

第4章 大量発行の持続

第1節 国債デリバティブ取引の進展

銘柄多様化の進展については前記の第1章第2節で述べたとおりである。以下では、デリバティブ取引の進展を取り上げる。長期国債の先物取引は昭和60年に、超長期国債の先物取引は昭和63年にそれぞれ開始され、その後平成に入って、オプション取引も始められた。

1 証券取引審議会の検討

証券取引審議会では昭和61年12月に株価指数先物取引及び証券オプション取引の導入について検討を行うため、証券先物特別部会が設置され、昭和62年4月の第6回会合において「証券先物市場の整備について」の報告書を取りまとめた。この報告書では、株価指数先物取引及び証券オプション取引の早期導入を行い、我が国証券先物市場の整備を図るために、証券取引法について所要の整備を行うとともに、具体的な仕組みの検討が早期に進められることが望まれるとした。この報告書は昭和62年5月に証券取引審議会の報告書として大蔵大臣に提出された。報告書の内容の抜粋は表4-1-1のとおりである。

表 4-1-1 証券取引審議会報告「証券先物市場の整備について」(抄)

- I. 証券先物市場の整備の必要性
1. 株価変動等に対するリスク管理ニーズの高まり

(中略)

また、我が国においては、公社債市場の拡大、金融資本市場の自由化と国際化の進展等を背景に、昭和60年10月、東京証券取引所において、長期国債を対象に債券先物市場が創設され順調な

発展をみているが、債券の価格変動に対してもリスク管理機会の一層の充実が望まれる。

II. 株価指数先物取引等の導入の意義

1. 株価指数先物取引（略）
2. 証券オプション取引

オプション取引とは、特定の商品や特定の条件で買い付ける（又は売り付ける）「権利（オプション）」の売買であり、買い手はオプションを行使する権利を有するが、行使する義務はなく、他方、売り手は買い手の権利行使に対し売買を履行する義務を負う。オプション取引は、価格変動リスクのヘッジ等の点で基本的には先物取引と同じような機能及び経済的意義を有するが、その特有の機能として、オプションの買い手の損失はオプション料に限定されるという危険限定効果ないし保険的機能を有し、また、機関投資家等の多様なニーズに対応しうる。証券オプション取引は、こうした特質を活かすことにより、株価指数や債券の先物取引と相俟って、機関投資家等のリスク・ヘッジ等のニーズに応えとともに、現物市場を補完しその機能を強化する役割を果たすことが期待される。

III. 株価指数先物取引等の及ぼす影響

1. 現物市場への影響
 - (1) 発行市場及び流通市場への影響（略）
 - (2) 信用取引との関係（略）
2. 価格形成への影響

一般に先物取引やオプション取引は、現物市場の価格変動を安定化させる方向に作用すると言われる。また、これらの取引は、現物市場との間の裁定取引等を通じて現物価格の円滑な形成に資することが期待される。しかし、先物市場やオプション市場あるいはこれ

らの現物市場に厚みがない場合には、過度の投機により短期的には現物価格を攪乱するおそれがある。また、米国においては、株価指数先物取引等の決済が集中する限月において現物価格が乱高下するなどの問題がみられる。

したがって、現物市場に無用な混乱が生ずることがないように、現物市場と先物市場との間の整合的な管理・運営が確保されることが極めて重要であり、加えて、株価指数先物取引等の仕組みを考えるに当たっては、現物市場の適正な価格形成が損なわれないよう十分留意する必要がある。

IV. 株価指数先物取引等の導入のための対応

1. 取引の対象

- (1) 株価指数先物取引（略）
- (2) 証券オプション取引

どのような種類の証券オプション取引を導入するかについては、制度的には幅広く手当てしておく必要があるが、当面は、株価指数及び既に活発な取引が行われている債券先物を対象としたものの導入が急がれよう。なお、個別株式のオプション取引については、信用取引との関係や価格操作等の問題を踏まえ、慎重に対応する必要がある。また、株価指数に係るオプション取引において具体的にどのような株価指数を採用するかについては、株価指数先物取引におけると同様の考え方で対応することが適当である。

2. 取引市場及び直接参加者

(1) 取引市場

- ① 株価指数先物取引等は現物市場において形成される株価等を基にしており、ヘッジ取引や裁定取引を通じ現物取引と密接な関係にある。したがって、現物・先物両

市場の健全な発展のためには、現物市場との間の整合的な管理・運営の確保が極めて重要である。

② 株価指数先物取引等の信頼性が確保されるためには、公正な価格形成が図られることが不可欠であり、このため、市場の適切な管理・運営が極めて重要である。

③ 株価指数先物取引等の導入に当たっては、日々の値洗い、市場情報の適時、適切な伝達等のために大規模なコンピューター・システムが必要となる。

以上の観点から、株価指数先物取引等については証券取引所において導入することが適当かつ現実的である。

(2) 直接参加者

株価指数先物取引等の取引市場へ直接参加できる者の範囲については、

社会的信用度、現物市場における経験等のほか、現物市場との円滑な裁定の確保という点に配慮することが重要である。したがって、直接参加できる者としては、多様な取引を可能にし市場の厚みを増すためには幅広い参加を認めることが望ましいが、早期に導入を図る必要もあり、現物株式等の売買業務が認められている証券会社とすることが適当である。ただし、公共債や同先物に係るオプション取引については、公共債のディーリング業務の認可を受け、業務遂行能力があると認められる金融機関にまで直接参加の範囲を拡げることが適当である。

3. 取引の利用者と留意点 (略)
4. 投資者保護等のための対応策
(以下省略)

2 債券店頭オプションの解禁

国債現物等を対象とする債券店頭オプション取引（選択権付債券売買取引）は平成元年4月に創設された。債券店頭オプション取引は店頭で行われる相対取引であり、取引に係る諸条件を当事者が個別に決定しうる。大蔵省証券局が発した「選択権付債券売買取引に関する留意事項について」の事務連絡は表4-1-2のとおりである

公社債引受協会「公社債年鑑」(各年)によれば取引の推移は以下のとおりである(表4-1-3参照)。債券店頭オプション取引は平成元年4月の取引開始の後、順調に拡大し、同年10月にオプションの月中新規設定額が20兆円、月末残高が100兆円をそれぞれ超えた。しかし、平成2年度に入ると債券相場全体に先行き不透明感があったことから売買高はやや減少し、新規設定額は月平均10兆円から15兆円程度で推移した。平成3年には、相場が膠着したことやいわゆる証券不祥事があったこと等から売買は減少した。平成4年度は金利が低下基調であつ

たためにプレミアム取得による利回り向上を狙った取引が増加し、元年度の取引開始後初めて前年度を上回った。平成5年度は、投資家の習熟度の高まりを反映して急速に取引量が拡大した。特に債券相場が9月以降急上昇したことを受け、コール・オプションの買いやプット・オプションの売りが多用された。

平成6年度は、長期ボックス相場の中で5年度と同様にプレミアム取得を目指す取引のほか、債券を保有しながら売却することと同様の効果を持つコールとプットを合成したオプション取引が増加し、取引量は増加した。平成7年度は、長短金利が最低水準で推移するなか、投資家が運用利回り向上のために相対的にプレミアム幅の大きい店頭オプションに取引をシフトさせる動きもあり、売買高は取引開始以来最高になった。平成8年度も前年度同様運用利回りの向上やリスク・ヘッジを目的とした取引が活発に行われた。平成9年度は前年度の2.9倍になったが、その後は減少傾向に入った。

表 4-1-2 選択権付債券売買取引の事務連絡（抄）

平成元年4月14日
大蔵省証券局業務課長

選択権付債券売買取引に関する留意事項について

今般、新たに選択権付債券売買取引（以下「本取引」という。）が開始されるのに伴い、本取引に関する留意事項を下記のように定めたので、了知の上、貴管下証券会社に対し周知徹底方よろしく取り計らい願いたい。

記

1. 認可の基準（略）
2. 証券会社の売買残高基準

本取引の売買残高は、以下の基準によることとする。

(1) 業者

- ① 当該業者が債券の売り手であり、かつ選択権付与者である取引における債券の額面金額の合計額（以下「コール付与残高」という。）及び当該業者が債券の買い手であり、かつ選択権付与者である取引における債券の額面金額の合計額（以下「プット付与残高」という。）のうちいずれか大きい金額から、コール付与残高及びプット付与残高に係り受け取った選択権料を控除した金額が、当該業者の純財産額を超えないこと。
- ② 但し、合理的な方法により、本取引に伴うリスクを管理している場合には、以下の基準によることも可とする。

