

日本国債の流動性と市場制度の動向¹⁾

郵政研究所第三経営経済研究部主任研究官 山浦 家久

キーワード

国債の流動性、売買回転率、ビッド・アスク・スプレッド、国債市場懇談会、国債電子取引

〔要約〕

本稿では、我が国の国債市場の効率性を示す国債の流動性と、近年様々な改革が進められている国債市場制度の動向について、整理・分析するものである。

国債の流動性を示す尺度はいくつか存在するが、代表的な尺度の一つである国債の売買回転率の時系列的な変化をみると、①国債全体の売買回転率は低下傾向にあり、②国債の種類別には、中期利付国債は売買回転率が近年上昇傾向にあるものの、長期利付国債及び割引短期国債の売買回転率が低下傾向にある。

また、BIS（国際決済銀行）の調査結果をみると、①欧米主要国と比較して、日本国債の売買回転率は低く、又、ビッド・アスク・スプレッドは広いことから、日本国債の流動性は低く、②その原因として、国債の商品性、取引形態、市場参加者の特性、税制、決済等の制度的要因が考えられる。

我が国においては、入札制度の改善、税制改正、国債の発行年限の多様化、国債のベンチマーク銘柄形成、国債決済のRTGS導入、リオープンの実施、シ団制度の見直し等、国債市場制度改革を近年積極的に実施してきた。平成12年9月以降開催されている、国債発行当局と市場参加者、学者・研究者との対話の場である「国債市場懇談会」では、14項目の「流通市場における流動性向上のための提言」を打ち出している。

我が国の国債市場は他の先進主要国と比較して遅れていることから、同提言を含めた国債市場制度改革の一層のスピードアップが必要である。さらに、財務省及び日本銀行主導の施策だけでなく、国債電子取引、清算機関の創設など市場参加者が中心となって推進される改善策の実施にも一層期待がかけられるところである。

1) 調査研究の実施に当たっては、米澤康博・横浜国立大学経営学部教授の御指導を仰いだ。記して謝意を表します。なお、本稿は執筆者個人の見解をまとめたものであり、内容に関する誤りについては、すべて執筆者個人の責任である。

1 はじめに

我が国の国債発行残高は財政赤字拡大に伴って年々増加し、新聞、雑誌、学術論文等で国債の話題が取り上げられる機会が多くなっている。

国債については、国家財政の問題、財政・金融政策の在り方、格付の問題等様々な観点から議論すべき点があるが、運用サイドからは、流動性の観点が重要となる。

本稿では、最初に国債の流動性と関係の深い、国債の現存額 (= 発行残高)・発行額・売買額の

推移を概観した後、欧米主要国と比較した日本国債の流動性の現状と市場制度の問題点、さらには、近年積極的な取組みが行われている我が国の国債市場制度の動向など、日本国債の流動性と市場制度の動向について、整理・分析するものである。

2 国債の現存額・発行額・売買額の推移

2.1 国債の範囲

国債とは、広義では国の負担するすべての金銭貸借債務を指すが、一般的には、平成12年度発行国債までは、「普通国債」と呼ばれている歳入調

図表 1 1 国債及び借入金現在高(平成14年3月末現在)

(単位: 億円)

区 分	金 額
内 国 債	4,481,625
・普通国債	3,924,341
長期国債(10年以上)	2,667,238
中期国債(2年から6年)	931,438
短期国債(1年以下)	325,665
・財政融資資金特別会計国債	437,605
長期国債(10年以上)	168,180
中期国債(2年から5年)	269,425
・交付国債	3,455
・出資国債等	22,673
・預金保険機構特例業務基金国債	39,452
・日本国有鉄道清算事業団債券承継国債	54,100
借 入 金	1,095,463
・長期(1年超)	649,047
・短期(1年以下)	446,416
政府短期証券	496,034
合 計	6,073,122

- (備考) 1 財務省ホームページ(平成14年6月25日発表分、本表は四半期ごとに発表。)による。
 2 単位未満四捨五入のため、合計において一致しない場合がある。
 3 一般的な国債の分類では、長期国債を「超長期国債」(10年超国債)と「長期国債」(10年国債)に分けている。
 4 交付国債は、戦没者遺族・引揚者といった人々に対し、弔慰金・給付金の支払いに代えて交付される国債である。
 5 出資国債等は、日本国が国際通貨基金、世界銀行等の国際機関に対して約束した出資あるいは拠出に代えて、これらの機関に交付される国債である。
 6 預金保険機構特例業務基金国債は預金保険機構に交付した国債である。
 7 日本国有鉄道清算事業団債券承継国債は、国鉄清算事業団の債務処理の中で一般会計が承継した国債である。
 8 政府短期証券は、国庫の一時的な資金繰りのために発行される短期(13週物、2か月物)の債券(平成11年3月までは、大蔵省証券・外国為替資金証券・食糧証券に区分されて発行していたもの)である。

達を目的として発行される証券形式の国債を指している²⁾。

そして、平成13年度発行以降の国債については、「普通国債」に加えて、財政融資資金において運用の財源に充てるために発行される財政融資資金特別会計国債（「財投債」）を指す場合が多い。

以下、特にことわらない限り、「国債」という場合には、平成12年度までは「普通国債」を指し、平成13年度以降については、「普通国債」に加えて、「財投債」を指すものとする（国債等の現在高については、図表1-1を参照）。

2.2 国債市場全般の動向

平成3年度から平成13年度までの国債市場についてみると、国債の現存額³⁾（額面ベースで計上）は年々増加し、平成11年度以降には、300兆円を超える金額になっている。

また、国債の発行額⁴⁾についても、おおむね増加傾向にあり、平成12・13年度には100兆円を超える大量の国債が発行されるようになった。

一方、国債の売買額については、平成7年度の2,967兆円をピークに、平成8年度以降、2,300兆円台の横ばい状態で推移している（図表2-1を参照）。

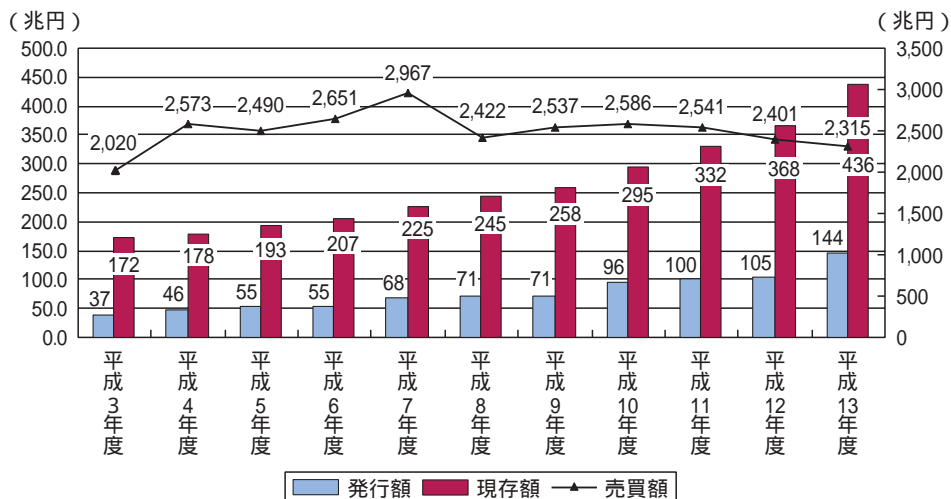
2.3 公社債市場全体に占める国債の現存額、発行額、売買額の推移

2.3.1 現存額

図表2-2は平成3～13年度の公社債市場全体に占める国債の現存額に関する構成比の推移を示したもののだが、平成13年度末には、国債の比率は約64%にもなっている。

国債の構成比は年々増加しており、平成3年度と平成13年度とを比較すると、(47.3%→64.4%)

