達することを原則としながら、日本銀行もこれを

補完する形で、一時的な流動性を供給する、というものである。

2. 郵便貯金集中満期の問題については、資金運用部の資金繰りやそれに対応する金融市場の資金過不足の振れが極めて大きなものになる可能性があることを踏まえて、日本銀行としても、円滑な金融調節の実施という観点から一定の協力を行うこととしたところである。また、今回の措置は、郵便貯金の集中満期時における資金繰りを円滑化するという点で、金融システムの安定に資するという面もある。
3. 今回の日本銀行の対応は、あくまで郵便貯金集中満期という特殊な問題に対応するための例外的な措置である。また、本措置は、資金運用部に対して一時的な流動性を供給しようとするものであり、中央銀行の政府部門との取引のあり方にも配慮した内容になっていると考えている。
4. 日本銀行は、郵便貯金の集中満期到来や資金運用部の市場からの資金調達の実施といった財政資金の動きも踏まえて、その時々金融市場の情勢に応じて、円滑な金融調節の実施に努めていく方針である。

第4節 国債整理基金

国債整理基金は明治39年度に設置された特別会計で、一般会計又は特別会計から受け入れた資金等を国債の償還に関する費用に充てている。すべての国債償還財源は国債整理基金に受け入れられ、蓄積され、支出される。

我が国の減債制度は国債全体に着目しており、個々の国債の銘柄に着目するものではない（総合減債制度）。これは、減債資金を一元的・統合的に管理する方が効率的であること、信用保持を図るべきは個々の国債ではなく国債全体であること等のためである。

国債の償還財源は次の6種類である。

- 1 定率繰入（表2-4-1に掲げた「国債整理基金特別会計法」の第2条）
60年償還ルールに基づき、前年度期首における国債総額の100分の1.6相当分等を一般会計又は特別会計から繰り入れる。
- 2 発行価格差減額繰入（「国債整理基金特別会計法」第2条ノ2第1項）
割引国債の発行価格と額面との差減額（「発行価格差減額」。償還差益である）を償還年限で除した金額を毎年度繰り入れる。
- 3 剰余金繰入（財政法第6条）
前々年度一般会計決算剰余金の2分の1以上の繰入を行う。
- 4 予算繰入（「国債整理基金特別会計法」第2条ノ3）
必要に応じて予算措置による繰入を行う。
- 5 減税特例国債償還分
平成6年度の所得税特別減税及び平成7年度からの所得税恒久減税分を補うため発行された国債の償還財源として、特例法により繰入を行う。
- 6 産業投資特別会計受入金相当額分
産業投資特別会計が行った無利子貸付けの償還金等が一般会計を經由して繰り戻された分である。

次に、国債整理基金の各年度の活動を大蔵省『財政金融統計月報』の「国債整理基金特別会計歳入歳出予算」と会計検査院『国債整理基金特別会計平成13年度決算検査報告』によって見る。

まず平成元年度予算においては、一般会計から11兆6649億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から9兆4410億円をそれぞれ受け入れたほか、公債金収入14兆1939億円、前年度剰余金として昭和63年度に発行した公債金収入、日本電信電話（NTT）株式会社の株式の売払収入、日本たばこ産業（JT）株式会社・日本電信電話株式会社の配当金収入・運用収入等の合計5兆2865億円を受け入れ、国債償還に18兆5792億円を充てることになっていた。平成元年度に一般会計より受け入れた国債の償還財源は、「平成元年度の財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置に関する法律」の規定により、前年度期首の国債総額の100分の1.6相当額と、割引国債の発行価格差減額の年割額に相当する額の受入れは行わなかった（表2-4-2「国債整理基金の年度末基金残高の推移」の「定率・差減額繰入」欄参照）。国債残高を純減させる償還であるネット償還の実績は2兆9302億円であった（表2-4-2の「償還 計」欄参照）。

なお、昭和60年4月に民营化されたNTTとJTの株式はそれぞれ3分の2と2分の1を国債整理基金に帰属させ、その売却収入を国債償還財源に充てることになっていた。

平成2年度予算は、一般会計から14兆2886億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から7兆7863億円、公債金収入17兆277億円、前年度剰余金2兆4600億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に21兆4159億円を充てることになっていた。平成2年度においては、特例国債依存体質からの脱却に伴い、特例国債発行下での臨時特例的な措置は原則に戻す必要があること、及び元年度にNTT株式の売却を中止したために平成2年度の国債整理基金の資金繰りが厳しくなることから、定率繰入・発行価格差減額繰入が昭和56年度以来9年ぶりに復活された。ネット償還の実績は2兆9731億円であった。

平成3年度予算では、一般会計から15兆8343億円（うち臨時特別公債償還財源分2017億円）、交付税及び譲与税配付金特別会計等から7兆5081億円をそれぞれ受け入れたほか、「湾岸地域における平和回復活動を支援するため平成2年度において緊急に講ずべき財政上の措置に必要な財源の確保に係る臨時措置に関する法律」（前掲の表1-3-3）に基づき創設された法人臨時特別税4360億円と石油臨時特別税2160億円に加えて、公債金収入17兆6255億円、前年度剰余金2兆6000億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に23兆1833億円を充てることになっていた。剰余金繰入は行われなかったため、表2-4-2の「剰余金繰入」欄は0

である（平成4、7、12年度も同様）。ネット償還の実績は3兆7011億円であった。

平成4年度予算は、一般会計から16兆4473億円、厚生保険特別会計等から6兆8264億円、法人臨時特別税・石油臨時特別税170億円、公債金収入18兆4980億円、前年度剰余金3兆2166億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に25兆8125億円を充てることになっていた。ネット償還の実績は3兆6414億円であった。

平成5年度予算は、一般会計から15兆4423億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から7兆9952億円、公債金収入21兆8023億円、前年度剰余金3兆1866億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に25兆8715億円を充てることになっていた。なお、補正予算において、税収が見積りを大幅に下回ることが避けられない見通しであり、かつ緊急経済対策に関連する経費等について措置を講ずる必要があったため、国債の追加発行を行うこととなった。それでもなお財源が不足することから、「平成5年度における国債整理基金に充てるべき資金の繰入れの特例に関する法律」（表2-4-3）により定率繰入・発行価格差減額繰入を停止した。当年度は繰入れの対象となる前々年度決算剰余金が無かった（平成6、10年度も同様）。また、停止により国債整理基金の運営に支障が生じないようにするべく、NTT無利子貸付金の一部について繰上償還を実施し、国債整理基金特別会計に繰戻した（平成6、7年度も同様）。ネット償還の実績は2兆9088億円であった。

なお、NTT無利子貸付金は次のようなものであった。昭和61-63年度に売却したNTT株式の売却益は国債の償還資金に充てることが原則であるが、整理基金の資金繰りに問題が起きない範囲で活用できるようになっており、昭和62年度の補正予算からNTT株事業の財源に充当してきた。財源は、国債整理基金特別会計から一般会計を経由して産業投資特別会計に新たに設けられた社会資本整備勘定に繰り入れられ、一元的に運用された。平成5年度に繰上償還したのはNTT株事業のうちの自治体への無利子貸付事業で、自治体からの償還を繰り上げた。

平成6年度予算は、一般会計から14兆3602億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から9兆9095億円、公債金収入23兆3880億円、前年度剰余金3兆6725億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に26兆2046億円を充てることになっていた。JT株式の売却総額は約6000億円であった。定率繰入・発行価格差減額繰入は「平成6年度における財政運営のための国債整理基金に充てるべき資金の繰入れの特例等に関する法律」により停止された。財政制度審議会も「予算の編成

に関する建議」で繰入停止を「やむを得ない」とした(表2-4-4参照)。ネット償還の実績は3兆164億円であった。

平成7年度予算では、一般会計から13兆2213億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から14兆116億円、公債金収入25兆8778億円、前年度剰余金4兆1725億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に27兆4085億円を充てることになっていた。定率繰入・発行価格差減額繰入は「平成7年度における財政運営のための国債整理基金に充てるべき資金の繰入の特例等に関する法律」により停止された。ネット償還の実績は3兆3468億円であった。

平成8年度予算は、一般会計から16兆3752億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から18兆4239億円、公債金収入26兆5610億円、前年度剰余金4兆6715億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に30兆6085億円を充てることになっていた。JT株式の売却総額は約2000億円であった。国債整理基金の厳しい資金繰り状況等を反映して、定率繰入れが復活された。ネット償還の実績は4兆3411億円であった。

平成9年度予算は、一般会計から16兆8023億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から24兆4170億円、公債金収入31兆4382億円、前年度剰余金4兆6715億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に35兆8480億円を充てることになっていた。ネット償還の実績は4兆9919億円であった。

平成10年度予算は、一般会計から17兆2628億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から26兆4384億円、公債金収入42兆8517億円、前年度剰余金4兆6595億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に40兆9519億円を充てることになっていた。NTT株式の売却総額はネット(売却経費控除後)で約8000億円であった。「預金保険法」及び「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」により預金保険機構に交付される国債の償還の財源に優先的に充てることになっている国債整理基金特別会計に所属する株式の売払収入金を受け入れたため、前掲の表2-4-2の「予算繰入」欄が増加している(平成11、12年度も同様)。ネット償還の実績は6兆8241億円であった。

平成11年度予算は、一般会計から19兆8319億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から31兆286億円、公債金収入40兆815億円、前年度剰余金5兆1742億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に45兆4086億円を充てることになっていた。NTT株式の売却総額はネットで約1兆6000億円であった。ネット償還の実績は9兆5544億円であった。

平成12年度予算においては、一般会計から21兆9653億円、交付税及び譲与税配付金特別会計等から40兆5431億円、公債金収入53兆2605億円、前年度剰余金5兆1595億円をそれぞれ受け入れ、国債償還に63兆6138億円を充てることになっていた。NTT株式の売却総額はネットで約9000億円であった。ネット償還の実績は9兆5450億円であった。

最後に、国債整理基金による国債売買の状況は次のとおりである（表2-4-5参照）。長期国債の発行再開後では初めて昭和49年に買入れを行い、昭和51年には日本銀行保有の長期国債を条件付で買入れた。その後もロクイチ国債暴落の昭和54年に価格支持を試みるべく市中からの買入を行った。昭和56年度には1兆円余を市中から買入れ、そのほとんどを資金運用部に売却した。資金繰りに余裕があつて昭和58、59、62、平成2、4年にも買入を行った。

このうち平成2年2月以降の市中からの買入れは、平成2年年初からの国債流通利回りの乱高下がファンダメンタルズの変化によるものではなく、心理的要因によるとの判断もあつて、余資の有利運用を図り市況対策の目的も込めて行われた（浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会、第3章参照）。買入れは平成2年2-3月に7回（2月21日ほか2回、3月1、8、22、28日）、同年7-9月に5回（7月27日、8月17、20、23日、9月19日）あつた。平成4年は4月6、10日に行われた。

表 2-4-1 国債整理基金特会法（抄）

<p>国債整理基金特別会計法 （明治39年3月2日法律第6号） 最終改正年月日： 平成17年10月21日 法律第102号</p>	<p>毎年度一般会計又ハ特別会計ヨリ之ヲ国債整理基金特別会計ニ繰入ルヘシ</p>
<p>第一条 国債整理基金ヲ置キ其ノ歳入歳出ハ一般ノ会計ト区分シ特別会計ヲ設置ス</p>	<p>2 前項繰入額ノ中国債ノ元金償還ニ充ツヘキ金額ハ前年度首ニ於ケル国債総額ノ百分ノ一・六ニ相当スル金額トス</p>
<p>2 国債整理基金ハ国債ノ償還発行ニ関スル費途ニ使用スルモノトス</p>	<p>3 前項ノ国債総額ノ計算ニ際シ割引ノ方法ヲ以テ発行シタル国債ニ付テハ発行価格ヲ以テ額面金額ト看做ス</p>
<p>第二条 国債整理基金ニ充ツヘキ資金ハ</p>	<p>4 前二項ノ規定ノ適用ニ付テハ財務省証券其ノ他ノ融通証券、借入金及一時借入金並ニ割賦ノ方法ヲ以テ償還スル交付国債ハ之</p>

- ヲ国債ト看做サス
- 第二条ノ二 国債ノ元金償還ニ充ツル為前条又ハ他ノ法律ニ依ル繰入額ノ外割引ノ方法ヲ以テ発行シタル国債ノ前年度首ニ於ケル未償還分ノ発行価格差減額ヲ発行ノ日ヨリ償還ノ日迄ノ年数ヲ以テ除シタル額ニ相当スル金額ヲ毎年度一般会計又ハ特別会計ヨリ国債整理基金特別会計ニ繰入ルヘシ
- 2 前条第四項ノ規定ハ前項ノ場合ニ付之ヲ準用ス
- 第二条ノ三 国債ノ元金償還ニ支障ナカラシムル為前二条又ハ他ノ法律ニ依ル繰入額ノ外必要ニ応ジ予算ヲ以テ定ムル金額ヲ一般会計又ハ特別会計ヨリ国債整理基金特別会計ニ繰入ルベシ
- 第三条 国債借換ニ依ル募集金其ノ他ノ収入金ハ直接ニ之ヲ国債整理基金特別会計ニ編入スヘシ
- 第四条 国債整理基金ハ国債ヲ以テ保有シ又ハ財政融資資金ニ預託シ之ヲ運用スルコトヲ得
- 2 前項ノ運用ハ日本銀行ヲシテ之ヲ取扱ハシム
- 第五条 政府ハ各年度ニ於ケル国債ノ整理又ハ償還ノ為必要ナル額ヲ限度トシ借換国債（当該年度内ニ償還スベキモノヲ含ム）ヲ起スコトヲ得
- 2 前項ニ規定スル当該年度内ニ償還スベキ借換国債ノ募集金ハ国債整理基金特別会計ノ歳入外トシテ之ヲ国債整理基金ニ編入スベシ
- 3 国債整理基金ハ第一項ニ規定スル当該年度内ニ償還スベキ借換国債ノ償還ノ為国債整理基金特

- 別会計ノ歳出外トシテ使用スルコトヲ得
- 第五条ノ二 政府ハ翌年度ニ於ケル国債ノ整理又ハ償還ノ為予算ヲ以テ国会ノ議決ヲ経タル額ヲ限度トシ借換国債ヲ起スコトヲ得
- 第六条 政府ハ国債ノ円滑ナル償還発行ノ為国債ノ利子額（割引ノ方法ヲ以テ発行シタル国債ニ付テハ発行価格差減額ニ相当スル金額）ヲ基準トシテ財務大臣ガ定ムル金額ヲ政府ニ支払フコトヲ約スル者ニ対シ当該金額ニ相応スルモノトシテ当該国債ノ元金償還ノ金額（割引ノ方法ヲ以テ発行シタル国債ニ付テハ発行価格ヲ以テ計算シタル金額）ニ付一定ノ方法ニ依リ計算シタル金額ノ支払ヲ約スルコトヲ得
- 2 前項ノ規定ニ依ル収入金ハ之ヲ国債整理基金特別会計ニ編入スベシ
- 3 第一項ノ規定ニ係ル事務ハ財務大臣ノ定ムル所ニ依リ日本銀行ヲシテ之ヲ取扱ハシム
- 第七条 国債整理基金ノ運用ヨリ生スル損益ハ本特別会計ノ所属トシテ整理スルモノトス
- 第八条 国債整理基金ニシテ毎年度内ニ使用セサルモノハ翌年度へ繰越スヘシ
- 2 国債整理基金特別会計ノ毎年度歳出予算ニ於ケル支出残額ハ通次繰越使用スルコトヲ得
- 第九条 内閣ハ毎年国債整理基金特別会計ノ予算ヲ調製シ一般会計ノ予算ト共ニ之ヲ国会ニ提出スヘシ
- 第九条ノ二 本会計ノ収入支出ニ関スル規程ハ政令ヲ以テ之ヲ定ム
（以下省略）

表 2-4-2 国債整理基金の年度末基金残高の推移

(単位：億円)

区分 年度	償 還				償 還 財 源					年度末 基金残高
	普通国債 等ネット 償還額	出資国 債等償 還額	借入金 ネット 償還額	計	一般会計			運用収 入等		
					からの 繰入	定率・ 差減額	剰余金 繰入		予算 繰入	
昭和63	23,461	9,613	0	33,074	14,945	0	9,469	5,477	14,891	43,339
平成元	25,622	3,679	0	29,302	14,589	0	8,661	5,928	14,554	17,894
2	26,539	2,899	293	29,731	34,320	27,010	1,561	5,440	16,403	13,058
3	28,204	3,206	5,600	37,011	44,250	28,468	0	8,119	21,825	27,254
4	32,974	2,536	903	36,414	37,302	30,652	0	5,374	4,194	28,416
5	26,592	2,496	0	29,088	30,103	0	0	3,712	3,241	29,179
6	26,799	3,365	0	30,164	26,095	0	0	3,021	2,900	30,297
7	30,766	2,702	0	33,468	20,018	0	0	8,893	2,642	16,081
8	31,158	3,569	8,684	43,411	52,549	34,797	3,087	5,980	2,156	26,197
9	36,254	4,307	9,359	49,919	52,060	36,715	2,221	3,757	2,243	27,337
10	41,393	16,437	10,412	68,241	67,503	39,720	0	14,773	2,246	33,872
11	46,110	39,842	9,592	95,544	96,401	41,827	5,849	36,877	2,335	52,181
12	44,887	40,088	10,475	95,450	113,275	47,636	0	51,492	3,628	81,063
13	49,369	9,784	5,226	64,379	62,877	53,335	0	3,166	3,110	55,938

(注) 普通国債等ネット償還額には、外貨債を含む。

運用収入等には、配当金収入、特会の前年度剰余金、湾岸臨時特別税収入、国鉄等負担分の繰入を含む。年度末基金残高には、前倒し発行債を含まない。

(出所) 財務省ホームページ「国債整理基金特別会計決算資料」の各年度版により作成。

表 2-4-3 5年度国債整理基金繰入の特例法

平成5年度における国債整理基金に充てるべき資金の繰入れの特例に関する法律

法律第98号（平成5年12月22日）

平成5年度において、国債整理基金特別会計法（明治39年法律第6号）第二条第一項の規定により一般会計から繰り入れるべき金額のうち国債の元金の償還に充てるべき金額については、同条第二項及び同法第二条ノ二第一項の規定は、適用しない。

附則

この法律は、公布の日から施行する。

表 2-4-4 平成6年度予算に関する財政審建議（抄）

平成6年度予算の編成に関する建議

財政制度審議会
平成6年2月8日

4、国債費の定率繰入れ

国債費の定率繰入れについて、当審議会は、先般の『平成5年度の国債償還財源繰入れの特例措置に関する報告』において、厳しい財政事情にかんがみ、5年度の定率繰入れを暫定的に停止することは、当面の財政運営のためにやむを得ないとの考え方を示したところである。

6年度の財政状況をみると、前述の通り、5年度にも増して極めて厳しい状況にある。一方、国債整理基金の資金繰りについては、5年度第2次補正予算においてと同様に、もともと国債償還財源として位置づけられている日本電信電話株式会社の株式売却収入のうち、現在、社会資本整備のため地方公共団体に貸し付けられている残高を本来の用途である国債償還財源に復する措置を講ずることにより、定率繰入れを停止しても、6年度における国債整理基金の運営に支障が生じないように対応することが可能となる。

以上のような状況を踏まえ、上述の特例的な措置の一環として6年度の定率繰入れを暫定的に停止することは、当面の財政運営のためにやむを得ないものと考ええる。

表 2-4-5 国債整理基金の国債対市中売買

(単位：億円)

年度	売買内容
昭和54	買5,291
55	買1兆6,269 (相場てこ入れ)
56	買1兆2,027 (市況悪化の対策。資金運用部へ売却)
57	売4,545 (基金の資金繰りのため)
58	買3,293 (基金の資金繰りのため)
59	買7,519 (市況対策)
62	買9,186
平成元	買NA
2	買約2,500
4	買約2,000

(注) 買い切り、売り切りのみ。

(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』(各年)、「日本経済新聞」、「日経金融新聞」により作成。

第3章 政府保証債その他の発行状況

第1節 交付国債

交付国債は、特別な法律に基づき弔慰金の支払い等に当たって国が現金の給付に代えて交付するために発行する債券である。発行された債券は財政支出の平準化等の観点から数年間に分割して現金償還され、償還期間は2年から10年である（割賦償還制）。平成期に交付された国債は第2次大戦の戦没者の遺族等に対する弔慰金等であり、対象が極めて限定されていた（乾文男（編）『図説日本の公共債』平成7年版、財経詳報社参照）。

1 交付国債

交付国債は債券の発行による発行収入金を伴わず、出資金の払込み、弔慰金の支払い及び損失補償金等、国が金銭の給付に代えて交付するために発行する債券の総称である。運用次第では安易な財政支出につながりかねないため、発行には特別に制定された発行根拠法が必要である。交付国債には狭義のそのほかに、国際機関への出資・拠出金に代えて交付される出資・拠出国債と、預金保険機構に設けられた基金に充てるために交付されるものがある。

戦後に交付の方法で発行された国債をその発行要因に従い分類すれば、次のようになる。

- (1) 我が国の敗戦に伴う経済再建及び民主化の措置等に基因するもの。これには、政府特殊借入金及び戦時補償請求権の決済のために交付された特殊国庫証券、農地等の買収対価として農地被買収者に交付された農地証券等がある。

- (2) 先の大戦による犠牲者に対する措置等、いわゆる戦後処理によるもので、戦没者の遺族や引揚者等に支給される弔慰金、給付金等に代えて交付された国債である。
- (3) 国際機関に対し出資または拠出するためのもので、国際通貨基金通貨代用証券・国際復興開発銀行通貨代用国庫債券・アジア開発銀行特別基金拠出国庫債券等がある。
- (4) 預金保険機構に設けられた基金に充てるためのもので、同機構に交付された預金保険機構特例業務基金国庫債券等である。預金保険機構は救済される金融機関にペイオフ・コストを超える金銭贈与、資産の買取りなどの資金援助を行うが、それに関わる勘定（預金保険機構特例業務勘定）に、健全性を確保して業務を円滑に実施するための基金（特例業務基金）を設置した。この基金に充てるために国債が平成9年度と平成12年度に計13兆円交付された。

2 割賦償還国債

戦後に発行された交付国債は先の大戦に係る物的・精神的損失等を受けた戦没者等の遺族や強制引揚げを余儀なくされた引揚者、シベリア強制抑留者、あるいは原爆被爆者等に対して支給される弔慰金・給付金等に代えて交付された。これらはその発行目的と受給権の一身専属的性格から記名式とされ、原則として譲渡・担保権の設定その他の処分が禁止されている。

戦後発行された交付国債は、昭和27年制定の「戦傷病者戦没者遺族等援護法」（昭和27年法律第127号）に基づき戦没者等の遺族に交付された「遺族国庫債券」に始まり、以来37種類の国債が発行され、その発行金額は3兆4896億円に及んでいる。これらの詳細は表3-1-1のとおりである。

交付国債は金銭の給付に代えて交付されるもので、「財政法」や「特例公債法」を根拠とした国の財政支出の財源確保のために発行されるものと異なり、その性格は国庫債務負担行為（「財政法」第15条）に近いものである。この国債の発行に当たっては、それぞれ社会政策的要請にしたがって個別の立法措置が講じられている。交付国債の発行根拠法は次のとおりである。

表 3-1-1 割賦償還国債

(平成18年3月現在、単位：件、百万円)

区 分	種類数	発行金額
戦没者等の遺族に対する弔慰金	1	102,191
戦没者等の遺族に対する特別弔慰金	8	1,312,817
戦没者等の妻に対する特別給付金	5	1,527,376
戦傷病者等の妻に対する特別給付金	9	101,241
戦没者の父母等に対する特別給付金	8	21,176
引揚者等に対する給付金等	2	209,856
戦後強制抑留者に対する慰労金	1	18,034
農地被買収者等に対する給付金	1	123,715
台湾人元日本兵の遺族等に対する弔慰金等	1	59,290
原爆死没者の遺族である原爆被爆者に対する特別葬祭給付金	1	13,920
計	37	3,489,618

(注) 台湾人元日本兵の遺族等に対する弔慰金等(特定弔慰金等国庫債券)は割賦償還によらない国債。

(出所) 財務省理財局作成資料。

(根拠法律名)：(立法の趣旨)

「戦傷病者戦没者遺族等援護法」(昭和27年法律第127号)：軍人軍属等の公務上の傷病死に関し国家補償の精神に基づく援護措置。

「戦没者等の遺族に対する特別弔慰金支給法」(昭和40年法律第100号)：終戦20・30・40・50・60周年にあたり弔慰の意をあらわす。

「戦没者等の妻に対する特別給付金支給法」(昭和38年法律第61号)：戦没者の妻の亡き夫に対する哀切の念という精神的痛苦に対する慰藉。

「戦傷病者等の妻に対する特別給付金支給法」(昭和41年法律第109号)：戦傷病者の妻の精神的痛苦に対する慰藉。

「戦没者の父母等に対する特別給付金支給法」(昭和42年法律第57号)：子孫が絶えたという寂寥感、孤独感という精神的痛苦に対する慰藉。

「引揚者給付金等支給法」(昭和32年法律第109号)：生活基盤再建のための特別的政策的援護措置。

「引揚者等に対する特別交付金の支給に関する法律」(昭和42年法律第114号)：全ての生活基盤喪失という特異性を考慮、在外財産問題の最終解決。

「農地被買収者等に対する給付金の支給に関する法律」(昭和40年法律第121号)：農地改革における貢献に対し、受けた心理的影響を考慮して報償。

「独立行政法人平和祈念事業特別基金等に関する法律」(昭和63年法律第66号)：戦

後強制抑留者の労苦に対する慰労。

「特定弔慰金等の支給の実施に関する法律」(昭和63年法律第31号)：台湾住民である戦没者の遺族等に対し弔慰の意をあらわす。

「原子爆弾被爆者に対する援護に関する法律」(平成6年法律第117号)：原子爆弾による死没者の尊い犠牲を銘記する。

割賦償還国債の発行交付・償還手続は各債券ともほぼ同じであり、第8回特別弔慰金国庫債券を例にとれば、概略は次のとおりである。

(1) 権利の裁定

- ① 「戦没者等の遺族に対する特別弔慰金支給法」により特別弔慰金の支給を受ける権利(受給権)を取得した戦没者等の遺族は居住地の市区町村を經由して裁定機関(都道府県知事)宛に特別弔慰給付金請求書を提出する。
- ② 裁定機関によって受給権者であることが請求書類等で確認(「裁定」)されると、請求者に裁定通知書が送付される。
- ③ 厚生労働大臣は財務大臣宛に、受給権者に国債を発行されたい旨の請求を行う。

(2) 国債の発行と交付

財務大臣は日本銀行に国債の交付方を令達する。

(3) 国債の受領と償還金の支払い

受取人は交付取扱店において国債の交付を受け、所定の支払期日に償還金の支払いを受ける。

割賦償還国債の買上償還は、国債権者である戦没者の遺族等の生活基盤の再建に資するために、その償還期日到来前に買上げの方法により償還するもので、従来から生活保護を受けている者またはこれに準ずると認められる生活困窮者を対象に実施した。割賦償還国債の概要は表3-1-2のとおりである。

表 3-1-2 買上償還の実績

(単位:件)

年度	買上件数	対象銘柄
元	1,359	6特、10特、4弔、12特、14特
2	613	10特、4弔、12特、14特、5弔
3	334	10特、4弔、12特、5弔
4	66	6特、10特、4弔、12特、5弔
5	7	10特、12特
6	1,557	10特、17特
7	639(13)	10特、16特、17特
8	2,721	17特、6弔
9	2,989	17特、6弔、18特
10	1,941	17特、6弔、18特
11	1,041	17特、6弔、18特
12	630	17特、6弔、18特、7弔
13	380	17特、6弔、18特、7弔

(注) ()内は罹災者を対象とする買上件数で、内数。特は特別給付金国債、弔は特別弔慰金国債。

(出所) 財務省理財局作成資料。

3 戦前までの交付国債の歴史¹⁾

我が国で交付の方法をもって発行された国債は、明治5年に幕府・諸藩の債務を承継するために発行された我が国最初の内国債である「新・旧公債」に始まる。明治初期には封建体制の解体による身分制度の改変に対する救済等のための秩禄公債（8分利、明治7-9年発行、2年据え置き、期限9年）、金禄公債（5分、6分、7分と1割利、明治10年発行、5年据え置き、期限30年）等が発行され、後期には鉄道国有化の際、鉄道買収のための5分利公債（甲号5分利、明治41・42年発行、5年据置き、期限55年）等が発行された（大蔵省（編）『明治大正財政史』第11巻参照）。

大正から昭和初期においては、関東大震災の善後処理のための5分利公債（大正14-昭和2年発行、5年据置き、期限55年）等が発行され、また、戦時体制下の昭和15年以降は軍人・軍属等に対する行賞賜金として賜金国庫債券（3.65%、期限20年）が発行された（大蔵省「国債統計年報」昭和51年版参照）。

〔注〕

- 1) 大蔵省編『明治大正財政史』第11巻「国債（上）」（昭和11年、財政経済学会）、大蔵省理財局『国債統計年報』（昭和51年度版）に基づく。

第2節 政府保証債

1 政府保証債の発行¹⁾

公庫・公団等が発行する政府関係機関債のうち元金の償還と利子の支払いを政府が保証する債券が政府保証債である。政府保証の目的は債券の信用力を高めることにより資金を長期・低利で安定的に調達可能にすることである。なお以下については、寺田稔「政府保証債について（上）」（『ファイナンス』昭和63年12月号）、松田学「政府保証債について（下）」（『ファイナンス』平成元年11月号）、浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』（平成9年、大蔵財務協会）第8章を参照されたい。

戦後の政府保証債は昭和28年の発行再開以来、シ団引受方式によっている。引受シ団の主な役割は、(1)債券発行の都度、発行体と「引受並びに募集取扱契約」を締結し、これに基づいて不特定多数の投資家に対し募集の取扱いを行うこと、(2)募集締め切り日までに応募額が発行予定額に満たない場合にはその残額を引受けること等である。

シ団メンバーは主要な銀行・証券会社で構成されていた。昭和41年度から相互銀行と信用金庫、昭和47年度から農林中央金庫、平成6年度から外国系証券、銀行の証券子会社がそれぞれ加わり、シェアの見直しも行われた。平成10年度からは受託会社と引受幹事が別々に競争入札で選定され、発行体に最も有利な条件を応札した金融機関が受託会社や引受幹事となった。

シ団引受以外の消化法として、調整年金（厚生年金基金）への購入義務づけが昭和42年度から、また相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、生命・損害保険会社、共済組合に依頼した政策協力消化が昭和48年度から、政策協力消化とは別枠で余資金融機関や共済組合に依頼した別枠消化が53年度からそれぞれ行われたが、これらは平成9年度でほぼ廃止された。なお、私立学校振興・共済事業団などは法律等により政策協力が義務づけられており、この例外である（表3-2-1の「日本私立学校振興・共済事業団の財務及び会計に関する省令」の第23条、および公社債引受協会・日本証券業協会「平成9年度の公社債市場」『公社債年鑑』

