

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と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（「日本版レポ」）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(転換社債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、日米包括経済協議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ができるものとし、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・資本取引に使用さ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が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。もっとも、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-J7）

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投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月に民営化された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ことになっており、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>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 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>第二条 国債整理基金ニ充ツヘキ資金ハ</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>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>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>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ヘ繰越スヘシ
- 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。