図表2-1 近年の国債市場の動向



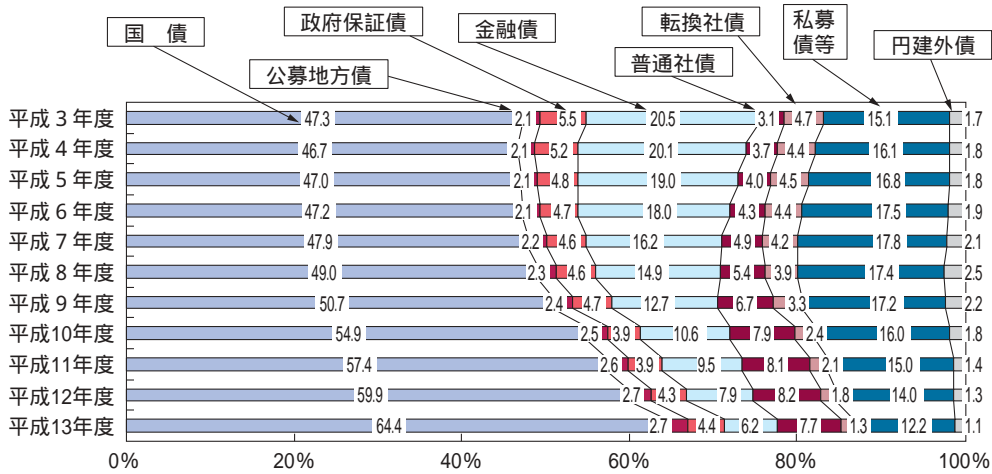
（備考）野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』等から作成。

2) 国債の種類に関する説明は、山本淳[平成12年4月]「公共債の発行、流通、決済の仕組みと実態(第1回) 公共債の概要」及び浜田恵造[平成9年8月]『国債 発行・流通の現状と将来の課題』等を参考としている。

3) 本稿における公社債の分類、用語等については、公社債全体の現存額・発行額・売買額に関するデータが掲載されている、日本証券業協会『証券業報』及び野村総合研究所『公社債要覧』を参考としている。

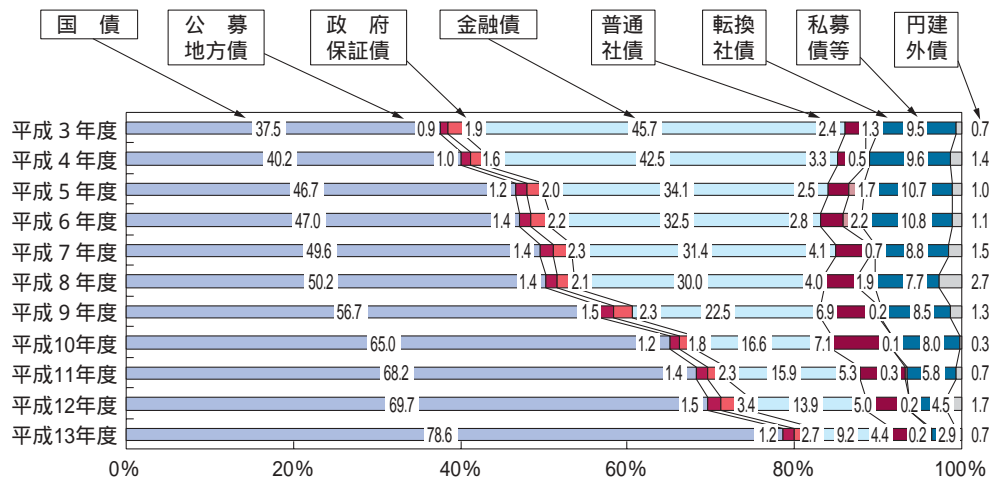
4) 本稿では、国債の発行額については、収入金ベースの年度ではなく、各国債の発行日の属する年度で計上しているが、収入金ベースの年度で計上されている統計もあるので注意を要する。

図表 2 2 公社債現存額全体に占める国債の構成比の推移



(備考) 1 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。
 2 政府保証債は、政府保証債と財投機関債である。
 3 私募債等は、私募社債、縁故地方債、私募特別債、資産担保型社債である。
 4 四捨五入の関係で、合計が100%にならない場合がある(以下の図表も同様)。

図表 2 3 公社債発行額全体に占める国債の構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

と17.1ポイントもの増加となっている。

2.3.3 発行額

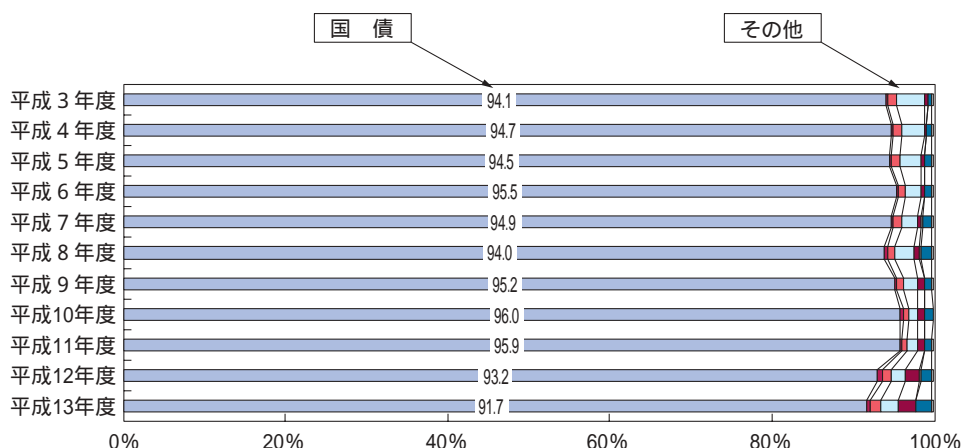
発行市場における占める国債の構成比は現存額以上に高まっており、平成13年度は78.6%と、平成3年度と比較すると、(37.5% 78.6%)と41.1ポイント増加している(図表 2 3を参照)。

2.3.3 売買額

公社債市場全体⁵⁾に占める国債の売買額の構成比について、平成13年度は91.7%と圧倒的に高い比率となっている。しかも、平成3年度から平成13年度までの期間を通して、91.96%台と非常に高い比率で推移している(図表 2 4を参照)。

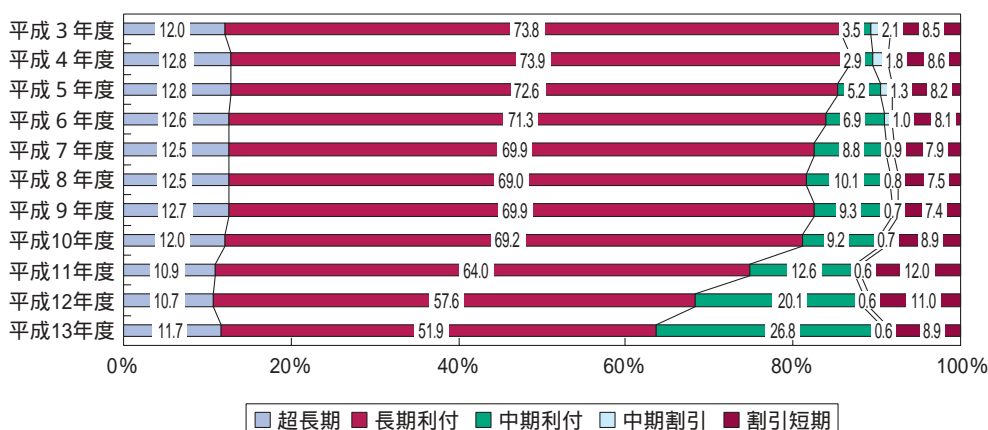
このことは、発行市場よりも流通市場の方が一層国債中心の市場であることが分かる一方、社債等国債以外の公社債の売買額が極めて少ないこと

図表 2 4 公社債売買額全体に占める国債の構成比の推移



(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」から作成。
2 「その他」とは、国債以外の公社債を示す。