(平成10年)参照)。

政府保証債発行の際には年度全体と毎月の発行額が決定された。年度発行額の決定には市場での消化能力と、資金運用部資金や簡易保険資金等、他の財政投融资原資の見込みが考慮され、大蔵大臣が国債発行等懇談会の意見を聞き、引受シ団がシ団会議で発行額を決定した。国債発行等懇談会は後記第5章第2節で説明する。毎月の発行額は、発行体の主務大臣による債券発行に関する認可(あらかじめ大蔵大臣と協議)、及び大蔵大臣による政府保証の承認等の手続きと引受シ団幹事との各種協議を経て、シ団会議において決定された。

政府保証債の発行条件は各発行体と引受シ団との契約で決められる。大蔵省と債券発行体の主務省とが認可の協議と政府保証の承認に関わり、また財政投融资の原資である政府保証債の一体的運営を図る必要があることから、条件交渉は大蔵省(理財局)と引受シ団幹事(日本興業銀行)との間で行われ、各機関が発行する債券はすべて同じ期限・利率・発行価格であった(一体運営方式)。平成10年6月に中小企業金融公庫が同公庫の貸付と資金調達の間マッチングを確保するべく6年債を発行して、一体運営方式が崩れた。その背景には、国鉄清算事業団債の流通利回りが公営企業金融公庫債のそれより高くなるなど、市場で銘柄間の格差が生まれていたことがあった。

政府保証債の応募者利回りは従来、信用度がより高い債券の利回りがより低くなるべきであるという「金利体系」の考え方に即して国債よりも高く決められていたが、昭和63年7月に初めて国債のそれを下回る「政国逆転」が発生した。平成元年6-10月にも再度発生し、平成2年10-12月、平成3年2-3月には国債と同水準となった。これらは、発行条件の決定が流通市場の整備に伴い国債との格差を織り込んだ市場実勢で行われるようになったためである。その要因として、政府保証債が非上場債であり決算期に評価替えが不要である点が再認識されたことや、国際決済銀行の自己資本比率規制ルールに基づく政府保証債のリスク・ウェイトがゼロとなったことなどから、流通市場で買い進まれたためであった。以後は表3-2-2に示されるように実勢を反映した条件設定が行われ、おおむね順調に消化された。

なお、大蔵省は昭和63年12月に国際決済銀行(BIS)の自己資本比率規制の国際統一基準を受けた国内適用通達を出して、政府保証債のリスク・ウェイトがゼロであるとしていた。

政府保証債発行額は、政府保証債全体が表3-2-3のように、財政投融资の対象事業に使用するために発行された分のみでは表3-2-4のように、それぞれ推移した。なお、政府保証債のうち債務保証の期間が5年以上のもののみが財政投融资計画に計上されている。

昭和50年代後半から財政投融资の原資事情が悪化して、財投機関の事業規模を確保するために政府保証債発行による資金調達必要性が高まった。その後、各発行体の資金需要や民間の消化能力が勘案され、流動性向上の観点から少額しか発行しない機関の発行を抑制したこと等により、発行額は順次減少した。

表3-2-4は、財政投融资の対象事業に使用するために市場で発行された分の推移を示している。前掲した寺田稔「政府保証債について（上）」、松田学「政府保証債について（下）」、大蔵省『財政金融統計月報』、公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」等によれば、元年度の発行計画は2兆円、実績は1兆8047億円で前年度に比べて4400億円の減少であり、8年ぶりの低水準であった。これは、政府保証債発行体の大部分が発行額を大幅に減額したことと、本州四国連絡橋公団が発行を取りやめ発行団体数が10と最小になったためである。平成2年度の発行計画は2兆円、実績は1兆8996億円であった。これは、発行体の多くが発行額を横ばいか減額としたためである。平成3年度は発行計画は1兆9000億円、実績も1兆8998億円であった。平成4年度は、発行体のうち新幹線鉄道保有機構が解散し、また、JR東日本は民営化後5年の発行期限が経過して発行体数が減じ、発行計画は1兆8000億円、実績は1兆7990億円と、ともに減少した。

平成5年度以降は景気対策のために年度中の補正追加が行われて発行額は再び増加した。平成5年度は景気対策で増額され、発行計画は2兆円、実績は2兆3462億円であった。とりわけ地方公営企業の健全経営のための資金需要に対応するべく、公営企業金融公庫が大幅に発行額を増やした。平成6年度は景気対策で財政投融资計画が拡大される一方、資金運用部等の原資に余力が少なくなつて政府保証債が増額され、発行計画は2兆7500億円、実績は2兆6115億円であった。平成7年度は原資の減少と補正増額、良好な市場環境から増額され、発行計画は3兆2500億円、実績は3兆2292億円であった。

その後平成11年度まで発行額は減少した。平成8年度は財政投融资の原資が拡大したために発行は減額され、発行計画は3兆1000億円、実績は2兆9806億

円であった。平成9年度の発行計画は3兆円、実績は2兆8581億円であった。平成10年度は財政投融资計画の効率的な運用が求められたため発行は減額され、実績は2兆5993億円であった。平成11年度の実績は2兆7185億円であった。12年度は増加し実績が3兆9301億円となってピークに達した。

〔注〕

- 1) 『ファイナンス』昭和63年12月号、平成元年11月号、大蔵省（財務省）『財政金融統計月報』、公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』各年版）参照。

表 3-2-1 私学振興事業団の財会省令
(抄)

日本私立学校振興・共済事業団の財務及び会計に関する省令
(平成9年12月18日文部省令第42号)

最終改正：平成22年11月26日
文部科学省令第21号

日本私立学校振興・共済事業団法（平成九年法律第四十八号）第三十条第三項、第三十二条第四項及び第三十七条の規定に基づき、日本私立学校振興・共済事業団の財務及び会計に関する省令を次のように定める。

(会計の原則)

第一条 日本私立学校振興・共済事業団（以下「事業団」という。）の会計については、この省令の定めるところにより、この省令に定めのないものについては、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従うものとする。

- 2 金融庁組織令（平成十年政令第309号）第二十四条第一項に規定する企業会計審議会

により公表された企業会計の基準は、前項に規定する一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に該当するものとする。

- 3 平成十一年四月二十七日の中央省庁等改革推進本部決定に基づき行われた独立行政法人の会計に関する研究の成果として公表された基準は、この省令に準ずるものとして、第一項に規定する一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に優先して適用されるものとする。

(会計処理)

第一条の二 文部科学大臣は、事業団が助成業務のため取得しようとしている償却資産についてその減価に対応すべき収益の獲得が予定されないと認められる場合には、その取得までの間に限り、当該償却資産を指定することができる。

- 2 前項の指定を受けた資産の減価償却については、減価償却費は計上せず、資産の減価額と同額を資本剰余金に対する控除として計上するものとする。

(対応する収益の獲得が予定されない資

産除去債務に係る除去費用等)

第一条の三 文部科学大臣は、事業団が助成業務のため保有し又は取得しようとしている有形固定資産に係る資産除去債務に対応する除去費用に係る費用配分額及び時の経過による資産除去債務の調整額（以下この条において「除去費用等」という。）についてその除去費用等に対応すべき収益の獲得が予定されないと認められる場合には、当該除去費用等を指定することができる。

（譲渡差額を損益計算上の損益に計上しない譲渡取引）

第一条の四 文部科学大臣は、事業団が日本私立学校振興・共済事業団法（以下「法」という。）第三十八条の二において準用する独立行政法人通則法（平成十一年法律第百三号。以下「通則法」という。）第四十六条の二第二項の規定に基づいて行う不要財産の譲渡取引についてその譲渡差額を損益計算上の損益に計上しないことが必要と認められる場合には、当該譲渡取引を指定することができる。

（中略）

（勘定の余裕金）

第四条 各勘定（助成勘定を除き、第二条第三項に規定する福祉勘定の内訳としての各経理単位を含む。以下この項において同じ。）の余裕金は、予算の定めるところにより他の勘定に貸し付けることができる。この場合において、当該余裕金が長期勘定に属する

ものであるときは、当該貸付金に係る利率は、年四パーセントを下回ることができない。

2 前項の規定にかかわらず、長期勘定の余裕金は、文部科学大臣が財務大臣と協議して定めるところにより助成勘定に貸し付けることができる。この場合において、当該貸付金に係る利率は、財政融資資金法（昭和二十六年法律第百号）第十条の規定による貸付けの利率に準じて文部科学大臣が別に定める利率を下回ることができない。

（中略）

（資産の運用）

第二十二条 事業団は、法第三十九条第一項第三号に掲げるものうち運用方法を特定する金銭信託に運用しようとする場合、施行令第十六条第一号に掲げる信託（法第三十九条第一項第一号の規定により取得した有価証券のみを信託するものを除く。）に運用しようとする場合又は施行令第十六条第三号に掲げる保険料の払込み運用しようとする場合には、あらかじめ、文部科学大臣の承認を受けなければならない。

（文部科学大臣の指定する有価証券）

第二十三条 法第三十九条第一項第一号の文部科学大臣の指定する有価証券は、長期勘定以外の勘定の余裕金を運用する場合にあっては、次に掲げる有価証券とする。

一 特別の法律により法人の

発行する債券

- 二 貸付信託の受益証券
- 三 その他确实と認められる有価証券で、あらかじめ文部科学大臣の承認を受けたもの
- 2 法第三十九条第一項第一号の文部科学大臣の指定する有価証券は、長期勘定の余裕金を運用する場合にあっては、次に掲げる有価証券（元本が本邦通貨で支払われるものに限る。）とする。
 - 一 特別の法律により法人の発行する債券（次号に掲げるものを除く。）
 - 二 資産の流動化に関する法律（平成十年法律第百五号）に規定する特定社債券
 - 三 社債券
 - 四 公社債投資信託の受益証券
 - 五 貸付信託の受益証券
 - 六 外国又は外国法人の発行する証券で国債、地方債又は第一号から第四号までに掲げるものに相当するもの

（中略）

（長期勘定の資産の構成割合及びその運用）

第二十五条 事業団が保有する長期勘定の次の各号に掲げる資産の価額は、常時、第一号にあっては当該勘定の資産の総額に対し同号に定める割合を乗じて得た額以上、第二号及び第三号にあっては当該勘定の資産の総額に対し当該各号に定め

る割合を乗じて得た額以下でなければならない。

- 一 現金、預金、金銭信託、有価証券、生命保険又は第四条第二項に規定する貸付金 百分の五十五
- 二 不動産又は事業団の行う共済法第二十六条第一項に規定する事業のうち不動産の取得に対する貸付金 百分の二十
- 三 事業団の行う共済法第二十六条第一項に規定する事業のうち不動産の取得以外の事業に対する貸付金 百分の二十五
- 2 前項第一号の規定の適用については、株式及び証券投資信託の受益証券の価額は、長期勘定の資産の総額に百分の十を乗じて得た額以下でなければならない。
- 3 第一項の資産は、長期勘定の総資産に対する利率が年四パーセントを下回らない範囲内において運用するよう努めなければならない。

第二十六条 事業団は、毎事業年度その前事業年度における長期勘定の資産の増加額に三分の一を乗じて得た金額に相当する金額を、第二十三条第二項第一号の債券で政府が保証するものに運用しなければならない。

2 第四条第二項の規定による貸付けを行う場合には、前項の規定にかかわらず、同項中「第二十三条第二項第一号の債券で政府が保証するもの」とあるのは「第二十三条第二

項第一号の債券で政府が保証するもの又は第四条第二項に規定する貸付金」とする。(以下省略)

表 3-2-2 政府保証債発行条件

(単位：％、円)

年	表面金利	発行価格	応募者利回り
平成元	4.7	99.25	4.811
2	6.1	99.00	6.262
3	6.7	100.00	6.700
4	5.6	99.50	5.678
5	4.9	99.75	4.937
6	3.4	99.50	3.467
7	4.6	99.50	4.673
8	3.1	99.65	3.132
9	2.7	99.50	2.763
10	2.0	99.75	2.030
11	1.9	99.75	1.929
12	1.8	100.00	1.800

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』各号により作成。

(注) 各年の1月のみ記載。

表 3-2-3 政府保証債・政府保証外債の発行額

(単位：億円)

名 称	平成元年度	2	3	4	5	6	7
	発行額	発行額	発行額	発行額	発行額	発行額	発行額
国内債券	34,636	38,824	35,254	47,207	47,946	44,569	42,853
外貨債券 (邦貨換算額)	3,996	6,533	7,514	6,103	4,951	5,301	4,935
合 計	38,631	45,357	42,768	53,310	52,897	49,870	47,788
名 称	8	9	10	11	12	13	
	発行額	発行額	発行額	発行額	発行額	発行額	
国内債券	35,500	43,476	44,971	33,246	51,410	43,154	
外貨債券 (邦貨換算額)	5,222	8,741	6,233	7,674	4,184	3,837	
合 計	40,722	52,217	51,204	40,919	55,593	46,990	

(出所) 大蔵省理財局『国債統計年報』各年度版により作成。

(注) 財政投融资の対象事業に使用するために発行されたのではないものも含む。

表 3-2-4 政府保証債発行額

(実績、単位：億円)

年 度	平成元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
住宅金融公庫	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,000
中小企業金融公庫	200	200	200	200	200	500	199	199	199	1,899	5,198	8,584
公営企業金融公庫	12,060	11,500	11,350	11,330	17,607	14,494	16,940	17,379	20,010	19,310	17,780	16,606
北海道東北開発金融公庫	—	—	—	—	—	—	99	100	—	—	—	—
国民生活投資銀行	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	999
都市政策投資銀行	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,998
社会福祉・医療事業団	—	896	2,200	1,100	199	1,595	1,099	500	100	100	—	—
日本道路公団	1,315	1,394	1,448	1,205	967	897	2,936	1,776	893	947	2,360	3,170
首都高速道路公団	—	—	—	—	—	500	800	249	123	400	—	—
阪神高速道路公団	—	—	—	—	—	300	99	199	199	—	—	—
本州四国連絡橋公団	—	—	—	—	—	200	300	200	200	300	—	—
日本鉄道建設公団	500	500	550	550	550	750	824	540	537	400	—	—
新幹線鉄道保有機構	1,614	716	387	—	—	—	—	—	—	—	—	—
鉄道整備基金	—	—	298	636	667	1,041	1,360	836	—	—	—	—
日本国有鉄道清算事業団	1,589	3,000	1,000	2,000	2,000	4,000	5,000	6,000	5,000	—	—	—
水資源開発公団	—	—	—	—	—	—	300	200	—	—	—	—
石油公団	—	—	—	—	—	300	400	300	200	320	—	—
海外経済協力基金	—	—	—	—	—	—	150	99	—	—	—	—
東京湾横断道路株式会社	51	77	426	567	886	1,118	997	514	217	—	—	—
関西国際空港株式会社	205	212	636	371	364	97	86	213	605	553	192	222
東日本旅客鉄道株式会社	479	470	469	—	—	—	—	—	—	—	—	—
民間都市開発推進機構	34	31	34	31	22	23	4	2	—	—	18	9
中部国際空港株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—	265	238	518
電源開発株式会社	—	—	—	—	—	300	500	300	299	1,500	1,400	1,196
計	18,047	18,996	18,998	17,990	23,462	26,115	32,292	29,806	28,581	25,993	27,185	39,301

(注) 保証債のうち、財政投融資の対象事業に使用するために発行された分。
 (出所) 大蔵省・財務省「財政金融統計月報」「財政投融資特集」各号。

2 政府保証債の売買状況

政府保証債の売買高（往復計算、以下同じ）は、昭和50年度以降急増し63年度に37兆円超となったが、その後は発行額の減少や金利上昇基調を背景として10兆円台後半から30兆円までで推移した。計数は前掲第1部第2章第1節の表2-1-1に示されている。売買には取引所取引と店頭取引とがあるが国債と同様にほとんどが店頭取引である。

3 政府保証債の商品性改善¹⁾

政府保証債の流動性を高めるためには債券の商品性を改善することが必要であり、次のような措置が講じられた。

(1) 発行ロットの大型化

発行額が少ない銘柄は引受時に各金融機関への割当額が小さくなり、また流通段階でもロットがまとまりにくく端債扱いとなりやすい。そこで昭和62年度以降、1銘柄の年度発行額は原則100億円以上となった。

(2) 満期一括償還制度の導入と繰上償還条項の撤廃

昭和61年度までは発行後3年間据置き、その後半年に発行額の3%ずつ額面で抽選償還する定時償還制度が採られていた。この制度の下では、低金利期に流通市場で額面よりも高くなっている（オーバー・パー）債券も額面で償還されてしまうため投資家に不利になる、償還金を再投資する際にも低金利であるため収益が低下する、さらに保有玉の一部が償還されることに伴いまとまっていたロットが分割されるなどのデメリットがあったため、昭和62年度より満期一括償還制に変更された。更に、平成11年発行分からは国債と同様に繰上償還条項が撤廃された。

(3) 有価証券取引税の引下げ

昭和61年度までは、政府保証債の譲渡にかかる有価証券取引税の税率は国債のその1.5倍であって、ディーリングが著しく不利であった。有価証券取引税上の取扱いの差を解消するべく昭和63年1月より政府保証債等にかかる税が

引き下げられ、国債と同率になった。その後、平成11年3月末に有価証券取引税は廃止された（前記の第1部第2章第2節参照）。

（4） 期間の多様化

次のように進展した（すべて利付債）。なお、これらのほかに、昭和61年度に東京湾横断道路会社が割引債を発行した。

昭和47年7月	10年債	国債に追随して7年債から切り替え
昭和59年12月	15年債	国鉄、道路公団が発行（ともに私募、変動利付）
平成10年7月	6年債	中小企業金融公庫が発行
平成11年9月	4年債	預金保険機構が発行
平成12年5月	5年債	中小企業金融公庫が発行
平成13年6月	2年債	預金保険機構が発行

また、手数料は表3-2-5のように変更された（『平成財政史—平成元～12年度』第9巻「資料(2) 租税・国債」の資料9-143参照）。引受および募集取扱手数料（額面100円当たり）は1円（昭和28年8月以降）、0.8円（昭和30年12月）、0.7円（昭和31年8月）、0.9円（昭和51年10月）、1.1円（昭和57年4月）、1.15円（昭和58年4月）でピークになり、その後は1円（平成2年4月）、0.85円（平成5年4月）、0.75円（平成8年11月）、0.65円（平成12年4月）と低下傾向で推移した。

元利払い手数料は、元金償還（額面100円当たり）と利払い（利金100円当たり）の手数料のそれぞれが、0.2円と0.3円から0.14円と0.28円（平成6年8月）、0.1円と0.2円（平成7年9月）と変化した。受託手数料（額面100円当たり）は0.04円が0.03円（平成8年3月）、0.02円（平成9年5月）、0.012円（平成10年7月）と下がってきている。

表 3-2-5 政府保証債の手数料推移

(単位：100円につき銭)

	昭和28	30	31	51	57	58	平成2	5
	8月	12月	8月	10月	4月	4月	4月	4月
引 受	100	80	70	90	110	115	100	85
受 託	4							
元 金 償 還	20							
利 息 支 払	30							
当 初 登 録	4							
	6	7	8		9	10	12	
	8月	9月	3月	11月	5月	7月	4月	
引 受				75			65	
受 託			3		2	1.2		
元 金 償 還	14	10						
利 息 支 払	28	20						
当 初 登 録						3		

(出所) 財務省理財局。

〔注〕

- 『ファイナンス』昭和63年12月号、平成元年11月号、大蔵省（財務省）『財政金融統計月報』、公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』各年版）参照。

第3節 政府保証外債¹⁾

政府保証外債は政府関係機関・地方公共団体等が国外で発行する債券であって、元本の償還と利子の支払いに政府保証が付されるものである。保証が付くことで政府発行と同様の信用力が得られ、保証がない場合よりも有利な条件での発行が可能となる。なお、詳細は『図説日本の公共債』（各年度版、財経詳報社）参照。

国内の資本蓄積が乏しく外貨準備も少なかった時代には外資導入が必要不可欠で、政府関係機関等が政府保証外債を発行する意義は大きかった。我が国が債権大国となつてからは外資導入の必要度は低くなつたが、資金の調達コスト軽減と調達手段の多様化を目的として発行が継続された。

政府は原則として会社その他の法人の債務を保証することはできない。しかし、政府関係機関・地方公共団体が国外で発行する債券については「国際復興開発銀行等からの外資の受入に関する特別措置に関する法律」（世銀特措法）に基づき保証を付すことができる。また、電源開発株式会社（昭和55年度以来）等の特殊会社に対してはそれぞれの設立根拠法に基づき政府保証を付すこともある。政府保証外債発行額の推移は前節の表3-2-3のとおりである。

上記の根拠法に基づき、平成元年度において政府保証外債を発行していた機関は日本開発銀行、日本輸出入銀行、公営企業金融公庫、中小企業金融公庫、日本道路公団、地方公共団体のうち東京都、大阪府、横浜市、神戸市、特殊会社のうち電源開発株式会社、関西国際空港株式会社の11団体であった。

国外で発行する地方債は特別の場合に政府保証を付すことができ、その対象事業は臨海土地造成事業に限定されていた。ただし、昭和61年度以降、内需拡大策の一環として東京都の下水道整備事業と地下鉄建設事業が政府保証外債の対象事業とされた。なお、大阪府は関西国際空港建設に関連した南大阪湾岸整備事業（臨海土地造成事業）の資金調達のため昭和62年度から平成元年度まで、また、神戸市はポートアイランド造成事業の資金調達のため昭和61年度から平成7年度まで、それぞれ政府保証外債の発行を行ったが、造成した土地の売却益で事業費を賄うことができるようになって発行を終了した。

特殊会社のうち、平成元年度より電源開発株式会社には大型石炭火力発電所等建設の、同年度より関西国際空港株式会社には空港建設等の、また平成5年度より東京湾横断道路株式会社には道路建設等の、それぞれの資金調達を容易にするために発行する外債に政府保証が付された。

政府保証外債の保証限度額は毎年度の一般会計予算算総則において規定される。国内で発行される政保債・政府保証借入金は保証限度額が機関別に計上されるのに対し、政府保証外債は発行通貨を含め機関別の外債発行額を事前に確定させることが困難であるため、「世銀特措法」に基づく保証枠として発行機関を特定せず包括的に限度額が計上されて、弾力的な発行が可能となっている。予算策定時に予見できなかった内外の金融情勢の変動等により政府保証外債を増額しなければならなくなった場合、保証限度額はその50%の範囲内で増額できる、という弾力条項が予算総則上の保証限度額に設けられている。

政府関係機関の場合、それぞれの設立根拠法に基づいて毎年度予算及び資金計画が策定され、資金調達方法もあらかじめ決められている。また、資金調達の大部分は資金運用部等からの借入れあるいは国内政保債の発行によっており、それらは毎年度の財政投融资計画に計上されている。これに対し、外債発行による資金調達は市場環境の変化に伴う発行市場の変更、通貨の変更、為替相場の変動等があることから、財政投融资計画には計上されていない。なお、特殊会社はそれぞれ個別に保証限度額が計上されている。

政府保証外債の沿革は次のとおりである。設備投資資金を財政投融资資金等では賄いきれなくなった日本電信電話公社が昭和36年に米国市場で外債を発行したのが政府保証外債の嚆矢である。その後、我が国の国際収支が黒字基調に転じ外貨準備も拡大したため、昭和40年代前半には発行が抑制された。

昭和48年に国際収支は再び赤字に転じ、外債市場の好転、発行体の資金事情もあいまって、昭和49年度末から政府保証外債の発行が再び活発となった。米国金利は昭和52年半ばから上昇に転じその後も高金利が続いたため、米国市場での発行は昭和59年2月までの7年間途絶え、昭和52～54年度はドイツ・スイスの市場が発行の中心となった。

昭和55年度からは発行体数が増加、さらに昭和56年度からの通貨スワップ債の登場により外債発行が為替リスクのない有利な資金調達手段となりうると認識されたこともあって、発行額は増大した。昭和60年度以降、新規に政府保証

外債の発行体となったのは昭和60年度の横浜市（昭和46年度以来の発行再開）、昭和62年度の大阪府（昭和37-39年度まで大阪市と合同発行の実績があった）、平成元年度の関西国際空港株式会社、平成2年度の北海道東北開発公庫、平成5年度の東京湾横断道路株式会社であった。なお、昭和60年度からは日本電信電話公社が、昭和62年度からは日本航空が、それぞれ民営化に伴い政府保証外債の対象ではなくなった。

政府保証外債は5年債、7年債、10年債がほとんどであったが、平成8年度に中小企業金融公庫が35年ぶりに3年債を発行した。平成10年前後はユーロ市場、特にユーロドル債を中心にドイツ、スイス、米国等の各市場で年間20銘柄程度の発行が続いた。

〔注〕

- 1) 各年の『図説 日本の公共債』（財経詳報社）参照。

第4節 政府短期証券¹⁾

政府短期証券（FB）は国庫に一時的な資金不足が生じるとき、それを補うために発行される短期の割引債である。これは国庫の一時的な資金不足に対する資金繰りのために「財政法」又は各特別会計法によって発行が認められており、年度内又は発行後1年以内に償還される。政府短期証券は、(1)短期の資金繰りのために発行され、その発行収入・償還金支払は原則として予算決算上、歳入歳出に計上されない、(2)年度内又は1年以内に償還される、(3)日本銀行引受は禁止されていない、という点で長期国債と異なる。従来発行されていたのは次の3種類であった。

(1) 大蔵省証券（蔵券）

国庫全体の一時的な資金不足を補うために一般会計の負担で発行され、当該年度の歳入によってすべて償還された。法的根拠は「財政法」第7条である。

(2) 食糧証券（糧券）

食糧管理特別会計の資金不足を補うために発行された。年度内に償還されるもののほか、年度を越えて発行され1年以内に償還されるものがあった。これは、糧券の発行残高が米買入代金を賄うため秋にピークに達し、その後1年にわたって米の売払収入により徐々に償還され残高が減少していくという性格によるものであった。

(3) 外国為替資金証券（為券）

外貨の買入等に伴って生ずる外国為替資金特別会計の資金不足を補うために発行された。年度内に償還されるもののほか、年度を越えて発行され1年以内に償還されるものがあった。外貨買取りのための円資金に不足をきたした場合等に発行され、逆に外貨の売却等により円資金に余裕が生じると償還された。

これら3種類の証券の発行条件のうち割引歩合については金融情勢等を勘案して大蔵大臣が定めることになっており、表3-4-1に示されるように公定歩合

に連動してそれよりやや低目の水準にされることが多かった。

なお、次の5種類の政府短期証券は、法律上の規定はあるが現実には発行されていなかった。(1)印刷事業証券(「印刷局特別会計法」第6条)、(2)国有林野事業証券(「国有林野事業特別会計法」第6条)、(3)アルコール専売事業証券(「アルコール専売事業特別会計法」第6条)、(4)郵政事業証券(「郵政事業特別会計法」第17条)、(5)貿易保険事業証券(「貿易保険特別会計法」第12条)。

政府短期証券の具体的な発行手続きは次のとおりであった(乾文男(編)『図説日本の公共債』平成7年版参照)。大蔵大臣は、翌週発行予定のものについては、毎週金曜までに発行予定額等の発行要項を定めて日本銀行に通知する。日本銀行はこれに基づいて発行条件等を本支店の店頭で公示する。発行日は原則として毎週月、水、金曜日である。応募申込の締切は発行日の前営業日の正午、申込場所は日本銀行本支店である。応募者の範囲は銀行、信用金庫、全国信用金庫連合会、農林中央金庫、商工組合中央金庫、保険会社、日本銀行取引先の証券会社及び短資会社等であった。一般の法人は、証券会社等を通じて購入することになり、また資金運用部、公庫、公団等の政府機関が政府短期証券を余資運用に利用する場合には、日本銀行から日本銀行保有の短期証券を購入した。

これら3種類の証券は市場の厚み、商品の均質性などを考慮して平成11年度から統合されて政府短期証券となり、大蔵省証券など3種類の名称は発行収入金・償還金などを区分経理する場合のみに用いられることになった。この間の経緯は次のとおりである。

まず、3種類の証券は発行条件を特定して公募する定率公募発行を原則としていたが、割引料が公定歩合を下回っていたことから市中からの応募はほぼ皆無であり、残額を日本銀行が引き受けていた(定率公募残額日銀引受方式)。

その後、外国為替等審議会の「円の国際化専門部会」は平成10年11月に「円の国際化について」なる中間論点整理をまとめたが、その中で以下の指摘がなされた(表3-4-2)。

短期金融市場では、短期割引国債(TB)と政府短期証券(FB)は信用度・流動性・商品としての均質性等からみて、非居住者の短期運用の主力商品となるべきものであるが、我が国ではTBとFBの玉不足のため市場に厚みがない。また、TBとFBは発行時に源泉徴収が行われているが、キャッシュフローに影響を与え、価格形成にも影響を及ぼしうる。加えて、有価証券取引税を回避

するために現金担保付債券貸借の形をとった日本独自のレポが行われている。このレポ市場をグローバル・スタンダード化して円の国際化をはかることが必要である。

このような指摘を受けて、大蔵省は円の国際化の推進策として表3-4-3のような対応を進めることとした。さらに、理財局内で次のような議論がなされた。

1) 大蔵省証券と食糧証券の発行時期はかなり偏る。2) 個々の証券毎に発行すると、券種により発行量に差が生じるので、金利差が発生するおそれがある。3) 発行当局の事務的な問題として、市場関係者に非常に大きな負担を負わせるおそれがある。

これらの議論や部内での検討を重ねて、大蔵省証券・食糧証券・外国為替資金証券を統合し公募入札方式により発行することとなり、平成11年3月に表3-4-4のような新聞発表が行われた。

平成11年度から大蔵省証券・食糧証券・外国為替資金証券は統合されて13週(3か月)物の政府短期証券となり、価格競争による公募入札が開始された(政府短期証券と短期国債の比較については表3-4-5と表3-4-6参照)。短期金融市場に3か月物、6か月物(以上、政府短期証券)、1年物(短期国債で平成11年度から登場した。本章第5節参照)の銘柄をそろえて市場を育成することが目指された。

平成11年度は日銀引受けを併用したが、平成12年度以降は全額が入札発行とされた。平成13年度からの財政投融资改革に伴い、財政投融资の一時的な資金不足を補う目的でも政府短期証券が発行されるようになった。

なお前記の第2章第2節でもふれたように、税制面では昭和61年1月に政府短期証券制度の改正があり、その償還差益に対して発行時に源泉徴収が行われ、他方、流通性確保のため国債振替決済制度を利用して法人間でのみ流通させることを前提に、法人税の課税上、源泉徴収税額的全額を税額控除できた。平成11年4月からは短期国債とともに償還差益の源泉徴収は免除となった。

政府短期証券の発行の状況は表3-4-7に、発行条件の推移は前掲表3-4-1に示されている。政府短期証券の発行残高は、国庫における資金過不足の状況に応じて日々変動する。従来は期間を固定した2か月物と3か月物があったが、平成12年4月から期間を厳密に固定せず市場動向や国庫の資金繰りに合わせて償還日を自由に設定できるタイプが発行された。これは大量に発行される証券を円滑に消化するためであった。

表 3-4-1 FB発行条件の推移

(単位：%)