当該方法により算定した本取引に係るリスク相当額が、当該業者の純財産額を超えないこと。

表 4-1-3 国債のデリバティブ売買高・取引規模

年 度	先物 単位：兆円	オプション	
		店頭 単位：千億円	上場 単位：千枚
平成元	3,705	1,854	0
2	3,125	1,638	5,544
3	2,450	1,226	3,319
4	2,561	1,280	2,372
5	2,975	1,847	3,260
6	2,607	2,022	3,705
7	2,712	2,530	3,581
8	2,517	3,104	3,938
9	2,296	9,010	4,110
10	2,220	*687	*3,698
11	2,035	*219	*2,274
12	*2,004	*80	*2,544

(注) 先物売買高は東証の出来高×2。オプション取引規模は
 プット・コール取引高×2。

*は年の計数。

(出所) 公社債引受協会・日本証券業協会『公社債年鑑』各年報
 により作成。

3 国債先物オプション取引

東京証券取引所は新たなリスク・ヘッジ手段等を提供するべく、平成2年5月に国債先物オプション取引を開始した。これは国債先物を対象として取引所で取引されるオプションであり、国債先物取引のある銘柄のある限月取引において一定数量を一定期間内に買い付ける、又は売り付けるという権利を取引対象とする。権利が行使されると国債先物の売買が成立し、先物契約の締結が行われる。その仕組みの概要は次のとおりである。

取引対象：長期国債先物のプット・オプションとコール・オプション

限月：3、6、9、12月限月の直近2限月（四半期限月取引）

取引期間：6か月

満期日：対象先物の受渡決済日の属する月の前月末日

権利行使期間：アメリカン・タイプ

権利行使価格の設定：中心価格から1円刻みで上下3円ずつ

その後、平成9年11月に利便性の向上を目的として、既に取りざされていた国債先物オプション取引よりも取引期間が短く、取引開始から最終日までが40日程度の短期物限月取引が導入された。この取引の限月は3、6、9、12月を除く直近限月（最大2限月）であり、取引期間は40日程度である。同年12月には、市場監視手段を充実させるために、東証は先物・オプション取引の大口保有者の建玉報告制度を導入した。平成11年7月限月からは取引最終日までの期間が短い限月取引を活性化するため、その権利行使価格を50銭刻みとした。平成12年11月には中期国債先物を取引対象とするオプション取引が東証で始められたが、平成14年7月限月以降は新たな限月取引を休止した。

取引高は前掲表4-1-3のように推移した。平成2年5月に取引が開始され、業者間売買が積極的に行われて、同月の売買高は約90兆円に達した。その後は債券店頭オプションと同様に業者間の売買が減少したこと等から売買高はやや減少して、平成4年3月に15兆円程度となった。平成4年度は証券会社の売買高の減少を主たる要因として、売買高は3年度に引き続き減少した。平成5年度は金利先安観から増大した現物・先物両取引量のリスク・ヘッジのニーズによって増加した。平成6年度は長期ボックス相場の中でプレミアム取得を目指す取引が増加した。平成7年度は、相場が上昇した上期には先物のヘッジ・ニーズから多少増えたものの、下期には相場が最高値圏となってこうした売買が縮小し、さらに店頭オプションにシフトしたため、上場オプションはほぼ横ばいであった。平成8年度は店頭オプション取引の増加に伴い、証券会社等のリスク・ヘッジを目的とした取引が増加していたこと等から、売買高は増加した。平成9年度は前年度と横ばい、平成10年度は微減、平成11年度は大幅に減少、平成12年度は微増した。

4 先物取引の進展

国債先物では昭和60年以來の長期国債先物に続いて、昭和63年7月から超長期国債先物（標準物は残存20年）、平成元年12月から外国国債（米国財務省証券、T-Bond）先物（標準物は残存20年、クーポン・レート8%）のそれぞれの取引が

開始された。更に、国債の発行年限の多様化により償還期限5年程度のゾーンの取引が急増し、それに見合うリスク・ヘッジ手段が求められるようになった。そこで東京証券取引所は平成8年2月に中期国債先物取引を開始した。その標準物は残存5年、クーポン6%であった。限月などの条件は長期国債先物と同じである。

受渡決済事務について従来は書面請求によっていたが、平成2年6月から日銀ネット（前記第2章第1節参照）を利用した。平成7年6月から国債DVPシステム（同じく第2章第1節参照）を利用して受渡決済において売買代金と国債証券の授受が同時に行われた。

平成9年10月に東証は先物・オプション取引の証拠金・値洗い制度を改正して、銘柄ごとに買建玉と売建玉の同量部分を差し引いて計算し、最低委託証拠金の預託を不要とした。

平成10年3月に、平成10年6月限月から、国債先物の受渡し決済のリスクを軽減するべく、取引最終日から受渡し決済日までの期間を従来の9営業日から7営業日に短縮した。平成11年3月に東証は国債先物の制度を変更して、平成12年3月限月以降、長期と中期国債先物の受渡適格銘柄から20年物国債を除外した。これは次の理由による（表4-1-4の東証「国債先物取引市場創設15周年を迎えて」参照）。超長期国債はその発行量が長期国債より少なく、かつクーポン・レートが乖離しているため、超長期国債が最割安銘柄となる場合、先物取引を攪乱したり、スクイーズ（現物市場での買占め、もしくはレポ市場での借占めを行い先物取引の決済に用いる最割安銘柄の市場における残高を減少させることによって、先物価格を操作すること）の危険が増大して、先物市場の流動性を低下させるおそれがあったりするためであった。

米国財務省証券の先物取引はその売買が極めて少なくなり、平成11年9月限月以降は新たな限月取引を休止し、平成13年11月に上場を廃止した。超長期国債先物も平成14年12月限月以降の新たな限月取引を休止した。

平成12年2月には中期国債先物の制度が変更されて、平成12年9月限月から標準物のクーポン・レートが従来の6%から3%へ引き下げられ、受渡適格銘柄は5年物利付債で残存期間が4年から5年3か月までのものに限定された。長期国債先物の商品性についても標準物のクーポン・レート変更の可否などが平成10年と同12年の2度検討されたが、価格の連続性が維持できなくなるなど

の理由で変更に至らなかった。東証での検討の状況は表4-1-4と表4-1-5が示している。なお、長期国債先物の標準物については国債市場懇談会（後記の第5章第2、同第3節参照）の第11回会合（平成13年9月開催）で次のような意見も出されている。「標準物の利率が6%と高く、残存7年のカレントに相当するが、5年債のヘッジには使いやすい一方、3年の期間差があるため10年新発債のヘッジには使いにくい。証券会社、投資家ともに大なり、小なりこうした不都合を感じていると思う。例えば、受渡適格銘柄を現在7年からのものを8年からのにするとか、あるいは超長期先物の受渡に10年債も入れて9年からのものにするなどの方策を考えてみてはどうか」。

先物の取引状況は表4-1-3に示されており、相場・売買高の推移は次のとおりである（東証債券総務課・債券先物・オプション業務室「債券先物取引市場10年間の歩み」『証券』平成7年10月、東証派生商品総務室・派生商品業務室「国債先物取引市場創設15周年を迎えて」『証券』平成12年9月など参照）。

平成元年5月以降は円安が進行してインフレ懸念が強まり、日本銀行が公定歩合を引上げて引締政策に転換したことなどから金利は先高感となり、国債先物相場は軟弱になった。平成2年も国内政局不安と東西ドイツ併合に伴うマルク安による円安や公定歩合引上げ、8月以降のイラクのクウェート侵攻からの原油高騰のためにインフレ懸念が高まり国債先物は大幅に下落した。平成2年10月には大蔵省による株式市場対策の発表や蔵相発言による金利低下観から相場は反発した。その後、米国の金融緩和政策への転換や円の急伸を受けて国債先物は値上がりした。平成3年7月の公定歩合引下げ、国内景気の低迷、円上昇などにより公定歩合引下げはあったが景況感の悪化が続き、金利先安感、米国債券の値上がりなどから5年末まで国債先物は上昇した。なお、平成5年2月に米国ではクリントン政権が財政赤字削減を目指すことを表明して、長期金利の指標である30年物国債利回りが過去最低水準となっていた。