図表 2 5 国債の種類別現存額構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

を示している。

ているものの、基調としては減少し、平成3年度の73.8%から21.9ポイント減少している(図表25を参照)。

2.3 国債の種類別現存額、発行額、売買額の推移

2.3.1 現存額

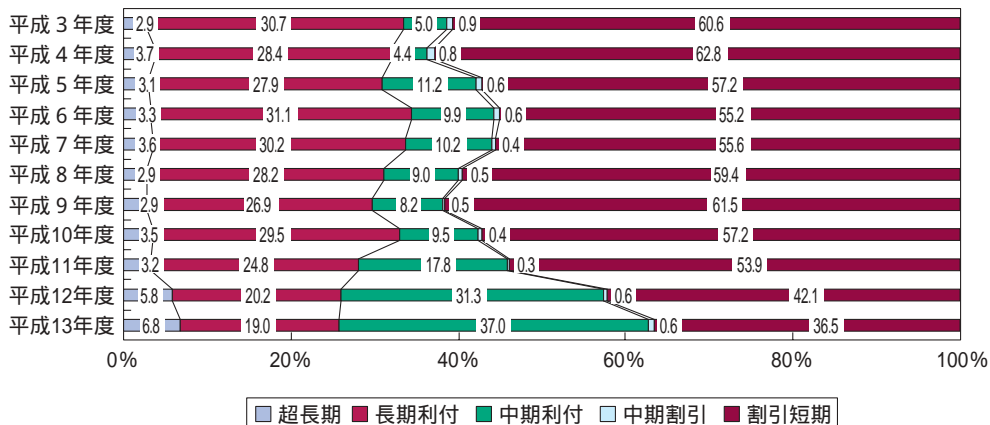
平成3～13年度における国債現存額の種類別構成比をみると、構成比の最も高い長期利付国債のウエイトは、平成13年度は51.9%と、50%を超え

他方、中期利付国債については、平成3年度と平成13年度とを比較すると、(3.5%→26.8%)と23.3ポイント増加し、長期利付国債から、中期利付国債にややシフトしている。

5) 我が国の公社債流通市場は、証券取引所で行われる取引所市場と証券会社等の店頭で取引が行われる店頭市場とに大別されるが、公社債売買額全体に関する店頭取引のウエイトは、圧倒的に大きいため、ここでは、店頭取引について分析する。

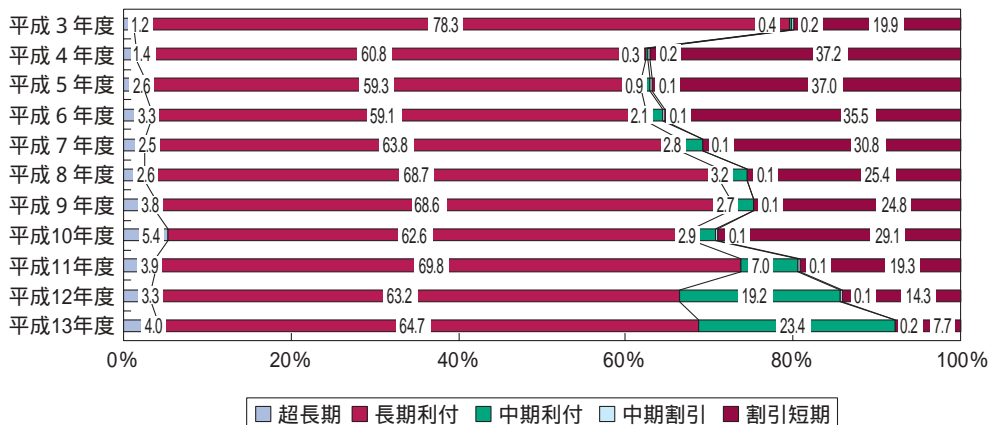
公社債について店頭取引が多い理由としては、①債券は銘柄間で金利裁定が働くことから、個別銘柄ごとに競争売買が行われる取引所取引になじまない、②公社債は同一発行者がクーポン・償還期限等の違う複数銘柄を発行しているため、取引対象となる銘柄数が多く、そのすべてを取引所で取引することは事務的にも物理的にも大きな困難を伴う、③課税・非課税等投資家によって利子課税がまちまちであり、取引所取引に適合するよう取引を標準化することが難しい、等の理由が挙げられる(山本淳[平成12年6月]「公共債の発行、流通、決済の仕組みと実態(第3回) 国債②」『地方債月報June 2000』による。)

図表 2 6 国債の種類別発行額構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

図表 2 7 国債の種類別売買額構成比の推移



(備考) 日本証券業協会のホームページから作成。

2.3.2 発行額

国債発行額の種類別構成比について、平成3年度と平成13年度とを比較すると、償還までの期間が短く、平成12年度まで構成比が最も高い割引短期国債は(60.6% 36.5%)と24.1ポイント減少しており、又、長期利付国債も、(30.7% 19.0%)と11.7ポイント減少している(図表2 6を参照)。

他方、中期利付国債について平成3年度と平成13年度とを比較すると、(5.0% 37.0%)と32.0ポイント増加し、平成13年度は長期利付国債及び割引短期国債を上回る最も高い大きい発行額となっている。

2.3.3 売買額

国債の店頭取引に係る売買額⁶⁾(「売り」と「買

6)後に分析する国債の種類別売買回転率については、一般に、現先取引を除いた売買額と現存額を基に算出されていることに鑑み、ここで説明する種類別売買額についても、現先取引(債券を一定の期間後に買い戻す、又は売り戻すという条件付きで売買する取引のことで、実質的には債券を担保とした短期の金融取引)を除いたデータで行うこととする。
 なお、日本証券業協会公表の売買額について、日本証券業協会の非協会員(政府等)は報告義務がないという、集計上の問題点があることを指摘しておく(愛宕伸康[平成12年9月]「短期国債市場の現状とレートの特性的について」を参照)。

い」の往復ベース)の種類別構成比を示したものが、図表2-7である。長期利付国債は一貫して最も高い比率だが、時系列的には、おおむね低下傾向となっており、平成3年度と平成13年度とを比較すると、平成13年度は、(78.3%→64.7%)と平成3年度よりも13.6ポイント減少している。

平成3年度から平成11年度まで長期利付国債に次いで売買額が大きかった割引短期国債の構成比も減少傾向にあり、平成3年度と平成13年度とを比較すると、平成13年度は、(19.9%→7.7%)と平成3年度よりも12.2ポイント減少している。

他方、中期利付国債は、平成3年度と平成13年度とを比較すると、(0.4%→23.4%)と23.0ポイント増加しており、平成12年度以降は長期利付国債に次ぐ売買額となっている。

国債の発行・流通市場については、かつては長期利付国債に偏った市場であったが、近年は、中期利付国債が発行市場だけではなく、流通市場においても育ちつつあることを示している。

3 日本国債の流動性と市場制度の問題点

3.1 日本国債の流動性

ここでは、日本における国債市場の効率性を示す市場流動性について考察する。

3.1.1 市場流動性

市場流動性については様々な定義の仕方が存在するが、「大量の取引を短時間に、かつ小さな価格変動で執行できること」というのが一般的な定義である。

市場流動性の尺度としてよく用いられるのは、ビッド・アスク・スプレッド(ディーラーが提示する買い・売りの呼値の差)と売買回転率である。

このほか、BIS(国際決済銀行)では、「売買回数、気配の存在率、売買執行に伴う価格インパクト、売買執行後の価格復元のスピード、板の厚さ」を挙げている(白川方明[平成11年6月]

「日本の国債市場の流動性向上に向けて」を参照)。

しかし、これらの尺度は市場流動性の一側面を示すものであり、市場流動性のあらゆる側面を集約的な形で示す単一の尺度は存在しないといわれている。

市場流動性に関する研究については、「マーケット・マイクロストラクチャー」の観点から、もともとは株式市場の分析が主たるものであったが、近年ようやく主として各国中央銀行によって国債市場を対象に行われるようになってきている(例えば、宮野谷ほか[平成11年4月]「日本の国債市場のマイクロストラクチャーと市場流動性」を参照)。

なお、マーケット・マイクロストラクチャーとは、市場参加者の構成、仲介業者の業務内容に関する制度・慣習、値決めの仕方など、市場の仕組みの細部が、価格形成に及ぼす影響を探ろうという学問分野である(若松幸嗣[平成13年10月]「長期金利の変動要因と推計について」を参照)。