年	月	応募者利回り	年	月	公定歩合
昭和62	3	2.384	昭和62	2	5
平成元	6	3.194	平成元	5	3.25
	10	3.708		10	3.75
2	1	4.223		12	4.25
	4	5.256	2	3	5.25
	9	5.550		8	6
3	7	5.515	3	7	5.5
	11	4.997		11	5.1
4	1	4.481		12	4.5
	4	3.708	4	4	3.75
	8	3.194		7	3.25
5	2	2.425	5	2	2.5
	9	1.657		9	1.75
7	4	0.876	7	4	1
	7	0.751		9	0.5
	9	0.374			
8	1	0.374			
11	4	0.07			
	5	0.033			
	6	0.042			
	7	0.047			
	8	0.031			
	9	0.021			
	10	0.058			
	11	0.074			
	12	0.041			
12	1	0.068			
	2	0.05			
	3	0.115			
	4	0.059			
	5	0.037			
	6	0.1			
	7	0.172			
	8	0.326			
	9	0.346			
	10	0.364			
	11	0.375			
	12	0.747			

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』。

発行後資金繰りに余裕が生じた場合は、償還期限の到来を待たずに繰上償還されることもしばしばである。発行額に対する公募額の実績はおおむね低調で、ほぼ全額が日本銀行により引き受けられていた。日本銀行は流通市場を育成すべく昭和56年から保有する政府短期証券を実勢レートで市中に売却するオペ（無条件オペ）を実施した。昭和61年から売り現先オペを、平成11年の政府短期証券の公募発行開始時からは買い現先オペをそれぞれ始めた。政府短期証券と短期国債のオペを併せて平成11年度から短期国債売買オペと称した。なお、次章の第2節でも日本銀行による政府短期証券の引受に言及している。

表 3-4-2 外国為替等審議会「円の国際化専門部会」の論点整理（抄）

「円の国際化について」—中間論点整理—

平成10年11月12日

（中略）

3. 具体的な方策に関する専門部会における主な論点

(1) 金融・資本市場における課題

①部会での指摘事項

（中略）

(ロ) 短期金融市場においては、TB（短期割引国債）・FB（政府短期証券）は、信用度、流動性、商品として均質性等から見て、各国中銀をはじめ非居住者の短期運用の主力商品となるべきものであるが、①我が国では米国と比べても、市中にTB・FBの玉不足が生じており、市場に厚みがない、②TB・FBの償還差益について発行時に源泉徴収が行われているが、その金融商品としての特殊性から、キャッシュフローに影響を与え、価格形成にも影響を及ぼしうることについて特に考慮すべきである。また、有価証券取引税を回避する観点から、我が国では現金担保付債券貸借の形をとったレポが行われているが、これは日本独自の形態となっており、レポ市場をグローバル・スタンダード化することが必要である（欧米では、買戻（売戻）条件付売却（購入）が通常の形態）。

（以下省略）

表 3-4-3 円の国際化の推進策について
(抄録)平成10年12月22日
大 蔵 省

円の国際化の推進策について

円の国際化を推進するための具体的な方策につき、下記のような対応を進めることとします。

(1) FB（政府短期証券）の市中公募入札発行について

以下のようなFB発行の新たなスキームに沿って、FBの市中公募入札発行を行うこととする。なお、本件に関する実務的事項等については後日、別途公表する。

- ① FBの発行方式を現行の定率公募残額日銀引受方式から、原則として公募入札方式に改める。
- ② FBの償還期間は、原則として13週間（3ヶ月）とし、週1回程度発行する。
- ③ 公募入札において募集残額等が生じた場合及び国庫に予期せざる資金需要が生じた場合には、日本銀行は、例外的に所要のFBの引受けを行うものとする。ただし、日本銀行が例外的に引き受けたFBについては、公募入札発行代り金により、可及的速やかに償還するものとする。
- ④ FBの公募入札発行は平成11年4月より開始する。ただし、公募入札への完全な移行は、1年程度を目途として、市場実勢等を見極めつつ段階的に行うこととし、それまでの間、日銀引受による発行を併用する。

(2) 円の国際化に関連する税制の見直しについて

平成11年度税制改正事項として、以下の項目を決定した。今後、必要となる法令の改正等に向けて、鋭意検討・準備を進めることとする。

- ① TB（短期割引国債）・FB（その発行されるもののすべてが発行と同時に一括登録されるTB・FBに限る。以下同じ。）の償還差益については、その発行時の源泉徴収を免除することとし、外国法人がTB・FB（償還期間を通じて一括登録がされていたものに限る。）につき支払を受ける償還差益については、原則として法人税を課さないこととする。これに伴い、本人確認制度・支払調書制度等、所要の整備を行う。

(注) 上記措置は、平成11年4月1日以後に発行されるTB・FBについて適用する。

- ② 非居住者・外国法人が支払を受ける一括登録国債の利子につき、一定の要件の下、一括登録期間に対応する金額に対する源泉徴収を免除する。これに伴い、本人確認制度・支払調書制度等、所要の整備を行う。

(注) 上記措置は、平成11年9月1日以後に計算期間が開始する一括登録国債の利子について適用する。

- ③ 指定金融機関等の源泉徴収免除制度及び公共法人等の利子非課税制度につき、対象となる国債利子の範囲から個別登録国債の利子（平成13年1月1日以後に計算期間が開始するもの）を除外する。（参考）有価証券取引税及び取引

所税は平成11年3月31日をもって廃止する。

(注) 上場株式等に係る譲渡所得等の源泉分離選択課税制度については、引き続き平成13年3月31日まで適用する経過措置を講じた上、廃止する。

(3) 国債の繰上償還条項の撤廃について

平成11年1月以後に発行する国債について、繰上償還条項を撤廃する。

(4) その他

① 平成11年度より、30年国債及び1年物TBを導入することとし、国債の償還年限の一層の多様化を進める。

(以下省略)

表 3-4-4 FBの公募入札に関する新聞発表

政府短期証券 (FB) の公募入札発行について

平成11年3月5日

下記のような枠組みに従って、政府短期証券 (以下、「FB」という。) の公募入札発行を行うこととする。

記

1. 公募入札発行の方法等

- (1) FBの名称は「政府短期証券」とし、大蔵省証券、食糧証券及び外国為替資金証券を統合して発行する。
- (2) FBは価格競争入札 (コンベンショナル方式) により発行する。
- (3) FBの最低応募単位は1000万円とする。
- (4) FBの償還期間は、原則13週間とする。
- (5) (4)に加え、2ヶ月物等償還期間13週間未満のFBを国庫の資金繰りに応じて発行することを検討する。
- (6) FBの発行は、原則として毎週最初の営業日に行い、その3営業日前に入札を行うこととする (祭日等がない場合、水曜日に入札し、月曜日に発行することとなる)。
- (7) FBの入札手続は、日銀ネット等により行うこととする。
- (8) FBの入札当日のスケジュールについては、原則として、入札日の午前10時20分にオファーし、同11時30分に締め切ることとする。
- (9) FBの公募入札参加資格者の範囲は、振替決済制度の参加者のうち、次のいずれかを満たす者とする。なお、公募入札参加者への指定の希望については、平成11年3月中は日本銀行を通じて受け付ける。
 - ① 銀行、証券会社、保険会社、農林中央金庫、商工組合中央金庫、短資会社
 - ② ディーリング認可を受けている信用金庫等。

(以下省略)

表 3-4-5 TB と FB の比較

(平成11年3月末まで)

		T B	F B
名 称		割引短期国庫債券	外国為替資金証券(為券) 大蔵省証券(蔵券) 食糧証券(糧券)
根 拠 法		国債整理基金特別会計法第5条	・為券…外国為替資金特別会計法第4条 ・蔵券…財政法第7条 ・糧券…食糧管理特別会計法第3条
法 的 性 格		歳入債(借換債) (注) 年度内TBは歳計外 年度超TBは歳計内	資金繰り債
発行残高等 (額面ベース)		170,208億円(平成10年度平残、公募入札分)	為券 268,780億円(平成10年度平残) 蔵券 30,184億円(平成10年度平残) 糧券 6,466億円(平成10年度平残)
商 品 内 容	債券形式	割引債	同左
	期 間	現在、6か月物と3か月物の2種類	原則として60日
	最低券面	1,000万円(2.4~)	同 左
	流 通 の 仕 組 み	全て国債振替決済制度を通じ流通 法人間のみでの流通を前提	
	税 制	○源泉所得税 ・法人の課税上、通期税額控除 (一般の割引債は所得期間按分) ・外国中銀等については取得時に 源泉徴収税額還付(62.8~) ・外国法人については償還時還付 (4.4~) ○有価証券取引税…非課税	
発行方式等	公募入札方式 (価格競争コンベンショナル方式) (募入平均0.070%、11.6.16入札、 1年物) (募入平均0.095%、11.7.6入札、6 か月物) (募入平均0.037%、11.6.17入札、 3か月物)	定率公募残額日銀引受方式 (実際には大部分が日銀引受) (割引歩合0.075%、11.3月末日現在)	

(出所) 財務省理財局資料。

表 3-4-6 TB と FB の比較 2

(平成11年4月以降)

	T B	F B	
名 称	割引短期国庫債券	政府短期証券	
根 拠 法	国債整理基金特別会計法第5条	外国為替資金特別会計法第4条 財政法第7条 食糧管理特別会計法第3条	
法 的 性 格	歳入債（借換債） (注) 年度内 TB は歳計外 年度超 TB は歳計内	資金繰り債	
発行残高等 (額面ベース)	270,013.4億円（平成11年度末残、公募入札分）	354,980.7億円（平成11年度末残）	
商 品 内 容	債券形式	割引債	同左
	期 間	6か月物及び1年物の2種類	原則として13週間
	最低券面	1,000万円（2.4～）	同 左
	流通の 仕組み	全て国債振替決済制度を通じ流通 法人間のみでの流通を前提	
	税 制	○源泉所得税 …発行と同時にすべて一括登録される場合に限り、源徴免除 ○法人税 …外国法人が支払を受ける TB （償還期間を通じて一括登録されていたものに限る）の償還差 益については、非課税	
発行方式等	公募入札方式 (価格競争コンベンショナル方式) (募入平均0.117%、12.6.6入札、6 か月物) (募入平均0.260%、12.6.15入札、 1年物)	同左 (募入平均 0.180%、12.6.28入札)	
入札参加者の 範囲	国債振替決済制度参加者のうち、 ・銀行、証券会社、保険会社、農林 中央金庫、商工組合中央金庫、短 資会社、証券金融会社 ・ディーリング認可を受けている信 用金庫等	同左	

(出所) 財務省理財局資料。

表 3-4-7 FB の発行と現存額

(単位：10億円)

年度	総 額	大蔵省証券	外国為替資金証券	食糧証券
平成元	158,472 16,616	49,126 —	104,282 16,007	5,064 609
2	167,339 16,356	65,993 —	97,630 15,800	3,716 556
3	157,578 15,802	62,155 —	92,239 15,446	3,184 356
4	155,208 15,593	61,011 —	91,766 15,332	2,431 261
5	163,360 22,221	51,219 —	110,995 22,221	1,146 —
6	178,735 22,988	47,777 —	129,591 22,634	1,367 354
7	183,520 29,362	22,608 —	156,390 28,761	4,522 601
8	189,016 30,639	17,339 —	169,037 29,836	2,640 803
9	211,273 30,675	26,698 —	178,599 29,647	5,976 1,028
10	222,187 29,779	47,206 —	166,553 28,768	8,428 1,011
11	221,865 40,593	57,311 —	160,328 39,573	4,226 1,020
12	190,614 44,840	14,646 —	173,132 43,807	2,835 1,033

(出所) 大蔵省理財局『国債統計年報』各年度版により作成。

(注) 上段は発行額、下段は年度末現存額。

〔注〕

- 1) 乾文男（編）『図説 日本の公共債（平成7年度版）』（平成7年、財経詳報社）と『平成財政史—平成元～12年度』第9巻「資料(2) 租税・国債」の表参照。

第5節 短期国債¹⁾

短期国債（TB）は1年未満の割引債であり、発行・償還の推移は表3-5-1のとおりである（浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会、第2章参照）。国債の大量償還・借換えに円滑に対応するために、国債満期構成の多様化の一環として昭和61年に6か月物が導入され、市場実勢を反映するべく価格に関するコンベンショナル方式に基づく入札によった。

平成元年9月に3か月物も導入され入札方式で発行された。

導入の理由は、

- 1) 短期金融市場の中心である譲渡性預金（CD）やコマースナル・ペーパーは3か月物が主であって、市場参加者は3か月という期限になじみがあったこと、
 - 2) 金利変動リスクが6か月物より小さいため応札の額・レート等の意思決定が容易であったこと、
 - 3) 発行体にとっても金利負担がより小さいと考えられたこと、
- などであった。また、譲渡性預金など短期金融市場の商品との金利裁定を活発にして、短期金融取引全体を活性化できることも期待された。

なお、平成3年には多国籍軍支援の財源確保のために「湾岸地域支援財源確保臨時措置法」（第1章第3節に前掲の表1-3-3参照）に基づいて、国債整理基金特別会計法に基づく通常の短期国債とは種類の違う臨時特例国債（湾岸国債）6か月物約9700億円が入札方式で発行された。これは償還財源として、平成3-6年度における一般会計からの国債整理基金特別会計への繰入金と、平成3-4年度における法人臨時特別税及び石油臨時特別税（同法で創設され、略称は「臨時特別税」）の収入を予定した。

その後、平成11年4月に取引を活発にして短期金融市場を育成し、国債の年限を多様化して市中での消化を円滑に進め、ひいては円の国際化の推進に資するべく1年物が公募入札で発行された。これは平成10年12月の大蔵省の「円の国際化の推進策について」の文書（前節参照）でも明記されていた。導入時の検討経過については表3-5-2および前掲の表1-2-6を参照されたい。1年物の導入により3か月から1年までの利回り曲線が明らかになったほか、日本銀行にとっては、市場が広がって保有する政府短期証券の売却ができ、かつ短期国債

売買オペの裁量の幅も広がるなどの効果が見込まれた。外国人投資家による保有が多くなり円の国際化を進めることにもなった。

また、前記のように平成11年度からは政府短期証券の3か月物が発行されたが（前節の表3-4-5、表3-4-6参照）、それと棲み分けるために3か月物短期国債は平成12年3月に発行停止となった。

短期国債は導入時には年4回発行であったが、大量発行に伴い発行量を平準化するために平成元年8月以降は毎月発行となり、平成2年7月以降は原則月2回発行、平成7年4月からは月2回、つまり3か月物と6か月物を毎月各1回、の定期的な発行となった。

短期国債の最低取引単位は導入当初1億円であったが、その後5000万円に、平成2年4月には1000万円に引き下げられた（政府短期証券も同様）。短期国債と政府短期証券は債券現先市場の中心的商品であり、事業法人等に多い5000万円未満の小口の現先や、端数の現先への対応が必要であったためである。

短期国債は短期金融市場に参加する法人間で活発に取引される商品であるとの考え方にに基づき、法人間の売買に税法上の特別の措置を認め、その保有・流通には全て国債振替決済制度が利用された。入札参加者が他の入札参加者以外に販売する場合は、①相手方は上場会社又はこれに準ずる会社等で金融・証券市場の動向に精通した者に限定し、個人・個人類似法人への販売は行わない、②顧客（法人）は引き続き国債振替決済制度を利用してこれを保有し、譲渡又は質入れをする場合には必ず入札参加者（ディーラー。ただし当初販売のディーラーに限らない）に対して行うこととされた。

短期国債の償還差益に対しては、税負担が適正に行われてその流通を阻害しないよう、発行時に償還差益の18%が源泉徴収された。最終保有者は源泉徴収された税額の還付を受けられたが（通期控除制度）、平成4年度から外国法人は償還益に対する所得税を全額免除され、平成11年度に政府短期証券とともに償還差益の源泉徴収が免除されるようになった。

日本銀行は短期国債オペを平成2年1月に開始して、本店取引先の金融機関・証券会社等から入札方式により買い現先オペを行った。オペ導入後しばらくは買入期間が1か月（月2回）程度であったが、平成6年1月以降1週間～3週間へと短くなり、オペの回数は飛躍的に増加した。その後、年越え、年度末越えやオーバーナイトの資金供給手段としても活用されるようになり、さら

に即日決済のオペ（オファーの2営業日後に決済されるものが多用）も頻繁に行うなど、機動的な金融調節手段として活用した。平成11年からは売り現先オペを開始した。

表 3-5-1 短期国債の発行額と現存額

(単位：百万円)

年 度	発 行 額		現 存 額	
	銘柄数	金 額	銘柄数	金 額
昭和63	4	4,441,350	2	2,401,450
平成元	9	10,770,900	4	5,502,850
2	19	20,450,730	8	8,211,580
3	19	19,955,280	8	9,181,890
4	20	25,285,370	8	10,654,520
5	20	27,272,480	8	11,114,390
6	20	26,873,830	8	11,776,010
7	24	34,180,590	9	12,783,450
8	24	34,615,440	9	13,118,620
9	24	36,123,180	9	13,426,150
10		39,517,800		17,020,800
11		48,798,800		27,001,300
12		42,840,900		29,641,800

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』、日本証券業協会『証券業報』の各年版により作成。

表 3-5-2 国債の償還年限の多様化（1年債）（抄）

平成10年12月7日
大蔵省理財局国債課

国債の償還年限の多様化について

(中略)

3. 1年物 TB の導入について
(1) 導入の理由

TBは現在、3ヶ月物と6ヶ月物を毎月一回ずつ発行しているが、平成11年度以降FBが3ヶ月物を中心に市中公募される中で、11年度において国債整理基金の資金繰りを確保するとともに、TB残高を増加させる（7兆円→21兆円）ことによって、国債の大量消化の一助とするためには、TBについて、3ヶ月物と6ヶ月物の発行を継続するとともに1年

物を導入し、多様化を図る必要がある。

(2) 他の金融商品との競合

1年物の金融商品としては、興銀、農中、商中等の発行する割引金融債があり、その一部を事業法人が購入していることから割金債の発行体からの抵抗が予想されるが、割金債は基本的には個人向け中心の商品であることから、1年物TBについて、現行TBと同様、法人向け商品と位置づければ、5年利付債の導入に比し、比較的抵抗は小さいのではないと思われる。

ただし、都銀関係者の一部に、1年物TBの発行が銀行の法人向け大口定期に与える影響を指摘する向きがあり、この点については、債券と預金という商品性の違いがあることや既に1年未満の大口定期とTB（3ヶ月、6ヶ月）が共存していること等の事情はあるものの、現実的に大きな影響が出ることも考えられるので、現在、関係者の意見を確認しているところである。

(3) 市場のニーズ

1年物に対する市場のニーズについて市場関係者にヒアリングを行ったところ、法人投資家の間にそれなりのニーズがあるのではないかとの意見が大半であった。消化可能額については、最終的には月1回の発行で1兆円程度の消化が可能ではないかとの意見もあったが、あくまでも未知数であるとする意見もあり、いずれにせよ導入当初においては、5,000～6,000億円程度が限度ではないかとの見方が多い。

(4) 発行額

上記のような市場のニーズを勘案

すれば、1年物を導入した場合に未達となる事態を極力回避するためには、年度前半の発行ロットを5,000億円～7,000億円に抑えざるを得ず、その間、国債整理基金の資金繰りのショートを防ぐために、経過措置として、3ヶ月物のTBの発行を継続する必要がある。

なお、年度後半には、市場の状況が許す限り、発行ロットを段階的に増額し、1兆円程度とすることを目途としたい。

(5) 発行頻度及び発行方式

発行頻度については、市場のニーズや1銘柄当たりの流動性の確保を考えれば、月1回の発行が適当と思われる。例えば、現在の3ヶ月物と同様、毎月20日に発行、その3営業日前に入札するスケジュールが考えられる。

発行方式については、現行の3ヶ月物、6ヶ月物と同様に公募入札方式によることとしたい。

(6) 流通の仕組み

税制上、現行のTBと同様な取扱いを受けるとともに、割金債とのバッティングを最小化するため、現在のTB（3ヶ月物、6ヶ月物）と同様、振込債として法人間のみで流通する仕組みとすることとしたい。

(7) 償還期間と税制との関係

短期国債の償還差益に関する税制上の取扱いについては、法令上「発行の日から償還期限までの期間が1年に満たない国債」という規定振りとなっている。

今後、1年物TBについて税制上FB及び既存のTBと同様な取扱いを受けるためには、こうした規定ぶりについての手当てが必要となるの

で、当該手当を主税局に要望しているところである。

(注) 仮に、主税局側の理解が得られない場合には、米国の例にない4週間に1回52週(364日)物を発行することとしたい。この場

合には、6ヶ月物及び3ヶ月物についても、それぞれ4週間に1回26週物及び13週物として発行することが適当と考えられる。

(以下省略)

[注]

- 1) 浜田恵造編『国債』(平成9年、大蔵財務協会)参照。

第6節 財投債

財投債はさかのほれば、平成2年春に臨時行政改革推進審議会（首相の諮問機関）が発表した「行財政改革推進委員会報告」の財政投融资制度の項で言及された。「金融・財政環境の変化などにより従来の原資のみでは財投原資の確保が不十分となる場合に備えて、例えば財投債の発行など新たな補完的な資金調達方法の導入を検討する」との文言が見られ、政府に前向きな対応が求められていた（表3-6-1参照）。

その後、財政投融资の改革議論は平成8年頃から盛んに行われるようになった（中川雅治・元理財局長口述による）。平成8年6月に大蔵省理財局長の私的研究会である財政投融资の将来研究会が財政投融资の在り方について報告書を発表し、高齢化で中長期的に不足が懸念される原資について、資金運用部による財投債の発行を提案した。平成9年夏に行政改革会議（会長・橋本首相）が郵便貯金から資金運用部への預託廃止や郵貯の将来の民営化を打ち出したのを受けて、財投債発行による資金調達が検討された。同年11月に大蔵大臣・郵政大臣の諮問機関である資金運用審議会懇談会が財政投融资の抜本改革を求める報告書を発表して、財政投融资をスリムにするため郵便貯金・年金資金の預託制度を廃止し、個別の政府機関が発行する財投機関債と大蔵省が発行する財投債を併用して資金調達するよう求めた（表3-6-2参照）。財政投融资改革の過程ではまた表3-6-3のような改革案も検討された。

13年度予算では、国債発行総額は財投債のうち郵便貯金や公的年金が市場を経由せず直接引き受ける分（33兆4000億円）を含めないと98兆5000億円であった。更にこの国債発行総額から、日本銀行が償還を迎える保有国債を乗り換える分や郵便局の窓口販売分など公的引受分（8兆6000億円）を除く市中消化額は89兆9000億円となった。新たに発行される財投債は、郵便貯金や公的年金による直接引受額を除いた市中消化分が10兆4974億円であり、特殊法人が独自に発行する財投機関債は20機関で計1兆1058億円の発行が予定された。

表 3-6-1 臨時行政改革推進審議会の報告(抄)

行財政改革推進委員会報告

平成2年3月
臨時行政改革推進審議会・
行財政改革推進委員会

第一 基本的考え方(略)

第二 行政改革の主要課題と改革の基本的方向

1 国民負担の増大抑制と財政の運営方針

(中略)

(2) 財政の運営方針

ア 中長期的にみて、財政の健全性を確保し、国民負担率の増大を抑制するため、国の一般会計歳出の伸び率は、適度の経済成長率が維持されていることを前提に、名目成長率以下とすることを原則とする。

イ 赤字国債への依存から脱却して、臨調以来焦眉の課題であった財政再建の第一段階が達成できた。政府は、今後とも内需中心の経済成長の持続を図りつつ、再び赤字国債に依存することなく、公共的な財・サービスの適切な供給や景気変動への対応といった財政の機能の一層の発揮を目指した運営を行う。

ウ 将来における赤字国債の再発行を予防するためにも、公債依存度の引下げを進めるとともに、好況期に税財源を充当して建設国債発行額を圧縮し、不況期における財政の景気対応力を強化する。

エ 赤字国債の早期償還に努める。歳出の既往繰延べ分及び旧国鉄債務等の処理を進める。

オ 株式等の政府資産の売却等による財源について、国債(特に赤字国債)の償還財源として活用する。
カ 税収の年度所属区分時期は、適当な時期及び適当な方法により旧に復する。

キ 内外経済情勢の変化に対応して歳出の優先順位を常に見直し、弾力的に変更する。特に、従来固定的であった公共事業費の分野別配分を見直し、重点化する。

(中略)

5 行政組織、現業、特殊法人等の改革(中略)

(5) 財政投融资制度

ア 財政投融资制度については、今後とも、社会経済情勢や国民のニーズの変化に弾力的に対応しつつ、その機能を活用する。

イ 財政投融资の運用に当たっては、情勢やニーズの変化に的確に対応して、対象分野や対象事業について厳しく見直し、統合管理・運用の原則を維持しつつ、資金を重点的、効率的に配分する。この場合において、政策金融は民間金融の補完に徹する。

ウ 財投機関の経営改善、経営合理化の徹底を図る。また、財投機関について、その必要性や効果が乏しくなった業務を整理するなど、情勢やニーズの変化に対応して必要な見直しを行う。

エ 財政投融资の事業内容について、国民への情報開示、提供を充実する。

オ 金融・財政環境の変化などによ

り従来の原資のみでは財投原資の確保が不十分となる場合に備えて、例えば財投債の発行など新たな補

完的な資金調達方法の導入を検討する。

(以下省略)

表 3-6-2 財政投融资の抜本的改革について (抄)

財政投融资の抜本的改革について

平成9年11月27日
資金運用審議会懇談会

(中略)

7. 資金調達のあり方

(1) 基本的考え方

民業の補完としての財政投融资に対するニーズは、時代の推移に従って質・量ともに変化してきているが、現行の郵便貯金及び年金積立金の預託義務制度の下では、出口の所要資金量と入口の資金量とが切り離されているため、市場原理と財政規律が必ずしも十分に機能していない状況にある。

今後、財政投融资の出口における財政規律を強化するためにも、入口の資金調達段階での財政規律が必要であると考えられるところであり、既に述べたような資金調達面での問題点に対応するためにも、郵便貯金及び年金積立金については、現行の預託義務を廃止し、財政投融资の資金調達については、その今後のあり方にふさわしい新たな仕組みを導入する必要がある。

その際、既に述べたように、①必要な額だけを能動的に調達すること、②市場と完全に連動した条件で最も

効率的に調達すること、③金利リスクを適切に管理できるようにすること、が必要である。

- (2) 資金調達の各方式の意義と問題点
今後の財政投融资の資金調達のあり方としては、財投機関債（政府保証のない特殊法人債券）、政府保証債（政府保証のある特殊法人債券）、財投債（国の信用で市場原理に基づいて一括調達する債券）が考えられるが、それぞれの方式についての意義と問題点を整理すると、以下のよう考えられる。

(中略)

財投債（国の信用で市場原理に基づいて一括調達する債券）

政府が一括して民間金融市場で債券（財投債）を発行することの意義については、

- a. 必要な政策に対する資金需要を国の信用で一括して市場で調達するので資金調達コストが低く、特殊法人に対する補給金等の財政負担を小さくできる。
- b. 政策的必要性に応じた資源配分が可能であり、政策的に不可欠なサービスを提供している特殊法人に対する資金供給が円滑に行われる。
- c. 発行額について予算として国会の議決を受けることにより、資金調達に一定の歯止めをかけられるので、特殊法人の肥大化を防ぐことが期待できる。

といったことが指摘された。

これに対し、財投債の問題点としては、

- a. 特殊法人の財務に対する市場の評価を受けないことから、特殊法人の側からは、ディスクロージャーを進め、運営の効率化を推進するインセンティブがない。
- b. 財務に対する市場の評価が低いと考えられる特殊法人についても、資金調達ができないことによる淘汰が行われることはない。したがって、特殊法人の存続の適否は政策上の判断で行われることとなるが、厳しい判断は期待できない。
- c. 財投債の発行が安易になれば、肥大化した財政投融资の改革につながるか疑問であり、財政負担の先送りに利用される可能性が残る。
- d. 財投債は第二の国債ではないかとの見方もあり、その性格が明確でない。

といったことが指摘された。

(3) 今後の財政投融资の資金調達

(中略)

この問題に関する当懇談会での議論が次第に深められていく中で、財政投融资の今後の資金調達について、財投機関債と財投債のどちらに重点を置いて考えるかの差は大きなものがあるが、いずれにしても、その一方だけで対応すべきであるという見解は次第に少なくなり、財投機関債と財投債の両者を併用すべきであるということについては大方の一致を

みた。このような議論の経過を踏まえ、財政投融资の今後の資金調達について、大方の意見を整理すると、次のようになると考えられる。

(中略)

(財投債)

財投機関債による資金調達では当該政策分野に必要な資金需要を満たすことができない機関又は資金調達コストが大幅に上昇してしまう機関に対しては、その政策が必要であると判断する以上、そのための資金を安定的に供給することは政府の責務である。その際、国民の負担を最小とする観点から、政府が資金の調達量と年限を能動的に決定し、国の信用で市場原理に基づいて一括調達する方式である財投債を導入することが必要である。財投債の導入は、今後の財政投融资が市場原理とより一層調和した資金調達を行っていくという観点からも重要な手段である。財投債については、法制面等の具体的な検討が政府において今後進められる必要がある。その際、財投債が安易に発行され、財政投融资の規模が肥大化することのないよう、各年度の財投債の発行額について国会の議決対象とするほか、適切な歯止め措置について真剣に検討することが極めて重要である。

(以下省略)

表 3-6-3 財政投融资制度の改革案（抄）

財政投融资制度の抜本的改革案

大蔵省 平成11年12月9日

1. 基本的考え方

- ・ 郵便貯金・年金積立金の全額が資金運用部に預託される制度から、特殊法人等の施策に真に必要な資金だけを市場から調達する仕組みへと抜本的な転換を図る。

2. 改革の骨子

(1) 資金調達

① 郵便貯金・年金積立金の預託の廃止（自主運用）

- ・ 郵便貯金・年金積立金について、……平成13年（2001年）4月以降は、金融市場を通じ自主運用を行う。簡保積立金も、平成13年（2001年）4月以降は自主運用を行う。

② 財投機関債

- ・ 特殊法人等については、財投機関債の公募発行により市場の評価にさらされることを通じ、運営効率化へのインセンティブが高まる。

③ 政府保証債

- ・ 直ちに政府保証なしで財投機関債を発行することが困難な機関等について、個別に厳格な審査を経た上で限定的に発行を認める。

④ 財投債

- ・ 上記②、③のいずれによっても資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる重要施策実施機関や超長期資金を必要とする事業等について、国の信用で一括して市場原理に則した財投債によって調達した資金の貸付けを受ける方式を認める。

⑤ 財投債の財政規律の確保等

- ・ 財投債は、財政規律を確保するため、一般会計と区分経理した新しい特別会計において発行し、発行限度額について国会の議決を受ける。……現行の国債における定率繰入れ等は適用しないこととする。
- ・ 発行・流通の仕組みについては、……現行の国債と一体のものとして取り扱う。

（中略）

(3) 市場原理との調和の推進

- ・ 資金調達については、市場に連動した条件で行うこととする。
- ・ 貸付金利については、国債の市場金利を基準として設定する。

（以下省略）

第4章 大量発行の持続

第1節 国債デリバティブ取引の進展

銘柄多様化の進展については前記の第1章第2節で述べたとおりである。以下では、デリバティブ取引の進展を取り上げる。長期国債の先物取引は昭和60年に、超長期国債の先物取引は昭和63年にそれぞれ開始され、その後平成に入って、オプション取引も始められた。

