

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還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。……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。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。応札価格に上乗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たが、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・カスト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。極力前倒しで発行すべき。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、札入れ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、もし郵貯が民营化されるとしたら、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、同一顧客のネットィング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ぬ、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、どれくらい小さなビッド・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・ルールの整備 ・ 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。