平成6年には国債先物の高値が警戒されるとともに、景気対策に伴う公共債増発による国債需給悪化が懸念され、かつ資金運用部が債券の売り操作を行ったため国債先物は急落し、さらに各種経済指標から景気底入れ観測が広がり、また円急落もあって国債先物は続落した。9月には日銀短観により景気回復観測が後退して金利先安感が再燃し、国債先物は上昇した。

平成7年も、阪神大震災、ベアリングス・ショックなどから株式相場は下落、

円が急騰して国債先物は上昇し、7月に国債先物は市場開設以来の最高値となった。その後、高値警戒感の広がりから反落した。

平成8年になると、日銀短観などの経済指標が景気回復の遅れを示し、金融システム不安も重なって低金利政策維持の見方が広まり、国債先物は値上がりした。

平成9年から10年10月まで、政府の歳出削減策決定、日本銀行の短期金利低め誘導により国債先物は大幅に上昇した。平成10年11月に大幅減の警戒感や、補正予算決定後の国債増発への懸念から下落し、12月には大蔵省資金運用部による国債買入れ停止の発表があって大幅に続落した。

その後は、日本銀行のゼロ金利政策や資金運用部の国債買入れ再開や、日銀債券買切りオペ対象銘柄の拡大から値上がりしたが、平成11年6月には再び下落に転じた。

表 4-1-4 国債先物取引市場創設15周年を迎えて (抄)

国債先物取引市場創設15周年を迎えて
派生商品総務室、派生商品業務室
(東京証券取引所『証券』平成12年9月)

I. はじめに

昭和60年10月19日に東京証券取引所(以下「東証」という。)において国債先物取引市場が創設され、長期国債先物取引が開始されてから、本年で15周年を迎えることとなった。この間、東証では、国債先物オプション取引を導入したほか、昭和63年7月8日に超長期国債先物取引、平成元年12月1日にT-Bond先物取引、平成8年2月16日に中期国債先物取引を開始するなど、取引の多様化を図ってきた。

本稿では、金融の自由化及び国際化に伴い急速に発達をみせるデリバティブ商品の1つとして、日本国内にとどまらず、海外においてもますます重要な役割を

担っている東証国債先物取引市場について、近年実施した制度改正等及び流通市場の動向を概観するとともに、今後の展望・課題についても述べることとする。

(中略)

II. 最近の制度改正について

(中略)

2. 長期国債先物取引に係る利便性向上策

(1) 長期国債先物取引の商品性見直し

a. 超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について (平成11年6月)

長期国債先物取引において超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合の影響等に係る問題提起を契機として、平成10年秋以降、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外及び長期国債先物取引の標準物利率の見直しについて議論を行った結果、東証は、11年3月、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について決定した。具体的な内容は次のとおり。

(a) 受渡適格銘柄の範囲の見直し

長期国債先物取引の受渡適格銘柄に含まれている超長期国債は、発行量が10年国債に比べて少ないうえ、同一残存期間の10年国債と表面利率が乖離している。そのため、超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合には、先物市場における相場攪乱要因が増幅したり、いわゆるスクイーズの危険性が増大することなどが見込まれ、先物市場の流動性が低下することが懸念された。

このような状況を回避するため、平成11年6月11日に取引が開始される12年3月限月以降の限月取引について、20年国債を長期国債先物取引及び中期国債先物取引の受渡適格銘柄から除外することとした。

(b) 標準物利率の据置き

標準物利率を実勢金利に近付けることとした場合には、最割安受渡適格銘柄の範囲が広がり、その結果、より多くの銘柄が受渡しに供されることとなることが想定される。しかしながら、標準物利率を変更した場合には、価格の継続性が失われることに加え、最割安受渡適格銘柄ごとに設定するヘッジ比率等を頻繁に調整する必要があることなどから、かえって国債先物取引の使い勝手が悪くなる可能性があると考えられた。

そこで、先物市場の流動性の維持又は拡大の見込みが不透明な中では、標準物利率を積極的に変更する理由は乏しいと考え、

長期国債先物取引、中期国債先物取引及び超長期国債先物取引の標準物利率は年6%に据え置くこととした(中期国債先物取引の標準物利率については、その後の商品性見直しに関する検討において、年3%とされた)。

b. 長期国債先物取引の商品性見直しに関する検討着手の当面の見直りについて(平成12年4月)

中期国債先物取引の標準物利率の引下げを背景に、長期国債先物取引における標準物利率(年6%)についても、実勢金利水準と大きく乖離している状況を踏まえ、一部の市場参加者から見直しを行うべきとの指摘がなされていた。

東証としては、現行の標準物利率は実勢金利水準との乖離が大きいため、受渡適格銘柄間の変換係数(コンバージョン・ファクター)による価格形成が十分に行われず、事実上特定の銘柄のみが最割安銘柄として取り扱われることとなり、いわゆるスクイーズ等の対象とされやすくなるなどの理由により、国債先物取引の、流動性への影響を懸念し、標準物利率を含めその商品性の見直しについては検討を行う必要があると考え、市場参加者に対し、議論の必要性の有無及びそのタイミング等についてアンケートを行った。

その結果、現行の長期国債先物取引の商品性について特に問題点は見当たらない、標準物利率の引下げにより表面利率が他の銘柄に比べ極めて低い銘柄が複数限月にわたり最割安銘柄となった場合における長期国債先物取引の流動性

への影響について懸念がある等の理由により、見直しの必要性がない又は現段階で見直しを行うことは適当ではないとする意見が、社数でみても、過去一定期間の売買シェアでみても、過半数を大きく上回っている状況となった。

そこで、東証は、12年4月、長期国債先物取引の商品性について、直ちに見直しの検討に着手することは適当でない判断し、当面これを見送ることとした。

(以下省略)

表 4-1-5 長期国債先物取引の商品性見直し (抄)

長期国債先物取引の商品性見直しに関して

平成13年11月

東京証券取引所

1. 商品性見直しに関するこれまでの議論の状況

- 長期国債先物取引の商品性についてはこれまでに2度の議論の機会
—標準物の内容、受渡適格銘柄の範囲

【平成10年9月～11年2月】→12年3月限月から一部見直し実施

20年国債が長期国債先物取引の最割安銘柄となった場合の影響等に係る問題提起を契機として、広く市場参加者に意見を募ったうえで取引参加者の実務者をメンバーとするワーキンググループを設置して検討

(ワーキンググループにおける議論の概要)

- ① 標準物利率 (年6%) —変更せず

価格の継続性の維持、デリバリー・オプションの発生懸念、当面の問題回避

- ② 受渡適格銘柄 (残存7年以上11年未満) —20年国債を除外

20年国債の発行額、同一の残存期間を有する10年国債との表面利率の大きな乖離などにより、最割安銘柄となった場合の価格形成及び受渡決済に懸念

[12年2月～4月]

5年利付国債の発行を契機に中期国債先物取引の商品性見直しを実施。これに合わせ、長期国債先物取引の商品性の見直しの要否も含め市場参加者から意見を勧誘

・見直すべきとの意見もあったものの、見直しの必要性がない又は現段階で見直しを行うことは適当ではないとの意見が3分の2以上を占めた

—デリバリー・オプションの発生懸念

—標準物利率を見直した場合の価格の継続性維持

—RTGS及び時価会計の導入による影響の見極めの必要

—ロー・クーポン銘柄が最割安銘柄となることへの懸念

第2節 国債の引受けと保有の推移

国債の引受けは公的部門と民間部門の諸機関により行われた。前者のうち、資金運用部と国債整理基金についてはそれぞれ第2章第3節と同第4節で既に言及しているため、ここでは日本銀行、郵便貯金資金と簡易保険資金、及び民間金融機関による引受け、保有と売買を取り上げる。