3.1.2 国債の売買回転率

ここでは、いくつかの流動性を示す指標のうち、データ入手が容易で、国債市場全体の流動性の時系列的傾向が分かる、売買回転率について分析することとする。

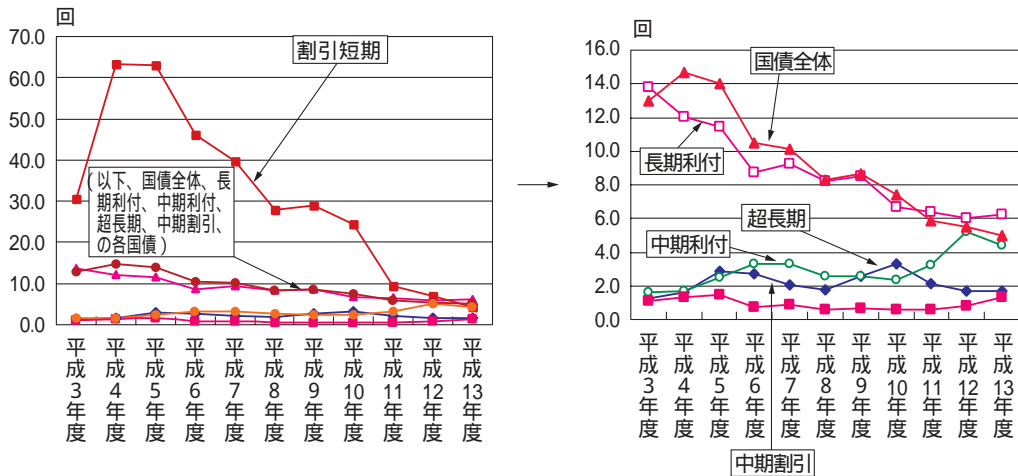
3.1.2.1 分析方法

本分析では、日本証券業協会が公表している店頭市場に関する資料から、「市中消化国債」の種類別に、平成3-13年度の、売買回転率(=年間売買高/年度末現存額)を算出した(図表3-1、3-2を参照)。

3.1.2.2 分析結果

①売買回転率の11年間の平均値をみると、

図表3 1 国債の売買回転率の推移（グラフ）



- (備考) 1 割引短期国債については、縮尺の関係から左側のグラフにのみ記載し、他の種類の国債は、右側のグラフに拡大して記載している。
 2 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」等から作成。
 3 現先取引を除いた。

図表3 2 国債の売買回転率の推移（数表）

(単位：回)

	超 長 期	長 期 利 付	中 期 利 付	中 期 割 引	割 引 短 期	国 債 全 体
平成 3 年度	1.3	13.8	1.6	1.1	30.5	13.0
平成 4 年度	1.6	12.1	1.7	1.3	63.4	14.7
平成 5 年度	2.9	11.5	2.5	1.5	63.1	14.0
平成 6 年度	2.7	8.7	3.3	0.8	46.0	10.5
平成 7 年度	2.0	9.3	3.3	0.9	39.7	10.1
平成 8 年度	1.7	8.2	2.6	0.6	28.0	8.3
平成 9 年度	2.6	8.5	2.5	0.6	28.9	8.6
平成 10 年度	3.3	6.7	2.3	0.6	24.3	7.4
平成 11 年度	2.1	6.4	3.2	0.6	9.4	5.9
平成 12 年度	1.7	6.0	5.2	0.8	7.1	5.5
平成 13 年度	1.7	6.2	4.4	1.3	4.4	5.0
期 間 全 体	2.1	8.3	3.8	1.0	23.7	8.3

- (備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」等から作成。
 2 現先取引を除いた。

割引短期 > 長期利付 > 中期利付 > 超長期 > 中期割引、の順である。

償還期間が短く短期の資金繰りに使われる割引短期国債が最も大きく、次いで、国債発行の中心的存在である、長期利付国債が大きい。

②時系列的に、国債全体、長期利付及び割引短期国債の売買回転率は低下している。

国債全体では、平成3年度と平成13年度を比較すると、(13.0回 5.0回)と半分以下に減少している。

同様に、現存額で、市中消化国債全体の51.9%（平成13年度）もの比率となっている長期利付国債について、平成3年度と平成13年度を比較すると、（13.8回→6.2回）と半分以下に減少している。

また、売買回転率の最も高い割引短期国債についても、最高63.4回（平成4年度）から、4.4回（平成13年度）まで、低下している。

③しかし、逆に中期利付国債（平成3年度：1.6回→平成13年度：4.4回）のように、売買回転率が近年特に上昇傾向の国債もあることが注目される。

④時系列的には、国債現存額は前年度よりも毎年のように増加している一方、国債の売買額がほぼ横ばいのため、売買回転率が低下する結果となっている。

時系列的に売買回転率が低下している大きな理由の一つは、運用難等のため持ち切り型の投資家の保有比率が高まっているためと考えられる⁷⁾。

3.1.3 国債以外の公社債の売買回転率

ここでは、国債以外の、政府保証債（財投機関

債を含む。）公募地方債、金融債、普通社債（私募社債を除く。）円建外債について、平成3年度から平成13年度までの売買回転率をみている。

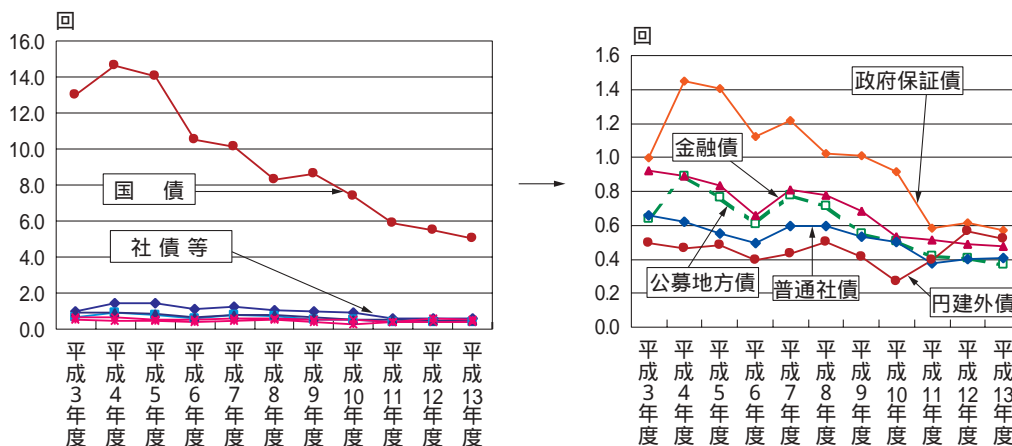
国債と社債等（国債以外の公社債）の売買回転率の推移を対比してグラフで示したものが図表3-3であり、数値で示したものが図表3-4である。

①国債と比較して、社債等公社債の売買回転率の水準はかなり低く、平成10年度以降は国債以外の公社債の売買回転率は1未満になっており、②平成3年度から平成13年度まで、国債の売買回転率が大きく低下しているのに対し、社債等の公社債についても国債と比較して小幅ではあるが、円建外債を除く、政府保証債、公募地方債、金融債、普通社債の売買回転率はいずれも低下している。流動性の低下は国債のみならず、公社債全般にわたるものであり、公社債市場全体の流動性向上策が求められるものである。

3.2 我が国の市場制度の問題点⁸⁾

G10諸国⁹⁾の国債市場の流動性については、BIS

図表3-3 国債及び社債等の売買回転率の推移（グラフ）



(備考) 1 国債は縮尺の関係から左側のグラフにのみ記載し、他の公社債は右側のグラフに拡大して記載している。
 2 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」等から作成。
 3 現先取引を除いた。

7) ちなみに、日本銀行の『資金循環統計（金融資産・負債残高表）』から、国債の取引主体別保有残高に関する構成比（年度末ベース）について、公表データ最初の平成元年度と直近の平成13年度とを比較すると、代表的な持ち切り型の投資家と考えられる、「保険・年金基金」は（5.8%→21.1%）と、約15ポイントもの増加となっている。

図表3 4 国債及び社債等の売買回転率の推移(数表) (単位:回)

年 度	政府保証債	公募地方債	金 融 債	普通社債	円建外債	国債全体
平成3年度	1.0	0.6	0.9	0.7	0.5	13.0
平成4年度	1.4	0.9	0.9	0.6	0.5	14.7
平成5年度	1.4	0.8	0.8	0.5	0.5	14.0
平成6年度	1.1	0.6	0.7	0.5	0.4	10.5
平成7年度	1.2	0.8	0.8	0.6	0.4	10.1
平成8年度	1.0	0.7	0.8	0.6	0.5	8.3
平成9年度	1.0	0.6	0.7	0.5	0.4	8.6
平成10年度	0.9	0.5	0.5	0.5	0.3	7.4
平成11年度	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4	5.9
平成12年度	0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	5.5
平成13年度	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	5.0
期 間 全 体	1.0	0.6	0.7	0.5	0.4	8.3