1 証券取引審議会の検討

証券取引審議会では昭和61年12月に株価指数先物取引及び証券オプション取引の導入について検討を行うため、証券先物特別部会が設置され、昭和62年4月の第6回会合において「証券先物市場の整備について」の報告書を取りまとめた。この報告書では、株価指数先物取引及び証券オプション取引の早期導入を行い、我が国証券先物市場の整備を図るために、証券取引法について所要の整備を行うとともに、具体的な仕組みの検討が早期に進められることが望まれるとした。この報告書は昭和62年5月に証券取引審議会の報告書として大蔵大臣に提出された。報告書の内容の抜粋は表4-1-1のとおりである。

表 4-1-1 証券取引審議会報告「証券先物市場の整備について」(抄)

- I. 証券先物市場の整備の必要性
1. 株価変動等に対するリスク管理ニーズの高まり

(中略)

また、我が国においては、公社債市場の拡大、金融資本市場の自由化と国際化の進展等を背景に、昭和60年10月、東京証券取引所において、長期国債を対象に債券先物市場が創設され順調な

発展をみているが、債券の価格変動に対してもリスク管理機会の一層の充実が望まれる。

II. 株価指数先物取引等の導入の意義

1. 株価指数先物取引（略）
2. 証券オプション取引

オプション取引とは、特定の商品や特定の条件で買い付ける（又は売り付ける）「権利（オプション）」の売買であり、買い手はオプションを行使する権利を有するが、行使する義務はなく、他方、売り手は買い手の権利行使に対し売買を履行する義務を負う。オプション取引は、価格変動リスクのヘッジ等の点で基本的には先物取引と同じような機能及び経済的意義を有するが、その特有の機能として、オプションの買い手の損失はオプション料に限定されるという危険限定効果ないし保険的機能を有し、また、機関投資家等の多様なニーズに対応しうる。証券オプション取引は、こうした特質を活かすことにより、株価指数や債券の先物取引と相俟って、機関投資家等のリスク・ヘッジ等のニーズに応えとともに、現物市場を補完しその機能を強化する役割を果たすことが期待される。

III. 株価指数先物取引等の及ぼす影響

1. 現物市場への影響
 - (1) 発行市場及び流通市場への影響（略）
 - (2) 信用取引との関係（略）
2. 価格形成への影響

一般に先物取引やオプション取引は、現物市場の価格変動を安定化させる方向に作用すると言われる。また、これらの取引は、現物市場との間の裁定取引等を通じて現物価格の円滑な形成に資することが期待される。しかし、先物市場やオプション市場あるいはこれ

らの現物市場に厚みがない場合には、過度の投機により短期的には現物価格を攪乱するおそれがある。また、米国においては、株価指数先物取引等の決済が集中する限月において現物価格が乱高下するなどの問題がみられる。

したがって、現物市場に無用な混乱が生ずることがないように、現物市場と先物市場との間の整合的な管理・運営が確保されることが極めて重要であり、加えて、株価指数先物取引等の仕組みを考えるに当たっては、現物市場の適正な価格形成が損なわれないよう十分留意する必要がある。

IV. 株価指数先物取引等の導入のための対応

1. 取引の対象

- (1) 株価指数先物取引（略）
- (2) 証券オプション取引

どのような種類の証券オプション取引を導入するかについては、制度的には幅広く手当てしておく必要があるが、当面は、株価指数及び既に活発な取引が行われている債券先物を対象としたものの導入が急がれよう。なお、個別株式のオプション取引については、信用取引との関係や価格操作等の問題を踏まえ、慎重に対応する必要がある。また、株価指数に係るオプション取引において具体的にどのような株価指数を採用するかについては、株価指数先物取引におけると同様の考え方で対応することが適当である。

2. 取引市場及び直接参加者

(1) 取引市場

- ① 株価指数先物取引等は現物市場において形成される株価等を基にしており、ヘッジ取引や裁定取引を通じ現物取引と密接な関係にある。したがって、現物・先物両

市場の健全な発展のためには、現物市場との間の整合的な管理・運営の確保が極めて重要である。

② 株価指数先物取引等の信頼性が確保されるためには、公正な価格形成が図られることが不可欠であり、このため、市場の適切な管理・運営が極めて重要である。

③ 株価指数先物取引等の導入に当たっては、日々の値洗い、市場情報の適時、適切な伝達等のために大規模なコンピューター・システムが必要となる。

以上の観点から、株価指数先物取引等については証券取引所において導入することが適当かつ現実的である。

(2) 直接参加者

株価指数先物取引等の取引市場へ直接参加できる者の範囲については、

社会的信用度、現物市場における経験等のほか、現物市場との円滑な裁定の確保という点に配慮することが重要である。したがって、直接参加できる者としては、多様な取引を可能にし市場の厚みを増すためには幅広い参加を認めることが望ましいが、早期に導入を図る必要もあり、現物株式等の売買業務が認められている証券会社とすることが適当である。ただし、公共債や同先物に係るオプション取引については、公共債のディーリング業務の認可を受け、業務遂行能力があると認められる金融機関にまで直接参加の範囲を拡げることが適当である。

3. 取引の利用者と留意点 (略)
4. 投資者保護等のための対応策
(以下省略)

2 債券店頭オプションの解禁

国債現物等を対象とする債券店頭オプション取引（選択権付債券売買取引）は平成元年4月に創設された。債券店頭オプション取引は店頭で行われる相対取引であり、取引に係る諸条件を当事者が個別に決定しうる。大蔵省証券局が発した「選択権付債券売買取引に関する留意事項について」の事務連絡は表4-1-2のとおりである

公社債引受協会「公社債年鑑」(各年)によれば取引の推移は以下のとおりである(表4-1-3参照)。債券店頭オプション取引は平成元年4月の取引開始の後、順調に拡大し、同年10月にオプションの月中新規設定額が20兆円、月末残高が100兆円をそれぞれ超えた。しかし、平成2年度に入ると債券相場全体に先行き不透明感があったことから売買高はやや減少し、新規設定額は月平均10兆円から15兆円程度で推移した。平成3年には、相場が膠着したことやいわゆる証券不祥事があったこと等から売買は減少した。平成4年度は金利が低下基調であっ

たためにプレミアム取得による利回り向上を狙った取引が増加し、元年度の取引開始後初めて前年度を上回った。平成5年度は、投資家の習熟度の高まりを反映して急速に取引量が拡大した。特に債券相場が9月以降急上昇したことを受け、コール・オプションの買いやプット・オプションの売りが多用された。

平成6年度は、長期ボックス相場の中で5年度と同様にプレミアム取得を目指す取引のほか、債券を保有しながら売却することと同様の効果を持つコールとプットを合成したオプション取引が増加し、取引量は増加した。平成7年度は、長短金利が最低水準で推移するなか、投資家が運用利回り向上のために相対的にプレミアム幅の大きい店頭オプションに取引をシフトさせる動きもあり、売買高は取引開始以来最高になった。平成8年度も前年度同様運用利回りの向上やリスク・ヘッジを目的とした取引が活発に行われた。平成9年度は前年度の2.9倍になったが、その後は減少傾向に入った。

表 4-1-2 選択権付債券売買取引の事務連絡（抄）

平成元年4月14日
大蔵省証券局業務課長

選択権付債券売買取引に関する留意事項について

今般、新たに選択権付債券売買取引（以下「本取引」という。）が開始されるのに伴い、本取引に関する留意事項を下記のように定めたので、了知の上、貴管下証券会社に対し周知徹底方よろしく取り計らい願いたい。

記

1. 認可の基準（略）
2. 証券会社の売買残高基準

本取引の売買残高は、以下の基準によることとする。

(1) 業者

- ① 当該業者が債券の売り手であり、かつ選択権付与者である取引における債券の額面金額の合計額（以下「コール付与残高」という。）及び当該業者が債券の買い手であり、かつ選択権付与者である取引における債券の額面金額の合計額（以下「プット付与残高」という。）のうちいずれか大きい金額から、コール付与残高及びプット付与残高に係り受け取った選択権料を控除した金額が、当該業者の純財産額を超えないこと。
- ② 但し、合理的な方法により、本取引に伴うリスクを管理している場合には、以下の基準によることも可とする。

当該方法により算定した本取引に係るリスク相当額が、当該業者の純財産額を超えないこと。

表 4-1-3 国債のデリバティブ売買高・取引規模

年 度	先物 単位：兆円	オプション	
		店頭 単位：千億円	上場 単位：千枚
平成元	3,705	1,854	0
2	3,125	1,638	5,544
3	2,450	1,226	3,319
4	2,561	1,280	2,372
5	2,975	1,847	3,260
6	2,607	2,022	3,705
7	2,712	2,530	3,581
8	2,517	3,104	3,938
9	2,296	9,010	4,110
10	2,220	*687	*3,698
11	2,035	*219	*2,274
12	*2,004	*80	*2,544

(注) 先物売買高は東証の出来高×2。オプション取引規模は
 プット・コール取引高×2。

*は年の計数。

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』各年報
 により作成。

3 国債先物オプション取引

東京証券取引所は新たなリスク・ヘッジ手段等を提供するべく、平成2年5月に国債先物オプション取引を開始した。これは国債先物を対象として取引所で取引されるオプションであり、国債先物取引のある銘柄のある限月取引において一定数量を一定期間内に買い付ける、又は売り付けるという権利を取引対象とする。権利が行使されると国債先物の売買が成立し、先物契約の締結が行われる。その仕組みの概要は次のとおりである。

取引対象：長期国債先物のプット・オプションとコール・オプション

限月：3、6、9、12月限月の直近2限月（四半期限月取引）

取引期間：6か月

満期日：対象先物の受渡決済日の属する月の前月末日

権利行使期間：アメリカン・タイプ

権利行使価格の設定：中心価格から1円刻みで上下3円ずつ

その後、平成9年11月に利便性の向上を目的として、既に取りざされていた国債先物オプション取引よりも取引期間が短く、取引開始から最終日までが40日程度の短期物限月取引が導入された。この取引の限月は3、6、9、12月を除く直近限月（最大2限月）であり、取引期間は40日程度である。同年12月には、市場監視手段を充実させるために、東証は先物・オプション取引の大口保有者の建玉報告制度を導入した。平成11年7月限月からは取引最終日までの期間が短い限月取引を活性化するため、その権利行使価格を50銭刻みとした。平成12年11月には中期国債先物を取引対象とするオプション取引が東証で始められたが、平成14年7月限月以降は新たな限月取引を休止した。

取引高は前掲表4-1-3のように推移した。平成2年5月に取引が開始され、業者間売買が積極的に行われて、同月の売買高は約90兆円に達した。その後は債券店頭オプションと同様に業者間の売買が減少したこと等から売買高はやや減少して、平成4年3月に15兆円程度となった。平成4年度は証券会社の売買高の減少を主たる要因として、売買高は3年度に引き続き減少した。平成5年度は金利先安観から増大した現物・先物両取引量のリスク・ヘッジのニーズによって増加した。平成6年度は長期ボックス相場の中でプレミアム取得を目指す取引が増加した。平成7年度は、相場が上昇した上期には先物のヘッジ・ニーズから多少増えたものの、下期には相場が最高値圏となってこうした売買が縮小し、さらに店頭オプションにシフトしたため、上場オプションはほぼ横ばいであった。平成8年度は店頭オプション取引の増加に伴い、証券会社等のリスク・ヘッジを目的とした取引が増加していたこと等から、売買高は増加した。平成9年度は前年度と横ばい、平成10年度は微減、平成11年度は大幅に減少、平成12年度は微増した。

4 先物取引の進展

国債先物では昭和60年以來の長期国債先物に続いて、昭和63年7月から超長期国債先物（標準物は残存20年）、平成元年12月から外国国債（米国財務省証券、T-Bond）先物（標準物は残存20年、クーポン・レート8%）のそれぞれの取引が

開始された。更に、国債の発行年限の多様化により償還期限5年程度のゾーンの取引が急増し、それに見合うリスク・ヘッジ手段が求められるようになった。そこで東京証券取引所は平成8年2月に中期国債先物取引を開始した。その標準物は残存5年、クーポン6%であった。限月などの条件は長期国債先物と同じである。

受渡決済事務について従来は書面請求によっていたが、平成2年6月から日銀ネット（前記第2章第1節参照）を利用した。平成7年6月から国債DVPシステム（同じく第2章第1節参照）を利用して受渡決済において売買代金と国債証券の授受が同時に行われた。

平成9年10月に東証は先物・オプション取引の証拠金・値洗い制度を改正して、銘柄ごとに買建玉と売建玉の同量部分を差し引いて計算し、最低委託証拠金の預託を不要とした。

平成10年3月に、平成10年6月限月から、国債先物の受渡し決済のリスクを軽減するべく、取引最終日から受渡し決済日までの期間を従来の9営業日から7営業日に短縮した。平成11年3月に東証は国債先物の制度を変更して、平成12年3月限月以降、長期と中期国債先物の受渡適格銘柄から20年物国債を除外した。これは次の理由による（表4-1-4の東証「国債先物取引市場創設15周年を迎えて」参照）。超長期国債はその発行量が長期国債より少なく、かつクーポン・レートが乖離しているため、超長期国債が最割安銘柄となる場合、先物取引を攪乱したり、スクイーズ（現物市場での買占め、もしくはレポ市場での借占めを行い先物取引の決済に用いる最割安銘柄の市場における残高を減少させることによって、先物価格を操作すること）の危険が増大して、先物市場の流動性を低下させるおそれがあったりするためであった。

米国財務省証券の先物取引はその売買が極めて少なくなり、平成11年9月限月以降は新たな限月取引を休止し、平成13年11月に上場を廃止した。超長期国債先物も平成14年12月限月以降の新たな限月取引を休止した。

平成12年2月には中期国債先物の制度が変更されて、平成12年9月限月から標準物のクーポン・レートが従来の6%から3%へ引き下げられ、受渡適格銘柄は5年物利付債で残存期間が4年から5年3か月までのものに限定された。長期国債先物の商品性についても標準物のクーポン・レート変更の可否などが平成10年と同12年の2度検討されたが、価格の連続性が維持できなくなるなど

の理由で変更に至らなかった。東証での検討の状況は表4-1-4と表4-1-5が示している。なお、長期国債先物の標準物については国債市場懇談会（後記の第5章第2、同第3節参照）の第11回会合（平成13年9月開催）で次のような意見も出されている。「標準物の利率が6%と高く、残存7年のカレントに相当するが、5年債のヘッジには使いやすい一方、3年の期間差があるため10年新発債のヘッジには使いにくい。証券会社、投資家ともに大なり、小なりこうした不都合を感じていると思う。例えば、受渡適格銘柄を現在7年からのものを8年からのにするとか、あるいは超長期先物の受渡に10年債も入れて9年からのものにするなどの方策を考えてみてはどうか」。

先物の取引状況は表4-1-3に示されており、相場・売買高の推移は次のとおりである（東証債券総務課・債券先物・オプション業務室「債券先物取引市場10年間の歩み」『証券』平成7年10月、東証派生商品総務室・派生商品業務室「国債先物取引市場創設15周年を迎えて」『証券』平成12年9月など参照）。

平成元年5月以降は円安が進行してインフレ懸念が強まり、日本銀行が公定歩合を引上げて引締政策に転換したことなどから金利は先高感となり、国債先物相場は軟弱になった。平成2年も国内政局不安と東西ドイツ併合に伴うマルク安による円安や公定歩合引上げ、8月以降のイラクのクウェート侵攻からの原油高騰のためにインフレ懸念が高まり国債先物は大幅に下落した。平成2年10月には大蔵省による株式市場対策の発表や蔵相発言による金利低下観から相場は反発した。その後、米国の金融緩和政策への転換や円の急伸を受けて国債先物は値上がりした。平成3年7月の公定歩合引下げ、国内景気の低迷、円上昇などにより公定歩合引下げはあったが景況感の悪化が続き、金利先安感、米国債券の値上がりなどから5年末まで国債先物は上昇した。なお、平成5年2月に米国ではクリントン政権が財政赤字削減を目指すことを表明して、長期金利の指標である30年物国債利回りが過去最低水準となっていた。

平成6年には国債先物の高値が警戒されるとともに、景気対策に伴う公共債増発による国債需給悪化が懸念され、かつ資金運用部が債券の売り操作を行ったため国債先物は急落し、さらに各種経済指標から景気底入れ観測が広がり、また円急落もあって国債先物は続落した。9月には日銀短観により景気回復観測が後退して金利先安感が再燃し、国債先物は上昇した。

平成7年も、阪神大震災、ベアリングス・ショックなどから株式相場は下落、

円が急騰して国債先物は上昇し、7月に国債先物は市場開設以来の最高値となった。その後、高値警戒感の広がりから反落した。

平成8年になると、日銀短観などの経済指標が景気回復の遅れを示し、金融システム不安も重なって低金利政策維持の見方が広まり、国債先物は値上がりした。

平成9年から10年10月まで、政府の歳出削減策決定、日本銀行の短期金利低め誘導により国債先物は大幅に上昇した。平成10年11月に大幅減の警戒感や、補正予算決定後の国債増発への懸念から下落し、12月には大蔵省資金運用部による国債買入れ停止の発表があって大幅に続落した。

その後は、日本銀行のゼロ金利政策や資金運用部の国債買入れ再開や、日銀債券買切りオペ対象銘柄の拡大から値上がりしたが、平成11年6月には再び下落に転じた。

表 4-1-4 国債先物取引市場創設15周年を迎えて (抄)

国債先物取引市場創設15周年を迎えて
派生商品総務室、派生商品業務室
(東京証券取引所『証券』平成12年9月)

I. はじめに

昭和60年10月19日に東京証券取引所(以下「東証」という。)において国債先物取引市場が創設され、長期国債先物取引が開始されてから、本年で15周年を迎えることとなった。この間、東証では、国債先物オプション取引を導入したほか、昭和63年7月8日に超長期国債先物取引、平成元年12月1日にT-Bond先物取引、平成8年2月16日に中期国債先物取引を開始するなど、取引の多様化を図ってきた。

本稿では、金融の自由化及び国際化に伴い急速に発達をみせるデリバティブ商品の1つとして、日本国内にとどまらず、海外においてもますます重要な役割を

担っている東証国債先物取引市場について、近年実施した制度改正等及び流通市場の動向を概観するとともに、今後の展望・課題についても述べることとする。

(中略)

II. 最近の制度改正について

(中略)

2. 長期国債先物取引に係る利便性向上策

(1) 長期国債先物取引の商品性見直し

a. 超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について (平成11年6月)

長期国債先物取引において超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合の影響等に係る問題提起を契機として、平成10年秋以降、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外及び長期国債先物取引の標準物利率の見直しについて議論を行った結果、東証は、11年3月、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について決定した。具体的な内容は次のとおり。

(a) 受渡適格銘柄の範囲の見直し

長期国債先物取引の受渡適格銘柄に含まれている超長期国債は、発行量が10年国債に比べて少ないうえ、同一残存期間の10年国債と表面利率が乖離している。そのため、超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合には、先物市場における相場攪乱要因が増幅したり、いわゆるスクイーズの危険性が增大することなどが見込まれ、先物市場の流動性が低下することが懸念された。

このような状況を回避するため、平成11年6月11日に取引が開始される12年3月限月以降の限月取引について、20年国債を長期国債先物取引及び中期国債先物取引の受渡適格銘柄から除外することとした。

(b) 標準物利率の据置き

標準物利率を実勢金利に近付けることとした場合には、最割安受渡適格銘柄の範囲が広がり、その結果、より多くの銘柄が受渡しに供されることとなることが想定される。しかしながら、標準物利率を変更した場合には、価格の継続性が失われることに加え、最割安受渡適格銘柄ごとに設定するヘッジ比率等を頻繁に調整する必要があることなどから、かえって国債先物取引の使い勝手が悪くなる可能性があると考えられた。

そこで、先物市場の流動性の維持又は拡大の見込みが不透明な中では、標準物利率を積極的に変更する理由は乏しいと考え、

長期国債先物取引、中期国債先物取引及び超長期国債先物取引の標準物利率は年6%に据え置くこととした(中期国債先物取引の標準物利率については、その後の商品性見直しに関する検討において、年3%とされた)。

b. 長期国債先物取引の商品性見直しに関する検討着手の当面の見直りについて(平成12年4月)

中期国債先物取引の標準物利率の引下げを背景に、長期国債先物取引における標準物利率(年6%)についても、実勢金利水準と大きく乖離している状況を踏まえ、一部の市場参加者から見直しを行うべきとの指摘がなされていた。

東証としては、現行の標準物利率は実勢金利水準との乖離が大きいため、受渡適格銘柄間の変換係数(コンバージョン・ファクター)による価格形成が十分に行われず、事実上特定の銘柄のみが最割安銘柄として取り扱われることとなり、いわゆるスクイーズ等の対象とされやすくなるなどの理由により、国債先物取引の、流動性への影響を懸念し、標準物利率を含めその商品性の見直しについては検討を行う必要があると考え、市場参加者に対し、議論の必要性の有無及びそのタイミング等についてアンケートを行った。

その結果、現行の長期国債先物取引の商品性について特に問題点は見当たらない、標準物利率の引下げにより表面利率が他の銘柄に比べ極めて低い銘柄が複数限月にわたり最割安銘柄となった場合における長期国債先物取引の流動性

への影響について懸念がある等の理由により、見直しの必要性がない又は現段階で見直しを行うことは適当ではないとする意見が、社数でみても、過去一定期間の売買シェアでみても、過半数を大きく上回っている状況となった。

そこで、東証は、12年4月、長期国債先物取引の商品性について、直ちに見直しの検討に着手することは適当でない判断し、当面これを見送ることとした。

(以下省略)

表 4-1-5 長期国債先物取引の商品性見直し (抄)

長期国債先物取引の商品性見直しに関して

平成13年11月

東京証券取引所

1. 商品性見直しに関するこれまでの議論の状況

- 長期国債先物取引の商品性についてはこれまでに2度の議論の機会
—標準物の内容、受渡適格銘柄の範囲

【平成10年9月～11年2月】→12年3月限月から一部見直し実施

20年国債が長期国債先物取引の最割安銘柄となった場合の影響等に係る問題提起を契機として、広く市場参加者に意見を募ったうえで取引参加者の実務者をメンバーとするワーキンググループを設置して検討

(ワーキンググループにおける議論の概要)

- ① 標準物利率 (年6%) —変更せず

価格の継続性の維持、デリバリー・オプションの発生懸念、当面の問題回避

- ② 受渡適格銘柄 (残存7年以上11年未満) —20年国債を除外

20年国債の発行額、同一の残存期間を有する10年国債との表面利率の大きな乖離などにより、最割安銘柄となった場合の価格形成及び受渡決済に懸念

[12年2月～4月]

5年利付国債の発行を契機に中期国債先物取引の商品性見直しを実施。これに合わせ、長期国債先物取引の商品性の見直しの要否も含め市場参加者から意見を勧誘

・見直すべきとの意見もあったものの、見直しの必要性がない又は現段階で見直しを行うことは適当ではないとの意見が3分の2以上を占めた

—デリバリー・オプションの発生懸念

—標準物利率を見直した場合の価格の継続性維持

—RTGS及び時価会計の導入による影響の見極めの必要

—ロー・クーポン銘柄が最割安銘柄となることへの懸念

第2節 国債の引受けと保有の推移

国債の引受けは公的部門と民間部門の諸機関により行われた。前者のうち、資金運用部と国債整理基金についてはそれぞれ第2章第3節と同第4節で既に言及しているため、ここでは日本銀行、郵便貯金資金と簡易保険資金、及び民間金融機関による引受け、保有と売買を取り上げる。

まず、日本銀行は成長通貨供給の手段として国債買い切りオペを昭和42年から実施し、以後国債をオペの主要対象とした。オペの方式は様々に変更された。昭和53年に入札方式を、昭和54年にクイック・オペを、昭和59年に輪番（小口）オペをそれぞれ導入した。昭和62年に長期利付国債の現先買オペを実施し、平成9年11月に国債の現金担保付き貸借取引（レポ）市場におけるオペ（レポオペ、国債借入れオペ）を導入した。平成11年6月から国債買いオペの対象を従来の10年債及び20年債のうちの20銘柄から、原則として10年債と20年債の全銘柄に拡大した。

また、平成3年度に再開された乗換えでは、平成10年度まで満期を迎えた長期国債が同じ長期国債で借り換えられてきたが、平成11年度以後は1年物割引短期国債で借換引受けが行われた。また、この短期国債が償還される際には、その都度、現金での償還か再び短期国債を引き受けるかを日本銀行が判断する（日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」『日本銀行調査月報』平成16年5月号、日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」『日本銀行調査季報』平成16年秋号参照）。

なお、乗換えについての日本銀行の説明は次のとおりである（日本銀行企画室「『日本銀行の対政府取引』について」（日本銀行ホームページ掲載）参照）。

財政法においては、日本銀行が公債を引き受けることは原則として禁じられているが、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で実施する引受けは、例外として許容されている（財政法第5条但書）。現在、この例外を定めた条項に基づいて国債の引受けを行っているのは、日本銀行が保有する国債のうち、償還期限が到来した国債等の借換えのた

めの引受けのみである。

具体的には、日本銀行が保有する国債の償還及び買入消却のための国債整理基金への売却に際し、その償還額ないしは売却額の限度内で、借換えのための引受けを行っている。この引受けについては、各年度予算策定手続の中で国会の議決を経た上で行われており、また、各年度毎の借換えのための引受額は、政策委員会で決定され、公表されている。

借換えのために引き受ける国債は、1998年度までは長期国債としていたが、1999年度以降は1年物割引短期国債を引き受けている。また、この割引短期国債の償還期限が到来した場合には、償還の都度、現金償還を受けるか再び割引短期国債を引き受けるかを日本銀行が判断することとしている。

更に、日本銀行は平成12年4月から2年間、資金運用部の資金繰り支援のため国債の条件付買入れを行った。これは大蔵省と平成11年11月に合意したもので、資金運用部が資金不足に備えるために保有している国債を短期間の買戻し条件付きで市場に売却して資金調達するが、それでもなお不足する場合は日本銀行が一時的に債券購入に応じた（第2章第3節参照）。

また、政府の一時的な資金需要への対応として政府短期証券を引き受けている。これについて前掲の日本銀行企画室「『日本銀行の対政府取引』について」を引用すれば以下のとおりである。

(a) 政府短期証券の引受け

日本銀行による公債の引受けは、財政法により原則として禁止されている（財政法第5条本文）が、政府の一時的な資金需要に対応するために発行される政府短期証券については、当該条項の適用を受けないと解されており、日本銀行法でも、日本銀行が政府短期証券の引受けを行うことができる旨の条項が設けられている（日本銀行法第34条第4号）。

政府短期証券の発行に関しては、1998年度までは、日本銀行がその殆どを引き受ける扱いとなっていたが、1999年度以降、原則として市場における公募入札により発行する方式に改められた。公募入札方式への移行後は、日本銀行が政府短期証券の引受けを行う場合は、政府からの要

請に応じて例外的に行う臨時引受けと、日本銀行の業務運営上必要がある場合に自らが行う引受けに限られることとなった。

このうち、政府からの要請に応じて実施する臨時引受けは、(1)市場における公募入札において募集残額等が生じた場合、(2)為替介入の実施や国庫資金繰りの予想と実績との乖離の発生などにより、予期せざる資金需要が発生した場合に限定されている。また、臨時引受けを行った政府短期証券については、可及的速やかに償還を受ける扱いとなっている(これらの臨時引受けに関する制限は、日本銀行の「対政府取引に関する基本要領」においても定められている)。このように、臨時引受けについては、中央銀行による政府向け信用の在り方の観点も踏まえ、一時的な流動性の供給となるような明確な「歯止め」が設けられている。

日本銀行が自らの業務運営の必要性から実施する引受けは、現状においては、外国中央銀行等に対する買戻条件付売却の売却対象資産を確保する目的で実施している。

次に、郵便貯金資金は従来全額を資金運用部に預託していたが、金融自由化の進展に伴い郵貯の貯金金利と貸出金利は市場金利が反映される仕組みとなった。預託利率は政策的な制約から市場実勢より低く抑えられていたが、昭和62年度に預託利率の市場金利連動化が行われた。

郵便貯金資金は同じく昭和62年度から金融自由化対策資金として自主運用を開始した。その運用は2分の1以上を新規国債の引受けに充てることになっていて、時間の経過とともに国債保有額は遡増した(表4-2-1参照)。「郵便貯金法の一部を改正する法律」(昭和62・5・29・法律7号)の該当部分は表4-2-2のとおりである。

元年度には指定単(単独運用指定金銭信託)での運用を開始した。国債保有シェアは平成4年度頃から増加したが、これは金融自由化対策資金による自主運用の枠が平成4年度に拡大したこと、円高で外債の含み損が発生したので外債への投資を抑制したことなどによる。その後、平成9年に大蔵大臣・郵政大臣の諮問機関である資金運用審議会が自主運用の増額を「適当である」と認め、行政改革会議で郵便貯金資金の資金運用部への預託の廃止が認められ、これらが平成10年に公布施行された「中央省庁等改革基本法」で規定されて、平成13

年度に全額自主運用となった（郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 平成19年版』（平成19年）参照）。

また、簡易保険資金は昭和28年度から積立金の自主運用を行っていた。昭和62年に指定単での運用を開始し、3年度には郵便年金を統合した。簡易保険資金の国債保有シェアは平成5年度頃から急増したが、これは郵便貯金資金と同様に外債の含み損のため外債投資を縮減したこと、また、株式相場の低迷と社債発行条件の悪化で株式と社債への投資を控えたことなどによる（表4-2-3参照）。郵貯・簡保合計の保有シェアは時間の経過とともに逡増し、平成12年度には10%台になった。

民間部門においてはシ団による引受けがなされた。まず昭和40年度の長期国債の発行にあたって残額引受方式が採用され、昭和58年に金融機関の窓販が開始された際に各金融機関の負担分から窓販分を差し引く個別残額引受方式に変更された。同時に銀行等も募集の取扱いができるようになった。52年に発行が開始された5年物割引債もシ団引受であった。

長期国債のシ団は我が国の金融・資本市場を構成する機関のほとんどが加入し、当初は都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、信託銀行、相互銀行、信用金庫（全信連）、農林中央金庫、生命保険会社、証券会社から構成された。メンバー数の推移は表4-2-4のとおりである。都市銀行・長期信用銀行から全国銀行協会会長行が、地方銀行以下は業態ごとに主要なメンバーが代表して、それぞれシ団幹事（シ団代表者）を務め、傘下の金融機関は一定のシェアに基づいて引受けを行った。元年度の幹事数は地方銀行が5行、信託銀行が2行、第2地方銀行が1行、信用金庫が1社（全信連）、生命保険会社が1社、損害保険会社が1社、証券会社が11社であった（野村総合研究所「公社債要覧」1989年版参照）。

シ団には昭和47年に損害保険会社が加わった。昭和59年度に外国銀行と外国証券会社が、昭和60年度には商工組合中央金庫が、元年度に国内証券11社と外国銀行2行が、平成2年度に国内証券11社と外国証券1社がそれぞれ新規加入した。元年度にシ団幹事に新たに信託銀行1行と国内証券会社1社、外国証券会社4社が加わった。平成2年度には外国銀行2行と外国証券1社が脱退した。脱退の理由は国債引受け業務が低収益であることであった。平成3年度に国内証券7社が加入し、外国証券1社が脱退した。平成3年10月債発行時のシ団か