まず、日本銀行は成長通貨供給の手段として国債買い切りオペを昭和42年から実施し、以後国債をオペの主要対象とした。オペの方式は様々に変更された。昭和53年に入札方式を、昭和54年にクイック・オペを、昭和59年に輪番（小口）オペをそれぞれ導入した。昭和62年に長期利付国債の現先買オペを実施し、平成9年11月に国債の現金担保付き貸借取引（レポ）市場におけるオペ（レポオペ、国債借入れオペ）を導入した。平成11年6月から国債買いオペの対象を従来の10年債及び20年債のうちの20銘柄から、原則として10年債と20年債の全銘柄に拡大した。

また、平成3年度に再開された乗換えでは、平成10年度まで満期を迎えた長期国債が同じ長期国債で借り換えられてきたが、平成11年度以後は1年物割引短期国債で借換引受が行われた。また、この短期国債が償還される際には、その都度、現金での償還か再び短期国債を引き受けるかを日本銀行が判断する（日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」『日本銀行調査月報』平成16年5月号、日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」『日本銀行調査季報』平成16年秋号参照）。

なお、乗換えについての日本銀行の説明は次のとおりである（日本銀行企画室「『日本銀行の対政府取引』について」（日本銀行ホームページ掲載）参照）。

財政法においては、日本銀行が公債を引き受けることは原則として禁じられているが、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲で実施する引受けは、例外として許容されている（財政法第5条但書）。現在、この例外を定めた条項に基づいて国債の引受けを行っているのは、日本銀行が保有する国債のうち、償還期限が到来した国債等の借換えのた

めの引受けのみである。

具体的には、日本銀行が保有する国債の償還及び買入消却のための国債整理基金への売却に際し、その償還額ないしは売却額の限度内で、借換えのための引受けを行っている。この引受けについては、各年度予算策定手続の中で国会の議決を経た上で行われており、また、各年度毎の借換えのための引受額は、政策委員会で決定され、公表されている。

借換えのために引き受ける国債は、1998年度までは長期国債としていたが、1999年度以降は1年物割引短期国債を引き受けている。また、この割引短期国債の償還期限が到来した場合には、償還の都度、現金償還を受けるか再び割引短期国債を引き受けるかを日本銀行が判断することとしている。

更に、日本銀行は平成12年4月から2年間、資金運用部の資金繰り支援のため国債の条件付買入れを行った。これは大蔵省と平成11年11月に合意したもので、資金運用部が資金不足に備えるために保有している国債を短期間の買戻し条件付きで市場に売却して資金調達するが、それでもなお不足する場合は日本銀行が一時的に債券購入に応じた（第2章第3節参照）。

また、政府の一時的な資金需要への対応として政府短期証券を引き受けている。これについて前掲の日本銀行企画室「『日本銀行の対政府取引』について」を引用すれば以下のとおりである。

(a) 政府短期証券の引受け

日本銀行による公債の引受けは、財政法により原則として禁止されている（財政法第5条本文）が、政府の一時的な資金需要に対応するために発行される政府短期証券については、当該条項の適用を受けないと解されており、日本銀行法でも、日本銀行が政府短期証券の引受けを行うことができる旨の条項が設けられている（日本銀行法第34条第4号）。

政府短期証券の発行に関しては、1998年度までは、日本銀行がその殆どを引き受ける扱いとなっていたが、1999年度以降、原則として市場における公募入札により発行する方式に改められた。公募入札方式への移行後は、日本銀行が政府短期証券の引受けを行う場合は、政府からの要

請に応じて例外的に行う臨時引受けと、日本銀行の業務運営上必要がある場合に自らが行う引受けに限られることとなった。

このうち、政府からの要請に応じて実施する臨時引受けは、(1)市場における公募入札において募集残額等が生じた場合、(2)為替介入の実施や国庫資金繰りの予想と実績との乖離の発生などにより、予期せざる資金需要が発生した場合に限定されている。また、臨時引受けを行った政府短期証券については、可及的速やかに償還を受ける扱いとなっている(これらの臨時引受けに関する制限は、日本銀行の「対政府取引に関する基本要領」においても定められている)。このように、臨時引受けについては、中央銀行による政府向け信用の在り方の観点も踏まえ、一時的な流動性の供給となるような明確な「歯止め」が設けられている。

日本銀行が自らの業務運営の必要性から実施する引受けは、現状においては、外国中央銀行等に対する買戻条件付売却の売却対象資産を確保する目的で実施している。

次に、郵便貯金資金は従来全額を資金運用部に預託していたが、金融自由化の進展に伴い郵貯の貯金金利と貸出金利は市場金利が反映される仕組みとなった。預託利率は政策的な制約から市場実勢より低く抑えられていたが、昭和62年度に預託利率の市場金利連動化が行われた。

郵便貯金資金は同じく昭和62年度から金融自由化対策資金として自主運用を開始した。その運用は2分の1以上を新規国債の引受けに充てることになっていて、時間の経過とともに国債保有額は遡増した(表4-2-1参照)。「郵便貯金法の一部を改正する法律」(昭和62・5・29・法律7号)の該当部分は表4-2-2のとおりである。

元年度には指定単(単独運用指定金銭信託)での運用を開始した。国債保有シェアは平成4年度頃から増加したが、これは金融自由化対策資金による自主運用の枠が平成4年度に拡大したこと、円高で外債の含み損が発生したので外債への投資を抑制したことなどによる。その後、平成9年に大蔵大臣・郵政大臣の諮問機関である資金運用審議会が自主運用の増額を「適当である」と認め、行政改革会議で郵便貯金資金の資金運用部への預託の廃止が認められ、これらが平成10年に公布施行された「中央省庁等改革基本法」で規定されて、平成13

年度に全額自主運用となった（郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 平成19年版』（平成19年）参照）。

また、簡易保険資金は昭和28年度から積立金の自主運用を行っていた。昭和62年に指定単での運用を開始し、3年度には郵便年金を統合した。簡易保険資金の国債保有シェアは平成5年度頃から急増したが、これは郵便貯金資金と同様に外債の含み損のため外債投資を縮減したこと、また、株式相場の低迷と社債発行条件の悪化で株式と社債への投資を控えたことなどによる（表4-2-3参照）。郵貯・簡保合計の保有シェアは時間の経過とともに逡増し、平成12年度には10%台になった。

民間部門においてはシ団による引受けがなされた。まず昭和40年度の長期国債の発行にあたって残額引受方式が採用され、昭和58年に金融機関の窓販が開始された際に各金融機関の負担分から窓販分を差し引く個別残額引受方式に変更された。同時に銀行等も募集の取扱いができるようになった。52年に発行が開始された5年物割引債もシ団引受であった。

長期国債のシ団は我が国の金融・資本市場を構成する機関のほとんどが加入し、当初は都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、信託銀行、相互銀行、信用金庫（全信連）、農林中央金庫、生命保険会社、証券会社から構成された。メンバー数の推移は表4-2-4のとおりである。都市銀行・長期信用銀行から全国銀行協会会長行が、地方銀行以下は業態ごとに主要なメンバーが代表して、それぞれシ団幹事（シ団代表者）を務め、傘下の金融機関は一定のシェアに基づいて引受けを行った。元年度の幹事数は地方銀行が5行、信託銀行が2行、第2地方銀行が1行、信用金庫が1社（全信連）、生命保険会社が1社、損害保険会社が1社、証券会社が11社であった（野村総合研究所「公社債要覧」1989年版参照）。

シ団には昭和47年に損害保険会社が加わった。昭和59年度に外国銀行と外国証券会社が、昭和60年度には商工組合中央金庫が、元年度に国内証券11社と外国銀行2行が、平成2年度に国内証券11社と外国証券1社がそれぞれ新規加入した。元年度にシ団幹事に新たに信託銀行1行と国内証券会社1社、外国証券会社4社が加わった。平成2年度には外国銀行2行と外国証券1社が脱退した。脱退の理由は国債引受け業務が低収益であることであった。平成3年度に国内証券7社が加入し、外国証券1社が脱退した。平成3年10月債発行時のシ団か