(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」等から作成。
2 現先取引を除いた。

グローバル金融システム委員会の市場流動性システムグループが研究活動の一貫として、平成10年2月～平成11年3月にかけて、日本を含む各国の中央銀行に対するアンケート調査を実施した。

以下では、BIS及び同調査に参加した日本銀行のメンバーがとりまとめた調査結果のうち、主要な論点を取り上げ、欧米主要国と比較した我が国の国債市場制度の問題点について説明を行う。

3.2.1 国債市場の流動性の国際比較

ここでは、各国の中央銀行が行ったアンケート調査により入手できた、売買回転率、ビッド・アスク・スプレッドに注目して、先進7か国の状況を見る(図表3 5を参照)。

3.2.1.1 売買回転率

国債の流動性に関する指標として、1年間の国

債の売買高(現物)を国債発行残高で割った売買回転率について比較すると、日本は6.9回と、フランスの33.8回、米国の22.0回、カナダの21.9回と比べると、かなり低く、先進主要国で最も低い水準となっている。

なお、関連する指標として、現物/先物比率(=現物売買高/先物売買高)をみると、他の先進主要国は英国を除き現物市場の方が先物市場の売買高を上回っている。一方、日本は0.7と1よりも小さく(現物売買高の方が先物売買高よりも小さいことを示す。)これは日本の特に現物国債の流動性の低さを示すものと考えられる。

3.2.1.2 ビッド・アスク・スプレッド

売買回転率とともに、流動性を示す代表的な尺度であるビッド・アスク・スプレッドを見ても、日本は他の先進主要国と比べて広く、流動性が低

8) 本節の記述については、井上広隆[平成11年5月]「G7諸国の国債市場」に負うところが多い。

9) BISを始めとする国際金融界における会議や研究では、慣行上、カナダ、イタリア、日本、英国、米国、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、スウェーデン、スイスの11か国を「G10」と呼称している。

各国の流動性についてはおおむね平成9年頃の実態であり、我が国については、本文中で最近の実態について説明している。

図表3 5 各国の国債市場の流動性

	日 本	米 国	ド イ ツ	英 国	フランス	イタリア	カ ナ ダ
売買回転率（1年間の国債取引額/国債残高、回）	6.9	22.0	N.A.	7.0	33.8	7.7	21.9
現物/先物比率（1年間の現物売買高/先物売買高）	0.7	2.7	N.A.	1.0	N.A.	4.1	33.7
ビッド・アスク・スプレッド(%)							
2年以下	5.0	1.6	4.0	3.0	4.0	3.0	2.0
5年	9.0	1.6	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0
10年	7.0	3.1	4.0	4.0	10.0	6.0	5.0
30年	16.0	3.1	10.0	8.0	24.0	14.0	10.0

- (備考) 1 経済企画庁編[平成12年]『平成12年経済白書』及び井上広隆[平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。
 2 ビッド・アスク・スプレッドは、インターディーラーにおける、共通の取引サイズ(1,000万ドル)に対する、各年限のカレント銘柄(各年限における直近発行銘柄)について示している。
 3 日本の5年、30年債のデータは、それぞれ6年、20年債で代用している。

図表3 6 発行年限の構成及びベンチマーク銘柄数

	日 本	米 国	ド イ ツ	英 国	フランス	イタリア	カ ナ ダ	
発行年限	1年以下	5%	21%	2%	7%	10%	17%	32%
	1年超5年以下	8%	62%	32%	29%	27%	32%	29%
	5年超10年以下	78%		61%	34%	53%	48%	27%
	10年超	9%	17%	5%	30%	10%	3%	12%
ベンチマーク銘柄数	1	7	4	4	7	5	7	

- (備考) 1 井上広隆[平成11年]「G7諸国の国債市場」、及びInoue, Hiroataka(1999)“The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries: Summary of Questionnaire Results”から作成。
 2 各国のベンチマーク銘柄数は、各国中央銀行から寄せられたアンケート調査の回答に基づくものである。

いと考えられる。

代表的な10年国債については、日本は7.0と、米国の3.1、ドイツ及び英国の4.0、などと比べると広く、先進7か国では、フランスの10.0に次いで広い。

3.2.2 諸外国と比較した我が国の市場制度の問題点

3.2.2.1 商品性（発行年限の構成及びベンチマーク銘柄数）

発行年限の構成をみると、カナダ・フランスなどでは短期から超長期まで比較的均等に発行されている。

一方、我が国の国債については、短期、中期、超長期の各ゾーンの発行残高は極めて小さく、長期（10年）に集中した発行となっている（図表3.6を参照）。

また、ベンチマーク銘柄¹⁰⁾は調査時点では10年債のみであり、現在でも、ベンチマーク銘柄として育ちつつある、2年債及び5年債を併せても、G7諸国と比べてベンチマーク銘柄の数は少ない。

3.2.2.2 取引形態（ティック・サイズ）

ティック・サイズは、最小の価格又は利回り単位で、国債市場の流動性の水準に影響するものである。

国債の現物取引の多くは店頭で行われるため、ティック・サイズは、取引所のような主体が明示的に定めるといよりも、市場参加者の慣行として存在するものであると考えられる。

他の先進主要国と比較すると、日本のティック・サイズ（利回りベースで0.5bp）は10年債のカレント銘柄で金額ベースに換算すると3.4/10,000程度となり、G7諸国の中では最も大きく（図表3-7を参照）このことも日本国債の流動性を低くする原因の一つとなっている¹¹⁾。

3.2.2.3 市場参加者の特性（非居住者の保有）

非居住者は、グローバルな観点から国内投資家

とは異なったポートフォリオを採ると考えられるため、非居住者の市場参入の程度が大きい場合、流動性を高める可能性があると考えられる。

米国をはじめ他の先進主要国と比較して、日本の非居住者の保有比率はかなり低く（図表3-8を参照）流動性を低める要因と考えられる。

3.2.2.4 税制

取引税については、平成11年3月末に日本で有効証券取引税・取引所税が廃止されたため、現在先進主要国には取引税は存在しない。

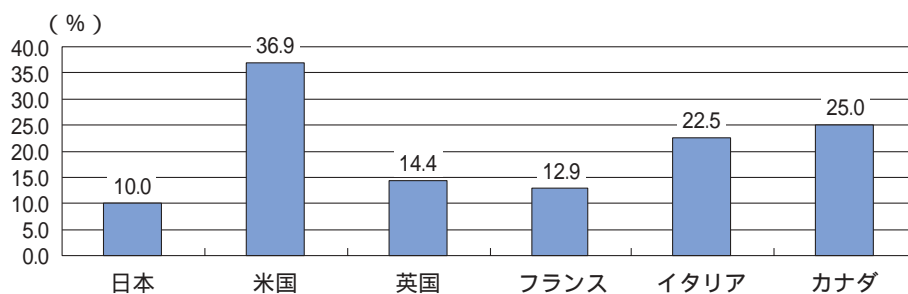
国債利子に係る源泉徴収制度は、先進主要7か国でも過半数の国に存在しており（図表3-9を

図表3-7 ティック・サイズ

		日 本	米 国	ド イ ツ	英 国	フ ラ ンス	イ タ リ ア	カ ナ ダ
現物市場	対 顧 客	3.4	0.8-3.1	1	1	1-2	0.1-1	0.1
	業 者 間	3.4	0.8-3.1	1	1	1-2	0.1-1	0.1

- （備考） 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。
 2 単位は額面の1/10,000
 3 日本のティック・サイズは0.5bp、価格ベースに換算すると10年カレント債で、3.4/10,000程度

図表3-8 非居住者の保有比率



- （備考） 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」及びInoue, Hiroataka (1999) “The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries: Summary of Questionnaire Results” から作成。
 2 ドイツは不明。
 3 市場性のない国債は除く。
 4 本表における日本の数字は、日本銀行の推計ベースのものである。なお、『資金循環統計（金融資産・負債残高表）』の国債保有残高から直接求めた、平成13年度末現在の「海外」部門の比率は、3.6%である。

10) ベンチマーク銘柄については明確に定義されたものはなく、ベンチマークと考える銘柄は人により多少分かれる。図表3-6における各国のベンチマーク銘柄数は、各国中央銀行から寄せられたアンケート調査の回答に基づくものである。