ら、元年末に出した損失補てん禁止通達に対する違反措置として、証券大手4社が外された。平成6年度には、一層幅広い投資家層に中期国債も含めて販売するために、信用組合、労働金庫、農協等と金融機関の証券子会社5社が加入したが、その際、引受けシェアは証券団の最低シェアに親金融機関からの持込みシェアを加えたものを上限とし、参入後のシェア調整は証券団のルールに従うことになった。平成12年度の幹事数は地方銀行が5行、信託銀行が2行、第2地方銀行が1行、信用金庫が1社、農林中央金庫・農協等が1社、生命保険会社が1社、損害保険会社が1社、証券会社が8社であり、外国銀行・商工組合中央金庫・信用組合等・労働金庫等は全国銀行協会副会長行傘下であった(公社債引受協会「公社債年鑑」平成元年、野村総合研究所「公社債要覧」2000年版参照)。

昭和52年の国債流動化の際に設けられていた金融機関保有国債の市中売却制限は以下のように順次緩和された。昭和52年に発行1年後の特例国債と建設国債、昭和55年に上場以降(発行日の7-9か月後)の銘柄、56年に発行3か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和60年に商品勘定で保有する国債の発行1か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和61年に商品勘定分の国債(発行日の翌月月初に)、投資勘定分の国債の発行1か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和62年に商品勘定分の全銘柄、投資勘定分の国債(発行日の翌月月初に)がそれぞれ売却可能になった。平成7年9月には全ての制限が撤廃された。

平成元年度に価格競争入札(「部分的入札」)が発行額の40%に導入され、この割合は順次大きくなっていくが、入札については後記第5章第1節で取り上げる。

引受けの推移は以下のとおりであり、表4-2-5は引受けシェアを示している。平成元年度では、証券会社が長期国債を前年の30%増と最も多く引き受け、とりわけ外国証券会社が引受けを積極的に行った。平成2年度も証券会社の入札は80%のシェアに上り、引受けは著増してシェア50%超となった。平成3年度も証券会社の入札シェアは84%に上昇し引受けシェアは60%台となった。金融機関による国債の窓販は低調で、引受額中の窓販額の割合は10%を下回った(第1章第3節に掲げた表1-3-12参照)。その理由として、長短金利が逆転していたことが挙げられ、長期金利が短期金利より低いため長期国債の投資対象とし

での妙味は乏しかった。また、期間の長い10年債は個人のニーズに必ずしも合った商品ではなかったのかもしれない。

平成4年度は証券・銀行とも積極的に入札に応じた。引受けシェアは証券会社が62%、銀行等が39%となった。窓販の割合は更に低下し5%となった。平成5年度は特に都市銀行が入札に積極的であり、引受けシェアは証券会社が57%、銀行等が43%、都銀が22%で前年比7%ポイント増となった。窓販の割合は更に低下した。平成6年度には銀行等が投資勘定に振り向けるために入札に積極的であり、引受けシェアは証券会社が56%、銀行等が44%となった。窓販の割合は更に低下し4%となった。平成7年度は機関投資家の注文増を反映して証券会社の入札が積極的であり、また銀行系証券子会社が参入したことも手伝い、証券会社の引受けシェアは59%に上昇した。窓販の割合は6%に上昇した。平成8年度は金融不安に基づき投資家が国債への選好を増すことを見込んで証券会社と銀行系証券子会社が積極的に入札したため、証券会社の引受けシェアは68%に上昇した。窓販の割合は7%に上昇した。平成9年度は証券会社の引受けシェアは68%で前年並みであった。窓販の割合は低下した。なお平成10年度以降のデータは公表されていない。銀行等は期間を通してほぼ20%台を維持した。

公共債のディーリングは昭和59年6月に都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行と農林中央金庫が開始し、同年10月に外国銀行、昭和60年6月に相互銀行、昭和61年6月に信用金庫がそれぞれ参入した。ディーラー同士で売買する業者間売買のウェイトが増加した。かつては恒常的な売り手であった都市銀行、地方銀行も昭和60年頃には買越しに転じた。

平成元年度以降の売買状況は表4-2-6に示される。その詳細を公社債引受協会の「公社債年鑑」各年版などにより見ていくと、まず元年度は、長期国債の売買高が前年度比13%減少した。これは金利不透明感が高まったためであった。短期国債は8月以降毎月発行となったことなどから大幅増となった。

平成2年度は国債の売買高が前年度比15%減少し、特に長期国債の売買高は前年度比18%と大きく減少した。これは、価格が軟調であったこと、夏期に公定歩合上げ観測やイラクのクウェート侵攻などからディーリングが振るわなかったことからディーリング売買が減少したことによる。他方、短期国債は、市場拡充のため発行量が増加したこと、短資会社のディーリングが認可され業者間

売買が活発になったこと、長短金利逆転のため投資家が短期債に運用をシフトしたことなどから前年度比2.4倍増となった。

平成3年度も国債の売買高は減少した。国債全体では前年度比32%減少、長期国債は前年度比42%減少した。これは、債券ディーラーと投資家がリスク管理意識を強め、短期売買を抑制したためである。これに対し、短期国債は前年度比2.5倍となったが、その理由は前年と同様の理由の他に、リスク管理意識の高まりもある。長期債よりも償還までの期間が短く価格変動が相対的に小さいためリスク管理がより容易である短期債が好まれたことも挙げられる。

平成4年度は増加傾向となり、国債の売買高は前年度比15%増加した。内訳は長期国債の売買高が前年度比11%減少したのに対し、短期国債は前年度の約2倍となって、シェアは34%と倍増した。このような傾向もリスク管理意識の高まりで説明できる。また、5月に販売が開始されたMMF（マネー・マネジメント・ファンド）に短期国債が積極的に組み入れられたことも増加の理由である。

平成5年度は中・長期国債の売買高が前年度比5%増加、長期国債のみでは前年度比2%増加、超長期国債と中期国債の合計はほぼ倍増であり、短期国債も前年度比5%増加であった。長期国債は従来指標銘柄がディーリングの対象となっていたが、これに対する投資家の選好が減少したために伸び悩んだ。中期国債の増加は下期に発行量が著増したため、超長期国債の増加はインカム・ゲイン確保のためであった。短期国債は利回り低下で投資家が選好しなくなったことが増加傾向を止めた。

平成6年度は中・長期国債の売買高が前年度比15%減少し、長期国債のみでは前年度比17%減少、超長期国債は前年度比3%増加、中期国債は前年度のほぼ倍増であり、短期国債も前年度比20%減少であった。株式相場の低迷で債券ディーラーや投資家が債券の価格変動リスクにより敏感になり、特に長期国債は値上がり益狙いの回転売買が増えなかった。短期国債は利回りが史上最低水準で価格も高騰して、キャピタル・ゲインが得られる余地がなかったことから売買は減少した。

平成7年度の売買は全体としては復調傾向であった。長期国債は前年度比18%増加、中期国債は前年度比43%増加であったが、超長期国債は前年度比17%減少、短期国債も前年度比6%減少であった。長期国債の増加は相場が堅

調で値上がり益を狙う投資が増えたこと、中期国債は価格変動リスクの相対的に小さい中期ゾーンへの需要の高まりによる。短期国債の減少は公定歩合の引下げが相次ぎ、短期金利が前年より更に下落して投資の魅力が薄らいだことによる。

平成8年度は国債の売買高は減少した。長期国債は前年度比5%減少、超長期国債は前年度比6%減少、中期国債は前年度比1%減少、短期国債も前年度比27%減少であった。長期国債と超長期国債は上期の利上げ観測の高まりとその後の高値警戒感から売買が抑制された短期国債は利回りが歴史的低水準で高値になり、キャピタル・ゲインが見込めなかったことから売買は減少した。

平成9年度の債券売買高は増加した。長期国債が前年度比8%増加、超長期国債は前年度比56%増加、中期国債は前年度比6%減少、短期国債も前年度比6%増加であった。これは、金融機関を中心に信用リスクに対する意識が高まり「質への逃避」があったこと、早期是正措置の導入に備えて国債を増やす動きがあったことなどによる。

平成10年度では債券売買高は前年度比22%増加であった（以下、第2章第1節に前掲した表2-1-1の現先を除く計数も参照）。長期国債が前年度比13%減少、超長期国債は前年度比33%増加、中期国債は前年度比0%増加、短期国債も前年度比11%増加であった。長期国債の減少は11月以降相場が軟調で、売買が振るわなかったためである。

平成11年度では国債売買高は前年度比8%増加した。長期国債が前年度比4%増加、超長期国債は前年度比32%減少、中期国債は前年度比倍増、短期国債も前年度比38%減少であった。増加の理由は有価証券取引税の撤廃で取引が活発になったこと、中期債へのシフトがあったことなどである。

平成12年度も債券店頭売買高は前年度より微増した。特に中期国債は発行額の増加のため売買は前年度比3倍増となった。また政府短期証券の取引が引き続き増加した。

表 4-2-1 郵便貯金資金の資産運用額

(単位：兆円)

年度	新規運用	運用総計	国債
昭和62	2.0	2.0	1.0
63	2.5	4.5	2.3
平成元	3.0	7.5	4.4
2	3.5	11.0	6.1
3	4.0	15.0	7.7
4	5.4	20.4	9.4
5	4.8	25.2	11.6
6	5.0	30.2	12.7
7	5.0	35.2	16.2
8	5.0	40.2	19.0
9	5.5	45.7	22.1
10	9.5	55.2	26.5
11	3.7	58.9	27.9
12	-1.5	57.4	25.0
13	28.7	86.1	52.7

(注) 自主運用分のみ。

(出所) 郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 17年版』(2005年)、
『郵便貯金資金の動向 19年版』(2007年)により作成。

表 4-2-2 郵便貯金法改正法(抄)

郵便貯金法の一部を改正する法律

昭和62年5月29日法律 37号

郵便貯金法(昭和22年法律第144号)の一部を次のように改正する。

目次中

「第10章 郵便貯金振興会」を「第10章 金融自由化対策資金の運用 第11章 郵便貯金振興会」に改める。

(中略)

第10章を第11章とし、第9章の次に次の1章を加える。

第10章 金融自由化対策資金の運用

(資金の運用)

第68条の2 郵便貯金特別会計の金融自由化対策資金(以下「資金」という。)は、金融自由化(一般の金融機関に対する国の規制の緩和又は撤廃をいう。)に適切に対応した健全な郵便貯金事業の経営の確保に資するため、郵政大臣が運用する。

(運用の範囲)

第68条の3 資金は、次に掲げるものに運用する。

1. 国債
2. 法律の定めるところにより、予算について国会の議決を経、又は承認を得な

ければならない法人の発行する債券

3. 地方債

4. 特別の法律により設立された法人（第2号に規定する法人を除く。）で、国、同号に規定する法人及び地方公共団体以外の者の出資のないもののうち、特別の法律により債券を発行することができるものの発行する債券

5. 銀行、農林中央金庫又は商工組合中央金庫（以下この条において「金融機関」という。）の発行する債券（以下この条において「金融債」という。）

6. 社債で政令で定めるもの

7. 前各号に掲げる債券以外の債券で、郵政官署における国債等の募集の取扱い等に関する法律（昭和62年法律第38号）第11条第1項、第13条第4項若しくは第15条第1項若しくは第2項又は第18条の規定による買取り又は取得の対象となるもの

8. 外国政府、外国の地方公共団体又は国際機関の発行する債券その他外国法人の発行する政令で定める債券（以下この条において「外国債」という。）

9. 信託業務を営む銀行又は信託会社への金銭信託で元本補てんの契約があるもの

10. 金融機関への預金

11. 郵政官署における国債等の募集の取扱い等に関する法律第12条の規定による貸付け資金を金融債に運用する場合には、一の金融機関の発行する金融債の10分の5又は一の金融機関の1回に発行する金融債の10分の6を超える割合の金融債の引受け、応募又は買入れを行つてはならない。

前項の場合において、資金運用部資金又は簡易生命保険及郵便年金特別会計の積立金の金融債に運用する額があるときは、その額を資金の金融債に運用する額に合算し、その合算額につき、同項の規定を適用するものとする。

資金をもつて引受け、応募又は買入れを行う金融債は、利率、担保、償還の方法、期限その他の条件において、他の引受け、応募又は買入れに係るものとその種類を同じくするものでなければならぬ。

第2項及び前項の規定は、資金を社債、外国債又は金銭信託に運用する場合に準用する。この場合において、金銭信託への運用に準用するときは、これらの規定中「引受け、応募又は買入れ」とあるのは、「信託（貸付信託の受益証券の買入れを含む。）」と読み替えるものとする。附則に次の1項を

加える。

郵政大臣は、第68条の3第1項の規定にかかわらず、帝都高速度交通営団に対する日本国有鉄道清算事業団の持分の全部が政府に譲渡されるまでの間においても、

資金を帝都高速度交通営団が帝都高速度交通営団法（昭和16年法律第51号）により発行する債券に運用することができる。

（以下省略）

表 4-2-3 簡易保険資金の国債保有残高と運用構成比

（単位：兆円、％）

年度	国債保有残高	運用構成比
昭和63	0.23	0.6
平成元	0.36	0.8
2	0.43	0.8
3	0.5	0.9
4	0.83	1.3
5	3.37	4.5
6	4.78	5.8
7	7.48	8.1
8	10.5	10.6
9	11.8	11.1
10	16.6	14.8
11	24.9	21.6
12	27.3	22.6
13	36.7	29.5

（出所）郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 17年版』（2005年）。

表 4-2-4 10年債シ団メンバー数の推移（年度当初）

年度	昭和 40	平成 元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
都市銀行	13	13	12	11	11	11	11	11	10	10	10	9	9
長信銀	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
地方銀行	63	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
外国銀行	—	36	36	33	30	26	26	26	24	22	20	21	17
信託銀行	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
相互銀行	72	68	68	68	66	65	65	65	65	64	64	61	55
信用金庫	526	456	453	449	441	436	429	421	417	411	402	397	387
信用組合	—	—	—	—	—	—	74	74	76	79	78	69	64
労働金庫	—	—	—	—	—	—	48	48	48	48	48	42	42
農協等	1	1	1	1	1	1	2	1074	1053	1000	924	878	843
商工中金	—	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
生命保険	20	21	22	22	22	22	22	22	22	22	21	21	18
損害保険	—	23	23	23	23	24	24	24	25	25	29	29	22
証券	51	100	114	124	124	124	129	136	139	141	128	96	81
外国証券	—	35	35	34	33	32	31	26	24	24	23	22	21
計	756	828	839	840	826	816	936	2002	1978	1921	1822	1720	1634

(出所) 財務省理財局作成資料。

表 4-2-5 長期国債引受シェア

(単位：%)

年度	都銀	長信銀	地銀	信託	第2地銀	信金	農林系	生保	損保	証券
昭和60	30.8	7.4	14.6	4.9	3.5	4.1	3.3	3.7	0.8	26.0
平成元	23.7	6.4	5.8	8.6	2.0	2.9	2.2	2.7	0.6	45.1
2	19.2	4.7	7.5	3.8	1.7	2.6	2.0	2.5	0.4	55.6
3	15.3	5.2	5.7	3.1	1.3	2.4	2.9	1.9	0.3	61.9
4	15.0	5.0	5.6	2.2	1.3	2.4	5.2	1.5	0.3	61.5
5	21.8	4.9	5.6	2.1	1.3	2.4	2.7	1.5	0.3	57.4
6	21.2	6.0	5.6	2.6	1.3	2.4	3.7	1.4	0.3	55.6
7	21.8	3.9	5.5	2.2	1.4	3.0	2.0	1.4	0.3	58.6
8	13.4	3.5	5.5	1.6	1.4	3.0	1.7	1.4	0.3	68.2
9	14.0	4.0	5.5	1.5	1.4	2.8	1.3	1.5	0.3	67.8

(注) 2年度以降、入札分を含む。10年度以降は公表なし。

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』、野村総合研究所『公社債要覧』の各年報により作成。

表 4-2-6 投資家別公社債売買状況

(単位: 億円)

年度(月)	都市銀行		地方銀行		長信銀		信託銀行		農林系金融		第二地銀協加盟銀行		信用金庫		その他金融		生・損保	
	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入
元年度	175,898	57,127	169,713	72,031	54,867	38,046	553,416	564,316	110,651	125,294	21,305	24,460	41,018	41,500	53,836	59,638	234,955	224,982
2年度	116,315	71,721	90,749	90,823	34,801	16,363	328,795	345,314	85,897	104,508	20,742	25,365	39,215	37,051	106,821	115,660	116,441	104,334
3年度	86,462	89,114	64,117	80,561	60,972	46,204	282,343	315,580	106,723	100,940	31,827	26,939	35,647	28,958	221,104	228,641	78,100	91,774
4年度	101,793	101,937	89,905	100,972	65,054	64,283	441,288	490,338	164,979	185,902	30,694	26,878	51,352	64,485	393,373	409,761	145,501	206,426
5年度	174,600	99,980	135,860	93,512	76,872	48,336	471,741	519,439	169,763	203,933	22,154	23,429	50,130	62,542	485,672	512,909	150,982	200,009
6年度	183,278	86,185	162,449	77,442	86,845	56,811	356,355	380,157	156,240	164,018	27,161	22,417	44,126	51,629	416,087	441,263	134,779	218,378
7年度	384,900	105,619	305,177	95,093	138,103	87,349	466,425	552,469	182,529	242,571	33,476	27,061	57,107	66,757	505,141	535,945	272,520	372,054
8年度	280,073	116,313	233,574	105,552	113,503	89,809	434,040	488,582	170,816	193,512	32,459	28,482	59,608	66,724	314,753	371,453	285,844	313,413
9年度	304,880	117,657	298,047	124,150	73,335	74,132	382,707	398,654	138,595	167,239	34,153	29,119	65,988	72,448	283,068	309,267	368,772	387,013
年度(月)	投資信託		官公庁 共済組合		事業法人		その他 法人		外人		個人		その他		債 券 ディーラー		計	
元年度	121,176	29,999	123,896	33,879	99,522	95,761	32,279	33,988	263,293	49,930	170,030	49,312	106,023	6,181,803	6,139,065	8,251,105	8,171,181	
2年度	127,554	27,458	146,137	39,482	65,058	67,384	22,436	32,758	256,982	29,404	229,148	64,848	109,533	5,213,971	5,160,475	6,892,759	6,875,651	
3年度	96,325	22,031	114,507	25,993	34,794	41,535	19,442	26,540	195,516	23,476	230,417	48,028	93,729	3,307,373	3,282,529	4,921,666	4,916,347	
4年度	216,366	28,118	254,625	31,852	43,322	54,139	28,680	36,136	214,033	12,200	293,582	303,049	129,405	3,259,629	3,222,471	5,591,901	5,690,411	
5年度	274,817	22,561	311,357	30,150	39,709	49,121	40,669	49,100	271,690	12,187	360,810	16,914	175,093	3,144,697	3,135,310	5,948,494	5,944,583	
6年度	171,407	28,265	188,665	38,357	32,947	54,266	18,855	29,673	221,785	22,923	412,937	384,195	165,764	3,939,099	3,921,667	6,324,741	6,380,074	
7年度	229,589	34,773	280,533	48,200	21,658	46,295	17,816	33,086	242,379	13,634	517,419	453,121	245,534	5,353,235	5,340,002	8,576,305	8,751,892	
8年度	188,108	56,605	225,127	66,705	16,247	33,680	22,829	53,645	258,012	16,851	623,913	496,782	361,589	4,660,175	4,632,243	7,650,149	7,779,954	
9年度	182,336	54,127	191,689	62,851	13,476	17,121	11,647	14,334	323,564	12,514	660,652	622,277	365,756	5,210,822	5,194,126	8,238,293	8,385,954	
	9,353)	(8,724)	(9,353)	(8,724)	(13,645)	(13,645)	(31,487)	(31,487)	(298,713)	(6,417)	(△294,896)	(△294,896)	(△16,661)	(△16,661)	(△16,661)	(△16,661)	(147,661)	(147,661)

- (注) 1. 「売却」、「買入」は投資家側からみたものである。
2. () は「売却」、「買入」の差し引き、△は売り越しを示す。
3. 短期国債を含む。現先売買は除く。
4. 調査報告会社は、証券会社22社(インター・ディーラー・ブローカー会社を含まず)及び、ディーリング業務実施金融機関。
5. その他金融機関=商工組合中央金庫、信用組合・同連合会、労働金庫・同連合会、日本開発銀行、日本輸出入銀行、証券金融会社、短資会社、日貿信、在日外銀等。
6. その他法人=学校法人、宗教法人、社会福祉法人、医療法人、その他特殊法人、財団、健保組合等。
7. その他=日本銀行、政府、地方公共団体、簡保、公社、公団、公庫、事業団等の政府関係機関、官公庁共済組合以外の共済組合等(私立学校教職員共済組合等)。

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会「公社債年鑑」平成2年版、平成8年版、平成10年版。

第3節 国債発行条件と手数料の推移

1 発行条件

昭和50年代から平成にかけて金利自由化が進展し、従来の「金利体系」が崩壊していった。各種の債券の発行利回り（応募者利回り）も徐々に弾力化され、流通利回りと整合的になった。平成元年に価格競争入札が取り入れられた10年債はそれ以後さらに弾力化が進んだ（表4-3-1参照）。10年債のクーポン・レートは入札の前に決められ、価格は入札の募入平均価格（割当てを受けた分の加重平均）で決められた（浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会、第2章参照）。

5年割引国債は表4-3-2に示されるその利回りを算出するのに想定利回り曲線が用いられてきた。従来は、新発10年債と3か月あるいは6か月物の割引短期国債の利回りを基準にして利回り曲線を描き、残存期間が5年の利回りを求める方法であったが、市場実勢をより反映するように、平成8年5月債以降は

表 4-3-1 10年利付国債の発行条件
(単位：%)

年度	応募者利回
平成元	5.330
2	6.781
3	6.075
4	5.011
5	4.165
6	4.369
7	3.145
8	2.978
9	2.203
10	1.502
11	1.693
12	1.640

(出所) 財務省理財局作成資料。

表 4-3-2 5年割引国債発行条件
(単位：円、%)

年	発行価格	応募者利回
平成元	79.50	4.695
2	74.00	6.207
3	71.50	6.939
4	76.50	5.503
5	80.05	4.433
6	86.25	3.002
7	81.50	4.176
8	88.50	2.473
9	91.50	1.792
10	93.75	1.299
11	93.50	1.353
12	94.50	1.137

(注) 各年の1月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』。

10年債と2年債の利回り(表4-3-3参照)を基準にする方法に変更された(浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』第2章、「日本経済新聞」1996年4月25日参照)。

また、20年債の利回りは表4-3-4のように推移した。

表 4-3-3 2年利付国債の発行条件

(単位：%)

発行年月		応募者利回 (平均)
平成元	2	4.015
2	2	6.307
3	1	6.665
4	1	4.291
5	1	3.085
6	1	1.874
7	1	2.548
8	1	0.535
9	1	0.617
10	1	0.551
11	1	0.655
12	1	0.425
13	1	0.549

(注) 各年の最初の月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』

表 4-3-4 20年利付国債の発行条件

(単位：%)

発行年月		応募者利回
平成元	2	5.028
2	5	6.739
3	2	6.717
4	7	5.911
5	2	5.228
6	1	3.919
7	2	4.959
8	2	3.701
9	1	3.319
10	1	2.618
11	1	2.723
12	1	2.408
13	1	2.147

(注) 各年の最初の月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』

2 手数料

普通国債の募集手数料と引受手数料(額面100円当たり)の推移は表4-3-5のとおりである。昭和41年1月には、政保債の当時の手数料0.7円を目安にして0.5円に設定された。昭和47年1月に償還期限が7年から10年への延長と発行量倍増に伴い0.55円となった。昭和53年4月に0.6円、昭和58年4月に金融機関の窓販開始に伴い0.7円、61年4月に一般経費シーリングの10%引き下げなどから0.63円に引き下げられた。平成元年4月以降は消費税が加えられ、これは同月に開始された価格競争入札分にも適用された。

引受手数料は平成3年頃に撤廃が検討された。長期国債は当時、全体の6割が競争入札で、残りの4割が固定シェアに応じたシ団引受けで消化していた。

長期国債の入札では銀行や証券会社が手数料を上乗せして応札するのが一般的で、落札価格は市場実勢を上回ることが多い。機関投資家は入札で決まる発行価格での購入を敬遠し販売業者は手数料分を割り引いて売りますが、個人は発行価格でしか買えないため、販売価格は二重になる。このことが窓販低迷の大きな原因にもなっていた。これを是正するために手数料の部分撤廃が検討されたが、固定シェアに応じたシ団引受手数料が残るので、これを元手とする入札競争が続きかねない。固定引受シェアの低い米国系証券会社が不平等な競争条件であると反発し、シ団内の意見がまとまらなかった（「日本経済新聞」1991年12月7日）。

元利払い手数料は昭和62年度以降据え置きで、元金償還手数料（額面100円当たり）が0.09円、利払い手数料（利金100円当たり）が0.18円である。

表 4-3-5 長期国債の手数料

（単位：100円につき銭）

	昭和41		47	48	53	58
	1月	7月	1月	5月	4月	4月
引 受	50		55		60	70
（引 受）					(52)	(52)
（募 集）					(47)	(48)
元金償還	(50円/枚)			10		
利息支払	15 (最低20円/枚)					
	60	61	62		平成14	16
	6月	4月	3月	4月	5月	4月
引 受		63			39	23
（引 受）		(46.8)				
（募 集）		(43.2)				
元金償還			20	18		
利息支払			10	9		

（出所） 財務省理財局作成資料。

第4節 国債価格の動向

上場国債最長期物の価格の変化は表4-4-1のとおりである。このうち、大きな変化の時期は、日本銀行『調査月報』、公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』所収）などによれば、次のように説明される。

1 下落期

平成2年1-3月では、米国における金融緩和の観測が後退し、これと国内の政局不安による円安や原油高、物価上昇圧力の増大があいまって金利先高観が広がり、債券価格は下落した。平成2年8-9月では、イラクのクエート侵攻に伴って中東湾岸情勢が緊迫化し、これに基づく原油価格高騰からインフレの懸念が高まり、円安ももたらされた。9月26日には指標銘柄であった長期国債第119回債の利回りが歴代の指標銘柄で最高の8.71%になった。平成11年2-3月においては、運用部ショック（前記第2章第3節参照）と、将来の財政赤字拡大の懸念から値下がりした。

2 上昇期

平成5年10-11月では、米国における長期金利の一層の下落、国内の景気悪化の懸念から公定歩合引下げの期待が高まったため、国債は値上がりした。平成7年3-6月の時期においては、円高と株価安、金融機関の貸出し難、デフレ圧力の高まり、4月14日の公定歩合引下げ後の短期金利の低め誘導、景況感の後退などから、利回りが下がり国債価格は上昇した。平成10年4-9月では、円高・株安で債券需要が増大する「質への逃避」が見られた。9月9日の短期金利の誘導目標の引下げ、潤沢な資金供給など日本銀行の一段の金融緩和措置と景気見通しの悪化から利回りは低下、債券価格は上昇した。

表 4-4-1 東証上場国債（小口）価格

（単位：円）

年月	月末 価格	最長期 の回数	年月	月末 価格	最長期 の回数	年月	月末 価格	最長期 の回数
平成 元年 1月	99.73	114	5年 1月	102.57	152	9年 1月	102.84	
2	97.25	115	2	105.04	153	2	101.84	191
3	96.9	116	3	101.41		3	102	192
4	96.41		4	99.02	155	4	100.43	193
5	97.14	118	5	95.04	156	5	98.76	
6	96.29	119	6	98.64	157	6	99.24	194
7	99.26		7	100.75		7	100.28	195
8	99.08	121	8	104.93	159	8	103.94	196
9	98.44		9	105.59	161	9	103.95	197
10	96.09	123	10	106.51		10	106.57	
11	96.11		11	106.65	163	11	102.58	198
12	94.33		12	105.8	164	12	102.42	199
2年 1月	91.24	125	6年 1月	99.29	166	10年 1月	100	200
2	91.22	126	2	95.56	167	2	100.86	
3	89.13		3	94.07	168	3	100.2	201
4	95.88	128	4	96.5	169	4	103.16	202
5	100.3	129	5	98.12		5	105.52	
6	97.77		6	97.92	170	6	101.58	203
7	97.09	131	7	97.06		7	102.14	
8	93.48		8	93.06	171	8	102.47	204
9	90.94		9	96.93	172	9	107.39	
10	95.6		10	97.74	173	10	107.84	205
11	102.82	133	11	99.83	174	11	103.58	206
12	104.54		12	99.52	175	12	95.57	
3年 1月	104.81	135	7年 1月	100.5	176	11年 1月	95.62	
2	102.98	136	2	102.12		2	91.5	208
3	102.14		3	107.34		3	93.9	
4	98.78	137	4	108.28	177	4	100.91	210
5	98.63	138	5	111.57	178	5	105	
6	98.72	140	6	108.93	179	6	95.8	213
7	99.8	141	7	104.37	180	7	96.66	
8	101.24		8	100.96	181	8	93.68	
9	104.63	142	9	101.08	182	9	102.53	215
10	104.86		10	100.3		10	101.69	
11	102.45	143	11	103.25	183	11	100.51	
12	103.15	144	12	97.8	184	12	102.08	218
4年 1月	103.13		8年 1月	97.38		12年 1月	102.21	
2	103.08		2	95.65		2	100.98	
3	99.87	145	3	99.16	185	3	99.17	220
4	97.68		4	97.34		4	99.64	
5	98.77		5	99.85	186	5	100.47	
6	99.84		6	99.77		6	100.82	222
7	103.09	147	7	100.03	187	7	100.31	223
8	103.4	148	8	102.58		8	98.46	
9	103.63	149	9	102.55	188	9	98.84	
10	103.39	150	10	104.88		10	100.08	224
11	100.79	151	11	104.39	189	11	102.66	225
12	101.49		12	101.09	190	12	101.38	226

（出所） データストーリーム。

第5章 市場との対話の進展

第1節 国債入札の推移

1 入札方法の変化

まず、10年物長期利付国債（長期国債）の入札について述べる。昭和53年に3年利付国債に対して始められた公募入札は、長期国債へは昭和62年に引受額入札（発行額の20%）として導入された。これは引受希望額についての入札であった。次いで、価格競争入札が部分的入札として平成元年4月に導入された。

部分的入札では、毎月の発行額の40%に引受シ団が価格競争入札を行い、残る60%部分については価格競争入札の募入平均価格によりシ団が固定シェアに応じて引き受けた。40%と60%に分けたのは、40%が価格形成を適切に行いうる入札部分であり、かつ60%がシ団を維持していくために必要な固定シェア部分である、と考えられたためであった。

40%部分についてはシ団メンバーが価格競争入札に参加した。発行額とクーポンはシ団と発行体が入札前に交渉して決めた。落札の決め方はコンベンショナル方式で、各落札者が入札した価格がそれぞれ発行価格となった。シ団は1493の金融機関で構成されており（平成13年3月末時点）、投資家（銀行や機関投資家等）とディーラー（証券会社）の両者を含んでいた。メンバー数の推移については第4章第2節に前掲の表4-2-4に示している。入札はシ団メンバーによって行われ、長期国債は上記1400余の機関が参加資格を有したが、実際に応札するのは大手・中堅ディーラーが中心で、多くの機関はシ団割当という方式で発行市場にアクセスした（副島豊・花尻哲郎・嶋谷毅「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化」日本銀行金融市場局ワーキング・ペーパー・シリーズ 2001-