ら、元年末に出した損失補てん禁止通達に対する違反措置として、証券大手4社が外された。平成6年度には、一層幅広い投資家層に中期国債も含めて販売するために、信用組合、労働金庫、農協等と金融機関の証券子会社5社が加入したが、その際、引受けシェアは証券団の最低シェアに親金融機関からの持込みシェアを加えたものを上限とし、参入後のシェア調整は証券団のルールに従うことになった。平成12年度の幹事数は地方銀行が5行、信託銀行が2行、第2地方銀行が1行、信用金庫が1社、農林中央金庫・農協等が1社、生命保険会社が1社、損害保険会社が1社、証券会社が8社であり、外国銀行・商工組合中央金庫・信用組合等・労働金庫等は全国銀行協会副会長行傘下であった(公社債引受協会「公社債年鑑」平成元年、野村総合研究所「公社債要覧」2000年版参照)。

昭和52年の国債流動化の際に設けられていた金融機関保有国債の市中売却制限は以下のように順次緩和された。昭和52年に発行1年後の特例国債と建設国債、昭和55年に上場以降(発行日の7-9か月後)の銘柄、56年に発行3か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和60年に商品勘定で保有する国債の発行1か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和61年に商品勘定分の国債(発行日の翌月月初に)、投資勘定分の国債の発行1か月経過後の銘柄(発行日の翌月月初に)、昭和62年に商品勘定分の全銘柄、投資勘定分の国債(発行日の翌月月初に)がそれぞれ売却可能になった。平成7年9月には全ての制限が撤廃された。

平成元年度に価格競争入札(「部分的入札」)が発行額の40%に導入され、この割合は順次大きくなっていくが、入札については後記第5章第1節で取り上げる。

引受けの推移は以下のとおりであり、表4-2-5は引受けシェアを示している。平成元年度では、証券会社が長期国債を前年の30%増と最も多く引き受け、とりわけ外国証券会社が引受けを積極的に行った。平成2年度も証券会社の入札は80%のシェアに上り、引受けは著増してシェア50%超となった。平成3年度も証券会社の入札シェアは84%に上昇し引受けシェアは60%台となった。金融機関による国債の窓販は低調で、引受額中の窓販額の割合は10%を下回った(第1章第3節に掲げた表1-3-12参照)。その理由として、長短金利が逆転していたことが挙げられ、長期金利が短期金利より低いため長期国債の投資対象とし

での妙味は乏しかった。また、期間の長い10年債は個人のニーズに必ずしも合った商品ではなかったのかもしれない。

平成4年度は証券・銀行とも積極的に入札に応じた。引受けシェアは証券会社が62%、銀行等が39%となった。窓販の割合は更に低下し5%となった。平成5年度は特に都市銀行が入札に積極的であり、引受けシェアは証券会社が57%、銀行等が43%、都銀が22%で前年比7%ポイント増となった。窓販の割合は更に低下した。平成6年度には銀行等が投資勘定に振り向けるために入札に積極的であり、引受けシェアは証券会社が56%、銀行等が44%となった。窓販の割合は更に低下し4%となった。平成7年度は機関投資家の注文増を反映して証券会社の入札が積極的であり、また銀行系証券子会社が参入したことも手伝い、証券会社の引受けシェアは59%に上昇した。窓販の割合は6%に上昇した。平成8年度は金融不安に基づき投資家が国債への選好を増すことを見込んで証券会社と銀行系証券子会社が積極的に入札したため、証券会社の引受けシェアは68%に上昇した。窓販の割合は7%に上昇した。平成9年度は証券会社の引受けシェアは68%で前年並みであった。窓販の割合は低下した。なお平成10年度以降のデータは公表されていない。銀行等は期間を通してほぼ20%台を維持した。

公共債のディーリングは昭和59年6月に都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行と農林中央金庫が開始し、同年10月に外国銀行、昭和60年6月に相互銀行、昭和61年6月に信用金庫がそれぞれ参入した。ディーラー同士で売買する業者間売買のウェイトが増加した。かつては恒常的な売り手であった都市銀行、地方銀行も昭和60年頃には買越しに転じた。

平成元年度以降の売買状況は表4-2-6に示される。その詳細を公社債引受協会の「公社債年鑑」各年版などにより見ていくと、まず元年度は、長期国債の売買高が前年度比13%減少した。これは金利不透明感が高まったためであった。短期国債は8月以降毎月発行となったことなどから大幅増となった。

平成2年度は国債の売買高が前年度比15%減少し、特に長期国債の売買高は前年度比18%と大きく減少した。これは、価格が軟調であったこと、夏期に公定歩合上げ観測やイラクのクウェート侵攻などからディーリングが振るわなかったことからディーリング売買が減少したことによる。他方、短期国債は、市場拡充のため発行量が増加したこと、短資会社のディーリングが認可され業者間

売買が活発になったこと、長短金利逆転のため投資家が短期債に運用をシフトしたことなどから前年度比2.4倍増となった。

平成3年度も国債の売買高は減少した。国債全体では前年度比32%減少、長期国債は前年度比42%減少した。これは、債券ディーラーと投資家がリスク管理意識を強め、短期売買を抑制したためである。これに対し、短期国債は前年度比2.5倍となったが、その理由は前年と同様の理由の他に、リスク管理意識の高まりもある。長期債よりも償還までの期間が短く価格変動が相対的に小さいためリスク管理がより容易である短期債が好まれたことも挙げられる。

平成4年度は増加傾向となり、国債の売買高は前年度比15%増加した。内訳は長期国債の売買高が前年度比11%減少したのに対し、短期国債は前年度の約2倍となって、シェアは34%と倍増した。このような傾向もリスク管理意識の高まりで説明できる。また、5月に販売が開始されたMMF（マネー・マネジメント・ファンド）に短期国債が積極的に組み入れられたことも増加の理由である。

平成5年度は中・長期国債の売買高が前年度比5%増加、長期国債のみでは前年度比2%増加、超長期国債と中期国債の合計はほぼ倍増であり、短期国債も前年度比5%増加であった。長期国債は従来指標銘柄がディーリングの対象となっていたが、これに対する投資家の選好が減少したために伸び悩んだ。中期国債の増加は下期に発行量が著増したため、超長期国債の増加はインカム・ゲイン確保のためであった。短期国債は利回り低下で投資家が選好しなくなったことが増加傾向を止めた。

平成6年度は中・長期国債の売買高が前年度比15%減少し、長期国債のみでは前年度比17%減少、超長期国債は前年度比3%増加、中期国債は前年度のほぼ倍増であり、短期国債も前年度比20%減少であった。株式相場の低迷で債券ディーラーや投資家が債券の価格変動リスクにより敏感になり、特に長期国債は値上がり益狙いの回転売買が増えなかった。短期国債は利回りが史上最低水準で価格も高騰して、キャピタル・ゲインが得られる余地がなかったことから売買は減少した。

平成7年度の売買は全体としては復調傾向であった。長期国債は前年度比18%増加、中期国債は前年度比43%増加であったが、超長期国債は前年度比17%減少、短期国債も前年度比6%減少であった。長期国債の増加は相場が堅

調で値上がり益を狙う投資が増えたこと、中期国債は価格変動リスクの相対的に小さい中期ゾーンへの需要の高まりによる。短期国債の減少は公定歩合の引下げが相次ぎ、短期金利が前年より更に下落して投資の魅力が薄らいだことによる。

平成8年度は国債の売買高は減少した。長期国債は前年度比5%減少、超長期国債は前年度比6%減少、中期国債は前年度比1%減少、短期国債も前年度比27%減少であった。長期国債と超長期国債は上期の利上げ観測の高まりとその後の高値警戒感から売買が抑制された短期国債は利回りが歴史的低水準で高値になり、キャピタル・ゲインが見込めなかったことから売買は減少した。

平成9年度の債券売買高は増加した。長期国債が前年度比8%増加、超長期国債は前年度比56%増加、中期国債は前年度比6%減少、短期国債も前年度比6%増加であった。これは、金融機関を中心に信用リスクに対する意識が高まり「質への逃避」があったこと、早期是正措置の導入に備えて国債を増やす動きがあったことなどによる。

平成10年度では債券売買高は前年度比22%増加であった（以下、第2章第1節に前掲した表2-1-1の現先を除く計数も参照）。長期国債が前年度比13%減少、超長期国債は前年度比33%増加、中期国債は前年度比0%増加、短期国債も前年度比11%増加であった。長期国債の減少は11月以降相場が軟調で、売買が振るわなかったためである。