11) 日本国債の流動性は諸外国と比較して決して低くないという見方をする一部の市場参加者によると、我が国のビッド・アスク・スプレッドが大きく表われる理由は、日本のティック・サイズが大きいことが原因である、としている。

図表3 9 税制

(存在、× 不存在)

		日 本	米 国	ド イ ツ	英 国	フ ラ ン ス	イ タ リ ア	カ ナ ダ
取 引 税	現 物	×	×	×	×	×	×	×
	先 物	×	×	×	×	×	×	×
源泉徴収制度			×		×			×

(備考) 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。

図表3 10 アウトライト取引の約定 決済のラグ

各 国	日 本	米 国	ド イ ツ	英 国	フ ラ ン ス	イ タ リ ア	カ ナ ダ
約定 決済のラグ	T + 3	T + 1	T + 2	T + 1	T + 1 or T + 3	T + 2 or T + 3	T + 2 or T + 3

(備考) 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。

参照) 日本でも事業法人等は源泉徴収の対象となっているため、課税玉と非課税玉で市場が分断され、国債の流動性を低下させる要因の一つとなっている。

3 2 2 . 5 決済(約定 決済のラグ)

国債の決済に関し、DVP¹²⁾や即時グロス決済(RTGS¹³⁾)などの大きな枠組みでは、先進主要国とも同様の対応をとっているが、約定 決済のラグについては、日本は他の先進主要国と異なっている。

先進主要国のアウトライト取引(償還まで売切りや買切りをする一般売買)の約定 決済のラグは、米国、英国でT + 1に移行しているほか、ドイツでもT + 2に移行しているが、日本では依然としてT + 3の取引を行っており(図表3 10を参照) 決済リスクという観点からは、流動性を低くする要因となっている。

以上、流動性の観点から、我が国と欧米主要国の国債市場制度について、①商品性(発行年限の構成及びベンチマーク銘柄数)、②取引形態

(ティック・サイズ)、③市場参加者の特性(非居住者の保有)、④税制、⑤決済(約定 決済のラグ)から比較した。

その結果、いずれの要素をみても、我が国の国債市場制度は他の欧米主要国と比較して、遅れている。

4 日本国債の流動性向上のための方策

4 . 1 近年の国債市場制度改革の歩み

国債市場制度改革に関する施策が特に盛んになった平成11年度以降をみると、このうち、特に国債の入札制度の改善、国債の発行年限の多様化及び税制改正に関する施策が多く打ち出されている(図表4 1を参照)。

国債の入札制度の改善については、入札結果発表時間の三度にわたる繰上げ、TB・FBの応募価格の単位縮小、入札情報の早期提供である。

国債の発行年限の多様化については、平成11年度の1年割引国債・5年利付国債・30年国債、平成12年度の3年割引国債・15年変動利付国債の発行である。

12) Delivery Versus Paymentの略。証券の引渡と資金の支払いを相互に条件付け、一方が行われぬ限り、他方も行われぬようにするための仕組み。平成6年4月に国債DVPシステムが稼働を開始している。

13) Real Time Gross Settlementの略。中央銀行における当座預金の決済について、当座預金を保有する金融機関の支払い指図を1件ごとに直ちに実行する仕組み。平成13年1月に稼働を開始している。

図表4 1 近年の国債市場制度改革の歩み

年 度	国 債 市 場 制 度 改 革 の 歩 み
11年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 11.4 : TB・FBの償還差益の源泉徴収免除 ・ 11.4 : TB1年物の公募入札開始 ・ 11.9 : 一定の条件で、非居住者等が保有する国債の利子非課税制度の施行 ・ 11.9 : 30年債の公募入札開始 ・ 13.2 : 5年利付債の公募入札開始
12年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 12.4 : 入札結果発表時間の繰上げ(14:30→14:00) ・ 12.6 : 15年変動利付債の公募入札開始 ・ 12.9 : 国債市場懇談会の開催開始 ・ 12.11 : 3年割引債の公募入札開始 ・ 13.1 : 国債決済のRTGS化、フェイル慣行の導入 ・ 13.3 : リオープン(即時銘柄統合方式)の導入
13年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 13.4 : 非居住者等が保有する国債の利子非課税制度の適用拡充 ・ 13.4 : 4・6年債の発行を停止し、5年債への統合 ・ 13.5 : 入札結果発表時間の繰上げ(14:00→13:30) ・ 13.6 : TB・FBの応募価格の単位縮小(TB(5厘→1厘)、FB(1厘→5毛)) ・ 13.10 : 入札日程は、常時3か月分を公表
14年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 14.4 : 非居住者等が保有する国債の利子非課税制度の適用対象拡充 ・ 14.4 : 10年債の競争入札比率の引上げ(60%→75%、14年5月債から実施) ・ 14.4 : シ団引受手数料の引下げ(0.63円→0.39円、14年5月債から実施) ・ 14.4 : 入札結果発表時間の繰上げ(13:30→13:00) ・ 14.4 : 国債投資家懇談会の開催開始

(備考) 財務省ホームページ等を基に作成した。

税制改正については、TB・FBの償還差益の源泉徴収免除、非居住者等が保有する国債の利子非課税制度の施行と適用対象拡充である。

国債の入札制度の改善、国債の発行年限の多様化及び税制改正以外の主な施策については、①中期国債のベンチマーク銘柄形成のため、平成12年度まで発行していた4・6年債の5年債への統合(平成13年4月)②決済リスク削減のため国債決済のRTGS化(平成13年1月)③カレント銘柄の流通量増大のためのリオープンの導入(平成13年3月)④シ団制度の見直しのための競争入札比率の引上げ及び引受手数料の引下げ(平成14年5月債)等である。

4.2 「国債市場懇談会」における流動性向上のための提言

平成12年9月から、財務省において、国債の大量増発に対応し、国債の消化を一層確実かつ円滑なものとするとともに、国債市場の整備を進めていくため、市場参加者及び学者・研究者から意見を聴取することを目的とした、「国債市場懇談会」¹⁴⁾が開催されている(平成14年9月まで20回開催)。

「国債市場懇談会」における国債の流動性向上策については、平成13年3月27日に開催された第7回懇談会で、理財局から提出された、次の「流通市場における流動性向上のための提言」としてまとめられている(図表4-2を参照)。

14)「国債市場懇談会」では、市場参加者としては主として証券会社をメンバーとしているが、財務省では当懇談会とは別に、国債の投資家との意見交換の場として、平成14年4月から機関投資家等をメンバーとした「国債投資家懇談会」を開催している。

ここでは、提言を、A 「発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」、B 「発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ」、C 「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」の3項目に分類して、その実現に向けて取組みを進めている。

以下、図表4-2に掲げる提言のうち、主要な事項に関する論点について説明する。

図表4-2 流通市場における流動性向上のための提言

A.	・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・振込）の振込一本化（＝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
B.	・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
C.	・清算機関の創設
	・フェイル・ルールを整備
	・RTGSの完全化

4.2.1 発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ

4.2.1.1 発行年限構成の工夫

国債の発行年限構成の工夫については、国債の発行年限多様化及びベンチマーク銘柄形成と、国債の平均発行年限がポイントである。

①国債の発行年限多様化及びベンチマーク銘柄形成

国債の発行年限については、平成11年度に1年割引短期債、5年中期利付債及び30年超長期債、平成12年度に3年中期割引債及び15年変動利付債が発行され、近年多様化が図られた（図表4-3を参照）。

一方、国債のベンチマーク銘柄形成については、中期国債について、平成13年度発行から、平成12年度まで発行していた4年債・6年債の発行を取りやめて5年利付債に統合して発行することとした。

国債のベンチマーク銘柄については、以前から国債発行の中核となっている10年債に加え、2年及び5年債が育ちつつあるが、超長期国債のベンチマーク銘柄は未だ形成されていない。

近年、国債の発行年限多様化が進展しており、さらに、中期国債のベンチマーク銘柄が育成されつつあるため、あとは、超長期国債のベンチマーク銘柄形成が喫緊の課題である。

②国債の平均発行年限

図表4-4は、国債の平均発行年限の推移を示したものである。国債の平均発行年限は、中期国債の増発等の要因で、平成11年度までは基調としては短期化の方向にあるが、平成12年度～平成14年度は、一転して長期化している。