J-2 参照)。

60%部分は、価格競争入札部分の募入平均価格（落札部分の加重平均価格）により、シ団メンバーが固定シェアによって引き受けた。なお、入札部分に札割れが生じる場合はシ団が60%部分と同じ条件で固定シェアに応じて引き受けることになっていた。

固定シェアによる引受の60%部分のうちの一部（20%）は非競争入札で配分された。これは、情報収集や分析の能力が十分でなく競争入札に参加しても落札できる見込みが薄い中小の金融機関であってシ団内シェアが1メンバー当たり0.3%以下である金融機関に、固定シェア部分と同条件で優先的に取得することを認めたものである。したがって、各メンバーは固定シェア部分に配分された額の3分の1を限度として非競争入札に応札することができ、原則として応札分は必ず獲得できた。なお、0.3%以下のシェアを有する金融機関は昭和63年9月時点でシ団メンバー815社のうち752社であった。

その後、平成2年10月に長期国債の競争入札部分の比率は引き上げられて60%となり、さらに75%（平成14年5月）、80%（平成15年5月）、85%（平成16年5月）、90%（平成17年4月）と順次変化して平成18年3月に100%となって、シ団引受は終了した。

また、それまでは条件提示の翌日に入札していたが、相場変動リスクを軽減し、かつ、より市場実勢に沿った入札とするべく、平成2年1月から長期国債の発行条件提示と入札が同じ日に実施されるようになった（即日入札）。入札スケジュールも変更され、同年6月に20年物・中期国債・TBの、平成3年4月に10年債の、それぞれの入札結果の通知が従来の翌日（10年債は午前8時30分）から即日16時30分に繰り上げられた。これは、入札の事務手続きを日銀ネット（前記第2章第1節参照）でオンライン処理するようになって、落札結果の集計時間が短縮されたためである。それまでのように、シ団に発行条件を提示した翌日に入札を行い翌々日に結果発表をすると、条件提示から入札までの間に相場が変動するというリスクが生じてしまう。そこでオンラインによって入札事務を処理し、結果を即日発表することになった。このような変更によって、入札者は17時までの間に業者間市場においてポジションの調整ができるようになり、入札に伴うオーバーナイト・リスクは消滅した。

平成5年4月には、東京証券取引所の国債先物市場が開いている時間帯に間

に合うよう、入札結果の発表が14時30分に繰り上げられた。入札参加者は入札の後で落札した分の相場変動リスクを回避するためにヘッジ売りをするが、当日の先物市場がまだ開いているため、この時刻繰り上げによりヘッジが更に容易になった。その後、発表時刻は平成12年4月に14時、平成13年5月に13時30分、平成14年5月には13時に繰り上げられた。平成11年4月に国債の入札日程と発行額の事前公表が開始され、平成13年10月にはその公表方式が変更されて常時3か月分が公表されるようになった。13時30分への繰り上げと常時3か月分公表への経緯については後掲の本章第3節で説明する。

また、従来はシンジケート団各業態代表と大蔵省・日本銀行で構成される国債発行世話人会が毎月開催されていた。メンバーが金融機関の頭取・社長クラスで構成される世話人会は国債発行の年間計画を検討し、専務・常務クラスがメンバーの世話人会では入札対象の国債の発行条件が妥当か検討された。しかし、元年度の価格競争による部分的入札の開始以後は国債発行が市場主導で決まるようになり、世話会の毎月開催は不要となったため、開催は「必要に応じて」とされ、その後シ団引受廃止時に世話会も廃止された。

次に、20年物超長期国債の公募入札は昭和62年9月の開始時には四半期毎に行われていたが、平成元年度から平成3年度までは年2、3回、平成4-5年度は年4回、平成6-7年度は年5、6回のペースとなった。平成8年度以降平成12年度までは1回当たりの発行額を増額し、かつ流動性を高めて円滑な販売を促すために、定期的に四半期毎の入札が行われた。平成11年9月には30年物の入札が開始され、ダッチ方式によった。

中期利付国債は3年物の競争入札が昭和53年6月から行われた。その後、2年物が昭和54年6月から、4年物が昭和55年6月からそれぞれ発行され、公募入札によったが、3年物は昭和63年度に発行を終了した。定率公募入札が昭和57年11月に3年物、4年物について、翌年2月に2年物について、それぞれの競争入札の直後に実施された。この方式では、入札の募入平均価格以上で落札された部分の加重平均価格で発行されていたため、当日の実勢価格と乖離することがあった。

平成10年4月からは中期国債の定率公募入札が廃止され、非競争入札に移行した。この方式では、従来のように競争入札における平均落札価格以上の価格の加重平均によるのではなく、競争入札で決まった平均落札価格によって、発

行総額の10%の国債が競争入札と同日に配分された。なお4年物と6年物の利付国債は平成13年3月に発行が終了した。

短期国債は昭和61年に6か月物が、元年9月に3か月物が、それぞれ導入され入札方式で発行された。昭和61年2月の第1回入札から12年末までに約270回の価格競争入札が行われた。いずれも応募額がオファー額を上回り、発行条件もおおむね入札時の流通レートを反映したものであり、入札参加者数は増加して市場の厚みが増していった。入札開始当初は証券会社が全落札額のうち約8割を占めていたが、徐々に金融機関の落札額も増加して平成5、6年頃には金融機関が4割となった。その後銀行系証券子会社の新規参入もあり、再び証券会社の落札額が増加して平成8-10年度は8割超となった（野村総合研究所「公社債要覧」各年版参照）。

政府短期証券は平成11年4月に公募入札発行を開始した。従来は公定歩合を下回る一定の利率で引受け手を募集し、日本銀行が引き受けていた。平成11年度は日銀引受けを併用したが、平成12度からは全額が公募入札となった。

2 入札結果の推移

入札の結果を10年物長期国債と2年物中期国債を中心に眺めると、次のように推移した（表5-1-1及び公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』所収）参照）。平成元年度においては、4月に長期国債に部分的入札が導入されて価格競争が行われ、発行条件の交渉で実勢が尊重されるようになった。長期国債の入札倍率は年度平均で4.2倍となり、全体として順調であった。なお、1月発行の長期国債の入札は当初の予定よりも延期された。これは、公定歩合引き上げ問題で相場が乱高下して市場実勢の判断が困難になり、シ団から入札延期の要望が強まったためであった。2年債は大口定期預金などの競合商品よりも条件が劣り、応札は振るわなかった。

平成2年度においては長期国債の部分的入札が定着し、8月以降の金利急上昇時でも条件改定は弾力的であって、休債といった事態には至らなかった。10月から入札比率が60%に引き上げられたことを反映して年度後半の入札は積極的となった。長期国債の応募倍率は年度平均で4.3倍であり、入札は全体として良好であった。

平成3年度においては長期国債への積極的な応札で、年度を通してオーバー・パーの高値落札があった。応募倍率は年度平均で4.0倍であった。なお、いわゆる証券不祥事に伴い、大蔵省が大手証券4社の国債引受けを1か月間停止することを決めた。このため10月の長期国債の入札は当初予定よりも延期された。

平成4年度においても金融緩和期待から長期国債へ積極的な応札が行われ、6、7月債以外はオーバー・パーで落札された。応募倍率は年度平均で4.8倍であった。なお、2年物中期国債の5月債は表面利率が市場実勢を下回ったため、応札額が発行予定額に届かなかった（未達）。短期公社債投資信託マネー・マネージメント・ファンド（MMF）の販売が始まったため、証券会社が2年債を中期国債ファンド用に手当てする必要が少なくなったことも原因であった。また、5月の長期国債の入札は当初予定よりも延期された。これは、債券相場下落が続いていて、クーポン・レートを引き上げると財投機関の貸出金利上昇につながって景気に悪影響を与えかねないことを考慮したものであった。

平成5年度においては長期国債への応札は年度末を除いてほぼ順調で、平均応募倍率は4.2倍であった。4年物中期国債は相場の足踏みから3月債は未達となった。これは、中期国債や普通社債など中期債の供給過剰感が強まり、かつ決算期末を控えて機関投資家が債券購入に慎重になっていたためであった。なお、5月の長期国債の入札は当初予定を繰り上げて実施された。繰上げは初めてのことであった。これは、債券相場が持ち直していたため、入札時期を繰り上げれば表面利率を据置きにして発行できるとの判断によるため、と見られた（『日経金融新聞』1993年4月15日）。

平成6年度においては市況が悪化した夏期を除きほぼ順調で、長期国債の平均応募倍率は2.7倍であった。積極的に長期国債の入札を行った銀行等のシェアが上昇した。中期国債もおおむね順調であったが、2年債はクーポン・レートが低く応募倍率も低かった。

平成7年度においては市況が悪化した夏期と年度末を除き、ほぼ順調であった。長期国債への応札は積極的で、応募倍率は1.6倍の3月債を除いて2倍以上、平均倍率は3.3倍であった。中期国債・20年債もおおむね順調であった。平成8年度においては金融不安が高まったが、信用リスクのない国債への需要が増大して、入札はおおむね好調であった。高流動性を評価された長期国債への応

札は順調で、応募倍率は年度を通して2.5倍以上、平均で3.8倍であった。中期国債・20年債も順調であった。特に20年債は入札が3か月に1度（平成7年度は2か月に1回）となって発行のロット化が図られ、好調な入札をもたらした。平成9年度においても長期国債への応札は順調であった。年度後半はクーポン・レートが低下したため応募倍率は2倍前後に低下した。平均応募倍率は3.5倍であった。なお、2年債は9.7倍と急増したが、これは応札ミスによるとみられる。

平成10年度においては金融不安が高まったが、「質への逃避」によって国債需要が増大し入札はおおむね好調であった。長期国債への応募倍率は年度前半においては3-4倍であったが、後半はクーポン・レートの低下や需給悪化懸念から1-2倍に低下し、平均は2.8倍であった。中期国債・20年債も順調で、特に20年債は発行のロット化により入札は好調であった。平成11年度においては、超低金利政策が浸透して投資家の購入意欲が強く、入札はますますであった。長期国債への応募倍率は前年度よりも低下し平均は2.1倍であった。平成12年度においては長期国債への応募倍率は前年度よりも上昇し、平均応募倍率は2.4倍となった。2年債はクーポン・レートが低く応募は低調であった。

表 5-1-1 10年物と2年物利付国債の入札結果（年度平均）

(単位：%)

年度	10年物		2年物	
	平均利回り	倍率	平均利回り	倍率
平成元	5.33	4.20	5.42	1.98
2	6.78	4.30	6.82	2.23
3	6.08	4.00	5.72	2.31
4	4.97	4.80	3.71	2.17
5	4.15	4.20	2.49	1.76
6	4.33	2.70	2.51	2.56
7	3.10	3.30	1.03	2.68
8	2.91	3.80	0.93	2.58
9	2.15	3.50	0.73	9.75
10	1.51	2.80	0.52	4.39
11	1.69	2.10	0.36	3.27
12	1.57	2.40	0.47	2.58

(出所) ブルームバーグニュース HP。

第2節 ヒアリング・システムと国債市場懇談会

1 ヒアリング・システム

金融の自由化、とりわけ金利の自由化が進展し、国債発行市場においても平成元年度から10年長期債にも価格競争入札方式が導入された。流通市場でも各種の情報に基づいて国債の価格は時々刻々変動していた。大蔵省は平成元年8月からパソコン・ネットワーク・システムを利用した国債のマーケット情報等のヒアリング・システム（「国債関係市場情報等収集処理システム」）を開始した。ヒアリング開始の背景として次のような説明がなされている。

国債市場の参加者は、発行体がマーケットの動向を常時把握してそのニーズに適合した条件で債券を発行し、適切なタイミングで入札を実施することを望む。発行体もマーケット・ニーズに合致する債券の発行に努めることにより、有利な発行が可能になる（理財局による説明は表5-2-1参照）。

ヒアリング・システムでは、長期国債9月債の8月の入札後に主要な入札参加者から応札状況を聴取し、9月からは毎週定期的に金利見通し等についてヒアリングを行った。対象先には国債発行市場における落札実績、国債流通市場における売買実績等に基づいて都市銀行、証券会社の他に地方銀行や外国証券も加えて27社がプライマリー・ビダーとして選定された。平成2年5月から30社、平成3年5月からは33社になった。33社の内訳は都銀10行、長信銀3行、信託銀行3行、国内証券9社、外国証券5社、その他3社であった。情報を提供するビダーには収集情報の一部が丸めた形で還元され、国債整理基金の国債売買の相手先にもなった（前記の第2章第4節参照）。ヒアリング事項は、各種ポジションの現状から発行予定国債の表面利率、落札希望額などであった。

国債ヒアリング・システムは市場との対話の先鞭をつけたものと見ることもできよう。その後、平成12年から国債市場懇談会が開始され、更に平成16年には国債市場特別参加者会合へと発展した。

表 5-2-1 国債関係ヒアリングシステムの狙いと概要 (抄)

国債関係ヒアリングシステムの狙いと概要

大蔵省理財局国債課課長補佐 南木通
(『金融財政事情』89.9.18)

大蔵省は、最近、パソコンネットワークシステムを利用した国債のマーケット情報等のヒアリングを開始した。具体的には、八月下旬に行なわれた一〇年シ団債(九月債)の入札実施直後に応札状況等についてのヒアリングを行ない、九月からは、毎週一回の定期的な週間金利見直し等のヒアリングを開始している。

(中略)

ヒアリング開始の背景
情報の把握を充実

(中略)

このように金融の自由化が進展し競争的な要素が高まるという流れのなかで、本年四月には、国債市場において中核的な存在である一〇年債分野(シ団債)にも部分的価格競争入札方式が導入され、ほとんどすべての国債の発行価格が実質的に競争入札により決定されることとなるなど、国債市場における競争的要素は一段と高まってきている。

また、近年の情報通信技術の進歩はめざましく、各種の高度な情報サービスがテレビ画面等を通じて提供されるようになっており、海外及び国内のさまざまな情報が瞬時にマーケットに伝えられ、やや大げさな言葉でいえば、その情報によって国債相場が時々刻々と変動している状況にある。

このような状況のもとでは、国債の発行体は、マーケットの動向を常時把握して、そのニーズに適合したクーポン、発行量を設定した入札を、適切なタイミングをとらえて実施するよう、マーケットの参加者から求められることとなる。

また、国債の発行体にとっても、マーケットのニーズに適合した国債の発行に努めることにより、結果的に有利な発行が可能になると考えられる(国債の発行価格は入札により決まるので、マーケットのニーズに適合しない入札を行えば、発行体にとって不利な発行価格にならざるを得ない)。すなわち、発行体がマーケット情報を的確に把握し、できるだけそのニーズに沿った形で入札を実施することが、マーケットの側からみても、発行体からみても望ましいことであり、その意味において、両者の利害は基本的に一致していると考えられる。

透明性の向上を図る

従来、大蔵省は、金利見直し、マーケットの動向、国債発行に対する希望等のマーケット情報を収集するため、電話等により随時大手のマーケット参加者(主要な金融機関および証券会社)を対象としたヒアリングを行ってきた。電話等によるヒアリングでは、一件ヒアリングしてその結果をとりまとめるのに相当な時間を要するので、毎週定期的に、しかも相当数を対象としてヒアリングを行うことは困難であった。このような状況が続けばヒアリングの対象とならない、すなわち発行体に直接情報、希望等を伝える機会が少なくなるマーケット参加者から不満の声が出てくる可能性があると考えられた。

もっとも、シ団参加者をとっても800社以上あり、すべてのマーケット参加者

から直接ヒアリングを行うことは事実上困難であると考えられた。そこで、ヒアリング対象先の数を拡大するとともに、国債の発行市場、流通市場における客観的な取扱実績等に基づいてヒアリング対象先を選定することにより（後述するように、ヒアリング対象先については、定期的に見直すことが予定されている）、いわゆる情報アクセスに対する透明性の向上を図ることとしたものである。

（中略）

情報管理の徹底

国債関係ヒアリングシステムの構築にあたって留意した点は、情報管理を厳格に行う必要があるということであった。マーケットの主要参加者である金融機関、証券会社等から、金利の見通し、概括的なポジションの状況等、各社の営業戦終にもかかわる事項をヒアリングさせていたただくのであるから、システムの不備やわれわれの不注意から貴重な情報が外部に漏れるというようなことは厳に避ける必要があると考えられた。

事柄の性格上、具体的な情報管理の方法について詳細を述べることはできないが、ごく簡単に紹介すれば

- (1) 限定されたメンバーしかアクセスできない仕組みとなっており、かつ、

大蔵省のメールボックスから情報を取り出せるのは、大蔵省国債課の専用パソコンに限定されている

- (2) 国債課の専用パソコンには、国債課の職員のうち、特定かつごく少数の職長しかアクセスできない管理体制とする

- (3) 複数のパスワードを使用し、かつ、それらを頻繁に変更する

こと等を通じて情報管理の徹底を図ることとしている。

今後の課題

（中略）

パソコンネットワークシステムを利用した国債関係ヒアリングは開始されたばかりであり、今後、ヒアリング結果を分析し、複雑な取引が行われている国債マーケットのニーズをいかに的確に把握していくかが重要な課題と考えており、マーケットの事情に精通しておられる方々の教を乞いながら分析手法等の研鑽に努めていく必要があると考えている。

また、併せて、動き始めたばかりのヒアリングシステムのメンテナンスを通じて、ヒアリング対象先にとっても、われわれにとってもより使いやすいものに育てていくことが必要と考えている。

2 国債発行等懇談会

大蔵省は平成12年12月まで、国債の発行予定額や制度に関して関係者の意見を聞くために国債発行等懇談会を通常、翌年度当初予算及び補正予算の閣議提出直前に開いていた。この懇談会は日本銀行（総裁）、金融界（全国銀行協会連合会会長）、証券界（日本証券業協会会長、政府保証債引受シ団代表会社頭取）、学識経験者（財政制度審議会会長、金融制度調査会会長、証券取引審議会会長）らで

構成され、この懇談会の議論を受けて国債発行に関する方針が固められていた。また、回数ごとの発行額やクーポン・レートは引受シ団と随時協議しながら決定されていた。

3 国債市場懇談会

次いで、平成12年9月に国債市場懇談会が開催されるようになった。この懇談会は、財投債の発行開始に伴う国債等の発行量増加や、インターネットを利用した電子取引システムの活用などの発行・流通両市場の変化を踏まえ、市場参加者の意見を直接聞いて国債の消化をより確実にかつ円滑に行うために設置された。

国債市場懇談会は米国の財務省国債発行諮問委員会 (Treasury Borrowing Advisory Committee of the Bond Market Association) を参考にした。米国のこの委員会は財務省の資金調達・連邦債務管理政策について助言を行うもので、メンバーは証券会社・金融機関と機関投資家の取締役クラス20名程度で構成される。委員会は定期的に開催されて討議の結果は報告書としてまとめられ、財務省の国債発行計画と併せて公表されていた。

我が国の国債市場懇談会では、国債の年限構成や商品性の向上など短期・中長期の国債発行のあり方についての意見を聴取するとともに、制度面の諸課題も取り上げた。検討テーマには、国債発行の在り方や国債市場の整備等、諸外国の国債市場、次年度の国債発行などがあった。議論の詳細は次節で取り上げる。

国債市場懇談会のメンバーは、①直近の国債落札実績上位社の部長・次長級又はアナリスト・エコノミスト等 (落札実績に基づき半年毎に見直し)、②全銀協会長行、③学者・研究者等 (5名程度) で構成され全体で15-16名程度であった。国債発行等懇談会に比べるとより実務的な構成員であった。当初のメンバーのうち金融機関は次のとおりであった。興銀証券、ゴールドマン・サックス証券、住友銀行、第一勧業証券、大和証券エスビーキャピタル・マーケット、ドイチェ証券、東京三菱証券、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、野村證券、ビー・エヌ・ピー・パリバ証券、メリルリンチ証券。

構成メンバーの推移は平成12年9月で11社、平成12年10月10社、平成12年11

月11社、平成13年4月12社、平成14年10月22社であった。また、必要に応じて金融庁、日本銀行、郵便貯金資金、東京証券取引所、日本証券業協会、生命保険等の機関投資家から意見を聴取した。

なお、メンバーの選定法は国債市場懇談会の第16回会合（平成14年3月開催）において理財局から次のように説明されている。「14年度上期の市場参加者メンバーの選定基準は、これまで同様、13年度下期の落札・引受実績（デュレーション換算）上位10社並びにシ団幹事である全銀協幹事行及び全銀協市場委員会委員長行にお願いすることとしており、次回懇談会から新しいメンバーで開催する」。このような従来からの選定法については、第1回会合で「流通市場の整備という観点からは、日銀や機関投資家（最終投資家）もメンバーに加えるべき」、「議論が分散しないよう、むしろメンバーを絞った中で、スピード感をもって議論を進めるべき」、「選定に当たっては、入札競争を惹起するような落札シェアのみを基準とするのではなく、流通市場での寄与度（マーケットメイクをしているかどうか等）についても加味すべき」などの意見が出ていた。

第16回会合では更に「14年度下期より、市場参加者メンバーの選定基準を変更することとし、新たな選定基準は、イールド・カーブの各ゾーンにわたり発行市場へのコミットメントを期待する観点から、超長期・長期・中期・短期の各ゾーン全てにおいて半期毎の落札・引受シェアが一定以上の会社とするゾーン毎の最低落札・引受シェアは、超長期債（30年、20年、15年変動）、長期債（10年）、中期債（5年、3年割国、2年）については、それぞれ1%、短期債（TB、FB）については0.5%とする。なお、シ団幹事である全銀協幹事行及び全銀協市場委員会委員長行については、従来同様で変更はない。また諸外国の例も参考とし、14年度上期より半期毎のデュレーション換算の落札・引受額について、上位5社の社名を公表することとする。14年度上期分については、4月債から9月債までの実績を別紙の方法により計算し、上位5社の社名を9月末から10月初めに公表する」との説明があった。

また、国債市場懇談会とは別に、専門的な議論を要するテーマ、あるいは集中的に議論が必要なテーマはワーキング・グループで検討することとして、平成12年10月以降「国債市場の制度整備に関するワーキング・グループ」を作った。市場懇談会のメンバー以外に、日本証券業協会、法務省、全国銀行協会からも参加した。このワーキング・グループは国債の入札・取引・保管・決済等

国債の発行市場・流通市場を巡る制度面の諸問題について、幅広く検討を行った。有価証券の統一決済法制について、関係方面で当時検討が進められていることに鑑み、国債の決済制度を中心に検討がなされた。

その後、平成14年4月に機関投資家向けの「国債投資家懇談会」が立ち上げられた。平成16年10月に国債市場特別参加者制度が導入されたのに伴い、国債市場懇談会は同年8月の会合で終了し「国債市場特別参加者会合」に衣替えした。

第3節 国債市場懇談会および国債市場の制度整備に関するワーキング・グループでの議論

本節では、平成12年9月に開催された国債市場懇談会の第1回会合から平成13年3月の第7回会合まで、及び国債市場の制度整備に関するワーキング・グループの全2回（第1回が平成12年10月、第2回が平成13年1月開催）の会合を取り上げ、それらにおいて、どのような議論がなされたか、さらにそれらの議論や意見がその後の政策にどのように生かされたか、どのような制度変更をもたらしたか、などをフォローすることにする。なお、いくつかの論点に関しては、本書の守備範囲である平成12年度末までに開催された第1回から第7回までの会合の後に議論が継続され、それらにも基づいて制度の検討や改正が行われている。そこで以下では、関連を有する議論等について、第16回会合（平成14年3月）までになされた部分も含めて言及することとする。

はじめに、国債市場懇談会の進め方、発行・流通の制度と公的部門、発行市場、流通市場の順でそれぞれの内容を要約すると次のようである。

国債市場懇談会の進めについては、国債管理政策全般を対象として議論がなされるべきであるとの意見が出ているが、懇談会が民間、とりわけ国債市場に関係する機関の意向を伺い、かつ取り入れる性格を持つことから、このような議論は当然なされるべきものである。加えて、公的債務全般、更には公的部門による運用、中央銀行との関係、格付などにとどまらず、狭義の国債等の他に政府保証債や財投機関債まで視野を広げて議論されているのもごく然るべきことであろう。

発行・流通の制度と公的部門については、平成13年度から行われた財政投融资改革によって発行が開始された財投債・財投機関債がまず議論の対象とされた。次に、シ団の存廃も取り上げられて、将来的には廃止するべきである、との考え方が色濃く打ち出されており、平成18年3月の廃止につながっていった。また、国債の入札公告がなされてから発行までの取引であるWI（発行日前）取引やプライマリー・ディーラー制等の導入に言及されていることも興味深い。

次に税制については、とりわけ非居住者等に対する非課税制度が国債保有や

流通の障壁であるとの議論が盛んになされ、これらを踏まえて、一括登録国債利子の非居住者非課税制度が拡充されるとともに、海外の金融機関が非課税口座を扱いうる適格外国仲介業者となることなど、改善策が鋭意とられた。

発行市場については、国債発行の在り方と年限構成、入札予定と結果の発表、入札方法、WI取引、リオープン（銘柄統合）、商品多様化などが幅広く取り上げられている。年限構成に関する議論のうち、「市場参加者の意見を重視しすぎて毎年変更すると、マーケットの混乱要因になりかねず、なかば自動的に年限構成を変更するほうがよい」とする意見は傾聴に値しよう。懇談会の議論も踏まえて、入札予定は常時向こう3か月先までの予定が発表されるようになり、かつ入札結果は「業者の市場リスクを軽減する」べく発表時刻の繰上げが行われた。

入札方法については、ダッチ方式（単一の価格、あるいは利回りの決定）とコンベンショナル方式（複数の価格、あるいは利回りの決定）の優劣が議論されているが、第7回会合まででは結論は出ていない。

商品多様化に関しても様々に意見が出されており、それらを踏まえて新たな商品が導入された。それらはストリップス債（利付国債の元本部分とクーポン部分を分離してそれぞれ別個に流通させる、あるいは元本部分とクーポン部分を再結合して元の利付国債を復元させることが可能な国債）、個人向け国債、物価連動国債である。

流通市場については、即時グロス決済、フェイル、国債決済制度、清算機関などが議論の俎上になっている。日本銀行は平成13年1月に日銀ネット国債系システムを従来の時点ネット決済から即時グロス決済に移行させた。更に、国債決済の即時グロス決済の対象取引に国債発行・払込みが平成14年6月に、国債現先オペが同年11月に、それぞれ追加された。

フェイル慣行とは、決済の当初予定日に証券の受渡しが行われない（フェイル）場合に、そのことのみをもってデフォルト（債務不履行）扱いとせず、これを容認する市場慣行である。証券会社間の取引ではフェイルが起こるとの認識が、これらの懇談会開催時に既に定着していたが、投資家にはフェイルが起こりうるものであるという認識が浸透していたとはみなされていない。しかし、ガイドラインやQ & A ペーパーなどの作成によってこれらの認識が定着していく方向にあったことが懇談会の議論からもうかがえる。

また、国債も対象にする振替決済制度の統一や、安全かつ効率的な決済を可能にする清算機関の整備などが、懇談会での議論を踏まえて進められ、他に決済システム、国債流通市場の流動性、課税玉と非課税玉の市場分断、国債の決済法なども検討の対象とされた。

以上の諸論点についての議論の内容をやや詳しく紹介すると以下のとおりである。

(1) 国債市場懇談会の進め方

表5-3-1「今後の検討課題」(第4回会合において示された別添資料2)は、第1回から第3回までの会合において懇談会のメンバーから出された指摘や意見を中心とする検討課題を事務局(理財局)が整理したメモである。また**表5-3-2「流通市場における流動性向上のための提言・メンバーから集められた発行市場についての論点」**(第7回会合の別添資料1)は、メンバーが国債の発行市場について予め意見を表明した項目を事務局が列挙したものである。これらの表に掲げられた項目を中心に議論が進められた。

懇談会の進め方については第1回会合で取り上げられ、「まず発行当局としての考え方を示して、それに対して市場から意見を求めるというやり方」が適切である、「国債管理政策……の前提として、財政の健全化を進めることが必要。国債の発行量が多すぎる」、「国債管理政策は財政金融政策と整合性をとることが重要であり、こうした意味から中央銀行との対話もさらに重視すべき」、「発行総額や発行計画の設定については、市場との対話の仕方に改善の余地がある」、「今後の増発や来年度の財投債発行などの市場の関心事項について、透明性を向上させる必要がある」等の意見が出た。

更に後の会合では、「財投機関債や財投債を含めて公的債務全般の管理について考えるべきである」(第4回会合)、「公的部門による自主運用は、市場にも大きな影響を与え得る要因であり、当懇談会でもそのあり方を取り上げるべき」(第7回会合)、「日本の国債管理政策を考えた場合、民間消化額以外の公的引受の部分が非常に大きく、市場は民間消化部分だけではなく、公的を含めたトータルについても重要視せざるを得ない」(第12回会合)、「最近は格付けに対する関心が非常に強くなっている。格付けの対象は財政運営など広い対象に及んでいるが、国債格付けに対する考え方についても、この場で議論するタイミ

ングにきている」(第13回会合)、「国のファイナンスは、国債、財投債、TB、FBだけでなく、特別会計の借入金、特殊法人の政府保証債、財投機関債、更に、政府保証借入金等多岐にわたる。とりわけ、本年度から始まった財投改革によって、複雑になった……。国債市場懇談会においても、国債、財投債、TB、FBだけではなく、これらを総合的に議論するという視点が必要」(第14回会合)などの指摘もなされている。なお、表5-3-3から表5-3-6までは第5回と第6回の会合でメンバー各社から提出されたプレゼンテーションのうちの市場改革に関する論点を整理した抜粋である。

(2) 発行・流通の制度と公的部門(大蔵省・財務省を含む)について

資金運用部等の公的部門の運用については、第4回会合で理財局が「13年度からは財政投融资改革が実施され、新しい特別会計(財政融資資金特別会計)は郵貯や年金の預託金の運用から自ら国債(財投債)を発行して必要な資金を調達し、財政投融资を実施する仕組みとなる。したがって、財政融資資金特別会計が、国債を買入れるために国債(財投債)を発行することは通常想定しにくい。そのため、財政投融资改革後は毎月一定額を買入れを行うことは困難である」と説明した。

財投債について、理財局は第3回会合で、「平成13年度の財投債の市中発行額は、郵政省・厚生省との間の経過措置の合意に基づき、新規財投債のおおむね2分の1程度となる。但し、財投債の市中発行については、財投計画の規模、財投機関債や政府保証債の発行額、郵貯・簡保の地方公共団体への貸付額などの変動要因があること、また、現在、財投編成作業中であり、更に、今後、厚生省・郵政省との間で具体的な引受額を調整していくことから、現時点では、定量的に確たる数字を示すことは困難である。なお、市中発行する財投債の年限構成を考える場合、財政融資資金の適切な資産・負債管理(ALM)の観点に立ちつつ、市場情勢に対する十分な配慮も必要であると考えている」と説明した。第11回会合では、「財投債と財投機関債の問題は、財投機関は国の政策を担う機関であるから、その政策目標が国民に正しいと認識されていれば、一番安いコストで調達するのが筋であり、そういう意味では財投債のみで資金調達すべきである。ただ、その場合であっても、国民負担がどのくらいかを示す必要があり、政策コスト分析により、国民負担を明示しながら、財投計画を