平成11年度では国債売買高は前年度比8%増加した。長期国債が前年度比4%増加、超長期国債は前年度比32%減少、中期国債は前年度比倍増、短期国債も前年度比38%減少であった。増加の理由は有価証券取引税の撤廃で取引が活発になったこと、中期債へのシフトがあったことなどである。

平成12年度も債券店頭売買高は前年度より微増した。特に中期国債は発行額の増加のため売買は前年度比3倍増となった。また政府短期証券の取引が引き続き増加した。

表 4-2-1 郵便貯金資金の資産運用額

(単位：兆円)

年度	新規運用	運用総計	国債
昭和62	2.0	2.0	1.0
63	2.5	4.5	2.3
平成元	3.0	7.5	4.4
2	3.5	11.0	6.1
3	4.0	15.0	7.7
4	5.4	20.4	9.4
5	4.8	25.2	11.6
6	5.0	30.2	12.7
7	5.0	35.2	16.2
8	5.0	40.2	19.0
9	5.5	45.7	22.1
10	9.5	55.2	26.5
11	3.7	58.9	27.9
12	-1.5	57.4	25.0
13	28.7	86.1	52.7

(注) 自主運用分のみ。

(出所) 郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 17年版』(2005年)、
『郵便貯金資金の動向 19年版』(2007年)により作成。

表 4-2-2 郵便貯金法改正法(抄)

郵便貯金法の一部を改正する法律

昭和62年5月29日法律 37号

郵便貯金法(昭和22年法律第144号)の一部を次のように改正する。

目次中

「第10章 郵便貯金振興会」を「第10章 金融自由化対策資金の運用 第11章 郵便貯金振興会」に改める。

(中略)

第10章を第11章とし、第9章の次に次の1章を加える。

第10章 金融自由化対策資金の運用

(資金の運用)

第68条の2 郵便貯金特別会計の金融自由化対策資金(以下「資金」という。)は、金融自由化(一般の金融機関に対する国の規制の緩和又は撤廃をいう。)に適切に対応した健全な郵便貯金事業の経営の確保に資するため、郵政大臣が運用する。

(運用の範囲)

第68条の3 資金は、次に掲げるものに運用する。

1. 国債
2. 法律の定めるところにより、予算について国会の議決を経、又は承認を得な

ければならない法人の発行する債券

3. 地方債

4. 特別の法律により設立された法人（第2号に規定する法人を除く。）で、国、同号に規定する法人及び地方公共団体以外の者の出資のないもののうち、特別の法律により債券を発行することができるものの発行する債券

5. 銀行、農林中央金庫又は商工組合中央金庫（以下この条において「金融機関」という。）の発行する債券（以下この条において「金融債」という。）

6. 社債で政令で定めるもの

7. 前各号に掲げる債券以外の債券で、郵政官署における国債等の募集の取扱い等に関する法律（昭和62年法律第38号）第11条第1項、第13条第4項若しくは第15条第1項若しくは第2項又は第18条の規定による買取り又は取得の対象となるもの

8. 外国政府、外国の地方公共団体又は国際機関の発行する債券その他外国法人の発行する政令で定める債券（以下この条において「外国債」という。）

9. 信託業務を営む銀行又は信託会社への金銭信託で元本補てんの契約があるもの

10. 金融機関への預金

11. 郵政官署における国債等の募集の取扱い等に関する法律第12条の規定による貸付け資金を金融債に運用する場合には、一の金融機関の発行する金融債の10分の5又は一の金融機関の1回に発行する金融債の10分の6を超える割合の金融債の引受け、応募又は買入れを行つてはならない。

前項の場合において、資金運用部資金又は簡易生命保険及郵便年金特別会計の積立金の金融債に運用する額があるときは、その額を資金の金融債に運用する額に合算し、その合算額につき、同項の規定を適用するものとする。

資金をもつて引受け、応募又は買入れを行う金融債は、利率、担保、償還の方法、期限その他の条件において、他の引受け、応募又は買入れに係るものとその種類を同じくするものでなければならぬ。

第2項及び前項の規定は、資金を社債、外国債又は金銭信託に運用する場合に準用する。この場合において、金銭信託への運用に準用するときは、これらの規定中「引受け、応募又は買入れ」とあるのは、「信託（貸付信託の受益証券の買入れを含む。）」と読み替えるものとする。附則に次の1項を

加える。

郵政大臣は、第68条の3第1項の規定にかかわらず、帝都高速度交通営団に対する日本国有鉄道清算事業団の持分の全部が政府に譲渡されるまでの間においても、

資金を帝都高速度交通営団が帝都高速度交通営団法（昭和16年法律第51号）により発行する債券に運用することができる。

（以下省略）

表 4-2-3 簡易保険資金の国債保有残高と運用構成比

（単位：兆円、％）

年度	国債保有残高	運用構成比
昭和63	0.23	0.6
平成元	0.36	0.8
2	0.43	0.8
3	0.5	0.9
4	0.83	1.3
5	3.37	4.5
6	4.78	5.8
7	7.48	8.1
8	10.5	10.6
9	11.8	11.1
10	16.6	14.8
11	24.9	21.6
12	27.3	22.6
13	36.7	29.5

（出所）郵便貯金振興会『郵便貯金資金の動向 17年版』（2005年）。

表 4-2-4 10年債シ団メンバー数の推移（年度当初）

年度	昭和 40	平成 元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
都市銀行	13	13	12	11	11	11	11	11	10	10	10	9	9
長信銀	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
地方銀行	63	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
外国銀行	—	36	36	33	30	26	26	26	24	22	20	21	17
信託銀行	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
相互銀行	72	68	68	68	66	65	65	65	65	64	64	61	55
信用金庫	526	456	453	449	441	436	429	421	417	411	402	397	387
信用組合	—	—	—	—	—	—	74	74	76	79	78	69	64
労働金庫	—	—	—	—	—	—	48	48	48	48	48	42	42
農協等	1	1	1	1	1	1	2	1074	1053	1000	924	878	843
商工中金	—	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
生命保険	20	21	22	22	22	22	22	22	22	22	21	21	18
損害保険	—	23	23	23	23	24	24	24	25	25	29	29	22
証券	51	100	114	124	124	124	129	136	139	141	128	96	81
外国証券	—	35	35	34	33	32	31	26	24	24	23	22	21
計	756	828	839	840	826	816	936	2002	1978	1921	1822	1720	1634

(出所) 財務省理財局作成資料。

表 4-2-5 長期国債引受シェア

(単位：%)

年度	都銀	長信銀	地銀	信託	第2地銀	信金	農林系	生保	損保	証券
昭和60	30.8	7.4	14.6	4.9	3.5	4.1	3.3	3.7	0.8	26.0
平成元	23.7	6.4	5.8	8.6	2.0	2.9	2.2	2.7	0.6	45.1
2	19.2	4.7	7.5	3.8	1.7	2.6	2.0	2.5	0.4	55.6
3	15.3	5.2	5.7	3.1	1.3	2.4	2.9	1.9	0.3	61.9
4	15.0	5.0	5.6	2.2	1.3	2.4	5.2	1.5	0.3	61.5
5	21.8	4.9	5.6	2.1	1.3	2.4	2.7	1.5	0.3	57.4
6	21.2	6.0	5.6	2.6	1.3	2.4	3.7	1.4	0.3	55.6
7	21.8	3.9	5.5	2.2	1.4	3.0	2.0	1.4	0.3	58.6
8	13.4	3.5	5.5	1.6	1.4	3.0	1.7	1.4	0.3	68.2
9	14.0	4.0	5.5	1.5	1.4	2.8	1.3	1.5	0.3	67.8

(注) 2年度以降、入札分を含む。10年度以降は公表なし。

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

表 4-2-6 投資家別公社債売買状況

(単位: 億円)