国債の平均発行年限については、現在の超低金利下での国債の利払い費を最小にするための長期化の要請と、投資家の金利上昇リスク低減のための短期化の要請があり、国債管理政策上の検討課

図表 4 3 国債の年限・種類別発行推移一覧

	H元	H2	H3	H4	H5	H6	H7	H8	H9	H10	H11	H12	H13	H14
30年債														
20年債														
15年変動債														
10年債														
6年債														
5年利付債														
5年割引債														
4年債														
3年利付債														
3年割引債														
2年債														
TB1Y債														
TB6M債														
TB3M債														

(備考) 財務省 [平成13年12月10日] 第14回国債市場懇談会資料から作成。

図表 4 4 国債の平均発行年限の推移

年度(平成)	元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
平均発行年限 (年、月)	6年 5月	5年 9月	5年 8月	5年 9月	5年 10月	5年 10月	5年 9月	6年 0月	5年 10月	5年 10月	4年 9月	5年 0月	5年 5月	5年 6月

(備考) 1 財務省ホームページから作成(「国債発行額(市中消化分)の推移(実績ベース)」)。
2 平成12年度までは実績、平成13年度は補正予算ベース、平成14年度は当初予算ベース、の数字である。

題となっている(高田創、住友謙一[平成13年11月]『国債暴落』を参照)。

財務省では、今後、国債の買入償却の実施、金利スワップ取引の導入などの手段を用いて国債に関するより効率的な債務管理を行うこととしている(平成14年3月16日開催の第16回懇談会資料による)。

4.2.1.2 保有形態の簡素化

①保有形態の現状

国債の保有形態については、現在、現物債、登録債、振込債の3つに分かれている。

明治39年に導入された登録制度は、日本銀行の登録簿に所有者が直接名義登録するものであり、また、昭和55年に導入された振替決済制度は、日本銀行に直接口座を持つ参加者を通じて、所有者の国債を日本銀行名義で一括登録する帳簿振替方式を採用しているものである。

登録債・振込債・現物債の現存額の推移は、図表4-5のとおりであるが、RTGS導入(平成13年1月開始)以降、振込債の比率が大部分を占めるようになっている。

図表 4 5 国債の保有形態別現存額の推移

(単位：億円、%)

	登録国債	振込国債	現物国債
平成3年度	830,822 (48.4)	843,932 (49.2)	41,719 (2.4)
平成4年度	833,426 (46.7)	915,761 (51.3)	34,494 (1.9)
平成5年度	845,576 (43.9)	1,050,973 (54.6)	28,845 (1.5)
平成6年度	887,804 (43.0)	1,148,413 (55.6)	29,829 (1.4)
平成7年度	901,677 (40.0)	1,321,823 (58.7)	28,347 (1.3)
平成8年度	928,474 (37.9)	1,490,994 (60.9)	27,113 (1.1)
平成9年度	895,500 (34.7)	1,659,351 (64.3)	24,724 (1.0)
平成10年度	969,066 (32.8)	1,961,210 (66.4)	22,214 (0.8)
平成11年度	970,289 (20.2)	2,625,781 (79.2)	20,618 (0.6)
平成12年度	82,998 (2.3)	3,574,231 (97.2)	18,318 (0.5)
平成13年度	32,790 (0.8)	4,315,657 (98.9)	13,499 (0.3)

(備考) 1 日本銀行[平成14年4月]『金融経済統計月報』から作成。

2 国債の保有形態別現存額は年度末の数字である。

②保有形態の振込一本化 (= 完全ペーパーレス化) の取組み

証券市場の国際競争力を左右するための基盤となる、CP・社債等を含めた、証券決済システム全体を、より安全で効率性の高いものにするため、国債保有のペーパーレス化は喫緊の課題である。

現在の証券決済制度では、国債は日本銀行、社債は登録機関、CPは振替機関と、決済機能を持つ機関がばらばらにあり、投資家、金融機関もそれぞれ別に口座を持っている。

投資家、金融機関の決済リスク・事務コスト軽減等のため、財務省・法務省・金融庁間では、国

債、社債等を含め統一的で多層構造の振替決済制度実現のための法案が検討されていた。

そのうちCPについては、平成13年にペーパーレス化のための法律(「短期社債等の振替に関する法律」)が成立し、平成14年度(平成14年4月施行)にペーパーレス化が実現することになった。

国債を含む公社債全体のペーパーレス化については、新たな振替制度実現に当たって大前提となる制度を整備するための「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律」(いわゆる「証券決済システム改革法」)が、平成14年6月5日に成立した(一部を除き平成15年1月施行)。

したがって、平成15年1月より国債保有形態(本券・登録・振込)の原則振込一本化が実現し、国債のペーパーレス化が可能となった。

これにより、国債取引の一層の迅速化が図られることから、更なる決済リスク削減のため、約定から受渡しまでの期間について、これまでのT+3からT+1への早期移行が期待される場所である。

4.2.1.3 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)

公社債利子について、圧倒的に大きな割合を占める金融機関は源泉徴収が免除されている(図表4-6を参照)。

これに対し、事業法人や個人が保有した国債は源泉徴収の対象となっており、金融機関等に転売された後でも利子が発生するたびに源泉徴収され、還付手続が必要となってコストがかさむことから、「課税玉」として敬遠されている。

この結果、事業法人等の保有の国債は、金融機関等が保有する国債とは市場が分断され、著しく流動性が低くなっている。

事業法人が受け取る国債利子の源泉徴収の解消

図表 4 6 我が国の公社債の保有主体別内訳

	金融機関	事業法人	家計	海外	その他
公社債全体	84.4%	2.3%	3.6%	4.4%	5.3%
国債	89.0%	0.2%	2.5%	5.2%	3.1%

(備考) 1 財務省、第12回国債市場懇談会資料(平成13年11月9日)による。
 2 原資料は、日本銀行資料(平成12年度末現在)から作成。
 3 金融機関には公的金融機関、日本銀行等を含む。

が、国債の流動性向上につながるため、本件について、平成14年度税制改正要望事項として要求したが、実現していない。

そのため、平成15年度の税制改正要望でも、「事業法人が保有する国債の利子に係る源泉徴収の免除」を引続き要求している(平成14年9月3日開催の第20回懇談会資料による)。

4.2.2 発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ(シ団制度のあり方の検討)

シ団制度は、国債発行に際して固定シェアによるシ団メンバーに割り当てられる制度であり、大量に発行される国債の安定的消化という点での意義は大きいものと考えられる。

シ団は昭和40年度以降国債消化の中心であったが、その後機能を縮小し、現在では中核的な国債である10年国債のみシ団引受けが残っている。

他の先進主要国の発行市場は全額入札による発行がほとんどであり、中核的な国債にシ団制度を採用している国は、日本以外にはない。

シ団については、A.10年国債の発行シェアが低下することに伴いシ団の存在意義が低下していること、B.シ団メンバーの脱退が相次いだため(メンバー数は、年度当初ベースの数字で、最も多かった平成7年度:2,002社 平成13年度:1,494社に低下)、メンバー各社の引受負担が増加

していること、C.シ団引受のシェアが固定的であること、等の問題点が国債市場懇談会で指摘されていた。

国債市場懇談会の指摘等を受け、財務省では、それまで40%だった10年国債のシ団の引受割合について、平成14年5月債から25%(平成14年4月債では38%)に引下げを行うとともに、シ団にそれまでの額面100円につき0.63円支払っていた国債の引受手数料について、平成14年5月債から0.39円への引下げを行うなど、シ団制度の見直しを行っている。

しかしながら、国債入札の競争原理の導入と国債引受の安定消化という観点からは、既に問題点が多く指摘されるシ団制度については、見直しよりも廃止し、代わって、欧米で既に実施されているプライマリー・ディーラー制度¹⁵⁾の導入が必要と考えられる。

4.2.3 関係方面に検討を依頼すべきテーマ(清算機関の創設)