作っていくことが大事」、「政府機関でありながら民間機関のように債券を発行し、あたかも民間金融機関のように資産を運用するのは理解できない。基本的に市場への攪乱的な影響を防止する観点から、非市場性国債による運用が望ましいのではないかと……。財投債を保有するのであれば、米国のように非市場性のものを持つことに限定するのが望ましい」といった意見があった。他方、「公的投資家の資金は、売買量を大きくする重要なファクターであり、公的投資家に非市場性国債を保有させることは市場参加者の減少につながり、かえってマーケットは脆弱になってしまう」等の指摘もあった。

財投債の情報開示に関しては「4月から財投債の発行が開始されたが、ディスクロージャーがもう少し少なされると、マーケットでの不透明感も払拭されるのではないかと。また、英文での公表資料を増やして欲しい」、「財投債のディスクロージャーについては、官報においても掲載されているし、また、国会提出資料では、各公的機関の年限別引受額は明らかにされているが、これを入手しないと分からない。財投債は非市場性ではないため、公的機関が流通市場において売却したりあるいは他の銘柄に乗り換えたりするのではないかとという疑心暗鬼がマーケットにはある。もう少しディスクロージャーを工夫すれば、マーケットも安心する」との指摘があった（第8回会合）。

シ団の存廃については以下のように様々な見解があったが、将来的には廃止すべきである、とする意見がほぼ大勢であった。「今後のあり方については賛否両論がある。発行量の増加が見込まれる現状では近い時点で廃止するのは難しいであろうが、今後廃止の方向での議論をする場合にも、シ団に替わる安定消化のための仕組みの手当て、例えばプライマリー・ディーラー制を導入し、最低落札額をその要件として組み込むことであるとか、市場参加者・投資家と発行当局との対話の機関・機会が必要」、「シ団見直しに関する議論をすることは、流通市場を含めて市場参加者の責任やルールを見直す良い機会となるものであり、今後、時間をかけて議論すればよい」、「シ団がそもそも創設された背景には国債の大量発行があり、……円滑な消化を目的としたものであるが、現在では来年度の国債の発行が増える状況であることを踏まえると、もうしばらくはシ団を存続させるべきであり、財政が中立あるいは緊縮になるという明確なゴールが見えるまでは、シ団制度の廃止は早すぎる」、「かつてシ団は安定消化だけではなく、マーケット情報を当局にフィードバックする役割があったが、

現在では国債市場懇談会等もあることから情報交換の場としての役割も低下している。ただし、現実としてシ団方式はマーケットの原理を歪めている訳でもなく、またこれだけ財政事情が厳しくなっている中で、今敢えて廃止する必要もない」（以上第7回会合）、「国債の新規発行は市場にとって「売り」と同様の効果があり、シ団の存在によって入札日の売り圧力が緩和されている。従ってシ団の存在は入札時における市場の需給バランスという観点からは望ましい」、「シ団制度のデメリットとして次の5点が挙げられる。第一に、シ団の存在意義自体が希薄化している。すなわち、今年度の……市中発行額に占める10年債の固定シェア引受分の割合は約12.5%まで落ちており、シ団引受を国債消化のラストリゾートとして位置付けるには無理がある。……第二に、シ団メンバー各社の引受負担が増加している。すなわち、シ団メンバーの脱退が増加する一方で10年債の発行額は増えているため、脱退希望がさらに増加するという悪循環が起こっている。また、……流通市場における価格形成にも悪影響が生じている。第三に、シ団引受シェアの硬直性がある。現行の業態別・各社別シェアは妥当なものとして説明困難である。第四に、引受手数料の問題がある。応札価格に上乘せされていることで引受手数料の実質的意義が失われていることに加え、各メンバーのシェアによって引受手数料の合計額が異なってくるため、入札に当たっての前提条件が不公平なものになっている。……第五に、シ団会議の開催等、運営のコストがかさむことが指摘される」との意見があった。

加えて、「シ団の存在が安定消化に寄与しているということは否めず、……シ団が廃止されれば一時的に国債相場は下落するかもしれない。実態としては公募入札もシ団引受も変わらず、概念的な安定消化スキームとしての必要性はそれほどないのではないか。一方で、シ団制度が廃止されれば発行市場の透明性は向上する。国債市場の諸制度が次々に改善されている状況下で、あえて10年債についてのみシ団制度を残す必要はなく、むしろなくした方が新たな市場改革となるのではないか。シ団を廃止すると、一時的な混乱はあるかもしれないが、中長期的には国債の安定消化に寄与する」、「国債発行額が増額する中、シ団制度に大きな変更を行うべきではないと考える。引き続き制度の在り方を検討はするとしても、拙速に移行するのはどうかと考える。また、シ団の役割の一つとして、業態を越えて市場参加者の意見を集約できるという機能もあると考えられ、こうした観点からも検討する必要がある」、「シ団制度については

既にこの場で何度も議論されており、そのプラス面マイナス面は出尽くしている。発行額が大量になっている中、WI取引を導入しないと安定消化は難しいと考える。……WI取引さえ導入されれば、シ団を廃止し全額競争入札にしても……全く問題はない。……シ団のメリットは、もはや当局にとって札割れが生じた場合のラストリゾート的な機能という程度ではないか」、「シ団の在り方については、廃止の方向で検討すべきと考えている。むしろ、今後の借換債の増加ペースを考えれば、今こそがシ団見直しの好機であり、廃止を前提に、今後1年程度で段階的に固定シェア引受の比率を減らしていくべきではないか。また、札割れが起こったときにどういう対応をするかそろそろ考える時期ではないか。……シ団メンバーが減少する中、残ったメンバーの負担が増えており、メリットを失いつつある」、「シ団制度は、過去において国債の安定消化に一定の寄与を果たしたと考えている。現在の日本の財政状況では今すぐシ団を廃止することは難しく、シ団の廃止は中長期的な目標として、WI取引やプライマリー・ディーラー制等の導入とセットで考えていくべき。……今すぐシ団がなくなった場合にどれだけマーケットへの影響があるのか予想することはできない。固定シェア引受の割合を徐々に引き下げながら新たな制度に入っていくというのが一つの方向性では」、「シ団を存続させるか否かの議論については、各業態によって色々な見方がある」（以上第12回会合）等と指摘された。

その後、平成14年2月の第15回会合で理財局は次のように説明した。「国債シ団制度については、これまで国債の消化に大きな役割を果たしてきているが、国債市場懇談会においても、市場関係者から、見直しを含めてその在り方について、様々な意見が出されているところであり、財務省としても、国債の安定消化及び国債市場の整備という観点から、中長期的な課題として検討を行っている。……シ団制度に代わる安定消化のスキームの構築などの課題があると認識しており、現時点において、具体的なスケジュールを念頭に置いて検討を進めているものではない。……市場の動向・ニーズも十分踏まえつつ、引き続き、幅広い観点から議論を深めてまいりたい」。

なお、シ団に代わる制度としてプライマリー・ディーラー制度があり、これについては上記の議論等でも言及されているが、後の平成16年10月に特別参加者制度として導入された。また、シ団は平成18年3月に廃止された。

国債情報提供の拡充は、第7回会合までにおいて出された具体的論点の整理

(後掲の表5-3-2の「提言」)に含まれているが、これについて理財局は第12回会合で次のように報告した。「国債に関する各種の情報提供については、従来より財務省ホームページにおけるデータ掲載や、国会への資料提出等を通じて、鋭意行ってきたところであるが、今般、一層分かりやすい情報提供に努めるため、ホームページの構成を一新している。また、海外投資家向けに四半期毎に発行していた英語版リーフレットを日本語版でも発行するなど、情報提供の一層の充実を図ることとした。当懇談会の議事要旨についても、過去全11回分、英語版をホームページに掲載している。」

次に、主要なテーマの一つである税制も取り上げられている。税制のうちの非居住者等に対する非課税制度については次のような指摘があった。「大量発行と同時に、公的部門による国債引受の減少など保有構造も変化してきているので、今後、個人・事業法人・非居住者等の国債保有を更に促進する必要がある、そのためには税制の見直しも必要」、「非居住者の保有が十分に進まない理由としては、金利の絶対水準が低いことのほか、税制の問題もある」、「課税の論理と市場の論理のバランスをとる必要がある。難しい問題ではあるが、近年、時価主義の進展など両者に関わる基盤整備も進んできているので、望ましい解決方向を見出していくべき」、「外国人投資家にも理解可能な、税に関する明確なガイドラインを示すべき」(以上第1回会合)、「事業法人・非居住者に対する源泉徴収が流通性の阻害要因となっている。非居住者は振替決済制度を利用することにより非課税の適用を受けられる形にはなったが、グローバル・カस्टディアン経由での保有が難しい。また、事業法人は源泉徴収があるので、業者も課税玉はポジション調整が難しく販売に苦勞しており、管理もしづらい。また、RTGS化の次はストリップス、レポ取引に関する税制面の手当てが必要で、税制の整備がなされないと非居住者の参加は望めない」(ワーキング・グループの第1回会合)、「海外での保有を考えると、やはり税制における源泉徴収制度がネックであり、これを撤廃してほしいというニーズが非常に強い。ただ、海外投資家は、現行制度を理解していないので、現行税制について広報活動が必要である」(第4回会合)、「振替決済制度の利用を前提とした非居住者非課税制度が、グローバル・カस्टディアンを通じた保有にまで拡充されたが、グローバル・カस्टディアンが日本銀行から振替決済制度の外国間接参加者として承認を受けるに当たって、日本銀行との契約が現地法に照らして有効である旨の

オピニオン・レターの提出が求められており、これが大きな負担となって手続きが進んでいない」(第8回会合)。

これらの意見を踏まえて、大蔵省は租税特別措置法5条の2の改正案として、表5-3-7に示されるような一括登録国債利子の非居住者非課税制度の拡充案を平成13年2月に国会に提出した。また、理財局は平成13年6月の第9回会合で次のように説明した。「前回会合において、海外の金融機関を、非課税口座を扱える適格外国仲介業者として承認する手続きが遅れているのではないか等の意見があったことを受け、日本銀行や税務当局等関係方面と緊密な連携をとりつつ、発行当局としてもできる限りの対応をとってきた。たとえば、投資家等市場関係者の要望に応え、日本語版・英語版による非課税制度の解説や、手続きに必要な各種書式を、6月初めに財務省及び日本銀行のホームページに掲載する等、制度の利用促進を図ってきた。日本銀行においては、リーガル・オピニオンの事後提出を認め、また、税務当局においては市場関係者からの問い合わせに速やかに回答するなど、双方において迅速な処理に努めている。その結果、6月13日現在で、日本銀行により外国間接参加者として承認された海外の金融機関は19社(このほか、審査が実質的に終了したところが7社)、税務当局による承認を受けた適格外国仲介業者の数は18社にのぼっている(前回会合時は3社)。これにより、大手のグローバル・カस्टディアンはほぼ全て承認済みとなった。新制度が海外に十分に浸透し理解が進むよう、今後ともフォローアップに努めていきたい。」

(3) 発行市場について

国債発行の在り方と年限構成については次のような様々な意見が出された。「これまでは需要が大きいため吸収されてきたが、金融機関の合併・統合や時価会計導入に伴う保有国債の年限短期化の影響で、一般的に長期債は敬遠される傾向がある」、「超長期債(20年債、30年債)は投資家層が限られており、ヘッジも難しいため、増発にはリスクがある」、「中期ゾーンについては、5年債がベンチマークとして育ってきており、4年債と6年債を5年債に一本化すべき」、「これまで中短期物を中心に増発してきたことはマーケットのニーズにも合致していたが、今後は中短期ゾーンにおいて飽和感が出てくる可能性もある」(以上第1回会合)。「増発する年限等については、市場のニーズを考慮に入れて

欲しいが、一方、市場に対する過度の配慮も良くない。市場が妥当と受け止める範囲であれば、需要はあるので消化していける」、「市場における短期的なニーズも大事ではあるが、あえて理想論を言えば、短期的には痛みを伴う可能性があるとしても、国として理想のバランス・シートを構築していくという中長期的な ALM の観点に立って、年限構成等も決めるべき」、「議論の前提として、発行年限の短期化はリスクの増大を招くため、長期化すべき。極力前倒して発行すべき。ベンチマークとなる年限をまとめるべき（特に中期ゾーンは5年債に一本化すべき）。期中の発行額の引上げは何度も行わず、悪材料は早く出し切るべき。足下の需要にこだわらず、恒常的なニーズを見極める、といった基本的考え方をすべき」、「非居住者から、発行当局のポリシーについて尋ねられることが多いが、市場のニーズを見てというのは彼らにはわかりにくく、……国の資金調達として何が理想か、方向感を示すことが重要」（以上第2回会合）。

「発行当局から市場へ平均年限の長期化を図るというメッセージを打ち出すべき」、「投資家、特に非居住者から見て透明性を高くする……必要がある。直近の需給面にとらわれず、中長期的観点からポイントあり。発行体としての国のバランスシートからみて、短期債の大幅な増発は借換えリスクの増大につながることから、平均年限や金利水準の目標を示しては。将来的にも商品性の高いものを発行すべき」、「国債発行計画の予測可能性も重要であり、今年度補正後の年限構成と次年度当初の年限構成が全く違ったものになっては、マーケットに極めて大きな驚きがあるので、予測可能性の範囲内での年限構成で発行年限を決めることが必要」、「国民の利益という観点からみると流動性の確保が第一のプライオリティーであり、ベンチマークの育成が重要。2・5・10年債をベンチマークとすべき」、「確実・円滑な国債消化というのは、国民側からみれば費用最小化であり、市場からみれば効率的な資本市場を作るということであり、そのために流動性を高めていくことが重要。このためには、ベンチマーク形成が大事であり、4～6年債を5年債にまとめることが一つの方向である」（以上第4回会合）。

「年限構成をあまり市場参加者の意見におもねて毎年変更するのではなく、ある程度機械的に年限構成を考えていく必要もある」（第7回会合）。「年限毎の発行額については、マーケットに対して本当に機敏かつ弾力的に動けない限り、

期中で変更すると、マーケットの混乱要因になる恐れがある。発行額の変更は半年に1回程度でよい」、「年限毎の発行額は、あまり頻繁に変更するべきではなく、仮に変更するのであれば、計画的にかつ事前のアナウンスを行った上で行うべきである。ただ、一方であまり硬直的になりすぎるのも問題ではある」、「発行のペースを1年間完全に固定してしまうと、市場環境の変化に対応できないという面もある。市場との緊密な対話を行っていれば、当初の計画通りの発行を基本とした上で、年限毎の発行額の微調整を四半期に一度くらいは行ってもいい」（以上第9回会合）。

「国債の発行余力を検討する場合には、今後の資本市場のあり方や、足もとの国債保有構造について考慮する必要がある」（第11回会合）。「長期的視野で見た国債の発行年限の構成については、バランスをとることが重要である。将来的には、マーケットにおける予想可能性を高めるために、今年度の各年限における国債の発行額それぞれ同じ比率を上乗せたものが来年度における国債の発行計画とするようなことが望ましい」、「今後も発行量が増えていくことを考えると、格付機関や海外に対するアピールの意味からも、発行に関する当局の長期的なスタンスを明示しておく必要がある」、「マーケットの動向を見ながら、市場との対話を行い、投資家のニーズに沿った年限の配分を行っていく必要がある。ただし、国債の平均年限を短期化し過ぎると、借換リスクが増加してしまうため、デュレーションの長期化を図ることも検討していく必要がある」、「国債市場をより流動性の高いマーケットにするとともに、国債が北極星になるように、様々に分かれている国の債務保証を排除して、国の資金調達を国債に集中させるべき」（以上第13回会合）。

「各年限のニーズは時期によってかなり変化するものであるが、一方で年限別の発行額を事前に全く明らかにしないと市場に不安感を与える。そこで、市場環境に応じて、期中に年限別の発行予定額を変更することを考えてもよい」、「個別の年限別に議論するのではなく、基本的には、発行増額分を、各年限毎に均等の比率で増額するのがよい。その上で市場のニーズに沿い各年限の微調整を行うべきである」（以上第14回会合）等である。

これらに対して、理財局は第13回会合で国債発行計画策定の基本的な考え方を次のように説明した。「国債発行に当たっての目標は、確実かつ円滑な消化を図ること、及び長期的な調達コストを抑制することにあると考えている。そ

のためには、年限構成の策定においては、

- ・市場の動向・ニーズを見極める
- ・過度の短期化による借換リスクの増大を避ける
- ・特定の年限・ゾーンに偏った発行による金利上昇を招かない

ということに配慮し、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについてバランスのとれた発行額を設定することが適当であると考えている」。

入札予定の発表については、第11回会合で理財局が次のように説明して懇談会メンバーの意見等を求めた。「入札日程及び年限の公表については、現在、四半期ごとに翌3ヶ月間の予定を公表しており、10月から12月の入札予定については9月13日に公表した。現在の公表方式では、入札予定公表当初は翌3ヶ月の予定が明らかになっているが、9月13日に公表した10月から12月の入札予定を例にすると、11月になると翌月の12月分の予定しか明らかになっていないというように、入札予定を把握することが可能な期間が漸時短くなっていく。理財局としては、大量発行が続く中、国債発行に関する透明性をさらに高める観点から常時翌3ヶ月の入札予定が明らかになっているよう、毎月3ヶ月先の入札予定を公表する方式、具体的には、10月にはその3ヶ月先の平成14年1月分の入札予定を、11月には2月分の入札予定を公表することを考えている」。その後、理財局は市場関係者からさらに意見聴取等を行い、これを実施することとして10月16日に平成14年1月分の入札日程が公表された。

次に、入札方法については次のような意見が述べられている。「強く要望したいことはダッチ方式の廃止である。……現行の価格コンベンショナル方式に問題はないのではないか。ダッチ方式は業者がどうしても落札したい場合にはたしかに便利ではあるが、一方で、市場実勢を無視した入札を招きやすく、業者のマーケット・メイク機能を奪うものである。……このようにダッチ方式は競争原理が働きにくいので、現在のように相場が良好な場合は過熱入札となるが、相場が反転する局面では逆になり得る」、「入札方式については、市場実勢が重視されること、及び安定的な落札を行えることの二点が重要である。最近、マーケットの実勢と乖離した入札もあるので、配慮が必要ではないか。他方、確かに相場下落局面ではダッチ方式のデメリットが出るので、現状を変える必要は必ずしもないかもしれない」、「30年債にイールド・ダッチ方式が採用されたのは、30年債のクーポン設定が難しかったという経緯ではなかったか」、「ア

アメリカではコンベンショナル方式からダッチ方式に変更するに当たり、ゲームの理論（ウィナーズ・コース）を用いて定量的な実証研究を行った結果、ダッチ方式に優位性があるという結論に至ったようである。一方、WI取引や定例リオープン導入によっても応札者側の不確実性を最小化し、ダッチ方式にしくなくてもウィナーズ・コースを排除できるとされている。ただ、いずれも技術的な論点であり、日本とアメリカとの市場の違いも考慮しなければならず、すぐに結論を出せるものではない、「四半期入札への移行については、多額の国債を消化する必要がある現状での実現は難しいと思うが、キー・マチュリティーの育成や、リオープン・ルールの拡充等を通じた流動性向上についての議論の延長線上にある課題として、将来的に実現すべき事項である」（以上第7回会合）。

なお、米国のノートとボンドの入札は、利回り入札によるコンベンショナル方式で行われ、クーポン・レートは募入平均利回りを基礎として1/8%刻みで、募入平均価格が額面以下となるように定め、各募入利回りに応じてそれぞれの落札価格が決められていた。この方式の場合には、高い価格の入札者は低い価格の入札者よりも落札の可能性は高くなるが、高値で購入しなければならないリスクが生じる。これはウィナーズ・コース（勝者の呪い）と呼ばれている。

入札結果の発表については、「業者の市場リスクをある程度軽減するために、入札から入札結果の発表までの時間を正味一時間を目標として短縮化を図っていくべきである」（第4回会合）、「入札結果の公表については、現在、14時に行われており、入札の締切りから2時間ある。誤入札が発生した場合の対応に時間が必要であるとしても、入札結果の公表時間を更に早めることは可能ではないか。入札結果の公表時間が30分繰り上がるだけでもかなり違ってくる」（第7回会合）等の意見があり、これらを踏まえて、理財局は第8回会合において時刻繰り上げを次のように報告した。「（平成13年）5月22日に予定している10年債（6月債）から、現在の午後2時発表から30分程度繰り上げ、午後1時30分頃に発表することとする。今回の措置は、入札事務の実態を踏まえつつ繰り上げを図るものである。ただ、システム障害や入札参加者による入力ミス等が生じた場合には、発表時間が遅れる可能性もあり、その場合には、本来の発表予定時刻に先立ち、発表が遅れる理由やその遅れの程度について、あらかじめ公表することとする」。

募集販売はその廃止が表5-3-2の「発行市場の論点」に掲げられている。これについて第7回会合で「メリットとデメリットがある。デメリットは、募集期間を確保するために入札日から発行日までの期間が長くなり、決済量が積み上がる分リスクも増えること、募集期間中は単一価格の販売であるがその間もマーケットは動いているため、事実上二重価格を招くことがあげられる。メリットは、個人への販売促進である。現状では10年債はあまり個人には売れておらず、全体としては問題である」との意見が述べられている。

WI取引（発行日前取引）は第7回会合で「ダッチ方式はWI取引導入とセットの議論である。WI取引が開始された場合には、大量落札しやすいダッチ方式は有効である」、「WI取引……はいずれもシ団制度と絡んでいる」と指摘され、第12回会合では「WI取引があれば発行圧力の分散効果が期待できるので、将来的にはWI取引の導入について検討すべき」、「10年債については、WI取引の制度があれば1.7兆円でも3兆円でも問題なく消化できると考えている。ただし、現在、日本のマーケットでは、単利ベースで取引が行われているため、クーポンが事前にわからないとWI取引ができない。しかし、現行の30年債のように、イールド・ダッチ方式の入札のもとでは発行額と償還日さえ分かれば、その日から複利ベースでWI取引をして入札を行うことが可能はず」と評価され、第15回会合でも「新発債のヘッジ等に関しては、今後WI取引が導入されるのであれば十分対応は可能」と指摘されている。その後この取引は平成16年2月に導入された。

リオープン（銘柄統合）については、「発行コストを下げるには流動性を確保することが重要であり、そのためには入札をイールド・ダッチ方式にする、入札の一週間前発表時に、リオープンするか新発債で発行するかを公表すべき……である」（第4回会合）、「欧米において採用されているタップ方式（特定の銘柄についてスキーズの起きている場合等に、発行後長期間を経過した銘柄であっても、流動性を向上させる目的でリオープンを行なうもの）の導入を検討してはどうか」（第5回会合）、「日銀が短国買い切りオペを再開し、オペ対象として1年物TB等長めのものを増加しているため、その流動性が低下している。例えば6ヶ月物の発行の際に既発の1年物をリオープンして発行すれば、流動性の向上に資する」（第7回会合）と指摘された。リオープン方式は平成13年3月債から採られ、国債発行の際に既発債と同一のクーポン・元利払日を設定し、

同一の回号を付けて、発行時からその国債を既発債と同一銘柄として取り扱うこととなった。

商品多様化について「今年度の国債発行計画において、財務省は中期ゾーンの5年債への一本化や20年債の発行増等に見られるように、ベンチマークの育成を進めてきたと理解している。次に採るべきステップは、今後も借換債を含めると大量発行が続くと考えられる中、その円滑かつ安定的な消化のために、市場のニーズを踏まえた上でインフレ連動債、貯蓄国債、ストリップス債といった商品の多様化を検討する……こと」（第10回会合）との指摘がある。

多様化の第1弾はストリップス債であった。これは市場の制度整備に関するワーキング・グループの第1回会合で「RTGS化の次はストリップス、レポ取引に関する税制面の手当てが必要で、税制の整備がなされないとい非居住者の参加は望めない」と指摘された。ストリップス債は平成14年3月に国会に提出された「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法案」に盛り込まれ、平成15年1月に導入された。

続く商品多様化として平成15年3月に導入されたのが個人消化の拡大を目指す個人向け国債であるが、その導入までの当懇談会での議論の流れをたどると以下のとおりである。第3回会合で、個人投資家にとって国債の魅力を向上させる方策が議論された。第4回会合では「個人消化を考えるのであれば、アメリカや一部ヨーロッパなどで行われているような、非市場性国債と市場性国債に分けて、新たな商品構成を考えていくこともひとつの方法」、「公的年金向けの非市場性国債として、国債総合インデックス債もニーズがある」との指摘があり、第5回会合で野村証券提出の資料「国債流通市場の活性化に向けて」において制度面の論点の一つとして投資家層の多様化の手だてに非市場性国債の導入が挙げられている（前掲の表5-3-5参照）。

更に「貯蓄国債については、米国で発行されてきているが、背景には日本のような郵便貯金がないことが考えられる。我が国でも、もし郵貯が民営化されるとしたら、こういう貯蓄国債が発行される方向性は十分に考えられる」（第7回会合）、「今後の国債の大量発行を踏まえ、個人投資家層をいかに国債市場に呼び込むか……例えば、米国の貯蓄国債のような非市場性国債にはニーズがあると思われ……」、「米国は、多くの種類の個人向け国債を発行してきているが、売れ行きが悪くなると、すぐに発行を中止するという機動性がある」、「ア

アメリカの場合、郵便貯金制度が存在しないため、国債を定期預金の代替として保有しているという面が強いのではないか。一方、日本の場合、確かに個人の国債保有は少ないが、銀行や郵便貯金への預金を通じて、間接的に個人が多く国債を保有しているとも言え、個人向けの貯蓄国債を発行したとしても、資金の流れは実質的にはそれほど変わらないと考えるべきなのかどうか、「個人向けの貯蓄国債の発行が資金の流れに与える影響は、市場性か非市場性かによって異なる。すなわち、米国の貯蓄国債のように非市場性であれば、流れは変わってくるだろう。ただ、市場性の方がマーケットは動きやすくなるだろう」（第8回会合）との議論があった。

加えて、「貯蓄国債については、個人向けの魅力的な国債の提供という点は検討に値する。ただ、その際に、税制上の優遇措置については、民間商品とのバランスに配慮した対応をしてほしい。また、販売のチャネルについて、個人の投資家が自然と国債を購入出来る仕組み・手当てを考えるのも一つの手段である」、「米国の Treasury Direct と呼ばれるインターネットを通じた購入は人気が高く、Easy Saver や給与天引き貯蓄プランなどは日本にないチャネルであるので、個人消化の拡大を検討する上で、参考になる」（第9回会合）、「貯蓄国債については、税制上の優遇措置を付与しないと個人の消化促進は難しい」、「貯蓄国債の導入を検討する上では、郵便貯金との関係を整理する必要があるだろう」（第10回会合）、「欧州市場では個人向けの米ドル建国債が発行され、ある程度売れている。日本でも外貨建預金や外債は人気があり、個人向けの外貨建国債を発行すれば、ある程度のニーズがあるのではないか」（第11回会合）などの指摘があった。

第13回会合では、理財局は個人向け国債の導入に向けての検討状況について「我が国の国債の保有構成をみると、金融機関等の割合が高くなっているが、保有が特定の主体に偏ると、経済金融情勢の変化に対して、同一の投資行動をとりがちになるため、国債相場が一定方向に過度に変動するリスクが大きくなる。したがって、保有構造の多様化を図っていく必要がある。米英と比較すると、個人の保有比率が低くとどまっており、個人は「安定的な」国債保有層として期待できるので、個人保有の促進を進めることが適当であると考え」と説明した。

これに対してメンバーから次のような意見が出された。「我が国における国

債の保有構造は、銀行や政府系機関の保有が多くいびつになっている。これはなかなか長期的に維持可能なものではないことから、安定した個人保有を増やすことが重要である。米国の個人の保有割合は5.3%であるが、その多くはノン・マーケットブルである Savings Bond であり、日本でも非市場性の個人向け国債を発行する意味は極めて大きい。またパイオフ凍結解除が目前に迫っている中、国債は……信用リスク・フリーの商品であるから、……個人向け国債は積極的に推進していくべきである」、「自然と個人が買えるようにするために、金融機関等での窓口販売以外の方法で、例えば Treasury Direct とか、401K プランに取り入れる方法等がある」、「販売ルートの問題が重要であり、その意味で……商品性を含めての PR の仕方が非常に重要ではないか。また個人向け国債を販売する際には、定期購入することが非常に重要であり、401K プランに取り入れるなど、販売ルートをどのようにするかといった問題は非常に重要なポイントではないか。今後の保有者層のねらいを個人に向けるというのは、保有の多様化という面で非常に重要な流れになっており、今後一層重要……と思われる。個人向けの国債を検討するに当たっては、税の問題は……避けて通れない」、「個人には何かメリットがないと売れないのではないか。教育資金用など目的に応じて税制の優遇措置を加えた国債を考えてみては」、「現在、信用リスク・フリーのものが国債以外にもあるというイメージで考えている人も多いと思うが、これは疑問である。……国債の本質は唯一の信用リスク・フリー商品であり、その認識がなければ日本の金融資本市場においてリスク・リターン関係がうまく成立しなくなってしまう。そういう意味で個人向け国債を販売することによって、正しい方向に変わるということも出てくるのではないか」。

また、個人向けの国債の販売サイドについては「販売チャネルの拡大として、例えばインターネットを活用した国債の売買の検討が必要」、「銀行商品に比べて、国債は手間の割に取扱金融機関の収益が小さいことから、銀行の支店からは、収益性の高い投信、外貨預金等を優先的に販売していきたいとの声が強く、国債の収益性を高めてもらいたい」、「個人の認知度が低いために、販売に際してかなりの説明を要するため、国においても更に広報活動をお願いしたい」（第3回会合）などの意見が出ていた。

商品多様化の3番目は物価連動国債で平成16年3月に導入された。これについても国債市場懇談会で以下のように何度か取り上げられている。「インフ

レ・インデックス債も、年金向けという観点や市場の見通しを把握する意味から重要と考える」(第4回会合)、「機関投資家である年金は買いやすい一方、発行側としてはインフレの時には財政の負担にもなるので、そういう意味では需給の関係を踏まえて検討していくべき」(第7回会合)、「インフレ連動債の導入に関しては、インデックスとの連動性が不安定、流動性が乏しい、といった指摘があったが、インフレ連動債は日本と比べパッシブ運用者の割合が多い欧米においても既に定着しており、むしろアクティブ運用者の割合が多い日本においては相当のニーズが見込まれるのではないかと。いずれにしても、導入の検討に際しては、年金・生保等の国内投資家の意見を踏まえて議論をしていく必要がある」、「金融政策における量的緩和策は、期待インフレ率に働きかける政策であることから、期待インフレ率についてのマーケットの見方が明らかになるインフレ連動債の導入は、そのサポート役となり得る」(第10回会合)、「償還……までの間にインフレが進むと、素人は大変な暴落と感じるのではないかと。個人保有が進まない背景には、戦争後、紙切れになった国債のことがお年寄りの頭にあるのかもしれない」、「そうした不安感を解除するために、政府がインフレ連動債を発行することで、インフレリスクを負うという形でのコミットメントができる」(第15回会合)。