年度(月)	都市銀行		地方銀行		長信銀		信託銀行		農林系金融		第二地銀協加盟銀行		信用金庫		その他金融		生・損保	
	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入
元年度	175,898 169,713 (△6,185)	57,127 72,031 (14,904)	54,867 38,046 (△16,821)	553,416 564,316 (10,900)	110,651 125,294 (14,643)	21,305 24,460 (3,155)	41,018 41,500 (482)	53,836 59,638 (5,802)	234,955 224,982 (△9,973)									
2年度	116,315 90,749 (△25,566)	71,721 90,823 (19,102)	34,801 16,363 (△18,438)	328,795 345,314 (16,519)	85,897 104,508 (18,611)	20,742 25,365 (4,623)	39,215 37,051 (△2,164)	106,821 115,660 (8,839)	116,441 104,334 (△12,107)									
3年度	86,462 64,117 (△22,345)	89,114 80,561 (△8,553)	60,972 46,204 (△14,768)	282,343 315,580 (33,237)	106,723 100,940 (△5,783)	31,827 26,939 (△4,888)	35,647 28,958 (△6,689)	221,104 228,641 (7,537)	78,100 91,774 (13,674)									
4年度	101,793 89,905 (△11,888)	101,937 100,972 (△965)	65,054 64,283 (△771)	441,288 490,338 (49,050)	164,979 185,902 (20,923)	30,694 26,878 (△3,816)	51,352 64,485 (13,133)	393,373 409,761 (16,388)	145,501 206,426 (60,925)									
5年度	174,600 135,860 (△38,200)	99,980 93,512 (△6,468)	76,872 48,336 (△28,536)	471,741 519,439 (47,698)	169,763 203,933 (34,170)	22,154 23,429 (1,275)	50,130 62,542 (12,412)	485,672 512,909 (27,237)	150,982 200,009 (49,027)									
6年度	183,278 162,449 (△20,829)	86,185 77,442 (△8,743)	86,845 56,811 (△30,034)	356,355 380,157 (23,802)	156,240 164,018 (7,778)	27,161 22,417 (△4,744)	44,126 51,629 (7,503)	416,087 441,263 (25,176)	134,779 218,378 (83,599)									
7年度	384,900 305,177 (△79,723)	105,619 95,093 (△10,526)	138,103 87,349 (△50,754)	466,425 552,469 (86,044)	182,529 242,571 (60,042)	33,476 27,061 (△6,415)	57,107 66,757 (9,650)	505,141 535,945 (30,804)	272,520 372,054 (99,532)									
8年度	280,073 233,574 (△46,499)	116,313 105,552 (△10,761)	113,503 89,809 (△23,694)	434,040 488,582 (54,542)	170,816 193,512 (22,696)	32,459 28,482 (△3,977)	59,608 66,724 (7,116)	314,753 371,453 (56,700)	285,844 313,413 (27,569)									
9年度	304,880 298,047 (△6,833)	117,657 124,150 (6,493)	73,335 74,132 (797)	382,707 398,654 (15,947)	138,595 167,239 (28,644)	34,153 29,119 (△5,034)	65,988 72,448 (6,460)	283,068 309,267 (26,199)	368,772 387,013 (18,241)									
年度(月)	投資信託		官公庁共済組合		事業法人		その他法人		外人		個人		その他		債権ディーラー		計	
	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入	売却	買入
元年度	121,176 123,896 (2,720)	29,999 33,879 (3,880)	99,522 95,761 (△3,761)	32,279 33,988 (1,709)	263,293 275,277 (11,984)	49,930 43,312 (△6,618)	170,030 106,023 (△64,007)	6,181,803 6,139,065 (△42,738)	8,251,105 8,171,181 (△79,924)									
2年度	127,554 146,137 (18,583)	27,458 39,482 (12,024)	65,058 67,384 (2,326)	22,436 32,758 (10,322)	256,982 324,867 (67,885)	29,404 64,848 (35,444)	229,148 109,533 (△119,615)	5,213,971 5,160,475 (△53,496)	6,892,759 6,875,651 (△17,108)									
3年度	96,325 114,507 (18,182)	22,031 25,993 (3,962)	34,794 41,535 (6,741)	19,442 26,540 (7,098)	195,516 299,772 (104,256)	23,476 48,028 (24,552)	230,417 93,729 (△136,688)	3,307,373 3,282,529 (△24,844)	4,921,666 4,916,347 (△5,319)									
4年度	216,366 254,625 (38,259)	28,118 31,852 (3,734)	43,322 54,139 (10,817)	28,680 36,136 (7,456)	214,033 303,049 (89,016)	12,200 19,784 (7,584)	293,582 129,405 (△164,177)	3,259,629 3,222,471 (△37,158)	5,591,901 5,690,411 (98,510)									
5年度	274,817 311,357 (36,540)	22,561 30,150 (7,589)	39,709 49,121 (9,412)	40,669 49,100 (8,431)	271,690 377,569 (105,879)	12,187 16,914 (4,727)	360,810 175,093 (△185,717)	3,144,697 3,135,310 (△9,387)	5,868,494 5,944,583 (76,089)									
6年度	171,407 188,665 (17,258)	28,265 38,357 (10,092)	32,947 54,266 (21,319)	18,855 29,673 (10,818)	221,785 384,195 (162,410)	8,390 22,923 (14,533)	412,937 165,764 (△247,173)	3,939,099 3,921,667 (△17,432)	6,324,741 6,380,074 (55,333)									
7年度	229,589 280,533 (50,944)	34,773 48,200 (13,427)	21,658 46,295 (24,637)	17,816 33,086 (15,270)	242,379 453,121 (210,742)	13,634 20,645 (7,011)	517,419 245,534 (△271,885)	5,353,235 5,340,002 (△13,233)	8,576,305 8,751,892 (175,587)									
8年度	188,108 225,127 (37,019)	56,605 66,705 (10,100)	16,247 33,680 (17,433)	22,829 53,645 (30,816)	258,012 496,782 (238,770)	16,851 19,082 (2,231)	623,913 361,589 (△262,324)	4,660,175 4,632,243 (△27,932)	7,650,149 7,779,954 (129,805)									
9年度	182,336 191,689 (9,353)	54,127 62,851 (8,724)	13,476 27,121 (13,645)	11,647 43,134 (31,487)	323,564 622,277 (298,713)	12,514 18,931 (6,417)	660,652 365,756 (△294,896)	5,210,822 5,194,126 (△16,696)	8,238,293 8,385,954 (147,661)									

(注) 1. 「売却」、「買入」は投資家側からみたものである。
 2. () は「売却」、「買入」の差し引き、△は売り越しを示す。
 3. 短期国債を含む。現先売買は除く。
 4. 調査報告会社は、証券会社22社(インター・ディーラー・ブローカー会社を含まず)及び、ディーリング業務実施金融機関。
 5. その他金融機関=商工組合中央金庫、信用組合・同連合会、労働金庫・同連合会、日本開発銀行、日本輸出入銀行、証券金融会社、短資会社、日貿信、在日外銀等。
 6. その他法人=学校法人、宗教法人、社会福祉法人、医療法人、その他特殊法人、財団、健保組合等。
 7. その他=日本銀行、政府、地方公共団体、簡保、公社、公団、公庫、事業団等の政府関係機関、官公庁共済組合以外の共済組合等(私立学校教職員共済組合等)。
 (出所) 公社債引受協会・日本証券業協会「公社債年鑑」平成2年版、平成8年版、平成10年版。

第3節 国債発行条件と手数料の推移

1 発行条件

昭和50年代から平成にかけて金利自由化が進展し、従来の「金利体系」が崩壊していった。各種の債券の発行利回り（応募者利回り）も徐々に弾力化され、流通利回りと整合的になった。平成元年に価格競争入札が取り入れられた10年債はそれ以後さらに弾力化が進んだ（表4-3-1参照）。10年債のクーポン・レートは入札の前に決められ、価格は入札の募入平均価格（割当てを受けた分の加重平均）で決められた（浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会、第2章参照）。

5年割引国債は表4-3-2に示されるその利回りを算出するのに想定利回り曲線が用いられてきた。従来は、新発10年債と3か月あるいは6か月物の割引短期国債の利回りを基準にして利回り曲線を描き、残存期間が5年の利回りを求める方法であったが、市場実勢をより反映するように、平成8年5月債以降は

表 4-3-1 10年利付国債の発行条件
(単位：%)

年度	応募者利回
平成元	5.330
2	6.781
3	6.075
4	5.011
5	4.165
6	4.369
7	3.145
8	2.978
9	2.203
10	1.502
11	1.693
12	1.640

(出所) 財務省理財局作成資料。

表 4-3-2 5年割引国債発行条件
(単位：円、%)