清算機関は、国債取引の決済を行う際に、証券会社・金融機関の間に立って、証券取引の照合、相殺決済(ネットィング)、決済履行の保証等を行うための機関である。

平成13年1月からの国債決済のRTGS化に伴い、決済リスクは減少する一方、決済金額・決済件数が増加するという問題が発生しており、市場参加

15) 特定のディーラーに発行・流通市場で一定の役割を義務付けるのと引き替えに、発行市場で他のディーラーにはない便益を与える制度。

者からは、資金・債券決済の効率化・標準化等のために清算機関の創設が求められている。

そして、国債市場懇談会の提言を受け、現在、日本証券業協会を中心に「国債清算機関設立の具体化に関するWG」において、具体的な検討を行っている（平成14年7月30日開催の第19回懇談会資料による。）

清算機関の創設については、参加する金融機関にとっては資金負担の問題などがある反面、清算機関が国債取引の相殺決済、決済履行の保証等を行うことにより、決済コストや決済リスクの削減につながることから、早急に清算機関設立のためのスケジュール化が必要であると考えられる。

平成14年6月に成立した、いわゆる「証券決済システム改革法¹⁶⁾」でも、安全かつ効率的な決済を行うための清算機関に関する制度の整備が盛り込まれている。

4.3 その他流動性向上のための論点（国債電子取引）

ここでは、国債市場懇談会における「流通市場における流動性向上のための提言」では触れられてはいないが、国債の流動性向上のための重要な論点として、国債電子取引について説明する。

4.3.1 我が国における国債電子取引

4.3.1.1 業者間システム

業者間システムについては、平成12年6月に業者間取引専門の国内大手証券会社が、平成12年9月には外資系証券会社でも、国債取引の一部を電子化したサービスの提供を開始している（国債電子取引については、日本銀行金融市場局金融市場課市場企画グループ〔平成13年1月〕「電子取引システムの拡大と本邦市場へのインプリケーショ

ン」に詳しい）。

4.3.1.2 顧客システム

証券業者が機関投資家などに提供する顧客システムについては、平成12年7月に外資系の証券会社が、そして、平成12年11月に国内大手証券会社が、機関投資家向けに、それぞれ自社でシステムを開発して、画面上でその会社の売値と買値の情報を提供する、「シングル・ディーラー・システム」のサービスを開始した。

さらに、国内大手証券会社及び外資系証券会社の出資を受けて設立された証券会社が、平成14年3月に私設取引所の認可を金融庁から受けた後、平成14年4月から、機関投資家向けに、画面上で複数の証券会社の売値と買値の情報を提供する、「マルチ・ディーラー・システム」のサービスを開始した。

これにより、投資家はウェブ上で証券会社から配信された売値と買値、取引額等をみて、最も有利な条件を提示した証券会社と取引を行うことになり、国債取引の透明性向上、国債の取引コスト削減、そして、流動性向上に資するものである。

4.3.1.3 国債電子取引全般の評価

我が国においても、国債電子取引システムは進展しつつあるが、国債の流動性が低い現状では、取引量や頻度が人手で処理可能な水準に止まっており、また、大口取引が行われると価格が大きく変動しやすいため、事前に取引可能価格を提示し、大量の取引を迅速に処理する電子取引システムでは、業者の負うリスクが大きすぎるといわれている。

さらに、電話での取引に比べて、取引出来る国債の種類が限定されている場合や、非課税取引

16)「証券決済システム改革法」では、既に説明した、保有形態の振替一本化、清算機関の創設のほかに、ストリップ債の導入、個人向け国債の発行、金利スワップ取引の導入、国債の買入消却の実施、などの改正が盛り込まれている。

に限られるなどの制約が設けている場合もある。

しかし、国債電子取引は、ともすれば不透明なこれまでの電話による国債の取引よりも、透明性向上、処理の迅速化等の利点が多く、欧米諸国でも既に導入されているシステムであるため、日本国債のグローバル化にとっても、早急に本格化することが必要である（金融市場における電子取引の意義等については、BISグローバル金融システム委員会〔平成13年1月〕「金融市場における電子取引のインプリケーション」に詳しい。）

その点からも、平成14年4月から我が国において初めてサービスを開始した、「マルチ・ディーラー・システム」の動向が注目されるところである。

4.4 まとめ

①我が国においては国債の大量発行時代を迎え、国債の消化を確実・円滑化するため、さらには、公社債市場及び金融システムの効率性を向上させるため、近年、国債市場の整備を行ってきた。

主要なものとしては、国債の入札制度の改善、国債に関する税制改正、国債の発行年限の多様化、国債のベンチマーク銘柄形成、国債決済のRTGS導入、リオープン導入、シ団制度の見直し、などである。

②しかしながら、BISが行った先進主要国の国債市場に関する調査結果をみても、我が国の国債市場は他の先進主要国と比較して大きく遅れているといわざるを得ない。そのため、これらの施策は国債市場制度改革全体からすれば入り口に過ぎない。

い。

③国債市場懇談会では、平成13年3月に、「流通市場における流動性向上のための提言」として、合計14項目の改善策が打ち出された。

しかし、「A．発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」の中でさえ、検討段階に止まっている項目もある（平成14年9月3日開催の第20回懇談会時点）

同提言については、単なる提示にとどまらず、改善の優先順位や実現のためのタイムスケジュール・工程表を示して、提言実現のスピードアップを図ることが必要である。

④本稿では、国債の流動性向上のために優先すべき事項は、投資家にとって最も重要な商品性の向上であり、具体的には、長期及び中期国債のベンチマークが形成されつつあることに鑑み、超長期国債のベンチマーク銘柄形成が喫緊の課題であることを指摘しておく。

⑤さらに、これまでの国債市場制度改革は、財務省及び日本銀行主導の改革であり、市場参加者を中心とした改善施策は不十分と考えられる。

実際に国債の流動性を阻害する要因を把握しているのは、財務省及び日本銀行よりも、むしろ、事務処理プロセス、法律・会計上の取扱い等国債取引の実務を熟知している市場参加者であろう。

そのため、我が国にとって、流動性の高い国債市場実現のためには、今後は、国債電子取引、清算機関の創設など市場参加者が中心となって推進される改善施策の実施が一層期待されるところである。

参考文献

- 1 山本淳 [[2000] 「公共債の発行、流通、決済の仕組みと実態（第1回） 公共債の概要 」『地方債月報April 2000』及び「公共債の発行、流通、決済の仕組みと実態（第3回） 国債(2) 」]『地方債月報June 2000』、地方債協会
- 2 浜田恵造 [1997] 『国債 発行・流通の現状と将来の課題』、大蔵財務協会
- 3 愛宕伸康 [2000] 「短期国債市場の現状とレートの特性について」『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2000 J 12』、日本銀行金融市場局
- 4 白川方明 [1999] 「日本の国債市場の機能向上に向けて」『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ99 J 3』、日本銀行金融市場局
- 5 宮野谷篤・井上広隆・肥後秀明 [1999] 「日本の国債市場のマイクロストラクチャーと市場流動性」『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ99 J 1』、日本銀行金融市場局
- 6 若松幸嗣 [2001] 「長期金利の変動要因と推計について」『郵政研究所月報2001 .10』、総務省郵政研究所
- 7 井上広隆 [1999] 「G7 諸国の国債市場」『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ99 J 2』、日本銀行金融市場局
- 8 経済企画庁編 [2000] 『平成12年版経済白書』、大蔵省印刷局
- 9 財務省 [2002] 「国債市場懇談会 議事要旨」(<http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/top.htm>)
- 10 財務省 [2002] 「国債関連の最近の主な施策」(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/sesaku01.htm>)
- 11 財務省 [2002] 「戦後の国債管理政策の推移」(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakou01.pdf>)
- 12 高田創・住友謙一 [2001] 『国債暴落』中公新書ラクレ26、中央公論新社
- 13 日本銀行金融市場局金融市場課市場企画グループ [2001] 「電子取引システムの拡大と本邦市場へのインプリケーション」『日本銀行金融市場局マーケット・レビュー2001 J 1』、日本銀行金融市場局
- 14 BISグローバル金融システム委員会 [2001] 「金融市場における電子取引のインプリケーション（日本銀行仮訳）」、国際決済銀行
- 15 エンサイドットコム証券株式会社 [2002] 「会社概要」(<http://www.yensai.com/prof/index.htm>)
- 16 BIS (1999) “ Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications ”, paper by the Committee on the Global Financial System
- 17 Inoue, Hiroataka (1999) “ The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries: Summary of Questionnaire Results ”, BIS CGFS Study Group on Market Liquidity