(4) 流通市場について

流通市場の動きとして、まず即時グロス決済 (RTGS) が挙げられる (前掲第2章第1節参照)。RTGSに関する国債市場懇談会での議論をたどると、「RTGSの導入に当たっては、流通市場にかなりのインパクトが予想される。特に1月の新発債については相当な不安がある。流通市場が縮小せぬようにすることが目先の課題」(第2回会合)、「RTGSは市場のクオリティーを高めるために導入されたものであり、結果として、一時的に売買高が減少することは、ある程度覚悟していた」、「RTGSのように、参加者が減るリスクを伴うような大きな制度面の変化を実施する時は、事前に良く議論・準備し、対外的にももっとアナウンスすべき」、「RTGSについては、同一顧客のネット決済を認めるなど整備が進んでいるが、まだ一部に時点決済が残っていたり、官公庁が現物の先渡しを要求していることに他の投資家も同調しているなど、解決すべき問題もある」(以上第5回会合)、「RTGSは、市場関係者の多大な努力やコスト負担

等により、決済自体は円滑に処理されていると認識している。RTGS化にはシステミック・リスク軽減というメリットがある一方、未習熟であることに加え、一部に時点決済が残っていることがコスト高を招いていることは問題点として認識している。完全にRTGS化するには大きなシステム変更を伴うことから時間がかかるが、できるものからできるだけ早く対応していきたい」（第6回会合）などとされている。

次に、フェイル慣行はRTGS化を契機に取引や決済を円滑にかつ効率的に進めるべく導入された。フェイルについては次のような意見が出ていた。「フェイルについては、投資家の間でそれ自体は必要なものであるという認識はあるものの、特に決済部門の担当者を中心に、フェイルはあってはならないものというカルチャーがまだ大勢を占めているのが現状であり、フェイルの慣行が定着する上で、大きな障害となっており、このカルチャーを変えて行かねばならない」、「フェイルは、すぐには日本のマーケットになじまないかもしれないが、「グッドフェイル」が根付くことが必要である。フェイルの慣行については、事前に議論し、市場参加者も認識しているはずであるから、後は慣れの問題」（以上第5回会合）等と議論された。

加えて、「日証協のガイドラインでは、フェイルした際には、債券貸借等で調達した場合の費用を請求することができると明示しており、調達に応じた実費ベースということになる。経過利子については、ガイドラインには明記していないが、グローバル・スタンダードに従い、フェイルしている日から解消するまでの期間の経過利子はフェイル解消時において、受け方は渡し方に渡さなくていいということになっている」、「投資家からは、フェイルを起こして欲しくないという要望が多い。RTGS後のマーケットの実態としては、証券会社は手元の債券をまず優先的に投資家に渡し、その上で、余ったポジションを業者間で決済していく状況にあることから、ループによるフェイルが生じやすくなっており、……清算機関を設け、ネットィングした形で決済すれば、こういったループによるフェイルは解消できる可能性は高い。ループ以外のフェイルについては、米国等のルールにならない、ペナルティ等のルールをつくってマーケットの慣例としていくことが必要である」、「日証協で一般的なQ&Aをつくり、取引が少なくRTGSをまだ十分に理解していない投資家に対して、もう一度啓蒙活動をしてはどうか」、「フェイル慣行は、商法等法制上の制約が

あるわけではなく、当事者間の契約によって処理できる問題である。したがって、フェイルを許容しない市場参加者間のカルチャーの問題はあるかも知れないが、基本的には、当事者間の合意が得やすいようなガイドラインの策定等を通じ、合意をどう形成するかという問題である」（以上第6回会合）、「証券会社は、フェイルは必要不可欠な市場慣行であるというのが基本的な認識となっているが、投資家からフェイルを避けてほしいと言われ、ループに巻き込まれて投資家との間でフェイルが発生しそうな場合でも、レボ等により何とか玉を調達しようとしている向きもある。ただ、RTGS導入当初に比べれば、フェイルに次第に慣れてきている」、「証券会社間の取引においてフェイルについては、既に定着していると思う。公的機関や大手投資家については、市場慣行に従うとの表明があるものの、本当にペナルティがないのか、依然、疑心暗鬼にならざるを得ない。投資家サイドに、RTGSの下ではフェイルは起こりうるものであるという認識がもう少し浸透してくれば、状況は変わってくる」（以上第8回会合）などの意見が出た。

また、第8回会合で日本銀行と理財局は次のように報告した。「フェイル・ルールの整備に関しては、フェイル・コストの定義や、事務ミスによるフェイルの場合のペナルティ等、現在のフェイル・ルールについて、改めて改善すべき点がないかを検討し、明確化する余地があれば改善を図ること、各種業界団体等に対して、フェイル・ルールについての理解促進を働きかけること、の2点について、日本証券業協会に対し検討を要請し、検討がなされることとなった。これらの進捗状況については、次回会合以降、逐次、報告を行う」。

「公的機関に対するフェイル・ルールの周知・浸透については、発行当局から関係各方面に対し、フェイルに対する取扱いについての実態を聴取した。その結果、郵貯・簡保及び年金については、いずれも、フェイルについては市場慣行に従うということが基本的立場であり、特別のペナルティを課すようなことは全く考えていない、との回答を得ている。なお、財政融資資金の行う市中との間の売現先取引に係るフェイルについても、同様に市場慣行に従うとの基本的立場に立って処理することを考えている」。

平成13年7月の第10回会合における日本証券業協会の報告は次のとおりである。「主要証券会社を対象に行ったRTGS決済導入後のフェイル発生状況に関する実態調査を参考として、フェイル・ルールの整備について検討した。その

結果、現在の環境下では、『国債の即時グロス決済に関するガイドライン』における『フェイル・コストに関する考え方における暫定的な取扱いについて』は、現行の規定を存続することが適切であるが、今後も、市場活性化の観点から、マーケット・ニーズに応じ、引き続き適宜適切に対応するという結論に至った。また、フェイル・ルールについての市場参加者への理解促進を図るため、Q&A ペーパーを作成し、協会員並び機関投資家等に対して周知啓蒙を図る」。

ところで、これまで国債の保有形態としては、現物債（無記名証券）、登録国債（証券の発行を行わず、日本銀行の国債登録簿に国債権者の住所氏名、国債の名称・金額などを登録する）、振込国債（金融機関等が国債保有者である顧客から国債の寄託を受け、これを自己の保有する国債と併せて日本銀行へ再寄託〔自己保有分については寄託〕しておき、国債取引に伴う受渡を帳簿上の口座振替により行う）が混在していた。しかし、現物債・登録国債では大量の国債取引やその決済を迅速に処理することが難しくなり、振込国債も不十分な点があるなど、国債決済制度の大幅な見直しが必要となった。また近年、我が国証券市場の制度的基盤たる決済システムをより安全で効率的なものに改革することが求められるようになった。そこで、平成14年6月に成立した「証券決済システム改革法」によって、国債などを対象とする統一的な振替決済制度や、安全で効率的な決済を可能にする清算機関などが整備された。

清算機関についての国債市場懇談会における議論は次のようであった。「清算機関を設け……れば、こういったループによるフェイルは解消できる可能性は高い」、「清算機関の設立について、マーケット参加者全員が参加するのは、システムック・リスクを伴うことから現実的ではなく、結局は参加できる機関と、更にその下にぶら下がる機関とに分かれざるを得ない。したがって、階層構造とするため、カストディアン業務を行うクリアリングバンクが必要であり、証券界だけではなく銀行界の関与も求められる。また、海外の事例についても、アメリカだけでなくヨーロッパも含め参考にすべきであり、日本銀行もアドバイザー的に検討に関わってほしい」、「清算機関については、参加者の範囲の問題は、担保、取引の上限にも及ぶため、これらの細かい部分を検討することも必要となる」。

また第7回会合で日本銀行は「清算機関の創設については、日本証券業協会

に検討を依頼したところ、同協会において、市場参加者等から構成される『国債の清算機関等に関する勉強会』を次週に立ち上げ、清算機関設立の必要性について、早急に議論を開始する」と報告した。日本証券業協会は平成13年7月の第10回会合で次のように報告した。「市場関係者により構成される勉強会を設置し、海外における清算や決済の実態、その背景となる金融インフラ等を調査しつつ、我が国における清算機関の目的、内容及び必要性について検討を行った。その結果、清算機関の創設により、市場参加者全般の利便性の向上が図られ、国債の発行・流通市場の一層の改善が期待されるとともに、我が国国債市場の国際競争力の向上にも寄与する等、国債清算機関創設の必要性が確認された。検討の過程で挙げられた主な課題は、『清算機関の機能・システムの安全性、効率性を確保するための法整備の必要性の有無』、『清算機関の枠組み、機能及び費用対効果』、『株式等、国債以外の商品を扱う清算機関との関係』等であった。今後は、第二フェーズに進むこととし、具体的には、専門部会を設け、清算機関の機能を確実に実現するために必要となる法整備の必要性の有無等を優先的課題として検討してたたき台を作り、さらに上記勉強会で検討する」。なお、平成13年10月に出された勉強会の報告書は表5-3-8のとおりである。

決済システムについては、国債市場の制度整備に関するワーキング・グループの第1回会合で検討中の証券決済システムの改革について、金融庁が次のように説明した。「主要国の動向に鑑みれば、我が国証券市場の競争力の観点から証券決済制度の整備が緊急の課題である。金融審議会の報告書では、証券決済制度について、証券決済制度の分立、ペーパーレス化の遅れ、電子化の遅れ、DVP (Delivery Versus Payment、証券と資金の同時決済) の未実現、といった問題点が指摘されており、ペーパーレス化の拡充等を前提とした統一的な証券決済法制の整備、STP化 (Straight Through Processing、証券取引の約定から決済に至る一連の作業の電子化による連続的処理)、DVPの実現、といった提言が行われている」。これについて「金融審議会の報告書で言われている決済制度の統一というのは、機能の標準化ということではないか。また、官と民とはそれぞれの役割があり、整理して議論すべきである。決済機関の合併・統合は民がやること」、「決済制度に関しては、法制度の整備がなされれば、実務面での対応は可能である。約定から決済までの手続き (紙・電話・FAXでのやりとり) が煩雑である。特に国債については、海外とのリンクを考えると手続きの統一

化を図る必要がある。STP化を進めて、例えば、インターネットによる約定から決済までのプロセスについて、オートマティックな処理を実現すべきである」等の意見が出た。

ビッド・アスクの спреッドは国債の流通市場における流動性を示す重要な指標の一つである。国債の流動性とその向上のための方策については第2回会合で日本銀行から、また第5回会合では住友銀行、大和証券、野村証券から、それぞれ説明があった。これらを受けて次のような議論が行われた。「国際的な資産配分にあたって、流動性は一番議題にあがる。流動性は米がダントツにある。ついでユーロ。米・独・日では日本の流動性が低い」、「アスク・ビッドについて、現場の感覚からすると、流動性については、日本は米国と同じくらいで、他の先進国には劣っていないと思われる」、「この5年間で実際に流動性で困ったのは、98年12月のときだけである。それ以外は流動性に困った実感はない」（以上第2回会合）、「流動性という言葉自体、明確な定義や数値的な測量法は存在せず、曖昧な概念ではないか」、「流動性とは、様々な銘柄について、どれぐらい小さなビッド・オファー・ спреッドで価格が提示されているか、ということであるが、そのような観点からは、ベンチマークから外れたオフ・ザ・ランの銘柄のビッド・オファー・ спреッドは確実に縮小してきている」、「国債の売買高が過去最大であった1987年当時より、昨年の方がビッド・オファー・ спреッドが小さいという意味では、流動性は圧倒的に高かったが、これは、ボラティリティが低く、価格の交渉がしやすかったという市場環境によるものである。高い流動性とは、有取税の廃止やレポ市場の発達など制度的側面に担保される部分と、その時々々の環境によって担保される部分の両方がある」（以上第5回会合）。

課税玉と非課税玉については次のような指摘があった。「事業法人は源泉徴収があるので、業者も課税玉はポジション調整が難しく販売に苦勞しており、管理もしづらい」、「税制により、マーケットが課税玉と非課税玉とに分断されていることが問題である」（以上、国債市場の制度整備に関するワーキング・グループの第1回会合）、「流通市場では、課税玉と非課税玉が分断されている。例えば、その解決策として投資家が課税玉を売却する時点で所有期間分の経過利子に対して課税することとすれば、課税玉・非課税玉の分断をなくすことが出来る」（第12回会合）。

国債の決済については、平成8年9月にローリング決済に変更されて「五・十日」決済がT+7決済になった。翌年4月には更に短縮されてT+3決済になった。この問題については第5回会合で「他のG7国では国債については「T+1」が慣行となっているが、「T+1」の方が債券の担保としての魅力が高まるとともに、決済リスクも軽減されるので、市場取引高や流動性は高まる」との意見が出されていた。

表 5-3-1 今後の検討課題

今後の検討課題
(これまでの御意見を中心に再整理したもの)

1. 発行市場
 - 市場との対話等
 - 発行・入札手続の迅速化等
 - シ団制度等
2. 流通市場
 - 流動性向上
 - インフラ、決済制度
 - 関連市場（先物、レポ）
3. 国債の保有等
 - 国債の商品性向上等
 - 広報
 - その他
4. 国債管理政策
5. その他
 - 今後の懇談会の進め方、メンバーの選定等
 - その他

(出所) 大蔵省「国債市場懇談会（第4回）」資料より抜粋。

表 5-3-2 流通市場における流動性向上のための提言

- | | |
|---|--|
| <p>A.</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 発行年限構成の工夫 ・ 保有形態の簡素化
保有形態（本券・登録・振決）
の振決一本化
（＝完全ペーパーレス化の実現） ・ ストリップス債導入に向けた法整備 ・ 入札結果発表時間の繰り上げ ・ 入札日から発行日までの期間短縮 ・ 非居住者・外国法人の範囲の明確化と非課税申請方法の簡略化 ・ 源泉徴収制度の見直し
国内事業法人が受け取る公社債
利子の源泉徴収免除
非居住者のレポ取引に係る源泉
徴収制度見直し | <p>B.</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 入札方式の統一化の検討 ・ リオープン方式の拡充等の検討 ・ 入札日前取引（WI取引）の検討 ・ シ団制度のあり方の検討 <p>C.</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 清算機関の創設 ・ フェイル・ルールを整備 ・ RTGSの完全化 |
|---|--|

メンバーから集められた国債の発行市場についての論点

- | | |
|---|--|
| <p>1. 発行計画</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 年限構成 ○ 新型国債（物価連動債等） <p>2. 発行制度</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ シ団引受制度 <ul style="list-style-type: none"> ・ 存続の可否（完全競争入札実施の検討、プライマリー・ディーラー制の導入検討） ・ 競争入札割合の見直し ○ 引受手数料 ○ リオープン・ルール <ul style="list-style-type: none"> ・ 定例リオープン ・ ルールの運用 ・ TBのリオープン | <ul style="list-style-type: none"> ○ 入札方式 <ul style="list-style-type: none"> ・ ダッチ方式の廃止 ・ 利付債入札方式の統一 ・ 非競争入札の拡充 ・ 落札上限額の要否 ○ WI取引の導入 ○ クーボン設定 <ul style="list-style-type: none"> ・ 下2桁クーポンの設定検討 ○ 応札締切りから落札結果発表までの時間短縮 ○ 発行条件発表時間の繰り上げ ○ 入札日から発行日までの期間短縮 ○ 募集販売の廃止 ○ 四半期入札の検討 ○ 発行日の分散 |
|---|--|

(出所) 財務省「国債市場懇談会（第7回）」資料より抜粋。

表 5-3-3 住友銀行提出資料

平成13年1月17日

国債の流通市場における流動性向上のための方策

流動性向上=いつでも、希望する数量を、小さいオファービッドで、売買できる市場へ

⇒ 多様な売買ニーズを集めた厚みある市場の形成

⇒ 参加者の拡大+適度な商品の絞り込み

(流動性の高い市場は多くの参加者を惹きつけ、更に流動性を高める)

1. 発行面に於ける工夫・改善	2. 市場参加者の取組・工夫など
<ul style="list-style-type: none"> ・ メリハリの効いた年限構成 (=ベンチマークの育成) ・ 銘柄数の絞り込み ・ 流通(保有)形態の簡素化 ・ 課税区分の簡素化 ・ 高い信用度の維持 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 価格透明性の向上 ・ 専門性の打ち出し 競争原理の確保と流動性へのコミットメント ・ 取引電子化の推進 ・ 会計制度・開示基準の統一 ・ 周辺市場の整備 先物市場、レポ市場、等

(出所) 財務省「国債市場懇談会(第5回)」参考資料より抜粋。

表 5-3-4 大和証券SBキャピタル・マーケット提出資料

平成13年1月17日

市場流動性向上の主な要件

- | | |
|------------------|-------------------|
| ①発行年限のキーマチュリティー化 | ⑥決済インフラの整備とフェイル慣行 |
| ②カレントベンチマークの存在 | ⑦バイバック・プログラム |
| ③リオープニング・プログラム | ⑧源泉税の撤廃 |
| ④WIマーケット(入札日前取引) | ⑨国際決済機関でのボーダレス決済 |
| ⑤健全なレポ市場 | ⑩完全競争入札 |

(出所) 財務省「国債市場懇談会(第5回)」参考資料より抜粋。

表 5-3-5 野村証券提出資料

平成13年 1月17日	
国債市場に係る制度面の論点	
<p>商品性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ストリップス・プログラム ・終期利子計算期間 ・登録（振替）停止期間 <p>発行市場</p> <ul style="list-style-type: none"> ・シ团引受制度 ・引受手数料 ・プライマリー・ディーラー制度 （又は入札参加者の範囲） ・発行年限構成 ・入札日前（WI）取引 ・定例リオープン ・応札時の呼び値 ・均一価格（ダッチ）方式の入札 ・入札日と発行日の期間 ・応札締切と落札結果発表の時間 <p>税制</p> <ul style="list-style-type: none"> ・利子源泉徴収制度 ・非居住者の利子非課税制度 ・割引債の発行時源泉徴収制度 ・TB/FBの譲渡・寄託制限 	<p>決済制度</p> <ul style="list-style-type: none"> ・発行払込事務、海外中銀との決済、日銀オペの決済のRTGS化 ・ペーパーレス化（電子化） ・ネットティング機構 ・T+1 ・海外の国際証券決済機構とのリンク <p>市場慣行</p> <ul style="list-style-type: none"> ・フェイル慣行 ・単利利回りによる呼び値 ・経過利子授受慣行 ・市場価格の開示 <p>投資家層の多様化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・非市場性国債の導入 ・電子取引 ・マル優・特優制度 <p>レボ・先物市場</p> <ul style="list-style-type: none"> ・売買方式のレボ取引 ・非居住者に係るレボ取引税制 ・国債先物の商品性 <p>情報開示（財政状況、国債管理方針等）</p>

（出所） 財務省「国債市場懇談会（第5回）」参考資料より抜粋。

表 5-3-6 ゴールドマンサックス証券提出資料

平成13年 2月27日	
国債市場の流動性向上	
<p>流通インフラ整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ストリップス債に向けた法整備 電子取引市場の整備 オペ手続きの迅速化 <p>発行改革</p> <ul style="list-style-type: none"> シンジケートの見直し WI取引の整備 入札の手続きの迅速化 	<p>決済機構改革</p> <ul style="list-style-type: none"> 決済清算機構の創設 3時決済の完全廃止 金融調節に伴い決済手続きの簡略化 フェールルールの徹底 翌日決済化 <p>税制改革</p> <ul style="list-style-type: none"> 非居住者の明確化と手続きの簡略化 海外とのレボ、新現先の税制面での考慮 国内法人の源泉税の改善

（出所） 財務省「国債市場懇談会（第6回）」参考資料より抜粋。

表 5-3-7 国債利子の非居住者非課税制度拡充案

一括登録国債利子の非居住者非課税制度の拡充案の概要

(租税特別措置法5条の2の改正案)

<13年2月6日国会提出>

非居住者等による国債保有を促進する観点から、現行の一括登録国債利子の非居住者非課税制度を拡充し、非居住者等が海外の適格外国仲介業者に対しその特定国外営業所等を通じて一括登録国債を寄託した場合にも、非課税の対象とする。

(注) 一括登録国債の非居住者非課税制度とは、非居住者又は外国法人が保有している一括登録国債の利子を、一定の要件の下に、その所有期間について所得税を非課税とする制度である。

1. 適格外国仲介業者とは、以下の要件を満たすグローバル・カस्टディアン等の海外金融機関等のことである。

(1) 国債振替決済上の直接・間接寄託者に一括登録国債を寄託する、日本銀行が承認した外国間接寄託者等に該当し、かつ、

(2) 情報交換条項を有する租税条約の相手国(条約相手国)の法人であること等一定の要件を満たすものとして税務署長が承認した者であること。

(注) 適格外国仲介業者が複数連なり、寄託された一括登録国債の利子についても非課税の対象とする。

2. 特定国外営業所等とは、適格外国仲介業者の営業所又は事務所のうち、条約相手国に所在するものである。

3. 非居住者等は、非課税の適用を受けるために、適格外国仲介業者及び直接・間接寄託者を経由して非課税適用申告書(本人確認書類)、所有期間明細書を税務署長に提出しなければならない。

4. 適格外国仲介業者は、非居住者等により一括登録国債が寄託された日等を、各人別に、直接・間接寄託者に通知しなければならない。直接・間接寄託者は、帳簿を備え各人別に当該日等を記載しなければならない。

5. その他の詳細な手続等の必要事項は、3月末公布予定の政省令に規定する。

6. 上記の改正は、平成13年4月1日に施行され、同日以後上記に従い寄託された一括登録国債の利子について適用される。

表 5-3-8 日本証券業協会勉強会の報告(抄)

国債の清算機関に係る法規制上の諸問題について

平成13年10月18日

国債の清算機関等に関する勉強会

1. 国債の清算機関の想定される機能
本問題検討に際して、国債の清算機関

は次の機能を持つものと想定する。

- ・ 債務引受の機能
- ・ ネットティングの機能

なお、約定・決済照合の機能は、法制度の議論において直接的に関係がないと考えられることなどから今回の議論の対象外とした。

2. 法律面で明文規定を設ける必要がある項目

- (1) 清算機関の法的位置付けの明確化

- ① 証券会社、金融機関等（以下「証券会社等」という。）が行う国債の売買取引等について、ネットティングを行う場合、法的有効性を明確にすべきとするランファルシー基準を満たすためには、我が国では清算機関が証券取引に基づく債務の引受け等を行うことにより売り手と買い手の間に当事者（セントラルカウンターパーティ：CCP）として入り、債権債務の一元的な相手方帰属主体となること（Novation）により、当該証券会社等の取引に係る決済において実質的なマルチラテラル・ネットティングを行う形式をとる必要がある。
- ② この場合、清算機関は多数の各決済当事者に分散している決済リスクを集中的に引受けることになることから、これを管理する清算機関が決済不履行に陥るような場合には、参加者全体の決済が停止し、システミック・リスクが現実化するおそれがある。
- ③ こうした清算機関が担う役割の重要性、清算機関の健全な運営及び適正な業務遂行の確保の必要性に鑑みると、清算機関の定義、機能を証券取引法上明確にするとともに、担い手となるべき者については事前にスクリーニングがなされ、その適格性が確保されることが必要である。
- ④ ただし、証券取引技術の発展には著しいものがあることから、今後証券決済制度改革に伴う多様なニーズへの機動的な対応が必要になることなどに配慮し、清算機関に関する法律上の規制のあり方としては、実務ニーズに対する柔軟な対応が可能となるべきものとするとともに、実務に委ねられるべきものは実務に委ねるものとするのが望まれる。
- (2) 清算機関が参加者から預託を受けたデフォルト・ファンドに係る優先弁済の確保
- ① 清算機関は、債務引受に係るリスクを削減し、清算業務運営の安全性を確保するため、リスク管理制度の一環として、参加者の決済履行の確保を目的に参加者から現金、代用有価証券をデフォルト・ファンドとして預託を受けることが一般的である。
- ② 当該預託を受けたデフォルト・ファンドについて、参加者破綻時において清算機関が被った損害を補填するために当該破綻参加者の一般債権者、破綻管財人など第三者に対し清算機関が優先して弁済を受けられるものでなければ清算機関業務を維持、発揮することは困難である。
- ③ したがって、清算機関が参加者から預託を受けたデフォルト・ファンドについて清算機関の優先弁済権が法定され明示的に確保されることが必要である。
- (3) 清算機関の健全な運営を確保するための法定措置
- ① 清算機関が行う清算業務の公共性に鑑みれば、清算の実施に関し清算機関と参加証券会社等との関係に係る必要事項については、業務規程への法定記載事項とすることが必要である。
- ② 特に、清算機関の経営の破綻は、証券決済の円滑な遂行に大きな障

害を及ぼすことから、清算機関の経営破綻防止のための措置を講ずることは極めて重要である。証券決済システムの信頼性を確保するためには、清算業務により損失が生じた場合において、参加証券会社等が当該損失を負担する参加者による相互保証等について業務規程の整備は重要である。

- ③ この場合、実務の展開に即した弾力的な清算システムの運営を可能とするよう、具体的内容については清算機関による自主的な判断に委ねることとすることが望まれる。

(4) 清算機関を通じた決済における登録等の期間通算のための措置

① 指定金融機関等の受取利子に対する源泉徴収不適用や、公共法人等の受取利子に対する非課税措置については、利子等の支払を受ける指定金融機関等や公共法人等との登録等の期間が連続している必要がある。

② 証券会社等間の国債の売買取引等が清算機関との取引に置き換わることから、清算機関を通じた決済について登録等の期間が通算できるような税制上の手当をしないと清算機関を通じて決済された債券がいわゆるダーティ・ボンドとなり、円滑な流通を大きく阻害することになる。

3. 清算機関制度に係る内閣府令、契約、解釈等の考え方の整理

(1) 民事実体法上の考え方

① 清算機関による債務引受と証取

法上の法定帳簿等債務引受の場合、取引当事者間の「約定」＝「決済」という図式で構成されている現行証券取引法の法定帳簿や取引報告書等の取扱い規定（内閣府令）を見直すなど、実務上証券会社等に負担のかからない形での対応が必要である。

② ネットティングのタイミング

「売買約定（約定入力）時」、「照合（照合済通知受領）時」などが考えられるが、自己資本の計算等、実務面への影響を踏まえ、今後検討すべき課題といえよう。

③ CCPへの権利帰属（Novation）

清算機関が当初から契約当事者となる構成（以下「当事者構成」という。）が考えられるが、現行実務との連続性を踏まえれば、清算機関へ権利義務を帰属させる方法としては、まずは債務引受構成が念頭に置かれる。（ただし、当事者構成を採用する場合であっても、リスクの集中的担い手になるという点においては、債務引受構成と異なることから、清算機関又は清算機関以外の者がこれを行う場合にもその適正な遂行を確保するための手立ての検討が必要である。）（注）

（注） 現在、東証が検討している清算参加者制度における理論構成は、東証と清算参加者の関係は債務引受方式とし、また、清算参加者とそれらにぶら下がる間接参加者との関係は当事者構成に準じた整理を行っている。

（以下省略）

第4節 格付

我が国では、昭和初期の金融恐慌の後の昭和8年から昭和60年まで社債については有担保原則があり、担保を付けなければ発行できなかった。また、戦後の高度成長期までは、債券発行に関係する金融機関である引受証券会社と受託銀行が構成する起債会が民間企業の発行する債券の銘柄や発行額・発行条件を調整してきたことから、格付は必ずしも必要でなかった。しかし、昭和50年代後半から金融市場の自由化が進展し、有担保原則が緩和されて無担保債の発行が増加したことなどをを受けて格付の必要性が高まり、昭和60年以降格付機関が相次いで設立され、昭和62年からは国内債の格付が本格化した。

米国系格付会社ムーディーズは昭和49年から日本の債券格付を行っていたが、**表5-4-1**のように、平成5年5月に日本国債をAaa（21段階中1番目）に格付し、平成10年11月にAa1（21段階中2番目）に格下げした。我が国に経済・金融システムの変革、国際化や高齢化への対応などの難問があり、それまでの経済・金融対策などが实体经济の回復に結びつかず、更なる構造改革に資金が必要になって債務は増加していくことが格下げの理由として挙げられた。次いで、平成12年9月にAa2（21段階中3番目）に格下げした。対GDP比でみた日本政府の債務残高が先進国の中でも最も高い水準となったことが背景とされた。

同じく米国系のスタンダード・アンド・プアーズの格付の変化は平成4年7月にAAA（15段階中1番目）、平成13年2月にAA+に格下げした（15段階中2番目）。構造改革が進まないまま財政赤字が急膨張しており、日本経済の成長力をそぐ可能性があることが理由とされた。平成13年11月にはAAに格下げした。

また、日本格付研究所（JCR）は平成12年10月に日本国債の格付けを初めて公表し、円建て長期優先債務、外貨建て長期優先債務とも最上級のトリプルAとした。

なお、国債市場懇談会では平成13年11月の第13回会合において、「格付け発表についても、正式な発表の前に話題になっていたり、相場が動いたりするケースが多く、問題意識を持っている。格付会社は民間会社ではあるが、新

BIS 規制との絡みもあり、公的側面も持っている」、「格付けについては、最近様々な問題が出てきている。一つは一気に4ノッチ下げたり、シングルAの会社が格下げされないまま倒産するなど、その格付機関の能力・資質の問題であり、もう一つは事前に情報が漏れているのではないかというモラルの問題である。……格付けのマーケットに与える影響はどんどん大きくなってきており、国として何らかの規制をかけるべき時期が来ている」、「格付会社に何らかの規制を行うという意見に賛成である。また、情報ベンダーについても、11月の10年債入札結果発表前に……格下げに関する情報を流したが、タイミング的に市場の攪乱要因となっており、報道の仕方として大問題である。……ヒアリングを行うなり、国として何らかの然るべき対応が必要である」との指摘があった。

また、財務省は平成14年4月まで「民間企業の格付けに公式なコメントはしない」との態度を取っていたが、同月のスタンダード・アンド・プアーズの格下げの後、財務官名で欧米系格付け会社3社に格付けに関する「意見書」を送って定性的な説明が大半で客観的な基準を欠くと批判し、自国通貨建て国債のデフォルト（債務不履行）の定義、日本の経常黒字や外貨準備高などへの評価、日本より国内総生産（GDP）や経常収支が劣る国などより格付けが低い理由について、具体的な説明を求めることも行った。

表 5-4-1 主要格付会社による日本国債格付の推移

(2015年1月末時点)

年月日	Moody's		年月日	S&P	年月日	Fitch
平成5(1993). 5. 7	Aaa		平成4(1992). 7.27	AAA	平成7(1995).10.26	AAA
平成10(1998).11.16	Aa1	引下	平成13(2001). 2.22	AA+	平成12(2000). 6.29	AA+
平成12(2000). 9. 8	Aa2	引下	平成13(2001).11.27	AA	平成13(2001).11.26	AA
平成13(2001).12. 4	Aa3	引下	平成14(2002). 4.15	AA-	平成14(2002).11.21	AA-
平成14(2002). 5.30	A2	引下	平成19(2007). 4.22	AA	平成24(2012). 5.22	A+
平成19(2007).10.11	A1	引上	平成23(2011). 1.27	AA-		
平成20(2008). 6.30	Aa3	引上				
平成21(2009). 5.18	Aa2	引上				
平成23(2011). 8.24	Aa3	引下				
平成26(2014).12. 1	A1	引下				

(出所) 各社HP、Bloombergにより財務省理財局作成資料。