年	発行価格	応募者利回
平成元	79.50	4.695
2	74.00	6.207
3	71.50	6.939
4	76.50	5.503
5	80.05	4.433
6	86.25	3.002
7	81.50	4.176
8	88.50	2.473
9	91.50	1.792
10	93.75	1.299
11	93.50	1.353
12	94.50	1.137

(注) 各年の1月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』。

10年債と2年債の利回り(表4-3-3参照)を基準にする方法に変更された(浜田恵造編『国債—発行・流通の現状と将来の課題』第2章、「日本経済新聞」1996年4月25日参照)。

また、20年債の利回りは表4-3-4のように推移した。

表 4-3-3 2年利付国債の発行条件

(単位:%)

発行年月		応募者利回 (平均)
平成元	2	4.015
2	2	6.307
3	1	6.665
4	1	4.291
5	1	3.085
6	1	1.874
7	1	2.548
8	1	0.535
9	1	0.617
10	1	0.551
11	1	0.655
12	1	0.425
13	1	0.549

(注) 各年の最初の月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』

表 4-3-4 20年利付国債の発行条件

(単位:%)

発行年月		応募者利回
平成元	2	5.028
2	5	6.739
3	2	6.717
4	7	5.911
5	2	5.228
6	1	3.919
7	2	4.959
8	2	3.701
9	1	3.319
10	1	2.618
11	1	2.723
12	1	2.408
13	1	2.147

(注) 各年の最初の月のみ記載。

(出所) 『財政金融統計月報』

2 手数料

普通国債の募集手数料と引受手数料(額面100円当たり)の推移は表4-3-5のとおりである。昭和41年1月には、政保債の当時の手数料0.7円を目安にして0.5円に設定された。昭和47年1月に償還期限が7年から10年への延長と発行量倍増に伴い0.55円となった。昭和53年4月に0.6円、昭和58年4月に金融機関の窓販開始に伴い0.7円、61年4月に一般経費シーリングの10%引き下げなどから0.63円に引き下げられた。平成元年4月以降は消費税が加えられ、これは同月に開始された価格競争入札分にも適用された。

引受手数料は平成3年頃に撤廃が検討された。長期国債は当時、全体の6割が競争入札で、残りの4割が固定シェアに応じたシ団引受けで消化していた。

長期国債の入札では銀行や証券会社が手数料を上乗せして応札するのが一般的で、落札価格は市場実勢を上回ることが多い。機関投資家は入札で決まる発行価格での購入を敬遠し販売業者は手数料分を割り引いて売りますが、個人は発行価格でしか買えないため、販売価格は二重になる。このことが窓販低迷の大きな原因にもなっていた。これを是正するために手数料の部分撤廃が検討されたが、固定シェアに応じたシ団引受手数料が残るので、これを元手とする入札競争が続きかねない。固定引受シェアの低い米国系証券会社が不平等な競争条件であると反発し、シ団内の意見がまとまらなかった（「日本経済新聞」1991年12月7日）。

元利払い手数料は昭和62年度以降据え置きで、元金償還手数料（額面100円当たり）が0.09円、利払い手数料（利金100円当たり）が0.18円である。

表 4-3-5 長期国債の手数料

（単位：100円につき銭）

	昭和41		47	48	53	58
	1月	7月	1月	5月	4月	4月
引 受	50		55		60	70
（引 受）					(52)	(52)
（募 集）					(47)	(48)
元金償還	(50円/枚)			10		
利息支払	15 (最低20円/枚)					
	60	61	62		平成14	16
	6月	4月	3月	4月	5月	4月
引 受		63			39	23
（引 受）		(46.8)				
（募 集）		(43.2)				
元金償還			20	18		
利息支払			10	9		

（出所）財務省理財局作成資料。

第4節 国債価格の動向

上場国債最長期物の価格の変化は表4-4-1のとおりである。このうち、大きな変化の時期は、日本銀行『調査月報』、公社債引受協会・日本証券業協会「各年度の公社債市場」（『公社債年鑑』所収）などによれば、次のように説明される。

1 下落期

平成2年1-3月では、米国における金融緩和の観測が後退し、これと国内の政局不安による円安や原油高、物価上昇圧力の増大があいまって金利先高観が広がり、債券価格は下落した。平成2年8-9月では、イラクのクエート侵攻に伴って中東湾岸情勢が緊迫化し、これに基づく原油価格高騰からインフレの懸念が高まり、円安ももたらされた。9月26日には指標銘柄であった長期国債第119回債の利回りが歴代の指標銘柄で最高の8.71%になった。平成11年2-3月においては、運用部ショック（前記第2章第3節参照）と、将来の財政赤字拡大の懸念から値下がりした。

2 上昇期

平成5年10-11月では、米国における長期金利の一層の下落、国内の景気悪化の懸念から公定歩合引下げの期待が高まったため、国債は値上がりした。平成7年3-6月の時期においては、円高と株価安、金融機関の貸出し難、デフレ圧力の高まり、4月14日の公定歩合引下げ後の短期金利の低め誘導、景況感の後退などから、利回りが下がり国債価格は上昇した。平成10年4-9月では、円高・株安で債券需要が増大する「質への逃避」が見られた。9月9日の短期金利の誘導目標の引下げ、潤沢な資金供給など日本銀行の一段の金融緩和措置と景気見通しの悪化から利回りは低下、債券価格は上昇した。

表 4-4-1 東証上場国債（小口）価格

（単位：円）

年月	月末 価格	最長期 の回数	年月	月末 価格	最長期 の回数	年月	月末 価格	最長期 の回数
平成 元年 1月	99.73	114	5年 1月	102.57	152	9年 1月	102.84	
2	97.25	115	2	105.04	153	2	101.84	191
3	96.9	116	3	101.41		3	102	192
4	96.41		4	99.02	155	4	100.43	193
5	97.14	118	5	95.04	156	5	98.76	
6	96.29	119	6	98.64	157	6	99.24	194
7	99.26		7	100.75		7	100.28	195
8	99.08	121	8	104.93	159	8	103.94	196
9	98.44		9	105.59	161	9	103.95	197
10	96.09	123	10	106.51		10	106.57	
11	96.11		11	106.65	163	11	102.58	198
12	94.33		12	105.8	164	12	102.42	199
2年 1月	91.24	125	6年 1月	99.29	166	10年 1月	100	200
2	91.22	126	2	95.56	167	2	100.86	
3	89.13		3	94.07	168	3	100.2	201
4	95.88	128	4	96.5	169	4	103.16	202
5	100.3	129	5	98.12		5	105.52	
6	97.77		6	97.92	170	6	101.58	203
7	97.09	131	7	97.06		7	102.14	
8	93.48		8	93.06	171	8	102.47	204
9	90.94		9	96.93	172	9	107.39	
10	95.6		10	97.74	173	10	107.84	205
11	102.82	133	11	99.83	174	11	103.58	206
12	104.54		12	99.52	175	12	95.57	
3年 1月	104.81	135	7年 1月	100.5	176	11年 1月	95.62	
2	102.98	136	2	102.12		2	91.5	208
3	102.14		3	107.34		3	93.9	
4	98.78	137	4	108.28	177	4	100.91	210
5	98.63	138	5	111.57	178	5	105	
6	98.72	140	6	108.93	179	6	95.8	213
7	99.8	141	7	104.37	180	7	96.66	
8	101.24		8	100.96	181	8	93.68	
9	104.63	142	9	101.08	182	9	102.53	215
10	104.86		10	100.3		10	101.69	
11	102.45	143	11	103.25	183	11	100.51	
12	103.15	144	12	97.8	184	12	102.08	218
4年 1月	103.13		8年 1月	97.38		12年 1月	102.21	
2	103.08		2	95.65		2	100.98	
3	99.87	145	3	99.16	185	3	99.17	220
4	97.68		4	97.34		4	99.64	
5	98.77		5	99.85	186	5	100.47	
6	99.84		6	99.77		6	100.82	222
7	103.09	147	7	100.03	187	7	100.31	223
8	103.4	148	8	102.58		8	98.46	
9	103.63	149	9	102.55	188	9	98.84	
10	103.39	150	10	104.88		10	100.08	224
11	100.79	151	11	104.39	189	11	102.66	225
12	101.49		12	101.09	190	12	101.38	226

（出所） データストーリーム。